



# 泰兴市智光环保科技有限公司公开发行 2022年公司债券（第二期）信用评级报告

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。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、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：

# 泰兴市智光环保科技有限公司 公开发行2022年公司债券（第二期）信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券品种一信用等级	AAA
债券品种二信用等级	AA+
评级日期	2022-9-30

## 债券概况

**发行规模：**不超过 4 亿元（含），其中品种一不超过 2.53 亿元，品种二不超过 1.47 亿元

**发行期限：**3 年

**偿还方式：**每年付息一次，最后一期利息随本金兑付一起支付

**发行目的：**全部用于偿还公司债券本金

**增信方式：**保证担保

**担保主体：**江苏省信用再担保集团有限公司、泰兴市中鑫投资集团有限公司

## 联系方式

**项目负责人：**顾春霞  
guchx@cspengyuan.com



**项目组成员：**高爽  
gaos@cspengyuan.com



**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元评定泰兴市智光环保科技有限公司（以下简称“智光环保”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，评定公司本次拟公开发行不超过 4 亿元（含）公司债券（以下简称“本期债券”）品种一的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券品种一安全性极高，违约风险极低；本期债券品种二的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券品种二安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到泰兴市整体经济实力较强，公司是泰兴高新技术产业开发区（以下简称“泰兴高新区”）基础设施建设核心主体，基础设施建设类业务在区域内具有一定垄断性，未来收入具有一定保障，且获得的外部支持力度较大，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）和泰兴市中鑫投资集团有限公司（以下简称“中鑫投资”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券安全性；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的短期偿债压力，并且面临一定的或有负债风险和苏州锦富技术股份有限公司（以下简称“锦富技术”，股票代码：300128.SZ）的经营波动风险。

## 未来展望

- 预计公司基础设施建设类业务在区域内具有一定垄断性，未来收入具有一定保障，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。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.6	2021	2020	2019
总资产	321.87	283.29	281.54	257.94
所有者权益	115.12	106.72	106.33	92.88
总债务	188.35	159.42	163.63	139.57
资产负债率	64.23%	62.33%	62.23%	63.99%
现金短期债务比	0.60	0.47	0.41	0.56
营业收入	12.10	24.89	75.39	61.35
其他收益	1.12	3.76	3.57	2.53
利润总额	1.38	1.60	3.49	3.05
销售毛利率	24.00%	25.00%	9.47%	9.17%
EBITDA	--	14.95	15.90	11.52
EBITDA 利息保障倍数	--	1.28	1.39	1.57
经营活动现金流净额	12.99	-21.29	-9.94	-19.96

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **泰兴市整体经济实力较强，工业经济发展态势较好。**泰兴市境内矿产资源储量丰富，经济总量在泰州市各区县中居首位，整体经济实力较强；工业以机电、化工、医药为主导产业，并形成“三区三园”产业园区格局。
- **公司未来收入具有一定保障。**公司是泰兴高新区内基础设施建设核心主体，近年基础设施建设类业务收入持续增长，截至 2021 年末公司在建的土地开发整理项目较多且尚未确认收入规模较 54.93 亿元，未来基础设施建设收入具有一定保障。
- **公司获得的外部支持力度较大。**近年股东和泰兴高新区管委会通过对公司增资，增强了公司资本实力；同时，公司持续获得较大金额的政府补贴和财政贴息，有效提升了公司的利润水平，减轻了公司的利息偿付压力。
- **江苏再担保和中鑫投资提供的保证担保有效提升了本期债券安全性。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为 AAA，其为本期债券品种一提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券品种一的安全性；中鑫投资主体信用等级为 AA+，其为本期债券品种二提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券品种二的安全性。

## 关注

- **关注锦富技术经营波动风险，及对公司资产、盈利的影响。**锦富技术主营业务为液晶显示模组、光电显示薄膜及电子功能器件等产品的生产制造及销售，由于市场竞争激烈，整体盈利能力较弱，竞争压力较大，近年锦富技术业绩下滑明显，2021 年出现大幅亏损，公司持续计提较大规模商誉减值损失，对公司利润造成较大侵蚀。目前公司商誉规模较大，锦富技术净利润亏损大幅收窄，但盈利水平仍较弱，需持续关注锦富技术经营情况。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收类款项和已投入项目建设成本为主，应收款项回收时间不确定且部分存在一定回收风险，存货短期内难以集中变现，流动性较好的资产使用受限规模较大。
- **公司总债务规模较大，短期偿债压力较大。**近年公司总债务规模较大，短期债务占总债务的比重较高，现金短期债务比偏低，且货币资金受限比例高。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2022 年 6 月末，公司对外担保规模较大，均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

## 同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
泰兴城投	主要负责泰兴市内的基础设施建设、建筑施工、房地产开发销售和自来水销售等业务。	663.37	269.93	99.79
中鑫投资	泰兴市多个园区建设投融资主体合并设立的投资集团，自身无实质业务	1180.39	475.34	95.77
泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司	主要从事泰兴市城西片区的土地整理开发、基础设施建设、污水处理等业务	447.14	175.06	38.54
智光环保	主要从事泰兴高新区的绿化工程施工、土地开发整理和道路工程等业务	283.29	106.72	24.89
泰兴市虹桥园工业开发有限公司	主要负责泰兴市虹桥新城的基础设施建设、安置房建设等业务	245.01	87.65	15.94

注：（1）泰兴城投为泰兴市城市投资发展集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库、债券发行人公告，中证鹏元整理

## 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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
<b>个体信用状况</b>					<b>a+</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>2</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AA</b>

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

## 外部特殊支持

- 公司是泰兴市重要的基础设施建设和投融资平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，泰兴市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在公司与泰兴市政府的联系是中等的以及公司对泰兴市政府非常重要。同时，中证鹏元认为泰兴市政府提供支持的能力较强，主要体现在较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

## 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/22 智光 G1	2022-6-13	顾春霞、高爽	<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、发行主体概况

公司成立于2004年3月，原名泰兴市姚王镇富强科技开发有限公司，系由泰兴市姚王镇农村集体资产管理委员会（以下简称“姚王镇管委会”）和唐苏清出资设立，初始注册资本为118.00万元；其中，姚王镇管委会持股84.70%；唐苏清持股15.30%。后公司经历数次增资、更名及股权转让，2013年9月公司更名为现名；截至2014年底，公司注册资本增至44,818.00万元，江苏省泰兴环保科技产业园（以下简称“泰兴环保产业园”）持有公司100%的股份，为公司控股股东。2015年11月，公司股东会同意泰兴环保产业园退出公司，并将其所持公司100%股权原价转让给泰兴市城东高新技术产业园区管理委员会（以下简称“泰兴高新区管委会”）。2019年12月，泰兴高新区管委会对公司增资55,182.00万元，增资后公司注册资本增加至100,000.00万元；同月，根据泰兴市人民政府《市政府关于同意组建泰兴市中鑫投资集团有限公司的批复》（泰政复[2019]168号），泰兴高新区管委会将所持公司100%股权无偿划转给中鑫投资。2020年11月，股东会决定以货币形式对公司注资100,000万元，公司注册资本增至200,000万元。截至2022年6月末，公司注册资本和实收资本为200,000.00万元，控股股东为中鑫投资，实际控制人为泰兴市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“泰兴市国资办”），公司股权结构图见附录二。

公司作为泰兴高新区基础设施建设核心主体，主要负责泰兴高新区的道路工程、绿化工程和土地开发整理等业务，同时还从事贸易、租赁、制造业等业务。截至2022年6月末，公司纳入合并范围的子公司共14家，具体情况见附录四。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**泰兴市智光环保科技有限公司公开发行2022年公司债券（第二期）；

**发行规模：**不超过4亿元（含），包含“品种一”和“品种二”，其中品种一发行规模不超过2.53亿元，品种二发行规模不超过1.47亿元；

**债券期限和利率：**3年期，固定利率；

**还本付息方式：**单利按年计息，每年付息一次，最后一期利息随本金兑付一起支付；

**增信方式：**江苏省信用再担保集团有限公司为本期债券品种一提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，泰兴市中鑫投资集团有限公司为本期债券品种二提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

## 三、本期债券募集资金用途

公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用后，全部用于偿还公司债券本金。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

### 宏观经济和政策环境

**2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年以来国内疫情反弹等因素使得经济下行压力加大，稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，基建投资是稳增长的重要抓手**

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。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，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，严重拖累固定资产投资增长。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。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。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 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，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 年上半年，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，国内疫情反弹、俄乌冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力进一步加大，上

半年 GDP 同比增长 2.5%。生产端工业生产和服务业由底部逐渐实现企稳回升，需求端出口显现强大韧性，制造业投资和基建投资较快增长，房地产投资底部徘徊，消费市场承压。宏观政策方面，货币政策稳健宽松，流动性合理充裕，信贷结构持续优化；积极的财政政策靠前发力，实施大规模增值税留抵退税，加快专项债发行和使用进度。受疫情、退税减税降费、土地出让金大幅下滑等因素影响，财政收支平衡压力加大，上半年全国一般公共预算收入 10.52 万亿元，扣除留抵退税因素后增长 3.3%，按自然口径计算下降 10.2%；同期全国一般公共预算支出 12.89 万亿元，同比增长 5.9%。

下半年，我国坚持稳中求进工作总基调，稳增长政策保持连续性，货币政策仍稳健偏宽松，财政政策依旧积极，经济有望回升向好，保持在合理区间。结构上看，基建投资是经济增长的重要抓手，下半年继续提速；制造业投资和出口仍具韧性，消费和地产投资缓慢修复。同时仍需注意，全球经济增长放缓，地缘政治冲突持续；国内三重压力犹在，疫情影响还未消除，地产回暖压力大，消费复苏存在不确定性，经济运行仍然面临较大不确定性和不稳定性。

**2019-2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着经济增长压力减轻，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；2022 年经济下行压力加大，上半年城投融资监管有保有压，政策整体呈现小幅放松趋势**

2019 年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019 年 5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资。

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松。具体来看，自 2 月起，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

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。

2022年上半年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管有保有压。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，正式标志着今年城投融资政策的边际转松。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

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年下半年城投融资监管保持合理适度，政策整体呈现小幅放松趋势。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年下半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。

## 行业及区域经济环境

**泰兴市境内矿产资源储量丰富，铁路交通有望提升；经济总量在泰州市各区县中居首位，整体经济实力较强；工业以机电、化工、医药为主导产业，并形成“三区三园”产业园区格局**

**区位特征：泰兴市境内矿产资源储量丰富，铁路交通有待提升。**泰兴市隶属于江苏省泰州市，位于长江下游，江苏省苏中平原南部，东接南通市如皋市，南临泰州市靖江市，西濒长江，与镇江市、常州市隔江相望，是长三角经济板块和上海、南京2小时都市圈的重要组成部分。市内京沪高速、宁通高速、宁靖盐高速均在泰兴交汇，距上海虹桥机场、南京禄口机场不到2小时车程，距无锡、常州机场1小时车程，另外拥有国家一类开放港口泰兴经济开发区港口，该港口为天然良港，已建成通用、化工、建材、液化气、油品等多座码头，其中通用码头最大停靠能力为5万吨，可开展集装箱和散货的装卸业务。铁路交通方面，距离泰兴市最近的高铁站为92公里外的常州北站，铁路交通有待提升；目前正在规划建设铁路有北沿江高铁和盐泰锡常宜城际铁路，其中北沿江高铁已于2021年11月获批建设，该铁路起于上海，经崇明岛至南通、泰州、扬州、南京北站至合肥，在泰兴市内设黄桥站，预计建成通车后上海至泰兴高铁时长有望缩短至1小时左右；盐泰锡常宜城际铁路是纵贯苏北、苏中和苏南的快速客运通道，该铁路起于盐城，向南经扬州、泰州于靖江跨越长江后进入江阴，经无锡、常州，终至宜兴，在泰兴将设泰兴站，并且经过泰州南站，将与北沿江高铁（泰州南站）实现互联互通。未来随着北沿江高铁和盐泰锡常宜城际铁路建成通车，上海、南京、无锡、常州等周边区域对泰兴市的辐射带动作用有望进一步提升。

泰兴市矿产资源主要有天然二氧化碳气、氦气、地热浅层天然气等，储量丰富，其中黄桥二氧化碳气田是全国最大的二氧化碳气田和生产基地，二氧化碳纯度99%以上，探明储量65亿立方米，主要用于

食品保护焊接、油田驱油以及化工等特殊领域，此外，黄桥境内拥有江苏地区最著名的浅层无机成因气田，其中氦地质储量超过10万立方米，甲烷地质储量248万立方米。泰兴市现辖14个乡镇、3个街道、3个省级开发区和3个市级工业园区，根据第七次全国人口普查结果，截至2020年11月1日零时，泰兴市常住人口为99.44万人，较2010年的107.39万人，下降7.4%。

**图1 泰兴市区位图**



资料来源：泰州市人民政府网站，中证鹏元整理

**经济发展水平：**泰兴市经济总量在泰州市6个区县中居首位，整体经济实力较强，2021年主要经济指标增速较快。2021年泰兴市地区生产总值为1,273.44亿元，经济体量在全国县级市中排名第26位，在泰州市“三市三区”中居首位，同比增速为9.9%，略低于泰州市10.1%的增速。三次产业结构由2018年的5.8:46.7:47.5调整为2020年的6.2:50.1:43.7，第二产业占据主导地位。近年泰兴市人均GDP逐年提升，按第七次全国人口普查的常住人口计算，2021年泰兴市人均GDP为12.81万元，远高于同期全国人均GDP，经济发展水平较高。

近年泰兴市固定资产投资增速波动较大，2020年受疫情及宏观经济增速下行影响，泰兴市固定资产投资同比下降5.2%，其中服务业投资同比下降10.6%；2021年整体经济恢复较快，固定资产投资同比增长7.1%，其中工业投资增长12.1%。泰兴市社会消费品零售总额逐年提升，2020年受疫情影响，增速较缓，2021年消费整体加速回暖。2021年泰兴市外贸形势回稳向好，进出口总额增速由负转正。根据Wind中国土地大全数据库，2019-2021年泰兴市土地成交面积有所波动，楼面均价整体有较大幅度提升，其中2020年受工业用地成交面积大幅缩减影响，土地成交面积较上年大幅下滑；2021年泰兴市工业用地成交有所回暖，当年土地成交总价为120.76亿元，同比增长132.81%。

**表1 泰州市 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 (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
泰兴市	1,273.44	9.9%	12.81	93.12	139.12

靖江市	1,142.38	10.6%	17.19	76.00	104.71
高港区	1,106.86	11.0%	23.00	47.44	28.00
兴化市	1,020.94	9.5%	9.06	46.16	72.97
姜堰区	781.51	10.6%	11.64	41.21	56.13
海陵区	700.13	8.6%	12.08	40.01	54.85

注：1) 泰兴市、高港区人均GDP按照第七次人口普查常住人口数据计算；2) 高港区第七次人口普查人口为原高港区和医药高新区人口总和

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

**表2 泰兴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）	1,273.44	9.9%	1,127.47	3.9%	1,083.90	6.8%
固定资产投资	-	7.1%	-	-5.2%	-	10.9%
社会消费品零售总额	323.85	17.9%	274.73	0.2%	253.57	7.0%
进出口总额（亿美元）	60.38	39.3%	43.25	-0.2%	43.36	-16.7%
人均GDP（万元）		12.81		11.34		10.12
人均GDP/全国人均GDP		158.15%		156.50%		142.69%

注：“-”表示数据未公布；泰兴市2021年、2020年人均GDP按照第七次人口普查常住人口数据计算。

资料来源：2019-2020年泰兴市国民经济和社会发展统计公报、2022年泰兴市政府工作报告、泰州统计局（数据泰州），中证鹏元整理

**产业情况：泰兴市工业以机电、化工、医药为主导产业，支柱产业增长较快，目前已形成“三区三园”产业园区格局。**泰兴市整体经济实力较强，在2021年全国县域经济基本竞争力百强县（市）中排名第21位，目前已经形成机电、化工、医药三大支柱产业和“三区三园”产业园区格局（江苏省泰兴经济开发区（以下简称“泰兴经开区”）、黄桥经济开发区、江苏省泰兴高新技术产业开发区（以下简称“泰兴高新区”）、泰兴虹桥工业园、泰兴市城区工业园区和泰兴市农产品加工园区）。“三区三园”中泰兴经开区已经构建以精细化工为基础、以新材料和医药日化为主导的“1+2”现代产业体系，连续9年稳居全国化工园区10强、列第5位，创成省级中日新材料产业园，区内已入驻20多个国家和地区的企业120多家，其中世界500强企业19家，上市企业两家（济川药业（600566.SH）、锦鸡股份（300798.SZ））。黄桥经济开发区主导产业主要有电动工具、电器用高倍率锂电产业、生物发酵与未来食品产业和高端智能装备研制产业，区内重点企业有长虹三杰新能源、东圣生物、惠尔信等。泰兴高新区主要以节能环保产业为主导，同时重点发展新能源新材料、智能制造等战略性新兴产业，区内已聚集相关企业近200家，其中代表性企业有南极机械、亚太泵阀、源远水业、鼎瀚航空等。泰兴虹桥工业园区主导产业主要有高端装备制造、临港物流业、绿色智能装配建筑产业、汽车零部件及新一代智能交通装备产业，区内企业扬子鑫福造船是全国最大的民营造船企业，园区内国税开票超亿元企业15家，上市企业1家（830946.BJ）。市农产品加工园区主要聚焦于发展粮食、禽畜（食品）和果蔬加工三大特色产业板块。城区工业园区重点发展军民结合产业、医疗健康产业和现代文化产业。2021年前三季度，“三区三园”工业开票销售占全市工业开票总额的89.6%。

**图2 泰兴市重点区域产业定位图**


资料来源：泰州市人民政府网站，中证鹏元整理

**财政及债务水平：**近年来泰兴市财政收入稳步提升且质量较高，财政自给能力尚可，但地方政府债务率水平偏高。近年泰兴市一般公共预算收入和政府性基金收入均保持持续增长，其中税收占比稳定在 80.00%左右，财政收入质量较高；2021 年泰兴市财政自给率为 78.66%，财政自给能力尚可。近年泰兴市地方政府债务余额持续扩张，2021 年泰兴市地方政府债务限额为 283.07 亿元，全市地方政府债务余额为 274.68 亿元，同比增长 17.99%。

**表3 泰兴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	93.12	85.43	80.59
税收收入占比	80.66%	78.72%	82.22%
财政自给率	78.66%	78.85%	75.70%
政府性基金收入	139.12	125.65	92.84
地方政府债务余额	274.68	232.80	220.30

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：泰州市政府网站，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至 2021 年底，泰兴市市属主要投融资平台较多，其中一级平台 4 家，分别为泰兴市城市投资发展集团有限公司（以下简称“泰兴城投”）、中鑫投资、泰兴市交通控股有限公司（以下简称“泰兴交控”）和泰兴市港口集团有限公司（以下简称“泰兴港口”）（未发债，暂未在下表中列示），其控股股东和实控人均均为泰兴市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“泰兴市国资办”），其中泰兴城投主要负责泰兴市内的基础设施建设，泰兴交控主要负责泰兴市全市的交通基础设施建设、公共交通运输，以及泰兴市城区工业园区的基础设施建设、土地整理等业务，中鑫投资是泰兴

市多个园区建设投融资主体合并设立的投资集团，泰兴港口主要负责泰兴市港口和泰兴经济开发区范围内的基础设施建设以及泰兴市的粮食购销业务，其他投融资平台主要是以“三区三园”中特定区域为主要业务范围，开展城市基础设施建设、土地整理等业务。

**表4 泰兴市主要投融资主体情况（单位：亿元）**

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
泰兴城投	泰兴市国资办	269.93	59.31%	99.79	307.59	主要负责泰兴市内的基础设施建设、建筑施工、房地产开发销售和自来水销售等业务。
中鑫投资	泰兴市国资办	475.34	59.73%	95.77	608.05	泰兴市多个园区建设投融资主体合并设立的投资集团，自身无实质业务
泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司	泰兴城投	160.39	51.58%	91.15	103.20	主要从事建筑施工和安装业务
泰兴市交通产业（集团）有限公司	泰兴交控	76.39	57.21%	12.03	88.85	主要从事泰兴市长途客运和城市公共交通运营及交通基础设施建设
泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司	中鑫投资	175.06	60.85%	38.54	220.15	主要从事泰兴市城西片区的土地整理开发、基础设施建设、污水处理等业务
智光环保	中鑫投资	106.72	62.33%	24.89	159.42	主要从事泰兴高新区的绿化工程施工、土地开发整理和道路工程等业务
泰兴市虹桥园工业开发有限公司	中鑫投资	87.65	64.23%	15.94	145.51	主要负责泰兴市虹桥新城的基础设施建设、安置房建设等业务
泰兴市兴黄综合投资开发有限公司	中鑫投资	63.21	56.95%	8.56	79.54	主要负责黄桥经开区内的基础设施建设、土地开发及安置房开发业务

注：1）财务数据为2021年末/2021年度；2）泰兴港口和泰兴交控截至2022年8月底，暂未发债，未在上表中列示。

资料来源：Wind、中证鹏元城投中心数据库、债券发行人公告，中证鹏元整理

泰兴高新区成立于2010年，2016年获批省级开发园区，位于泰兴城区西侧，距泰兴城区8公里，区域规划面积28平方公里。根据泰兴市人民政府泰政复[2016]98号文《市政府关于明确江苏省泰兴高新技术产业开发区管理范围的批复》，同意将泰兴城区工业园及姚王镇纳入泰兴高新区管理，管理范围61平方公里，其中：纳入城区规划面积28平方公里，已建成核心区面积4.5平方公里。工业经济方面，近年泰兴高新区正着力构建以节能环保、新能源新材料和智能制造为主导、科技服务业为支撑的“3+1”现代产业体系，重点培育节能环保产业集群和高效太阳能电池、高端传动机械、新型锂电三条产业链。

近年LCD面板市场需求和价格持续回暖，对上游液晶显示模块（LCM）和背光模组（BLU）的需求形成一定支撑，但长期来看，组装背光模组资金和技术门槛不高，行业竞争激烈，厂家盈利承压

锦富技术生产的液晶显示模组和背光模组是液晶显示（LCD）面板的关键零件之一，下游广泛应用于手机、笔记本电脑、液晶电视、数码相机等消费电子产品，其与消费电子产品行业的发展具有较强的联动性。2020年以来，LCD面板市场需求持续回暖，2021年全球TFT-LCD销售额达850亿美元，同比增长19.88%。受供需关系紧张影响，2020年以来液晶显示面板整体价格持续上扬，截至2021年末，21.5英寸、23.8英寸和27英寸的液晶显示面板价格分别为66.20美元/片、81.40美元/片和89.90美元/片。受疫情影响，全球电视市场对成本较高的OLED和QLED电视需求减少，而价格更实惠的大尺寸液晶电视反而大受欢迎；另外居家隔离的推行导致全球对液晶电视的需求大幅增加，而中国、欧美市场的消费者选择升级电视选购更大尺寸的液晶电视，这都导致液晶面板的供应出现紧张。但随着疫情红利逐渐消退，2021年下半年起，各尺寸液晶显示面板价格持续下降，面板厂商对LCD新线投资步伐有所放缓，对OLED投资更为积极。随着三星、LG等韩国厂商陆续退出LCD面板市场，京东方、华星光电等国内厂商的市场份额提升较快。

**图3 2020年以来全球TFT-LCD销售额持续增长，增速有所加快**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图4 2020年以来各尺寸液晶显示面板价格持续上扬**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

LCD显示面板需求情况直接影响到液晶显示模组和背光模组及相关元器件的市场需求，2020年以来LCD显示屏需求和价格持续回暖对上游液晶显示模块（LCM）和背光模组（BLU）的需求形成一定支撑。但长期来看，由于组装背光模组资金和技术门槛不高，因此吸引了大批厂家进入，使得行业内竞争激烈，行业内厂家对下游客户提供商业信用的行业惯例以及上游材料商的强势使得行业的利润空间受到了一定挤压。从行业发展来看，液晶显示模组和背光模组及相关元器件生产厂商的存在有助于解决上游材料厂商的标准化生产和下游液晶显示模块和背光模组厂需求多样化、定制化之间的矛盾，由于LCD作为主流显示器件应用范围极其广泛，终端厂商对LCD面板规格、尺寸等方面的要求越来越多样化和定制化：尺寸范围涵盖1.5寸到65寸，精度要求越来越高，对材料的品质要求也各不相同；而上游光电显示

薄膜材料厂商主要生产标准化的光学膜片母卷和光电显示用胶带母卷，很难恰好满足下游企业的实际需求。目前，液晶显示模组和背光模组及相关元器件生产厂商中的优质企业着重于发展进入门槛高、利润率稳定的中高端产品，并尽量通过提升产品良率、加快反应速度、增加相关增值服务等方式获取竞争优势，为材料供应商介绍下游客户，为下游客户引荐上游供应商，从而和上下游企业形成和谐共生的关系。

## 五、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规的规定，制定《泰兴智光环保科技有限公司章程》，建立并逐步完善法人治理结构。公司不设股东会，由股东行使股东会职责，决定公司增减资本、股权转让、合并、分立、解散、清算或变更公司形式等重大事项。公司设董事会，由5名成员组成，其中职工董事1人，由公司职工代表大会选举产生，其余董事由股东委派产生。公司董事会设董事长1名，由股东委派产生。董事任期每届三年，任期届满可连选连任。公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，经理对董事会负责，经股东同意，董事会成员可以兼任总经理。公司设监事会，由5名成员组成，其中职工监事2人，由公司职工代表大会选举产生，其余监事由股东委派产生。监事任期每届三年，任期届满可连选连任。

公司结合自身特点和管理需要，设立工程部、资产管理部、金融投资部等7个职能部门，并制定了相关的内部管理制度，确保公司的正常运营。截至2022年8月末公司组织结构图详见附录三。

## 六、经营与竞争

公司系泰兴高新区基础设施建设核心主体，主要根据政府规划从事泰兴高新区内基础设施建设业务，包括绿化工程、园区配套设施及道路工程和土地开发整理业务，此外还涉及贸易、光学光电子元器件制造等业务。2019-2021年及2022年1-6月公司分别实现营业收入61.35亿元，75.39亿元、24.89亿元和12.10亿元，2021年营业收入大幅下降，主要系公司新采用净额法确认贸易收入所致。从业务结构来看，基础设施建设类业务为公司主要利润来源，近年收入持续增长；贸易、制造业、租赁等业务为公司收入提供有益补充。但需注意，近年公司基础设施建设类项目回款能力一般，回款进度取决于委托方资金安排，回款时间存在不确定性。

毛利率方面，因成本加成比例固定，近年公司基建类业务毛利率均保持较高水平且较稳定；租赁和制造业业务毛利率有所波动；2021年，盈利能力较差的贸易业务采用净额法确认收入使得业务毛利率大幅提升，综合影响下，2019-2020年公司销售毛利率较为稳定，2021年毛利率水平大幅提升。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率

土地开发整理 <sup>3</sup>	53,288.00	28.57%	94,432.02	28.57%	95,688.62	27.20%	88,776.22	27.35%
园区配套设施及道路工程	14,054.10	28.57%	43,450.89	28.57%	37,500.70	28.57%	39,595.28	28.57%
绿化工程	0.00	-	5,672.17	33.33%	8,727.14	33.33%	9,626.22	33.33%
锦富技术	46,975.23	16.54%	97,216.02	19.26%	136,423.27	20.87%	74,645.81	17.27%
贸易	85.39	100.00%	121.24	100.00%	466,179.14	-0.20%	390,628.15	0.48%
租金	3,817.96	23.20%	7,967.53	26.19%	7,577.83	33.51%	6,275.08	35.11%
其他	2,827.05	38.01%	16.10	7.43%	1,788.10	92.37%	3,957.09	12.85%
<b>合计</b>	<b>121,047.73</b>	<b>24.00%</b>	<b>248,875.98</b>	<b>25.00%</b>	<b>753,884.81</b>	<b>9.47%</b>	<b>613,503.86</b>	<b>9.17%</b>

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-6 月未经审计报表，中证鹏元整理

公司土地开发整理收入波动增长，业务盈利能力较好；公司在开发的土地整理项目较多，尚未确认收入规模较大，业务可持续性较好

公司土地开发整理业务主要由控股子公司泰兴市城东市政工程有限公司（以下简称“泰兴市政”）和公司本部负责。2019年公司与泰兴高新区管委会签订委托代建框架性协议，约定由公司负责对泰兴市高新区范围内的土地进行开发整理，项目验收合格后，由泰兴高新区管委会接管项目，并向公司支付委托建设费用，包括项目投资总额（含前期费用、建设成本、融资费用等各项支出）及按投资总额一定比例计算的代建管理费，付款期限一般不超过6年。

2019-2021年及2022年1-6月公司分别实现土地开发整理收入8.88亿元、9.57亿元、9.44亿元和5.33亿元，毛利率在28.00%左右小幅波动，业务盈利能力较好。

**表6 2019-2021 年公司土地开发整理收入情况（单位：万元）**

年份	工程名称	当年结转成本	确认收入
2021 年	姚王镇官沟村官西五组	4,677.00	6,547.80
	姚王镇官沟村官西九组	10,280.09	14,392.13
	官沟村官东 6-9 组	10,289.16	14,404.82
	姚王镇官沟村官西十组	7,000.00	9,800.00
	泰宏减速机厂搬迁	12,000.00	16,800.00
	盐泥 4 组泰宏东侧	4,500.00	6,300.00
	张湾村（张湾中学东侧）	5,500.00	7,700.00
	官沟村官西二、三、四、五组	10,205.19	14,287.27
	王庄村	3,000.00	4,200.00
	<b>小计</b>	<b>67,451.44</b>	<b>94,432.02</b>
2020 年	朝阳拆迁支出	14,545.59	19,025.63
	官沟村官东 6-9 组	9,211.93	12,896.70
	姚王镇十里甸村甸何一组	7,262.90	10,168.06
	姚王镇官沟村官西五组	6,205.76	8,688.07

<sup>3</sup> 即为审计报告中的土石方工程。

2019年	姚王镇官沟村官西二组	5,852.00	8,192.81
	姚王镇姚岱村先西七组	5,782.57	8,095.59
	姚王镇官沟村官西九组	5,456.02	7,638.43
	姚王镇官沟村官西一组	5,454.28	7,635.99
	姚王镇官沟村官西十组	4,414.62	6,180.46
	334省道	4,697.57	6,144.42
	江广高速	781.69	1,022.46
	<b>小计</b>	<b>69,664.93</b>	<b>95,688.62</b>
	东阳蔡堡 1、2、3、4	6,398.35	8,829.72
	朝阳	18,854.60	26,019.35
	334省道	39,242.92	53,927.15
	<b>小计</b>	<b>64,495.87</b>	<b>88,776.22</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司存货中尚未结转的土地开发整理项目开发成本（包含工程建设成本和土地使用权）为56.80亿元，公司在开发的土地整理项目主要包括姚王镇姚岱村先西六、七组、王庄村、污水处理厂等，预计总投资38.66亿元，尚需投资8.01亿元，已确认收入18.84亿元。公司账上的土地开发整理项目建设成本及在开发的土地整理项目规模较大，业务可持续性较好，但需要注意的是相关收入确认受项目结算进度影响较大，实现时间具有不确定性，同时，随着在建项目的陆续投入，公司资金压力将有所加大。

**表7 截至2021年末公司主要在开发的土地整理项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	累计已投资	已确认收入
姚王镇姚岱村先西六、七组	90,000.00	77,416.81	18,658.82
十里甸村戴堡 5、6 组	45,000.00	41,759.44	2,559.83
东阳蔡堡 1、2、3、4	70,072.92	65,777.44	71,758.71
官沟村官西二、三、四、五组	75,000.00	70,885.26	54,407.54
官沟村官东七组	36,500.00	34,652.00	36,837.45
王庄村	50,000.00	8,000.00	4,200.00
污水处理厂	20,000.00	7,991.37	0.00
<b>合计</b>	<b>386,572.92</b>	<b>306,482.32</b>	<b>188,422.35</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司园区配套设施及道路工程业务盈利能力较好，但在建项目基本已完工，随着园区基础设施的完善，未来需关注业务可持续性**

公司园区配套设施及道路工程业务主要由公司本部负责，主要系建设泰兴市高新区范围内的道路、配套设施等工程项目。2019年公司与泰兴高新区管委会签订委托代建框架性协议，公司负责项目建设和资金筹集，通过向委托方收取代建管理费获取盈利，代建管理费按工程项目投资控制成本(含项目融资

成本)加成一定比例计算,项目验收合格后,由泰兴高新区管委会接管项目,并向公司支付委托建设费用,付款期限一般不超过6年。

2019-2021年及2022年1-6月公司分别实现园区配套设施及道路工程收入3.96亿元、3.75亿元、4.35亿元和1.41亿元,业务毛利率水平较高,稳定为28.57%。目前公司主要的园区配套设施及道路工程项目已基本完工,截至2021年末,存货中尚未结算的园区配套设施及道路工程项目开发成本为6.35亿元。总体而言,公司园区配套设施及道路工程业务盈利能力较好,但随着园区基础设施的完善,未来需关注该业务的可持续性。

**表8 2019-2021年公司园区配套设施及道路工程收入情况(单位:万元)**

年份	工程名称	当年结转成本	确认收入
2021年	综合管网及道路工程	2,377.07	3,327.89
	园区标准化厂房装修改造工程	8,904.70	12,466.58
	纳新新能源(标准化厂房)	2,317.18	3,244.06
	邻里中心2期	17,437.40	24,412.36
	<b>小计</b>	<b>31,036.35</b>	<b>43,450.89</b>
2020年	园区配套工程(标准化厂房)	14,984.40	20,978.16
	园区配套工程(智能家私项目)	3,511.85	4,916.59
	中智二期	2,510.41	3,514.57
	园区配套工程(文化创意中心)	1,660.75	2,325.04
	园区配套工程(凤栖小镇客厅)	1,558.18	2,181.45
	园区配套工程(科技广场亮化工程)	1,207.63	1,690.69
	科创路拱桥	529.00	740.60
	科太路南延	310.00	434.00
	科新路北延	249.00	348.60
	国庆东路东延至经四路	154.00	215.60
	横一路桥	111.00	155.40
	<b>小计</b>	<b>26,786.21</b>	<b>37,500.70</b>
	2019年	十里甸集镇改造	7,261.02
园区配套工程(研发中心)		5,841.10	8,177.53
江广高速泰兴路段2		4,845.78	6,784.09
中智二期		3,000.50	4,200.70
纬三路		1,845.07	2,583.10
兴南路		1,159.92	1,623.89
文昌路东延		1,053.37	1,474.72
江广高速泰兴路段1		1,029.47	1,441.26
国庆路东延		1,021.69	1,430.37
园区配套工程(供电系统)		690.35	966.49
宁通高速下穿工程	534.08	747.71	

	小计	28,282.34	39,595.28
--	----	-----------	-----------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司绿化工程业务盈利能力较好但收入规模持续下降，业务可持续性一般

公司绿化工程业务主要由公司控股子公司泰兴市城东绿化工程有限公司（以下简称“泰州城东绿化”）和公司本部负责。2019年公司与泰兴高新区管委会签订委托代建框架性协议，公司负责组织项目施工和资金筹集，通过收取代建管理费获取盈利，代建管理费按工程项目投资控制成本(含项目融资成本)加成一定比例计算。工程结算方面，项目验收合格后，泰兴高新区管委会接管项目，并向公司支付委托建设费用，付款期限一般不超过6年。

2019-2021年公司分别实现绿化工程收入0.96亿元、0.87亿元和0.57亿元，2022年1-6月公司未确认绿化工程收入，近年业务收入规模持续下降，但业务毛利率水平较高，稳定在33.33%，目前公司仅有少量零星绿化工程项目处于在建状态。总体而言，公司绿化工程业务盈利能力较好，但可持续性一般。

### 公司贸易业务盈利能力较弱，且需要大额垫资，对公司营运资金形成一定占用；办公楼租赁等业务收入对公司营业收入形成有益补充

公司贸易业务主要由子公司泰兴市智光贸易有限公司（以下简称“智光贸易”）和泰兴市泰泽实业有限公司（以下简称“泰泽实业”）负责<sup>4</sup>，开展有色金属（铝锭、锌锭、电解铜）等大宗商品的供应链贸易，主要采用以销定采的模式，即根据客户订单组织货源，针对不同客户询盘，提供相关报价资料，与下游客户签订销售合同后再与上游供应商签订采购合同，均在交易市场上指定的第三方监管库进行货权交割，不产生实际运输费用和仓储费用。结算方面，客户先预付一定比例的货款，并于提货时支付尾款，主要以现金、银行承兑汇票、商业承兑汇票支付，其中现金结算占比60%，付款周期在15天左右；公司贸易原材料采购的支付方式主要为现金、银行承兑汇票、商业承兑汇票，其中现金结算占比为60%，付款周期一般在30天左右，公司需垫付约50%的原材料采购价款。近年公司贸易产品以电解铜为主，2019-2020年分别实现贸易收入39.06亿元和46.62亿元，毛利率分别为0.48%和-0.20%。2021年，鉴于公司贸易业务规模较大，出于谨慎性原则考虑，公司改用净额法确认贸易业务收入，2021年和2022年1-6月分别实现净收入121.24万元和85.39万元。整体而言，公司贸易业务盈利能力较弱，对公司利润贡献较小，且需要大额垫资，对公司营运资金形成一定占用。

公司租赁收入主要来源于办公楼的出租，公司将泰兴市城东工业园区人才科技广场1号至21号（6、10、12号楼除外）及城东高新区环溪路北侧企业服务中心1至4号楼的房屋出租，建筑面积为11.98万平

<sup>4</sup> 泰兴市敦智贸易有限公司（以下简称“敦智贸易”）原承担公司部分贸易业务，2020年实现营业收入5.42亿元，截至2021年6月末，敦智贸易资产为7.58亿元。2021年7月，经股东会决议，公司将所持敦智贸易100.00%股份无偿转入给泰兴市智光人才市场管理有限公司，并与其签订《股权转让协议》，本次股权划出使得公司资本公积减少4,000.00万元，但对公司资产和贸易业务影响不大。

方米，房屋租金为每年每平米550元，租期为2017年1月1日至2024年12月31日，近年公司租赁收入规模不大但较为稳定，对公司收入形成有益补充。

**锦富技术近三年营业收入持续下滑，2021年出现大幅亏损；2022年上半年锦富技术净利润亏损大幅收窄，但盈利水平仍较弱，需持续关注锦富技术实际经营情况**

2019年公司通过旗下产业基金并购上市公司锦富技术，锦富技术成立于2004年，并于2010年在深圳证券交易所创业板上市，主要业务和产品包括液晶显示模组（背光模组和液晶模组）的生产制造、光电显示薄膜的裁切加工及电子功能器件生产制造、检测治具及自动化智能设备等，近年锦富技术资产与营收规模持续下滑，2019-2021年分别实现营业收入15.79亿元、13.64亿元、9.72亿元，毛利率分别为15.72%、20.87%和19.26%，2022年1-6月，公司实现营业收入4.93亿元，当期毛利率为17.51%。

**表9 2019-2021年及2022年1-6月锦富技术主要财务指标情况（单位：亿元）**

年份	资产规模	净资产	资产负债率	营业收入	毛利率	净利润
2019年	25.46	12.68	50.19%	15.79	15.72%	0.15
2020年	23.53	12.76	45.76%	13.64	20.87%	0.22
2021年	19.82	9.33	52.95%	9.72	19.26%	-3.46
2022年1-6月	29.36	12.58	57.15%	4.93	17.51%	0.00

注：（1）表中所述净利润为归属于上市公司股东的净利润。

（2）2022年1-6月，锦富技术归属于上市公司股东的净利润为亏损33.51万元。

资料来源：锦富技术2019-2021年审计报告及2022年半年度报告，中证鹏元整理

锦富技术主要产品包括液晶显示模组、光电显示薄膜及电子功能器件和检测治具及自动化设备等。液晶显示模组分为背光模组（BLU）和液晶模组（LCM），锦富技术生产的背光模组和液晶模组的下游应用领域主要是消费电子类行业。背光模组主要由背光源、光学膜片、粘胶类制品等组成，其中光学膜片是背光模组中的关键材料，锦富技术不生产光学膜片，根据下游客户的指定或订单需求向上游光电显示薄膜器件购买光学膜片。锦富技术液晶显示模组及相关功能器件一部分直接向下游LCD厂商销售，同时也向BLU和LCM的生产商销售，由其组装成液晶显示背光模组后再向下游LCD厂商销售。

受疫情和大客户股权更迭、产品调整<sup>5</sup>等因素影响，近年锦富技术液晶显示模组收入持续下滑，2020-2021年分别实现收入5.35亿元和1.64亿元，同比分别下降21.68%和69.28%。从毛利率来看，锦富技术液晶显示模组整体毛利率较低，主要原因在于：一方面，国内从事液晶显示模组及相关功能器件的厂商数量众多，尤其是诸多规模较小及设备水平、技术能力、抗风险能力相对较差的企业，为获得一定市场份额而采取低价竞争策略；其次，锦富技术下游是消费电子行业，近年液晶电视、手机、笔记本电脑

<sup>5</sup> 锦富技术液晶显示模组业务最主要的客户为苏州三星显示有限公司（以下简称“苏州三星显示”），2020年第一季度，三星显示股权对外转让，2021年一季度末，交易双方完成股权转让的交割，三星显示更名为苏州华星光电技术有限公司（以下简称“苏州华星光电”），由TCL华星光电技术有限公司全资控股，其实际控制人为TCL科技集团股份有限公司。

行业竞争激烈，新品推出频率快、产品寿命周期变短，价格降低趋势明显，使得液晶模组和背光模组的价格处于下降通道，压缩了产品毛利率；此外，锦富技术上游光电显示薄膜器件的生产具有较高技术壁垒，上游材料商具有较强的议价能力，使得行业利润空间受到一定挤压。考虑到消费电子市场需求持续低迷，液晶显示模组及相关功能器件行业竞争激烈，锦富技术产品竞争力不强，未来两年内液晶显示模组业务经营情况不确定性较强。

光电显示薄膜及电子功能器件主要包括胶粘类制品、绝缘类制品等，主要用于背光模组和液晶显示模组之中。锦富技术光电显示薄膜的裁切加工水平及电子功能器件的生产工艺在业内同行中处于领先地位，2019-2021年分别实现光电显示薄膜及电子功能器件收入3.56亿元、3.85亿元和3.78亿元，业务收入较为稳定，毛利率分别为16.39%、15.35%和10.04%，盈利能力较为一般。

检测治具及自动化设备主要包括FCT功能治具、MDA压床治具、ICT真空治具和自动化检测系统，主要用于集成电路板的开路与断路、芯片电路的正常运作、各种电子元器件的正常运作、输入输出端口的有效性、电容液晶屏的有效性测试等。锦富技术检测治具及自动化设备的生产主要由子公司昆山迈致治具科技有限公司（以下简称“迈致科技”）生产销售，2019-2021年锦富技术分别实现检测治具及自动化设备销售收入2.23亿元、2.31亿元和2.07亿元，检测治具及自动化设备毛利率较高，盈利能力较好，2019-2021年毛利率分别为48.36%、45.63%和49.10%。

锦富技术光伏业务团队的技术积累比较有限，在光伏业务领域的市场竞争力无明显优势，业务盈利能力较差。为了重新回归并聚焦核心主业，2019年起锦富技术对光伏业务进行全面收缩，2021年锦富技术多晶硅片、电池片、太阳能光伏组件收入已下降至0.06亿元。

**表10 2019-2021年及2022年1-6月锦富技术营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

产品	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
液晶显示模组	0.98	0.05%	1.64	-6.05%	5.35	12.43%	6.83	6.87%
光电显示薄膜及电子功能器件	2.02	10.34%	3.78	10.04%	3.85	15.35%	3.56	16.39%
检测治具及自动化设备	0.56	42.42%	2.07	49.10%	2.31	45.63%	2.23	48.36%
多晶硅片、电池片、太阳能光伏组件	0.03	62.18%	0.06	63.03%	0.08	43.25%	0.98	2.80%
其他	1.33	29.73%	2.17	75.15%	2.06	24.55%	2.20	17.32%
<b>合计</b>	<b>4.93</b>	<b>17.51%</b>	<b>9.72</b>	<b>19.26%</b>	<b>13.64</b>	<b>20.87%</b>	<b>15.79</b>	<b>15.72%</b>

资料来源：锦富技术2019-2021年年度报告及2022年半年度报告，中证鹏元整理

2019-2021年锦富技术前五大客户合计销售占比分别为51.98%、63.43%和49.91%，近年锦富技术整体销售集中度较高。

2022年3月，锦富技术发布《苏州锦富技术股份有限公司关于支付现金购买上海神洁环保科技有限公司53.42%股权的公告》，锦富技术拟以48,077.61万元现金向张思平、张合召等36名交易对手方购

买其合计持有的上海神洁环保科技股份有限公司（以下简称“神洁环保”）53.42%的股权。2022年3月，锦富技术举办股东大会审议通过此议案，截至2022年4月26日，张思平、张合兆第一期拟转让的股份以及其余34名股东持有的股份已完成交割，合计共58,512,790股，占神洁环保总股本的50.86%。神洁环保已根据协议约定完成了其股东名册变更以及董事会改选工作（受疫情影响，工商变更尚未完成），锦富技术已取得神洁环保实际控制权。神洁环保致力于为电力设备行业提供整体电力技术服务解决方案和环保工程建设，主营业务包括降温降噪工程、高分子带电清洗、安装及改造工程，主要为国家电网、中国能源建设集团等电力设施投资建设集团及其下属企业客户提供服务，鉴于降温降噪工程、带电清洗等业务具有良好的市场前景，此次收购或可为锦富技术增加新的利润增长点。2022年4月，神洁环保被纳入公司合并范围，2022年5-6月，神洁环保实现营业收入5,795.64万元，净利润为692.76万元，受上海疫情影响，2022年度业绩承诺的完成存在一定的不确定性。

2022年4月，锦富技术发布《苏州锦富技术股份有限公司关于控股股东增持股份计划的公告》，公告显示锦富技术控股股东泰兴市智成产业投资基金（有限合伙）（以下简称“智成投资”）拟通过包括但不限于集中竞价或大宗交易等方式增持锦富技术股份，增持金额为不低于人民币6,000万元且不超过10,000万元。智成投资于2022年5月6日至2022年9月15日期间通过集中竞价交易方式增持公司股份合计8,859,700股，本次权益变动后，智成投资合计持有公司股份218,823,160股，占锦富技术目前总股本的20%。

2022年5月，锦富技术披露了向特定对象发行A股股票募集资金的计划，锦富技术本次拟向特定对象发现股票募集资金总额不超过73,800.00万元，其中58,677.65万元将用于高性能石墨烯散热膜生产基地建设项目，15,122.35万元用于补充流动资金。该申请已获深圳证券交易所受理。招股书显示，高性能石墨烯散热膜生产基地建设项目由锦富技术控股子公司泰兴挚富于江苏省泰州市泰兴市实施，建设期24个月，总投资58,677.65万元。项目主要包括石墨烯散热膜等生产线的建设，拟通过购置生产厂房的方式实施。项目建成达产后，锦富技术将每年新增石墨烯散热膜产能400万平方米。该项目的实施有利于锦富技术在石墨烯散热材料等板块的业务拓展，持续巩固和提升锦富技术在模切领域的行业地位，但需要关注的是，受宏观经济、项目进度、市场需求等因素影响，该业务运营情况存在不确定性。该募投项目已取得相关主管单位出具的节能审查意见、环评批复文件，鉴于有关事项需要进一步与有关部门进行沟通，为避免相关事项存在不确定性，锦富技术于2022年8月12日向深交所提交中止审核申请，中止时间自申请之日起不超过三个月，深交所已同意上述中止审核申请。

2021年锦富技术净利润大幅亏损3.45亿元，计提合计金额为2.23亿元的各项减值损失，包括信用减值损失0.45亿元（其中应收账款坏账损失0.24亿元，其他应收款坏账损失0.21亿元）和资产减值损失1.78亿元（其中预付款项减值损失0.13亿元，存货跌价准备0.32亿元，商誉减值准备1.30亿元，固定资产减值准备0.03亿元），同时收购苏州工业园区久泰精密电子有限公司股权项目产生的相关中介机构费用、新设配套公司费用、配合厂房搬迁等费用也对当期净利润产生一定影响。此外，锦富技术及其相关子公

司受行业竞争加剧等因素影响，未来期间很可能无法产生足够的应纳税所得额用于抵消以前年度亏损，故2021年末确认部分可抵扣亏损对应的递延所得税资产，导致所得税费用大幅增加，净利润进一步缩水。

整体来看，锦富技术传统产品液晶显示模组与光电显示薄膜及电子功能器件所在行业竞争激烈，技术含量不高，产品盈利能力较弱，2019年以来，锦富技术持续进行产品调整，逐渐收缩、剥离太阳能光伏业务和智能系统与大数据等转型业务，回归传统主业，并着力发展盈利能力较好的检测治具及自动化设备板块，同时也积极通过并购手段，探索新领域，寻找新的利润增长点。考虑到受市场需求、技术水平及销售拓展的有效性等因素限制，锦富技术未来业务发展情况及盈利能力仍具有不确定性；且存在销售集中度较高、商誉规模较大并存在减值风险、未决诉讼规模较大等风险因素，需持续关注锦富技术实际经营情况。

### 当地政府及股东在资产注入、补助和财政贴息等方面给予公司较大力度支持

公司是泰兴高新区内基础设施建设核心主体，近年来为提高公司融资能力，加快高新区的基础设施建设，当地政府及股东给予了公司较大力度支持。资产划拨方面，根据《关于明确智光贸易有限公司拨款用途的通知》，2019年泰兴高新区管委会向公司拨款4.08亿元转增资本公积，2020年中鑫投资以货币形式对公司增资10.00亿元，增强了公司的资本实力。此外，2019-2021年，公司获得泰兴高新区管委会拨付政府补助2.56亿元、3.57亿元、3.76亿元，提高了公司利润水平；获得泰兴高新区管委会拨付财政贴息4.70亿元、4.70亿元和5.80亿元，减轻了公司利息偿付压力，但财政贴息的可持续性和后续规模具有较大的不确定性。

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2021年审计报告及未经审计的2022年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2022年6月末，纳入公司合并范围的子公司共14家，详见附录四，公司近年合并报表范围变动情况如下。

**表11 2019-2021年公司合并报表范围变化情况**

年份	子公司名称	变动情况
2021年	环智股份有限公司	增加，新设
	敦智贸易	减少，股权划出
2020年	泰兴市智高物业管理服务有限公司	增加，新设
2019年	泰兴市智成产业投资基金(有限合伙)	增加，新设
	苏州锦富技术股份有限公司	增加，并购

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

### 资产结构与质量

近年公司应收和预付款项规模较大，对营运资金形成较大占用且存在一定回收风险；公司货币资金受限比例很高，整体资产流动性较弱，且存在一定商誉减值风险

随着公司业务扩张及外部融资增加，近年公司资产规模持续增长，从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2022年6月末流动资产占比为77.18%。

近年公司货币资金规模较为充足，截至2022年6月末因存单质押、保证金等因素使用受限的货币资金占比94.59%，受限比例高。公司应收账款主要系应收代建工程结算款和锦富技术销售款，2022年6月末公司主要应收对象泰兴高新区管委会款项占应收账款总额的比重达84.18%；截至2022年6月末已累计计提坏账准备1.01亿元。整体而言，近年公司应收账款规模较大且持续增长，部分应收账款账龄较长，回收时间不确定，对公司运营资金形成较大的占用，且锦富技术应收账款存在一定坏账损失风险。公司的预付账款主要系预付的土地购置款、贸易货款和锦富技术预付货款，2022年6月末公司已累计计提0.24亿元预付账款减值准备。

公司其他应收款主要系往来款，2022年6月末主要应收对象包括敦智贸易、泰兴高新区管委会、泰兴市智光人才科技广场管理有限公司等，前五大应收对象合计占其他应收款总额的81.82%。整体来看，公司其他应收款规模较大，部分其他应收款账龄较长，对公司资金产生较大占用，且存在一定的回收风险。

公司存货主要系工程施工成本和开发成本，随着项目投入和结算有所波动，其中工程施工成本系公司土地开发整理项目开发成本（包括土地使用权30.36亿元）和基础设施建设投入成本，2022年6月末账面余额为60.36亿元；开发成本系公司安置房凤梧雅苑安置小区项目成本，项目已基本完工，2022年6月末账面余额为7.20亿元；此外，公司存货中还有少量库存商品和原材料，系锦富技术账面存货。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	54.44	16.91%	35.93	12.68%	42.89	15.23%	42.27	16.39%
应收账款	70.08	21.77%	60.40	21.32%	46.45	16.50%	39.16	15.18%
预付款项	5.86	1.82%	5.84	2.06%	12.02	4.27%	13.27	5.15%
其他应收款	43.63	13.56%	42.87	15.13%	50.21	17.83%	39.00	15.12%
存货	70.38	21.87%	72.01	25.42%	62.07	22.05%	50.39	19.54%
<b>流动资产合计</b>	<b>248.43</b>	<b>77.18%</b>	<b>219.24</b>	<b>77.39%</b>	<b>215.86</b>	<b>76.67%</b>	<b>186.71</b>	<b>72.38%</b>
可供出售金融资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%	6.35	2.26%	5.24	2.03%
其他权益工具投资	6.77	2.10%	6.65	2.35%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
长期股权投资	6.79	2.11%	6.75	2.38%	6.78	2.41%	7.80	3.02%
投资性房地产	20.47	6.36%	20.76	7.33%	21.35	7.58%	15.92	6.17%
无形资产	17.06	5.30%	13.33	4.70%	13.67	4.86%	14.12	5.47%

商誉	8.38	2.60%	7.27	2.57%	8.58	3.05%	9.58	3.72%
<b>非流动资产合计</b>	<b>73.45</b>	<b>22.82%</b>	<b>64.05</b>	<b>22.61%</b>	<b>65.68</b>	<b>23.33%</b>	<b>71.24</b>	<b>27.62%</b>
<b>资产总计</b>	<b>321.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>283.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>281.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>257.94</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司长期股权投资对象主要为泰兴市智远融资租赁有限公司（以下简称“智远融资租赁”）、泰兴纳新新能源科技有限公司等，其中公司对智远融资租赁的股权投资账面价值为5.45亿元。近年公司长期股权投资规模有所波动，2020年长期股权投资减少主要是锦富技术对中科天玑数据科技股份有限公司的投资转入可供出售金融资产科目所致。公司对园区内民营企业的长期股权投资较多，近年持续减值，2019-2021年公司权益法下分别确认投资损失1,807.94万元、875.29万元和240.76万元，未来需持续关注长期股权投资减值风险。2021年公司新增其他权益工具投资，主要系公司自2021年起实施新金融工具准则，可供出售金融资产被调整至其他权益工具投资科目，公司其他权益工具投资主要系对泰兴市科能新兴产业投资基金（有限合伙）、中关村协同创新投资基金（有限合伙）等产业基金和民营企业的投资。公司投资性房地产主要系用于出租的房屋、建筑物及土地使用权，包括企业服务中心1-4号楼和人才科技广场土地等，采用成本计量模式。2020年公司外购价值5.93亿元房产，使得投资性房地产期末账面价值有所增加，截至2022年6月末，因银行借款抵押使用受限的投资性房地产占比98.00%，受限比例高。公司无形资产主要系土地使用权，2022年6月末8.51亿元土地使用权已用于银行借款抵押，占无形资产账面价值的49.88%，神洁环保于2022年4月末纳入公司合并范围，带来一定规模的专利技术及商标使用权和客户资源，公司无形资产规模随之增长。公司商誉主要是并购锦富技术形成，其中锦富技术原有商誉账面价值3.47亿元，合并锦富技术新增商誉6.20亿元。2022年上半年，公司收购神洁环保公司，新增商誉1.11亿元。2020年和2021年公司分别计提商誉减值准备1.01亿元和1.30亿元，持续的大额商誉减值对资产和盈利均带来一定负面影响。考虑到锦富技术近年营业收入持续下滑，且2021年大幅亏损，未来需持续关注锦富技术业务经营状况及相关商誉减值风险。

总体来看，公司资产规模稳步增长，但应收和预付款项类规模较高，对公司资金产生较大占用且存在一定回收风险，截至2022年6月末所有权使用受限的资产占总资产的比重为28.89%，货币资金受限占比很高，整体资产流动性较弱。未来需持续关注子公司锦富技术业务经营状况及相关商誉减值风险。

## 盈利能力

**公司收入规模波动较大，较大规模商誉减值损失对公司利润产生较大侵蚀，政府补助对利润贡献较大**

近年公司营业收入规模波动较大，2021年大幅下降，主要系公司贸易业务改用净额法确认收入。从业务结构来看，近年公司基建类业务收入持续增长，毛利率保持较高水平且较为稳定，是公司主要利润来源；公司贸易业务规模较大，但盈利能力弱；2020年锦富技术全年收入并表，收入大幅增长，但2021年快速下滑，业务整体盈利能力一般。2019-2020年公司销售毛利率较为稳定，2021年盈利能力较差的

贸易业务采用净额法确认收入，使得公司销售毛利率大幅提升。

2021年公司发生商誉减值损失1.30亿元，较大规模的资产减值损失对公司利润造成较大侵蚀。值得注意的是，公司部分应收对象以及可供出售金融资产和长期股权投资对象经营情况不佳，且公司收购锦富技术形成的商誉规模较大，存在一定的坏账损失和资产减值风险。作为泰兴高新区基础设施建设核心主体，近年公司获得较大规模的政府补贴收入，对公司利润贡献较大，2019-2021政府补助占公司利润总额的比重分别为82.95%、102.29%和235.00%。

**表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2022年 1-6月	2021年	2020年	2019年
营业收入	12.10	24.89	75.39	61.35
营业利润	1.02	1.63	3.37	3.10
其他收益	1.12	3.76	3.57	2.53
利润总额	1.38	1.60	3.49	3.05
销售毛利率	24.00%	25.00%	9.47%	9.17%

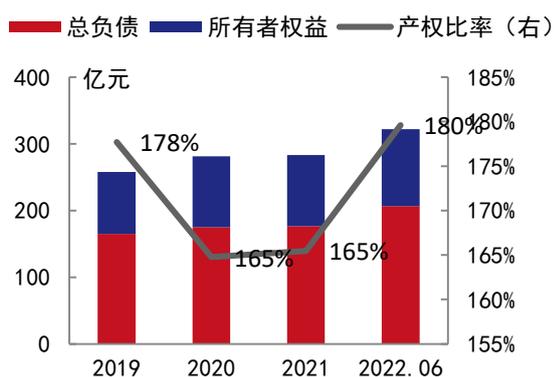
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

### 资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，且融资成本偏高，短期债务占总债务的比重较高，面临较大短期偿债压力

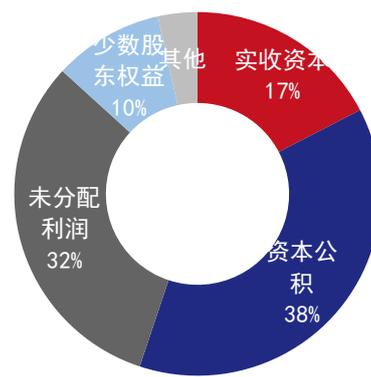
近年公司负债总额增幅较小，受益于股东增资及盈余积累，同期公司所有者权益小幅增长，综合影响下，公司产权比率有所上升，所有者权益对总负债的保障程度较低。

**图 5 公司资本结构**



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

**图 6 2022 年 6 月末公司所有者权益构成**



资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司负债结构有所波动，整体以流动负债为主，2022年6月末流动负债比重达54.10%。2021年末公司短期借款主要是保证借款和质押借款，近年有所下降，但规模仍较大。公司应付票据主要是开展贸易业务产生的银行承兑汇票，随着贸易业务规模的持续扩张，近年应付票据规模持续增长，有利于缓

解对营运资金的占用。公司一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款，近年规模波动较大。2022年6月末公司其他流动负债为364天期限美元债，公司于2022年1月19日和1月26日分别发1.00亿美元和0.50亿美元高级无抵押债券，票面利率均为1.95%。

公司长期借款主要系抵押借款和保证借款，近年规模整体呈增长趋势。公司应付债券规模持续增长，2020年公司发行3年期5.00亿元的20智光G1，票面利率为6.5%，2021年公司发行3年期4.00亿元的21智光G1及2年期共计7.01亿元的21智光01、21智光02和21智光03，票面利率分别为6.7%、6.5%、7.6%和7.6%，部分存量债券陆续转入一年内到期的非流动负债。长期应付款主要系应付海通恒信国际融资租赁、无锡财通融资租赁有限公司、长江联合金融租赁有限公司等企业的融资租赁款，近年规模持续增长。公司其他非流动负债主要是公司发行的定向融资计划，近年规模基本保持稳定。

**表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

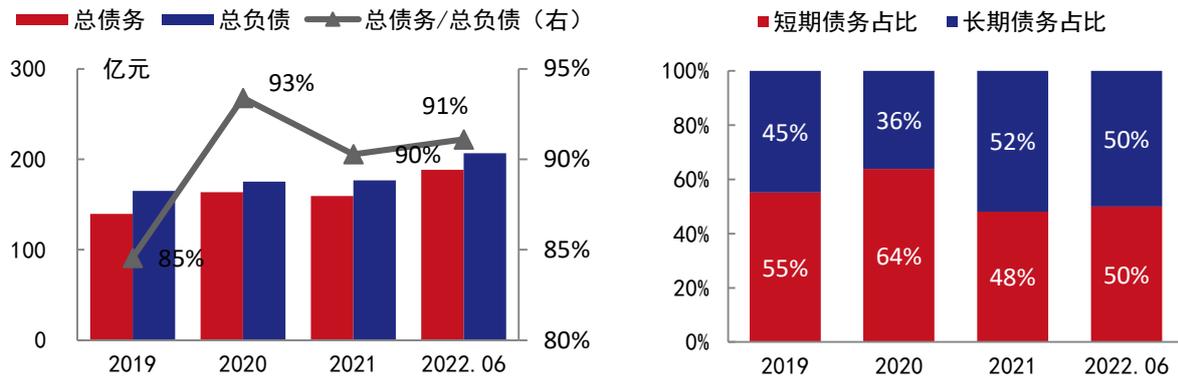
项目	2022年6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	25.11	12.14%	22.33	12.64%	39.79	22.71%	47.17	28.58%
应付票据	50.38	24.37%	31.91	18.07%	28.16	16.07%	20.39	12.35%
一年内到期的非流动负债	8.63	4.17%	19.47	11.03%	35.77	20.42%	7.42	4.49%
其他流动负债	10.07	4.87%	3.19	1.81%	0.82	0.47%	0.64	0.39%
<b>流动负债合计</b>	<b>111.85</b>	<b>54.10%</b>	<b>93.80</b>	<b>53.12%</b>	<b>116.01</b>	<b>66.21%</b>	<b>100.98</b>	<b>61.18%</b>
长期借款	43.63	21.10%	36.48	20.66%	22.01	12.56%	29.97	18.16%
应付债券	19.47	9.42%	19.47	11.03%	13.61	7.77%	12.23	7.41%
长期应付款	13.27	6.42%	8.80	4.99%	5.58	3.19%	5.34	3.23%
其他非流动负债	17.57	8.50%	17.67	10.01%	17.88	10.21%	16.42	9.95%
<b>非流动负债合计</b>	<b>94.90</b>	<b>45.90%</b>	<b>82.78</b>	<b>46.88%</b>	<b>59.20</b>	<b>33.79%</b>	<b>64.08</b>	<b>38.82%</b>
<b>负债合计</b>	<b>206.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>176.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>175.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>165.06</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司融资渠道较为通畅，融资方式较多，近年公司总债务规模有所波动，随着应付票据的增长和美元债的发行，2022年6月末公司债务规模达188.35亿元。从债务期限结构来看，公司短期债务占比较高，2022年6月末短期债务占比为49.99%，公司整体短期偿债压力较大，债务结构有待进一步优化。

**图 7 2022 年 6 月末公司债务占负债比重**

**图 8 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产负债率小幅波动，整体财务杠杆水平较高；现金短期债务比整体呈下降趋势，且货币资金因存单质押等因素使用受限的比例较高，公司现金类资产对短期债务的保障程度较弱。近年公司 EBITDA 利息保障倍数持续下降，整体偿债压力较大。

**表15 公司偿债能力指标**

指标名称	2022年6月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	64.23%	62.33%	62.23%	63.99%
现金短期债务比	0.60	0.47	0.41	0.56
EBITDA 利息保障倍数	--	1.28	1.39	1.57

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 八、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9月21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2022年6月末，公司对外担保合计33.46亿元，占同期末公司净资产的29.07%，主要是对地方国有企业以及泰兴高新区内部分民营企业的担保，其中对民营企业的担保金额合计2.13亿元，公司对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表16 截至 2022 年 6 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	是否民企
华鹏美雅特装饰材料（泰兴）有限公司	2,800.00	2023/5/31	是

江苏瑞阳环保有限公司	1,000.00	2023/6/30	是
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	26,000.00	2029/12/1	否
泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司	20,000.00	2023/11/5	否
泰兴绿能环保产业园有限公司	15,000.00	2029/12/2	否
泰兴兴旅建设开发有限公司	15,000.00	2029/12/10	否
泰兴兴旅建设开发有限公司	12,500.00	2033/10/31	否
泰兴市瑞恒热力有限公司	12,500.00	2026/7/1	否
泰兴绿能环保产业园有限公司	10,000.00	2029/12/2	否
泰兴市智光人才科技广场管理有限公司	9,375.00	2029/12/16	否
泰兴市瑞恒热力有限公司	9,210.53	2026/7/1	否
泰兴绿能环保产业园有限公司	8,000.00	2029/12/2	否
泰兴绿能环保产业园有限公司	8,000.00	2029/12/2	否
泰兴市滨江港口开发有限公司	8,000.00	2023/6/1	否
泰州市海星环保设备安装有限公司	7,500.00	2023/3/10	否
泰兴市兴旅建设开发有限公司	7,500.00	2033/10/31	否
泰兴市瑞恒热力有限公司	6,865.68	2024/7/5	否
泰兴市智光人才科技广场管理有限公司	6,000.00	2023/1/27	否
江苏智光建设有限公司	6,000.00	2023/2/27	否
泰兴市瑞恒热力有限公司	5,894.74	2026/7/1	否
泰兴市东智实业发展有限公司	5,400.00	2022/10/18	否
江苏先进机电半导体设备有限公司	5,000.00	2026/12/15	是
泰兴市兴旅建设开发有限公司	5,000.00	2033/10/31	否
泰兴市天星洲开发投资有限公司	5,000.00	2023/6/22	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	5,000.00	2029/12/1	否
江苏先进机电半导体设备有限公司	5,000.00	2026/12/15	是
江苏源清环保科技有限公司	5,000.00	2023/2/24	否
江苏智光建设有限公司	5,000.00	2023/2/27	否
泰兴市黄桥投资发展有限公司	4,900.00	2022/9/15	否
江苏源清环保科技有限公司	4,256.07	2024/4/15	否
泰兴市智光人才科技广场管理有限公司	4,000.00	2023/6/29	否
江苏智光建设有限公司	4,000.00	2022/11/4	否
泰州市海星环保设备安装有限公司	4,000.00	2022/8/26	否
江苏智光建设有限公司	4,000.00	2022/12/28	否
泰兴市瑞恒热力有限公司	4,000.00	2024/4/1	否
泰州市邦富环保科技有限公司	4,000.00	2022/8/26	否
泰州市海星环保设备安装有限公司	3,570.00	2022/11/16	否
泰兴凤栖湖旅游文化产业发展有限公司	3,454.29	2024/6/28	否
泰兴市滨江管廊建设有限公司	3,434.32	2024/6/29	否
泰兴市瑞恒热力有限公司	3,432.84	2024/6/22	否

泰兴市东城水处理工程有限公司	3,000.00	2022/12/15	否
江苏智光建设有限公司	3,000.00	2023/3/9	否
泰州市海星环保设备安装有限公司	3,000.00	2023/3/7	否
泰兴市东城水处理工程有限公司	3,000.00	2022/11/12	否
泰州市龙泽环境科技有限公司	2,900.00	2022/11/9	否
泰兴市东智实业发展有限公司	2,600.00	2029/6/26	否
泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司	2,404.03	2024/6/29	否
泰州市邦富环保科技有限公司	2,380.00	2022/9/15	否
泰兴市东智实业发展有限公司	1,800.00	2028/6/30	否
泰兴市东智实业发展有限公司	1,800.00	2028/12/31	否
泰兴市东智实业发展有限公司	1,700.00	2027/6/30	否
泰兴市东智实业发展有限公司	1,700.00	2027/12/31	否
泰兴市东智实业发展有限公司	1,500.00	2025/6/30	否
泰兴市东智实业发展有限公司	1,500.00	2025/12/31	否
泰兴市东智实业发展有限公司	1,500.00	2026/6/30	否
泰兴市东智实业发展有限公司	1,500.00	2026/12/31	否
泰兴市东智实业发展有限公司	1,200.00	2024/6/30	否
泰兴市东智实业发展有限公司	1,200.00	2024/12/31	否
泰兴市永进物流服务有限公司	1,200.00	2023/1/11	否
泰兴市鸿途建筑劳务有限公司	1,000.00	2023/1/25	是
泰兴市薇荣贸易有限公司	1,000.00	2023/1/27	是
泰兴市利久欣贸易有限公司	1,000.00	2022/12/20	是
江苏金泰堡机械制造有限公司	1,000.00	2022/11/11	是
丹阳三合光伏发电有限公司	900.00	2023/6/30	是
江苏强达新材料科技有限公司	750.00	2022/9/21	是
天津清联能源工程有限公司	733.45	2023/6/30	是
艾肯新能（天津）电力有限公司	646.77	2023/6/29	是
江苏佳佩环保机械设备有限公司	500.00	2022/9/13	是
泰兴市东智实业发展有限公司	300.00	2023/6/30	否
泰兴市东智实业发展有限公司	300.00	2023/12/31	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	225.00	2029/6/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	225.00	2029/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	212.50	2023/6/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	212.50	2027/6/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	212.50	2026/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	212.50	2024/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	212.50	2025/6/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	212.50	2028/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	212.50	2027/12/1	否

江苏黄桥文化旅游发展有限公司	212.50	2026/6/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	212.50	2023/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	212.50	2024/6/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	212.50	2025/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	212.50	2028/6/1	否
<b>合计</b>	<b>334,607.72</b>		

资料来源：公司提供

截至 2022 年 6 月末，公司金额较大的诉讼包括锦富技术以北京算云未退还预付款为由向苏州工业园区人民法院提起诉讼，涉案金额 5,000.00 万元；锦富技术以要求深圳市鑫世鸿机械有限公司返还预付款及违约金为由向苏州工业园区人民法院提起诉讼，涉案金额 3,020.74 万元，子公司奥英光电（苏州）有限公司以要求河南兆鸿光电科技有限公司返还预付款及利息为由向苏州工业园区人民法院提起诉讼，涉案金额 2,080.70 万元。

## 九、外部特殊支持分析

公司是泰兴市政府下属重要企业，泰兴市国资办间接持有公司 100% 股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，泰兴市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与泰兴市政府的联系为中等的。泰兴市国资办间接持有公司 100.00% 股权，为公司的实控人。公司董事长由泰兴市政府任命，且经营、投融资相关的重大事项需上报政府审批，泰兴市政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力。公司利润的主要来源基建类业务均来自于泰兴高新区管委会。近 5 年来公司持续获得泰兴高新区管委会拨付的货币资金和财政补贴等支持。展望未来，公司与政府的联系将比较稳定。

（2）公司对泰兴市政府非常重要。公司是泰兴高新区核心基础设施建设主体，承担的区域内基础设施建设任务较多，对政府贡献很大，公司相当一部分业务是市场化的，政府在付出一定的努力和成本的情况下是可以取代公司的。公司是发债主体，违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

## 十、抗风险能力分析

泰兴市境内矿产资源储量丰富，经济总量在泰州市各区县中居首位，整体经济实力较强；工业以机电、化工、医药为主导产业，并已形成“三区三园”产业园区格局，区域经济发展前景较好。公司是泰兴高新区基础设施建设核心主体，根据政府规划从事高新区内基础设施建设业务，包括绿化工程、园区配套设施及道路工程和土地开发整理业务，截至 2021 年末，公司在建的土地开发整理项目较多且尚未确认收入规模较大，未来基础设施建设收入具有一定保障。值得注意的是，公司于 2019 年并购上市公司锦富技术，近年锦富技术营业收入规模持续下降，2021 年出现大幅亏损，公司持续计提较大规模商誉减值

损失，对公司利润造成较大侵蚀，公司抗风险能力或受一定影响。公司资产流动性较弱且面临较大的资金压力，且短期偿债压力较大。但目前公司主要融资渠道较为通畅，融资方式较多，且作为泰兴市重要的发债平台之一，近年公司在业务和资金方面持续获得当地政府较大力度的支持，抗风险能力尚可。

## 十一、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源和风险主要包括以下几个方面：

(1) 公司日常经营收益是本期债券还本付息的重要保障。公司根据政府规划从事泰兴高新技术开发区基础设施建设业务，包括绿化工程、园区配套设施及道路工程和土地开发整理业务，2019-2021年及2022年1-6月分别实现营业收入61.35亿元，75.39亿元、24.89亿元和12.10亿元，收入规模较大，收入带来的现金流入能够为本期债券还本付息提供支撑。截至2022年6月末，公司存货中土地开发整理项目和基础设施建设工程的成本合计60.36亿元，房地产开发成本账面价值为7.20亿元，公司未来业务收入较有保障。但同时需注意，受工程结算进度和委托方资金安排，公司基础设施建设类业务收入实现时间具有一定的不确定性。

(2) 公司资产变现收入可为本期债券偿还提供一定保障。截至2022年6月末，公司长期股权投资账面价值6.79亿元，其他权益工具投资账面价值6.77亿元，公司尚有部分房产和土地资产未进行抵押，但值得关注的是，长期资产变现速度较慢，变现时间具有一定不确定性。

### 本期债券保障措施分析

江苏再担保为本期债券品种一提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券品种一的安全性

根据公司与江苏再担保签订的担保协议，江苏再担保作为本期债券品种一的担保人，为本期债券品种一提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券品种一的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，担保期间为本期债券品种一存续期及本期债券到期之日起两年。

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17 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%
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%
<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18 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 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19 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20 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品种一的安全性。

### 中鑫投资为本期债券品种二提供的全额无条件不可撤销的连带责任担保有效提升了本期债券品种二的安全性

本期债券品种二由中鑫投资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围包括本期债券品种二的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。担保期限为本期债券品种二存续期间及本期债券品种二到期之日起二年。

中鑫投资建立于2019年12月13日，根据《市政府关于同意组建泰兴市中鑫投资集团有限公司的批复》（泰政复〔2019〕168号），泰兴市政府方同意组建中鑫投资作为市属一类国有企业，代表市政府履行出资人和持股人职责，对市政府授权范围内的国有资产进行投资、经营和管理。截至2021年末，中鑫投资注册资本及实收资本均为50.00亿元，控股股东及实际控制人均为泰兴市国资办。

中鑫投资本部主要系集担保、融资、资产运营等职能为一体的国有资产运营管理平台；下属各子公司业务主要围绕所在三区三园（江苏省泰兴经济开发区、黄桥经开区、江苏省泰兴高新技术产业开发区、泰兴虹桥工业园、泰兴市城区工业园区和泰兴市农产品加工园区）开展，具体包括园区内的基础设施建设、土地开发整理及安置房等。2019-2021年，中鑫投资分别实现营业收入111.62亿元、145.65亿元和95.77亿元，其中建设项目、一级土地开发整理、贸易和蒸汽销售等业务收入占比较高。

**表21 中鑫投资营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
建设项目	24.98	0.20%	20.89	18.38%	22.71	18.25%
一级土地整理开发	23.63	39.52%	30.39	19.57%	23.39	19.95%
蒸汽销售	11.63	9.91%	-	-	-	-
贸易	10.96	0.37%	77.02	1.32%	54.82	0.96%
物资销售	10.08	1.15%	-	-	-	-
锦富技术	9.72	19.26%	13.64	20.87%	7.46	17.27%
配件收入	1.69	2.75%	-	-	-	-
污水处理	1.12	-5.26%	1.05	-11.44%	0.95	-23.11%
租金	1.00	18.19%	1.11	26.07%	1.17	52.17%
其他	0.84	46.68%	1.53	41.35%	1.06	2.36%
检测服务费	0.11	50.16%	-	-	-	-
担保收入	0.00	100.00%	0.00	100.00%	0.06	72.84%
<b>合计</b>	<b>95.77</b>	<b>13.77%</b>	<b>145.65</b>	<b>9.92%</b>	<b>111.62</b>	<b>9.93%</b>

注：2020年、2021年担保收入分别为28.40万元和20.34万元，表格显示0.00亿元。

资料来源：中鑫投资提供，中证鹏元整理

受益于政府对中鑫投资无偿划拨子公司、注入资金和资产，近年中鑫投资资产规模稳步增长，截至2021年末总资产达1,180.39亿元，净资产规模达475.34亿元。2019-2021年中鑫投资总债务规模有所波动，整体资产负债率呈下降趋势。但整体看，中鑫投资债务规模仍较大，且现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数表现欠佳，经营活动现金流表现较差，面临较大的偿债压力和资金压力。

**表22 2019-2021年中鑫投资主要财务数据（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
总资产	1,180.39	1,152.59	949.31
所有者权益	475.34	446.45	319.92
总债务	608.05	617.20	541.05
资产负债率	59.73%	61.27%	66.30%
现金短期债务比	0.47	0.40	0.55
营业收入	95.77	145.65	111.62
其他收益	10.62	10.04	7.76
利润总额	9.80	11.13	10.12
销售毛利率	13.77%	9.92%	9.93%
EBITDA	26.96	32.69	24.62
EBITDA利息保障倍数	0.56	0.69	0.53
经营活动现金流净额	-44.47	-67.25	-126.92
收现比	139.96%	91.82%	91.00%

资料来源：中鑫投资2018-2019年两年连审审计报告、2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中鑫投资主体信用等级为AA+，评级展望稳定，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券品种二的安全性。

## 十二、结论

综上，中证鹏元评定泰兴市智光环保科技有限公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券品种一信用等级为AAA，本期债券品种二信用等级为AA+。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

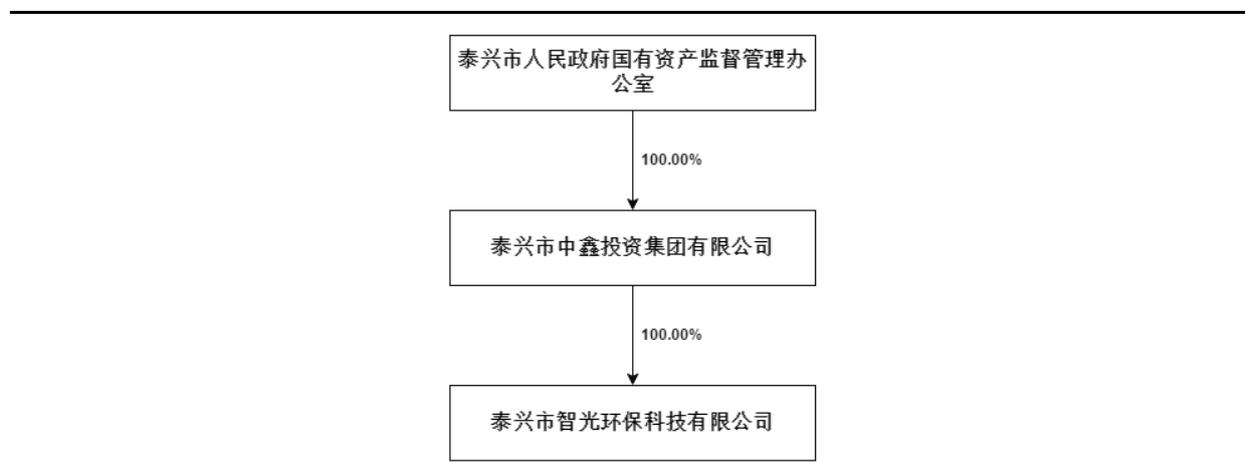
本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

## 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）	2022年6月	2021年	2020年	2019年
货币资金	54.44	35.93	42.89	42.27
应收账款	70.08	60.40	46.45	39.16
其他应收款	43.63	42.87	50.21	39.00
存货	70.38	72.01	62.07	50.39
流动资产合计	248.43	219.24	215.86	186.71
长期股权投资	6.79	6.75	6.78	7.80
投资性房地产	20.47	20.76	21.35	15.92
无形资产	17.06	13.33	13.67	14.12
商誉	8.38	7.27	8.58	9.58
非流动资产合计	73.45	64.05	65.68	71.24
资产总计	321.87	283.29	281.54	257.94
短期借款	25.11	22.33	39.79	47.17
应付票据	50.38	31.91	28.16	20.39
一年内到期的非流动负债	8.63	19.47	35.77	7.42
流动负债合计	111.85	93.80	116.01	100.98
长期借款	43.63	36.48	22.01	29.97
应付债券	19.47	19.47	13.61	12.23
长期应付款	13.27	8.80	5.58	5.34
其他非流动负债	17.57	17.67	17.88	16.42
非流动负债合计	94.90	82.78	59.20	64.08
负债合计	206.75	176.57	175.21	165.06
总债务	188.35	159.42	163.63	139.57
所有者权益	115.12	106.72	106.33	92.88
营业收入	12.10	24.89	75.39	61.35
营业利润	1.02	1.63	3.37	3.10
其他收益	1.12	3.76	3.57	2.53
利润总额	1.38	1.60	3.49	3.05
经营活动产生的现金流量净额	12.99	-21.29	-9.94	-19.96
投资活动产生的现金流量净额	-4.17	-1.33	1.37	-7.76
财务指标	2022年6月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	24.00%	25.00%	9.47%	9.17%
资产负债率	64.23%	62.33%	62.23%	63.99%
现金短期债务比	0.60	0.47	0.41	0.56
EBITDA（亿元）	--	14.95	15.90	11.52
EBITDA 利息保障倍数	--	1.28	1.39	1.57

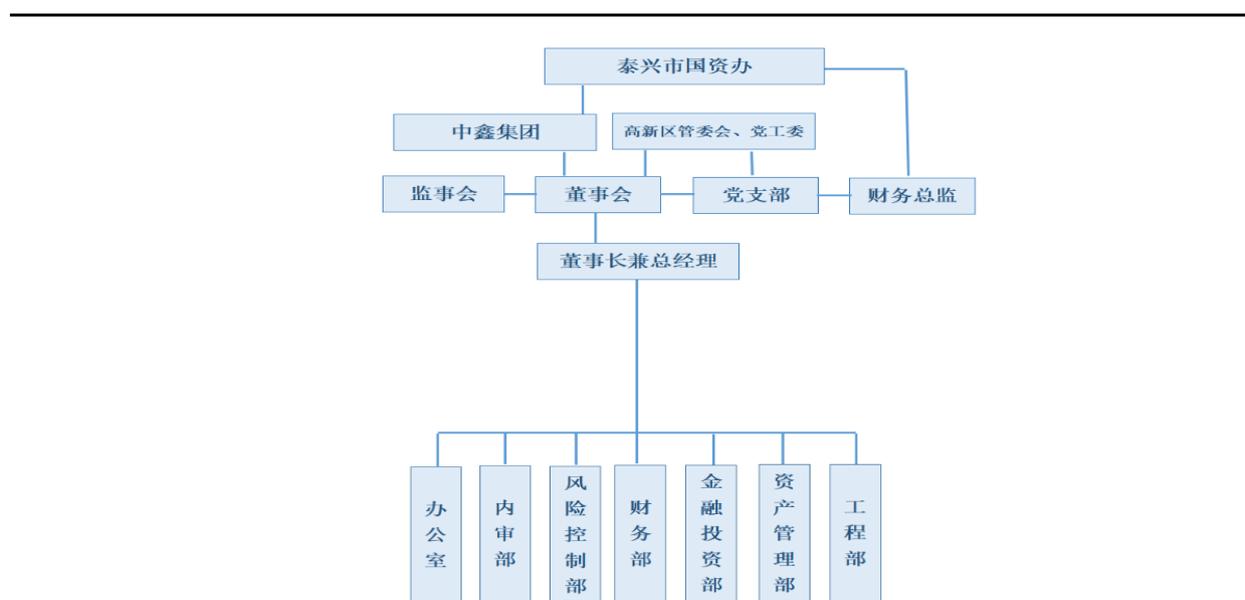
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 8 月）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 8 月）



资料来源：公司提供

## 附录四 2022年6月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
泰兴市城东绿化工程有限公司	16,188.00	100.00%	绿化工程
泰兴市城东市政工程有限公司	15,000.00	100.00%	市政工程、道路工程等
泰兴市中天水处理设备有限公司	25,000.00	100.00%	空气净化设备研发、生产、安装及销售
泰兴市利民房地产开发有限公司	15,000.00	100.00%	房地产开发经营
江苏智光创业投资有限公司	30,000.00	100.00%	创业投资
泰兴市智光贸易有限公司	20,000.00	100.00%	产品销售、贸易
泰兴市智全实业有限公司	20,000.00	100.00%	环保设备制造、加工、销售
环智股份有限公司	1.00（美元）	100.00%	为发行美元债服务
泰兴高新区招商发展有限公司	500.00	100.00%	管理咨询
泰州市中天环境科技有限公司	50,000.00	55.00%	节能设备开发及经营
泰兴市泰泽实业有限公司	70,000.00	100.00%	环保设备制造、销售
苏州锦富技术股份有限公司	109,411.54	19.19%	为液晶显示模组（LCM 和 BLU）、光电显示薄膜及电子功能器件、检测治具及自动化设备生产销售
泰兴市智成产业投资基金(有限合伙)	500,000.00	99.00%	股权投资管理
泰兴市智高物业管理服务有限公司	1,000.00	100.00%	物业管理等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 江苏再担保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	37.93	62.13	52.75
发放贷款及垫款	26.45	20.96	13.24
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	45.99	0.00	0.00
债权投资	20.77	0.00	0.00
其他权益工具投资	16.87	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	18.50	19.80
长期应收款	0.00	36.69	40.89
资产总计	264.83	223.40	172.17
短期借款	12.95	15.71	6.09
担保赔偿准备	18.14	15.80	14.15
未到期责任准备	7.51	6.19	5.42
长期借款	15.22	11.64	10.63
负债合计	106.24	87.05	67.65
实收资本	98.98	88.17	75.13
所有者权益合计	158.59	136.36	104.52
营业总收入	22.62	21.57	18.26
担保业务收入	14.58	11.40	10.25
利润总额	10.80	8.09	6.40
净利润	7.23	5.47	4.81
财务指标	2021年	2020年	2019年
期末担保余额	1,813.91	1,579.59	1,414.71
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%
净资产收益率	4.90%	4.54%	5.35%

注：\*为母公司口径

资料来源：江苏再担保 2019-2021 年审计报告及江苏再担保提供，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	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+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

#### 四、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。