



泰兴市智光环保科技有限公司公开发行 2022年公司债券(第一期)、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)(品种一)、(品种二)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：

泰兴市智光环保科技有限公司公开发行2022年公司债券(第一期)、 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)(品种一)、(品种二)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 智光 G1	AAA	AAA
22 智光 G2	AAA	AAA
22 智光 G3	AA+	AA+

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到泰兴市整体经济实力较强，工业经济发展态势较好，泰兴市智光环保科技有限公司（以下简称“智光环保”或“公司”）作为泰兴市高新技术产业开发区（以下简称“泰兴高新区”）核心基础设施建设主体，基建类业务仍具有较强的区域专营性，土地整理项目储备充足，未来收入较有保障，且继续获得当地政府较大规模的财政补贴，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仍能有效提升相关债券的安全性；同时中证鹏元也关注到公司资产以项目建设成本和应收款项为主，资产受限比例高，整体流动性仍较弱，公司刚性债务规模较大，短期偿债压力仍较大，仍面临一定的或有负债风险，并且子公司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）仍存在经营波动风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务在泰兴高新区范围内仍将保持专营性，未来收入较有保障，且将继续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 27 日

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

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	324.11	283.29	281.54
所有者权益	109.53	106.72	106.33
总债务	181.62	159.42	163.63
资产负债率	66.20%	62.33%	62.23%
现金短期债务比	0.53	0.47	0.41
营业收入	31.71	24.89	75.39
其他收益	0.85	3.76	3.57
利润总额	2.01	1.60	3.49
销售毛利率	26.25%	25.00%	9.47%
EBITDA	15.24	14.95	15.90
EBITDA 利息保障倍数	1.36	1.28	1.39
经营活动现金流净额	5.06	-21.29	-9.94

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，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。**泰兴市是全国百强县，境内矿产资源储量丰富，2022 年实现地区生产总值 1,366.67 亿元，同比增长 5.3%，总量和增速均在泰州市各市区排名第一；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。泰兴高新区为省级高新区，近年正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。
- **公司基建类业务区域专营性仍较强，未来收入较有保障。**公司仍是泰兴高新区基础设施建设核心主体，主要负责区域内基础设施建设和土地开发整理业务以及光学光电子元器件制造、贸易等市场化业务，2022 年公司基础设施建设类业务收入保持增长，截至 2022 年末，公司土地开发整理项目储备充足，且存货中待结算的项目建设成本规模达 49.26 亿元，未来收入较有保障。
- **公司继续获得当地政府的大力支持，利润水平得以提高。**2022 年，公司获得泰兴高新区管委会拨付政府补助 0.90 亿元，有效提高了公司当期的利润水平。
- **江苏再担保和中鑫投资提供的保证担保仍能有效提升相关债券的安全性。**江苏再担保为“22 智光 G1”和“22 智光 G2”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中鑫投资为“22 智光 G3”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为 AAA，中鑫投资主体信用等级为 AA+，仍能有效提升相关债券的安全性。

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，竞争压力较大，整体盈利能力较弱，2022 年锦富技术营收情况虽有所改善，但归属于上市公司股东的净利润继续亏损 2.26 亿元，形成较大规模的商誉减值损失，对公司盈利形成较大侵蚀，需持续关注锦富技术经营情况。
- **公司资产仍以项目建设成本和应收款项为主，资产受限比例高，流动性仍较弱。**截至 2022 年末，公司应收款项规模达 138.66 亿元，占期末总资产的比重为 42.78%，回收时间不确定且部分款项存在一定回收风险，同期存货中的基建类项目建设成本达 52.65 亿元，项目结算和回款受制于委托方安排，短期内难以集中变现，2022 年末，公司受限资产占净资产规模的比重高达 89.31%。
- **公司刚性债务规模同比有所增长，仍存在较大的短期偿付压力。**公司存量债务规模较大，2022 年末为 181.62 亿元，同比增长 13.93%，短期债务占总债务的比重为 57.19%，债务期限结构仍有待优化，期末现金短期债务比为 0.53，现金类资产对短期债务的覆盖程度仍较弱，且公司后续项目建设和还本付息带来的流动性需求仍较大，公司面临较大的集中兑付压力。
- **公司仍存在一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保规模达 37.72 亿元，占期末公司净资产的比重为 34.44%，担保对象主要为当地国有企业，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
泰兴成兴	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	456.70	178.73	44.89
泰兴中兴	主要从事建筑施工和安装业务	334.70	161.99	71.11
智光环保	主要负责泰兴高新区区域内基础设施建设和土地开发整理业务，以及	324.11	109.53	31.71

	光学光电子元器件制造、贸易等业务			
泰兴虹桥园开发	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	273.18	110.41	6.01
泰兴兴黄	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	164.11	66.06	8.98

注：（1）泰兴中兴为泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司简称，泰兴成兴为泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司简称，泰兴虹桥园开发为泰兴市虹桥园工业开发有限公司简称，泰兴兴黄为泰兴市兴黄综合投资开发有限公司简称；（2）以上各指标均为 2022 年/2022 年末数据。

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
个体信用状况					a+
外部特殊支持					2
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，主要体现为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很强，主要体现为很强的经济实力、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	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AAA/22 智光 G2	2022-9-30	顾春霞、高爽	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评级方法 (cspy_ff_2022V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA+/22 智光 G3	2022-9-30	顾春霞、高爽	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评级方法 (cspy_ff_2022V1.0)	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 智光 G1	4.47	4.47	2022-6-13	2025-9-1
22 智光 G2	2.53	2.53	2022-9-30	2025-10-27
22 智光 G3	1.47	1.47	2022-9-30	2025-10-27

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8月发行3年期4.47亿元“22智光G1”、于2022年10月发行3年期2.53亿元“22智光G2”和1.47亿元“22智光G3”，募集资金用于偿还公司债券本金。截至2023年5月31日，“22智光G1”、“22智光G2”、“22智光G3”募集资金专项账户余额分别为7.04万元、7.07万元和4.12万元。

三、发行主体概况

2022年公司名称、注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人及股权结构均未发生变更，截至2022年末，公司控股股东仍为泰兴市中鑫投资集团有限公司（以下简称“中鑫投资”），实际控制人仍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”），公司注册资本和实收资本仍为200,000.00万元。

2022年，子公司泰兴市利民房地产开发有限公司（以下简称“利民房地产”）股权被划转至泰兴市东智实业发展有限公司，不再纳入公司合并范围，利民房地产资产体量较小，对公司资产结构和营收情况影响不大。截至2022年末公司合并范围子公司共13家，详见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
无	-	-	-	-

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
泰兴市利民房地产开发有限公司	100.00%	1.50	房地产开发经营；土木工程施工等	股权划出

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。

行业及区域经济环境

泰兴市境内矿产资源储量丰富，铁路交通有待提升；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，目前距离泰兴市最近的高铁站为常州北站，泰兴市距离常州北站约92公里，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，截至2021年末，泰兴市户籍人口为114.69万人，常住人口为99.36万人，人口呈净流出状态；年末泰兴市常住人口城镇化率62.9%，较上年提高0.64

个百分点，仍略低于全国平均水平（64.72%），城镇化水平一般。

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，固定资产投资持续恢复向好。2022年泰兴市地区生产总值为1,366.67亿元，在全国县域经济基本竞争力百强县（市）排名上升至第20位，经济体量在泰州市“三市三区”中居首位，同比增速为5.3%，略高于泰州市4.4%的增速。三次产业结构由2020年的6.2：50.1：43.7调整为2022年的5.5：51.1：43.4，第二产业始终占据主导地位，且占比进一步提升。近年泰兴市人均GDP逐年提升，按2021年末泰兴市常住人口计算，2022年泰兴市人均GDP为13.75万元，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持续恢复向好，2020年受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%，2021-2022年固定资产恢复较快，对经济增长贡献较大，其中，2022年工业投资增长11.8%，服务业投资增长4.9%。2022年泰兴市房地产市场景气度下滑，全年累计投资29.51亿元，同比下滑11.8%，商品房销售面积同比下滑35.1%。泰兴市社会消费品零售总额逐年提升，但增速大幅放缓。近年泰兴市外贸形势回稳向好，进出口总额增速由负转正。

表2 泰州市 2022 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	1,366.67	5.3%	13.75	90.00	120.12
靖江市	1,226.18	5.3%	18.45	75.07	102.01
医药高新区（高港区）	1,153.39	2.7%	23.96	101.16	70.97
兴化市	1,085.19	4.3%	9.63	48.03	65.88
姜堰区	837.34	5.2%	12.47	41.26	51.57
海陵区	733.00	3.1%	12.62	36.92	53.04

注：1）人均GDP依据各区（市）2022年GDP/2021年末各区（市）常住人口计算，其中医药高新区（高港区）常住人口按第七次人口普查高港区和医药高新区常住人口总和计算

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3 泰兴市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

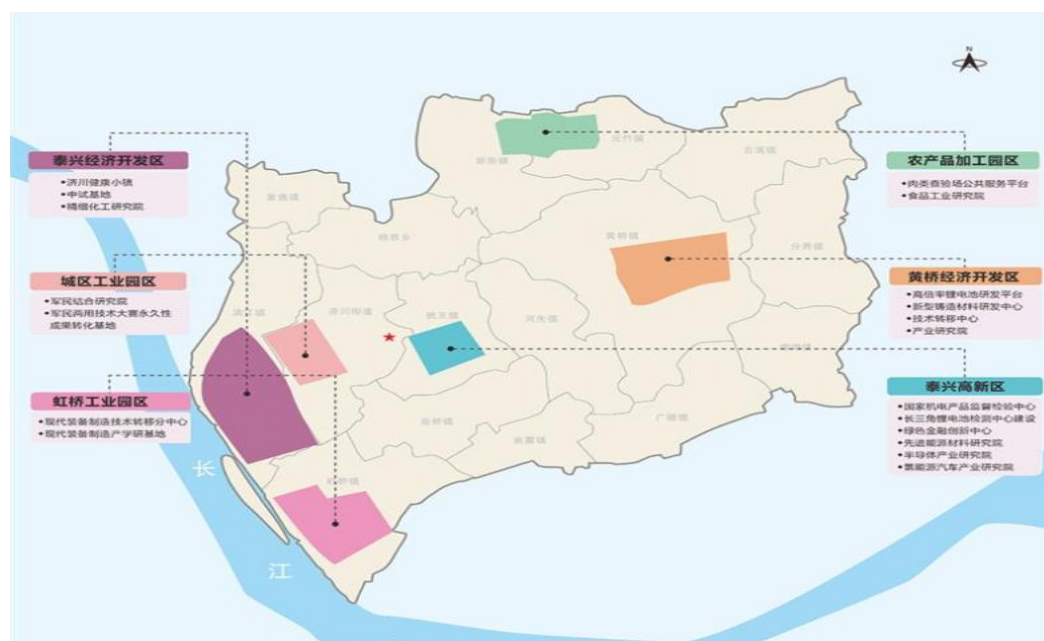
项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,366.67	5.3%	1,273.44	9.9%	1,127.47	3.9%
固定资产投资	-	9.5%	-	7.1%	-	-5.2%
社会消费品零售总额	326.73	0.9%	323.85	17.9%	274.73	0.2%
进出口总额（亿美元）	61.78	2.3%	60.38	39.3%	43.25	-0.2%
人均 GDP（万元）	13.75		12.82		11.34	
人均 GDP/全国人均 GDP	160.50%		158.27%		156.50%	

注：“-”表示数据未公布；泰兴市 2021-2022 年人均 GDP 依据 2021 年末常住人口计算、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：2020-2021 年泰兴市国民经济和社会发展统计公报、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2022年全国县域经济基本竞争力百强县（市）中排名第20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的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。

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有所波动，财政自给能力尚可，2022 年债务规模有所压降。受留抵退税因素影响，2022 年泰兴市一般公共预算收入同比下滑 3.3%，税收收入占比也有所下滑；2022 年泰兴市财政自给率为 70.14%，财政自给水平有所减弱，但表现尚可。受国有土地使用权出让收入下滑影响，2022 年政府性基金收入同比下滑 13.66%。2022 年泰兴市地方政府债务限额为 283.44 亿元，全市地方政府债务余额为 267.72 亿元，债务规模同比有所压降。

表4 泰兴市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	90.00	93.12	85.43
税收收入占比	69.12%	80.66%	78.72%
财政自给率	70.14%	78.66%	78.85%
政府性基金收入	120.12	139.12	125.65
地方政府债务余额	267.72	274.68	232.80

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：泰州市人民政府网站，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”），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，中鑫集团是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，泰兴港口主要负责泰兴市西部新城的建设和开发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	273.52	60.75%	81.73	273.27	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	519.27	59.86%	94.34	546.51	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
泰兴中兴	泰兴城投	161.99	51.60%	71.11	103.03	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	81.96	62.39%	10.65	116.74	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
泰兴成兴	中鑫投资	178.83	60.86%	44.89	204.95	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	109.53	66.20%	31.71	181.62	主要从事泰兴高新区的绿化工程施工、土石方工程和道路工程等业务
泰兴虹桥园开发	中鑫投资	110.41	59.58%	6.01	128.05	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
泰兴兴黄	中鑫投资	66.06	59.74%	8.98	75.41	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 2022 年末/2022 年度；泰兴港口和泰兴交控截至 2023 年 5 月底暂未发债，未在上表中列示。

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

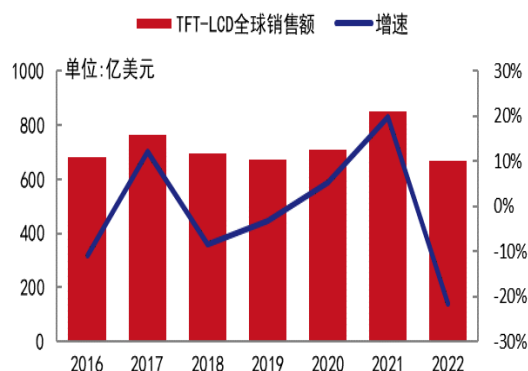
泰兴高新区成立于2010年，2016年获批省级开发园区，位于泰兴城区西侧，距泰兴城区8公里，区域规划面积28平方公里。根据泰兴市人民政府泰政复[2016]98号文《市政府关于明确江苏省泰兴高新技术产业开发区管理范围的批复》，同意将泰兴城区工业园及姚王镇纳入泰兴高新区管理，管理范围61平方公里，其中：纳入城区规划面积28平方公里，已建成核心区面积4.5平方公里。工业经济方面，近年泰兴高新区正着力构建以节能环保、新能源新材料和智能制造为主导、科技服务业为支撑的“3+1”现代产业体系，重点培育节能环保产业集群和高效太阳能电池、高端传动机械、新型锂电三条产业链。

2022年，随着全球经济衰退压力加大以及新技术发展，LCD面板出货量和价格走低，对上游液晶显示模块（LCM）和背光模组（BLU）的需求造成一定不利影响，长期来看，LCD面板市场后续发展空间较小，且LCD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。2021年，LCD面板市场需求回暖，全球TFT-LCD销售额达850亿美元，同比增长19.88%，但2022年全球TFT-LCD销售额仅实现666亿美元，同比大幅下降21.65%。受外部环境影响，2020-2021年全球液晶电视的需求大幅增加，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；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，液晶显示面板整体价格有所上扬。但随着全球经济衰退压力加大，以及室

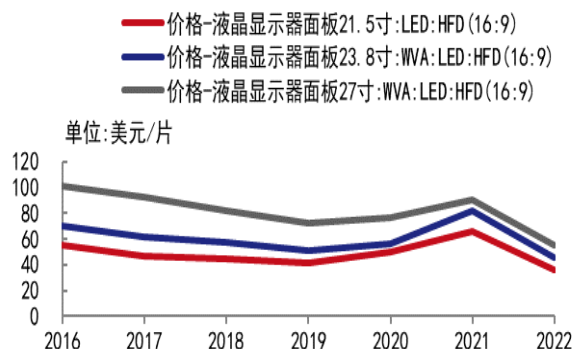
内娱乐需求下降，LCD面板需求也呈现出了下滑的趋势，2021年下半年起，各尺寸液晶显示面板价格持续下降，2022年一度跌破历史最低价。漫长的跌价周期和库存过剩，使得面板厂商对LCD新线投资步伐有所放缓，对OLED投资更为积极。随着三星、LG等韩国厂商陆续退出LCD面板市场，京东方、华星光电等国内厂商的市场份额提升较快。

图 3 2022 年全球 TFT-LCD 销售额明显下跌



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 2022 年各尺寸液晶显示面板价格大幅下滑



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，目前LCD面板市场已临近上限，后续发展空间较小，OLED和Micro LED逐步成熟，会进一步挤压LCD面板的空间，LCD面板的出货量和价格或将持续走低。从长期来看，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、经营与竞争

公司系泰兴高新区基础设施建设核心主体，主要从事泰兴高新区内基础设施建设和土地开发整理业务，在区域内仍具有专营性，公司还从事光电子元器件制造、贸易等市场化业务

公司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以及光学光电子元器件制造、自有房产租赁、贸易等业务。2022年公司营业收入仍主要来源于基础设施建设和土地整理业务及锦富技术的业务收入，贸易、自有房产租赁等业务为公司营收提供有益补充，公司全年收入规模和销售毛利率均有所上升。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地开发整理 ¹	11.61	36.60%	28.57%	9.44	37.94%	28.57%
园区配套设施及道路工程	5.18	16.34%	28.57%	4.35	17.46%	28.57%
绿化工程	0.00	0.00%	-	0.57	2.28%	33.33%
锦富技术	14.02	44.21%	23.38%	9.72	39.06%	19.26%
贸易	0.05	0.15%	100.00%	0.01	0.05%	100.00%
租金	0.79	2.49%	24.40%	0.80	3.20%	26.19%
其他	0.07	0.22%	14.50%	0.00	0.01%	7.43%
合计	31.71	100.00%	26.25%	24.89	100.00%	25.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）土地开发整理业务

公司承担了泰兴高新区内大量的土地开发整理工作，2022年业务收入有所增长，公司土地整理项目储备较为充足，业务持续性较好；但待结算项目建设成本规模仍较大，收入结算与回款受制于政府安排，资金回笼时间存在不确定性

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，跟踪期内业务模式未发生变化。2019年公司与泰兴高新区管委会签订委托代建框架协议，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。2022年公司实现土地开发整理收入11.61亿元，全部来自于姚王镇姚岱村先西六、七组项目，毛利率稳定为28.57%，业务盈利能力较好，但业务回款存在一定的滞后性。

表6 2021-2022 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
2022 年	姚王镇姚岱村先西六、七组	82,899.73	116,059.62
	小计	82,899.73	116,059.62
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

¹ 即为审计报告中的土石方工程。

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
小计	67,451.44	94,432.02

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022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49.26亿元，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、东阳蔡堡1、2、3、4、污水处理厂等，预计总投资44.15亿元，尚需投资2.19亿元，已确认收入38.69亿元，未来投资压力较小。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，实现时间和实现规模具有不确定性。

表7 截至 2022 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	88,899.73	134,718.44
十里甸村戴堡 5、6 组	45,000.00	50,890.44	2,559.83
东阳蔡堡 1、2、3、4	70,072.92	66,700.00	71,758.71
官沟村官西二、三、四、五组	75,000.00	72,885.26	54,407.54
官沟村官东七组	36,500.00	35,652.00	36,837.45
王庄村姚王一、二组	58,020.00	56,836.00	48,706.88
王庄村姚王三组	46,900.00	45,635.00	37,941.54
污水处理厂	20,000.00	7,991.37	0.00
合计	441,492.92	425,489.80	386,930.39

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）园区配套设施及道路工程和绿化工程业务

2022年公司园区配套设施及道路工程业务收入所有增长，但目前主要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；2022年公司未确认绿化工程业务，目前仅有零星项目处于在建状态，未来业务收入的实现情况不确定性较强

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，跟踪期内业务模式未发生变化。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。

2022年公司分别实现园区配套设施及道路工程收入5.18亿元，主要来源于理想、国家孵化器厂房修缮及供暖项目、邻里中心3期、中全厂房新增等项目，业务毛利率稳定为28.57%。目前公司主要的园区配套设施及道路工程项目基本已完工，拟建项目仅有绿科技园项目，总投资额在5.00亿元左右，未来投资压力不大，截至2022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3.31亿元。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，短期内业务收入具有一定保障，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 2021-2022 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
2022 年	邻里中心 3 期	21,377.86	29,929.00
	中全厂房新增	10,035.49	14,049.69
	凤栖小镇客厅	147.63	206.68
	科技广场亮化工程	981.90	1,374.66
	园区厂房改造工程（含装修）	515.50	721.70
	爱康外线线路工程款	826.24	1,156.73
	邗建集团年产 7000 千米电线电缆生产项目	495.55	693.77
	公共警务平台建设项目	155.52	217.73
	理想、国家孵化器厂房修缮及供暖项目	2,466.85	3,453.59
	小计	37,002.54	51,803.55
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
	小计	31,036.35	43,450.89

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，跟踪期内业务模式未发生变化。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。

2022年公司未确认绿化工程收入，目前公司仅有少量零星绿化工程项目处于在建状态，拟建项目体量亦较小，未来业务收入的实现情况不确定性较强。

（三）锦富技术业务

得益于锦富技术积极开拓市场、优化产品结构及神洁环保的收购，2022年锦富技术营业收入企稳回升，但归属于上市公司股东的净利润仍亏损2.26亿元，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泰兴市智成产业投资基金（有限合伙）（以下简称“智成投资”）并购上市公司锦富技术，2022年7-10月，智成投资通过集中竞价累计增持锦富技术股份28,428,600股，合计增持金额99,000,126.66元。截至2023年4月末，公司持有锦富技术21.79%的股份。

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。

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。2022年公司实现液晶显示模组及整机销售收入1.92亿元，同比增长16.81%，毛利率为-1.43%，业务亏损有所收窄。2022年，为改善经营现状，子公司奥英光电(苏州)有限公司积极向产业链下游整机业务延伸，并从原来的TV及PC显示市场转向毛利率更高的商业显示市场拓展客户，目前已进入海康威视的合格供应商体系并实现商显整机批量供货，业务收入规模得以回升。但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，未来几年内液晶显示模组和整机业务经营情况不确定性仍较强。

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，同时，锦富技术也在积极探索材料加工业务的横向应用拓展。受益于新能源汽车及动力电池产业的蓬勃发展，锦富技术子公司厦门力富电子有限公司前期布局的气凝胶隔热产品获得宁德时代大批量采购订单，业务收入大幅增长，2022年锦富技术实现光电显示薄膜及电子功能器件销售收入5.29亿元，但业务盈利能力仍较为一般，同期业务毛利率为9.88%。

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，2022年锦富技术实现检测治具及自动化设备销售收入2.55亿元，业务毛利率为48.86%，该业务收入较为稳定且盈利能力较强。2022年3月，锦富技术以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，本次并购附带业绩承诺，神洁环保2022年度、2023年度及2024年度的合并净利润分别不低于8,000.00万元、9,800.00万元、9,800.00万元。2022年4月，锦富技术将神洁环保纳入合并报表范围。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，此次收购为锦富技术增加了新的收入和利润增长点。2022年上半年，上海等地人员及物资流动阶段性受限，受此外部因素影响，神洁环保业绩不及预期，2022年5-12月神洁实现营业收入2.60亿元，2022年度合并净利润为5,416.52万元，未能达到业绩承诺目标，锦富技术将与业绩承诺方就上述业绩承诺补偿事项制定合理方案。需持续关注神洁环保业绩承诺补偿款的履行情况，未来的业绩承诺实现情况与后续的商誉减值风险。

随着神洁环保并表，2022年锦富技术资产和净资产规模同比均有所增长，财务杠杆水平亦有所提高。同时，锦富技术积极开拓市场及优化产品结构，其营业收入和销售毛利率均有所提升，此外，当期苏州工业园区久泰精密电子有限公司（以下简称“久泰精密”）²股东因单方面违约赔偿4,000万元，计入营业外收入。得益于此，锦富技术净利润亏损有所收窄，但受经济下行、行业市场竞争加剧等因素的影响，锦富技术子公司神洁环保、奥英光电、常熟明利嘉业务的开展均不及预期，仍导致较大规模的商誉减值损失。2022年锦富技术归属上市公司股东的净利润亏损2.26亿元，计提合计金额为1.65亿元的各项减值损失，包括信用减值损失0.42亿元和资产减值损失1.23亿元。

表9 2021-2022 年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
2021 年	19.82	9.33	52.95%	9.72	19.26%	-3.46
2022 年	28.49	10.42	63.44%	14.02	23.38%	-2.26

注：表中所述净利润为归属于上市公司股东的净利润。

资料来源：锦富技术2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

表10 2021-2022 年锦富技术营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

产品	2022 年		2021 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
液晶显示模组及整机	1.92	-1.43%	1.64	-6.05%
光电显示薄膜及电子功能器件	5.29	9.88%	3.78	10.04%
检测治具及自动化设备	2.55	48.86%	2.07	49.10%
多晶硅片、电池片、太阳能光伏组件	0.06	64.17%	0.06	63.03%
专业技术服务业务 ³	2.16	48.58%	0.00	-
其他	2.05	21.96%	2.17	75.15%
合计	14.02	23.38%	9.72	19.26%

资料来源：锦富技术2020-2022年度报告，中证鹏元整理

²锦富技术原拟购买宁欣、永新嘉辰合计持有的久泰精密 70%的股权，交易对方单方面终止本次重大资产重组的相关协议，锦富技术于 2021 年 9 月 16 日向苏州市中级人民法院(以下简称“苏州中院”)提起诉讼，苏州中院于 2022 年 1 月 28 日就本案作出《民事调解书》：永新嘉辰、宁欣返还锦富技术已付定金 4000 万元，此外向锦富技术支付交易补偿金 4000 万元，合计人民币 8000 万元。

³ 神洁环保负责的降温降噪工程、高分子带电清洗及安装工程。

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行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。2023年2月13日，中国证券监督管理委员会已出具《关于同意苏州锦富技术股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》。

2023年3月16日，深圳交易所发布《关于对泰兴市智成产业投资基金（有限合伙）、富国平、杨小蔚给予通报批评处分的决定》，公告显示，智成基金、锦富技术原股东富国平及杨小蔚未在权益变动相关公告中披露《股份转让协议三补充协议》，存在信息披露不准确、不完整的情形。深圳交易所就此违规行为，对智成基金、富国平、杨小蔚给予通报批评的处分。

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，2022年，锦富技术继续进行产品调整，剥离非核心业务并集中优势资源重点发展主业，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、技术水平和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存在不确定性；且存在销售集中度较高⁴、商誉规模较大并存在减值风险等风险因素，需持续关注锦富技术实际经营情况。

（四）贸易及租赁业务

公司贸易业务盈利能力仍较弱，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仍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⁵，开展有色金属（铝锭、锌锭、电解铜）等大宗商品的供应链贸易，跟踪内业务模式为发生变化，仍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

⁴ 2022年锦富技术前五大客户合计销售占比为47.33%，锦富技术销售集中度同比有所下降，但整体仍较高。

⁵ 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。

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，2022年实现净收入482.28万元。整体而言，公司贸易业务盈利能力仍较弱，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，2022年公司实现租赁收入0.79亿元，与上年相较变化不大，对公司收入形成有益补充。

公司在政府补助方面继续获得较大力度的支持

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，当地政府在财政补助方面给予公司较大规模的支持。2022年，公司获得泰兴高新区管委会拨付政府补助0.90亿元，有效提高了公司利润水平。

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2021年审计报告及中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围变动情况见表1，截至2022年末公司纳入合并范围子公司情况如附录四所示。

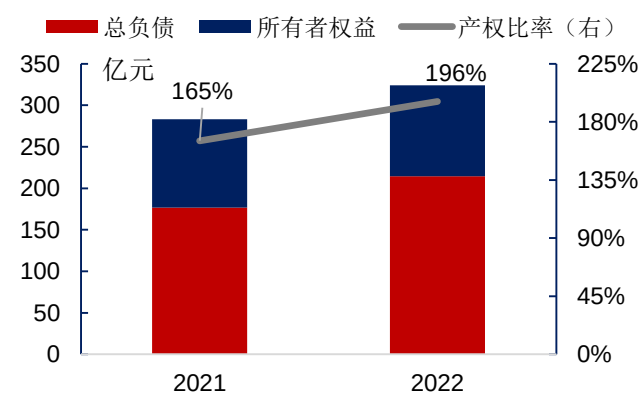
资本实力与资产质量

2022年，公司资产规模稳步增长，资产中应收款项和项目建设成本占比较高，应收款项对营运资金形成较大占用，项目建设成本变现受制于委托方安排，公司资产受限比例大，整体资产流动性仍较弱，且仍存在一定商誉减值风险

受益于盈余积累，2022年公司所有者权益小幅增长，公司所有者权益以政府资产注入所形成的资本公积和未分配利润为主，实收资本和少数股东权益亦占有一定比例，考虑到近年公司经营活动现金持续净流出，公司未分配利润中结转过来的现金利润较少，公司现金流表现实际较弱。公司资金需求主要来自于项目建设和债务的还本付息，主要依赖于债务融资，2022年公司负债规模有所扩张。综合影响下，

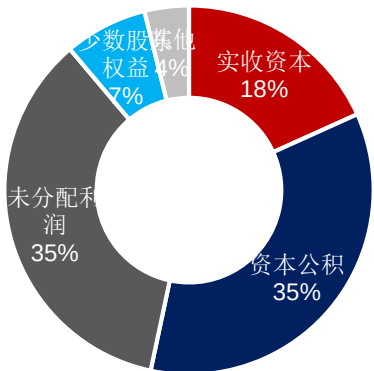
近年公司产权比率有所增长，整体保持高位，所有者权益对总负债的保障程度仍较低。

图 5 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 6 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

随着公司业务扩张及外部融资增加，公司资产规模保持增长，2022年末为324.11亿元。应收款项是公司最重要的资产，2022年末应收账款和其他应收款合计占公司资产的比重高达42.78%。

2022年末，公司应收账款主要包括应收政府部门的工程结算款（69.95亿元）和应收泰兴市智光人才科技广场管理有限公司的租金（3.83亿元），其中应收高新区管委会款项占比高达83.07%，公司基建类业务回款存在一定滞后性；公司其他应收款主要系往来款，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、利民房地产、赛尔新材料有限公司等，前五大应收对象合计占其他应收款总额的83.82%。整体而言，2022年公司应收款项规模仍较大且较上年有所增长，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，且锦富技术的应收账款仍存在一定坏账损失风险。

其他流动资产方面，公司存货主要系公司土地开发整理项目开发成本和基础设施建设投入成本，随着项目投入和结算有所波动，凤梧雅苑安置房项目由利民房地产承建，尚未与政府结算代建收入，2022利民房地产股权被无偿划出，综合影响下，2022年末公司存货的账面余额下降至55.53亿元，其中20.90亿元的土地资产因借款抵押受限。2022年随着融资资金到账，公司货币资金规模较大，但受限比例高，2022年末因存单质押、保证金等因素使用受限的货币资金占比80.09%。

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	54.54	16.83%	35.93	12.68%
应收账款	82.75	25.53%	60.40	21.32%
其他应收款（合计）	55.91	17.25%	42.87	15.13%
存货	55.53	17.13%	72.01	25.42%

流动资产合计	256.09	79.01%	219.24	77.39%
其他权益工具投资	6.34	1.96%	6.65	2.35%
长期股权投资	6.59	2.03%	6.75	2.38%
投资性房地产	20.18	6.23%	20.76	7.33%
无形资产	16.34	5.04%	13.33	4.70%
商誉	7.66	2.36%	7.27	2.57%
非流动资产合计	68.02	20.99%	64.05	22.61%
资产总计	324.11	100.00%	283.29	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，公司投资性房地产采用成本计量模式，2022年仅计提部分折旧和摊销，规模较为稳定，截至2022年末，投资性房地产中账面价值为19.74亿元的房产因借款抵押受限。公司无形资产主要系土地使用权，2022年锦富技术收购神洁环保股权，带来非同一控制企业合并识别的无形资产4.10亿元，截至2022年末9.13亿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%。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1.39亿元。2022年，受锦富技术、神洁环保业绩不达预期等因素影响，公司计提商誉减值1.11亿元，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波动较大，且2022年净利润仍大幅亏损，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。

2022年末公司长期股权投资主要为对泰兴市智远融资租赁有限公司、江苏河海给排水成套设备有限公司等企业的投资，2022年公司权益法下确认投资损失572.69万元，未来仍需持续关注长期股权投资减值风险。2022年，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）、泰兴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。

盈利能力

2022年公司营业收入有所增长，基础设施建设和土地整理业务回款情况有待改善，子公司锦富技术净利润继续亏损，形成较大规模的商誉减值损失，对公司盈利形成较大侵蚀

2022年公司实现营业收入31.71亿元，同比有所增长。从业务结构来看，公司收入仍主要来源于基础设施建设和土地整理业务以及子公司锦富技术的业务，2022年受结算进度等因素影响，公司基础设施建设和土地整理业务收入大幅增长，但其回款受制于委托方资金安排，存在一定的滞后性；随着锦富技术积极开拓市场及优化产品结构，2022年其业务收入大幅增长。毛利率方面，2022年公司基建类业务毛利率稳定为28.57%，是公司利润的主要来源；随着收入结构调整，2022年锦富技术业务毛利率水平有所提升；截至2022年末，公司存货中的基础设施、土地整理项目尚未结算的建设成本为52.65亿元，能够为未来相关收入提供较好的保障。

2022年公司继续发生较大规模的商誉减值损失，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，锦富技术连续两年净利润亏损，公司存在一定的坏账损失风险和较大的资产减值风险，对公司营业利润造成较大的侵蚀。

作为泰兴高新区基础设施建设核心主体，2022年公司继续获得较大规模的政府补贴收入，对公司利润贡献较大，2022年政府补助占公司利润总额的比重为44.78%，有效提升了公司盈利水平。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	31.71	24.89
营业利润	1.66	1.63
资产减值损失	-1.36	-1.78
其他收益	0.85	3.76
利润总额	2.01	1.60
销售毛利率	26.25%	25.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2022年公司债务规模有所增长，公司债务负担较重，整体融资成本偏高，短期债务比重较大，现金类资产对短期债务覆盖程度较弱，公司面临较大的短期偿付压力

公司债务融资资金主要用于项目建设和偿还存量债务，2022年末总债务同比增长13.93%，达181.62亿元。公司短期债务占比较高，债务期限结构仍有待进一步优化。2022年公司融资增量主要来源于开展贸易业务产生的银行承兑汇票、新发行债券以及长期借款。公司债务以银行借款和债券发行为主，票据和非标产品作为补充。公司银行借款多有抵质押和担保措施，2022年末平均融资成本在6.00%左右，债券品种主要包括一般公司债和美元债等，2022年末平均融资成本在6.50%左右，非标产品包括定向融资计划和融资租赁等，2022年末融资余额近60.00亿元，平均融资成本在7.55%左右。整体来看，公司非标融资规模仍较大，整体融资成本仍偏高，且短期债务占比较大，需关注公司短期债务集中兑付情况。

公司其他应付款主要为应付其他地方国有企业的往来款，2022年规模增长较快，但偿付时间具有弹性，整体偿付压力不大。

表13 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	25.54	11.90%	22.33	12.64%
应付票据	40.99	19.10%	31.91	18.07%
其他应付款	17.02	7.93%	6.84	3.88%

一年内到期的非流动负债	23.27	10.85%	19.47	11.03%
其他流动负债	14.09	6.57%	3.19	1.81%
流动负债合计	136.06	63.41%	93.80	53.12%
长期借款	36.82	17.16%	36.48	20.66%
应付债券	11.46	5.34%	19.47	11.03%
长期应付款	9.89	4.61%	8.80	4.99%
其他非流动负债	19.30	8.99%	17.67	10.01%
非流动负债合计	78.51	36.59%	82.78	46.88%
负债合计	214.57	100.00%	176.57	100.00%
总债务	181.62	84.64%	159.42	90.28%
其中：短期债务	103.87	48.41%	76.72	43.45%
长期债务	77.75	36.23%	82.69	46.83%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，公司资产负债率小幅提升，2022年末为66.20%。公司存量债务规模仍较大，整体财务杠杆水平仍偏高，公司利息支出规模仍较大，EBITDA对公司债务利息支出的覆盖程度略有提升。公司现金短期债务比有所下降，现金类资产对短期债务的覆盖程度仍较弱，存在较大的债务集中兑付压力。

公司流动性需求主要来自于项目建设和债务的还本付息，2022年公司经营活动现金流表现有所改善，由净流出转为净流入，但未来仍需通过外部融资平衡资金缺口，预计债务规模将在现有存量的基础上波动增长。公司作为泰兴高新区核心基础设施建设主体，必要时可获得当地政府的资金支持，公司与多家银行机构建立了合作关系，融资渠道较为通畅，截至2022年末，公司银行授信额度为60.72亿元，尚未使用部分规模为17.20亿元，可为公司资金流动性提供一定助力，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	66.20%	62.33%
现金短期债务比	0.53	0.47
EBITDA 利息保障倍数	1.36	1.28

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 表现良好，对其持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《行政处罚情况说明》，公司近三年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《行政处罚情况说明》，过去一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

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。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。但中证鹏元注意到，公司对政府部门及地方国有企业的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

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1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，公司对外担保合计37.72亿元，占同期末公司净资产的34.44%，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1.73亿元，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15 截至 2022 年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	否
爱康一期光电科技（泰兴）有限公司	837.69	2024/7/5	是
江苏河海给排水成套设备有限公司	4,875.50	2024/9/15	否
江苏河海给排水成套设备有限公司	4,000.00	2023/10/25	否
江苏河海给排水成套设备有限公司	3,000.00	2023/4/27	否
江苏河海给排水成套设备有限公司	2,070.71	2024/9/3	否
江苏河海给排水成套设备有限公司	2,000.00	2023/7/15	否
江苏河海给排水成套设备有限公司	2,000.00	2023/5/29	否
江苏河海给排水成套设备有限公司	2,000.00	2023/9/19	否
江苏河海给排水成套设备有限公司	1,410.00	2023/4/15	否
江苏河海给排水成套设备有限公司	1,000.00	2023/2/24	否
江苏河海给排水成套设备有限公司	1,000.00	2023/9/18	否
江苏河海给排水成套设备有限公司	990.00	2023/4/15	否
江苏河海给排水成套设备有限公司	400.00	2023/5/24	否

江苏黄桥文化旅游发展有限公司	26,000.00	2029/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	5,000.00	2029/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	3,000.00	2029/6/1	否
江苏佳佩环保机械设备有限公司	500.00	2023/9/5	是
江苏佳佩环保机械设备有限公司	500.00	2023/8/31	是
江苏瑞阳环保有限公司	1,000.00	2023/6/30	是
江苏先进电半导体设备有限公司	5,000.00	2026/12/15	是
江苏先进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
江苏源清环保科技有限公司	3,095.23	2024/4/15	否
江苏智光建设有限公司	11,000.00	2023/2/27	否
江苏智光建设有限公司	3,950.00	2023/12/27	否
江苏智光建设有限公司	3,000.00	2023/3/9	否
江苏智光建设有限公司	6,000.00	2023/10/10	否
泰兴凤栖湖旅游文化产业发展有限公司	2,637.75	2024/6/28	否
泰兴绿能环保产业园有限公司	25,000.00	2029/12/2	否
泰兴绿能环保产业园有限公司	25,000.00	2029/12/2	否
泰兴市滨江港口开发有限公司	8,000.00	2023/6/1	否
泰兴市滨江管廊建设有限公司	2,614.77	2024/6/29	否
泰兴市滨江新农村建设有限公司	5,000.00	2023/6/30	否
泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司	1,830.34	2024/6/29	否
泰兴市东城水处理工程有限公司	3,000.00	2023/11/10	否
泰兴市东城水处理工程有限公司	3,000.00	2023/12/19	否
泰兴市东城水处理工程有限公司	4,000.00	2023/10/9	否
泰兴市东智实业有限公司	18,600.00	2029/6/26	否
泰兴市敦智贸易有限公司	12,000.00	2023/3/25	否
泰兴市敦智实业有限公司	5,400.00	2023/10/13	否
泰兴市黄桥投资发展有限公司	4,900.00	2023/9/19	否
泰兴市交通控股有限公司	10,000.00	2023/10/27	否
泰兴市美丽乡村建设有限公司	8,000.00	2030/6/10	否
泰兴市瑞恒热力有限公司	12,500.00	2026/7/1	否
泰兴市瑞恒热力有限公司	8,114.04	2026/7/1	否
泰兴市瑞恒热力有限公司	5,227.54	2024/7/5	否
泰兴市瑞恒热力有限公司	5,192.98	2026/7/1	否
泰兴市瑞恒热力有限公司	3,000.00	2024/4/1	否
泰兴市瑞恒热力有限公司	2,613.34	2024/6/22	否
泰兴市天星洲开发投资有限公司	5,000.00	2023/6/22	否
泰兴市兴旅建设开发有限公司	7,500.00	2033/10/31	否
泰兴市兴旅建设开发有限公司	5,000.00	2033/10/31	否

泰兴市智光人才科技广场管理有限公司	8,750.00	2029/12/16	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
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
泰州市邦富环保科技有限公司	4,000.00	2023/8/30	否
泰州市邦富环保科技有限公司	2,380.00	2023/9/15	否
泰州市海河环境工程咨询有限公司	4,000.00	2023/6/9	是
泰州市海星环保设备安装有限公司	7,500.00	2023/3/10	否
泰州市海星环保设备安装有限公司	5,100.00	2023/11/17	否
泰州市海星环保设备安装有限公司	4,000.00	2023/8/30	否
泰州市海星环保设备安装有限公司	3,000.00	2023/3/7	否
泰州市龙泽环境科技有限公司	4,000.00	2023/7/7	否
泰州市龙泽环境科技有限公司	2,900.00	2023/11/1	否
亚太泵阀有限公司	500.00	2023/8/3	是
合计	377,189.89		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、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。

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能有效提升“22智光G1”和“22智光G2”的安全性

“22智光G1”、“22智光G2”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，担保范围包括债券本金及利息、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，保证期间

为债券存续期及债券到期之日起二年。

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，加快发展创新业务和产品，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保进行统一管理。截至2021年末江苏融资再担保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，其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智光G1”和“22智光G2”的安全性。

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仍能有效提升“22智光G3”的安全性

“22智光G3”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，担保范围包括债券本金及利息、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，保证期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

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，代表泰兴市政府履行出资人和持股人职责，对泰兴市政府授权范围内的国有资产进行投资、经营和管理。截至2022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。2020-2022年，中鑫投资分别实现营业收入145.65亿元、95.77亿元和94.34亿元，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19 中鑫投资营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
建设项目	29.76	15.82%	24.98	0.20%	20.89	18.38%
一级土地整理开发	18.14	24.74%	23.63	39.52%	30.39	19.57%
蒸汽销售	12.93	7.59%	11.63	9.91%	-	-
贸易	15.77	0.48%	10.96	0.37%	77.02	1.32%
物资销售	0.03	1.75%	10.08	1.15%	-	-
锦富技术	14.02	1.75%	9.72	19.26%	13.64	20.87%
配件收入	0.18	0.92%	1.69	2.75%	-	-
污水处理	1.13	-6.71%	1.12	-5.26%	1.05	-11.44%
租金	1.50	48.44%	1.00	18.19%	1.11	26.07%

其他	0.75	18.76%	0.84	46.68%	1.53	41.35%
检测服务费	0.13	47.08%	0.11	50.16%	-	-
担保收入	0.00	49.83%	0.00	100.00%	0.00	100.00%
合计	94.34	15.25%	95.77	13.77%	145.65	9.92%

注：2020 年、2021 年担保收入分别为 28.40 万元、20.34 万元、24.86 万元，表格显示 0.00 亿元。

资料来源：中鑫投资提供，中鑫投资 2022 年审计报告，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 2022 年末总资产达 1,293.60 亿元，净资产规模达 519.27 亿元。2020-2022 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 20 2020-2022 年中鑫投资主要财务数据（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
总资产	1,293.60	1,180.39	1,152.59
所有者权益	519.27	475.34	446.45
总债务	623.54	608.05	617.20
资产负债率	59.86%	59.73%	61.27%
现金短期债务比	-	0.47	0.40
营业收入	94.34	95.77	145.65
其他收益	7.50	10.62	10.04
利润总额	10.61	9.80	11.13
销售毛利率	15.25%	13.77%	9.92%
EBITDA	-	26.96	32.69
EBITDA 利息保障倍数	-	0.56	0.69
经营活动现金流净额	31.87	-44.47	-67.25

注：2022 年度中鑫投资总债务=短期借款+应付票据+1 年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债+其他流动负债+其他非流动负债+长期应付款。

资料来源：中鑫投资 2020-2022 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仍能有效提升“22 智光 G3”的安全性。

十、结论

泰兴市境内矿产资源储量丰富，2022 年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 2022 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，2022 年锦富技术经营情况

虽有所改善，但净利润仍大幅亏损，公司继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仍面临较大的资金压力，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，公司在业务和资金方面将持续获得当地政府较大力度的支持，抗风险能力尚可。江苏再担保和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仍能有效提升相关债券的安全性。

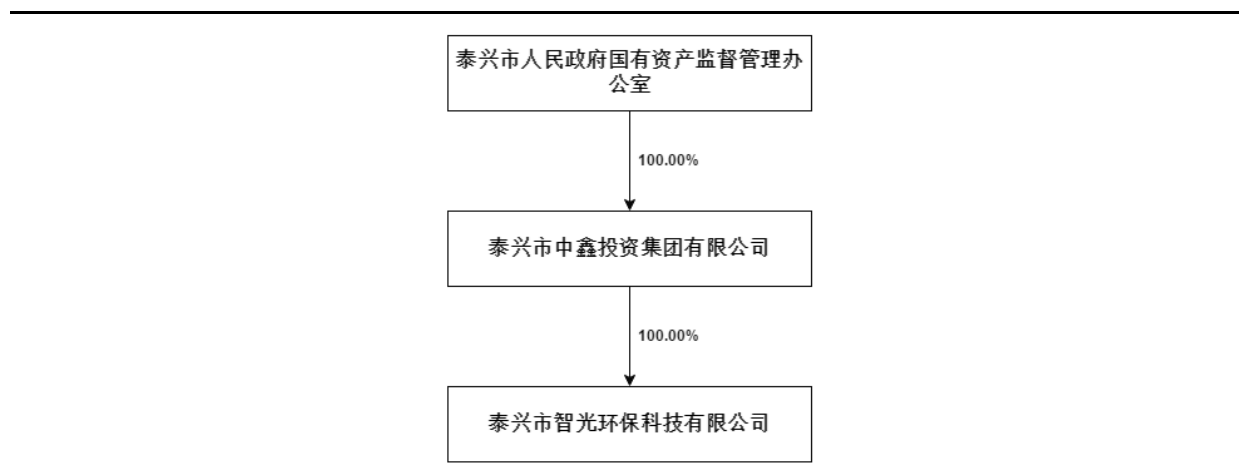
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22智光G1”、“22智光G2”的信用等级为AAA，维持“22智光G3”的信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	54.54	35.93	42.89
应收账款	82.75	60.40	46.45
其他应收款	55.91	42.87	50.21
存货	55.53	72.01	62.07
流动资产合计	256.09	219.24	215.86
固定资产	6.10	5.31	5.76
在建工程	0.82	0.70	0.21
非流动资产合计	68.02	64.05	65.68
资产总计	324.11	283.29	281.54
短期借款	25.54	22.33	39.79
应付票据	40.99	31.91	28.16
一年内到期的非流动负债	23.27	19.47	35.77
流动负债合计	136.06	93.80	116.01
长期借款	36.82	36.48	22.01
应付债券	11.46	19.47	13.61
长期应付款	9.89	8.80	5.58
非流动负债合计	78.51	82.78	59.20
负债合计	214.57	176.57	175.21
其中：短期债务	103.87	76.72	104.54
总债务	181.62	159.42	163.63
所有者权益	109.53	106.72	106.33
营业收入	31.71	24.89	75.39
营业利润	1.66	1.63	3.37
其他收益	0.85	3.76	3.57
利润总额	2.01	1.60	3.49
经营活动产生的现金流量净额	5.06	-21.29	-9.94
投资活动产生的现金流量净额	-5.31	-1.33	1.37
筹资活动产生的现金流量净额	6.40	18.45	13.11
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	26.25%	25.00%	9.47%
资产负债率	66.20%	62.33%	62.23%
短期债务/总债务	57.19%	48.13%	63.89%
现金短期债务比	0.53	0.47	0.41
EBITDA（亿元）	15.24	14.95	15.90
EBITDA 利息保障倍数	1.36	1.28	1.39

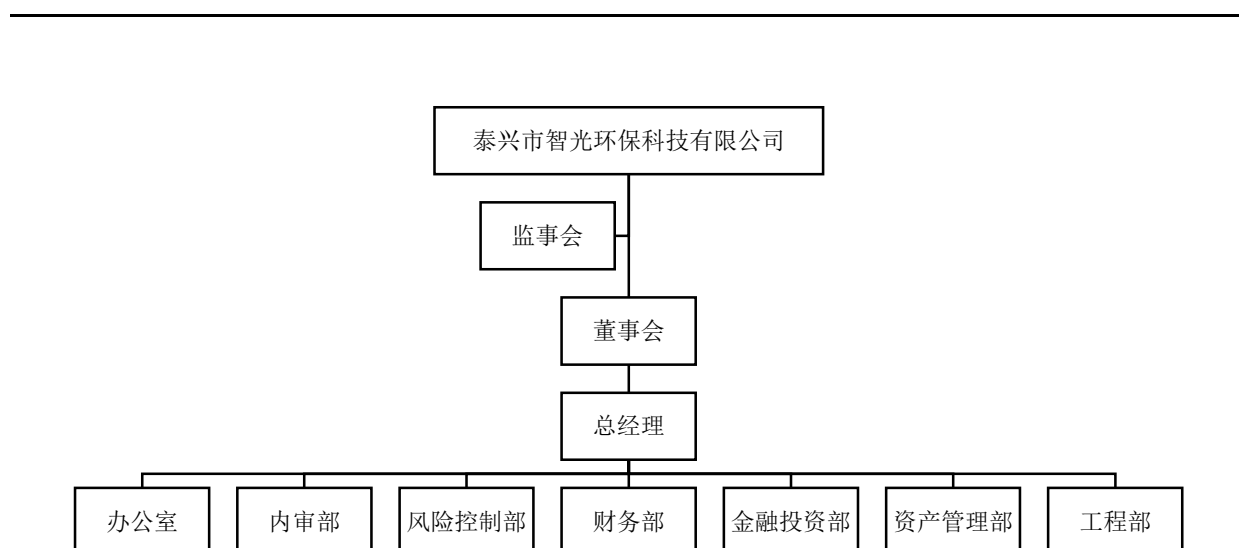
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 5 月）



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：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
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 2022 年审计报告，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）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	46.23	37.93	62.13
应收代偿款	3.65	3.00	5.06
发放贷款及垫款	36.56	26.45	20.96
交易性金融资产	38.43	45.99	-
债权投资	29.07	20.77	-
其他权益工具投资	15.91	16.87	0.00
长期应收款	47.40	41.32	36.69
资产总额	333.33	264.83	223.40
短期借款	10.13	12.95	15.71
未到期责任准备金	8.96	7.51	6.19
担保赔偿准备金	27.80	18.14	15.80
长期借款	25.02	15.22	11.64
应付债券	11.47	5.61	3.94
负债合计	142.44	106.24	87.05
实收资本	111.69	98.98	88.17
其他权益工具	30.00	24.90	25.00
所有者权益合计	190.89	158.59	136.36
营业总收入	27.71	22.62	21.57
投资收益	6.31	5.73	0.58
业务及管理费	5.27	4.12	3.50
利润总额	12.58	10.80	8.09
净利润	9.45	7.23	5.47
经营和财务指标（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
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
当期担保代偿率*	-	0.21%	0.08%
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%
净资产收益率	5.41%	4.90%	4.54%

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

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。