



2020年如东县通泰投资集团有限公司农村 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：

2020年如东县通泰投资集团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
20通农专项债/20通投债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：如东县依托港口优势，加速沿海产业集聚，县域经济实力和财力不断增强，如东县通泰投资集团有限公司（以下简称“如东通泰”或“公司”）是如东县高新技术产业开发区（以下简称“如东高新区”）重要的基础设施建设和投融资主体，业务持续性仍较好，且继续获得一定外部支持，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）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本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到，公司资产主要集中于应收款项、项目建设成本和土地房产，其流动性受制于地方政府的统筹资金安排，持续的项目建设支出推动总债务持续攀升，公允价值变动收益持续性存在一定不确定性，股权投资存在一定风险，以及存在一定或有负债风险等因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司主营业务持续性仍较好，且将持续获得一定外部支持。

评级日期

2023年06月27日

联系方式

项目负责人：何馨逸
hexy@cspengyuan.com

项目组成员：吕凤鸣
lvfm@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	201.60	188.34	173.11
所有者权益	70.75	69.18	62.30
总债务	113.77	103.47	95.56
资产负债率	64.90%	63.27%	64.01%
现金短期债务比	0.58	0.75	0.60
营业收入	11.16	8.37	9.25
其他收益	1.74	1.24	1.24
利润总额	2.48	2.99	2.27
销售毛利率	20.96%	20.80%	15.75%
EBITDA	3.92	4.00	2.89
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.69	0.63
经营活动现金流净额	0.43	0.54	5.26

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- 如东县依托港口优势，加速沿海产业聚集，县域经济实力和财力不断增强。如东县拥有全国一类开放口岸洋口港，依托港口优势，加速沿海产业聚集，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业，经济财政实力持续增强，2022年在全国县域经济百强中排名第31位，人均GDP显著高于全国平均水平。
- 公司是如东高新区重要的基础设施建设投融资主体，主营业务持续性仍较好。公司主要负责如东高新区范围内的基础设施、安置房及产业园区开发建设和国有资产运营。截至2022年末，在建委托代建项目仍有一定规模，且存货中已完工待结转的项目成本约40亿元，未来收入较有保障。
- 公司继续获得一定外部支持。2022年公司获得如东县掘港镇会计中心拨付的1.70亿元财政补贴收入，有效提升了当年的盈利水平。
- 保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

关注

- 公司资产主要集中于应收款项、项目建设成本和土地房产，其流动性受制于地方政府的统筹资金安排。截至2022年末公司资产中应收账款、其他应收款、存货、投资性房地产合计占比74.69%，应收款项主要对手方是当地国有企业和政府部门，资金回笼时间存在较大不确定性，存货主要为代建项目的建设成本，其结算进度主要取决于委托方的结算计划和资金安排，且公司有相当比例的土地及房产用于抵押受限，限制公司的再融资能力。
- 股权投资存在一定风险。公司2022年末其他非流动金融资产账面价值21.68亿元，主要为股权投资基金，投资对象包括半导体、生物医药等行业的初创企业，2022年公司确认权益法下投资亏损246.72万元，未来仍存在一定投资风险。
- 投资性房地产公允价值收益的持续性存在一定不确定性。公司投资性房地产主要为自持的对外租赁的物业资产，采用公允价值计量，2022年公司确认了0.76亿元公允价值变动收益，但区域房地产市场价格波动将影响未来该收益的可持续性。
- 公司项目建设支出推动债务规模攀升，面临较大的偿债压力。随着在建项目的持续投入，公司外部融资规模持续攀升，截至2022年末资产负债率达到64.90%，财务杠杆水平较高，偿债能力指标仍表现欠佳。
- 存在一定或有负债风险。截至2022年末，公司对外担保金额合计17.15亿元，占年末净资产的24.24%，担保对象均为地方国有企业，但均未设置反担保措施。

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
新天地投资	如东县沿海经济开发区的重要基础设施建设主体	190.10	95.71	14.99
如东通泰	如东县高新区重要的基础设施建设主体	201.6	70.75	11.16
南通开元	如东县经济开发区的主要基础设施和保障房建设主体	157.57	69.92	7.89

注：（1）新天地投资为如东县新天地投资发展有限公司的简称、南通开元为南通开元投资开发集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为2022年数据

资料来源：公开资料，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

- 公司是如东县重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，如东县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与如东县政府的联系非常紧密以及对如东县政府非常重要。同时，中证鹏元认为如东县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/20 通农专项债/20 通投债	2022-06-26	何馨逸、张旻燊	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/20 通农专项债/20 通投债	2020-07-29	汪永乐、何佳欢	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_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
20 通农专项债 /20 通投债	6.00	6.00	2022-06-26	2027-12-23

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2020年12月23日发行7年期6亿元农村产业融合发展专项债券，募集资金原计划用于如东县农村产业融合发展示范园区建设项目和补充流动资金，截至2022年12月31日，“20通农专项债/20通投债”募集资金专项账户余额为60.50万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人及主要业务范围均未发生变化。截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为14.00亿元，控股股东仍为如东县投资管理办公室（以下简称“如东投管办”），持股比例100.00%，公司实际控制人仍为如东县人民政府。公司仍主要负责如东高新区范围内的基础设施建设、安置房建设和产业园区开发运营业务。

2022年，公司合并范围内减少2家子公司，详见下表。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

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
江苏鼎洋医药科技有限公司	100.00%	0.25	药品生产技术	丧失实际控制权
南通音知创业投资中心（有限合伙）	95.00%	3.00	科技推广和应用服务业	丧失实际控制权

资料来源：公司2022年审计报告及公司提供，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

如东县拥有全国一类开放口岸洋口港，交通条件良好，近年县域经济实力和财力不断增强；依托港口优势，如东县加速沿海产业集聚，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业；受土地出让下滑影响，2022年政府性基金收入有所下滑，财政自给能力较弱

区位特征：如东县临近黄海，海洋资源丰富，拥有全国一类开放口岸洋口港；近年洋吕铁路、通苏嘉甬铁路如东延伸段、如通苏湖铁路等重大交通项目规划实施，交通条件日臻便利。如东县隶属于江苏省南通市，南与通州区为邻，西与如皋市接壤，西北与海安县毗连，东面和北面濒临南黄海，陆域面积 2,122 平方千米，管辖海域面积 4,555 平方千米。全县下辖 3 个街道、12 个乡镇，另设有六个功能区（如东县经济开发区、如东沿海经济开发区、如东洋口港经济开发区、如东东安科技园区、如东沿海旅游经济开发区和南通外向型农业开发区），截至 2022 年末，如东县常住人口 87.67 万人，户籍人口 98.26 万人，整体人口呈净流出状态。如东县临近黄海，有较强的海洋、滩涂资源优势，海岸线全长 106 公里，占江苏省的 1/9，滩涂 104 万亩，占南通市的二分之一。洋口港为全国一类开放口岸，2020 年，洋口港、通州湾、海门港、吕四港作业区纳入一体化发展规划，共同构建江苏新出海口。截至 2022 年末，洋口港拥有出海航道 2 条，其中 15 万吨级烂沙洋北水道航道长 40.9 千米，7 万吨级烂沙洋南水道航道长 24.8 千米。洋口作业区自然岸线总长 7.1 千米，码头岸线总长 19.4 千米，拥有 7 个沿海码头泊位，全年船舶流量 255 艘次，港口货物吞吐量 809.5 万吨。为配合洋口港建设，海洋铁路、洋口运河、临海高等级公路等相继建成，通苏嘉甬如东延伸线、如通苏湖城际铁路成功纳入长三角多层次轨道交通规划，并列入省铁路发展“十四五”开工建设项目库，将加速如东接轨上海及与高铁沿线发达城市间的联通互动，如东县交通条件和区位优势得到进一步提升。未来如东县将重点推进 S222 如东段、启扬高速公路如东互通至如东城区连接线等线路，并持续完善港口、公路、物流园区、产业园区等重要节点与干线网络的衔接，建设“江海互通、多式联运”的现代综合交通体系，进一步强化区位优势。

图 1 如东县区位图


资料来源：南通市规划局网站，中证鹏元整理

经济发展水平：如东县县域经济实力不断增强，但在南通市各区县中排名靠后，人均 GDP 显著高于全国平均水平，2022 年对外贸易保持强劲增长，有力拉动经济增长。近年如东县地区生产总值保持增长，2022 年经济增速大幅放缓，经济总量和增速均居南通市各区县中的末位。三次产业结构由 2020 年的 7.9：48.6：43.6 调整为 2022 年的 7.7：48.5：43.8，产业结构相对稳定，第二产业始终占据主导地位。在 2022 年中郡研究所发布的全国县域经济百强榜中，如东县排名第 31 位，比上年度提升 2 位，县域经济实力不断增强。2022 年如东县人均 GDP 为 14.97 万元，是全国人均 GDP 的 174.70%，在南通市各区县仅次于海门区和海安市且显著高于全国平均水平。2022 年如东县固定资产投资同比增长 7.1%，其中工业投资同比增长 0.8%，服务业投资同比增长 19.7%；房地产市场方面，2022 年全年房地产开发投资 55.83 亿元，同比增长 8.5%，商品房施工面积和竣工面积分别同比增长 37.7%和 22.7%，但商品房销售面积同比下降 13.1%。2022 年如东县全社会消费品零售总额增速回落至 4.0%，但对外贸易增速保持强劲，有力拉动经济增长。

表2 南通市 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 (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
崇川区	1,676.96	2.10%	137,775	113.14	63.54
通州区	1,639.20	2.10%	147,809	67.54	162.97
海门区	1,621.68	2.60%	163,139	56.13	102.51
如皋市	1,479.31	2.30%	120,809	73.50	104.67
启东市	1,391.14	2.20%	145,023	67.15	128.79
海安市	1,379.75	--	158,591	66.00	98.51
如东县	1,314.61	1.50%	149,711	52.72	120.85

注：崇川区、如皋市、启东市、如东县、海门区人均 GDP 直接来自统计公报，通州区人均 GDP 采用 2022 年末常住人口计算，海安市人均 GDP 采用 2021 年末常住人口计算

资料来源：南通市各区县统计公报和财政预决算报告，中证鹏元整理

表3 如东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）	1,314.61	1.5%	1,272.24	8.9%	1,155.11	5.9%
固定资产投资	--	7.1%	-	6.4%	-	10.3%
社会消费品零售总额	497.02	4.0%	477.80	17.4%	406.95	0.6%
进出口总额	648.95	28.0%	506.84	28.3%	395.31	4.7%
人均 GDP（元）		149,711		144,597		131,263
人均 GDP/全国人均 GDP		174.70%		178.57%		182.75%

注：“-”表示数据未公布。

资料来源：2020-2022 年如东县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：如东县发展重心转向沿海开发，依托港口优势，加速沿海产业聚集，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业，未来将着力构建“2+2+2”新型产业体系。近年随着国家沿海战略的推进，如东县发展重心转向沿海开发，依托港口优势，如东县利用滩涂围垦形成的土地资源兴起数个工业园区，加速沿海产业聚集，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业。化工新材料方面，如东县化工企业主要集中在如东洋口港经济开发区和沿海开发区。新能源方面，如东县拥有丰富的太阳能、风能、潮汐能、生物质能等绿色能源，绿色能源产业在全国处于领先水平，如东县拥有丰沛的风能资源，建有全国最大的海上风电场，已先后引进了江苏龙源风力发电有限公司、中水电新能源公司等多家风力发电公司。如东县围绕新能源、新材料两大支柱产业，安全防护、食品两大传统产业，新一代信息技术、生命健康两大战略性新兴产业，着力构建如东“2+2+2”新型产业体系。服务业方面，近年以港口物流、黄海旅游为主的现代服务业加速发展，洋口港现代物流园成功创建省级生产性服务业集聚示范区，洋口港保税物流中心（A）正式获批，如东小洋口旅游度假区获评“中国温泉之乡”。截至2022年末，如东县主要上市公司包括中天科技（600522.SH）、海力风电（301155.SZ）、恒辉安防（300952.SZ）、爱朋医疗（300753.SZ）等。2022年，全县实现规上工业产值1,760亿元，新增规上工业企业102家、应税销售超50亿元企业3家，获批全国制造业单项冠军企业1家、国家级专精特新“小巨人”企业2家，中天科技获评江苏制造突出贡献奖，泰禾股份顺利过会。全年新开工5亿元以上工业项目25个、竣工14个，金光二期、桐昆三期等重大项目获得省市能评批复，项目建设综合考核保持全市第一方阵。

财政及债务水平：受减税降费政策影响，2022 年如东县财政收入质量有所弱化，整体财政自给能力较弱，受土地出让下滑影响，2022 年政府性基金收入同比有所下降。2022 年，如东县实现一般公共预算收入 52.72 亿元（自然口径），同比下降 25.47%，剔除留抵退税影响后为 76.87 亿元，同比增长 7.1%，受减税降费政策等因素影响，2022 年税收收入占比大幅降低，公共财政收入质量有所弱化。2022 年如东县财政自给率下降至 35.78%，整体财政自给能力较弱，财政平衡能力较弱。2022 年如东县政府性基金收入同比下降 17.9%，其中国有土地使用权出让收入同比下降 19.2%。近年如东县债务规模持续提升，

2022 年末地方政府债务余额为 203.16 亿元。

表4 如东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	52.72	68.50	60.02
税收收入占比	68.77%	82.33%	84.22%
财政自给率	35.78%	46.80%	44.52%
政府性基金收入	120.85	147.26	126.51
地方政府债务余额	203.16	193.92	158.78

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出

资料来源：2020-2022 年如东县财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

投融资平台：如东县城投公司数量较多，整体债务体量较大。截至 2022 年末，如东县已发债的平台数量较多，已发债的主要平台中一级平台五家，分别是如东县东泰社会发展投资有限责任公司（以下简称“如东东泰”）、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司（以下简称“金鑫交通”）、如东通泰、南通开元和如东金海岸投资开发集团有限公司（以下简称“金海岸集团”），除南通开元控股股东为如东县政府国有资产监督管理委员会（以下简称“如东国资办”）外，其余四家公司控股股东均为如东投管办，如东东泰是如东县最核心的平台，是县内综合性国有资产运营主体；金鑫交通是如东县主要的交通基础设施投资建设主体，如东通泰和南通开元分别是如东高新区和如东县经济开发区的主要基础设施建设主体，金海岸集团负责南通外向型农业综合开发区范围内的土地整理开发、工程施工等业务。如东东泰下属重要子公司包括如东县开泰城建投资有限公司（以下简称“开泰城建”）和江苏洋口港建设发展集团有限公司（以下简称“洋口港建发”），其中开泰城建是如东县重要的基础设施建设主体，洋口港建发是洋口港经开区的主要建设运营主体，详见下表。

表5 如东县主要城投平台情况（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
如东东泰	如东投资办	535.07	53.78%	43.73	430.37	如东县最核心的平台，是综合性国有资产运营主体，从事如东县内的土地整理、工程施工、供气、房产销售等业务
金鑫交通	如东投资办	312.31	45.62%	11.56	227.85	如东县主要的交通基础设施投资、建设和运营主体
开泰城建	如东东泰	253.17	48.43%	13.50	106.86	如东县重要的城市基础设施建设、水利设施建设、保障性住房建设主体
洋口港建发	如东东泰	234.25	54.86%	30.20	222.87	洋口港经开区的开发主体，主要负责省级洋口港经开区的开发建设与运营
新天地投资	江苏东和投资集团有限公司	95.71	49.65%	14.99	73.30	如东县沿海经济开发区的重要基础设施建设主体
南通开元	如东投资办	69.92	55.63%	7.89	90.30	如东县经济开发区的主要基础设施和保障房建设主体
如东通泰	如东投资办	70.75	64.90%	11.16	111.81	如东高新区重要的基础设施建设主体，主要负责区域内的安置房建设、基础设施建设和园区开发
金海岸集	如东投资	54.05	24.30%	2.40	15.35	负责南通外向型农业综合开发区范围内土地整

团 办 理开发、工程施工等业务

注：财务数据为2022年末/2022年度；金鑫交通、开泰城建总债务数据未考虑调整项
 资料来源：Wind、债券发行人公告、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

如东高新区位于如东县城中心区域，传统产业为纺织、化工行业，近年重点发展生命健康、智能制造和半导体产业等新型科技产业，建成了智能机电产业园区、半导体产业园区等一系列产业园。2020年中共如东县委、如东县人民政府印发《关于进一步优化提升省级以上开发区体制机制的实施意见》，提出如东高新区（掘港街道）的主体产业部分挂靠如东县经济开发区，作为如东县经济开发区南区，面积31.6km²，由如东经开区对其实施统一规划、统一建设、统一招商、统一考核，统计数据纳入如东经开区统计口径。2022年，如东高新区（掘港街道）实现地区生产总值144亿元，一般公共预算收入4.78亿元，进出口总额21.58亿元，工业应税销售154.09亿元。

五、经营与竞争

公司仍是如东高新区（掘港街道）范围内重要的基础设施建设及国有资产运营主体，基础设施建设业务持续性仍较好，但在建项目仍需一定资金投入，自营项目的未来收益具有一定不确定性

公司是如东县重要的基础设施建设主体之一，主要负责如东高新区（掘港街道）范围内的基础设施建设及国有资产运营。2022年公司营业收入同比增长33.34%，毛利率与上年基本持平，其中基础设施建设（委托代建）收入小幅增长，2022年公司新增销售、贸易收入1.76亿元，主要为公司将自持土地资产销售给江苏如东高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“如东高新区管委会”）产生的资产转让收入，该收入未来不具有持续性。

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
基础设施建设（委托代建）	82,646.25	74.08%	14.17%	75,132.95	89.80%	14.17%
租赁业务	3,992.43	3.58%	62.18%	7,313.16	8.74%	79.13%
物业管理、保洁服务	15.04	0.01%	78.22%	462.66	0.55%	97.56%
销售、贸易收入	17,638.61	15.81%	47.32%	0.00	0.00%	--
其他	7,266.57	6.51%	11.46%	756.81	0.90%	68.30%
合计	111,558.90	100.00%	20.96%	83,665.59	100.00%	20.80%

注：2022年其他收入主要为子公司出售设备的收入
 资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施建设（委托代建）业务

2022年公司基础设施建设业务小幅增长，毛利率稳定，未来仍有一定持续性，在建项目尚需投入一定资金

公司主要负责如东高新区（掘港镇）范围内的安置房建设、基础设施建设和园区开发，基础设施建

设业务主体包括公司本部、子公司如东县宏泰建设有限责任公司（以下简称“宏泰建设”）、如东县天一建设开发有限公司（以下简称“天一建设”）和如东县掘港商贸物流发展有限公司（以下简称“掘港商贸物流”）。业务模式为：公司作为建设方与委托方签订《城市基础设施工程项目委托代建合作协议》，由公司自行筹资进行相关项目的建设，完工后根据成本加成一定比例向委托方确认收入。委托方包括如东县人民政府、如东县安泰水利建设有限公司（以下简称“安泰水利”）、如东县升泰新农村开发建设有限公司（以下简称“升泰建设”）和江苏天一农贸集团有限公司（以下简称“天一农贸”）等。实际加成比例按照具体项目代建合同为准，公司每年根据委托方出具的结算单确认当年的委托代建收入。

2022年公司确认委托代建收入8.26亿元，毛利率保持稳定。主要结算的项目包括农桥农路综合支出、虹桥村刚正薄板拆迁、虹桥集居点项目等，截至2022年末，公司基础设施建设业务板块主要在建项目计划总投资30.90亿元，已投资26.62亿元，主要在建代建项目均已签订代建协议，未来收入有一定保障，但公司仍面临一定资金压力。

表7 截至 2022 年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
虹桥集居点项目	150,000.00	150,000.00
智云湾社区项目	106,000.00	106,000.00
五总安置小区三期	30,000.00	3,200.00
五总安置小区二期	18,000.00	2,500.00
南河湾公墓项目	5,000.00	4,500.00
合计	309,000.00	266,200.00

注：虹桥集居点项目和智云湾社区项目总投资较去年提高，系根据项目建设情况调整预算所致；这两个项目均即将完工
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司租赁收入大幅下降，盈利能力较强，自营项目仍需一定资金投入，且未来收益实现存在一定不确定性

为促进如东高新区产业发展，自2016年下半年以来，公司开始生命健康产业园、智能机电产业园、泛半导体产业园等自营项目的建设，通过收取租金的方式获取长期稳定的经营性收入。自2019年开始，公司依托已投入使用的产业园区及子公司掘港商贸物流持有的如东农贸市场摊位出租获取一定租金收入，由于产业园均设置了2年免租期，前期公司租赁业务毛利率为负。2021年财政补足以前年度招商引资政策免租的部分租金，且不再免租，导致当年公司租赁业务收入大幅增长，2022年大幅回落。公司租赁业务毛利率维持在较高水平，盈利能力较强。

截至2022年末，公司在建自营项目包括如东县泛半导体产业园（二期）和本期债券募投项目，尚需投资1.76亿元，已投入使用的智能电气、机电设备研发生产项目、自动化控制系统设备研发、生产项目、如东高新区泛半导体产业园（一期）等项目仍有部分配套设施在陆续投入建设，自营项目仍存在一定资金投入压力。同时，公司自营项目的未来收益情况取决于区域经济的景气及招商引资情况，存在一定不

确定性。

表8 截至 2022 年末公司自营项目情况（单位：万元）

已投入使用项目			
项目	项目实际投资	入驻率	
生命健康产业园	45,079.85	75%	
智能电气、机电设备研发生产项目	10,689.36	70%	
自动化控制系统设备研发、生产项目	24,203.99	70%	
智能机电产业园	401.30	100%	
如东高新区泛半导体产业园（一期）	29,860.00	67%	
职工人才公寓	25,000.00	61%	
如东农贸市场	33,754.00	95%	
合计	168,988.50	--	
在建项目			
项目	项目总投资	项目已投资	尚需投资
如东县农村产业融合发展示范园区建设项目（本期债券募投项目）	72,031.54	57,547.29	14,484.25
如东高新区泛半导体产业园（二期）	28,000.00	25,000.00	3,000.00
展厅	386.00	320.00	66.00
合计	100,417.54	82,867.29	17,550.25

注：2022 年公司将汽车零部件及配件制造项目连同其所在的土地资产一起转让给如东高新区管委会，故该项目不再列为自营项目

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得一定外部支持

2022年公司获得如东县掘港镇会计中心拨付的1.70亿元财政补贴收入，有效提升了当年的盈利水平。

六、财务分析

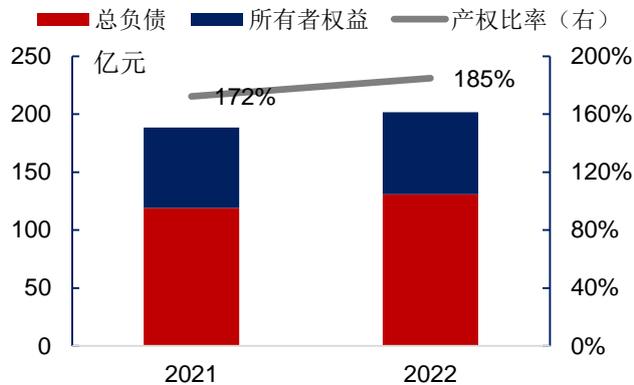
财务分析基础说明

以下分析基于经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围内减少2家子公司。

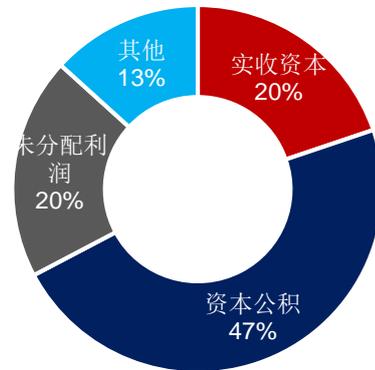
资本实力与资产质量

公司资产主要集中于应收款项、项目建设成本和土地、房产，流动性受制于地方政府的统筹资金安排，需关注其他非流动金融资产的投资风险

随着项目建设的持续投入，公司扩大外部融资规模，2022年末，公司总负债同比增长9.80%；2022年所有者权益的增长主要系公司自身盈余积累、投资性房地产评估增值的其他综合收益，截至2022年末，公司产权比率增至184.93%，财务杠杆水平较高。

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，公司资产总额同比增长 7.04%，公司资产中，应收款项（政府部门及国企的代建工程款和往来款）、存货（项目建设成本及待开发土地）、投资性房地产占比较大，年末合计占比 74.69%。

2022 年末公司存货账面价值同比小幅下降，系部分代建项目结转成本所致，代建收入的确认和回款均受制于委托方的资金安排计划，存在一定滞后性。截至 2022 年末，公司存货中包含 32 宗土地，账面价值合计 15.92 亿元，其中 3 宗为 2022 年通过招拍挂取得，计入存货的土地均已办理产证。公司应收账款主要是应收委托方安泰水利、天一农贸的代建款和应收南通天一农副产品批发市场及设备的资产转让款，其他应收款主要是与政府单位及国企之间的往来款，2022 年末前五大应收对象分别是如东县掘港镇财政所、如东县投管办、安泰水利、如东高新区财政分局和如东县城街道财政所，合计占比 71.87%。投资性房地产主要为公司自持的对外租赁的物业资产，账面价值增加主要系存货/固定资产/在建工程中的资产转入及公允价值评估增值所致，年末投资性房地产价值由北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）出具的《北方亚事评报字【2023】第 16-053 号》评估报告确认。

2022 年末公司其他非流动金融资产大幅增长至 21.68 亿元，主要为从长期股权投资转入的如东泰璞股权投资中心（有限合伙）和如东润信科技股权投资基金合伙企业（有限合伙）等私募股权投资基金，同比金额有所增加，系公司按照基金合伙协议出资所致，投资对象主要为半导体、生物医药等行业，2022 年公司权益法下投资亏损 246.72 万元，公司股权投资规模较大，投资对象较为分散且主要为初创企业，需关注相关的投资风险。

受限资产方面，2022 年末，公司受限资产主要包括因用于定期存单、票据保证金而受限的货币资金 13.01 亿元和用于抵押的存货、固定资产及无形资产 7.17 亿元。

表 9 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	19.19	9.52%	23.11	12.27%
应收账款	28.12	13.95%	20.20	10.72%

其他应收款	42.86	21.26%	32.56	17.29%
存货	39.82	19.75%	43.70	23.20%
流动资产合计	130.22	64.59%	124.17	65.92%
固定资产	3.08	1.53%	1.87	0.99%
在建工程	3.72	1.85%	4.07	2.16%
其他非流动金融资产	21.68	10.75%	1.69	0.90%
长期股权投资	0.00	0.00%	16.61	8.82%
投资性房地产	39.77	19.73%	36.61	19.44%
非流动资产合计	71.38	35.41%	64.18	34.08%
资产总计	201.60	100.00%	188.34	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年公司营业收入有所增长，毛利率较为稳定，其他收益和公允价值变动收益对利润总额贡献较大

2022年公司营业收入同比增长33.34%，主要系委托代建业务收入增长，以及新增销售厂房及配套土地的资产转让收入所致，资产转让收入未来不具备可持续性。2022年公司整体毛利率与上年基本持平。

2022年公司确认其他收益1.74亿元，主要系如东县掘港镇财政中心拨付的财政补贴，有力提升了公司的盈利水平。同年公司实现公允价值变动收益0.76亿元，系投资性房地产评估增值所致，未来持续可能存在一定不确定性。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	11.16	8.37
营业利润	2.52	3.12
其他收益	1.74	1.24
公允价值变动收益	0.76	1.47
利润总额	2.48	2.99
销售毛利率	20.96%	20.80%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司财务杠杆水平较高，总债务仍继续增长，面临较大的偿债压力

公司负债以刚性债务为主，公司外部融资规模攀升，2022年末总债务同比增长9.95%。2022年末，公司短期债务占比降低至30%以下，期限结构有所改善。融资渠道方面，公司债务以银行贷款和债券融资为主，合作银行包括国有商业银行、股份制商业银行及城商行、农商行等，贷款类型涵盖保证、质押及抵押等方式，长期贷款利率在4.00%-5.70%之间。公司存续期的债券包括企业债和非公开发行公司债，票面利率在4.50%-6.00%。公司长期应付款主要为融资租赁，利率约6%。此外，公司其他权益工具中包

含华鑫国际信托有限公司的永续债权投资，初始利率为6.42%。公司应付票据主要为银行承兑汇票，其他应付款主要为应付往来款。

表11 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	9.29	7.10%	6.37	5.35%
应付票据	5.87	4.49%	8.00	6.71%
其他应付款	5.83	4.45%	5.09	4.27%
一年内到期的非流动负债	17.88	13.67%	16.55	13.89%
流动负债合计	49.18	37.59%	45.97	38.58%
长期借款	47.32	36.16%	40.40	33.90%
应付债券	27.61	21.10%	27.01	22.67%
长期应付款	3.84	2.93%	3.18	2.67%
非流动负债合计	81.66	62.41%	73.19	61.42%
负债合计	130.85	100.00%	119.17	100.00%
总债务	113.77	86.95%	103.47	86.83%
其中：短期债务	33.04	25.25%	30.92	25.95%
长期债务	80.73	61.70%	72.55	60.88%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司资产负债率小幅增长，若将计入其他权益工具的永续债调整为负债，则调整后的资产负债率超过65%，公司整体财务杠杆水平较高。2022年末公司现金短期债务比同比下降，且公司货币资金中有相当比例受限，现金类资产对短期债务的覆盖能力欠佳，EBITDA利息保障倍数仍表现偏弱，公司仍面临较大的偿债压力。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	64.90%	63.27%
现金短期债务比	0.58	0.75
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.69

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

跟踪期内公司原董事长兼总经理、财务总监涉嫌违纪违法被调查，未对公司生产经营产生重大影响，但显示公司内控体系存在一定缺陷

环境方面，根据公司出具的说明及公开信息查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚，不存在因废水排放而受到政府部门处罚或因废弃物排放而受到政府部门处罚的情况。

社会方面，根据公司出具的说明及公开信息查询，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，2022年11月，公司原财务总监张彬因涉嫌违纪违法，接受如东县监委调查，同月张彬离任。2023年2月，公司原法定代表人、董事长兼总经理顾翠华因涉嫌严重违纪违法，接受如东县纪委监委审查和监察调查，2023年2月16日，中证鹏元就此事项出具关注公告。2023年3月，如东县政府免去顾翠华董事长、总经理职务，2023年4月19日，公司法定代表人变更为吴命。该事项未对公司职能定位、日常生产经营、财务状况和偿债能力产生重大不利影响，但反映出公司内控体系存在一定缺陷。

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，公司本部、子公司天一建设（查询日：2023年4月17日）、宏泰建设（查询日：2023年4月24日）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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额合计17.15亿元，占年末净资产的24.24%，担保对象均为地方国有企业，但均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表13 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
江苏天一农贸集团有限公司	16,000.00	2032-09-16
如东洋口半导体新材料有限公司	60,000.00	2036-12-29
如东县新天地投资发展有限公司	28,000.00	2027-05-18
	27,500.00	2032-07-27
南通开元投资开发集团有限公司	30,000.00	2023-01-25
南通瑞鑫绿化园林有限公司	10,000.00	2024-03-08
合计	171,500.00	--

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是如东县政府下属重要企业，如东县政府直接持有公司100.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，如东县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与如东县政府的联系非常紧密。公司股权由政府全资持有，政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司的业务基本来自政府及其相关单位，近5年内受到政府支持的次数多且力度较大，未来预计与政府的联系将保持稳定。

(2) 公司对如东县政府非常重要。公司业务中公益性业务占比较高，对当地政府的贡献很大，公司在净资产规模、营业收入规模等方面，在如东县主要平台中排名中等偏后，对政府而言不可替代性一般，但公司是已发债平台，若出现违约会对地方金融生态环境产生实质性的影响。

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连带责任保证担保仍能有效提升“20通农专项债/20通投债”的安全性

根据江苏再担保2019年11月出具的担保函，江苏再担保为“20通农专项债/20通投债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括债券的本金和利息，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。担保期限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14 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15 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16 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，“20通农专项债/20通投债”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，有效提升了其安全性。

十、结论

如东县临近黄海，拥有全国一类开放口岸洋口港。近年依托港口优势，加速沿海产业集聚，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业，县域经济财政实力不断增强。公司是如东县重要的基础设施建设投融资主体之一，主要负责如东县高新区范围内的安置房建设、基础设施建设和园区开发。近年随着基础设施建设推进，公司总债务规模较大且持续增长，面临较大的偿债压力，且公司在建项目仍需投入一定规模资金，或将进一步推高债务规模。然而，公司对如东高新区基础设施建设贡献较大，未来仍可持续获得代建收入，且公司在资金注入、财政补贴方面继续获得如东县政府的一定支持。整体看，公司抗风险能力尚可。此外，由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能有效提升“20通农专项债/20通投债”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“20通农专项债/20通投债”的信用等级为AAA。

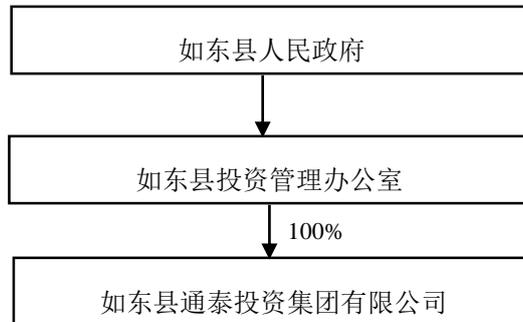
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	19.19	23.11	25.29
应收账款	28.12	20.20	20.52
其他应收款	42.86	32.56	36.83
存货	39.82	43.70	32.32
流动资产合计	130.22	124.17	120.35
固定资产	3.08	1.87	3.07
在建工程	3.72	4.07	2.98
其他非流动金融资产	21.68	1.69	0.00
投资性房地产	39.77	36.61	35.14
非流动资产合计	71.38	64.18	52.77
资产总计	201.60	188.34	173.11
短期借款	9.29	6.37	6.28
应付账款	3.16	3.38	3.60
一年内到期的非流动负债	17.88	16.55	26.77
流动负债合计	49.18	45.97	55.47
长期借款	47.32	40.40	32.81
应付债券	27.61	27.01	15.86
长期应付款	3.84	3.18	4.44
非流动负债合计	81.66	73.19	55.34
负债合计	130.85	119.17	110.81
其中：短期债务	33.04	30.92	42.45
总债务	113.77	103.47	95.56
所有者权益	70.75	69.18	62.30
营业收入	11.16	8.37	9.25
营业利润	2.52	3.12	2.22
其他收益	1.74	1.24	1.24
利润总额	2.48	2.99	2.27
经营活动产生的现金流量净额	0.43	0.54	5.26
投资活动产生的现金流量净额	-5.13	-10.79	-7.64
筹资活动产生的现金流量净额	-0.77	10.13	7.73
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	20.96%	20.80%	15.75%
资产负债率	64.90%	63.27%	64.01%
短期债务/总债务	29.04%	29.88%	44.43%
现金短期债务比	0.58	0.75	0.60
EBITDA	3.92	4.00	2.89

EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.69	0.63
---------------	------	------	------

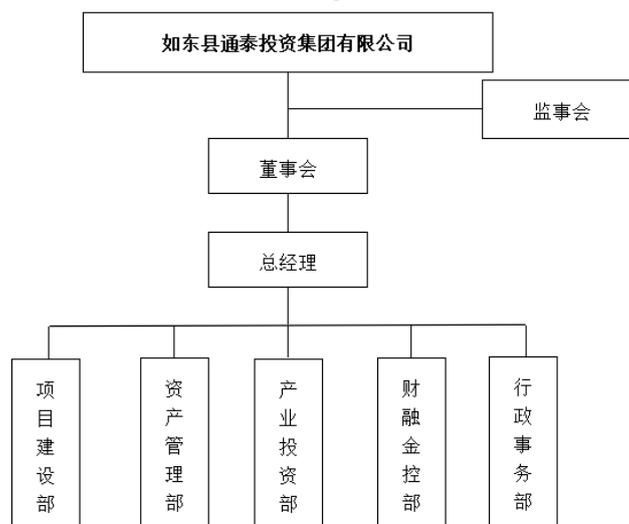
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

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

公司名称	持股比例 (%)	主营业务
如东县宏泰建设有限责任公司	100.00	基础设施开发、建设
如东县天一建设开发有限公司	100.00	房地产开发；土地及基础设施开发
如东通泰保洁服务有限公司	100.00	清洁服务
江苏如东高新生物科技有限公司	100.00	生物医药
如东道博智能设备有限公司	100.00	智能设备生产销售
如东县掘港商贸物流发展有限公司	100.00	普通货运
如东福瑞机电设备有限公司	100.00	保健食品研发
江苏如东高新经济发展有限公司	100.00	城市基础设施建设
江苏如东高新创业投资有限公司	100.00	创业投资业务
江苏如东高新物业管理服务有限公司	100.00	物业管理
江苏如东高新智能机电有限公司	100.00	照明设备、电子产品制造及销售
如东恒远智能设备有限公司	100.00	智能设备生产及销售
如东天翔新材料科技有限公司	100.00	新材料研发、生产
如东法思特电子科技有限公司	100.00	电子产品及元器件制造销售
如东科特机电科技有限公司	100.00	机电科技研发、转让
如东县掘港汽车城投资发展有限公司	100.00	汽车城基础设施建设
如东县天业房屋拆迁有限公司	100.00	房屋拆迁
康肾投资管理（上海）有限公司	100.00	投资管理
如东宾城物业管理有限公司	100.00	住宿服务
南通创智新材料科技有限公司	100.00	高强低收缩工业丝生产技术研发及销售
如东华睿智能科技有限公司	100.00	研究和试验发展
如东东泰机械有限公司	100.00	通用设备制造业
如东高新园林绿化有限公司	100.00	公共设施管理业
如东高新中心市场管理有限公司	100.00	租赁业
智杰半导体技术培训学校（如东）有限公司	100.00	教育
如东县海泰渔船服务有限公司	100.00	专业技术服务业

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 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

附录六 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。