



内部编号:2023060610

江苏锦汇集团有限公司

及其发行的 PR 启创债与 22 锦汇债

跟踪评级报告

分析师: 陆奕璇  luyx@shxsj.com
李娟  lijuan@shxsj.com

评级总监: 鞠海龙 

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100529】

评级对象：江苏锦汇集团有限公司及其发行的 PR 启创债与 22 锦汇债

	PR 启创债	22 锦汇债
主体/展期/债项/评级时间	主体/展期/债项/评级时间	主体/展期/债项/评级时间
本次跟踪：	AA/稳定/AAA/2023 年 6 月 27 日	AA/稳定/AAA/2023 年 6 月 27 日
前次跟踪：	AA/稳定/AAA/2022 年 6 月 29 日	—
首次评级：	AA/稳定/AAA/2017 年 5 月 2 日	AA/稳定/AAA/2022 年 7 月 27 日

跟踪评级观点

主要优势：

- 良好的外部环境。跟踪期内，启东市经济保持增长，同时，受益于长三角一体化以及江苏省沿海大开发两大国家战略叠加，全市面临较好的发展机遇；启东经开区园区经济实力较强，主导产业持续发展，为锦汇集团的业务发展提供了良好的外部环境。
- 区域专营优势。锦汇集团仍主要负责启东经开区内的基础设施及安置房等项目建设，主业具有区域专营优势，能持续获得地方政府支持。
- 担保增信。中债信用增进为 PR 启创债提供的担保有助于提升该债券到期偿付的安全性；中投保为 22 锦汇债提供的担保有助于提升该债券到期偿付的安全性。

主要风险：

- 债务偿付压力较大。跟踪期内，锦汇集团刚性债务持续扩张，已累积较大规模刚性债务；公司非筹资性现金流状况欠佳，随着债务到期，公司面临的集中偿付压力较大。
- 投融资压力。锦汇集团主业资金回笼缓慢，后续在基础设施和安置房项目建设方面仍有较大投资需求，公司将持续面临较大的投融资压力。
- 自营业务经营风险。锦汇集团自建物业规模较大，后续运营受区域房地产市场及后续招商引资情况影响大，存在一定经营风险。
- 或有负债风险。锦汇集团对启东市国有企业的担保规模持续大幅上升，不利于财务风险控制。
- 小微企业贷款回收风险。22 锦汇债部分募集资金以委托贷款形式投放给经确认的小微企业使用，考虑到小微企业较易受到不利经济环境的影响，抗风险能力相对较弱，锦汇集团将持续面临委托贷款资金监管及回收方面的风险。

未来展望

通过对锦汇集团及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
母公司口径数据:			
货币资金[亿元]	11.85	1.86	7.65
刚性债务[亿元]	60.67	51.82	51.36
所有者权益[亿元]	75.10	76.97	78.50
经营性现金净流入量[亿元]	-16.35	2.13	28.03
合并口径数据及指标:			
总资产[亿元]	171.90	178.46	199.48
总负债[亿元]	90.59	95.09	114.56
刚性债务[亿元]	71.78	77.89	96.19
所有者权益[亿元]	81.31	83.37	84.92
营业收入[亿元]	5.34	6.38	7.53
净利润[亿元]	1.72	1.47	1.39
经营性现金净流入量[亿元]	-19.81	-1.87	-3.62
EBITDA[亿元]	2.61	2.08	1.78
资产负债率[%]	52.70	53.28	57.43
长短期债务比[%]	184.38	107.48	159.62
短期刚性债务现金覆盖率[%]	84.04	21.72	53.71
EBITDA/利息支出[倍]	0.60	0.51	0.33
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.02
担保人 1: 中债信用增进合并口径数据及指标:			
总资产[亿元]	169.71	162.08	147.46
所有者权益[亿元]	119.64	122.44	110.01
增信责任余额[亿元]	913.12	799.50	-
增信责任放大倍数[倍]	7.63	6.53	-
累计代偿率[%]	0.00	0.02	-
担保人 2: 中投保合并口径数据及指标:			
总资产[亿元]	258.52	262.56	279.76
所有者权益[亿元]	116.42	111.35	109.42
期末担保余额[亿元]	480.03	634.62	827.82
融资性担保放大倍数[倍]	3.67	4.53	5.37
当期担保代偿率[%]	0.15	0.00	0.38

注: 发行人数据根据锦汇集团经审计的 2020-2022 年财务数据整理、计算; 担保人 1 数据根据中债信用增进经审计的 2020-2022 年财务报表以及相关期间业务数据整理, 其中增信责任放大倍数通过期末增信责任余额/期末股东权益计算得出, 增信责任余额包含未到期增信项目责任余额及已到期但仍承担增信责任的项目余额; 担保人 2 数据根据中投保经审计的 2020-2022 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算, 2021 年末数据以 2022 年年报披露为准, 融资性担保放大倍数及当期担保代偿率由中投保提供, 详见其年报。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）		
评级要素		风险程度
个体信用	业务风险	3
	财务风险	4
	初始信用级别	aa ⁻
	调整因素	ESG 因素
		表外因素
		业务持续性
		其他因素
	调整理由： 无	
个体信用级别		aa ⁻
外部支持	支持因素	+1
	支持理由： 公司作为启东市重要的基础设施建设主体之一，可获政府支持。	
主体信用级别		AA

同类企业比较表

企业名称（全称）	2022 年/末主要数据					
	总资产 （亿元）	所有者权益 （亿元）	资产负债率 （%）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营性现金净 流入量（亿 元）
丹阳市开发区高新技术产业发展有限公司	198.36	95.66	51.77	11.62	2.12	0.33
桐庐新城发展投资有限公司	233.93	86.07	63.21	1.72	1.03	-22.95
南通运通港务发展有限公司	222.31	80.82	63.64	3.76	1.14	10.36
江苏锦汇集团有限公司	199.48	84.92	57.43	7.53	1.39	-3.62

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2017 年启东创新型经济园开发有限公司公司债券和 2022 年江苏锦汇集团有限公司小微企业增信集合债券（第一期）（分别简称“PR 启创债”及“22 锦汇债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据江苏锦汇集团有限公司（以下简称“锦汇集团”、“发行人”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2022 年财务报表及相关经营数据，对锦汇集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2017 年 7 月公开发行了 PR 启创债，发行金额为 12.00 亿元，发行利率为 5.16%，期限为 7 年，设置本金提前偿还条款，即在债券存续期的第 3-7 个计息年度末分别按照发行总额 20%的比例偿还债券本金，最后五期利息随当年本金一起支付。本期债券由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债信用增进”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。本期债券募集资金拟全部用于启东创新型经济园北片区棚户区改造项目，该项目计划总投资 22.27 亿元，截至 2022 年 4 月末，募集资金已全部使用完毕。

该公司于 2022 年 12 月公开发行了 22 锦汇债，发行金额为 3.00 亿元，发行利率 4.76%，期限为 5 年，设置本金提前偿还条款，即在债券存续期的第 3、第 4、第 5 个计息年度末，分别按照债券发行总额的 30%、30%和 40%比例偿还债券本金。本期债券由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。本期债券拟将 1.80 亿元募集资金通过委贷银行以委托贷款形式，投放于经公司确认的，启东市区域内或者经启东市国资办同意的其他区域的中小微企业；拟将 1.20 亿元募集资金用于补充公司营运资金。截至本报告出具日，募集资金已全部使用完毕。

截至 2023 年 5 月末，该公司存续标准债本金余额为 23.94 亿元。公司对已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 1. 截至 2023 年 5 月末公司存续期内债券概况（单位：亿元，%）

债项简称	发行金额	期限	最新票面利率	债券余额	起息日	本息兑付情况
22 锦汇债	3.00	5 年	4.76	3.00	2022.12.28	--
22 锦汇集团 PPN002	4.20	1 年	2.80	4.20	2022.09.30	--
22 锦汇 01	5.50	3 年	3.95	5.50	2022.01.12	正常
20 启创 01	6.00	3+2 年	4.90	6.00	2020.09.29	正常
20 启创投	6.00	2+2+1 年	4.00	0.44	2020.01.16	正常
PR 启创债	12.00	7 年	5.16	4.80	2017.07.14	正常
合计	36.70	--	--	23.94	--	--

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我

国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度,全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升,主要经济体的通胀压力依然很大,美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化,我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露,政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力,但金融领域的潜在风险并未完全消除;美欧货币政策紧缩下,美元、欧元的供给持续回落,对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展,俄乌军事冲突的演变尚不明确,对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解,消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓;除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外,大多数制造业生产及经营绩效持续承压,且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平;公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善,其中餐饮消费显著回暖,除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长;基建和制造业投资延续中高速增长,房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄;剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展,实际有效汇率稳中略升,境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长,人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革,扩大高水平对外开放,提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署;短期内宏观政策调控力度仍较大,为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效,专项债靠前发行,延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策,在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策,综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具,加大对国内需求和供给体系的支持力度,保持流动性合理充裕,引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革,有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建,对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年,随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效,我国经济将恢复性增长:高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复;基建投资表现平稳,制造业投资增速有所回落,房地产投资降幅明显收窄;出口在外需放缓影响下呈现疲态,或将对工业生产形成拖累。从中长期看,在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上,贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性,我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

近年来,随着政府隐性债务“控增化存”管理政策常态化,城投企业融资重点受控,区域融资表现持续分化。城投企业有望在区域开发中保持重要作用,中短期内对其的融资监管预计仍将有保有压,自身市场化转型也将加速推进,期间高债务率而化债资源相对有限地区的城投企业债务周转压力值得关注。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力,是国民经济可持续发展的重要基础,对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年,全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富,建设规模不断扩大,建设水平迅速提高,城市基础设施不断完善。“十四五”时期,全面推进乡村振兴,完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一,其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略,发展壮大城市群和都市圈,推进以县城为重要载体的城镇化建设,实施城市更新行动,完善住房市场体系和住房保障体系,提升城镇化发展质量。在未来一段时间内,城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务,城投企业作为其中的主要参与者,其重要性预计中短期内仍将保持。

城投企业业务范围广泛,包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设,以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中,城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用,但同时

债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。

近年来，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境相对较紧。2021 年，国发[2021]5 号文、沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15 号文及补充通知等政策相继发布；2022 年 5 月和 7 月，财政部先后通报和问责了 16 个新增隐性债务和隐性债务化解不实的典型案例，再次强调要坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；此外，2022 年 6 月，国务院办公厅下发《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，明确坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责。但在“稳增长、防风险”的政策基调下，有效投资仍可受到金融支持。2022 年 4 月，政策层面提出金融机构要合理购买地方政府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资；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，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。此外，在城投融资“分类管控”、房地产调控政策和土地市场景气度变化等因素综合影响下，区域融资分化加剧。

2023 年，稳增长、防风险的政策基调未变。随着地方经济增长的恢复，城投企业所处外部环境有望回稳，但政府隐性债务严监管预计仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整和市场转型仍是可持续发展的题中之义。中短期内，城投企业融资监管预计仍将有保有压，承担新型城镇化建设等重大项目的城投企业合理融资需求预计仍有一定保障，但高债务率而化债资源相对有限、同时近年土地出让大幅下降地区的城投企业再融资压力可能进一步加大。

（3）区域因素

启东市经济基础较好，近年来持续推动工业体系高端转型，现已形成海工及重装备、精密机械、新能源等多个重点产业；2022 年全市经济继续保持增长态势，综合财力受留抵退税政策实施及土地成交波动影响而有所下滑，财政收支平衡压力有所上升。启东市是江苏省出江入海的重要门户，地理位置优越，随着长三角一体化全面推进、江苏沿海大开发战略纵深发展，启东市未来面临较好发展机遇。

启东市是江苏省南通市下辖县级市，地处长江入海口，是江苏省出江入海的重要门户，属于上海一小时经济圈。启东市是全国有影响力的“海洋经济之乡”，拥有国家一类开放口岸，江海岸线 178 公里，可利用深水海岸线 30 公里，吕四渔场是全国四大渔场之一，吕四渔港亦是全国六大中心渔港之一。截至 2022 年末，全市下辖 12 个镇，陆地面积 1208 平方公里；常住人口 95.7 万人，较上年减少 0.45 万人；城镇化率为 61.4%，较上年提高 0.7 个百分点。随着长三角一体化全面推进，叠加江苏沿海大开发战略纵深发展，处于两大国家战略交汇点的启东市已全面进入港桥经济新时代，面临较好发展机遇。

图表 2. 启东市主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

指标	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1223.10	4.2	1345.94	8.4	1391.14	2.2
人均地区生产总值（万元）	12.81	--	13.95	8.5	14.50	3.1
人均地区生产总值倍数（倍）	1.78	--	1.71	--	1.69	--
规模以上工业总产值	845.93	5.0	1120.58	28.2	1249.74	8.4
全社会固定资产投资	--	10.3	--	7.7	--	3.2
社会消费品零售总额	413.58	0.7	482.57	16.7	477.24	-1.1
进出口总额	215.34	-13.7	404.18	87.7	338.36	-16.3
三次产业比例	6.9:48.2:44.9		6.6:48.8:44.6		6.7:49.3:44.0	

资料来源：启东市国民经济和社会发展统计公报、启东市及南通市政府网站

启东市经济实力较强，在赛迪顾问县域经济研究中心发布的 2022 年中国县域经济百强榜单中位列第 24 名。2022 年全市实现地区生产总值 1391.14 亿元，同比增长 2.2%，受多重超预期因素影响，经济

增速放缓。分产业看，2022 年全市第一产业增加值 92.96 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 685.87 亿元，增长 3.9%；第三产业增加值 612.3 亿元，增长 0.1%；三次产业结构为 6.7:49.3:44.0，仍呈现二三产业并重的经济发展格局。2022 年启东市人均地区生产总值为 14.50 万元，是全国平均水平的 1.69 倍。

启东市工业基础较好，近年来，结合国家产业政策及当地工业经济发展状况，全市工业体系实现了从“八大产业”到“五大产业”集群再到“三优三新”、“两主两新两优”¹的高端转型，已形成了海工及重装备、生命健康科技、新材料、新能源、电子信息及半导体装备、精密机械等重点产业体系。2022 年全市实现规模以上工业总产值 1249.74 亿元，同比增长 8.4%；实现高新技术产业产值 692.88 亿元，同比增长 5%，占全市规上工业总产值的 55.4%；实现工业应税销售 1308.5 亿元，同比增长 8.8%，其中新能源装备、生命健康、电子信息及半导体产业分别增长 21%、16.8%和 10.4%。

固定资产投资方面，2022 年启东市全社会固定资产投资同比增长 3.2%。从投向看，主要集中于二三产业，2022 年第二产业投资同比增长 0.6%，第三产业投资同比增长 6.4%；制造业投资占固定资产投资的比重达 47.2%，较上年提升 0.8 个百分点；基础设施投资同比增长 11.6%，较上年提升 8.7 个百分点；房地产开发投资同比下降 19.5%。消费及外贸方面，2022 年全市实现消费品零售总额 477.24 亿元，同比下降 1.1%；实现进出口总额 338.36 亿元，同比下降 16.3%，其中出口总额 271.11 亿元，同比增长 4.3%，进口总额 67.25 亿元，同比下降 53.4%。

土地市场方面，启东市近年土地出让总价有所波动，2022 年全市土地出让总面积 425.02 万平方米，同比增长 14.69%，以住宅及工业用地为主，但主要受涉宅用地成交均价下滑以及商业/办公用地量价齐降影响，全市土地出让总价为 124.97 亿元，同比下降 18.47%。

图表 3. 启东市土地市场交易情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
土地出让总面积（万平方米）	387.47	370.57	425.02
其中：住宅用地	81.58	71.25	108.89
综合用地（含住宅）	--	46.66	37.09
商业/办公用地	68.92	43.95	2.03
工业用地	156.70	184.73	201.59
其它用地	80.27	23.98	75.42
土地出让总价（亿元）	123.77	153.28	124.97
其中：住宅用地	69.11	88.23	87.73
综合用地（含住宅）	--	24.53	27.20
商业/办公用地	46.65	34.02	0.50
工业用地	3.80	4.26	4.70
其它用地	4.21	2.25	4.84
土地出让均价（元/平方米）	3194	4136	2940
其中：住宅用地	8471	12383	8056
综合用地（含住宅）	--	5257	7334
商业/办公用地	6768	7739	2453
工业用地	243	231	233
其它用地	525	937	642

资料来源：中指指数（数据提取日：2022 年 4 月 4 日）

启东市财政收入主要来源于一般公共预算收入和政府性基金预算收入，近年来以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金预算收入对地方财政收入的贡献度较高。

一般公共预算收支方面，启东市 2022 年一般公共预算收入为 67.15 亿元，按自然口径计算较上年下降 13.7%，考虑留抵退税因素后同口径一般公共预算收入为 84.4 亿元，较上年同口径增长 8.5%。同

¹ “两主两新两优”六大产业指海工及重装备、生命健康科技两大主导产业，精密机械、电子信息及半导体装备两大优势产业和新能源、新材料两大新兴产业。

期税收收入为 48.32 亿元，构成以增值税、企业所得税、契税为主，分别为 9.29 亿元、14.13 亿元和 8.52 亿元，分别较上年下降 56.7%、3.4%和 16.1%；税收收入占一般公共预算收入比重为 72.0%，受大规模留抵退税政策实施导致增值税同比大幅减少，以及受计提教育资金收入导致专项收入大幅增加影响，税收比率较上年下降 10.0 个百分点。2022 年，启东市一般公共预算支出为 126.26 亿元，一般公共预算自给率为 53.2%，较上年下降 12.6 个百分点，财政支出对上级转移支付的依赖度有所提升。

政府性基金预算收支方面，启东市 2022 年政府性基金预算收入为 128.79 亿元，为当期一般公共预算收入的 1.92 倍，构成以国有土地使用权出让收入为主；同期政府性基金预算支出为 140.55 亿元，主要受土地出让规模下滑影响，2022 年政府性基金预算收支平衡压力有所上升。

截至 2022 年末，启东市地方政府债务余额为 250.16 亿元，其中一般债务余额 108.97 亿元，专项债务余额 141.19 亿元。

图表 4. 启东市主要财政数据（单位：亿元）

指标	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
一般公共预算收入	72.01	77.81	67.15
其中：税收收入	59.12	63.79	48.32
一般公共预算支出	118.99	118.22	126.26
政府性基金预算收入	150.90	152.43	128.79
其中：国有土地使用权出让收入	141.17	141.83	119.86
政府性基金预算支出	128.53	147.53	140.55
政府债务余额	207.88	224.72	250.16

资料来源：启东市 2020 年及 2021 年财政决算表、2022 年财政预算执行情况

启东经开区成立时间较早，新能源、电子信息、生物医药等产业基础较为雄厚，园区经济实力较强，跟踪期内主导产业持续发展，为该公司业务发展提供了良好的外部环境。

江苏省启东经济开发区（以下简称“启东经开区”或“开发区”）成立于 1992 年，是江苏省首批省级开发区和沿江沿海重点建设开发区之一。开发区滨江靠海邻上海，是江苏省距上海自贸区、上海浦东新区最近的省级开发区，原规划面积 50 平方公里，建成区面积约 28 平方公里。

根据启东市委、市人民政府于 2020 年 3 月 19 日发布的《关于进一步优化提升开发园区管理体制机制的实施意见》，启东经开区实行“一区三园”的管理模式，即以启东经济开发区为主体，统筹生命健康科技园、滨江精细化工园、海工船舶工业园，构建沿江产业板块；划定启东经济开发区协同发展区总规划面积 194 平方公里²，其中南苑路以南区域及生命健康科技园作为优先发展产业集聚区，总规划面积约 30 平方公里；确立启东经开区重点发展生命健康、海工船舶装备、电子信息及半导体装备、新能源等主导产业，科学布局生物医药研发制造区、保健品快消品产业区、海工船舶及配套装备产业区、半导体装备和新能源装备产业区等特色功能集聚区，打造全方位接轨上海新高地，积极争创国家级经济技术开发区。

经过多年招商及培育，启东经开区新能源、半导体装备及材料、生物医药等产业基础较为雄厚，重点企业包括韩华新能源、林洋能源、海四达动力科技、药明康德、启微半导体、乾朔电子等。近年来，启东经开区还积极鼓励重点企业扩大投资、延伸产业链，并利用科创大楼、国动科技园、北大华东产业园等载体平台，注重招引金融后台、区域总部、研发中心等多种现代服务业项目。2022 年，启东经开区实现地区生产总值 538.47 亿元。其中，工业增加值占比 39.0%，服务业增加值占比 48.2%。

图表 5. 2020-2022 年启东经开区主要经济指标³

指标	2020 年	2021 年	2022 年
地区生产总值（亿元）	459.46	503.78	538.47
其中：工业增加值（亿元）	163.38	180.57	210.11

² 北至东汇线、永阳线、沿江公路，南至长江，东至丁仓港河、江堤公路，西至启海河、环西大道。

³ 2020 年起，启东经开区地区生产总值统计口径由之前的四乡四园（启东经开区、海工园、滨江化工园、启隆乡、汇龙镇、惠萍镇、南阳镇和王鲍镇）调整至一区三园。

指标	2020 年	2021 年	2022 年
服务业增加值（亿元）	242.61	264.85	259.50
工业总产值（亿元）	561.09	618.55	672.59
高新技术企业产值（亿元）	297.52	396.28	392.43
全社会固定资产投资额（亿元）	298.79	193.95	300.78
进出口额（亿美元）	18.19	41.79	40.48
实际使用外资额（亿美元）	2.14	2.30	2.29

资料来源：锦汇集团

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍主要负责启东经开区内基础设施建设和安置房等项目建设，同时从事租赁等业务。公司收入主要来源于基础设施及安置房建设业务，但项目回款进度缓慢，且后续仍有较大投资需求，公司将持续面临较大的投融资压力；公司租赁业务盈利能力较强，在建物业规模较大，若能顺利实现租售，可带来一定的现金流入，但受区域房地产市场情况、经济发展及招商引资情况影响较大，存在一定经营风险。

该公司主要负责启东经开区内的基础设施、安置房等项目建设，同时从事租赁等业务。2022 年公司实现营业收入 7.53 亿元，同比增长 18.02%。其中，工程建设和安置房建设收入合计对营收的贡献度为 90.54%，仍为营业收入的主要来源。同期，公司综合毛利率为 18.50%，工程建设和安置房建设等主要业务毛利率波动不大。

图表 6. 2020 年以来公司营业收入、毛利构成及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	53442.69	100.00	63833.17	100.00	75336.14	100.00
工程建设	3916.75	7.33	7738.35	12.12	31522.97	41.84
安置房建设	42938.52	80.34	48820.20	76.48	36692.05	48.70
租赁	6334.58	11.85	5984.91	9.38	5828.89	7.74
其他	252.83	0.47	1289.71	2.02	1292.24	1.72
综合毛利率	21.00		19.52		18.50	
工程建设	12.70		12.70		12.70	
安置房建设	12.70		12.70		12.70	
租赁	85.79		84.96		84.55	
其他	-65.21		15.10		26.57	

资料来源：锦汇集团

（1）主业运营状况/竞争地位

A. 基础设施建设

该公司承担启东经开区内拆迁整理、道路景观等基础设施项目的投资建设，与江苏省启东经济开发区管理委员会（以下简称“启东经开区管委会”）签订了《基础设施项目委托建设框架协议》，约定由启东经开区管委会支付代建管理费用，代建管理费成本加成比例为 10%-20%。主要受项目完工进度及启东经开区管委会结算安排影响，工程建设业务营收规模各年度间有所波动，2022 年公司实现工程建设业务收入 3.15 亿元，同比大幅增加 2.38 亿元；同期业务毛利率为 12.70%，与上年保持一致。

截至 2022 年末，该公司在建基础设施建设项目主要包括开发区园区开发建设二期工程、钱塘江路等，主要在建项目概算总投资为 21.16 亿元，累计已投入资金 18.58 亿元，尚需投资约 2.58 亿元，建设资金均由公司自筹。同期末，公司拟建基础设施建设项目主要包括金桥科、科创路等，概算总投资为 2.70 亿元。

图表 7. 截至 2022 年末公司主要在建基础设施建设项目（单位：亿元）

项目名称	投资概算	已完成投资额	尚需投资额	计划建设期
开发区园区开发建设二期	20.00	17.80	2.20	2016-2024 年
钱塘江路	0.90	0.57	0.33	2019-2023 年
林洋路	0.20	0.16	0.04	2019-2023 年
科创智慧停车场	0.06	0.05	0.01	2021-2023 年
合计	21.16	18.58	2.58	--

资料来源：锦汇集团

图表 8. 截至 2022 年末公司主要拟建基础设施建设项目（单位：亿元）

项目名称	投资概算	计划建设期
金桥科、科创路	1.00	2023-2025 年
张江路	0.70	2023-2025 年
工业污水处理单元	0.50	2023-2025 年
危化品仓库建设	0.50	2023-2025 年
合计	2.70	--

资料来源：锦汇集团

B. 安置房建设

该公司承担启东经开区内安置房项目建设任务，项目完工后计划以定向安置及对外销售的方式实现资金回笼。2020 年公司安置房项目交易对手方主要为启东汇才科创园管理服务有限公司（曾用名启东经济开发区总公司，以下简称“汇才科创园公司”）；2021 年公司无偿受让汇才科创园公司 100% 股权，此后公司安置房项目交易对手方变更为启东市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“启东市国资办”）全资子公司启东茂材实业有限公司（以下简称“茂材实业”）。2022 年，公司实现安置房建设收入 3.67 亿元，较上年略有下滑；业务毛利率仍为 12.70%。

截至 2022 年末，该公司在建的安置房项目主要包括创新型经济园北片区棚户区改造项目、人才公寓安置房、钱塘佳苑安置房等项目，项目计划总投资为 73.11 亿元，累计已投入 47.99 亿元。同期末，公司暂无拟建安置房项目。整体看，公司安置房建设仍面临较大的资金缺口，未来投融资压力较大。

图表 9. 截至 2022 年末公司主要在建安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	投资概算	已完成投资额	尚需投资额
人才公寓安置房（锦瑞花苑）	12.87	8.73	4.14
创新型经济园北片区棚户区改造	22.27	17.28	4.99
科创嘉园东区	8.26	4.02	4.24
锦绣三期	8.21	3.99	4.22
锦瑞花苑西区安置房	5.50	5.20	0.30
钱塘佳苑安置房项目	11.00	6.40	4.60
富南小区安置房项目	5.00	2.37	2.63
合计	73.11	47.99	25.12

资料来源：锦汇集团

C. 租赁业务

目前该公司可供出租的物业资产主要为公司本部的岸线码头、科创大楼和南苑路邻里中心农贸市场。其中，岸线码头资产系由启东市政府于 2012 年无偿划拨，该资产前三年免收租金，于 2016 年开始实现经营收益；科创大楼为公司本部 2017 年完工的商业办公楼，总投资为 3.74 亿元，自 2017 年 7 月开始对外出租，可供租赁面积为 9.23 万平方米；南苑路邻里中心农贸市场于 2019 年完工，可供出租面积为 0.51 万平方米，2020 年起实现出租收入。2022 年公司实现租赁收入 0.58 亿元，业务毛利率为 84.55%，均较上年变化不大，业务盈利能力维持在较高水平。

自营项目方面，目前该公司主要在建项目为北京大学生命科学华东产业研究院一期工程项目和新

产业服务中心项目，并拟建高标准厂房工程。其中，北京大学生命科学华东产业研究院一期工程项目建设用地面积约 6.68 万平方米，总建筑面积 13.55 万平方米，项目计划总投资为 10.52 亿元，建设资金主要来源于发行债券及自筹，截至 2022 年末已投资 7.39 亿元；项目共建设总部创智花园及金融创投服务中心、产业互联网展示中心、创智公寓式酒店、企业会馆及综合管理用房中心五个功能区域，拟通过对外出售和出租实现资金回笼。新产业服务中心项目计划总投资 10.57 亿元，截至 2022 年末项目已投资 7.64 亿元，项目后续将作为行政服务中心投入使用。

图表 10. 截至 2022 年末公司主要自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	工程进度	投资概算	已完成投资额
北京大学生命科学华东产业研究院一期工程项目	在建	10.52	7.39
新产业服务中心项目	在建	10.57	7.64
高标准厂房工程	拟建	5.06	--
合计	--	26.15	15.03

资料来源：锦汇集团

总体来看，上述项目投资规模较大，建成后若能顺利实现出售和出租，可为该公司带来一定规模且持续的现金流入，但后续收入实现情况受房地产市场情况、开发区发展状况和招商引资情况影响较大，存在一定的经营风险。

（2）运营规划/经营战略

未来，该公司仍将按照启东市政府规划，做好启东经开区的开发建设，不断拓展融资渠道，继续完善区域内基础设施建设，促进启东市及启东经开区经济发展；公司未来将不断加强对岸线码头资产的综合开发利用，稳定推进科创大楼租赁运营，促进公司租赁业务继续发展；公司将积极开拓启东市部分安置房建设和销售业务，积极按照启东市规划开展安置房的建设与销售。企业管理方面，公司将按照现代企业制度要求，切实创新内部管理机制，建立有效的国有资本管理、监督和运营机制，以市场为导向构建相对完备的产业体系，推动国有资产的保值增值，不断壮大自身综合实力。

管理

跟踪期内，该公司在产权状况、治理结构、管理制度、机构设置等方面均无重大变化。

跟踪期内，该公司在产权状况、治理结构、管理制度、机构设置等方面均无重大变化，启东市国资办仍为公司唯一股东，启东市政府仍为公司实际控制人；截至 2022 年末，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元。公司产权状况详见附录一。

根据该公司审计报告披露，公司关联交易主要为其与关联方的资金往来。截至 2022 年末，公司应收关联方启东祥瑞建设有限公司（以下简称“祥瑞建设”）款项余额为 4.12 亿元，于其他应收款科目核算；应付关联方启东新乔物业有限公司款项余额 17.63 万元，于其他应付款科目核算。

根据该公司本部、汇才科创园公司、启东锦龙建设开发有限公司（以下简称“锦龙建设”）、启东腾飞建设工程综合开发有限公司（简称“腾飞建设”）、启东锦天建设工程有限公司（以下简称“锦天建设”）2023 年 2 月的《企业信用报告》，上述公司无未结清信贷异常记录。

截至 2023 年 6 月 14 日，根据中国执行信息公开网查询结果，该公司存在 1 条被执行记录，执行案号为（2023）苏 0681 执 1521 号，执行标的 3206.03 万元。除此之外，根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局——重大税收违法失信案件信息公布栏、证券期货市场失信记录查询平台查询结果，截至 2023 年 6 月 14 日，未发现公司本部存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，该公司债务规模持续扩张，目前已累积较大规模刚性债务，公司非筹资性现金流状况欠佳，随着债务到期，公司面临的债务集中偿付压力较大；同时，公司对外担保规模大幅上升，不利于财务风险控制。考虑到启东经开区管委会及启东市属其他企业对公司的资金占用规模较大，回收情况存在不确定性，且基建和安置房项目资金回笼期限较长，公司资产实际流动性较弱。此外，公司资产中以公允价值计量的投资性房地产占比较高，需关注公允价值变动风险。

1. 数据与调整

该公司 2022 年财务报告审计机构更换为中喜会计师事务所（特殊普通合伙）。中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他相关规定。

2022 年，该公司新增子公司 2 家，分别为投资设立的锦天建设，以及公司通过股权转让方式，以 0 元受让启东锦洋能源科技有限公司 51% 股权，后续公司将依托该公司开展分布式光伏业务。此外，根据启东市国资办相关文件，将原公司持有的启东茂腾贸易有限公司（2022 年 11 月更名为启东茂腾物业资产经营管理有限公司，以下简称“茂腾物业”）80% 股权无偿划出。截至 2022 年末，公司纳入报表合并范围的子公司共 11 家。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

随着启东经开区开发建设的逐步推进，该公司负债规模及刚性债务持续扩张，负债经营程度上升，债务负担明显加重。2022 年末，公司负债总额为 114.56 亿元，较上年末增长 20.47%，其中刚性债务余额为 96.19 亿元，较上年末增长 23.50%。同期末，公司资产负债率为 57.43%，较上年上升 4.14 个百分点；股东权益与刚性债务比率为 88.29%，较上年末下降 18.75 个百分点。

主要受益于经营积累，2022 年末该公司所有者权益较上年末增长 1.87% 至 84.92 亿元。其中，实收资本 20.00 亿元，较上年末无变动；资本公积 38.79 亿元，较上年末增长 0.44%，主要系茂腾物业 80% 股权转出所致；其他综合收益 12.81 亿元，主要为投资性房地产公允价值变动形成，较上年末增长 0.24%；未分配利润 11.83 亿元，较上年末增长 10.85%，主要为经营积累所致。2022 年末公司实收资本及资本公积合计占所有者权益的比重为 69.22%。

（2）债务结构

该公司负债期限总体偏长期，2022 年末长短期债务比为 159.62%，受新增较大规模长期借款影响，长期债务占比较上年末大幅提升。具体看，公司负债主要由应付账款、其他应付款、递延所得税负债和刚性债务构成。2022 年末，公司应付账款余额 2.42 亿元，主要为应付工程款及征地费用，较上年末下降 67.91%，主要系工程款结算所致；其他应付款余额 9.41 亿元，较上年末增加 5.57 亿元，系应付往来款增加所致，期末应付启东市国资办下属企业启东润博园区管理服务有限公司和启东经开城市发展有限公司往来款分别为 2.40 亿元和 1.07 亿元、应付启东经开区管委会往来款 0.71 亿元；递延所得税负债余额 4.44 亿元，系投资性房地产评估增值形成，较上年末基本持平；刚性债务 96.19 亿元，较上年末增长 23.50%，增量主要来自银行借款。

该公司刚性债务主要由银行借款、应付债券和融资租赁借款构成。2022 年末，公司银行借款、应付债券（不含应付利息）和融资租赁借款余额分别为 62.31 亿元、30.29 亿元和 1.58 亿元。其中，银行借款余额 62.31 亿元，较上年末增加 20.88 亿元，主要为保证借款、质押借款和混合借款，担保主要为公司本部对子公司借款担保，以及江苏启晟集团有限公司（原启东交通投资集团有限公司，以下简称

“启晟集团”)等启东市市属企业对公司借款提供担保,质押主要为银行存单及应收账款质押,合作银行主要包括工商银行、农业银行、农业发展银行、南京银行等,借款平均利率约为 4.66%,承债主体以公司本部及子公司锦龙建设、腾飞建设和锦天建设为主;应付债券余额 30.29 亿元,较上年末增加 1.17 亿元,主要为公司本部发行的标准化债券等;融资租赁借款余额 1.58 亿元,较上年末减少 1.75 亿元,主要为公司本部于 2019-2020 年间借入的长江联合金融租赁有限公司、上海越秀融资租赁有限公司及平安国际融资租赁(天津)有限公司的融资租赁借款,成本相对较高。期限结构方面,2022 年末公司短期刚性债务余额为 30.69 亿元,较上年末下降 7.16%,占刚性债务总额的比重为 31.91%,近年来主要因债券到期或行权,公司面临的债务集中偿付压力较大,截至 2023 年 5 月末,公司存续标准债本金余额为 23.94 亿元,以行权计,2023 年 6-12 月及 2024-2025 年分别到期债券本金 12.60 亿元、2.84 亿元和 6.40 亿元,详见图表 1。

3. 现金流量

该公司经营环节现金流主要反映主业现金收支及往来款收支情况。2022 年公司营业收入现金率为 157.79%,较上年提升 40.48 个百分点,主要系当期主业现金回笼增长所致。但公司项目在建规模较大,近年来经营活动现金流持续呈净流出状态,2022 年公司经营活动产生的现金流量净额为-3.62 亿元。公司投资活动产生的现金流主要反映购建固定资产等长期资产的支出,2022 年主要因购地及股权投资,公司投资活动产生的现金流量净额为-3.13 亿元,净流出规模较大。公司主要通过外部融资等方式弥补经营环节和投资环节资金缺口,2022 年筹资活动产生的现金净流量为 15.32 亿元。

4. 资产质量

2022 年末,该公司资产总额为 199.48 亿元,较上年末增长 11.78%,呈持续扩张趋势。公司资产以流动资产为主,2022 年末流动资产余额为 146.48 亿元,占资产总额的比重为 73.43%。从具体构成看,公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2022 年末,货币资金余额为 16.49 亿元,较上年末增长 129.59%,受限金额为 4.75 亿元,受限原因为保证金、存单质押;应收账款余额为 11.96 亿元,较上年末下降 26.57%,主要系应收启东经开区管委会及茂材实业工程建设款;其他应收款余额为 14.30 亿元,较上年末下降 15.54%,主要系应收启东经开区管委会往来款减少所致,期末公司应收茂材实业及其控股子公司祥瑞建设款项合计 10.90 亿元,应收启晟集团、启东滨海工业园开发有限公司款项分别为 1.70 亿元和 0.81 亿元,公司其他应收款账龄主要在 1 年以内,但其他应收款规模较大,对公司资金形成占用,未来回收情况存在不确定性,易加大公司资金周转压力;存货余额为 102.83 亿元,较上年末增长 14.90%,主要系基础设施项目和安置房项目开发成本。

该公司非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成。2022 年末,长期股权投资余额 8.68 亿元,较上年末基本持平,主要系公司对祥瑞建设的投资;投资性房地产余额 37.02 亿元,系以公允价值计量的物业资产及土地使用权,较上年末增长 7.75%,系存货转入的物业资产,期末物业资产余额 27.76 亿元、土地使用权余额 9.26 亿元。此外,新增列示其他非流动资产科目余额 2.50 亿元,系购地成本;其他权益工具投资余额较上年末增长 69.62%至 0.46 亿元,增量系当期公司对江苏华阳制药有限公司投资 0.19 亿元;其他非流动金融资产余额较上年末增长 77.07%至 0.27 亿元,增量主要系当期公司对南通至远启行半导体产业投资基金(有限合伙)和苏州鼎太鲲创业投资合伙企业(有限合伙)投资 0.12 亿元和 0.10 亿元。

5. 盈利能力

2022 年,该公司实现营业收入 7.53 亿元,同比增长 18.02%;营业毛利为 1.39 亿元,同比增长 11.82%,其中工程建设和安置房建设业务毛利合计占比为 62.17%,租赁业务毛利占比为 35.36%;同期,综合毛利率为 18.50%,较上年下降 1.03 个百分点。公司期间费用由管理费用和财务费用构成,2022 年为 0.82 亿元;期间费用率为 10.90%,较上年上升 3.10 个百分点。公司盈利的实现政府对补助依赖度较大,2022 年公司获得的政府补助为 1.10 亿元,主要为基础设施建设财政补贴款。同期,公司实现净利

润 1.39 亿元；总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.88% 和 1.65%。

6. 偿债能力与流动性

该公司 EBITDA 主要由利润总额及列入财务费用的利息支出构成，2022 年为 1.78 亿元，对利息支付的覆盖倍数为 0.33 倍。近年来公司刚性债务规模增长较快，利息负担有所加重，EBITDA 对利息支出的保障程度呈减弱趋势，目前已处于较低水平，EBITDA 对刚性债务的保障程度亦较差；公司经营性现金流和非筹资性现金流持续呈净流出状态，无法对债务偿付形成有效保障。

2022 年末，该公司流动比率为 331.97%，指标表现较好，但考虑到公司流动资产中应收款项和存货占比高，而其他应收款回收情况存在不确定性，基建和安置房项目资金回笼期限较长，公司资产实际流动性较弱。同期末，现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 37.36% 和 53.71%。随着债券逐步到期或行权，公司短期刚性债务保持在较大规模，现金类资产对即期债务覆盖程度有限，面临较大的债务集中偿付压力。

图表 11. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
EBITDA/利息支出(倍)	0.60	0.51	0.33
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.03	0.02
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-56.70	-4.80	-8.05
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-31.89	-2.49	-4.16
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-60.05	-4.07	-15.01
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-33.78	-2.11	-7.75
流动比率（%）	384.84	285.19	331.97
现金比率（%）	46.81	15.67	37.36
短期刚性债务现金覆盖率（%）	84.04	21.72	53.71

资料来源：锦汇集团

资产受限方面，2022 年末该公司受限资产合计 36.35 亿元，占资产总额的比重为 18.22%。其中货币资金、存货和投资性房地产受限金额分别为 4.75 亿元、1.62 亿元和 29.98 亿元，分别占当期末科目余额的 28.82%、1.58% 和 80.98%。整体来看，公司资产受限程度较高。

图表 12. 2022 年末受限资产明细（单位：亿元，%）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例	受限原因
货币资金	4.75	28.82	保证金、存单质押
存货	1.62	1.58	抵押
投资性地产	29.98	80.98	抵押
合计	36.35	--	--

资料来源：锦汇集团

7. 表外事项

截至 2022 年末，该公司对外担保金额为 55.12 亿元，担保比率为 64.90%，较上年末增长 19.13 个百分点；担保对象为启东经开城市发展有限公司、茂材实业等启东市国有企业。整体来看，公司对外担保规模较大且增长较快，不利于财务风险控制。

图表 13. 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保对象	担保金额
启东经开城市发展有限公司	12.71
启东茂材实业有限公司	9.67
启东润博园区管理服务有限公司	7.00

被担保对象	担保金额
启东祥瑞建设有限公司	6.55
启东国有资产投资控股有限公司	6.19
江苏启晟集团有限公司	4.99
启东江鼎实业有限公司	3.20
启东市新城建设投资发展有限公司	3.00
启东金源源实业有限公司	0.92
启东睿博体育文化有限公司	0.49
启东茂腾物业资产经营管理有限公司	0.40
合计	55.12

资料来源：锦汇集团

外部支持

该公司作为启东市重要的基础设施建设主体之一，公司发展战略与启东市发展规划密切衔接，能够在政策、业务及资金等方面获得地方政府支持。2022 年公司获得政府补助 1.10 亿元，为盈利的实现提供支撑。此外，公司与多家金融机构存在长期合作关系，截至 2022 年末，公司获得的银行综合授信额度为 90.81 亿元，其中未使用授信额度为 19.77 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. PR 启创债：外部担保

PR 启创债由中债信用增进提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中债信用增进是为贯彻落实中央关于大力发展多层次的资本市场、为中小企业提供多种有效融资途径、切实缓解中小企业融资难等一系列方针政策，由中国银行间市场交易商协会联合中国石油天然气集团公司、国网英大国际控股集团有限公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理有限公司⁴、首钢集团有限公司、中银投资资产管理有限公司，于 2009 年 9 月正式发起设立的我国首家专业债券信用增进机构。中债信用增进初始注册资本 60 亿元人民币，由股东在成立时以货币形式一次性缴足。2016 年 6 月，中债信用增进并列第一大股东中国石油天然气集团公司将其持有的股份全部转让给中国石油集团资本有限责任公司。2019 年 7 月，中债信用增进并列第一大股东中国中化股份有限公司将其持有的股份全部无偿转让给中化资本有限公司。成立至今中债信用增进总股本数未发生改变，股权结构如下表。

图表 14. 中债信用增进股权结构（单位：万元、%）

序号	股东名称	持股金额	持股比例
1	中国石油集团资本有限责任公司	99,000	16.50
2	国网英大国际控股集团有限公司	99,000	16.50
3	中化资本有限公司	99,000	16.50
4	北京国有资本经营管理有限公司	99,000	16.50
5	首钢集团有限公司	99,000	16.50
6	中银投资资产管理有限公司	99,000	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	6,000	1.00
合计		600,000	100.00

资料来源：中债信用增进公司（截至 2022 年末）

⁴ 原名北京国有资本经营管理中心，2021 年 7 月更为现名。

截至 2022 年末，中债信用增进经审计的财务报表口径总资产为 147.46 亿元，股东权益为 110.01 亿元；当年实现各项营业收入 13.75 亿元，其中增信业务收入 8.20 亿元，净利润 7.08 亿元。

中债信用增进为国内首家专业信用增进机构，拥有雄厚的资本实力和良好的股东背景，国内债券市场的稳步发展也为其提供了发展空间。同时，由于中债信用增进公司战略定位符合国家政策导向，能够获得一定的外部支持。值得关注的是，2017 年以来，我国《融资担保公司监督管理条例》及其配套政策出台，在规范融资担保业务经营方面均做了细化要求。在强调协调避免监管套利的思路下，对信用增进行业相关监管制度的规范建立具有指导意义，中债信用增进增信业务结构或将受到影响。此外，在我国债券市场信用风险的逐步释放，信用违约事件频发的背景下，中债信用增进面临的市场风险、投资风险和流动性风险有所加大，未来对中债信用增进的信用风险识别能力及投资判断能力均提出更高要求。

整体来看，中债信用增进为 PR 启创债提供的担保有助于提升该债券到期偿付安全性。

2.22 锦汇债：外部担保

22 锦汇债由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中投保是经国务院批准特例试办、国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，成立于 1993 年，初始注册资本 5.00 亿元。2006 年根据国务院国有资产监督管理委员会[2006]1384 号《关于国家开发投资公司和中國投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保并入国家开发投资公司（后更名为国家开发投资集团有限公司，简称“国投集团”），同时增资至 30.00 亿元。2010 年 9 月以来，中投保引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，注册资本增至 45.00 亿元。2015 年 8 月，中投保整体改制为股份制公司，并更名为现名；同年 12 月，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2022 年末，中投保注册资本为 45.00 亿元，控股股东为国投集团，实际控制人为国务院国资委。中投保前五大股东持股情况见下表。

图表 15. 截至 2022 年末中投保前五大股东明细

序号	股东名称	持股数（亿股）	出资比例（%）
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93
2	青岛信保投资发展合伙企业（有限合伙）	7.93	17.62
3	信宸资本担保投资有限公司	3.01	6.68
4	金鼎投资（天津）有限公司	2.98	6.63
5	鼎晖嘉德（中国）有限公司	2.70	6.00
合计		38.64	85.86

资料来源：中投保

截至 2022 年末，中投保经审计的合并口径总资产为 279.76 亿元，股东权益为 109.42 亿元；当年实现营业总收入 17.32 亿元，净利润 5.43 亿元。

中投保建立健全以担保增信为一体，资管投资、金融科技为两翼，延伸信用服务链条积极探索第二增长曲线的“一体两翼+”信用服务链条。2022 年，随着发行债券担保业务储备项目大量落地，中投保担保业务规模显著增长。中投保代偿率控制在较低水平，且受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理措施，历史追偿效果较好，基本实现当期回收。资产管理方面，中投保信裕资产管理（北京）有限公司（简称“中投保信裕”）作为中投保旗下最重要的投资、资管平台，下设两家子公司开展资产管理业务，通过加强合规经营，增强主动管理能力，借助良好的信誉加大产品开发和资金渠道开拓力度，使得其资产管理规模维持在一定水平。金融科技方面，以促进业务转型升级为目标，持续加强金融科技能力建设，不断丰富金融科技业务场景和应用实践，促进科技与业务深度融合，加快构建数字化风控体系，搭建具有金融科技属性的业务系统，为业务发展提供科技动力。资金运用方面，中投保近年来逐步调整投资组合，目前主要分布于定期存款、债券、基金、股权投资、理财计划、委托贷款、信托计划等，其中非标投资面临一定的信用减值压力。中投保拥有部分变现能力较强的资产，可根据代偿预

期调整资产结构，整体代偿能力较强，但宏观经济变化的不确定性和资本市场波动对其风险管理能力提出更高要求。

整体来看，中投保为 22 锦汇债提供的担保有助于提升该债券到期偿付安全性。

跟踪评级结论

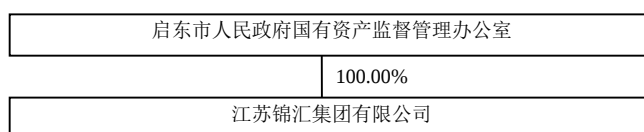
启东市地理位置优越，经济基础较好，随着长三角一体化全面推进、江苏沿海大开发战略纵深发展，启东市未来面临较好的发展机遇；2022 年全市经济继续保持增长态势，综合财力受留抵退税政策实施及土地成交波动影响而有所下滑，财政收支平衡压力有所上升。启东经开区成立时间较早，新能源、电子信息、生物医药等产业基础较为雄厚，园区经济实力较强，跟踪期内主导产业持续发展，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

该公司仍主要负责启东经开区内基础设施建设和安置房等项目建设，同时从事租赁等业务。公司收入主要来源于基础设施及安置房建设业务，但项目回款进度缓慢，且后续仍有较大投资需求，公司将持续面临较大的投融资压力；公司租赁业务盈利能力较强，在建物业规模较大，若能顺利实现租售，可带来一定的现金流入，但受区域房地产市场情况、经济发展及招商引资情况影响较大，存在一定经营风险。跟踪期内，公司债务规模持续扩张，目前已累积较大规模刚性债务，公司非筹资性现金流状况欠佳，随着债务到期，公司面临的债务集中偿付压力较大；同时，公司对外担保规模大幅上升，不利于财务风险控制。考虑到启东经开区管委会及启东市属其他企业对公司的资金占用规模较大，回收情况存在不确定性，且基建和安置房项目资金回笼期限较长，公司资产实际流动性较弱。此外，公司资产中以公允价值计量的投资性房地产占比较高，需关注公允价值变动风险。

中债信用增进为 PR 启创债提供的担保有助于提升该债券到期偿付安全性；中投保为 22 锦汇债提供的担保有助于提升该债券到期偿付安全性。

附录一：

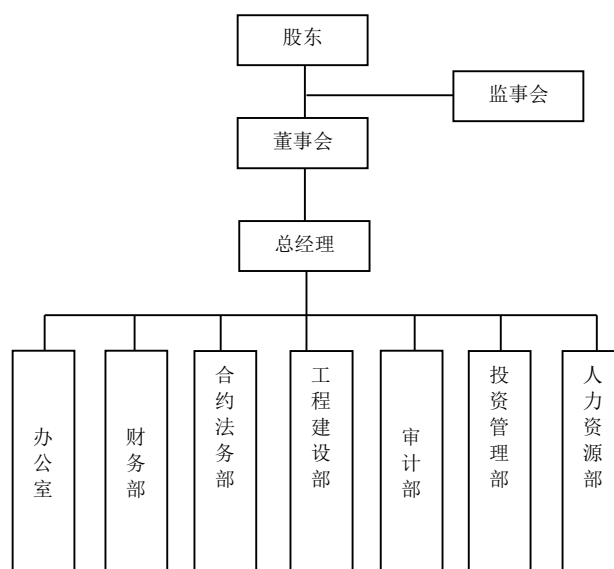
公司股权结构图



注：根据锦汇集团提供的资料绘制（截至 2022 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据锦汇集团提供的资料绘制（截至 2022 年末）

附录三：

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例（%）	主营业务	2022 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
				刚性债务余额 （亿元）	所有者权益 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营环节现金净流 入量（亿元）	
江苏锦汇集团有限公司	锦汇集团	--	园区内基础和配套设施、市政公用工程等	51.36	78.50	5.97	1.57	28.03	单体口径
启东创绿绿化工程有限公司	创绿绿化	100.00	园林绿化工程、园林古建筑工程	1.02	-0.11	--	0.01	-0.34	--
启东腾飞物业管理有限公司	腾飞物业	100.00	物业管理	2.04	0.02	0.11	0.00	0.51	--
启东腾飞建设工程综合开发有限公司	腾飞建设	100.00	房地产开发经营、各类工程建设活动	19.39	20.28	0.57	-0.01	-15.44	--
启东锦龙建设开发有限公司	锦龙建设	100.00	建设工程设计和施工	17.75	5.00	--	-0.00	-16.07	--
启东汇才科创园管理服务有限公司	汇才科创园公司	100.00	基础设施建设	2.90	8.35	0.88	-0.18	1.53	--

注：根据锦汇集团 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额[亿元]	171.90	178.46	199.48
货币资金[亿元]	14.91	7.18	16.49
刚性债务[亿元]	71.78	77.89	96.19
所有者权益[亿元]	81.31	83.37	84.92
营业收入[亿元]	5.34	6.38	7.53
净利润[亿元]	1.72	1.47	1.39
EBITDA[亿元]	2.61	2.08	1.78
经营性现金净流入量[亿元]	-19.81	-1.87	-3.62
投资性现金净流入量[亿元]	-1.17	0.29	-3.13
资产负债率[%]	52.70	53.28	57.43
长短期债务比[%]	184.38	107.48	159.62
权益资本与刚性债务比率[%]	113.27	107.04	88.29
流动比率[%]	384.84	285.19	331.97
速动比率[%]	189.16	89.54	98.55
现金比率[%]	46.81	15.67	37.36
短期刚性债务现金覆盖率[%]	84.04	21.72	53.71
利息保障倍数[倍]	0.57	0.48	0.31
有形净值债务率[%]	117.26	119.98	141.34
担保比率[%]	29.29	45.77	64.90
毛利率[%]	21.00	19.52	18.50
营业利润率[%]	37.60	26.72	20.50
总资产报酬率[%]	1.70	1.12	0.88
净资产收益率[%]	2.49	1.78	1.65
净资产收益率*[%]	2.52	1.80	1.65
营业收入现金率[%]	34.97	117.31	157.79
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-56.70	-4.80	-8.05
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-31.89	-2.49	-4.16
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-60.05	-4.07	-15.01
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-33.78	-2.11	-7.75
EBITDA/利息支出[倍]	0.60	0.51	0.33
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.02

注：表中数据依据锦汇集团经审计的 2020-2022 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计－期末存货余额－期末预付账款余额－期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%

指标名称	计算公式
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

担保方 1：中债信用增进主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2020 年	2021 年	2022 年
实收资本（亿元）	60.00	60.00	60.00
股东权益（亿元）	119.64	122.44	110.01
总资产（亿元）	169.71	162.08	147.46
货币资金（亿元）	0.90	0.68	0.61
风险准备金（亿元）	23.72	25.96	28.55
营业收入（亿元）	16.39	13.01	13.75
增信业务收入（亿元）	7.50	7.85	8.20
营业利润（亿元）	6.55	7.42	8.47
净利润（亿元）	5.24	6.12	7.08
平均资本回报率（%）	4.74	5.05	6.09
风险准备金充足率（%）	2.60	3.25	-
增信责任放大倍数（倍）	7.63	6.53	-
增信责任余额（亿元）	913.12	799.50	-
累计代偿率（%）	0.00	0.02	-
代偿回收率（%）	0.54	0.01	-
累计代偿损失率（%）	-	-	-

注 1：根据中债信用增进经审计的 2020-2022 年财务报表以及相关期间业务数据整理；

注 2：增信责任放大倍数通过期末增信责任余额/期末股东权益计算得出；

注 3：增信责任余额包含未到期增信项目责任余额及已到期但仍承担增信责任的项目余额；

注 4：2022 年部分业务数据尚未披露，故标为“-”。

指标计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	净利润/[(上期末股东权益+本期末股东权益)/2]×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末增信余额×100%
累计代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除增信金额×100%
代偿回收率	代偿回收率=当期收回的代偿金额/（期初增信代偿金额+当期代偿发生额）*100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以增信方合并财务报表数据为准。

附录六：

担保方 2：中投保主要财务数据及指标

主要财务数据与指标	2020 年	2021 年	2022 年
实收资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
股东权益（亿元）	116.42	111.35	109.42
总资产（亿元）	258.52	262.56	279.76
货币资金（亿元）	12.42	27.57	31.87
风险准备金（亿元）	18.72	26.45	34.53
营业收入（亿元）	38.95	23.81	17.32
担保业务收入（亿元）	2.16	9.99	13.13
营业利润（亿元）	12.52	10.32	5.80
净利润（亿元）	8.34	8.07	5.43
加权平均净资产收益率*（%）	3.82	8.21	5.11
风险准备金充足率（%）	5.07	5.62	6.81
融资性担保放大倍数*（倍）	3.67	4.53	5.37
担保发生额（亿元）	192.03	429.10	470.62
期末担保余额(亿元)	480.03	634.62	827.82
当期担保代偿率*（%）	0.15	0.00	0.38
当期代偿回收率*（%）	1.90	0.37	11.90
当期担保损失率*（%）	1.00	0.84	0.00

注 1：根据中投保经审计的 2020-2022 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算，2021 年末数据以 2022 年年报披露为准；

注 2：指标*均由中投保提供，详见其年报。

指标计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	净利润/[（上期末净资产+本期末净资产）/2] ×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保责任余额×100%
累计担保代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以担保方合并财务报表数据为准。

附录七：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA、CCC 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。

附录八：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2017年5月2日	AA/稳定	陆奕璇、王静茹	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022年7月27日	AA/稳定	陆奕璇、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月27日	AA/稳定	陆奕璇、李娟	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
债项评级 (PR 启动债)	历史首次评级	2017年5月2日	AAA	陆奕璇、王静茹	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022年6月29日	AAA	陆奕璇、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月27日	AAA	陆奕璇、李娟	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
债项评级 (22 锦汇债)	历史首次/前次评级	2022年7月27日	AAA	陆奕璇、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月27日	AAA	陆奕璇、李娟	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。