



宝应县开发投资有限公司2023年面向专业投资者公开发行农村产业融合发展专项债券（第一期）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

宝应县开发投资有限公司2023年面向专业投资者公开发行农村产业融合发展专项债券（第一期）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
23宝开 01/23宝应开投债 01	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：2023年宝应县经济保持增长，江苏省宝应经济开发区（以下简称“宝应经开区”）作为江苏省首批省级开发区之一，承接较大规模无锡市产业转移项目，工业发展不断提速，宝应县开发投资有限公司（以下简称“宝应开投”或“公司”）仍是宝应县基础设施建设及土地开发整理实施主体之一，业务在宝应经开区内仍具备主导优势，待结算项目成本短期内可保障相关业务收入持续性，且所获财政补贴支持对利润的增厚作用愈发显著，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供的保证担保仍能有效提升“23宝开 01/23宝应开投债 01”（以下简称“本期债券”）的信用水平。同时中证鹏元也关注到，公司债务规模及杠杆水平快速攀升，偿债压力加大，且代建业务结算及回款进度滞后形成的资金沉淀仍较重，往来款占款规模亦大幅攀升，资产流动性及收益性仍偏弱，同时对外担保规模提升进一步加大了或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长时期内将维持现有平台地位，且随着合同资产逐步结算，短期内基础设施及厂房建设、土地开发整理业务收入实现较有保障，有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024年06月27日

联系方式

项目负责人：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

项目组成员：薛辰
xuechen@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	110.14	89.97	89.69
所有者权益	56.94	55.20	53.41
总债务	39.14	20.62	23.74
资产负债率	48.30%	38.65%	40.45%
现金短期债务比	0.83	0.35	0.38
营业收入	6.46	7.11	7.74
其他收益	1.92	1.33	2.05
利润总额	1.75	1.97	2.55
销售毛利率	14.07%	12.23%	11.21%
EBITDA	2.70	2.39	2.83
EBITDA 利息保障倍数	1.78	1.69	2.25
经营活动现金流净额	-6.56	2.72	4.78

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **宝应县 2023 年经济增长提速，宝应经开区工业发展不断提速。**宝应县以建筑业、新型电力装备、电子信息和新材料等产业为支柱产业，2023 年在投资、消费等要素驱动下区域经济增长提速，GDP 增速跃升至扬州市前列。宝应经开区是江苏省首批省级开发区之一，致力于构建新型电力装备、新一代电子信息及通讯、高端新材料“三新”产业体系，近年持续引入大型企业，并承接较大规模无锡市产业转移项目，工业发展不断提速。
- **公司业务在宝应经开区内仍具备主导优势，短期收入持续性仍有一定保障。**公司仍是宝应经开区内的主要开发主体，且以基础设施、安置小区、厂房等代建业务以及土地整理和转让为主体的业务运营体系可在一定程度上分散经营风险。截至 2023 年末，公司已完工未结算项目规模较大，短期内收入实现较有保障。
- **外部支持大幅增厚了公司的利润水平。**2023 年，公司继续获得宝应经济开发区财政所（以下简称“宝应经开区财政所”）的补贴资金，明显高于同期利润总额，对盈利贡献突出。
- **第三方担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**江苏再担保为本期债券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，有效提升了本期债券信用水平。

关注

- **代建业务推进形成的资金沉淀仍较重，往来款占款规模亦大幅攀升，资产流动性及资产收益性仍偏弱。**因公司代建项目及土地整理业务结算和回款进度相对滞后，2023 年末公司应收账款以及合同资产占总资产的比重仍较高，而应收往来款对营运资金占用程度亦大幅攀升，其中存在部分 2023 年新增的土地回储款和股权转让款，需关注其回收进度，整体资产流动性及收益性仍偏弱。
- **债务规模及杠杆水平快速攀升，偿债压力加大。**公司 2023 年债务规模同比增长 89.81%，杠杆水平亦大幅提升，虽然债务期限结构有所改善，但短期债务规模有所增长，债务负担加重。
- **净资产对担保余额覆盖程度不足，或有负债风险加大。**截至 2023 年末，公司对外担保余额合计 61.14 亿元，与当年末净资产之比为 107.38%，公司对外担保规模明显抬升，账面净资产对其覆盖程度不足，虽然被担保对象均为当地国有企业，但均未设置反担保措施，或有负债风险进一步加大。

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
宝应城投	宝应县主要的基础设施和安置房建设主体	290.70	99.59	9.19
宝应开投	宝应经济开发区基础设施建设主体	110.14	56.94	6.46

注：（1）宝应城投为宝应县城市建设投资发展有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年（末）数据。

资料来源：各平台 2023 年审计报告

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

	ESG 因素	0
调整因素	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

- 公司是宝应县重要的基础设施投资企业之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宝应县提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为：一方面，公司控股股东为宝应县金融服务中心，系宝应县政府下辖事业单位，宝应县政府对公司的经营战略和业务运营具有强大的影响力；另一方面，公司承接了宝应经开区范围内较大规模的基础设施、工业厂房、安置小区等项目代建和土地开发整理业务，在基础设施领域对政府有一定贡献，并且公司系发债主体，若违约会对区域金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为宝应县政府提供支持的能力很强，主要体现为宝应县建筑业、新型电力装备、电子信息和新材料等产业基础较好，2023 年在投资、消费等要素驱动下 GDP 同比增长 6.1%，经济增速跃升至扬州市下辖区县前列，财政收入亦有大幅提升。

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
“23 宝开 01/23 宝应开投债 01”	4.60	4.60	2023-4-13	2030-12-11

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2023年12月发行7年期4.60亿元公司债券“23宝开01/23宝应开投债01”，募集资金均计划用于宝应农业产供销一体化升级及新型生态文旅项目以及补充营运资金。截至2024年5月10日，本期债券募集资金账户余额9,975.53万元。

三、发行主体概况

2023年公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，公司控股股东宝应县中小企业融资服务中心更名为宝应县金融服务中心。截至2023年末，公司注册资本和实收资本均为1.50亿元，宝应县金融服务中心和江苏省宝应经开控股有限公司（以下简称“宝应经开”）分别持有公司70.00%和30.00%的股份，其中宝应县金融服务中心系公司控股股东和实际控制人。

公司仍是宝应县基础设施建设及土地开发整理业务实施主体之一，业务范围主要集中于宝应经开区内，涵盖基础设施、厂房、安置小区等项目代建和土地开发整理、土地转让等。2023年2家子公司因注销而不再纳入公司合并范围，截至2023年末公司合并范围内的子公司为3家，详见附录四，其中子公司江苏省宝应产业投资发展有限公司尚未实际经营业务。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

年度	子公司名称	持股比例	注册资本	变动情况
2023年	宝应县新城建设投资发展有限公司	100.00%	0.40	注销
	宝应县绿色家园置业有限公司	100.00%	0.40	注销

资料来源：公司2023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

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。

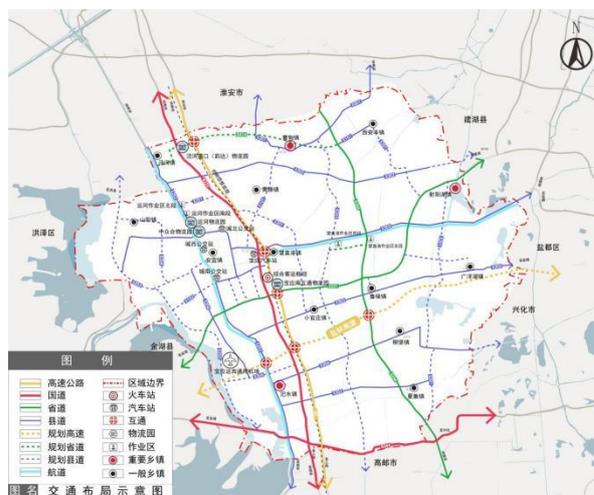
区域经济环境

宝应县地处江苏省中部，以建筑业、新型电力装备、电子信息和新材料等产业为支柱产业，2023年在投资、消费等要素驱动下区域经济增长提速，但经济体量和财政水平在扬州市各区县中居后，税收产出能力及财政自给能力偏弱

区位特征：宝应县地处江苏省中部，扬州市北缘，交通网络较为完备，但人口吸附能力较弱。宝应县隶属江苏省扬州市，地处江苏省中部，扬州市北缘，淮河下游，京杭大运河纵贯南北，是国家南水北调东线工程的源头地区。宝应县位于“一带一路”经济带、长江经济带和大运河文化带沿线，区位较好；S331省道、S350省道、北京—上海高速公路、盐蚌高速公路穿过境内；自2020年末连镇高铁开通运营后，宝应县正式跨入高铁时代，交通网络逐渐完善。宝应县域总面积1,467平方公里，下辖14个镇、1个省级经济开发区（宝应经济开发区）、1个省级有机农业开发区（宝应湖有机农业开发区）。截至2023年末，全县常住人口67.73万人，常住人口自然增长率为-9.23%，当年末全县户籍人口84.85万人，人口呈现净流出状态。

图1 宝应县区位示意图

图2 宝应县交通布局示意图



资料来源：宝应县《十四五规划纲要》

经济发展水平：宝应县经济和财政水平在扬州市各区县中排名靠后，但2023年GDP增速跃升至扬州市前列，人均GDP高于全国平均水平，投资是区域经济增长的主要引擎。近年宝应县地区生产总值持续增长，在经历了2022年的低速增长后，2023年区域GDP增速升至扬州市第二，产业结构以二、三产业为主。横向来看，宝应县经济体量在扬州市各区县处于下游水平，与高邮市、仪征市等差距不大，但一般公共预算收入与两市相差较大，税收产出能力不强。从需求端驱动因素来看，固定资产投资是宝应县经济增长的重要推动力，近年呈增长趋势但增速波动较大，2023年保持较高水平的增长，其中工业投资增长18.3%；消费也为宝应县经济增长做出重要贡献，2023年宝应县消费水平迅速恢复，全县社零总额实现9.4%的大幅增长；相比之下，区域进出口总额体量相对较小，近两年增长势头低迷。此外，宝应县人均GDP高于全国平均水平，整体经济发展情况较好。

表2 2023年扬州市下属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
江都区	1,312.05	6.0%	14.13	57.24	87.16
邗江区	1,205.06	6.3%	16.59	50.58	53.38
高邮市	1,056.64	5.9%	14.80	43.56	55.79
仪征市	1,042.91	5.3%	19.37	50.33	90.15
宝应县	941.60	6.1%	13.90	30.05	64.67
广陵区	852.00	6.0%	15.71	40.07	63.34

注：邗江区人均GDP根据2022年末当地常住人口数计算，广陵区人均GDP根据第七次人口普查当地常住人口数计算，其余区域人均GDP根据2023年末当地常住人口数据计算。

资料来源：政府网站、DM等，中证鹏元整理

表3 宝应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）	941.60	6.1%	881.65	4.6%	841.41	7.5%

固定资产投资	-	12.2%	-	16.9%	-	4.6%
社会消费品零售总额	191.46	9.4%	175.06	2.7%	170.46	6.9%
进出口总额（亿美元）	59.2 亿元	0.7%	9.08	-	9.60	29.8%
人均 GDP（元）		138,900		129,941		123,302
人均 GDP/全国人均 GDP		155.44%		151.63%		152.27%

注：2021-2023 年人均 GDP 根据年末当地常住人口数据计算。

资料来源：2021-2022 年宝应县国民经济与社会发展统计公报、宝应县 2023 年 1-12 月统计指标完成情况，中证鹏元整理

产业情况：宝应县以**建筑业、新型电力装备、电子信息和新材料**等产业为支柱产业。建筑业对宝应县经济贡献较大，2023 年全县建筑业总产值达 690.82 亿元，同比增长 7.1%。此外，宝应县形成以新型电力装备产业、新能源制造与应用产业、电子信息产业、高端装备产业、汽车及零部件产业、轻纺及新材料产业、有机食品及大健康产业等为支撑的工业产业体系。其中，电力装备产业作为区域主导产业之一，先后获批江苏省“新型工业化产业示范基地”、“输变电装备产业制造基地”、“电线电缆特色产业基地”等称号，拥有中航宝胜、阿斯塔、宝杰隆为龙头的规模企业近百家，产业规模 500 亿元；新能源制造与应用产业方面，近年来宝应县依托面积 4.67 万公顷湖荡资源，大力发展光电和风能产业，国家光伏发电应用“领跑者”示范基地实现发电装机总容量 500 兆瓦，与国家电网并网送电；电子信息产业是宝应县外贸出口重点产业，国人 5G 通信智能装备产业园、万沙智能终端产业园等产业链企业陆续落户，森萨塔科技（宝应）有限公司是亚洲最大的热保护器生产基地，骏升科技（扬州）有限公司是全球最大的遥控器生产基地，全球市场占有率 30%；新材料产业方面，扬州晨化新材料股份有限公司在 A 股创业板上市。2023 年宝应县规模以上工业增加值同比增长 7.5%，工业经济保持增长态势，首次攀上“千亿”台阶。

财政及债务水平：2023 年宝应县综合财力迎来恢复性增长，财政收入质量亦有大幅提升，但整体**税收产出能力及财政自给能力仍欠佳**。2023 年宝应县一般公共预算收入增长 22.8%，增速位列全市第二，其中税收占比亦有较大提升，但受区域产业结构影响，一般公共预算收入较 GDP 体量而言仍偏小，税收产出能力不佳。而由于财政支出相对刚性，近年财政自给率始终低于 30%，整体财政自给能力仍偏弱。此外，近年宝应县政府性基金保持增长。区域债务方面，宝应县地方政府债务余额持续增长，2021-2023 年复合增长率为 13.60%，政府债务负担较其综合财力而言仍偏重。

表 4 宝应县财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	30.05	24.48	25.14
税收收入占比	80.5%	71.1%	77.5%
财政自给率	29.4%	24.5%	29.1%
政府性基金收入	64.67	44.29	41.72
地方政府债务余额	122.13	109.45	94.64

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入。

资料来源：宝应县人民政府网，中证鹏元整理

投融资平台：宝应县投融资平台主要有宝应城投和公司，控股股东均为宝应县金融服务中心。其中宝应城投是宝应县主要的基础设施建设主体，业务涉及基础设施和安置房建设及资金借贷等，债务负担较重，公司主要承接宝应经济开发区范围内的厂房建设、基础设施代建和土地开发整理等业务。

表5 宝应县主要投融资主体情况（单位：亿元）

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
宝应城投	宝应县金融服务中心	99.59	65.74%	9.19	155.63	宝应县主要的基础设施和安置房建设主体
宝应开投	宝应县金融服务中心	56.94	48.30%	6.46	39.14	宝应经济开发区基础设施建设、厂房建设主体

注：上表中除了宝应城投总债务为2022年末数据，其他均为2023年（末）数据。

资料来源：各平台公开评级报告，中证鹏元整理

宝应经开区致力于构建新型电力装备、新一代电子信息及通讯、高端新材料“三新”产业体系，近年持续引入大型企业，承接较大规模无锡市产业转移项目，工业发展不断提速

宝应经开区是江苏省首批省级开发区，总面积58.2平方公里，建成区面积20平方公里，下辖10村2社区，常住人口近5万人。宝应经开区现拥有规上企业320家、高新技术企业66家，目前已形成智能输变电装备产业和光伏制造产业为主导，IT智能制造和汽配产业为辅，以及一个南北共建产业园为亮点的产业集群。宝应经开区围绕新型电力装备、新一代电子信息及通讯、高端新材料“三新”产业，加快海川电子、棋瑞德机械、亨达电机、超洲科技、敏而晶圆镜片、伊尔曼新型聚酯纤维铸片等项目建设，且近年接连引进无锡锡洲电磁线、巨丰精密电磁线、梦阳电机、超洲科技、新奇生电器等无锡市产业转移项目，成为无锡新型电力装备产业项目溢出目的地之一。2023年，宝应经开区规上工业开票销售、入库税收、固定资产投资3项主要经济指标增速全市第一。

五、经营与竞争

公司仍是宝应县基础设施建设及土地开发整理实施主体之一，核心业务在宝应经开区内仍占据主导优势；2023年各细分业务规模波动较大，整体营业收入有所下滑，且在手代建项目多已接近尾声，但合同资产逐步结算仍可保障短期收入持续性，同时需关注土拍市场低迷对土地转让业务的冲击

2023年公司仍主要从事宝应经开区范围内的基础设施、厂房、安置小区等项目代建和土地开发整理、土地转让等业务，上述业务仍是公司核心收入及毛利来源，其中2023年厂房建设业务贡献度明显提升，土地转让业务受区域招商引资情况及土地市场行情影响较大，2023年未实现相关业务收入，受此影响公司营业收入有所下滑。

公司承接的政府代建业务、土地整理业务具备较强的公益属性，盈利空间仍较小，得益于2023年科创园厂房投入运营以及早期租金欠款实现清收，租赁业务转亏为盈，总体而言，公司销售毛利率虽略有改善仍处于偏低水平。

表6 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
厂房建设	21,607.46	33.45	13.04	11,704.01	16.46	9.72
基础设施代建	12,497.24	19.35	13.04	32,373.49	45.54	13.04
安置小区建设	8,385.29	12.98	13.04	711.14	1.00	13.04
项目代建业务小计	42,489.99	65.78	13.04	44,788.64	63.01	12.17
土地开发整理	20,582.57	31.86	13.04	15,659.91	22.03	13.04
土地转让	-	-	-	10,531.85	14.82	16.67
土地业务小计	20,582.57	31.86	13.04	26,191.77	36.85	14.50
租赁业务	1,524.53	2.36	56.65	104.05	0.15	-535.22
合计	64,597.09	100.00	14.07	71,084.45	100.00	12.23

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）项目代建业务

公司代建业务仍主要涵盖宝应经开区内的基础设施、安置房及工业厂房项目，2023年基础设施及厂房建设业务涨跌不一，整体代建板块收入小幅下滑；目前在建项目多数已接近尾声，拟建项目主要为自主经营，但完工未结算项目规模可保障短期收入持续性

作为宝应县基础设施建设和安置房建设主体之一，近年公司承担了宝应经开区多个市政工程项目和安置小区项目的建设。根据公司与宝应县人民政府和宝应鑫秀元实业有限公司（以下简称“鑫秀元公司”，实际控制人为宝应经开区农服中心）分别签署的代建协议，公司受宝应县政府委托承担宝应经开区及宝应县范围内重大基础设施项目及安置房的建设，受鑫秀元公司委托负责宝应县内基础设施建设零星项目和宝应经开区内厂房回购建设项目。项目建设期内的建设资金均由公司负责筹措，宝应县人民政府按项目实际成本加15%的项目收益作为公司项目建设收入，鑫秀元公司按基础设施建设零星项目实际成本加成15%、厂房建设项目实际成本加成18%与公司结算代建收入，项目竣工验收合格后，按合同约定分批次支付价款。实际操作中，公司每年按完工百分比法向宝应经开区财政所申报备案项目建设成本及收益，据此确认相关收入及成本，其中厂房建设项目代建费率会略有调整。

公司基础设施代建业务、安置小区建设业务和厂房建设业务均按照完工进度确认收入。宝应经开区作为区域经济发展的主阵地之一，基础设施不断完善，受项目建设及结算进度影响，2023年公司基础设施代建收入同比大幅下滑；安置小区建设业务收入仍主要来源于七里安置小区、金湾安置小区，2023年委托方与公司结算的安置房项目收入较上年明显增长；厂房建设收入主要来源于宝应经开区内标准化厂房回购，随着摩恩集团智能制造产业园标准化厂房建设项目、创业园二期厂房逐步完工结算，2023年厂房建设收入大幅提升。

截至2023年末，公司主要在建项目及拟建项目预计总投资30.20亿元，待投资额6.82亿元，其中在建项目多已接近尾声，而拟建的宝应农业产供销一体化升级及新型生态文旅项目完工后将主要由公司自主

经营，项目储备一般。但考虑到同期末合同资产中未结算的项目成本达35.58亿元，未来随着项目推进及结算，短期内公司代建收入仍有一定保障。此外，代建项目结算及回款进度仍较为滞后，导致项目资金沉淀较重，面临较大的资金平衡压力。

表7 截至 2023 年末公司主要在建、拟建工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订代建协议
开发区道路工程	7.97	7.76	是
金湾安置小区	5.41	5.28	是
摩恩集团智能制造产业园标准化厂房建设项目	3.40	3.02	是
七里安置小区	3.03	2.57	是
基础设施零星工程项目	2.45	2.24	是
小区基础设施	1.25	1.00	是
创业园二期厂房	0.80	0.69	是
开发区绿化工程	0.73	0.60	是
开发区消防站项目	0.17	0.13	是
宝应农业产供销一体化升级及新型生态文旅项目*	5.00	0.10	-
合计	30.20	23.38	-

注：标注“*”的项目为本期债券募投项目，于 2024 年上半年开工建设；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）土地业务

2023年公司土地整理收入增长，但未实现土地转让收入，导致土地业务整体收入明显下滑，目前土地整理项目和未开发土地储备量均尚可，但需关注政府规划及土拍行情对该业务稳定性的扰动

1、土地整理业务

根据公司与宝应县人民政府及鑫秀元公司签订的《土地开发整理协议书》，公司接受宝应县人民政府及鑫秀元公司委托，实施宝应经开区及宝应县内各片区的土地整理工作，建设资金由公司筹措，委托方按照土地开发整理直接成本加成一定比例与公司结算收入（宝应县人民政府及鑫秀元公司给予的加成比例分别为10%和15%），并在工程完工后，按合同约定分批次支付价款。实际操作中，公司每年按完工百分比法向宝应经开区财政所申报备案项目投资成本及收益，并据此确认土地开发整理项目收入及成本。

受公司承接的土地整理工程量、建设进度及各项目加成比例存在差异等因素影响，2023年土地整理收入规模有所提升，毛利率较上年基本持平。截至2023年末，公司主要在整理土地11宗，账面价值合计3.23亿元，考虑到土地开发整理业务受工程进度及政府规划影响较大，可能对未来土地整理收入的稳定性有所扰动。

2、土地转让业务

公司土地转让收入主要来源于前期通过“招拍挂”程序获得的土地再转让收入。公司与项目投资方

协商明确土地地块、建设规划等事宜后，分为两种转让方式：一是由公司直接将土地转让给项目投资方；另一种情况为由宝应县人民政府按照账面成本加成20%收回，并再次委托国土部门进行“招拍挂”挂牌出让。

受土拍市场低迷的影响，2023年公司未实现土地转让收入。截至2023年末，公司存货中土地使用权共有14宗，账面价值10.18亿元（其中价值2.68亿元的土地尚未办理产权证），性质主要为商住用地，需关注公司土地转让收入受当地招商引资进展和土地市场行情等因素影响较大，未来业务收入实现存在一定波动性。

公司继续获得宝应经开区财政所较大力度补贴支持

作为承接宝应经开区内基础设施建设和土地开发整理等业务的主体，2023年公司继续获得宝应经开区财政所拨付的补贴金额1.92亿元，较上年有所增长，且高于同期利润总额，财政补贴仍是利润的有力支撑。

六、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告以及利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告¹，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内合并报表范围变化情况见表1，上述变动对公司财务报表可比性影响很小。

资本实力与资产质量

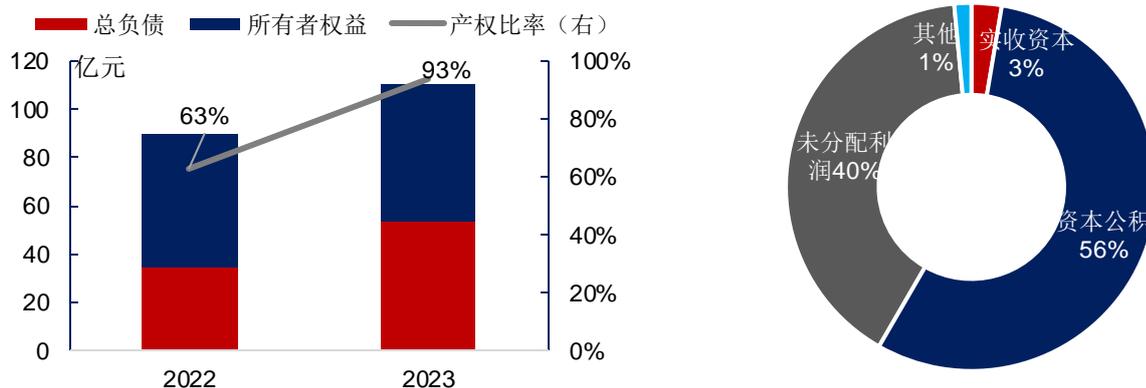
公司资产仍主要由业务推进形成的项目投资成本、应收账款以及往来款和土地资产构成，其中往来款和货币资金占比明显提升，整体资产流动性仍偏弱，此外需关注部分土地回储款及股权转让款回收情况

受益于自身经营积累，2023年末公司所有者权益小幅增加，截至期末权益结构以资本公积和未分配利润为主，而债务融资力度加大使得公司总负债大幅提升，受此影响，公司产权比率亦明显攀升，所有者权益对负债的保障能力走弱，但整体资本结构仍尚属稳健。

图3 公司资本结构

图4 2023年末公司所有者权益构成

¹ 根据公司于2024年3月18日披露的《宝应县开发投资有限公司关于变更审计机构的公告》，因原审计机构服务年限届满，根据公司业务发展需要，聘请利安达会计师事务所（特殊普通合伙）担任公司2023年度财务报表审计机构。



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

在债务融资驱动下，2023年末公司资产规模大幅增长，结构上其他应收款和货币资金占比明显提升，此外，由代建业务和土地业务推进形成的合同资产、应收账款以及存货中的土地使用权仍是资产的主要组成部分，因此仍呈现以流动资产为核心的资产结构。其中合同资产主要为基础设施建设、安置小区建设、厂房建设、土地开发整理项目的工程施工成本，因部分完工项目逐步结算；应收账款对象系宝应经开区财政所和鑫秀元公司，随着在建及完工项目逐步结算及回款，2023年末合同资产和应收账款账面价值均有所下降。2023年末其他应收款大幅提升，主要系公司与区域内国企及政府单位的资金往来，亦存在部分土地回储款及股权转让款，需关注其回收进度。存货仍主要由土地使用权构成，由于1宗土地被政府收回，导致2023年末存货账面价值同步减少，其中仍存在1宗土地尚未办理产权证，账面价值为2.68亿元。随着外部融资力度加大，公司账面资金规模亦明显扩充，截止2023年末受限货币资金占比38.68%。由于公司代建项目及土地整理业务结算进度较慢，且财政回款、往来款回收均存在一定滞后性，预计公司短期内将保持相对稳定的资产结构，应收款项和项目开发成本对公司营运资金形成大幅占用。

公司非流动资产占比很低，2023年公司将持有宝应张创新能源汽车投资中心（有限合伙）的股权以2.01亿元全部转让予鑫秀元公司，导致其他非流动金融资产减少为0，该股权转让款目前暂挂其他应收款中，需对其回款情况予以关注。

截至2023年末，公司受限资产合计8.16亿元，占期末净资产的14.33%，仍主要集中于货币资金及合同资产，其中货币资金因用于票据保证金及存单质押而受限的规模为6.25亿元，合同资产中账面价值为1.91亿元的项目用地已被抵押，抵押资产规模较上年变化不大。

表8 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	16.16	14.67%	4.28	4.76%
应收账款	10.99	9.98%	12.32	13.69%
其他应收款	35.17	31.93%	16.93	18.82%
存货	10.18	9.24%	12.20	13.56%

合同资产	35.58	32.30%	40.03	44.50%
流动资产合计	108.08	98.13%	85.77	95.33%
其他非流动金融资产	0.00	0.00%	2.01	2.23%
非流动资产合计	2.06	1.87%	4.20	4.67%
资产总计	110.14	100.00%	89.97	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所下滑，其中工业厂房代建业务贡献程度大幅提升，但土地转让业务持续性值得关注，盈利能力略有改善但仍偏弱，利润对政府补助高度依赖，需关注区域财政压力对补贴稳定性的影响

公司营业收入主要来源于宝应经开区内基础设施、安置房、工业厂房等项目代建和土地开发整理及转让业务。受承接的项目工程量及结算进度影响，2023年公司营业收入同比减少9.13%，细分来看，厂房建设业务对收入的贡献程度大幅提升，土地开发整理及安置房建设业务规模亦有所扩大；但基础设施代建业务受项目建设及结算进度影响有所下滑，此外，土地转让业务受区域招商引资情况及土地市场行情影响较大，2023年未实现该业务收入。截至2023年末，公司基础设施、工业厂房、安置房建设以及土地开发整理业务已投资待结算金额较大，短期内收入持续性较有保障，但收入规模可能受制于委托方结算安排存在一定波动，此外，土地转让业务的可持续性值得关注。

毛利率方面，公司承接的政府类业务毛利率仍维持在较低水平，得益于租赁业务实现扭亏，公司销售毛利率略有改善，但主营业务盈利能力整体仍偏弱。公司2023年收到的政府补助较上年有所提升，且高于当年利润总额，财政补助对盈利贡献很大。考虑到宝应县税收产出能力偏弱，近年财政自给率在低位徘徊，未来需关注政府补助的稳定性。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	6.46	7.11
营业利润	1.75	1.97
其他收益	1.92	1.33
利润总额	1.75	1.97
销售毛利率	14.07%	12.23%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模及杠杆水平大幅提升，虽然债务期限结构有所改善，但短期债务规模有所增长，债务偿付压力加大

2023年公司新增较大规模银行借款用于项目建设，同时成功发行“23宝开01/23宝应开投债01”等

多只债券，因此总债务规模及其在总负债中的比重均大幅提升。由于长期债务占比明显增长，截至2023年末公司债务期限结构较为均衡，但短期债务绝对体量有所扩大，仍需关注公司的即期偿付压力。公司融资渠道仍以银行借款和直接融资为主，且在债务余额中的占比进一步提升，非标借款规模仍较小，其中银行借款合作机构主要为城农商行、国有银行、政策性银行等，担保方式以保证和质押为主，抵押方式作为补充，平均融资成本较上年显著下行；截至2023年末，存量债券主要包括企业债、定向融资工具（PPN）及1笔海外债，利率在3.0%-5.5%之间；随着少量债权融资计划于2023年到期兑付，公司剩余非标融资均系信托借款，借款成本相对较高。

除有息债务以外，2023年末公司其他应付款占总负债比重仍较大，主要系对区域内其他国企的应付往来款，具有一定的偿付弹性。

表10 截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1年以内	1-2年	2-3年
银行借款	4.39%	18.35	7.20	3.53	7.63
债券融资	4.11%	14.85	6.90	5.19	2.76
非标融资	6.73%	1.87	1.28	0.60	-
合计	4.40%	35.08	15.37	9.31	10.39

注：上述债务数据系根据公司内部统计口径计算得到，且不包含应付票据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 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	6.86	12.90%	1.43	4.10%
应付票据	3.90	7.33%	2.70	7.77%
其他应付款	8.52	16.02%	8.82	25.38%
一年内到期的非流动负债	4.01	7.54%	3.72	10.70%
其他流动负债	4.61	8.66%	4.37	12.56%
流动负债合计	33.44	62.85%	26.36	75.81%
长期借款	11.17	21.00%	4.65	13.36%
应付债券	7.99	15.02%	2.48	7.14%
非流动负债合计	19.76	37.15%	8.41	24.19%
负债合计	53.20	100.00%	34.77	100.00%
总债务	39.14	73.58%	20.62	59.31%
其中：短期债务	19.38	36.43%	12.21	35.12%
长期债务	19.76	37.15%	8.41	24.19%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，伴随着债务规模扩大，2023年末公司杠杆比率显著抬升，且得益于银行借款及债券融资对自有资金的补足效应，现金短期债务比亦明显改善，但考虑到部分为限定用途的债券募集资金，

现金类资产对短期债务的实际保障作用弱于账面表现，仍需关注公司的短期偿债压力。此外，受益于政府补贴对利润的增厚作用，EBITDA利息保障倍数持续优化，但需关注政府补助的稳定性对公司付息能力的影响。

2023年公司主营业务回款情况大幅改善，但受往来款支出规模较大影响，经营活动现金流转为大幅净流出，且当年资本开支规模仍较低，现金流主要用于债务的还本付息。考虑到公司在建项目多数已接近尾声，募投项目主要由债券募集资金匹配，预计未来公司资金需求主要来自存量债务兑付，截至2023年末公司一年内到期的债务规模19.38亿元，存量债务滚续将带来持续的融资需求。截至2023年末，公司未使用的银行贷款授信额度尚余4.98亿元，备用流动性规模一般，但账面资金储备尚可，并且公司目前融资渠道尚且通畅，存货中土地均未抵押，具备一定的再融资能力，可对债务偿付形成一定支撑。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	48.30%	38.65%
现金短期债务比	0.83	0.35
EBITDA 利息保障倍数	1.78	1.69

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

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

公司主营业务面临的环境风险较小，根据公司于 2024 年 6 月 17 日提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会因素

根据公司于 2024 年 6 月 17 日提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司控股股东为宝应县金融服务中心，高管由股东任命，但由于公司业务主要集中于宝应经开区，实际操作中业务经营主要由宝应经开区管委会管理；2023年，公司监事由吕娟变更为仲艳，除此以外其他董监高未发生变更，高管团队较为稳定，且根据公司于 2024 年 6 月 17 日提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近三年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，公司与当地政府及国企之间的往来款以及对外担保规模较大，内部控制体系与治理结构有待优化。

（二）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6月12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。

（三）或有事项分析

1、对外担保情况

截至2023年末，公司对外担保余额合计61.14亿元，与当年末净资产之比为107.38%，公司对外担保规模明显抬升，账面净资产对其覆盖程度不足，虽然被担保对象均为当地国有企业，但均未设置反担保措施，或有负债风险进一步加大。

表13 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保对象	担保余额	企业性质	是否有反担保
宝应县城市建设投资发展有限公司	124,876.65	国有企业	否
江苏省宝应经开控股有限公司	114,703.60	国有企业	否
宝应县兴达建设开发有限公司	57,625.00	国有企业	否
江苏省宝应城市发展控股有限公司	51,616.05	国有企业	否
宝应县兴农发投资有限公司	49,014.58	国有企业	否
扬州鑫峰工业地产置业有限公司	35,600.00	国有企业	否
宝应鑫秀元实业有限公司	29,100.00	国有企业	否
宝应县名城建设投资有限公司	23,000.00	国有企业	否
宝应县开隆资产经营有限公司	17,740.00	国有企业	否
宝应县金运开发有限公司	15,600.00	国有企业	否
扬州市嘉聚利贸易有限公司	14,850.00	国有企业	否
宝应县金汜水农业发展有限公司	10,340.00	国有企业	否
江苏聚宝绿能建设产业发展有限公司	10,172.19	国有企业	否
宝应县第二污水处理厂有限公司	9,360.00	国有企业	否
扬州市鑫隆资产经营有限公司	7,700.00	国有企业	否
宝应县振农投资发展有限公司	6,787.00	国有企业	否
宝应县开弘建设有限公司	5,875.00	国有企业	否
江苏润霖建设工程有限公司	5,000.00	国有企业	否
宝应县志卓商贸有限公司	3,700.00	国有企业	否
江苏振宜实业发展有限公司	3,000.00	国有企业	否
江苏安禾农业有限公司	2,980.00	国有企业	否

江苏铖宇滨园林绿化有限公司	2,980.00	国有企业	否
江苏宜中建设工程有限公司	2,980.00	国有企业	否
扬州滨航建设工程有限公司	2,980.00	国有企业	否
江苏宝应湖有机农业开发有限责任公司	1,828.00	国有企业	否
宝应县宝利通汽车租赁有限公司	1,000.00	国有企业	否
扬州碧景园园林绿化有限公司	1,000.00	国有企业	否
合计	611,408.07	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2、被执行情况

根据中国执行信息公开网的查询结果，公司于2023年2月和10月分别存在1笔被执行信息，案号分别为（2023）苏1023执743号、（2023）苏1023执2571号，执行金额分别为1,722.72万元和10.34万元，主要系当地企业江苏应青新能源有限公司（以下简称“应青公司”）向扬州保盈投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“保盈基金”）借款1,500万元，而该笔债务本息及相关费用的50%由公司提供担保。后因应青公司资金链断裂，未及时偿付借款，保盈基金提出上诉，公司需承担相应的连带清偿责任，10.34万元系该笔诉讼的律师费。

截至本报告出具日，公司已履行担保代偿义务，并已被移出被执行人名单，目前正在等待破产管理人的清偿。

（四）其他

本次评级适用评级方法模型为《基础设施投资类企业信用评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2024V1.0）、《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），上次评级适用评级方法模型为《城投公司信用评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）、《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）。本次评级公司个体信用状况为a+，较上次评级上调1个级别，主要是由于2023年在投资、消费等要素驱动下，宝应县经济增长提速，各项经济财政指标均有所改善，导致区域状况评分提升。

八、外部特殊支持分析

公司是宝应县政府下属重要企业，宝应县政府通过宝应县金融服务中心和宝应经开区间接控制公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宝应县政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与宝应县政府的联系中等。公司股权虽由宝应县政府间接控制，但业务经营主要由宝应经开区管委会管理，资金支持亦主要来自宝应经开区管委会，综合来看宝应县政府对公司的经营战略和业务运营具有强大的影响力。展望未来，预计公司与宝应县政府的联系将保持稳定。

(2) 公司对宝应县政府非常重要。尽管公司的主要职能是提供公共产品和服务，但若放在整个宝应县，公司在基础设施建设领域对政府贡献一般，具备一定的可替代性。考虑到公司已发债，若发生违约可能对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

经评估，宝应县政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况上调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差减少1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和偿债能力均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+3”调整为“+2”。

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本期债券的信用水平

“23宝开01/23宝应开投债01”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，担保范围为本期债券本金及利息，以及违约金、赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为本期债券存续期及到期之日起两年。此外，经债券主管部门批准，本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，在不增加江苏再担保义务的前提下担保人继续承担该担保函项下的保证责任。在本期债券到期之前，江苏再担保发生分立、合并、停产停业等足以影响本期债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的保证，在公司不提供新的保证时，本期债券持有人有权要求公司、江苏再担保提前兑付本期债券本息。

江苏再担保前身为成立于2009年的江苏省信用再担保有限公司，初始注册资本为30.00亿元，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，江苏再担保实收资本为120.40亿元，股东数合计34家，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。

表14 截至 2023 年末江苏再担保前十大股东情况

股东名称	出资额（亿元）	持股比例
江苏省财政厅	31.66	26.29%
江苏金信金融控股集团有限公司	10.41	8.64%
江苏省国信集团有限公司	8.80	7.31%
南通联信投资有限公司	7.50	6.23%
淮安市淮融投资有限公司	5.14	4.27%
泰州市信融投资有限公司	4.15	3.45%
宿迁市人民政府	3.62	3.01%
江苏黄海汇信投资有限公司	3.56	2.96%
无锡惠开投资管理有限公司	3.47	2.88%

江苏国经控股集团有限公司	3.30	2.74%
合计	81.60	67.78%

资料来源：江苏再担保 2023 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开展情况较好，特别是直接担保业务规模不断增长。截至 2022 年末，江苏再担保的担保余额为 2,779.72 亿元，其中融资担保业务余额和再担保业务余额分别为 1,634.08 亿元和 1,097.71 亿元；分别占担保余额的 58.79%和 39.49%。

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2022年末江苏再担保直接融资担保业务余额为878.37亿元，同比增长10.54%，在融资担保余额中的占比为53.75%，被担保企业主体信用级别均在AA级及以上。但同时，也需关注江苏再担保直接融资担保业务类型以江苏省内城投债担保为主，2023年以来城投债发行政策收紧，加大了江苏再担保未来直接融资担保业务展业难度，或将面临一定转型压力。

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2022年末江苏再担保间接融资担保余额为721.95亿元，同比增长85.87%。

2020年以来，为更好的对接国家担保基金业务，江苏再担保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2022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，纳入再担保体系的机构达到143家。近年来国担基金对江苏再担保的授信额度逐步追加，截至2022年末国担基金的授信额度增至1,780亿元。目前，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。2022年末江苏再担保的再担保余额为1,097.71亿元，较2021年末增长88.31%。

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	2020 年
当期担保发生额	2,312.98	1,300.42	1,221.50
当期解除担保额	1,347.17	1,066.09	1,056.62
期末担保余额	2,779.72	1,813.91	1,579.59
其中：融资担保余额	1,634.08	1,212.10	1,031.79
直接融资担保余额	878.37	794.60	628.90
间接融资担保余额	721.95	388.42	385.72

再担保余额	1,097.71	582.94	542.46
非融资担保余额	47.93	18.88	5.34
融资担保责任余额*	874.18	789.04	626.99
融资担保责任余额放大倍数*	7.61	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

2022年，江苏再担保当期担保代偿额为4.31亿元，同比增长90.41%；当期担保代偿率为0.32%，同比小幅上升，但仍保持在较低水平。从代偿回收情况看，截至2022年末近三年累计代偿回收率为44.25%，较2021年末上升10.46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。江苏再担保按照期末担保责任余额的1%差额计提担保赔偿准备金，按当期担保收入的50%差额计提未到期责任准备金。截至2023年末，江苏再担保担保风险准备金余额合计40.51亿元，拨备覆盖率为371.46%。

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%。

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	2021年
资产总额	355.58	333.33	264.83
货币资金	49.23	46.23	37.93
应收代偿款	3.28	3.65	3.00
所有者权益合计	209.31	190.89	158.59
营业总收入	39.30	27.71	22.62
净利润	12.22	9.45	7.23
净资产收益率	6.11%	5.41%	4.90%
当期担保代偿额	-	4.31	2.26
当期担保代偿率	-	0.32%	0.21%
累计担保代偿率*	-	0.52%	0.21%
累计代偿回收率*	-	44.25%	33.79%
拨备覆盖率	371.46%	525.90%	637.09%

注：*均不含再担保业务，为母公司口径；累计担保代偿率和累计代偿回收率为使用江苏再担保提供的近三年累计数据计算；“-”表示该数据暂无法取得。

资料来源：江苏再担保2021-2023年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

得益于资本的持续注入，近年来江苏再担保资产规模持续增长。截至2023年末，江苏再担保资产总额同比增长6.67%至355.58亿元。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2023年末，江苏再担保货币资金为49.23亿元，其中受限资金为7.53亿元，主要包

括部分定期存款、应计利息和监管资金。

江苏再担保投资资产主要由委托贷款以及债券投资组成。江苏再担保委托贷款主要投向江苏省内国有企业和工商企业以及部分江苏再担保的在保客户。截至2023年末，江苏再担保委托贷款本金余额为59.92亿元，同比上升31.33%。江苏再担保债券投资主要投向江苏省内地方国有企业，信用等级集中于AA至AAA。截至2023年末，江苏再担保债券投资本金余额同比上升36.27%至34.94亿元。投资资产规模快速增长，投资资产信用风险需关注。

江苏再担保主要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”）发放贷款及垫款。截至2023年末，江苏再担保发放贷款及垫款余额为38.06亿元，同比增加3.24%。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2023年末，江苏再担保发放的贷款及垫款共计提减值准备0.84亿元。

江苏再担保融资租赁业务主要由子公司江苏省再保融资租赁有限公司开展，客户主要为江苏省内地方国有企业。截至2023年末，江苏再担保应收融资租赁款余额同比下降3.50%至77.88亿元；根据融资租赁业务风险情况共计提减值准备1.03亿元。在宏观经济增长承压的背景下，需关注江苏再担保的融资租赁资产质量的变化情况。

江苏再担保负债主要由银行借款、应付债券以及担保赔偿准备金构成。截至2023年末，江苏再担保负债总额146.26亿元，同比增长2.62%。随着业务规模上升，江苏再担保短期借款以及长期借款规模均有所上升。截至2023年末，江苏再担保短期借款和长期借款分别同比上升34.29%和5.78%至13.60亿元和44.63亿元。江苏再担保应付债券主要为非标融资，受非标融资到期还款影响，截至2023年末，江苏再担保应付债券规模同比下降31.64%至17.66亿元。随着新增担保业务规模上升，江苏再担保准备金规模有所上升，截至2023年末担保赔偿准备金以及未到期责任准备金规模合计同比上升8.99%至40.06亿元。

得益于增资扩股和经营积累，江苏再担保净资产规模持续增长，截至2023年末所有者权益为209.31亿元，同比增长9.67%，其中实收资本120.40亿元，同比上升7.80%。截至2022年末，江苏再担保母公司口径直保业务融资担保责任余额放大倍数为7.61倍，随着担保业务的持续发展，未来面临一定的资本补充压力。

2023年，江苏再担保调整部分财务报表项目列示和核算方式，将之前不纳入营业总收入核算的投资收益纳入营业总收入核算，导致2023年营业总收入较2022年同比大幅增长41.83%至39.30亿元。按照2023年审计报告中的可比口径，江苏再担保2023年营业总收入同比增长7.69%。江苏再担保收入主要由已赚取保费构成，得益于担保业务规模扩张，2023年江苏再担保已赚取保费同比上升8.61%至17.77亿元，在营业收入中的占比为45.22%。除已赚取保费外，江苏再担保营业总收入主要由利息收入和投资收益构成，2023年上述收入在营业收入中的占比分别为22.42%和24.07%。2023年江苏再担保计提信用减值损失7.61亿元，较上年增长197.73%，主要系应收代偿款以及债权投资减值计提规模大幅上升所致。近年

来江苏再担保净利润持续增长，2023年江苏再担保实现净利润12.22亿元，同比增长7.80%；净资产收益率同比上升0.70个百分点至6.11%，整体盈利能力有所增强。

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2023年末的120.40亿元，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，江苏再担保的直接融资担保业务以江苏省内城投债为主，未来或面临一定的展业难度和转型压力；投资资产规模快速增长，投资资产信用风险需关注等风险因素。

经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、 结论

2023年宝应县经济增长提速，GDP增速跃升至扬州市下辖区县前列，宝应经开区产业项目招引成效显著，公司仍是宝应县基础设施建设及土地开发整理实施主体之一，业务范围主要集中于宝应经开区，仍维持基础设施、安置小区、厂房等代建业务以及土地整理和转让为主体的业务运营体系。虽然公司债务规模及杠杆水平快速攀升，偿债压力加大，而代建业务结算及回款进度滞后形成的资金沉淀仍较重，往来款占款规模亦大幅攀升，资产流动性仍偏弱，同时面临较大的或有负债风险，但考虑到公司业务在宝应经开区内占据主导优势，短期内合同资产逐步结算可保障收入持续性，且预计将持续获得政府较大力度的补贴支持。整体来看，公司抗风险能力尚可。此外，江苏再担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23宝开01/23宝应开投债01”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	16.16	4.28	4.45
应收账款	10.99	12.32	7.13
其他应收款	35.17	16.93	19.48
存货	10.18	12.20	16.08
合同资产	35.58	40.03	37.88
流动资产合计	108.08	85.77	85.02
其他非流动金融资产	0.00	2.01	2.08
非流动资产合计	2.06	4.20	4.67
资产总计	110.14	89.97	89.69
短期借款	6.86	1.43	0.68
应付票据	3.90	2.70	3.80
应交税费	5.53	5.32	4.91
其他应付款	8.52	8.82	7.64
一年内到期的非流动负债	4.01	3.72	3.17
其他流动负债	4.61	4.37	4.08
流动负债合计	33.44	26.36	24.26
长期借款	11.17	4.65	2.84
应付债券	7.99	2.48	9.17
非流动负债合计	19.76	8.41	12.02
负债合计	53.20	34.77	36.28
所有者权益	56.94	55.20	53.41
营业收入	6.46	7.11	7.74
营业利润	1.75	1.97	2.55
其他收益	1.92	1.33	2.05
利润总额	1.75	1.97	2.55
经营活动产生的现金流量净额	-6.56	2.72	4.78
投资活动产生的现金流量净额	0.03	0.03	-0.23
筹资活动产生的现金流量净额	15.90	-2.85	-5.47
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	14.07%	12.23%	11.21%
资产负债率	48.30%	38.65%	40.45%
短期债务/总债务	49.51%	59.22%	49.38%
现金短期债务比	0.83	0.35	0.38
EBITDA（亿元）	2.70	2.39	2.83
EBITDA 利息保障倍数	1.78	1.69	2.25

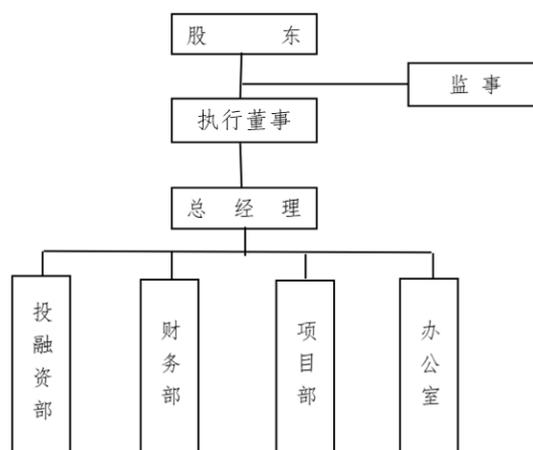
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
宝应县金色光电投资开发有限公司	0.60	100%	投资设立
江苏宝应科技创业发展有限公司	0.70	100%	投资设立
江苏省宝应产业投资发展有限公司	10.00	65%	投资设立

资料来源：公司提供，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。