



2022年射阳县沿海投资有限公司农村产业 融合发展专项债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员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：

2022年射阳县沿海投资有限公司农村产业融合发展专项债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
22 沿海/22 射阳沿海	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到射阳县经济发展态势较好，射阳县沿海投资有限公司（以下简称“沿海投资”或“公司”）作为射阳县主要基础设施建设主体之一，业务仍具有一定持续性，仍获得较大力度的外部支持，且江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”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仍能有效提升“22 沿海/22 射阳沿海”（以下简称“本期债券”）的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司滩涂地规模较大，资产质量较差，项目尚需投入规模较大，面临较大的资金压力，自营项目未来收益存在不确定性，短期债务规模快速攀升，面临较大的刚性债务集中偿付压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司未来一段时间内职能定位稳定，业务仍具有持续性，且有望持续获得较大的外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 25 日

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：季涛
jit@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	152.53	145.41	151.22
所有者权益	87.65	86.84	86.71
总债务	54.37	52.56	46.51
资产负债率	42.53%	40.28%	42.66%
现金短期债务比	0.14	0.63	0.85
营业收入	6.22	5.41	11.02
其他收益	1.59	1.22	2.16
利润总额	0.56	0.82	0.91
销售毛利率	15.01%	21.56%	8.45%
EBITDA	2.19	2.38	2.86
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.68	1.50
经营活动现金流净额	2.86	-7.72	5.07

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **射阳县是江苏省海域面积最大的县，农业特色产业发展较好，主导产业正加速成型，经济发展态势较好。**射阳县是江苏省海域面积最大的县，是传统农业大县，农业特色产业发展较好，近年聚力转型升级，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型，经济实力稳步增强。
- **公司业务仍具有一定持续性。**公司作为射阳县主要基础设施建设主体之一，主要从事射阳港经开区的基础设施代建、资产租赁等业务，同时兼营化工品、铁精粉等商品贸易业务，截至 2022 年末，在建、拟建基础设施项目尚有一定规模，工程施工业务仍具有一定可持续性。此外，公司自营项目较多，待项目投产后预计能够给公司带来一定的业务收入。
- **公司仍获得较大力度的外部支持。**公司在资金补贴方面仍获得了较大的外部支持，2022 年公司收到射阳县财政局划拨的补助 1.59 亿元，较大程度提升了公司盈利水平。
- **江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司滩涂地规模较大，资产质量较差。**公司资产以其他应收款、存货和投资性房地产为主，其中其他应收款回收时间具有一定不确定性，存货和投资性房地产主要为土地资产，投资性房地产中的土地全部系滩涂地，土地资产难以集中变现，且部分用于抵押，流动性及融资能力存在较大限制，整体资产质量较差。
- **公司项目尚需投入规模较大，面临较大的资金压力，且自营项目未来收益存在不确定性。**截至 2022 年末，公司主要在建及拟建项目（含基础设施及自营项目）尚需投入资金规模较大，公司面临较大的资金压力，同时自营项目投产后收益能力能否达到预期存在较大不确定性，面临一定的经营风险。
- **公司短期债务规模快速攀升，面临较大的刚性债务集中偿付压力。**截至 2022 年末，公司总债务规模为 54.37 亿元，其中短期债务规模达 28.30 亿元，占总债务比重较高且快速攀升，同比增速达 86.80%；此外，公司现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数较低，面临较大的刚性债务集中偿付压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额占同期末净资产的比重为 37.87%，被担保人均均为当地国有企业，但均未采取反担保措施。

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
射阳城投	主要从事公益性工程项目的建设以及担保等类金融业务	105.26	62.97	3.96
射阳城建	主要从事基础设施建设、热电联产销售、贸易及房地产等业务	201.20	85.14	11.86
沿海投资	主要从事射阳港经济开发区内基础设施建设	152.53	87.65	6.22

注：（1）射阳城投为射阳县城市投资发展有限责任公司的简称、射阳城建为射阳城市建设发展集团有限公司的简称；（2）财务数据为 2022 年末/2022 年度。

资料来源：Wind，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	评分要素	评分
区域状况	5/7	城投融资&经营状况	5/7
区域状况评分	5/7	财务状况	3/7
区域状况初始评分	2/5		
行政层级			
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		
个体信用状况	a		
外部特殊支持	3		
主体信用等级	AA		

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

- 公司作为射阳县重要的基础设施建设主体之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，射阳县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与射阳县政府的联系非常紧密以及对射阳县政府非常重要。同时，中证鹏元认为射阳县政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、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 射阳沿海	2022-7-25	范俊根、顾春霞	城投公司信用评级方法和模型 (cspv_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspv_ff_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
22 沿海/22 射阳沿海	5.60	5.60	2022-7-25	2029-9-9

一、跟踪评级原因

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

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年9月发行7年期5.60亿元公司债券，募集资金计划用于射阳金源能源有限公司新建大型沼气和射阳口达牧业有限公司新建年存栏15,000头母猪养殖项目建设，以及补充营运资金。截至2023年4月30日，“22沿海/22射阳沿海”募集资金专项账户余额为7.90万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2023年4月末，公司注册资本及实收资本均仍为10.00亿元，唯一股东及实际控制人仍均为射阳县人民政府。股权结构图详见附录二。

2022年度，公司合并范围新增5家子公司，合并报表范围变化情况如下表所示。截至2022年末，纳入合并报表范围的子公司共12家，具体情况详见附录四。

跟踪期内，公司职能定位未发生变更，仍主要负责射阳港经开区内的沿海项目投资，主要包括港口基础设施建设、港口资源开发、资产租赁、水利项目建设等。

表1 2022年公司新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
射阳县口达食品有限公司	100.00%	0.30	生猪屠宰加工	划拨
江苏射阳港风电产业技术研究院有限公司	100.00%	0.50	风力发电技术服务	设立
江苏射阳海上风电装备产业计量测试中心有限公司	100.00%	0.10	检验检测服务	设立
射阳县港城物业管理有限公司	51.00%	0.05	物业管理	设立
射阳远海风电有限公司	51.00%	0.03	海上风电相关系统研发	设立

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，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，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022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”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。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。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

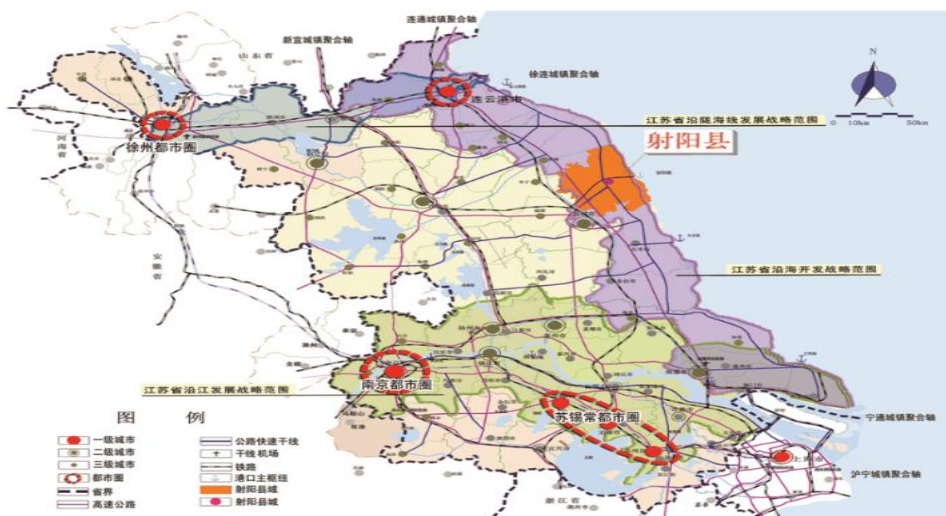
区域经济环境

射阳县是江苏省海域面积最大的县，是传统农业大县，射阳县经济总量在盐城市处于中游，近年聚力转型升级，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型；财政自给率较低，政府债务余额规模较大

区位特征：射阳县东临黄海，海域面积较大，交通便捷，具有一定区位优势。射阳县是江苏省盐城市下辖县，县域总面积7,730平方公里，其中海域面积5,130平方公里，是江苏省海域面积最大的县，全县土地总面积2,605.72平方公里，其中陆地面积1,948.23平方公里、水域面积482.09平方公里，列江苏省第四位，海岸线总长100.4公里，射阳县是国家级生态示范区，兼具湿地、海洋、森林三大生态景观，空气质量优良天数、林木覆盖率较高。射阳县下辖13个镇、2个省级经济开发区江苏射阳经济开发区（以下简称“射阳经开区”）和江苏射阳港经济开发区（以下简称“射阳港经开区”），根据第七次人口普查数据，射阳县常住人口75.94万人。

射阳位于江苏沿海中部，东临黄海，西至淮安，北靠连云港，南至南通，中国大陆南北地理分界线的东部起点处，是长江经济带和“一带一路”等国家重大发展战略的交汇区域，具有一定区位优势。公路方面，境内有G15沈海高速公路连通南北，临海高等级公路纵贯全境，盐射高速全线通行，沈海高速四明互通开工建设；铁路方面，射阳县境内有射阳高铁站，已正式开通北京、济南、青岛等方向高铁动车；水运方面，射阳港实现货物吞吐量1072万吨，5万吨级进港航道已经开工建设，3.5万吨级进港航道加快推进，射阳港一类开放口岸达到国家验收标准。若上述交通建设全部完成，届时射阳县将成为盐城南下北上东进的重要枢纽，全面融入苏州1小时、上海1.5小时、北京3小时经济圈。

图1 射阳县空间区位图



资料来源：公开资料

经济发展水平：射阳市经济总量在盐城市下属区县处于中游，2022年固定资产投资增速有所下降，外贸进出口总额2022年首次突破10亿美元。近年射阳市经济总量保持增长，在盐城市下属区县处于中游。2022全年实现地区生产总值709.67亿元，同比增长4.1%。2020-2021年射阳县固定资产投资维持高速增长，远景能源、长风海工、光明银宝、题桥纺织、科阳精密等一批龙头项目建成投资，固定资产投资年均增长12%，项目审批数、固定资产投资额增速连续多年位居盐城市前列，同时射阳县进出口呈现高速增长态势。2022年固定资产投资增速有所下滑，但仍维持较高水平，全年外贸进出口总额首次突破10亿美元，同比增长38.2%。

表2 盐城市各区县 2022 年经济财政指标情况（单位：亿元）

区域	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
东台市	1,050.00	-	11.82	60.60	56.30
大丰区	816.63	4.60%	12.65	58.16	79.10
盐都区	714.81	2.60%	8.59	42.82	31.29
建湖县	712.10	5.00%	11.69	37.65	69.23
射阳县	709.67	4.10%	9.37	30.76	64.32
阜宁县	698.00	5.20%	8.79	30.50	54.89
亭湖区	661.00	6.00%	8.28	45.32	34.06
滨海县	605.93	4.30%	7.39	28.96	78.47
响水县	-	-	-	25.35	69.38

注：“-”表示数据未公布，2022年人均GDP根据第七次人口普查数据中常住人口计算所得。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报、政府工作报告和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表3 射阳县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
----	--------	--------	--------

	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	709.67	4.10%	663.31	8.1%	592.36	4.1%
固定资产投资	-	7.5%	-	13.2%	-	13.1%
社会消费品零售总额	278.90	1.7%	274.27	23.4%	222.30	1.3%
进出口总额（亿美元）	12.04	38.2%	8.70	15.9%	7.50	12.0%
人均 GDP（元）	93,747.69		87,346.24		78,003.38	
人均 GDP/全国人均 GDP	109.39%		107.87%		103.18%	

注：“-”表示数据未公布；2021-2022 年人均 GDP 根据第七次人口普查数据中常住人口计算所得。

资料来源：2020-2022 年射阳县国民经济和社会发展统计公报、射阳县人民政府官网，中证鹏元整理

产业情况：射阳县是传统农业大县，农业特色产业发展较好，近两年新兴产业提速明显，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型。射阳县是传统农业大县，近年来不断推动现代农业建设。射阳大米、菊花、蚕桑、白蒜、食用菌等8个特色农产品发展较好，其中“射阳大米”连续14年获得上海市十大农产品畅销品牌、中国百强农产品区域公用品牌等荣誉称号，全县现有绿色食品企业12家21个产品，有机食品3家3个产品，地理标志农产品1个，全国原料基地1个，省级绿色优质基地4个。2021年新建高标准农田11.7万亩，新增全国农村创业园区（基地）2家、农业产业化国家重点龙头企业1家，获评全国农村创业创新典型县、全国首批绿色种养循环农业试点县、全国平安渔业示范县、国家级电子商务进农村综合示范县。

射阳县产业包括纺织加工、机械制造、食品健康以及目前在重点培植的电子产业。在产业转型方面，射阳县将新能源和电子信息两大产业作为重点培育的新兴产业，着力做大做强产业集群，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型。其中风电新能源包括远景能源、长风海工，纺织类代表企业有题桥纺织，电子信息有科阳精密等，2021年射阳县开工比亚迪刀片电池、恒百胜新材料、亨通电缆等亿元以上项目72个，实现百亿级项目历史性突破。新竣工创维商显、建华建材、德凯纺织等亿元以上项目49个，同期建成并运营射阳港风电产业研究院，获批筹建省级海上风电装备产业计量测试中心，落户国家可再生能源“创新使命”基地、丹麦保利泰克等科创平台，工业投资总量、制造业投资总量、重大项目开工数均列盐城市第一位。2022年新签约天顺新能源产业园、兰邦特种纤维等亿元以上项目138个，新开工比亚迪动力电池二期、亨通海缆、立讯汽车电子二期等亿元以上项目100个，新竣工铠羿电子、恒百胜新材料等亿元以上项目59个，开竣工项目数、入统项目数及入统投资额均居全市前列。

财政及债务水平：2022 年射阳县财力有所下滑，财政自给率较低，地方政府债务余额持续增长。2022 年，射阳县实现一般公共预算收入 30.76 亿元。财政自给率为 30.26%，财政自给能力较低，政府性基金收入近年持续下降。随着基础设施建设及城市更新改造的不断推进，近年射阳县地方政府债务余额规模不断扩大，2022 年末地方政府债务余额达 176.92 亿元。

表4 射阳县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	30.76	33.87	30.90

税收收入占比	65.10%	80.10%	77.96%
财政自给率	30.26%	32.85%	32.13%
政府性基金收入	64.32	67.32	71.48
地方政府债务余额	176.92	175.33	163.46

资料来源：射阳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

投融资平台：射阳县主要投融资主体有 5 家，分别为射阳城投、射阳城建、沿海投资，江苏裕华投资开发有限公司（以下简称“江苏裕华”）和射阳县三维交通投资有限公司（以下简称“三维交通”）。射阳城投和射阳城建是主要平台，射阳城建成立时间早，负责射阳县公益性工程项目的建设以及担保等类金融业务，还经营热电联产销售，成品油零售，重油贸易、房地产开发及文旅等市场化业务，市场化业务收入占比较高。沿海投资主要负责射阳港经开区的沿海项目的投资建设，主要为港口资源开发和水利建设。江苏裕华主要从事射阳经开区内的工业厂房及道路、管网等市政项目的建设。三维交通是射阳县新组建的交通类基础设施建设平台，主要从事县域内交通基础设施工程建设及公共交通运营服务。

表5 射阳县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	营业收入	总债务	职能定位
射阳城投	射阳县人民政府	62.97	40.18%	3.96	29.62	主要从事公益性工程项目的建设以及担保等类金融业务
射阳城建	射阳县人民政府	85.14	57.68%	11.86	84.70	主要从事基础设施建设、热电联产销售、贸易及房地产等业务
沿海投资	射阳县人民政府	87.65	42.53%	6.22	52.56	主要从事射阳港经济开发区内基础设施建设
江苏裕华	射阳县人民政府	57.52	0.47	9.90	40.81	主要从事射阳经开区基础设施建设
三维交通	射阳县人民政府	-	-	-	-	主要从事县域内交通基础设施工程建设及公共交通运营服务

注：“-”表示数据未公布，射阳城投、射阳城建、沿海投资总债务为 2021 年末数据，其余财务数据为 2022 年末/2022 年度数据；江苏裕华财务数据为 2021 年末/2021 年度。

资料来源：中证鹏元数据库、企业预警通，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是射阳县基础设施建设主体之一，主要承担射阳港经开区的基础设施代建等公益性建设任务，项目储备较为充足，为业务持续性提供了有力支撑，并从事贸易业务、资产租赁等业务

公司作为射阳县主要基础设施建设主体之一，主要从事射阳港经开区的基础设施代建、资产租赁等业务，同时兼营化工品、铁精粉等商品贸易业务。2022年公司营业收入同比有所增长，从各业务近年收入及毛利率情况来看，商品贸易收入规模最大，2022年该业务收入及毛利率均同比有所增长，但盈利能力仍较弱；工程施工业务收入小幅增长，该业务利润为成本固定加成10%，因此该业务毛利率保持稳定；公司土地租赁收入稳定，且业务毛利率保持较高水平，主要系公司未对租赁的划拨地进行摊销，因此该业务实际成本发生较小，2022年还实现部分出租厂房租金收入，但由于实行一定的租金补贴政策，导致

租赁业务毛利率整体较上年有所下滑。总体来看，受租赁业务毛利率下滑的影响，2022年公司销售毛利率亦有所下降。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建	18,801.94	30.23%	6.36%	18,043.24	33.37%	6.36%
租赁	11,641.31	18.72%	61.53%	11,577.25	21.41%	89.43%
贸易	31,714.70	50.99%	3.19%	24,416.59	45.16%	0.56%
其他	38.12	0.06%	-99.83%	25.39	0.05%	71.52%
合计	62,196.07	100.00%	15.01%	54,062.46	100.00%	21.56%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）代建业务

公司作为射阳港经开区主要基础设施建设主体，在建、拟建项目尚有一定规模，未来业务发展具有一定可持续性，同时公司自营项目较多，目前尚未实现收益，且尚需投资规模较大，后续面临较大资金压力

公司主要负责射阳港经开区内的基础设施代建业务，根据射阳县人民政府于2014年12月22日出具的《关于委托盐城发特集团公司承担工程建设职能的通知》，为加快推动射阳港口、港城、港区的建设步伐，射阳县人民政府委托盐城发特集团公司（以下简称“发特集团”或“委托方”，实际控制人为射阳县人民政府）作为射阳县人民政府代表，完成射阳港经开区的工程建设任务。同时发特集团与公司签订《委托建设协议》，即发特集团委托公司作为指定建设工程项目的建设主体，公司按照委托方的要求建设，并在建成后移交给委托方，委托方按照协议约定向公司支付项目回购款的投资建设模式。公司每年按照项目建设进度确认工程结算单，根据工程结算单与委托方进行项目结算，工程结算单以设计部门评审认可的工程概算额为基础，由委托方、公司、监理人三方确认并出具。委托方支付的项目回购款包括项目投资建设成本及投资收益，投资收益由投资成本加成10%比例确定。

2022年确认收入的项目包括党建基地、华能亨通电缆项目、南部园区污水管网工程等，2022年公司工程代建业务收入同比小幅增长，该业务毛利率保持稳定，为6.36%。

表7 2021-2022 年公司工程代建收入确认情况（单位：万元）

年份	项目名称	确认成本	确认收入（不含税）
2022 年	党建基地	1,505.59	1,607.91
	道路	2,781.50	2,970.53
	港口股份公司建设标准厂房及其附属工程	4,156.91	4,439.42
	华能亨通电缆项目	1,222.34	1,305.41
	南部园区污水管网工程	3,492.18	3,729.51
	射阳智慧风电产业园	1,569.36	1,676.01
	其他	2,877.57	3,073.14

	合计	17,605.45	18,801.94
2021 年	物联商务用房	4,658.14	4,974.71
	污水厂污水管网建设项目	4,306.28	4,598.94
	污水厂厂区增建项目	3,785.90	4,043.20
	纬三路拓宽改造工程、大件路南延工程	1,049.77	1,121.11
	绿化	872.37	931.66
	道路	794.45	848.44
	其他	1,428.12	1,525.18
	合计	16,895.03	18,043.24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建、拟建基础设施项目包括射阳智慧风电产业园风电叶片试验平台厂房项目、南部园区污水管网工程、新能源产业职工服务中心项目、联检综合楼等，计划总投资合计24.46亿元，已投资1.90亿元，公司在建、拟建基础设施项目尚有一定规模，业务发展具有一定可持续性。

表8 截至 2022 年末公司主要在建、拟建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目类型	项目名称	计划总投资	已完成投资
在建	碧海路北延旭日路北延道路工程	0.40	0.33
	物联商务用房	0.50	0.49
	港口股份公司建设标准厂房及其附属工程	3.00	0.42
	南部园区污水管网工程	1.00	0.35
	射阳智慧风电产业园风电叶片试验平台厂房项目	2.00	0.16
	党建基地	0.20	0.15
	小计	7.10	1.90
拟建	渔工贸一、二、三支路	0.59	0.00
	旅游服务中心装饰装潢	0.97	0.00
	联检综合楼	3.00	0.00
	江苏射阳港经济开发区消防站项目	0.15	0.00
	新能源产业职工服务中心项目	12.00	0.00
	射阳港经济开发区逸民路道路拓宽改造工程、沿河路（学校-禾润路）改扩建工程、新建长风桥工程项目	0.65	0.00
	小计	17.36	0.00
	合计	24.46	1.90

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除承接地方基础设施代建业务外，近年公司也在探索参与地方经济建设，寻找能实现收益的、可持续性发展的投资项目，截至2022年末，公司在建自营项目主要包括盐射高速公路项目、年产600套风机叶片项目及本期债券募投项目等，其中，盐射高速公路项目由公司与江苏交通控股有限公司（以下简称“江苏交通”）于2019年合资设立的江苏盐射高速公路有限公司负责投资建设，该项目投资预算24.50亿元，项目资本金9.80亿元，公司出资6.86亿元，持股70.00%，江苏交通出资2.94亿元，持股30%，已投

资15.64亿元；年产600套风机叶片项目系公司为株洲时代新材料科技股份有限公司（以下简称“株洲科技”）开发的量身定制厂房及产品堆场，计划总投资10.80亿元，其中厂房建筑面积约62,000平方米，堆场面积38,000平方米，资金全部由公司自筹，建设完成后租赁给株洲科技，根据公司与株洲科技签订的租赁合同，厂房租金单价为每月每平方米20元，堆场租金单价为每月每平方米10元，租赁期限为10年，目前部分厂房建设完成后已租赁给株洲科技，实现部分租赁收入。本期债券募投项目包括大型沼气项目和母猪养殖项目，其中大型沼气项目仍在建设中，计划总投资1.00亿元，2022年末已投资0.69亿元；此外，截至2022年末，母猪养殖项目已完工投入运营，由在建工程转入固定资产。

总体来看，公司自营项目较多，待项目投产后预计能够给公司带来一定的业务收入。但同时需注意，自营项目尚需投资规模达18.28亿元，叠加在建及拟建的基础设施类项目，投资缺口达40.84亿元，面临较大资金支出压力。此外，自营项目投产后收益能力能否达到预期存在较大不确定性，面临一定的经营风险。

表9 截至 2022 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资
盐射高速公路	24.50	15.64
年产 600 套风机叶片项目	10.80	2.05
大型沼气项目	1.00	0.69
生猪屠宰加工项目	0.55	0.19
合计	36.85	18.57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）租赁业务

公司拥有的划拨地面积较大，且大部分已对外出租，2022年土地租赁收入仍较稳定，是公司营业收入的重要来源

公司子公司海涂开发名下拥有21.68万亩滩涂地，全部系由政府划拨注入，土地性质为划拨，目前公司主要通过将土地以委托开发经营的模式委托给受托方进行综合开发利用。根据公司与受托方签订的土地委托开发经营协议，公司将指定区域土地经营管理权委托给受托方进行开发，由受托方在法律规定的范围内进行合法经营，并承担经营开发中的全部成本，受托方须于每年年末缴纳下一年度的土地租金，但从实际经营情况看，公司土地租金收入到账存在一定滞后性。由于对外出租的划拨地没有使用权到期日，故未计提摊销，公司租赁业务成本费用较少，因此土地租赁业务毛利率持续保持较高水平。

根据公司签订的委托协议，土地委托开发经营受托方包括射阳县射阳港渔工贸开发公司、射阳县向阳农牧渔业有限公司及射阳县金三角滩涂发展有限公司，上述三家承包单位均与公司续签了租赁合同，委托期限延续至2023年，出租面积分别为8.60万亩、1.30万亩和6.10万亩，出租价格均为0.05万元/亩。

由于滩涂地富含较多矿物成分，可用于种植水稻、小麦、果树、蔬菜等，也可开发用于养殖贝类、藻类、鱼虾、珊瑚礁等，可利用方式较多，因此土地出租规模较大，土地出租面积均为16万亩，2022年公司土地租赁收入较为稳定。租赁收入仍为0.80亿元，出租土地全部系农业用地。此外，2022年公司还

实现对外出租金港商务大厦部分办公楼、新能源及装备产业园¹以及科技孵化园等部分厂房所实现的租赁收入0.36亿元，承租方主要包括株洲科技等。

（三）贸易业务

公司商品贸易业务规模较大，但该业务毛利率较低，对利润总额贡献度不大

公司商品贸易业务主要由子公司射阳融顺商贸有限公司（以下简称“融顺商贸”）和2022年新纳入合并范围的射阳县口达食品有限公司（以下简称“口达食品”）负责，其中融顺商贸负责的商品贸易业务主要依托射阳港经开区良好的区位优势、资源优势，为下游客户采购、运输原材料，提供供应链管理服务。公司根据下游客户订单需求，向上游供货商预付相应货款，以销定采，货物由上游供货商直接运至下游客户，公司不参与中间运输、储存等环节，经销的商品主要包括铁精粉、原油、化学品等。此外，口达食品主要负责生猪屠宰加工销售业务。2022年公司商品贸易业务收入及毛利率同比有所增长，主要系公司新增子公司口达食品从事猪肉销售业务带动整体收入规模得以扩张。但整体来看，融顺商贸仅作为中间商提供供应链服务，并不对采购产品进行加工，因此使得商品贸易业务毛利率仍较低，对利润总额提升有限。

表10 2021-2022 年公司贸易业务前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	销售占比
2022 年	江苏华能智慧能源供应链科技有限公司	12,255.98	38.64%
	梁丽丽	4,499.61	14.19%
	中粮家佳康（江苏）有限公司	3,773.90	11.90%
	江苏光明银宝乳业有限公司	1,488.50	4.69%
	蒋庆华	1,474.97	4.65%
	合计	23,492.96	74.08%
2021 年	射阳远能风电设备有限公司	10,871.82	41.38%
	广西商品通供应链服务有限公司	2,667.35	10.15%
	大连柏霖贸易有限公司	2,605.82	9.92%
	金圆控股集团有限公司	1,685.66	6.42%
	射阳金鹤纤维素有限公司	1,272.52	4.84%
	合计	19,103.17	72.71%

注：2022 年公司与梁丽丽和蒋庆华的贸易业务主要系口达食品销售猪肉所产生的收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍获得较大力度的外部支持

公司主要承担了射阳县射阳港经开区内重大基础设施项目的建设，在资金补贴方面仍获得了较大的外部支持。2022 年公司收到射阳县财政局划拨的补助 1.59 亿元，较大程度提升了公司盈利水平。

¹ 新能源及装备产业园所实现的租赁收入系年产 600 套风机叶片等项目开发的量身定制厂房及产品堆场建设完成后租赁给株洲科技所实现的收入。

六、财务分析

财务分析基础说明

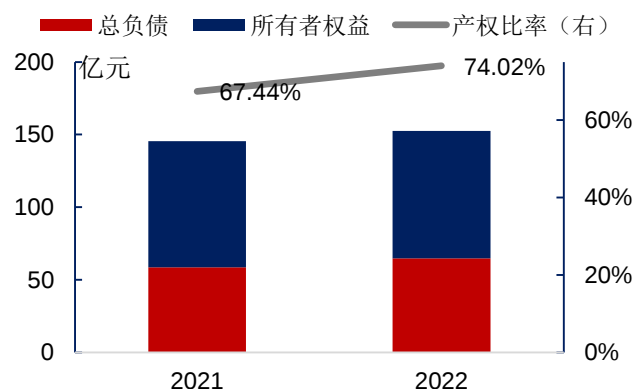
以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年度，公司合并范围新增5家子公司，截至2022年末，纳入公司合并报表范围的子公司共12家，详见附录四。

资本实力与资产质量

公司资产规模有所增长，但资产中开发成本及土地资产占比较高，且受限资产规模较大，资产整体质量较差

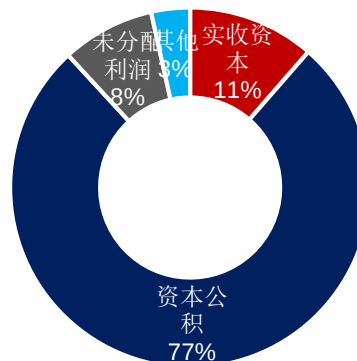
随着公司融资规模的增加，公司负债总额有所增长，2022年末公司负债总额为64.88亿元，较上年末增长10.77%。所有者权益方面，2022年末公司所有者权益规模同比小幅增长，公司所有者权益以资本公积为主。2022年末公司产权比率为74.02%，较上年末有所上升，并且公司所有者权益中包括较大规模的摊涂地，公司所有者权益对负债的实际保障程度不佳。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司资产规模同比有所增长，资产构成调整以非流动资产为主，资产主要以应收款项、存货和投资性房地产为主。公司应收账款主要系应收代建款，2022年末应收账款中应收发特集团的代建款占应收账款总额的93.66%。其他应收款主要系公司应收当地国有企业的往来款，2022年末公司应收前五大应收对象的款项合计占比为74.45%。公司应收款项规模较大，应收对象主要为当地政府下属企业，回收风险总体可控，但回收时间具有一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用。公司存货主要为待开发土地，2022年末规模较上年末有所增长，主要系新增以出让方式取得的六块土地资产，公司存货中共有67宗土地使用权，全部系通过出让方式获得的土地，主要是商服和工业用地，账面价值26.12亿元，目前公司尚未对存货土地进行经营开发，主要用于融资抵押，截至2022年末，已用于抵押的土地合计

12.49亿元，主要系对外担保抵押，土地资产受限比例高，存货流动性及后续再融资能力弱。投资性房地产全部系公司拥有的滩涂地，用途全部为农业用地，由政府无偿划拨注入，截至2022年末账面价值较上年度无变化，滩涂地面积合计约21.68万亩，已出租面积16.00万亩。

其他资产方面，2022年末公司货币资金规模较上年末大幅下降，其中使用受限资金账面余额为1.81亿元，占货币资金总额的52.77%，货币资金使用受限比例较高，主要包括各类保证金、质押的定期存款等。固定资产主要为金港大厦、厂房等资产，2022年末规模同比小幅增长，其中已对外抵押3.63亿元。在建工程主要系公司投资建设的自营项目，随着自营项目的陆续投入，2022年末公司在建工程账面价值较上年末有所增长，其中已用于抵押的在建工程账面价值为0.20亿元。截至2022年末，公司使用受限资产账面价值合计18.43亿元，占同期末总资产比重为12.08%。总体上看，公司应收款项回收时间具有一定不确定性，存货和投资性房地产主要为土地资产，投资性房地产中土地全部系滩涂地，土地资产难以集中变现，且部分用于抵押，流动性及融资能力存在较多限制，整体资产质量较差。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.43	2.25%	9.55	6.57%
应收账款	4.14	2.72%	3.15	2.17%
其他应收款	37.84	24.81%	39.31	27.03%
存货	26.12	17.13%	21.43	14.74%
流动资产合计	73.81	48.39%	74.80	51.44%
固定资产	7.66	5.02%	5.57	3.83%
在建工程	19.43	12.74%	14.39	9.90%
投资性房地产	48.43	31.75%	48.43	33.31%
非流动资产合计	78.72	51.61%	70.61	48.56%
资产总计	152.53	100.00%	145.41	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入同比有所增长，公司盈利依赖于政府补助

2022年公司营业收入同比有所增长，其中商品贸易收入规模最大，2022年该业务收入及毛利率均同比有所增长，但盈利能力仍较弱；工程施工业务收入小幅增长，该业务毛利率保持稳定；公司土地租赁收入稳定，且业务毛利率保持较高水平，2022年还实现部分出租厂房租金收入，由于实行一定的租金补贴政策，导致租赁业务毛利率整体同比有所下滑。总体来看，受租赁收入毛利率下滑的影响，2022年公司销售毛利率亦有所下降。截至2022年末，公司在建、拟建基础设施项目尚有一定规模，同时公司自营项目较多，待项目投产后预计能够给公司带来一定的业务收入，工程施工业务具有一定持续性。

2022年公司收到射阳县财政局拨付的补助1.59亿元，占利润总额的比重为283.93%，公司盈利依赖

于政府补助。

表12 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	6.22	5.41
营业利润	0.61	0.81
其他收益	1.59	1.22
利润总额	0.56	0.82
销售毛利率	15.01%	21.56%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司短期债务规模快速攀升，现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数较低，公司面临较大的刚性债务集中偿付压力

截至2022年末，公司总债务规模为54.37亿元，较上年末增长3.44%，占负债总额的比重为83.81%。从品种结构来看，公司债务主要由银行借款、债券融资和非标融资构成，其中银行借款主要为抵押借款和保证借款，2022年末银行借款规模较上年末有所增长；公司应付债券均系发行的私募债，票面利率均为7.50%，2022年9月公司新发行本期“22射阳沿海”企业债，发行规模及期限分别为5.60亿元和7年，票面利率3.89%；公司非标融资主要系长期应付款中的融资租赁及商业保理借款，2022年末公司长期应付款规模较上年末有所下降。从债务期限结构来看，2022年末公司短期债务占比快速攀升，面临较大的集中偿付压力。

表13 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	3.7%- 7.8%	22.31	5.54	1.25	1.69	13.83
债券融资	3.89%-7.5%	29.12	21.12	0.50	2.42	5.08
非标融资	6.01%-8.00%	1.55	0.87	0.68	-	-
合计	-	52.98	27.53	2.43	4.11	18.91

注：未包括应付票据及应付债券中的应付利息部分。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.65	7.17%	5.38	9.18%
应付票据	0.76	1.18%	6.20	10.58%
其他应付款	9.78	15.07%	5.42	9.25%
一年内到期的非流动负债	22.88	35.27%	3.58	6.11%
流动负债合计	38.80	59.80%	21.16	36.14%

长期借款	16.80	25.89%	13.53	23.11%
应付债券	8.61	13.26%	22.32	38.11%
长期应付款	0.68	1.04%	1.55	2.64%
非流动负债合计	26.08	40.20%	37.40	63.86%
负债合计	64.88	100.00%	58.57	100.00%
总债务	54.37	83.81%	52.56	89.74%
其中：短期债务	28.30	43.62%	15.15	25.87%
长期债务	26.08	40.20%	37.40	63.86%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，2022年末公司资产负债率较上年末小幅提升，现金短期债务比较上年末大幅下降，且货币资金受限占比较高，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。2022年公司EBITDA利息保障倍数小幅下滑，公司盈利对利息支出的保障程度亦较弱。

总体来看，公司资金需求主要来自于项目建设及债务的还本付息，未来仍需通过再融资平衡资金缺口，预计中短期内公司债务规模将持续增加，公司作为射阳县主要的基础设施建设主体之一，必要时可获得当地政府的支持，根据公司提供的数据，截至2022年末，公司尚未银行使用授信额度为4.35亿元，融资弹性一般。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	42.53%	40.28%
现金短期债务比	0.14	0.63
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.68

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对公司持续经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。公司不设股东会，公司控股股东为射阳县人

民政府，射阳县人民政府授权射阳县国有资产监督管理委员会（以下简称“射阳县国资委”）对公司国有资产进行监督管理，重大事项报射阳县人民政府批准。公司依法设立了董事会、监事会及其他高级管理人员职位，相关人员主要由射阳县国资委委派。公司对下属部门采取扁平化管理模式，本着提高管理效率和精简机构的原则，设立了 5 个职能部门，分别为办公室、人力资源部、财务融资部、工程管理部 and 资产管理部，由上述职能部门负责公司的日常经营运作。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月19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年末，公司对外担保余额为33.19亿元，占同期末净资产的比重为37.87%，被担保人均均为当地国有企业，但对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险。截至2022年末公司对外担保情况见附录五。

八、外部特殊支持分析

公司是射阳县人民政府下属重要企业，控股股东及实际控制人均为射阳县人民政府，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，射阳县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与射阳县人民政府的联系非常紧密。公司控股股东及实际控制人均为射阳县人民政府，持股比例100.00%，射阳县人民政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制力，公司作为射阳县重要的基础设施建设主体之一，大部分业务来源于射阳县人民政府的支持，且近年公司获得射阳县人民政府较大力度的外部支持，未来公司与射阳县政府的联系将比较稳定。

（2）公司对射阳县人民政府非常重要。委托代建业务是公司营业收入的主要来源，公司在基础设施建设方面对射阳县人民政府贡献很大；此外，公司违约可能对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

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仍有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券的本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期

间为债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本为30亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属再担保机构。2019年12月，江苏省人民政府将其持有江苏再担保的全部股权无偿划转至江苏省财政厅。经过多次增资扩股和股权变更，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。2022年江苏省财政厅以及江苏金信金融控股集团有限公司等2家省内国有企业以基金份额和现金出资等方式合计对江苏再担保增资17.86亿元，其中12.72亿元计入注册资本，剩余以资本溢价形式计入资本公积，截至2022年末江苏再担保注册资本为108.70亿元，实收资本为111.69亿元，其中2.99亿元尚未进行工商变更。江苏再担保控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，其持股比例为27.73%，其他股东主要为江苏省各级地方政府和国有企业。

表16 截至 2022 年末江苏再担保前十大股东情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
江苏省财政厅	309,743.12	27.73%
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	3.94%
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	2.95%
常高新集团有限公司	33,000.00	2.95%
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	2.95%
宿迁市人民政府	27,522.94	2.46%
丹阳市鑫盛产业集团有限公司	22,000.00	1.97%
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	1.97%
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	1.97%
如皋市人民政府	22,000.00	1.97%
合计	568,266.06	50.88%

资料来源：江苏再担保 2022 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保作为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”）承担着构建完善江苏省政府性融资担保体系的职能。江苏再担保的担保业务包括直接担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，江苏再担保的担保业务承接情况较好，特别是直接担保业务规模不断增长。截至 2021 年末，江苏再担保的担保余额为 1,813.91 亿元，其中融资担保业务余额和再担保业务余额分别为 1,212.10 亿元和 582.94 亿元；分别占期末担保余额的 66.82%和 32.14%。

表17 江苏再担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年
当期担保发生额	1,300.42	1,221.50
当期解除担保额	1,066.09	1,056.62

期末担保余额	1,813.91	1,579.59
其中：融资担保余额	1,212.10	1,031.79
直接融资担保余额	794.60	628.90
间接融资担保余额	388.42	385.72
再担保余额	582.94	542.46
非融资担保余额	18.88	5.34
融资担保责任余额*	789.04	626.99
融资担保责任余额放大倍数*	7.78	7.31

*均不含再担保业务，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主要为债券担保，重点服务于江苏省内城投类企业的资本市场融资。近年来，江苏再担保直接融资担保业务保持较快发展，截至2021年末江苏再担保直接融资担保业务余额为794.60亿元，同比增长26.35%，占期末融资担保余额的65.56%，被担保企业主体信用级别均在AA级及以上。近年来江苏再担保持续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，加快创新发展业务和产品，并推动普惠类贷款担保业务发展。2020年以来，江苏再担保相继推出了“增额保”、“鑫科保”、“泰信保”、“信保贷”、“东吴贷”等普惠类以及科创类担保产品。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%。

2020年以来，为更好的对接国家担保基金业务，公司逐步将本部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年末江苏融资再担的再担保业务已实现江苏省13个地级市的全覆盖。近年来国担基金对江苏再担保的授信额度逐步追加，截至2021年末国担基金的授信额度增至1,180亿元。目前，公司再担保业务主要包括风险补偿、风险分担和比例再担保三种模式。2021年末江苏再担保的再担保余额为582.94亿元，较2020年末增长7.46%，其中比例再担保模式和风险补偿模式下的再担保余额分别为424.54亿元和158.33亿元，分别占比72.83%和27.16%。

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2020年末下降4.89个百分点。在宏观经济增速放缓等外部因素影响下，需持续关注担保项目的风险代偿及回收情况。

为提升资金利用效率和收益，江苏再担保在兼顾资产安全性和流动性的前提下开展投资业务，江苏再担保资金业务主要包括银行理财、委托贷款、权益投资和信托及债权投资，另有部分债券和不良债权投资。近年来江苏再担保投资资产规模快速上升，截至2022年末投资资产合计156.45亿元，其中银行理财、委托贷款以及债权类投资分别占比28.27%、26.21%和25.37%。

得益于资本的持续注入，近年来江苏再担保总资产规模快速增长，截至2022年末总资产规模为333.33亿元，较2021年末增长25.86%。江苏再担保资产主要由货币资金、投资资产、发放贷款与垫款和应收融资租赁款构成。截至2022年末，江苏再担保的货币资金为46.23亿元，其中受限资金为3.74亿元，主要因质押、保理以及拟用于代偿项目而受限。截至2022年末，江苏再担保投资资产为156.45亿元，主要包括银行理财、委托贷款以及债权类投资，占投资资产的比例分别为28.27%、26.21%和25.37%。整

体来看江苏再担保投资资产规模较大，对盈利提供了显著帮助，但需关注投资业务面临的信用以及市场等风险。近年来江苏再担保小额贷款及典当业务快速发展，截至2022年末，江苏再担保发放贷款及垫款净额为36.56亿元，同比增加38.20%，主要为通过子公司江苏信保科技小额贷款股份有限公司（以下简称“信保科贷”）发放的贷款及垫款，占比为98.81%。信保科贷按照风险特征对贷款业务进行风险五级分类，截至2022年末信保科贷发放的贷款及垫款不良率为1.09%，处于较低水平。截至2022年末，江苏再担保应收融资租赁款余额为80.70亿元，同比增长37.16%，并根据融资租赁业务风险情况合计计提减值准备1.14亿元。在宏观经济增长承压的背景下，江苏再担保的融资租赁资产质量需持续关注。

江苏再担保负债构成主要以长、短期债务和应付债券为主，截至2022年末，江苏再担保负债合计142.44亿元，较2021年末增长34.07%，主要系融资租赁业务规模增长带动总债务规模增长所致。2022年随着新增担保业务规模大幅上升，江苏再担保计提的未到期责任准备金和担保赔偿准备金规模显著增长，2022年末未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为8.96亿元和27.80亿元，同比分别增长19.36%和53.24%。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增长，截至2022年末所有者权益190.89亿元，较2021年末增长20.36%，其中实收资本111.69亿元，较2021年末增长12.84%。

得益于业务规模快速扩张，江苏再担保收入和利润规模均持续增长，2022年江苏再担保营业总收入为27.71亿元，同比增长22.50%；实现净利润9.45亿元，同比增长30.66%。2022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、净利润均持续增长，2022年江苏再担保净资产收益率同比有所提升，整体盈利能力有所增强。

表18 江苏再担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	333.33	264.83	223.4
货币资金	46.23	37.93	62.13
应收代偿款	3.65	3.00	5.06
所有者权益合计	190.89	158.59	136.36
营业总收入	27.71	22.62	21.57
净利润	9.45	7.23	5.47
净资产收益率	5.41%	4.90%	4.54%
累计担保代偿率*	-	0.21%	0.20%
累计代偿回收率*	-	33.79%	38.68%
拨备覆盖率	1,013.14%	632.11%	434.77%

注：*均不含再担保业务，为母公司口径

资料来源：江苏再担保 2020-2022 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

从外部支持来看，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，近年来在江苏省内重点项目融资、普惠金融以及扶持省内实体经济发展等方面发挥了重要作用，同时子公司江苏融资再担保承担着构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能。基于上述职能及地位重要性，江苏再担保在资本补充、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有力支持。近年来多次获得多家国资股东的增资，实收资本从最初的10.00亿元增加到2022年末的111.69亿元，资本实力持续增强。

综上，江苏再担保在江苏省内具有较重要的职能定位，在资本补充、业务拓展及政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的有力支持；同时江苏再担保资本实力强、业务发展稳健、近年来营业收入和净利润保持增长态势，且现金类资产规模较大，对其代偿能力提供了重要保障；同时中证鹏元也注意到在宏观经济增长承压的背景下，江苏再担保面临的代偿风险以及代偿款的回收风险或将有所增加；随着融资租赁业务规模的持续增长，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，评级展望为稳定，本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

射阳县是江苏省海域面积最大的县，是传统农业大县，农业特色产业发展较好，近年聚力转型升级，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型，经济实力稳步增强。公司作为射阳县主要基础设施建设主体之一，主要从事射阳港经开区内基础设施建设，虽然公司在建、拟建项目对资金有较大需求，短期债务规模快速攀升，面临较大的刚性债务集中偿付压力，但工程施工业务具有一定持续性，且公司在财政补贴方面继续获得了较大力度的外部支持。总体来看，公司抗风险能力尚可。此外，江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了本期债券的信用水平。

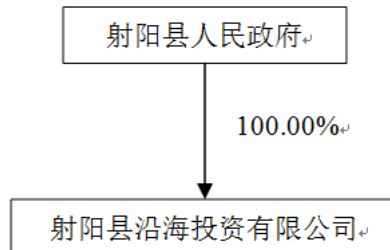
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22沿海/22射阳沿海”的信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	3.43	9.55	17.75
其他应收款	37.84	39.31	27.34
存货	26.12	21.43	20.80
流动资产合计	73.81	74.80	84.28
固定资产	7.66	5.57	5.66
在建工程	19.43	14.39	10.74
投资性房地产	48.43	48.43	48.43
非流动资产合计	78.72	70.61	66.94
资产总计	152.53	145.41	151.22
短期借款	4.65	5.38	7.90
其他应付款	9.78	5.42	7.05
一年内到期的非流动负债	22.88	3.58	1.02
流动负债合计	38.80	21.16	38.60
长期借款	16.80	13.53	8.78
应付债券	8.61	22.32	15.31
长期应付款	0.68	1.55	1.54
非流动负债合计	26.08	37.40	25.91
总负债	64.88	58.57	64.51
短期债务	28.30	15.15	20.88
总债务	54.37	52.56	46.51
所有者权益	87.65	86.84	86.71
营业收入	6.22	5.41	11.02
营业利润	0.61	0.81	0.91
其他收益	1.59	1.22	2.16
利润总额	0.56	0.82	0.91
经营活动产生的现金流量净额	2.86	-7.72	5.07
投资活动产生的现金流量净额	-7.09	-2.81	-5.33
筹资活动产生的现金流量净额	2.76	11.44	2.12
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	15.01%	21.56%	8.45%
资产负债率	42.53%	40.28%	42.66%
短期债务/总债务	52.04%	28.83%	44.88%
现金短期债务比	0.14	0.63	0.85
EBITDA（亿元）	2.19	2.38	2.86
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.68	1.50

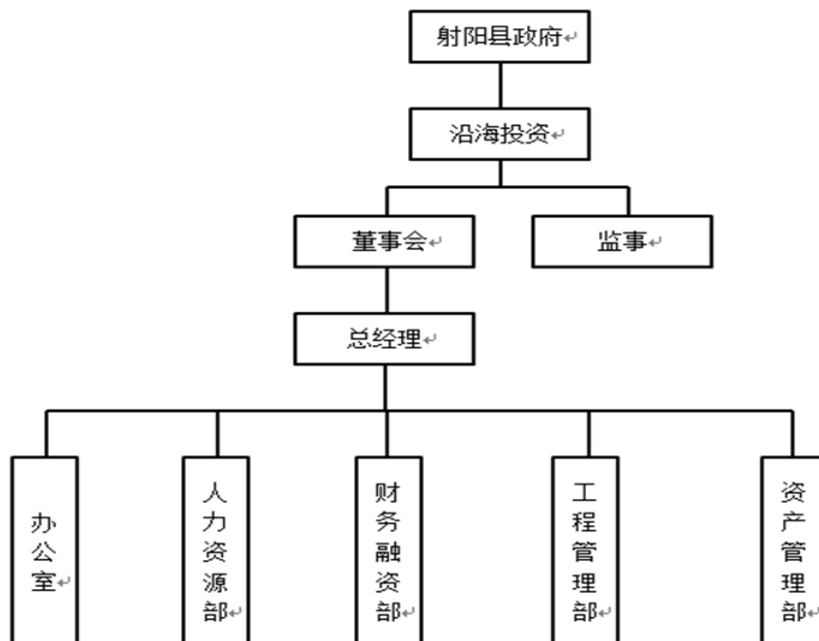
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
射阳县海涂开发有限责任公司	0.50	100.00%	滩涂开发、利用、管理
射阳金港能源发展有限公司	0.50	100.00%	热力供应
射阳金源能源有限公司	0.20	100.00%	生物质能源
射阳迈景环保科技有限公司	0.10	100.00%	环保装备制造
射阳口达牧业有限公司	1.15	100.00%	养殖业
江苏盐射高速公路有限公司	9.80	70.00%	高速公路建设、管理
射阳融顺商贸有限公司	0.20	100.00%	电动工具、电子产品、建筑装饰材料等销售
射阳县口达食品有限公司	0.30	100.00%	生猪屠宰加工
江苏射阳港风电产业技术研究院有限公司	0.50	100.00%	风力发电技术服务
江苏射阳海上风电装备产业计量测试中心有限公司	0.10	100.00%	检验检测服务
射阳县港城物业管理有限公司	0.05	51.00%	物业管理
射阳远海风电有限公司	0.03	51.00%	海上风电相关系统研发

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日
江苏盐城港射阳港开发集团有限公司	1.25	2027/12/10
	0.44	2027/12/10
	0.42	2027/12/10
	0.23	2027/12/10
	0.17	2027/12/10
	0.14	2023/11/20
	1.98	2034/1/12
	0.24	2027/12/10
	0.11	2023/5/15
	0.05	2023/6/19
江苏欣农贸易有限公司	0.08	2023/4/23
	0.05	2023/3/7
	0.05	2023/3/7
	0.10	2023/7/5
	0.10	2023/7/5
	0.48	2025/1/10
射阳县新港污水处理有限公司	0.38	2023/10/13
	0.28	2023/8/30
	0.25	2023/12/20
	0.05	2025/3/21
盐城市纺织染整产业园实业开发有限公司	0.88	2030/6/20
	0.50	2024/6/20
	0.50	2027/12/20
	0.66	2025/12/20
	0.74	2030/12/20
	0.33	2026/6/20
	0.33	2024/12/20
	0.04	2023/6/20
	0.04	2028/4/25
射阳农水集团渔业发展有限公司	0.04	2028/10/25
	0.04	2027/10/25
	0.04	2029/10/25
	0.04	2029/4/25
	0.03	2025/4/25
	0.03	2025/10/25
	0.03	2026/4/25

	0.03	2023/10/25
	0.03	2023/4/25
	0.03	2026/10/25
	0.03	2024/4/25
	0.03	2027/4/25
	0.02	2024/10/25
	0.01	2027/4/25
	0.01	2024/10/25
射阳县农创冷链科技有限公司	0.09	2027/7/20
	0.09	2026/7/20
	0.09	2027/1/20
	0.06	2025/1/20
	0.06	2025/7/20
	0.06	2026/1/20
	0.05	2024/7/20
	0.05	2024/1/20
	0.05	2028/1/20
	0.04	2023/7/20
	3.39	2024/10/25
射阳县金三角滩涂发展有限公司	0.36	2023/10/20
	0.26	2023/4/28
江苏裕华投资开发集团有限公司	0.77	2025/1/25
	0.70	2025/11/19
盐城发特集团公司	0.10	2023/5/25
	0.05	2024/3/8
江苏三维运输有限公司	0.50	2023/3/13
	0.05	2023/7/11
盐城市射阳港市政工程建设有限公司	0.28	2023/12/1
盐城市射阳港园林绿化建设有限公司	0.28	2023/12/1
江苏金海岛农业科技发展有限公司	0.20	2023/5/30
江苏晋民实业发展有限公司	0.40	2023/4/15
江苏三维建材有限公司	0.05	2023/4/13
江苏三维交通集团有限公司	0.39	2031/5/1
江苏后羿路桥工程有限公司	0.20	2023/6/5
江苏恒泰新能源有限公司	0.40	2023/5/26
江苏鹤乡菊海现代农业产业园发展有限公司	0.10	2023/4/6
射阳县养老中心有限公司	0.08	2023/6/16
射阳县中联园林绿化有限公司	0.10	2023/9/5
射阳县农业水利投资开发集团有限公司	0.50	2026/1/14

射阳县射阳港渔工贸开发有限公司	0.10	2023/5/29
射阳县农村水务有限公司	0.10	2023/4/11
射阳县临港水务有限公司	0.10	2023/3/3
射阳华晟管网工程有限公司	0.10	2023/9/5
射阳农水集团污水处理科技有限公司	1.59	2034/9/6
射阳城市建设发展集团有限公司	5.20	2037/6/26
射阳城投城市更新建设发展有限公司	4.34	2028/6/30
射阳国投惠众传媒有限公司	0.10	2023/5/26
江苏盐城港风电装备进出口港有限公司	0.40	2023/6/19
射阳县新港供水有限公司	0.15	2023/5/29
合计	33.19	--

注：合计值与加总值不同主要系尾差所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	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。
ccc	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。
cc	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。
c	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。