



江苏双溪实业有限公司 2023 年度跟踪 评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2023]跟踪 0684 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 21 日

本次跟踪发行人及评级结果	江苏双溪实业有限公司	AA/稳定
本次跟踪担保主体及评级结果	江苏省信用再担保集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 双溪债/21 双溪债”	AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，该债项级别充分考虑了江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”或“担保方”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际认为睢宁县经济财政实力逐年增长，支持能力较强；江苏双溪实业有限公司（以下简称“双溪实业”、“发行人”或“公司”）作为睢宁县人民政府的全资子公司以及徐州空港经济开发区（省级开发区，以下简称“空港经开区”）内唯一的城市基础设施建设主体，与睢宁县政府的关系较为紧密。同时，需关注公司股权投资回收风险、资产流动性弱及应收款项回收风险、面临一定短期偿债压力、资产无偿划转导致资本实力下降和对外担保规模较大对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，江苏双溪实业有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

评级因素

可能触发评级上调因素：区域经济财政实力显著增强，公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具备可持续性。

可能触发评级下调因素：地方经济环境大幅恶化；公司地位下降，股东及相关各方支持意愿大幅减弱；重要子公司股权划出或其财务指标出现明显恶化；再融资环境恶化，导致流动性紧张等。

正面

- **区域经济实力持续增长。**睢宁县经济财政实力逐年增强，空港经开区作为省级开发区，2022年实现地区生产总值132.99亿元，同比增长18.36%，持续增强的区域经济为公司发展提供了良好的外部条件。
- **地位重要性很高、可获得外部支持。**公司是空港经开区唯一的基础设施建设主体，承担区域内全部基建、土地整理和安置房建设任务，重要性很高，在股权划转、资产注入及政府补贴等方面得到了政府的支持。
- **有效的偿债保障措施。**本次债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，该担保措施对债券的还本付息起到了极强的保障作用。

关注

- **股权投资或面临一定投资回收风险。**近年公司积极开拓多元化股权投资业务，但因整体处于前期培育阶段，投资对象经营不善或使公司面临一定投资回收风险。
- **资产流动性弱及应收款项回收风险。**截至2022年末，公司其他应收款及存货合计占总资产比重64.94%，其中，其他应收款主要为与睢宁县企业及政府单位等之间的往来款（包括拆借给民企施工方资金7.57亿元），对公司资金形成一定占用，后续回收情况亦需关注；同期末，存货规模为157.26亿元，主要包括合同履约成本（67.68亿元）和消耗性生物资产（84.24亿元），短期内变现能力不足，整体资产流动性弱。
- **面临一定短期偿债压力。**2022年公司债务规模继续增长，截至2022年末，非受限货币资金/短期债务为0.12倍，同时公司经营活动净现金流和EBITDA对利息的覆盖程度较弱，面临一定短期偿债压力。
- **资产无偿划转导致所有者权益规模下降，后续资产整合安排需关注。**2021年以来，睢宁县人民政府为加快推动国有资本布局优化调整，先后将前期无偿注入公司的子公司股权0.13亿元、林木资产10.03亿元和长期股权投资22.97亿元无偿划出，导致公司2022年末所有者权益规模较2020年末下降13.57%，需关注后续潜在的再次资产划转等事项对公司业务和财务形成的影响。
- **对外担保规模较大。**公司对外担保规模较大，占净资产的比重较高，面临一定或有负债风险。

项目负责人：陆楚云 chylu@ccxi.com.cn

项目组成员：王晓宇 wangxiaoyu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

双溪实业（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	250.98	264.95	271.66
经调整的所有者权益合计（亿元）	150.61	149.76	130.17
负债合计（亿元）	100.36	115.18	141.49
总债务（亿元）	55.48	88.35	109.55
营业总收入（亿元）	32.59	31.83	31.00
经营性业务利润（亿元）	1.55	1.68	1.38
净利润（亿元）	1.06	1.53	2.55
EBITDA（亿元）	2.10	2.44	2.37
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-5.17	-13.64	-13.81
总资本化比率（%）	26.92	37.10	45.70
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.86	0.63	0.51

注：1、中诚信国际根据双溪实业提供的其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 2020~2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际将各期“长期应付款”的有息债务计入长期债务核算；将各期“其他流动负债”和“其他应付款”中的有息债务计入短期债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

担保主体概况数据

江苏再担保（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	223.61	264.83	333.33
担保损失准备金（亿元）	21.99	25.65	36.76
所有者权益（亿元）	136.37	158.59	190.89
在保责任余额（亿元）*	626.99	789.04	874.18
年新增担保额（亿元）*	1,221.50	1,300.42	2,312.98
担保业务收入（亿元）	11.40	14.58	17.93
利息净收入及投资收益（亿元）	5.85	8.07	8.83
净利润（亿元）	5.53	7.87	9.45
平均资本回报率(%)	4.59	5.34	5.41
累计代偿率(%)	--	0.21	--
核心资本放大倍数(X)*	5.05	5.07	4.45
净资产放大倍数(X)*	4.60	4.98	4.58

注：1、中诚信国际根据江苏再担保提供的经公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的 2020 年、2021 年和 2022 年财务报告整理。其中 2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据为 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据为 2022 年审计报告期末数；2、担保及再担保相关业务数据均为江苏再担保合并口径，年新增担保额和年解除担保额包含直接担保业务和再担保业务；3、由于业务数据统计口径有所调整，目前仅提供 2019 年以来的担保代偿、解除数据，故计算三年累计代偿率指标时，2020 年数不可得；4、年在保责任余额根据《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度权重折算；5、本报告所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，本报告中不可得或不适用的数据或指标，均使用“--”表示。

评级历史关键信息

江苏双溪实业有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	21 双溪债/21 双溪债 (AAA)	2022/06/28	陆楚云、陈小明、王晓宇	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA/稳定	21 双溪债/21 双溪债 (AAA)	2021/01/20	梅楚霖、陆楚云	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文

注：中诚信国际口径。

同行业比较（2022 年数据）

项目	双溪实业	滨海城发	东海城投	贾汪城投
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	徐州市-睢宁县	盐城市-滨海县	连云港市-东海县	徐州市-贾汪区
GDP（亿元）	682.56	605.93	680.00	433.90
一般公共预算收入（亿元）	42.25	28.96	30.03	24.68
经调整的所有者权益合计（亿元）	130.17	182.10	52.81*	101.01
总资本化比率(%)	45.70	43.38	43.42*	44.69

EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.51	0.42	0.92*	0.41
------------------	------	------	-------	------

注：1、滨海城发系“滨海县城镇建设发展有限公司”的简称，东海城投系“东海县城市建设投资发展集团有限公司”的简称，贾汪城投系“徐州市贾汪城市建设投资有限公司”的简称；2、双溪实业数据节点为截至 2022 年末；3、本表中带*数据表示，因部分数据暂未获取到，滨海城发、东海城投的经调整的所有者权益、总资本化比率和 EBITDA 利息覆盖倍数为 2021 年末数据。

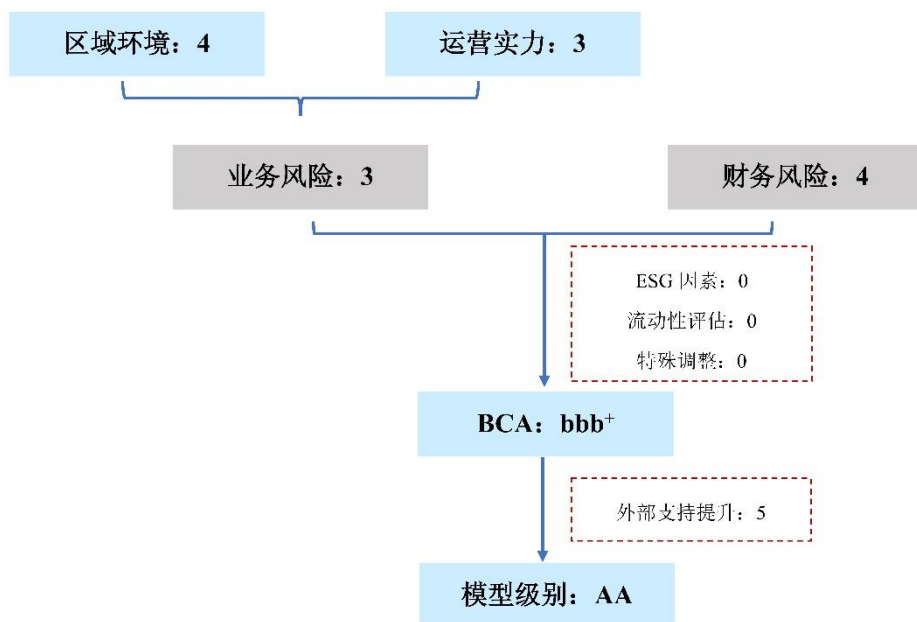
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时 间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 双溪债/21 双溪债	AAA	AAA	2022/06/28	5.00	5.00	2021/4/20~ 2028/4/20	设置本金提前偿付条款，在债券存续期的第 3 至 7 年末分别按照债券发行总额的 20%偿还债券本金，还本期内利息随本金一起支付

评级模型

江苏双溪实业有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险：

中诚信国际认为，双溪实业作为空港经开区内唯一的基础设施投融资主体，区域专营性强，但业务稳定性和可持续性一般；且工程代建和土地整理业务结算进度较慢，安置房项目未来投资需求较大，面临一定资金平衡压力。此外，公司商品房板块未来投资规划较大，考虑到房地产行情依然低迷，商品房项目未来去化进度、盈利情况等需关注；产业和股权投资尚处于培育期，投资回收风险需关注。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，双溪实业资产规模持续增长，财务杠杆水平适中，资本结构较为合理。但 2022 年公司部分资产无偿划出使得资本实力有所下降，同时，近年债务规模上升较快，短期偿债压力较大，加之经营获现能力趋弱，EBITDA 对利息的保障能力较弱，公司整体偿债指标有待优化。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对双溪实业个体基础信用等级无影响，双溪实业具有 bbb+ 的个体基础信用等级，反映了其较高的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，睢宁县政府有较强的支持能力，对公司有较强的支持意愿，主要体现在睢宁县较强的经济财政实力和增长能力；双溪实业作为睢宁县人民政府的全资子公司以及空港经开区内唯一的基础设施投资建设主体，能够持续获得政府在资金注入、资产划转、运营补贴等方面的较大支持，具备较强的区域重要性，与政府的关联性较高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

根据《江苏双溪实业有限公司公司债券年度报告（2022 年）》，本次债券募集资金 5 亿元，扣除发行费用后，1.75 亿元用于维修机库建设项目一期工程，2.30 亿元用于冷链物流仓库建设项目，剩余 0.95 亿元用于补充公司营运资金。截至 2022 年末，募集资金已全部使用完毕，其中 4.05 亿元用于募投项目建设，0.95 亿元用于补充公司营运资金，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。募投项目进展方面，本次债券拟投资的两个项目计划总投资 7.73 亿元，募集资金占总投资比例为 52.38%。募投项目维修机库建设项目一期工程及冷链物流仓库建设项目建筑主体部分已建设完成，目前正在进行装潢和设备安装等工作，项目进度符合预期。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

徐州市是江苏北部最大城市，定位为淮海经济区中心城市，是国家综合交通枢纽，总面积 11,258 平方公里，下辖 5 个区（云龙区、鼓楼区、泉山区、铜山区、贾汪区）、3 个县（丰县、沛县、睢宁县）和 2 个县级市（新沂市、邳州市），设有 1 个国家级开发区（徐州经开区）、1 个国家级高新区（徐州高新区）。根据第七次全国人口普查结果，徐州市常住总人口为 908.38 万人。2022 年以来，受益于政府高效统筹和经济发展，徐州市经济总体呈现“一季度稳进、二季度反弹、三四季度提速”的发展态势，全年实现地区生产总值 8,457.84 亿元，同比增长 3.2%，增速快于全省 0.4 个百分点；当年，徐州全市实现固定资产投资增长 3%，其中工业投资增长 12.5%；同年，徐州市实现一般公共预算收入 517.43 亿元，位列江苏省各地级市第 6 位。徐州市广义债务率处于江苏省中下游水平，同时区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，兼有部分非标，发债主体未出现债务违约事件，净融资额呈现小额净流入趋势，总体债务负担和融资环境尚可。

睢宁县隶属于江苏省徐州市，位于徐州市东南部，其西北部与东部分别与徐州市铜山区和宿迁市宿城区、宿豫区接壤，北部与邳州市毗邻，南部与西部和安徽省泗县、灵璧县相连。睢宁县土地面积 1,769.34 平方公里，拥有江苏睢宁经济开发区和徐州空港经开区两个省级开发区；拥有宁江工业园、八里金属机电产业园、临空产业园、现代农业示范区和桃岚化工园五大工业园区。截至 2021 年末，睢宁县户籍人口 139.98 万人，常驻人口 108.30 万人。

2022 年睢宁县经济稳中有进，主要经济指标呈现“前稳中低后升”的反弹曲线，全县地区生产总值完成 682.56 亿元，按不变价格计算，比上年增长 0.4%，实现由负转正，但 GDP 和人均 GDP 仍处于全市各区县中下游水平；全县工业投资增长 8%，规上工业总产值完成 288 亿元，工业用电量超 13.2 亿千瓦时，新增规上工业企业 80 家，战略性新兴产业工业企业产值完成 120 亿元，数字经济核心产业产值增长 22%，工业应税销售收入预计完成 485 亿元，增长 13.85%；固定资产投资预计增长 0.5%；“765”开工和投产项目预计分别完成 61 个、50 个，开工率、投产率较上年分别提高 4 个、13.5 个百分点。

表 1：2022 年徐州市下属区县经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
徐州全市	8,457.84	-	9.38	-	517.40	-
铜山区	1,350.00	1	12.03	1	53.80	1
邳州市	1,157.16	2	8.02	8	43.27	4
沛县	1,020.00	3	9.92	3	50.00	2
新沂市	826.34	4	8.60	6	46.01	3
泉山区	700.00	5	11.50	2	29.51	8
睢宁县	682.56	6	6.33	9	42.25	5
丰县	540.68	7	5.84	10	33.22	6
云龙区	461.45	8	9.74	5	33.00	7
贾汪区	433.90	9	9.61	6	24.68	9
鼓楼区	363.89	10	8.24	7	18.05	10

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

经济增长和产业结构优化为睢宁县财政形成了一定的支撑，一般公共预算收入呈逐年上升态势，税收收入占比维持较高水平且逐年提升。2022 年受留抵退税因素影响，睢宁县一般公共预算收入同比小幅下降。政府性基金收入和转移性收入是睢宁县地方政府财力的重要补充，受益于土地出让市场相对活跃，2020~2021 年政府性基金收入增幅较大，2022 年同比下降 14.24%，考虑到房地产市场整体低迷，区域土地出让收入的稳定性存在很大不确定性。再融资环境方面，截至 2022 年末，睢宁县地方政府债务余额合计 147.55 亿元，债务规模及负债率在徐州全市均位于中上游水平，债务水平相对较高，但发债主体未出现债务违约事件；区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，同时亦存在非标融资，其中债券市场发行利差偏高，位于徐州市各区县前列，需持续关注区域的再融资情况。

表 2：近年来睢宁县经济财政概况

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	619.30	675.81	682.56
GDP 增速（%）	2.80	8.70	0.40
人均 GDP（元）	56,890	62,081	63,287.89
固定资产投资增速（%）	6.30	8.80	0.50
一般公共预算收入（亿元）	38.50	42.69	42.25
转移性收入（亿元）	53.95	55.00	--
政府性基金收入（亿元）	77.36	89.44	76.70
税收收入占比（%）	81.77	83.11	69.41
公共财政平衡率（%）	38.17	41.19	40.93

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

空港经开区是空港经开区位于睢宁县双沟镇，地处徐州市区东南部，于 2016 年 5 月 30 日经江苏省人民政府批准筹建，2018 年 9 月正式批准为省级开发区，是省内唯一叠加高速、高铁、机场、地铁等交通资源的开发区，亦是苏鲁豫皖四省交界地带唯一的空港开发区，交通区位优势凸显。

空港经开区紧扣航空航天、新能源新材料、高端装备制造三大主导产业，经过近几年累计超 10 亿元的投资建设，目前该地区基础设施、土地整理、配套服务设施等日趋完善，产业集聚初具规模。截至 2022 年末，空港经开区规划面积 30 平方公里（空港新城 13 平方公里，工业区 17 平方公

里)，已建成面积 22 平方公里，已入住企业 78 家，其中规上企业 38 家。

从经济运行情况来看，空港经开区经济财政实力持续增强，2022 年，空港经开区实现地区生产总值 132.99 亿元，同比增长 18.36%。全社会固定资产投资完成 121.78 亿元，同比增长 15.62%，其中工业投资 74.66 亿元，占总投资的 15.63%；研发投入占 GDP 比重的 4%；实际利用外资完成 5,028 万美元。2022 年受留抵退税因素影响，空港经开区实现一般公共预算收入 1.80 亿元，其中税收收入 1.67 亿元，占比 92.00%。未来空港经开区将依托于观音机场国家一类开放口岸、冷链物流中心载体，加速形成以飞机模块、关键零部件制造、飞机总装制造等为核心的航空产业集群；加强与徐州主城在规划、产业发展、城市建设、基础设施等方面的全面对接；大力发展航空航材、智能制造、新能源新材料等产业，加快建设现代航空经济新高地。

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍为空港经开区唯一的基础设施建设及土地整理的经营主体，主要承担区域内基础设施建设、土地整理及安置房建设业务，职能定位明确，区域专营性强，业务稳定性和可持续性一般，同时除政府类项目外，公司利用现有资源开拓商品房销售、产业投资、商品贸易、厂房租赁、汽车检测修理等多元化业务，但整体盈利表现欠佳；此外，公司基建、安置房和土地整理项目结转回款较慢，待投资额大，面临一定资金平衡压力，商品房业务需持续关注后续去化进展和资金回笼情况，股权及产业投资回收风险亦需关注。

表 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	10.12	31.05	11.34	8.19	25.72	14.03	7.23	23.32	11.61
商品贸易	21.02	64.51	0.28	20.67	64.93	0.77	21.58	69.61	1.22
房产销售	-	-	-	1.71	5.38	26.57	0.54	1.74	33.06
客运、货运	0.27	0.82	24.65	-	-	-	0.07	0.23	2.42
农产品及化肥农药销售	0.33	1.03	7.94	0.70	2.20	8.15	0.20	0.65	2.08
汽车检测修理	0.13	0.40	55.43	0.10	0.31	19.74	0.02	0.06	-0.90
餐饮服务	0.00	0.02	0.75	0.01	0.03	27.92	0.06	0.21	42.61
租赁服务	0.01	0.02	65.43	0.01	0.02	43.35	0.09	0.28	96.48
其他业务	0.71	2.16	27.49	0.45	1.41	59.68	1.21	3.89	46.80
营业收入/毛利率合计	32.59	100.00	4.81	31.83	100.00	6.64	31.00	100.00	6.33

注：1、公司工程施工板块收入包括安置房收入和基础设施代建收入；2、其他包括广告、影视策划、活动策划等自媒体业务以及租赁收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程施工板块

公司承担了空港经开区内大量的基础设施、安置房等工程项目建设，区域专营优势强，业务稳定性和可持续性一般；公司未来整体投资规模较大，资金以自筹为主，加之项目结算及回款进度较慢，公司面临一定资金平衡压力。

跟踪期内，公司仍是空港经开区内唯一的开发建设主体，主要承担空港经开区内的基础设施、安置房等项目建设和睢宁县的部分交通基础设施建设，具备一定区域专营优势。

基础设施建设：公司基础设施建设业务主要由白塘河湿地、金通投资以及公司本部负责实施。跟

踪期内，公司基础设施建设的业务模式未发生变化。白塘河湿地负责白塘河湿地公园内的开发建设，其与睢宁县白塘河湿地公园管理处（以下简称“公园管理处”）签订委托代建协议，待项目建设完工后由公园管理处按照投入成本加上约定加成比例（一般为 15%）进行回购。金通投资受睢宁县交通运输局（以下简称“交通运输局”）委托，在睢宁县城城区范围内实施道路、桥梁等工程建设，待项目竣工验收后，由睢宁县审计局明确工程建设成本，最终由交通运输局按照 15%~25% 的加成比例进行回购。公司本部受睢宁县政府委托，负责空港经开区的开发建设，待项目建设完成后，由睢宁县政府在决算价格基础上加成 10%~20% 的比例进行回购。总体而言，公司基建业务模式较为明晰，近年来职能定位及业务模式未发生重大变化。

从业务开展情况来看，2020~2022 年，公司基础设施建设业务收入分别为 9.42 亿元、3.23 亿元和 1.45 亿元，受项目进度和结算周期影响，整体较为波动；截至 2022 年末，公司主要已完工基础设施建设项目总投资 58.22 亿元，已确认收入 28.12 亿元。截至 2022 年末，公司在建项目量尚需投资规模不大，业务可持续性一般。

表 4：截至 2022 年末主要在建基础设施建设项目情况（万元）

项目名称	建设期间	总投资	已投资	建设主体	未来投资计划	
					2023	2024
航空物流园	2018 年起	150,000.00	95,640.89	双溪本部	4,000.00	2,000.00
沙集港码头项目	2018-2022	35,000.00	14,036.60	金通投资	5,000.00	5,000.00
镇区与开发区升级建设项目	2014 年起	40,000.00	32,356.45	双溪本部	5,000.00	5,000.00
合计	-	225,000.00	142,033.94	-	14,000.00	12,000.00

注：受公司综合统筹规划影响，部分项目工程进度进行延期。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2022 年末主要拟建基础设施建设项目情况（亿元）

项目名称	建设主体	总投资	未来投资计划	
			2023	2024
104 国道迁改	双溪本部	4.00	1.00	0.05
中心镇区道路管网改造工程	双溪本部	4.00	0.20	0.10
271 省道睢宁段养护工程	金通投资	3.29	0.50	0.05
翔宇大道东延	双溪本部	2.50	0.50	0.05
347 省道睢宁段养护工程	金通投资	2.30	0.30	0.05
东二环项目	双溪本部	2.00	0.10	0.05
东环路及桥梁工程	双溪本部	1.80	0.10	0.15
城乡公交总站	金通投资	1.40	0.40	0.03
城市展厅	双溪本部	1.20	0.30	0.20
物流主路东延工程	双溪本部	1.00	0.10	0.05
截碱河景观改造	双溪本部	0.80	0.50	0.20
工业用水自来水厂	双溪本部	0.80	0.20	0.20
四馆项目	双溪本部	0.60	0.20	0.10
双塔路南延	双溪本部	0.50	0.50	0.05
空港污水处理厂二期扩建工程	爱特莱	0.50	0.25	0.05
尾水导流项目	双溪本部	0.50	0.30	0.15
公园东路	双溪本部	0.30	0.30	0.05
高铁枢纽道路北沿	双溪本部	0.25	0.25	0.05
高铁南路、西路	双溪本部	0.10	0.10	0.05
合计	-	27.84	6.10	1.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

安置房建设：跟踪期内，公司安置房业务模式未发生变化。公司安置房建设业务主要由公司本部负责实施，项目建设所需资金主要来自公司自有资金和外部融资。业务模式方面，公司通过“招

拍挂”方式取得建设用地并委托施工方进行建设，待项目竣工并验收合格后，由睢宁县政府委托双沟镇政府办理与公司之间的收入确认及款项结算等事宜，回款金额根据委托代建协议以实际投入成本（含前期土地成本、工程资金、融资费用等各项支出）加上约定加成比例（一般为 20%）确定。

从业务开展情况来看，2020~2022 年，公司分别实现安置房业务收入 0.70 亿元、4.72 亿元和 5.78 亿元，截至 2022 年末，公司已完工安置房项目合计总投资 28.43 亿元，已确认收入 19.28 亿元。同期末，公司在建及拟建安置房项目量充足，未来尚需投资规模仍较大。

表 6：截至 2022 年末公司主要在建及拟建安置房项目情况（万平方米、亿元）

建设状态	项目名称	建筑面积	建设周期	总投资	已投资	2023 计划投资	2024 计划投资
在建	官路四期项目	22.90	2020.6-2022.6	5.50	2.10	1.50	0.80
在建	纪湾小区	49.60	2017.6-2020.10	9.20	6.75	1.50	1.00
在建	盘王安置小区	35.60	2018-2022	6.59	5.98	0.30	0.60
在建	时代广场安置房	11.50	2018-2022	2.50	1.02	0.50	0.20
在建	潘公广场安置小区	3.80	2021.9-2022.12	0.95	0.30	0.20	0.20
在建	兴业御苑住宅小区	1.50	2020 年起	0.55	0.01	0.30	0.10
在建	锦绣家园安置小区	20.00	2022-2024	4.86	0.31	1.50	0.80
在建项目小计		-	144.90	-	30.15	16.47	5.80
拟建	康美佳苑小区	22.82	2023-2025	5.50	0.00	2.50	1.50
拟建	高集安置小区	8.50	2023-2025	2.00	0.00	0.50	1.00
拟建项目小计		-	31.32	-	7.50	0.00	3.00
合计		-	176.22	-	37.65	16.47	8.80

注：受公司综合统筹规划影响，部分项目工程进度进行延期。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算周期方面，公司工程施工板块的各委托方一般以年度为周期与公司逐年结算。公司每年以收入确认函对已完工项目进行收入确认，但项目实际回款速度取决于县政府财政资金支付安排。从实际回款来看，截至 2022 年末，公司基础设施建设及安置房板块主要已完工项目合计总投资 84.89 亿元，已确认收入 49.16 亿元，累计回款 34.78 亿元，整体项目结算及回款进度较慢。总体而言，公司在建和拟建安置房项目投资规模较大，加之项目结算及回款进度较慢，使得公司面临一定资金平衡压力。

土地整理板块

公司土地整理业务可持续性较好，但过往项目尚未确认收入和回款，公司垫资压力大，需持续关注项目的结转回款进展。

跟踪期内，公司仍系空港经开区内唯一的土地整理主体，由本部和子公司江苏爱特莱实业有限公司（以下简称“爱特莱实业”）负责，职能定位和业务模式未发生变化。公司本部负责的土地整理业务集中于空港经开区内，通过与睢宁县政府签署《土地一级开发协议书》，公司先行垫付土地拆迁及整治成本等，待达到“九通一平”标准后由县政府按照成本加成比例（10%左右）进行回购。

爱特莱实业对空港经开区内农村集中居住的整村进行搬迁和土地整理，以使农田达到复耕标准。爱特莱实业与睢宁县双沟镇人民政府签订拆迁整理合同，土地整理完成后，由市县国土部门组织验收，复耕后新增加的耕地面积指标即为空港经开区新增建设用地面积。土地整理费用和出让金返还方面，土地整理费用由睢宁县财政按新增耕地 10 万元/亩的标准拨付双沟镇财政所；土地出

让金待土地上市出让后，由县财政提留出让金额的 10%，其余全额返还双沟镇财政所。双沟镇财政所按土地整理成本加成 10%~20%向爱特莱实业支付土地整理费用。

截至 2022 年末，空港经开区总规划面积 30 平方公里，包括工业用地 17.00 平方公里，物流园区 10.74 平方公里，其余为发展预留地；同期末空港经开区已建成面积 22 平方公里，未来随着空港经开区不断发展，作为区域内的唯一开发主体，公司土地整理业务可持续性较好。从业务开展情况来看，截至 2022 年末，公司主要实施了官路村、柳元村和吴杭村等拆迁整理工程，所整理土地投入计入存货科目核算，因土地整理和款项回收周期较长，截至 2022 年末，公司尚未确认土地整理相关收入，存货中尚未结转的土地整体成本为 9.88 亿元，未来收入和成本结转情况及整理成本回款情况需关注。

表 7：截至 2022 年末公司土地整理在开发情况（亩、户、亿元）

项目名称	土地面积	征收户数	总投资	已投资	拟回购总额	2023 计划投资	2024 计划投资
双西村	35	70	0.20	0.05	0.25	0.20	0.00
高赵三楼、小马	270	216	0.76	0.67	0.87	0.30	0.00
魏林村	220	297	0.92	0.35	1.00	0.30	0.27
合计	525	583	1.88	1.07	2.12	0.80	0.27

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2022 年末公司拟整理土地情况（亩、亿元）

项目名称	开发周期	地块面积	总投资	2023 计划投资	2023 计划投资
中心镇区开发	2022/8-2024/8	480	1.44	0.43	1.01
后楼村	2022/5-2024/12	210	0.53	0.45	0.08
合计	-	690	1.97	0.88	1.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房产销售板块

公司房产开发业务已完工项目去化较慢，获利水平较一般，且目前房地产市场行情较不稳定，需关注在手项目的后续去化进度。

公司商业房地产开发业务主要由公司本部实施，双溪实业拥有房地产开发暂定贰级资质，通过“招拍挂”竞得土地后，向社会公开招投标确定施工单位；项目建设期间，由公司负责项目建设管理，并按照合同约定向施工单位支付工程款，项目完工后，公司综合考量当地房地产市场行情等因素制定销售价格、销售策略、销售推广计划，组织销售团队进行销售。

从业务开展情况来看，公司已完工商品房项目为水木清华一期，该项目东靠政府、北邻医院，占地 58.50 亩，2021 年 4 月已完成上房交付。该项目于 2020 年 1 月开始预售，均价约为 5,100 元/米，整体盈利情况一般；截至 2022 年末，该项目已销售房源占可售面积的 74.34%，去化较慢。截至 2022 年末，公司尚有多个在建和拟建商品房项目，未来尚需投资规模较大。土地储备方面，截至 2022 年末，公司拥有可供商品房开发土地 399.59 亩，未来将择机进行商品房开发。总体来看，公司商品房开发业务开发经验有限，且目前房地产市场行情较不稳定，后续项目去化速度仍存在一定不确定性，中诚信国际将对其房地产项目销售及资金回笼情况保持关注。

表 9：截至 2022 年末公司已完工商品房项目情况（万平方米、套、亿元、%）

项目名称	建筑面积	可售面积	已售面积	房源总套数	已售套数	实际投资	销售进度	累计收到回款
水木清华一期	9.04	6.47	4.81	450	377	2.50	74.34	2.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：截至 2022 年末公司在建商品房项目情况（万平方米、套、亿元、%）

项目名称	建设期间	建筑面积	可售面积	总投资	已投资	2023 年投资计划	2024 年投资计划
徐沙河小区	2022~2024	33.09	31.68	8.33	4.63	2.00	1.70
魏林集中居住区	2022~2024	27.62	26.39	6.93	2.03	2.00	2.00
合计	-	60.71	58.07	15.26	6.66	4.00	3.70

注：因后期计划对外销售，徐沙河小区和魏林集中居住区调整为商品房项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：截至 2022 年末公司拟建商品房项目情况（万平方米、套、亿元、%）

项目名称	建设期间	建筑面积	可售面积	总投资	2023 年投资计划	2024 年投资计划
水木清华二期	2023~2025	15.00	13.00	4.50	0.50	2.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品贸易板块

公司面向全国开展供应链金融服务，但目前盈利表现欠佳，且展业过程中存在赊销情况，或将面临一定款项回收风险；此外公司上下游客户集中度较高，主要贸易产品和上下游渠道不稳定，面临一定业务波动风险。

公司商品贸易业务主要由子公司纽泰克公司开展，面向全国范围内资质较好的企业提供供应链金融服务。跟踪期内，公司业务模式无变化，当企业出现资金缺口时，经公司内部风控审核通过，公司可为相关企业提供预付款融资服务。具体为，公司先向采购需求方收取 20%~30% 的保证金，再向其指定的上游供货商进行垫资采购，采购需求方在支付剩余货款后公司即安排发货，结算周期为 15~30 天。在上述模式中，公司收入主要为代购商品的转销收入，利润主要为垫资期间的资金成本。

从业务开展情况来看，近年公司供应链金融模式下的商品贸易业务收入呈快速增长趋势，在营业收入中占比超 60%，但该业务运营尚不成熟，成本费用支出较高，2022 年纽泰克公司营业毛利率为 1.20%，净利润为 122.33 万元，整体盈利欠佳，同时纽泰克公司目前业务开展过程中客户存在赊销情况，2022 年末应收账款余额 0.31 亿元，或将面临一定款项回收风险。此外，公司前五大上下游客户集中度处于较高水平，且近年公司主要贸易产品和上下游渠道均不甚稳定，整体面临一定的业务波动风险。

表 12：2022 年公司商品贸易前五大供应商和客户（万元、%）

主要上游供应商	产品	采购额	占采购额比重
上海闽兴太国际贸易有限公司	铝锭	69,954.92	32.82
青海海源绿能铝业有限公司	铝锭	16,786.31	7.88
厦门振丰能源有限公司	铝锭	15,804.74	7.42
重庆振修物资有限公司	铝锭	15,768.11	7.40
中铝青海铝电有限公司	铝锭	13,008.97	6.10
合计	-	131,323.05	61.61
主要下游客户	产品	销售额	占销售额比重
广州龙腾金属科技有限公司	铝锭	115,025.30	53.31
徐州徐工智能云仓有限公司	铝锭	33,604.60	15.57
安徽淮海现代物流有限责任公司	煤炭	33,326.51	15.45
中耀能（江苏）供应链管理有限公司	煤炭	11,136.57	5.16
济宁锦岩能源有限公司	煤炭	2,718.90	1.26
合计	-	195,811.88	90.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

股权和产业投资

公司根据政府安排积极参与空港经开区内的股权投资业务，但业务尚处培育期，未来投资回收风险值得关注。

2017 年以来，为扶持空港经开区内优质企业及实现国有企业转型发展，公司逐步增加对外投资力度，积极开展多元化股权投资业务，相关投资主要体现于长期股权投资和其他非流动金融资产（2021 年由可供出售金融资产科目调整至该科目）两个科目。值得注意的是，除近年自主对外投资获得股权资产外，早年睢宁县政府亦向公司无偿划入了较多股权资产，跟踪期内，为加快推动国有资本布局优化调整，睢宁县政府将公司长期股权投资中睢宁拓邦建设工程有限公司 49% 股权（以下简称“睢宁拓邦”）、睢宁润溪商贸有限公司 49% 股权和江苏汉通航空有限公司 49% 股权（均系此前无偿划入，公司将其计入权益端资本公积科目）无偿划转至徐州航苏实业有限公司（系睢宁县双沟镇综合服务中心下属国企），合计账面价值 22.97 亿元，该事项导致年末公司对外投资资产账面价值同比下降 66.72% 至 10.91 亿元，上述划出资产合计规模占上年末总资产和净资产的比例分别为 8.67% 和 15.34%。尽管被划出的三家公司仍处于前期投入阶段，尚未进入投资回收期，但此举导致公司自有资本实力出现明显下降，需关注后续资产整合安排和政府支持等进展及其对公司财务状况和业务运营的影响。

公司的投资形式主要分为股权直投和基金间接投资两类，投资标的以空港经开区内的工程、航空、新能源新材料、智能制造等主导产业和重点企业为主。

股权直投方面，一类系为协助空港经开区对重点企业扶持，公司承担对当地部分国有企业的出资任务，计划长期持有其股权，收益来自企业自身经营和发展，此类股权投资计入“长期股权投资”科目；另一类系为园区招商引资或为获取投资收益的股权出资，此类股权投资计入“其他非流动金融资产”科目，该类项目通常设置回购条款，待达到一定期限或企业经营达到约定条件后，项目融资方需回购公司出资金额或进行其他约定操作，公司根据投资对象的发展前景决定回售或继续持有，该类业务收益主要来源于资本增值或固定回报收益（待回购时统一结算）。截至 2022 年末，公司股权直投项目 32 个，投资余额 7.73 亿元。同期末，除前述长期股权投资的部分股权无偿划出外，仅 1 个项目通过股权回购和解散退回等方式实现退出，退出金额 200.00 万元，未取得投资收益。公司在投项目中，江苏丰源电子科技有限公司、江苏华芯智造半导体有限公司的母公司深圳市华芯邦科技有限公司拟计划上市，公司预计长期持有其股权。投资回报方面，因大部分企业尚处于业务发展初期，2022 年公司长期股权投资未实现投资收益。

表 13：截至 2022 年末公司长期股权投资情况（万元、%）

公司名称	实际控制人	投资时间	投资余额	持股比例	2022 年投资收益
华亚航空有限公司	郑刚	2017.1	9,033.97	33.33	0.00
江苏巨电新能源股份有限公司	福建省人民政府国有资产监督管理委员会	2018.06	5,967.81	30.00	0.00
徐州中交徐盐高铁客运枢纽公司	无实际控制人	2019.08	4,682.63	20.00	0.00
合计	-	-	19,684.41	-	0.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 14：截至 2022 年末，公司非流动金融资产中前十大投资对象情况（万元、%）

序号	公司名称	投资余额	持股比例	投资时间	是否退出
1	江苏华芯智造半导体有限公司	8,000.00	19.00	2019/9	否

2	江苏高格芯微电子有限公司	6,600.00	20.00	2020	否
3	江苏丰源电子科技有限公司	5,000.00	-	2021	否
4	徐州博磊达新能源科技有限公司钛酸锂电池项目产业基地	4,000.00	48.00	2021	否
5	徐州鑫茂半导体有限公司	4,000.00	-	2021	否
6	江苏吉芯微电子科技有限公司	3,300.00	-	2021	否
7	江苏芯港半导体有限公司	3,100.00	-	2021	否
8	徐州淮海国际陆港控股投资发展集团有限公司	3,000.00	30.00	2019	否
9	江苏迪纳科精细材料股份有限公司	3,000.00	13.04	2020	否
10	坎德拉智能科技（徐州）有限公司	2,600.00	26.00	2021	否
合计		42,600.00	-	-	-

注：对于徐州淮海国际陆港控股投资发展集团有限公司出资由徐州市人民政府代持；其中部分投资对象持股比例为“-”系截至目前工商登记尚未变更。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基金投资方面，公司及其下属子公司徐州空港信达创业投资有限公司（以下简称“信达创投”）主要以有限合伙人（LP）参与合伙企业的形式进行基金投资，参与合伙企业可直接进行对外投资。公司出资的合伙企业由专业基金管理机构进行管理，公司与其他有限合伙人（LP）按照合伙协议及其他有关协议的约定到期或符合约定条件时获得收益分配、回收投资份额款项，基金收益来源主要为底层投资标的经营利润、股权转让所得或二级市场交易所得。截至 2022 年末，公司无基金退出情形，基金投资业务尚处于投资初期，暂未产生投资收益。

表 15：截至 2022 年末公司在投基金项目情况（万元、%）

序号	公司名称	有限合伙人	认缴比例	基金管理人	总规模	出资总额	公司实际出资	主要投资对象
1	徐州空港春阳高端智能制造产业投资管理合伙企业（有限合伙）	信达创投、深圳春阳云创业投资合伙企业（有限合伙）	67.31	深圳前海春阳资产管理有限公司	10,400	10,400	7,000	深圳市镭神智能系统有限公司
2	徐州空港航空产业投资合伙企业（有限合伙）	双溪实业	99.00	湖北金沙江股权投资管理有限公司	100,000	1,000	990	徐州吉赛飞新材料科技有限公司
3	徐州空港生物医药科技合伙企业（有限合伙）	双溪实业、成都世纪兴辰企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	40.00	深圳前海振信私募股权基金管理有限公司	20,000	4,400	1,900	贵州伊诺其尼科技有限公司
4	徐州空港中金引导产业投资合伙企业（有限合伙）	信达创投、苏州福文创业投资合伙企业（有限合伙）	90.00	中金资本运营有限公司	100,000	9,300	9,000	杭州盾恩医学检验实验室有限公司、铜陵丰睿年晟创业投资合伙企业
5	江苏金石交通科技产业基金合伙企业（有限合伙）	信达创投、南京交通产业基金合伙企业（有限合伙）、睢宁县新城投资开发有限公司等	2.00	南京交控私募基金管理有限公司	100,000	--	2,000	南京芯驰半导体科技有限公司
合计		-	-	-	330,400	25,100	20,890	-

注：睢宁县新城投资开发有限公司以下简称“睢宁新城”。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司投资业务近年来发展较快，未来随着空港经开区招商引资力度加大，或将进一步扩张。但该类业务尚处于前期培育阶段，投资回报周期较长，部分投资对象经营不善或可致公司面临一定投资回收风险。

其他市场化业务

公司其他业务较为多元化，但目前仍处于市场化转型的初期探阶段，运营经验有限，总体规模较小，且近年部分业务收入下降，盈利表现亦较弱。

除上述业务外，公司还从事客运及货运、汽车检测修理、农产品及化肥农药销售、股权投资、餐饮、广告、影视和活动策划等自媒体业务，整体业务呈多元化发展趋势，但由于公司目前处于市场化转型的初期探阶段，运营经验有限，2020 年以来部分市场化业务收入出现了不同程度的下降，后续随着公司标准化厂房的逐步投入运营，或将增强公司市场化业务板块的运营实力。

汽车检测修理：公司汽车检测修理业务主要由子公司金通投资控股的睢宁县鸿达汽车检测有限公司（以下简称“鸿达公司”）负责运营。鸿达公司主要进行汽车综合性能检测、机动车安全技术检测，拥有汽车、摩托车检测线，全年检测车辆近 3 万台。鸿达公司是睢宁县内唯一一家检测机构，具有垄断经营地位，但近年公司汽车检测修理业务呈波动下降态势。

农产品及化肥农药销售：公司农产品及化肥农药销售业务主要由子公司睢宁秋歌农业发展有限公司（以下简称“秋歌农业”）负责运营。秋歌农业除自行种植农产品销售外，还为居民集中采购相关化肥农药，并按政府建议价格销售给农户。随着业务开展逐步走向正轨，秋歌农业收入逐步呈现稳定增长趋势；但农产品及化肥农药销售业务利润率较低，加之期间费用较高，近年秋歌农业净利润始终为负，2022 年为-429.36 万元，盈利能力欠佳。

工业厂房租赁：2018 年以来，公司加快标准化厂房建设进度，截至 2022 年末已完工标准化厂房总投资 17.52 亿元，建设面积 88 万平方米，出租率约为 56%，整体出租率有待提升。为配合招商引资，空港经开区对优质企业予以一定免租期，因此公司 2020 年未实现标准厂房租赁收入；受益于标准化厂房租赁面积扩大且部分企业免租期结束，2021~2022 公司分别实现约 1,000 万元和 4,176 万元标准化厂房租金收入，计入其他业务收入。值得注意的是，双沟镇政府承诺将给予公司相关补助，作为免租期补偿，2022 年 2 月，公司收到政府补偿款 3,800 万元。截至 2022 年末，公司在建自建标准化厂房项目计划总投资 13.09 亿元，已投 6.60 亿元，未来计划通过半租半售的方式实现资金平衡。

财务风险

中诚信国际认为，公司财务风险处于中等水平。随着各项业务推进，跟踪期内公司资产规模持续增长，但整体资产质量欠佳；且公司依靠外部融资进行项目建设和债务滚续的方式推升了债务规模和财务杠杆，加之经营性获现能力趋弱，EBITDA 对利息的保障能力不足，总体面临一定偿债压力。

资本实力与结构

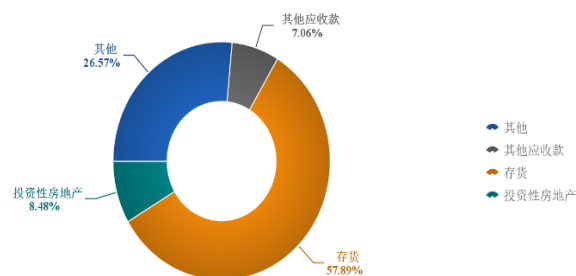
公司平台地位重要，跟踪期内获得了政府的持续支持，加之工程项目的持续推进，资产规模保持增长趋势；但公司资产流动性较弱，收益性不足，整体资产质量欠佳。

作为空港经开区唯一的基础设施投资建设运营主体，公司地位重要，2020 年以来公司陆续获得睢宁县人民政府在股权划拨、资金、资产注入及财政补贴方面的有力支持，加之工程项目持续推进和业务发展，资产规模保持增长态势。

公司目前形成了以土地整理、基础设施代建及安置房业务为主，以商品贸易、商品房销售和厂房

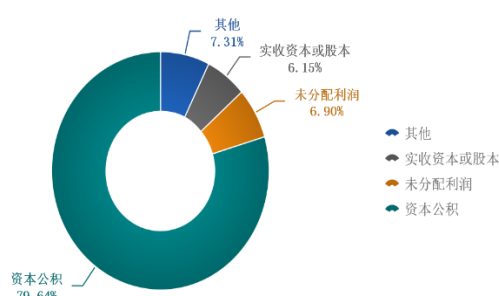
租赁等业务为辅的业务格局，同时与区域内政府单位和国有企业发生较多往来款项，资产主要由上述业务形成的应收类款项及存货等构成，并呈现以流动资产为主的资产结构；公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。公司存货规模较大，且近年波动较大，2019~2020 年睢宁县政府陆续将润林公司流转合同涉及的地上林木资产所有权及使用权（合计 98.38 亿元）分批次划入企业，其中用于直接出售的苗木（93.93 亿元）计入存货科目下的消耗性生物资产，其余计入生产性生物资产；2021 年，睢宁县政府将存货中 10.03 亿元林木资产无偿划出导致存货规模出现小幅下降。截至 2022 年末，公司存货占总资产比重超 50%，主要包括合同履行成本 67.68 亿元、开发成本 4.01 亿元和消耗性生物资产 84.24 亿元，其中前两者主要为公司基础设施建设业务和安置房建设业务的开发成本，项目回购进度较慢导致资金沉淀；消耗性生物资产系前期划入的林木资产，主要品种为女贞、落羽杉、广玉兰、栎树、杨树等，单价在 100~2,300 元/株不等，短期内变现能力较弱。公司应收账款主要为应收代建项目回购款和商品贸易业务销售款，2022 年末账龄 2 年以上的占比约 38%。公司其他应收款主要为往来款，对象包括当地政府部门、国有企业和民营企业等，截至 2022 年末，前五大应收对象集中度较高，计提的坏账准备余额为 0.36 亿元；同期末，公司应收民企无息拆借款 7.57 亿元，主要系公司拆借给项目建设方的款项，无明确回款期限，需关注该部分款项回收风险。公司账面保有一定规模货币资金，但其中 64.82%受限，整体资产流动性较弱。公司拥有一定规模的投资性房地产¹，预计能够贡献一定的现金流，但因目前尚处于出租初期，部分企业存在免租期，整体现金流贡献规模有限。总体来看，公司资产流动性较弱且收益性不足，整体资产质量欠佳。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 16：截至 2022 年末公司其他应收款前五名情况

债权单位	是否民营	款项性质	金额（亿元）	账龄	占比（%）
江苏泰建建设集团有限公司	是	往来款	2.00	1 年以内	10.24
徐州琼宇建筑工程有限公司	是	往来款	1.64	1-2 年	8.38
徐州航苏实业有限公司	否	往来款	1.63	1 年以内/1-2 年	8.34
江苏海实建设有限公司	是	往来款	1.45	1 年以内	7.43
睢宁拓邦建设工程有限公司	否	往来款	1.08	1 年以内/2-3 年	5.55
合计	-	-	7.80	-	39.94

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来，公司所有者权益规模较为波动，2020 年政府无偿划入林木资产所有权及使用权（31.80 亿元）和注入 5 处标准厂房等投资性房地产（6.19 亿元）推动年末所有者权益同比增长 35.74%；

¹ 主要包括政府注入的 5 处标准厂房以及存货转入的厂房、安置房商铺等，2021 年末较上年末增加 15.11 亿元主要系存货转入，采用公允价值模式计量。

2021 年睢宁公交等股权划出（0.13 亿元）和部分林木资产划出等（10.03 亿元），同时因重分类转入并以公允价值计量的投资性房地产的公允价值变动，其他综合收益新增 5.72 亿元，所有者权益同比下降 0.56%；如前所述，跟踪期内公司资本公积中股权无偿划出，同年，睢宁县人民政府向公司划拨江苏盛鸿兴实业有限公司、徐州创正新能源科技发展有限公司和睢宁县杏满山殡仪服务有限公司等公司股权，合计增加公司资本公积 0.94 亿元，上述事项导致期末所有者权益同比下降 13.08%。公司权益构成中实收资本和资本公积占比高，其中 2022 年末资本公积主要由实物 5.74 亿元和林权 88.35 亿元等构成。预期随着利润盈余积累和政府后续资产划入等支持，公司所有者权益或将增厚。

受权益规模下降以及债务融资规模的不断增加影响，近年来公司财务杠杆水平持续上升。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，财务杠杆率或将仍处于增长趋势。

表 17：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
总资产	250.98	264.95	271.66
货币资金	14.02	12.21	10.86
应收账款	2.97	3.12	5.07
其他应收款	21.59	20.82	19.17
存货	140.87	135.97	157.26
长期股权投资*	25.03	24.94	1.97
其他非流动金融资产	2.57	7.85	8.94
投资性房地产	6.19	21.30	23.04
固定资产	3.60	4.31	8.42
在建工程	3.95	11.87	9.31
流动资产占比	75.92	66.82	74.51
所有者权益合计	150.61	149.76	130.17
资产负债率	39.99	43.47	52.08
总资本化比率	26.92	37.10	45.70

注：长期股权投资科目 2022 年末同比减少 22.97 亿元，主要系睢宁拓邦等股权无偿划出；在建工程科目 2022 年末较上年末同比减少 62.67%，主要系部分标准化厂房当年完工转固所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司收入质量尚可，但经营活动获现能力趋弱，且各类项目的持续投入加大了公司资金缺口，仍主要依赖筹资活动予以弥补，导致债务滚续压力不断加大，需关注再融资能力及融资监管政策变化可能对公司产生的影响。

受益于业务扩张和多元化发展，公司近年收入呈波动增长态势，同时近年项目结转回款情况尚可，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模与营业收入基本可匹配，收现比指标接近 1，整体收入质量尚可。

经营活动净现金流方面，近年公司用于项目建设相关的资金支出、商品贸易业务采购资金增加以及往来款现金收支净流出，各期末经营性现金流缺口呈扩大趋势，经营活动获现能力趋弱。

公司投资活动主要是构建资产以及股权和基金等对外投资，近年随着公司自营项目的建设和产业投资的持续投入，投资活动净现金流表现为持续净流出。

如前所述，近年公司经营活动获现能力趋弱，且投资活动呈持续净流出，资金缺口和债务偿还主要依赖自身再融资。公司融资渠道包括银行借款、债券直融和非标借款，自 2020 年债券直融渠道开拓以来，公司在债券市场的地位不断巩固，尤其是 2021 年的债券发行规模大幅上升，成为自银行借款以外第二大资金来源，但快速上升的债务规模亦加重了公司债务负担和债务滚续压力，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。总体来看，尽管近年公司融资渠道有所开拓，但较大规模的主业经营和投资支出需求，导致 2021 年以来公司的现金及现金等价物被持续消耗。

表 18：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	-5.17	-13.64	-13.81
投资活动产生的现金流量净额	-10.51	-18.27	-6.60
筹资活动产生的现金流量净额	22.32	29.21	15.79
现金及现金等价物净增加额	6.64	-2.70	-4.62
收现比	1.26	1.03	0.99

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务期限结构与其业务特征相匹配，但债务规模增长迅速，且可用货币资金有限，需关注短期偿债压力；2022 年以来公司经营活动净现金流和 EBITDA 对利息的覆盖程度依然较弱，整体保障能力有限。

随着经营业务的持续发展，公司外部债务融资需求增长较快，近年来债务融资规模整体呈快速增长态势。公司债务以银行借款为主，债券和非标融资为辅，截至 2022 年末，三者占比分别为 53.99%、18.77%和 18.64%，债务类型及渠道较多元。从期限结构来看，公司债务以长期债务为主，与其业务特征相匹配，但考虑债券到期回售情况下，年末公司一年以内到期债务占比 31.16%，且非受限货币资金/短期债务为 0.12 倍，即期偿付压力较大。

表 19：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（%、亿元）

	成本	金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	5.55	59.15	19.39	2.54	4.58	32.63
债券融资	6.63	20.57	7.81	7.81	0.00	4.95
非标融资	7.80	20.42	6.00	4.47	7.72	2.24
其他*	8.50	0.93	0.93	-	-	-
合计	-	101.07	34.13	14.82	12.30	39.81

注：其他主要包括区域内城投公司借款和到期利息等，其中区域内城投公司为睢宁县润企投资有限公司（实际控制人为睢宁县预外局），规模为 15.00 万元，无明确回款期限；上述统计数据不含应付票据，债券到期考虑提前回售等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司近年来 EBITDA 呈波动增长趋势，且考虑到公司职能定位和主业较为稳定，利润总额中贡献度较高的其他收益（政府补助）具备持续性，预计未来仍可为公司 EBITDA 提供较好支撑。但公司经营性获利能力较弱，加之债务规模增长迅速，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障程度较弱。

表 20：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
总债务	55.48	88.35	109.55

短期债务占比	20.38	24.97	30.18
EBITDA	2.10	2.44	2.37
EBITDA 利息覆盖倍数	0.86	0.63	0.51
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-2.11	-3.51	-2.96

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2022 年末，公司受限资产占当期末总资产的 8.35%。或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保余额为 35.75 亿元，占同期末净资产的比例为 27.46%，被担保单位全部为睢宁县国有企业或事业单位，但公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。

截至 2022 年末，公司不存在对其持续经营产生重大不利影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

表 21：截至 2022 年末公司受限资产情况（万元）

科目	账面价值	受限原因
货币资金	70,374.55	银行承兑汇票保证金及其他保证金
存货	34,532.01	抵押借款
投资性房地产	63,682.78	抵押借款
无形资产	58,224.48	抵押借款
合计	226,813.82	-

表 22：截至 2022 末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保余额
1	睢宁县新城投资开发有限公司	国有企业	121,232.74
2	江苏润企万国实业有限公司	国有企业	100,550.00
3	江苏润土投资发展有限责任公司	国有企业	46,714.00
4	徐州新宏实业有限公司	国有企业	36,437.12
5	江苏伟腾农业发展有限公司	国有企业	20,491.00
6	江苏融威实业有限公司	国有企业	13,680.00
7	江苏佳盛源资产管理有限公司	国有企业	9,400.00
8	徐州融源水利工程有限公司	国有企业	6,000.00
9	睢宁宝源新能源发电有限公司	国有企业	1,000.00
10	徐州岚鲜生农业发展有限公司	国有企业	1,000.00
11	徐州兴梁农业发展有限公司	国有企业	1,000.00
合计	-	-	357,504.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 4 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

——2023 年，公司仍作为空港经开区内唯一的基础设施建设和投融资主体，没有显著规模的资产划入和划出，合并范围未发生明显变化。

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

——2023 年，公司各业务板块经营较为稳定，收入规模较上年小幅增长。

——2023 年，公司在建政府代建工程类支出约 10~13 亿元，自营类业务支出约 4.5~5.0 亿元，生产经营类资本支出约 4.5~5.0 亿元，股权类投资支出约 1.8~2.2 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类净融资 13~17 亿元。

预测

表 23：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	37.10	45.70	43.64~53.34
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.63	0.51	0.47~0.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

2022 年末公司可动用账面资金为 3.82 亿元，可用于公司日常经营及债务，但规模较为有限。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 82.16 亿元，尚未使用授信额度为 21.45 亿元，备用流动性一般。此外，睢宁县经济基础好，区域内企业有一定的临时拆借资金的空间；公司作为空港经开区唯一的基础设施投资运营主体，可持续获得政府的资金支持；近年来公司在债券市场表现较为活跃，目前在手批文包括 8.30 亿元企业债券，但考虑到睢宁县整体债务规模较大，负债率相对较高，且公司主要承担县域内经开区的建设，仍需持续关注相关政策及融资环境变化对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设、股权投资及债务还本付息等。根据公司规模，未来一年投资支出主要集中于基础设施代建、保障房建设、商品房建设和股权投资，资金需求约 22 亿元。同时，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 33 亿元；2022 年利息支出增至 4.67 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司整体流动性一般，授信、政府支持和多渠道资金来源等可对公司未来一年流动性需求形成一定覆盖。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司注重可持续发展和安全管理，并积极履行企业社会责任；公司治理结构尚可，但在内控体系方面有待进一步优化。

环境方面，公司工程基建类、土地整理业务可能会面临粉尘、污水排放等环境风险。截至目前尚未受到监管处罚，且公司在可持续发展和环境争议事件管理方面表现较好。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

上的安全生产事故，投资者责任表现较好，但公司在社会争议事件管理方面仍有待优化。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司治理结构较为健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。与此同时，公司对重要子公司金通投资无法实现全面管控，存在较大与政府部门、关联公司和民企的往来款，整体在内部控制体系等方面有待进一步优化。

外部支持

中诚信国际认为，睢宁县政府支持能力较强，主要体现在以下方面：

睢宁县处于徐州市东南部，徐连经济带的中心区域，是江苏省规划建设的三大特大城市圈之一徐州特大城市圈“一城两翼”的重要一翼，是徐州市重要的卫星城市。睢宁县属于传统农业大县，近年来，通过加强招商引资，引进一批实力较强的大中型企业，固定资产投资增速较快，产业结构持续优化，拉动地方经济快速发展；2022 年末，睢宁县 GDP、地方一般预算收入在徐州市下属 10 个区县中均位于中游。但值得注意的是，随着县域内固定资产投资等资金需求的不断增加，近年睢宁县政府融资规模不断扩大，截至 2022 年末，睢宁县地方政府债务余额（147.55 亿元）和负债率（21.70%）在徐州全市均位于中上游水平，且区域内城投公司较多，未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务亦较为突出，虽近年来持续推进隐性化解进度，但政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险仍需关注。

同时，睢宁县政府和股东对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性较强：公司是空港经开区唯一的基础设施建设和开发主体，业务区域专营性强，与区域内其他平台的职能定位不同、各自分工明确，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度较高：公司控股股东为睢宁县预外局，实际控制人为睢宁县人民政府，根据县政府规划承担空港经开区内的基础设施建设及重大项目投融资任务，在业务经营、战略规划及投融资方面受政府的影响程度强，其股权结构和业务开展均与睢宁县政府具有较高的关联性。
- 3) 过往支持力度较大：公司可获得来自政府的股权划转、资产注入、运营补贴等支持，政府将润林公司及其林木资产无偿划入公司，增强公司资本实力；将标准厂房无偿注入公司，提升资产运营实力；持续稳定拨入基础设施建设补助资金，有效提升公司利润水平。

表 24：睢宁县主要城投比较（亿元、%）

区域内城投	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
润鑫城投	睢宁县预算外资金管理局 100%	承担对润企投资管理职能，暂无实际业务开展。	--	--	--	--	--	--
子公司：润企投资	润鑫城投 100%	睢宁县最大的基础设施建设主体，主要负责主城区的基础设施建设（土地整理、棚改等）及农业产业化经营。	489.80	171.86	64.91	20.37	3.00	31.86
睢宁新城	睢宁县预算外资金管理局	主要负责睢宁县经开区的基础设施建设、	236.63	141.24	40.31	5.89	1.90	24.00

局 100% 土地整理和安置房建设
项目。

双溪实业	睢宁县预算 外资金管理 局 100%	空港经开区唯一的基 础设施建设主体，负 责空港经开区基础设 施建设，以及睢宁县 交通基础设施建设。	271.66	130.17	52.08	31.00	2.55	20.70
------	--------------------------	---	--------	--------	-------	-------	------	-------

注：1、“润鑫城投”为“江苏润鑫城市投资集团有限公司”简称，“润企投资”为“睢宁县润企投资有限公司”简称；2、上述数据为截至 2022 年末，债券余额为截至 2023 年 4 月末。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，睢宁县政府较强的支持能力和对公司较强的支持意愿，可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，双溪实业在外部经营环境风险和财务风险方面与滨海城投和贾汪城投无显著差异，在业务风险方面与上述对比企业存在一定差异；此外，双溪实业与东海城投在业务风险上无显著差异，但在外部经营环境风险上略优于东海城投。当地政府对上述公司的支持意愿存在一定差异，但支持能力均较强，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，睢宁县与盐城市-滨海县、连云港市-东海县、徐州市-贾汪区等的行政地位相当，且经济财政实力在可对比对象组中处于较高水平，因此在可获得的政府支持能力方面与上述可比对象组无显著差异。公司作为睢宁县人民政府实际控制的企业，承担着空港经开区内基础设施建设等职能，可获得当地政府对其较强的支持能力和支持意愿。

其次，双溪实业的外部经营环境优于东海城投，与可比企业滨海城发及贾汪城投无显著差异，但业务风险弱于可比企业滨海城发及贾汪城投。公司具备一定业务储备，但存在项目结转缓慢、未来投资压力较大、商品房去化和资金回笼不确定、贸易业务垫资经营风险和股权及产业投资回收风险等问题，业务风险相对较高。

最后，双溪实业的财务风险在同业中无显著差异。公司资产和权益规模高于比较组平均水平，债务规模处于较高水平，公司财务杠杆指标和 EBITDA 利息覆盖系数指标均优于可比对象组平均水平。公司可用银行授信余额和直接融资余额均高于比较组平均水平，债券市场认可度和再融资能力尚可。

表 25：2022 年同行业对比表

	双溪实业	滨海城发	东海城投	贾汪城投
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	徐州市-睢宁县	盐城市-滨海县	连云港市-东海县	徐州市-贾汪区
GDP（亿元）	682.56	605.93	680.00	433.90
GDP 增速（%）	1.0	4.3	5.6	4.5
人均 GDP（万元）	6.33	7.38	6.52	9.61
一般公共预算收入（亿元）	42.25	28.96	30.02	24.68
公共财政平衡率（%）	40.93	25.18	38.15	61.36
政府债务余额（亿元）	147.55	117.81	90.85	88.88
控股股东及持股比例	睢宁县预外局 100%	滨海县国资服务中 心 100%	东海县人民政府 100%	贾汪区人民政府 92.62%
职能及地位	公司为空港经开区	公司为滨海县最重	公司为东海县重要的	公司为贾汪区重要

	唯一的基础设施建设主体，负责空港经开区基础设施建设，以及睢宁县交通基础设施建设。	主要的城市基础设施投资和运营主体，主要承担区域内土整、城乡基础设施、保障房开发、光伏发电等业务。	基础设施建设和棚户区改造建设主体，主要负责东海县范围内的棚户区改造、安置房建设、水利工程施工和污水处理等业务。	的安置房建设开发主体，经营范围包括城市基础设施建设、房地产开发经营和市场管理服务。
核心业务及收入占比	商品贸易 69.61%、工程施工 23.32%、房产销售 1.74%、农产品及化肥农药销售 0.65%	城建工程 17.77%、房屋销售 20.07%、土地开发整理 9.83%、苗木销售 39.40%、其他 12.93%	项目建设 58.01%，房产销售 27.98%，工程施工 12.06%	代建工程 72.41%、房地产 20.89%、租赁 3.93%、物业 1.63%
总资产（亿元）	271.66	383.85	96.35	278.10
经调整的所有者权益合计（亿元）	130.17	182.10	52.81*	101.01
总债务（亿元）	109.55	139.54	40.53*	81.61
总资本化比率（%）	45.70	43.38	43.42*	44.69
营业总收入（亿元）	31.00	16.93	5.80	7.85
净利润（亿元）	2.55	1.69	1.32	1.34
EBITDA（亿元）	2.37	2.98	1.17*	1.52
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.51	0.42	0.92*	0.41
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-13.81	-19.77	0.06	0.95
可用银行授信余额（亿元）	21.45	21.84	18.11*	7.99
债券融资余额（亿元）	20.70	6.00	8.00	54.00

注：1、双溪实业数据节点为截至 2022 年末；2、债券融资余额均为 2023 年 4 月末数据；3、本表中带*数据表示，因部分数据暂未获取到，东海城投的经调整所有者权益、总债务、总资本化比率、EBITDA、EBITDA 利息覆盖倍数以及可用银行授信余额为 2021 年数据，贾汪城投的可用银行授信余额为 2023 年 3 月末数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

偿债保障措施

江苏省信用再担保集团有限公司为“21 双溪债/21 双溪债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

江苏再担保成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 30 亿元，是由江苏省人民政府、江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司和江苏雨润食品产业集团共同出资组建的国有控股企业。2017 年 1 月，江苏再担保名称由“江苏省信用再担保有限公司”变更为“江苏省信用再担保集团有限公司”。近年来，江苏省各级地方政府不断对江苏再担保进行增资，在历经多次增资和股权转让后，截至 2022 年末，江苏再担保实收资本增至 111.69 亿元，其中江苏省财政厅为公司第一大股东和实际控制人。

在业务方面，江苏再担保按照“政策性导向、市场化运作、公司化管理”的原则，实施规范化管理、市场化运作，切实为江苏省中小企业的发展提供服务和支撑，致力于更好地服务江苏省地方经济发展。江苏再担保及其子公司目前的主要业务为直接担保、再担保、融资租赁、小额贷款、资产管理及投资等业务。截至 2022 年末，江苏再担保总资产为 333.33 亿元，所有者权益为 190.89 亿元；在保余额为 2,779.72 亿元，担保责任余额为 874.18 亿元，融资担保放大倍数为 7.58 倍。

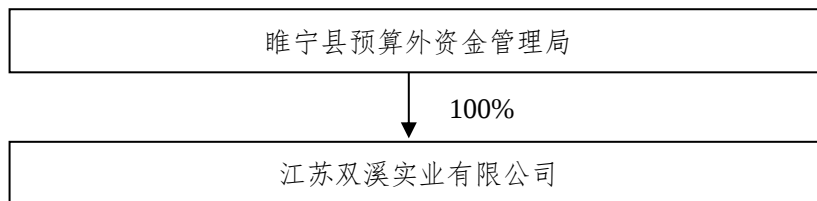
作为江苏省政府直属的省级担保平台，江苏再担保在业务运营、资金来源等方面得到省政府的大力支持，其开展的担保、再担保业务对于促进江苏省经济和金融发展具有重要意义和作用。中诚信国际认为，江苏省政府具有很强的意愿和能力在必要时对江苏再担保给予支持。

综上，中诚信国际维持江苏省信用再担保集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；江苏再担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为“21 双溪债/21 双溪债”的偿还提供了强有力的保障。

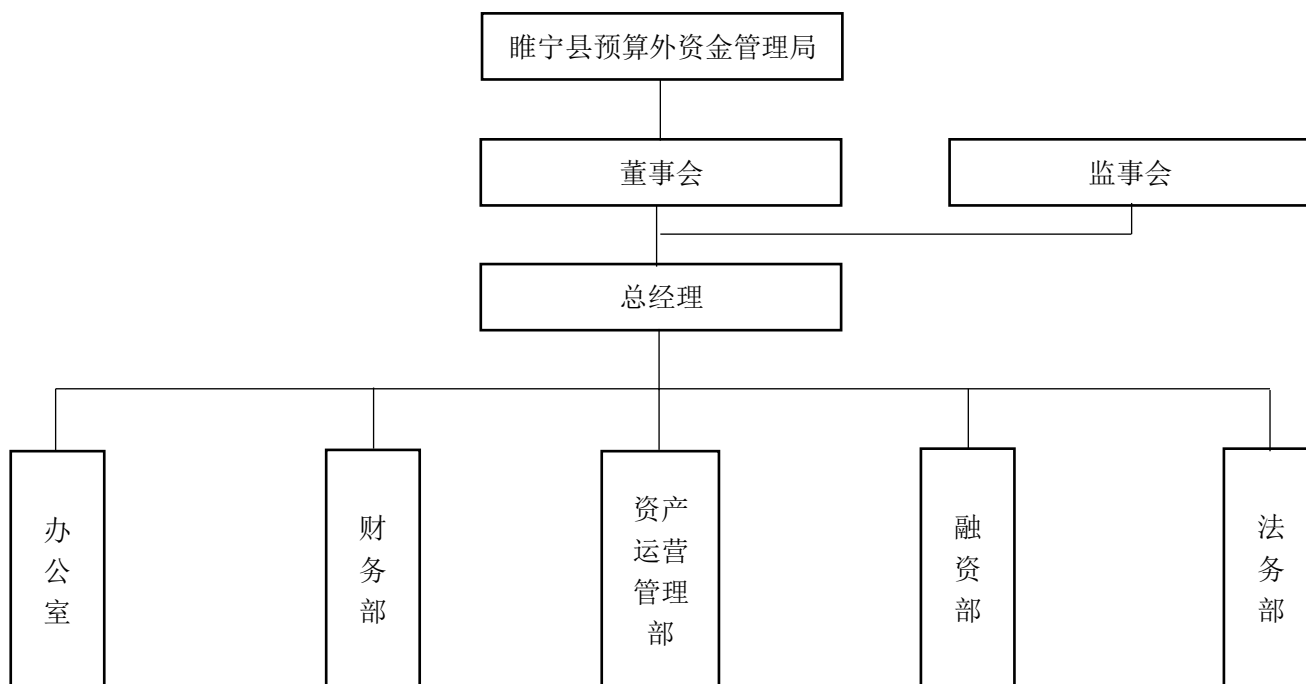
评级结论

综上所述，中诚信国际维持江苏双溪实业有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“21 双溪债/21 双溪债”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：江苏双溪实业有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



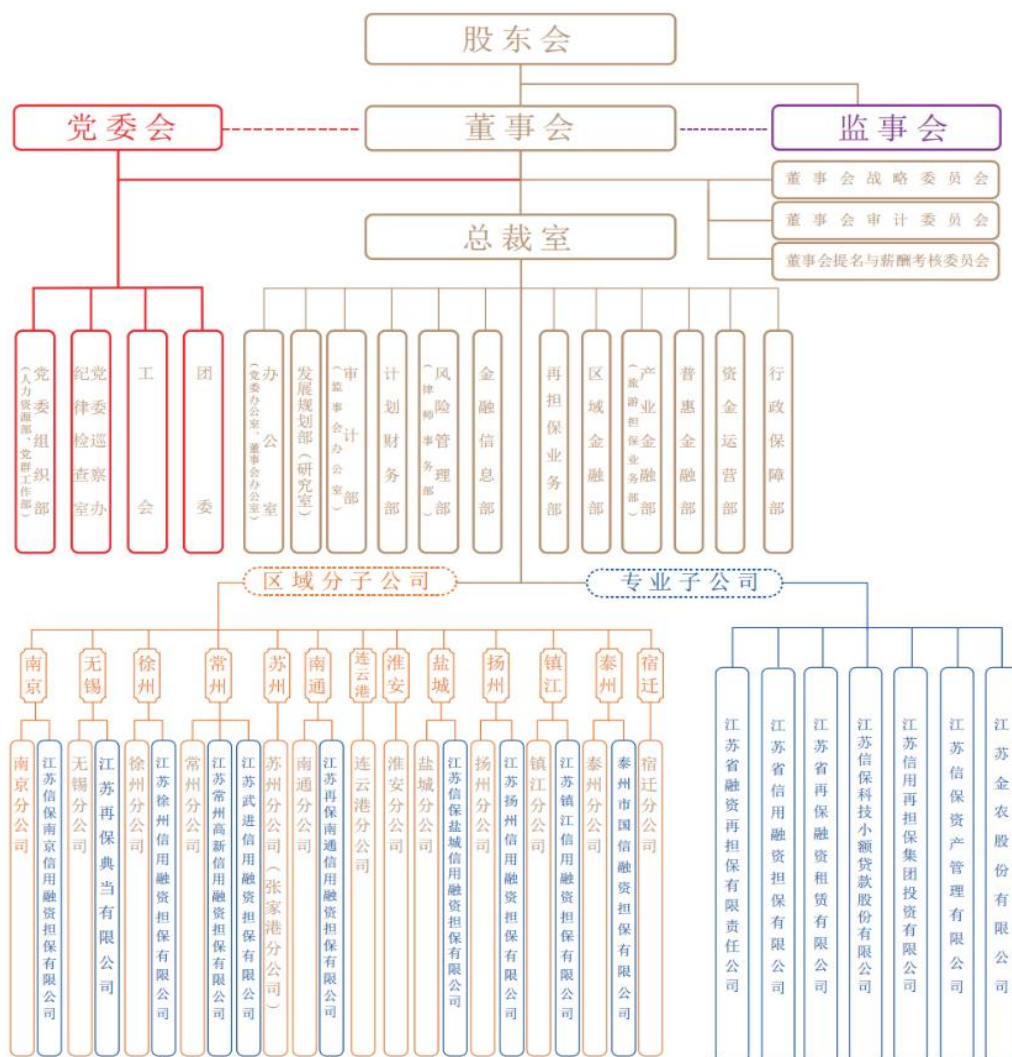
重要子公司	级次	持股比例（%）
徐州汉通航空开发有限公司	一级	100.00
江苏爱特莱实业有限公司	一级	100.00
睢宁秋歌农业发展有限公司	一级	100.00
江苏白塘河湿地建设发展有限公司	一级	100.00
睢宁县乐信农村小额贷款有限公司	一级	100.00
徐州纽泰克供应链有限公司	一级	80.00
江苏飞港建设工程有限公司	一级	100.00
睢宁县金通投资有限公司	一级	51.00
江苏润林林业发展有限公司	一级	100.00
徐州盛弘建设工程有限公司	一级	100.00
徐州未名电子新材料有限公司	一级	100.00
徐州空港信达创业投资有限公司	一级	100.00
徐州凯佳建设工程有限公司	一级	100.00
徐州中益航空设备有限公司	一级	100.00
徐州安广置业有限公司	一级	100.00
徐州富泰新材料有限公司	一级	100.00
徐州荣杭建设工程有限公司	一级	100.00
徐州中久置业有限公司	一级	100.00



资料来源：公司提供

附二：江苏省信用再担保集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）

序号	前十大股东名称	持股比例(%)
1	江苏省财政厅	27.73
2	江苏金信金融控股集团有限公司	6.36
3	江苏省国信集团有限公司	3.94
4	无锡惠开投资管理有限公司	3.10
5	江苏国信控股集团有限公司	2.95
6	常高新集团有限公司	2.95
7	启东国有资产投资控股有限公司	2.95
8	南京溧水国资经营集团有限公司	2.95
9	泰州市国鑫发展投资有限公司	2.92
10	宿迁市人民政府	2.46
合计		58.31



资料来源：江苏再担保，中诚信国际整理

附三：江苏双溪实业有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	140,188.86	122,112.01	108,564.96
非受限货币资金	111,457.21	84,422.06	38,190.41
应收账款	29,717.95	31,198.73	50,675.53
其他应收款	215,882.29	208,231.27	191,693.32
存货	1,408,688.87	1,359,654.88	1,572,550.38
长期投资	276,000.47	328,596.74	109,823.92
在建工程	39,472.55	118,706.28	93,097.17
无形资产	136,215.18	125,808.42	126,985.10
资产总计	2,509,768.94	2,649,459.07	2,716,596.00
其他应付款	323,701.85	144,567.58	167,466.50
短期债务	113,081.41	220,628.87	330,648.25
长期债务	441,705.53	662,891.66	764,843.23
总债务	554,786.94	883,520.52	1,095,491.48
负债合计	1,003,644.95	1,151,809.46	1,414,893.09
利息支出	24,454.53	38,816.67	46,666.56
经调整的所有者权益合计	1,506,123.99	1,497,649.61	1,301,702.91
营业总收入	325,889.71	318,318.64	309,983.55
经营性业务利润	15,489.46	16,784.25	13,775.32
其他收益	19,167.27	15,240.68	10,092.04
投资收益	-1,840.63	-3,456.87	868.47
营业外收入	402.63	283.38	74.47
净利润	10,596.71	15,255.51	25,539.70
EBIT	15,231.54	18,844.58	17,481.41
EBITDA	20,960.85	24,382.73	23,682.13
销售商品、提供劳务收到的现金	409,195.94	328,185.15	307,703.66
收到其他与经营活动有关的现金	126,492.07	46,947.31	53,537.53
购买商品、接受劳务支付的现金	489,113.24	308,387.88	439,744.15
支付其他与经营活动有关的现金	87,093.61	194,085.86	54,082.76
吸收投资收到的现金	10.00	10.00	1,024.93
资本支出	88,387.04	130,250.27	55,397.78
经营活动产生的现金流量净额	-51,673.50	-136,429.08	-138,136.47
投资活动产生的现金流量净额	-105,148.50	-182,693.11	-65,950.35
筹资活动产生的现金流量净额	223,224.77	292,087.04	157,855.17
现金及现金等价物净增加额	66,400.95	-27,035.15	-46,231.65
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	4.81	6.64	6.33
期间费用率（%）	5.76	5.74	4.90
应收类款项占比（%）	9.79	9.04	8.92
收现比（X）	1.26	1.03	0.99
资产负债率（%）	39.99	43.47	52.08
总资本化比率（%）	26.92	37.10	45.70
短期债务/总债务（%）	20.38	24.97	30.18
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-2.11	-3.51	-2.96
总债务/EBITDA（X）	26.47	36.24	46.26
EBITDA/短期债务（X）	0.19	0.11	0.07
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.86	0.63	0.51

注：1、中诚信国际根据 2020-2022 年审计报告整理，其中，2020 年数据为 2021 年审计报告合并口径期初数，2021 年数据为 2022 年审计报告合并口径期初数，2022 年数据为当期审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”中的带息债务纳入长期债务核算，将“其他流动负债”、“其他应付款”中的带息债务纳入短期债务核算。

附四：江苏省信用再担保集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

（金额单位：百万元）	2020	2021	2022
资产			
货币资金（含存出担保保证金）	3,257.57	3,793.13	4,623.25
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00
交易性金融资产	4,011.27	4,598.58	3,843.35
债权投资	0.00	0.00	0.00
委托贷款	1,804.00	2,242.50	4,099.95
长期股权投资	42.48	379.35	105.40
资产合计	22,360.88	26,483.29	33,332.62
负债及所有者权益			
短期借款	2,624.79	2,325.32	2,808.16
未到期责任准备金	619.05	751.42	896.42
担保赔偿准备金	1,579.59	1,813.91	2,779.72
担保损失准备金合计	2,198.64	2,565.34	3,676.14
存入担保保证金	0.00	0.00	0.00
负债合计	8,724.02	10,624.08	14,244.02
实收资本	8,816.72	9,897.55	11,169.07
一般风险准备	0.00	19.88	24.14
所有者权益合计	13,636.86	15,859.22	19,088.60
利润表摘要			
担保业务收入	1,139.65	1,457.91	1,792.84
担保赔偿准备金支出	(164.88)	(447.36)	(935.62)
提取未到期责任准备	(77.46)	(132.37)	(135.71)
担保业务净收入	492.15	390.27	592.61
利息净收入	526.79	168.79	252.40
投资收益	58.07	573.02	630.99
其他业务净收入	257.73	484.96	522.44
营业费用	(412.14)	(439.08)	(527.48)
税金及附加	(19.57)	(22.37)	(23.88)
营业利润	812.46	1,074.86	1,254.44
营业外收支净额	1.80	4.84	3.79
税前利润	814.26	1,079.70	1,258.22
所得税费用	(261.53)	(357.48)	(313.56)
净利润	552.73	722.22	944.66
担保组合			
在保责任余额	62,699.24	78,904.00	87,418.00
当年新增担保额	122,150.05	130,041.96	231,298.00
	2020	2021	2022
年增长率(%)			
总资产	29.88	18.44	25.86
担保损失准备金	12.39	16.68	43.30
所有者权益	30.47	16.30	20.36
担保业务收入	11.23	27.93	22.97
担保业务成本	7.50	64.89	12.42

担保业务净收入	16.54	(20.70)	51.85
利息净收入	30.42	(67.96)	49.54
投资收益	(36.99)	886.83	10.12
营业费用	17.72	6.54	20.13
营业利润	26.47	32.30	16.71
税前利润	27.25	32.60	16.53
净利润	14.99	30.67	30.80
年新增担保额	38.66	6.46	77.86
在保责任余额	23.04	25.85	10.79
盈利能力(%)			
营业费用率	30.88	27.15	26.39
投资回报率	4.30	4.28	4.06
平均资产回报率	2.79	2.96	3.16
平均资本回报率	4.59	4.90	5.41
担保项目质量(%)			
年内代偿额(百万元)*	137.47	226.26	--
年内回收额(百万元)*	20.67	98.53	--
年内代偿率*	0.13	0.21	--
累计代偿率*	--	0.21	--
累计回收率*	7.61	59.70	--
担保损失准备金/在保责任余额*	3.51	3.25	4.21
最大单一客户在保责任余额/核心资本	16.11	12.86	10.17
最大十家客户在保责任余额/核心资本	96.24	70.46	55.19
资本充足性			
净资产(百万元)	13,636.86	15,859.22	19,088.60
核心资本(百万元)	12,416.29	15,555.11	19,659.33
净资产放大倍数(X)*	4.60	4.98	4.58
核心资本放大倍数(X)*	5.05	5.07	4.45
流动性(%)			
高流动性资产/总资产	31.73	30.69	24.28
高流动性资产/在保责任余额	11.32	10.30	9.26

注：1、上表中含*标记的数据使用母公司口径；2、上表中融资担保责任余额依据《融资担保公司监督管理条例》、《融资担保责任余额计量办法》及《关于进一步坚强融资担保行业有关监管工作的通知》等文件的规定，采取新老划断方式计算得出；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际计算口径，可能与公司统计口径有差异，特此说明。

附五：江苏双溪实业有限公司基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/（总债务+经调整的所有者权益）
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
盈利能力	应收类款项占比	（应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项）/资产总额
	营业毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附六：江苏省信用再担保集团有限公司基本财务指标计算公式

指标		计算公式
盈利能力	业务及管理费	销售费用+管理费用
	营业费用率	业务及管理费/(担保业务净收入+其他业务收入-其他业务支出+投资收益+利息净收入)
	平均资本回报率	净利润/[(期末所有者权益总额+期初所有者权益总额)/2]
	平均资产回报率	净利润/[(期末资产总额+期初资产总额)/2]
风险抵御能力	高流动性资产	货币资金+交易性金融资产中的高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分-受限部分资产
	经调整的所有者权益	所有者权益-其他权益工具-有偿还义务的明股实债-其他调整项
	核心资本	所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-其他权益工具-按成本计量的可供出售权益工具-有偿还义务的明股实债
	核心资本担保放大倍数	在保责任余额/核心资本
	净资产放大倍数	在保责任余额/净资产
	融资性担保放大倍数	融资性担保责任余额/(母公司口径净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)

附七：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：1、除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

担保公司等级符号	含义
AAA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大。
B	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大。
CCC	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大。
CC	受评公司基本不能履行代偿义务或偿还其他债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能履行代偿义务或偿还其他债务。

注：1、除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn