



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2024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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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 2024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，县域经济实力和财力不断增强，2023 年一般公共预算收入增幅较大，2023 年如东经济开发区（高新区）完成高端产业板块整合优化。如东县通泰投资集团有限公司（以下简称“如东通泰”或“公司”）是如东经济开发区（高新区）重要的基础设施建设和投融资主体之一，仍主要负责如东高新技术产业开发区（以下简称“如东高新区”）范围内的基础设施建设，2023 年营业收入规模小幅下降，基础设施建设及租赁业务持续性仍较好，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”）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。同时中证鹏元也关注到，截至 2023 年末，公司资产仍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，2023 年公司投资性房地产评估价值小幅下跌，后续公允价值仍存在波动风险，股权投资存在一定投资风险，持续的项目建设支出推动总债务快速攀升，同时仍存在一定或有负债风险等风险因素。

评级日期

2024 年 06 月 11 日

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司职能定位明确，基础设施建设及租赁业务持续性较好，且将持续获得一定外部支持。

联系方式

项目负责人：毛燕月
maoyy@cspengyuan.com

项目组成员：吕凤鸣
lvfm@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	253.40	201.60	188.34
所有者权益	84.01	70.75	69.18
总债务	153.27	113.77	103.47
资产负债率	66.85%	64.90%	63.27%
现金短期债务比	0.74	0.58	0.75
营业收入	8.64	11.16	8.37
其他收益	3.51	1.74	1.24
利润总额	2.53	2.48	2.99
销售毛利率	17.45%	20.96%	20.80%
EBITDA	3.94	3.92	4.00
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.70	0.69
经营活动现金流净额	2.33	0.43	0.54

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- 如东县依托港口优势，县域经济实力和财力不断增强，2023 年一般公共预算收入增幅较大，如东经济开发区（高新区）完成高端产业板块整合优化。如东县拥有全国一类开放口岸洋口港，依托港口优势，加速沿海产业集聚，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业，2023 年在全国县域经济百强中排名第 30 位，人均 GDP 显著高于全国平均水平，2023 年一般公共预算收入增幅较大，财政自给能力有所改善。2023 年如东经济开发区（高新区）完成高端产业板块整合优化，确定以电子信息、新材料、生命安防为主导产业，着力培育泛半导体、生命健康等新兴产业。
- 公司是如东经济开发区（高新区）重要的基础设施建设投融资主体之一，2023 年营收规模小幅下降，基础设施建设及租赁业务持续性仍较好。公司仍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。2023 年受资产转让收入减少和项目结算进度影响，营业收入规模小幅下降，截至 2023 年末，公司在建委托代建项目投资规模较大，且存货包含一定规模已完工待结算的项目建设成本，租金收入规模有所提升，未来收入仍较有保障。
- 2023 年公司继续获得一定外部支持。2023 年公司获得江苏省如东经济开发区财政局（以下简称“如东经开区财政局”）拨付的财政补贴收入 3.51 亿元，有效提升了盈利水平，2023 年如东经开区财政局将对子公司的债权转为资本公积，增加公司资本公积 12.67 亿元。
- 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

- 公司资产仍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 2023 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 72.86%，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。
- 股权投资存在一定投资风险。公司 2023 年末其他非流动金融资产账面价值 22.32 亿元，主要为股权投资基金，投资对象主要为新能源、半导体、生物医药等行业的初创企业，目前多处于早期成长阶段，2023 年公司确认投资亏损 28.11 万元，未来股权投资仍存在一定风险。
- 2023 年公司投资性房地产评估价值小幅下跌，后续公允价值仍存在波动风险。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，2023 年公司确认 0.01 亿元公允价值变动损失，区域房地产市场景气度将影响投资性房地产公允价值，进而影响公司整体盈利水平。
- 公司项目建设持续支出推动债务规模继续快速攀升，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快速攀升，截至 2023 年末资产负债率已达到 66.85%，财务杠杆水平较高，偿债能力指标表现欠佳。
- 仍存在一定或有负债风险。截至 2023 年末，公司对外担保金额合计 30.64 亿元，占期末净资产的 36.47%，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	183.89	98.39	12.96
如东通泰	如东高新区重要的基础设施建设主体	253.40	84.01	8.64
开元投资	如东县经济开发区的主要基础设施和保障房建设主体	169.59	67.27	11.26

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、开元投资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 2023 年（末）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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	4/7
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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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投资企业之一，主要负责如东高新区范围内的基础设施建设及国有资产运营，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，主要是考虑到公司收入中有较大比例直接来自如东县政府或相关单位，如东县政府持续为公司提供资金注入及财政补贴等外部支持，公司承担了大量基础设施建设任务，为如东县区域经济发展做出较大贡献等。同时，中证鹏元认为如东县政府提供支持的能力很强，主要是考虑到如东县依托港口优势发展化工新材料、新能源等主导产业，经济发展水平较高，具有很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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	4.80	2023-06-27	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2024年3月21日，“20通农专项债/20通投债”募集资金专项账户余额为0.69万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2023年末，公司注册资本和实收资本均为14.00亿元，全资控股股东仍为如东县投资管理办公室（以下简称“如东投资办”），实际控制人仍为如东县人民政府。公司职能定位和主要业务未发生变化，仍主要负责如东高新区范围内的基础设施建设及国有资产运营。2023年公司合并范围未发生变化。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础

设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领

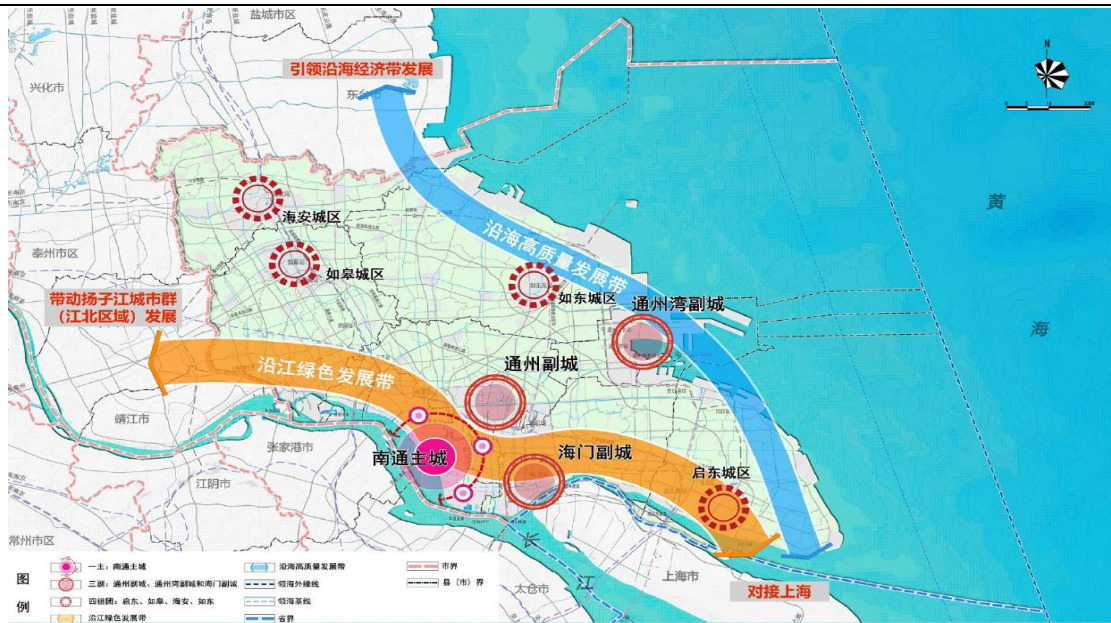
域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

如东县拥有全国一类开放口岸洋口港，近年县域经济实力和财力不断增强；依托港口优势，如东县大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业；2023年如东县一般公共预算收入增幅较大，财政自给能力有所改善

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2023年末，如东县常住人口87.06万人，较上年末下降0.1%，城镇化率60.55%。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2023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8个沿海码头泊位，全年船舶流量532艘次，港口货物吞吐量1,027.76万吨。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。未来如东县将持续推进建设“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，2023年固定资产投资增速趋缓，进出口总额有所下降。近年如东县地区生产总值保持增长，2023年GDP增速为6.50%，在南通市各区县中最高，但经济总量仍居末位。三次产业结构由2021年的7.5：49.7：42.7调整为2023年的7.5：46.9：45.5，第二产业占据主导地位，第三产业占比有所提升。在2023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30位，比上年度提升1位，县域经济实力不断增强。2023年如东县人均GDP为15.85万元，是全国人均GDP的177.30%，显著高于全国平均水平。2023年如东县固定资产投资同比增长0.8%，其中工业投资同比增长6.4%；房地产市场方面，2023年全年房地产开发投资68.13亿元，同比增长22.0%。2023年如东县全社会消费品零售总额增速较上年略有回升，但在全球经济增长放缓、国外消费者对商品的需求下降以及贸易壁垒等因素的影响下，2023年如东县进出口总额566.2亿元，较上年下滑12.8%。

表1 南通市 2023 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
崇川区	1,737.10	5.90	14.16	113.19	69.17
通州区	1,701.30	6.40	13.44	75.01	153.16
海门区	1,664.67	5.10	16.71	75.01	81.00
如皋市	1,560.00	5.90	12.57	77.01	108.04
启东市	1,447.28	6.20	15.13	75.01	112.43
海安市	1,436.27	6.00	16.56	71.01	94.17
如东县	1,381.13	6.50	15.85	71.03	121.49

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2 如东县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,381.13	6.5%	1,314.61	1.5%	1,272.24	8.9%
固定资产投资	-	0.8%	--	7.1%	-	6.4%
社会消费品零售总额	524.09	5.4%	497.02	4.0%	477.80	17.4%
进出口总额	566.2	-12.8%	648.95	28.0%	506.84	28.3%
人均 GDP（元）	158,531		149,711		144,597	
人均 GDP/全国人均 GDP	177.30%		174.70%		178.57%	

注：“-”表示数据未公布。

资料来源：2021-2023 年如东县国民经济和社会发展统计公报、如东县人民政府网站，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，已建成亚洲最大的县域海上风电场，风机总装机规模占江苏省近1/4，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2023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。2023年，全县实现规模以上工业产值1,965.96亿元，同比增长9.6%，全县规模以上高新技术产业产值同比下降7.8%，占规模以上工业总产值的比重为41.0%。2023年如东县招商引资工作持续发力，全年签约注册5亿元（含3000万美元）以上项目53个，实际使用外资2.87亿美元，总量位列全市第一方阵，新开工5亿元以上项目29个，远东海缆、九州星际等13个省市重大项目开工建设。

财政及债务水平：2023年如东县财政收入规模同比大幅增加，整体财政自给能力有所改善。近年如东县财政收入有所波动，随着经济的逐步恢复和上年留抵退税低基数影响，2023年如东县实现一般公共预算收入71.03亿元，同比增长34.72%，增幅在南通市各区县排名第一，其中税收收入57.6亿元，同比增长58.9%。2023年如东县财政自给率回升至48.17%，有明显改善，但整体财政自给能力仍偏弱。2023年如东县政府性基金收入121.49亿元，与上年基本持平。近年如东县债务规模持续提升，2023年末地方政府债务余额为220.13亿元。

表3 如东县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	71.03	52.72	68.50
税收收入占比	81.10%	68.77%	82.33%
财政自给率	48.17%	35.78%	46.80%
政府性基金收入	121.49	120.85	147.26
地方政府债务余额	220.13	203.16	193.92

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：2021-2023 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2023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四家，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、开元投资，除开元投资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，其余三家公司控股股东均为如东投资办，如东东泰是如东县最为核心的平台，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，如东通泰和开元投资分别是如东县高新区和如东县经济开发区的主要基础设施建设主体。此外，如东金海岸投资开发有限公司（以下简称“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，2023年其控股股东由如东县投资办变更为江苏东和投资集团有限公司（由如东国资办全资持股），平台层级下移一级。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济开发区的主要建设运营主体，详见下表。

表4 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	538.54	56.43%	14.82	453.30	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	317.29	46.83%	9.96	235.42	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	259.02	51.68%	7.74	113.60	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	225.19	59.09%	6.94	228.83	江苏洋口港的开发主体，主要负责省级洋口港经济开发区（包括海上作业区或狭义的港区、临港工业区、现代物流园区及港口新城区四个功能区）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	98.39	46.50%	12.96	65.51	如东县沿海经济开发区的重要基础设施建设主体

开元投资	如东投资办	67.27	60.33%	11.26	91.70	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	84.01	66.85%	8.64	153.27	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
金海岸集团	江苏东和投资集团有限公司	55.10	26.04%	2.43	15.26	负责南通外向型农业综合开发区范围内土地整理开发、工程施工等业务

注：财务数据为 2023 年末/2023 年度，除如东通泰之外，总债务计算公式为“短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券”

资料来源：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，由如东县经济开发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。2023年如东县经济开发区（高新区）完成高端产业板块优化整合，确定以电子信息、新材料、生命安防为主导产业，着力培育泛半导体、生命健康等新兴产业，以争创国家级高新区为目标。2023年，如东县经济开发区（高新区）实现一般公共预算收入8.4亿元、规上工业开票销售404亿元、规上工业产值430亿元、服务业开票销售145亿元。

五、经营与竞争

公司作为如东县经济开发区（高新区）重要的基础设施建设主体之一，仍主要负责如东高新区范围内的基础设施建设及国有资产运营，职能定位明确，2023年各项业务平稳发展；公司主营业务持续性仍较好，在建、拟建项目仍需一定规模资金投入，且自营项目的未来收益具有一定不确定性

跟踪期内，公司职能定位保持稳定，作为如东县经济开发区（高新区）重要的基础设施建设主体之一，公司仍主要负责如东高新区范围内的基础设施建设及国有资产运营，其中基础设施建设始终系公司最主要的收入来源，租赁业务、物业管理、保洁服务等业务丰富了公司收入的多元化程度。2023年，公司营业收入同比下降22.55%，主要系2022年公司将自持土地、厂房资产有偿转让获得转让收入1.76亿元，该收入不具有持续性。

公司基础设施建设采用成本加成模式，毛利率保持稳定，其余业务毛利率有一定波动，资产转让收入毛利率相对较高，2023年该项收入大幅下降，导致2023年公司整体销售毛利率小幅下降。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设	80,882.95	93.61%	14.17%	82,646.25	74.08%	14.17%

租赁业务	4,484.50	5.19%	66.40%	3,992.43	3.58%	62.18%
资产转让收入	399.02	0.46%	59.17%	17,638.61	15.81%	47.32%
其他	635.44	0.74%	63.09%	7,281.61	6.53%	11.59%
合计	86,401.92	100.00%	17.45%	111,558.90	100.00%	20.96%

注：2022 年其他收入主要为子公司销售设备的收入

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

公司仍负责如东高新区范围内的基础设施建设，业务持续性保持良好，但收入结算及回款主要取决于委托方资金安排，未来或存在一定波动，在建项目尚需一定规模的资金支出

公司主要负责如东高新区围内的安置房建设、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。委托方主要包括如东县安泰水利建设有限公司（以下简称“安泰水利”）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。2023年公司基础设施建设业务模式未发生改变。2023年公司确认基础设施建设收入8.09亿元，收入规模与上年基本持平，毛利率保持稳定。项目收入明细如下。

表6 2022-2023 年公司基础设施建设收入明细（单位：亿元）

年份	项目名称	委托方	确认收入
2023 年	园区征地拆迁项目	天一农贸	4.76
	绿化工程	天一农贸	1.37
	其他	天一农贸	1.96
	合计	--	8.09
2022 年	农桥农路综合支出	天一农贸	1.72
	园区道路	安泰水利	0.69
	拆迁项目	安泰水利	4.58
	基础设施建设项目	安泰水利	1.01
	其他	安泰水利和天一农贸	0.26
	合计	--	8.26

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建基础设施项目计划总投资合计30.63亿元，已投资11.86亿元，此外公司计入存货的待结算的项目成本仍有一定规模，能够为未来的收入实现提供一定保障，但公司代建收入的结算及回款主要取决于委托方的资金安排，未来或存在一定波动，同时主要在建项目仍需一定规模资金投入。

表7 截至 2023 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	已确认收入
农桥农路综合支出	4.20	5.58	1.72
晟宝红木西侧地块	8.60	1.72	0.06
国清寺南侧地块	7.05	1.41	--
虹桥小区（三期）	4.29	1.11	--
五总安置小区	4.87	0.86	--
绿化工程	1.62	1.18	1.41
合计	30.63	11.86	3.19

注：农桥农路综合支出累计已投资超过预计总投资，尚需投资金额无法预估

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）租赁业务及其他

公司租赁业务保持较强的盈利能力，在建、拟建自营项目尚需一定资金投入，同时自营项目的未来收益存在不确定性

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。为配合产业园区招商引资政策，公司前期对入驻企业设置“前3年免租，后2年租金减半收取”的政策，随着企业免租期逐步到期及出租率的提升，2023年公司租赁业务收入同比增长12.33%，毛利率维持在较高水平，盈利能力较强。

截至2023年末，公司在建自营项目包括如东县泛半导体产业园（二期）、如东县农村产业融合发展示范园区建设项目等，已投入使用的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，公司自营项目未来主要通过对外租赁方式获取收益，未来实际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 2023 年末公司自营项目情况（单位：平方米、亿元）

已出租项目		
项目	面积	出租率
生命健康产业园	141,426.72	52.79%
智能机电产业园	32,409.24	100.00%
如东高新区泛半导体产业园（一期）	110,438.97	79.01%
职工人才公寓	22,336.01	69.00%
如东农贸市场	81,320.45	100.00%
合计	387,931.39	--
在建项目		
项目	预计总投资	项目已投资
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））	2.99	2.49

智能电气、机电设备研发生产项目（智能机电产业园）	3.28	1.06
如东县农村产业融合发展示范园区建设项目	7.20	6.07
如东高新区泛半导体产业园（二期）	2.80	2.20
合计	16.27	11.82

拟建项目

项目	预计总投资
如东高新区泛半导体产业园（三期）	4.80

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司资产转让收入大幅下降，主要系2022年公司资产转让收入1.76亿元系将自有房屋、土地有偿转让而产生相关收入不具有可持续性所致。

公司继续获得一定外部支持

2023年公司获得如东经开区财政局拨付的财政补贴收入3.51亿元，有效提升了盈利水平，2023年如东经开区财政局将对子公司的债权转为资本公积，增加公司资本公积12.67亿元，有效提升公司的资本实力。

六、 财务分析

财务分析基础说明

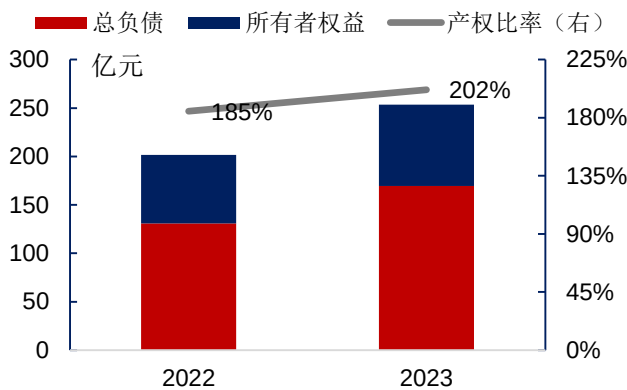
以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围未发生变化。

资本实力与资产质量

2023年公司产权比率进一步提高，截至年末公司资产仍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

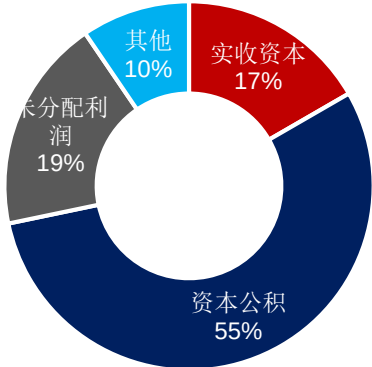
2023年末，公司所有者权益同比增长18.74%，主要系如东经开区财政局将对子公司的债权转为资本公积所致；公司总负债同比增长29.46%，综合影响下，公司产权比率提高至201.62%，整体财务杠杆水平较高。截至2023年末，公司所有者权益仍主要由政府注资形成的资本公积构成，权益结构保持稳定。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末，公司资产总额同比增长25.69%，其中应收款项（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，合计占比72.86%。

2023年末，公司应收账款主要是应收委托方天一农贸的代建款和应收南通天一农副产品批发市场的资产转让款，较2022年末大幅减少，主要系收回安泰水利代建款所致，应收账款回款存在一定滞后性，但由于主要应收对象均系地方国有企业，回收风险相对可控。其他应收款主要是与政府单位及国企之间的往来款，2023年末前五大其他应收对象分别是天一农贸、如东县掘港街道财政所、如东县投资办、江苏弘元投资发展有限公司（如东经济开发区综合服务中心100%持股）、如东高新区财政局，合计占比94.15%。

随着代建项目的持续投入和土地资产的增加，2023年末公司存货账面价值同比增长20.84%，存货主要由合同履行成本（项目开发成本和土地使用权）构成，代建项目开发成本的变现受制于委托方的资金安排计划，存在一定不确定性。截至2023年末，公司存货中土地账面价值合计22.39亿元，土地用途主要为商服用地及工业用地，其中1宗为2023年通过招拍挂取得，存货中包含一宗账面价值为0.13亿元的地块无产权证，其余土地均已取得产证。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	32.86	12.97%	19.19	9.52%
应收账款	14.25	5.62%	28.12	13.95%
其他应收款	78.62	31.02%	42.86	21.26%
存货	48.12	18.99%	39.82	19.75%
流动资产合计	174.10	68.71%	130.22	64.59%
固定资产	3.09	1.22%	3.08	1.53%
在建工程	1.51	0.60%	3.72	1.85%
其他非流动金融资产	22.32	8.81%	21.68	10.75%

投资性房地产	43.65	17.23%	39.77	19.73%
非流动资产合计	79.30	31.29%	71.38	35.41%
资产总计	253.40	100.00%	201.60	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

投资性房地产主要为公司自持的对外租赁的物业资产，2023 年末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所致，年末投资性房地产价值由北方亚事资产评估有限责任公司出具的《北方亚事评报字【2024】第 16-051 号》评估报告确认，2023 年公司投资性房地产公允价值减少 122.27 万元。

公司其他非流动金融资产主要为公司持有的私募股权投资基金，主要包括如东泰璞股权投资中心（有限合伙）、如东润信科技股权投资基金合伙企业（有限合伙）等，投资对象主要为半导体、生物医药等行业的初创企业，目前多处于早期成长阶段，2023 年公司确认投资亏损 28.12 万元，需持续关注投资风险。

受限资产方面，2023 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 22.90 亿元、定于质押的定期存单（其他债权投资）5.88 亿元、用于抵押的存货、固定资产及无形资产 29.89 亿元。公司受限资产规模较大，削弱了整体资产可变现能力。

综合来看，公司资产仍以土地房屋、代建工程合同履约成本和应收款项为主，土地房屋资产和项目成本变现难度大，应收款项回收时间存在不确定性，同时其他非流动金融资产存在一定投资风险。

盈利能力

跟踪期内公司主营业务平稳发展，持续性仍较好，政府补贴金额同比大幅提高，公允价值变动损益对公司整体盈利有一定影响

跟踪期内公司主营业务平稳发展，委托代建收入和租赁收入仍系公司主要的收入来源，未来持续性较好。2023 年公司营业收入同比有所下降，主要系 2022 年资产转让收入不具有可持续性所致。受收入结构变化的影响，2023 年公司整体销售毛利率小幅下降。

2023 年公司实现其他收益 3.51 亿元，主要系如东经开区财政局拨付的财政补贴，补贴金额较上年大幅提高，有力提升了公司的盈利水平。此外，2023 年公司确认公允价值变动收益为 -0.01 亿元，系投资性房地产公允价值下跌所致，需关注未来投资性房地产评估价值波动对公司盈利水平的影响。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	8.64	11.16
营业利润	2.53	2.52
其他收益	3.51	1.74
公允价值变动收益	-0.01	0.76

利润总额	2.53	2.48
销售毛利率	17.45%	20.96%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年公司总债务快速增长，年末财务杠杆水平较高，偿债能力指标表现欠佳，短期内仍将对外部融资有较大依赖，整体面临较大偿债压力

公司负债以刚性债务为主，随着项目建设的持续推进和存量债务滚续，公司外部融资规模快速攀升。2023年末总债务同比增长34.71%，新增债务以长期借款为主。截至2023年末，公司短期债务占总债务的比重为28.94%。从融资渠道看，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。公司存续期的债券包括企业债和非公开发行人公司债，票面利率在4.50%-6.00%之间。公司长期应付款主要为融资租赁，利率约6%。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 截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均利率	融资余额	1 年以内
银行借款	5.36%	120.15	18.2
债券融资	6.92%	28.11	18.67
非标融资	6.47%	3.64	0.44
合计	5.62%	151.89	37.31

注：上表不含应付票据；平均利率口径为综合融资成本

资料来源：公司提供

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	17.98	10.62%	9.29	7.10%
应付票据	1.38	0.81%	5.87	4.49%
应付账款	3.17	1.87%	3.16	2.41%
应交税费	7.30	4.31%	6.88	5.26%
其他应付款	2.40	1.42%	5.83	4.45%
一年内到期的非流动负债	24.99	14.75%	17.88	13.67%
流动负债合计	57.49	33.94%	49.18	37.59%
长期借款	96.27	56.83%	47.32	36.16%
应付债券	9.44	5.57%	27.61	21.10%
长期应付款	3.21	1.89%	3.84	2.93%
非流动负债合计	111.89	66.06%	81.66	62.41%
负债合计	169.39	100.00%	130.85	100.00%

总债务	153.27	90.49%	113.77	86.95%
其中：短期债务	44.35	26.18%	33.04	25.25%
长期债务	108.92	64.30%	80.73	61.70%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司财务杠杆持续攀升，截至2023年末资产负债率为66.85%，财务杠杆水平处于较高区间。2023年末公司现金短期债务比较上年有一定改善，但考虑到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，近年公司EBITDA利息保障倍数表现偏弱，且经营活动现金流净流入规模较小，2022-2023年经营活动现金净流入分别为0.43亿元和2.33亿元，不足以覆盖项目建设及债务偿付资金需求，预计短期内仍将对外部融资有较大依赖，公司整体面临较大的偿债压力。

截至2023年末，公司在银行获得的授信总额度为144.68亿元，已使用106.79亿元，尚未使用37.89亿元，备用流动性较为充足。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	66.85%	64.90%
现金短期债务比	0.74	0.58
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.70

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

公司前任董事长兼总经理、财务总监涉嫌违法违纪接受调查后，目前董事长仍缺位，ESG表现无重大不利因素

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，跟踪期内公司治理结构未发生重大变化。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法违纪，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。截至本评级报告出具日，公司董事长一职处于空缺状态，董事会由副董事

长、总经理吴命主持，董事会运营正常，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2021年1月1日至报告查询日（2024年5月6日），公司本部、宏泰建设、天一建设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2023年末，公司对外担保金额合计30.64亿元，占年末净资产的36.47%，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14 截至 2023 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
如东县新天地投资发展有限公司	19,000.00	2020/11/18	2027/5/18
如东洋口半导体新材料有限公司	60,000.00	2021/1/25	2025/1/25
如东县新天兴基础设施有限公司	23,250.00	2021/12/10	2024/12/10
南通洋口环港投资开发有限公司	3,112.64	2021/12/21	2036/12/29
如东县新天地供水服务有限公司	25,000.00	2021/3/8	2024/3/8
南通开元投资开发集团有限公司	30,000.00	2022/7/29	2029/8/26
	58,400.00	2022/8/25	2025/8/25
	10,000.00	2023/11/13	2027/9/20
江苏弘元投资发展有限公司	7,400.00	2023/5/6	2033/4/30
南通瑞鑫绿化园林有限公司	2,500.00	2023/5/6	2033/4/30
江苏洋口港建设发展集团有限公司	6,738.00	2023/9/21	2027/9/20
江苏洋口港投资开发有限公司	20,000.00	2023/9/25	2027/5/20
江苏天一农贸集团有限公司	12,900.00	2019/9/24	2032/9/24
	5,000.00	2023/6/16	2024/6/15
	9,000.00	2021/3/1	2025/8/28
	5,000.00	2023/5/19	2024/5/18
南通天一农副产品批发市场	4,400.00	2022/9/23	2025/9/20
如东县掘港中心市场有限公司	4,740.00	2022/6/28	2024/6/27
合计	306,440.64	--	--

资料来源：公司 2023 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：（1）公司与如东县政府的联系非常紧密，公司股权由如东县政府直接全资持有，如东县政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对的控制权，公司主要收入来自于委托代建业务，与政府的业务联系较为紧密，公司每年均获得一定规模的财政补贴，在政府支持下提高了盈利水平；（2）公司对如东县政府非常重要，公司负责如东高新区的基础设施建设及国有资产运营，提供了对如东县地区经济较为重要的公共产品和服务，对政府的贡献很大，公司并非当地最大最核心的平台，对政府而言不具有不可替代性，但公司系已发债平台，若出现债务违约，会对区域金融生态环境及融资成本产生实质性的影响。

中证鹏元认为如东县政府提供特殊支持的能力很强，主要体现为很强的经济财政实力，如东县依托港口优势，加速产业聚集，经济发展水平较高，2023年在全国百强县中排名第30位。2023年如东县一般公共预算收入增幅较大，随着近年洋口港金光、桐昆等重大项目建设及投产，为如东县进一步夯实财税根基，壮大财政实力提供了一定保证。

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2023年末江苏再担保注册资本为120.40亿元，实收资本为111.69亿元。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26.29%，其他股东主要为江苏省各级地方政府和国有企业。

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。

表15 江苏再担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年
当期担保发生额	2,312.98	1,300.42
当期解除担保额	1,347.17	1,066.09

期末担保余额	2,779.72	1,813.91
其中：融资担保余额	1,634.08	1,212.10
直接融资担保余额	878.37	794.60
间接融资担保余额	721.95	388.42
再担保余额	1,097.71	582.94
非融资担保余额	47.93	18.88
融资担保责任余额*	874.18	789.04
融资担保责任余额放大倍数*	7.61	7.78

*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

表16 江苏再担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年
资产总额	355.58	333.33
货币资金	49.23	46.23
应收代偿款	3.28	3.65
所有者权益合计	209.31	190.89
营业总收入	39.30	27.71
净利润	12.22	9.45
净资产收益率	6.29%	5.41%

资料来源：江苏再担保 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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政府的大力支持；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的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。

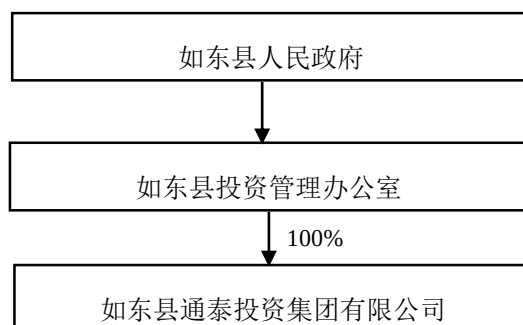
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20通农专项债/20通投债”的信用等级为AAA。

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）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	32.86	19.19	23.11
应收账款	14.25	28.12	20.20
其他应收款	78.62	42.86	32.56
存货	48.12	39.82	43.70
流动资产合计	174.10	130.22	124.17
固定资产	3.09	3.08	1.87
其他非流动金融资产	22.32	21.68	1.69
投资性房地产	43.65	39.77	36.61
非流动资产合计	79.30	71.38	64.18
资产总计	253.40	201.60	188.34
短期借款	17.98	9.29	6.37
应付账款	3.17	3.16	3.38
应交税费	7.30	6.88	6.28
一年内到期的非流动负债	24.99	17.88	16.55
流动负债合计	57.49	49.18	45.97
长期借款	96.27	47.32	40.40
应付债券	9.44	27.61	27.01
非流动负债合计	111.89	81.66	73.19
负债合计	169.39	130.85	119.17
总债务	153.27	113.77	103.47
其中：短期债务	44.35	33.04	30.92
所有者权益	84.01	70.75	69.18
营业收入	8.64	11.16	8.37
营业利润	2.53	2.52	3.12
其他收益	3.51	1.74	1.24
利润总额	2.53	2.48	2.99
经营活动产生的现金流量净额	2.33	0.43	0.54
投资活动产生的现金流量净额	-2.05	-5.13	-10.79
筹资活动产生的现金流量净额	3.50	-0.77	10.13
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	17.45%	20.96%	20.80%
资产负债率	66.85%	64.90%	63.27%
短期债务/总债务	28.94%	29.04%	29.88%
现金短期债务比	0.74	0.58	0.75
EBITDA（亿元）	3.94	3.92	4.00
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.70	0.69

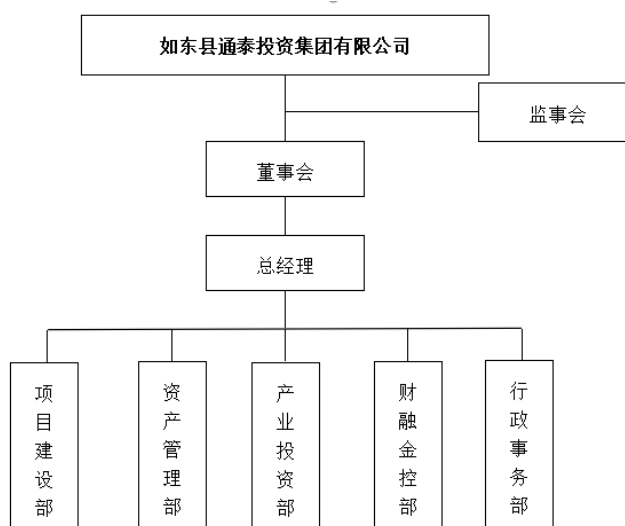
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 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 2023 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。