

2021年南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目收益债券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

2021年南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目收益债券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
21南通农业项目债/21通农债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到如东县近年经济实力和财力不断增强，如东金海岸投资开发集团有限公司（以下简称“金海岸公司”或“公司”）作为如东县南通外向型农业综合开发区（以下简称“农综区”）内重要的基础设施建设主体及农综区内刘埠国家一级渔港运营的重要主体，职能定位明确，工程建设业务可持续性较好，且继续获得江苏省南通外向型农业综合开发区管理委员会（以下简称“农综区管委会”）较大力度的外部支持；如东县金鑫交通工程建设投资有限公司（以下简称“金鑫建设”）提供的差额补足承诺和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有效提升了本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目（以下简称“募投项目”）仍未完工，未来能否实现预期收益存在不确定性，资产流动性较弱，在建及拟建项目尚需投入规模较大，存在较大的资金支出压力，此外，公司董事长涉嫌严重违纪违法，目前正接受纪律审查和监管调查，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

评级日期

2024年7月22日

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为如东县农综区重要的基础设施建设主体及农综区内刘埠国家一级渔港运营的重要主体，业务持续性较好，有望继续获得外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	74.51	71.39	70.22
所有者权益	55.10	54.05	53.06
总债务	14.98	14.85	15.47
资产负债率	26.04%	24.30%	24.43%
现金短期债务比	0.75	1.28	2.66
营业收入	2.43	2.40	3.31
其他收益	0.60	0.70	0.84
利润总额	1.21	1.08	1.41
销售毛利率	29.54%	19.91%	21.68%
EBITDA	1.24	1.11	1.48
EBITDA 利息保障倍数	1.23	1.13	1.54
经营活动现金流净额	0.81	0.48	0.78

资料来源：公司2021-2023年审计报告，中证鹏元整理

评级总监：
联系电话：0755-82872897

优势

- 如东县拥有全国一类开放口岸洋口港，近年经济实力和财力不断增强。**如东县依托港口优势，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业，经济实力较强，在全国县域经济百强榜中排名进一步提升，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。两区一镇借力海洋资源，发展风电及加快港口建设，为公司业务开展提供有利外部环境。农综区内海洋资源优势明显，刘埠国家一级渔港建设加快。
- 公司工程建设业务可持续性较好。**公司仍是农综区内重要的基础设施建设主体及刘埠国家一级渔港的运营主体，职能定位明确，2023年末，公司在建工程建设业务规模较大，且有拟建项目，合计总投资27.92亿元，已投8.49亿元，业务可持续性较好。
- 公司继续获得农综区管委会较大力度支持。**2023年公司收到农综区管委会公用事业运营专项财政补贴0.60亿元，提升了公司利润水平。
- 差额补足承诺和保证担保提升了本期债券的安全性。**本期债券由金鑫建设提供差额补足承诺，江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经中证鹏元综合评定，金鑫建设、江苏再担保的主体信用等级分别为AA+、AAA，上述增信措施有效提升了本期债券的安全性。

关注

- 募投项目仍未完工，能否实现预期收益存在不确定性。**南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目投资规模较大，原预计完工时间为2022年5月，截至2024年4月末，主体基础施工已完成，尚未实现收益，未来计划主要依靠出租等获取收益，且能否实现预期收益受项目建设进度、市场需求等因素综合影响，存在不确定性。
- 公司资产仍以存货、无形资产、在建工程及应收款项为主，资产流动性较弱。**存货、无形资产中的土地使用权及海域使用权变现能力较弱，项目结转受政府结算进度及财政资金安排影响，存在不确定性，应收款项账龄较长，对公司营运资金形成长期占用。
- 公司在建及拟建项目后续投入规模较大，面临较大的资金支出压力。**2023年末公司在建代建项目尚需投入较多资金，募投项目尚未完工，需继续投入，此外，公司仍有一定规模拟建项目，整体看，公司后续资金投入规模较大。经营活动现金流净额较少，项目投入仍主要依赖外部融资。
- 公司董事长目前正接受纪律审查和监管调查。**公司董事长涉嫌严重违纪违法，目前正接受如东县纪委监委纪律审查和监管调查，中证鹏元将继续关注公司人事任免及经营情况。
- 公司存在一定或有负债风险。**截至2023年末，公司对外提供的担保余额为7.63亿元，占同期末净资产比重为13.85%，被担保企业均系地方国有企业，但未采取反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
如东东泰	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	1,236.04	538.54	14.82
如东通泰	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	253.40	84.01	8.64
如东新天地	如东沿海经济开发区、如东小洋口旅游度假区及洋口镇的重要基础设施建设主体	183.89	98.39	12.96
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
金海岸集团	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	74.51	55.10	2.43

注：（1）如东东泰为如东县东泰社会发展投资有限责任公司的简称、如东通泰为如东县通泰投资集团有限公司的简称、如东新天地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年度（末）数据。

资料来源：Wind、各平台公开评级报告、中证鹏元数据库，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
项目收益类债务融资工具评级方法	cspy_ff_2024V1.0
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	4/7
	ESG因素			财务状况	5/7
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

- 公司是如东县重要的基础设施建设平台之一，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非常强，主要体现为公司与如东县政府的联系中等以及对如东县政府非常重要，公司董事长由如东县政府任命，政府对公司拥有强大的影响力，作为农综区内重要的基础设施建设主体及刘埠国家一级渔港的运营主体，公司最主要的目标是为农综区提供公共产品和服务，公司业务及外部支持均主要来自于农综区管委会，公司与政府联系比较稳定，此外，公司在公开市场上发行过债券，违约会对当地融资环境产生实质性影响。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，具备很强的经济实力、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
21南通农业项目债/21通农债	6.00	4.80	2023-06-08	2028-3-23

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年3月23日发行7年期6.00亿元项目收益债券，票面利率为5.50%，募集资金计划用于南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目，截至2024年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为12.48万元。

三、募投项目分析

项目基本情况

本期债券募投项目预计总投资为14.47亿元，2020年开工建设，原预计完工时间为2022年5月，截至2023年12月末，项目已投资9.41亿元，项目建设进度不及预期。

项目运营情况

本期债券募投项目建成后，项目运营收入包括农产品种植区出租、生产收入和冷链加工区出租收入。截至2024年3月末，募投项目仍处于建设期，尚未实现运营收入。根据本期债券募投项目可行性研究报告，按经营期为10年测算，本期债券募投项目预计将形成营业总收入42.80亿元，经营期内募投项目营业收入预测情况如下表所示。2024年4月末，募投项目主体基础施工已完成。

表1 募投项目营业收入估算表（单位：万元）

序号	项目	经营期					
		1	2	3	4-6各年	7-9各年	10
一	营业收入	35,979.23	42,059.84	42,675.45	43,353.25	44,098.83	44,918.98
(一)	农业项目收入	34,132.40	39,597.40	39,597.40	39,967.40	40,374.40	40,822.10
1	出租收入	2,960.00	3,700.00	3,700.00	4,070.00	4,477.00	4,924.70
1.1	大棚出租收入	960.00	1,200.00	1,200.00	1,320.00	1,452.00	1,597.20
1.2	智能温室出租收入	2,000.00	2,500.00	2,500.00	2,750.00	3,025.00	3,327.50
2	生产收入	31,172.40	35,897.40	35,897.40	35,897.40	35,897.40	35,897.40
2.1	大棚蔬菜生产收入	7,020.00	7,020.00	7,020.00	7,020.00	7,020.00	7,020.00
2.2	大棚精品水果生产收入	1,620.00	5,400.00	5,400.00	5,400.00	5,400.00	5,400.00
2.3	大棚普通瓜类生产收入	20,250.00	20,250.00	20,250.00	20,250.00	20,250.00	20,250.00
2.4	智能温室蔬菜生产收入	702.00	702.00	702.00	702.00	702.00	702.00
2.5	智能温室瓜果生产收入	405.00	1,350.00	1,350.00	1,350.00	1,350.00	1,350.00

2.6	智能温室花卉生产收入	1,175.40	1,175.40	1,175.40	1,175.40	1,175.40	1,175.40
(二)	冷链加工区出租收入	1,846.83	2,462.44	3,078.05	3,385.85	3,724.43	4,096.88
1	厂房及配套出租收入	1,452.63	1,936.84	2,421.05	2,663.15	2,929.46	3,222.41
2	冷库出租收入	394.20	525.60	657.00	722.70	794.97	874.47

注：经营期按照项目开始运营后开始计算；募投项目为农村产业开发项目，不需要交城建税、教育费附加等费用。

资料来源：公司提供

需注意的是，本期债券募投项目建设进度不及预期，且在建设过程中可能存在成本价格上涨以及其他不可抗拒的自然灾害等问题，将导致募投项目实际投资超出预算等情况，建成后主要通过大棚、厂房、冷库等出租及自营生产等方式实现收益，项目收益能否达到预期受项目建设进度、宏观经济、市场需求波动等因素影响，存在一定不确定性。

四、发行主体分析

(一) 发行主体概况

2023年9月因如东县国有资产整合需要以及理顺股权关系，公司原股东如东县投资管理办公室（以下简称“如东投资办”）、江苏东和农业科技发展集团有限公司分别将其持有的公司58.00%、42.00%的股权转让给江苏东和投资集团有限公司（以下简称“东和投资”），东和投资是如东县人民政府直属国有独资公司，县属一类企业，负责县政府授权管辖范围内国有企业及国有资源管理运营。公司控股股东发生变更，实际控制人由如东投资办变更为如东县政府国有资产监督管理办公室（以下简称“如东县国资办”），股权层级下移一层，职能定位未发生改变。截至2024年6月末，公司控股股东为东和投资，持股比例100.00%，实际控制人为如东县国资办，股权结构参见附录二。

跟踪期内，公司名称未发生变化，截至2024年4月末，公司注册资本和实收资本仍为2.50亿元。2023年公司合并范围未发生变化，截至2023年末，公司合并范围内共3家子公司，具体见附录四。

(二) 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，要大力发展战略性新兴产业，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。

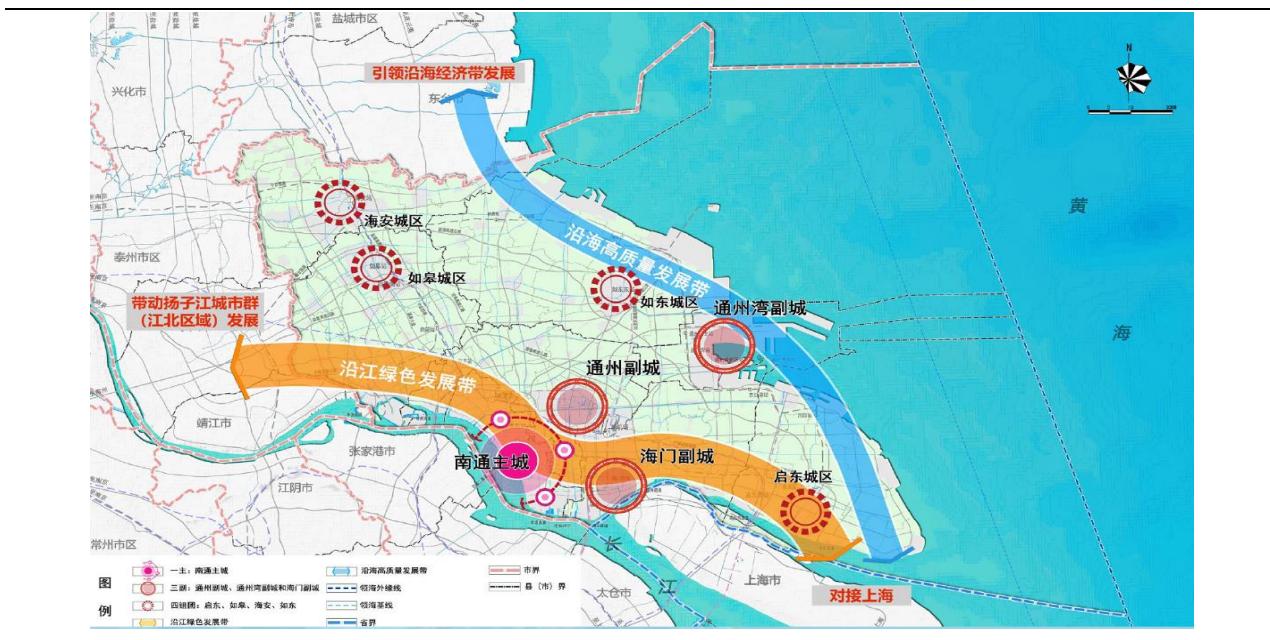
2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建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、沿海经开区、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2 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3 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	566.20	-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4 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，分别是如东东泰、金鑫建设、如东通泰、开元投资，除开元投资控股股东为如东县国资办外，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；金鑫建设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，金海岸公司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投资办变更为东和投资（由如东县国资办全资持股），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	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
金鑫建设	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
如东新天地	东和投资	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	东和投资	55.10	26.04%	2.43	14.98	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

（三）经营与竞争

公司作为农综区内重要的基础设施建设主体及刘埠国家一级渔港的运营主体，工程建设业务仍为主要收入来源，2023年受项目结算进度降低影响，公司工程建设业务收入规模有所下降，租赁等其他业务收入提升，整体收入及毛利率较上年提升，业务可持续性较好，但随着在建、拟建项目的陆续投入，公司也面临较大的资金压力

公司仍是农综区内重要的基础设施建设主体及刘埠国家一级渔港的运营主体，主要从事农综区内的基础设施建设、项目管理、农业种植、水产养殖及刘埠渔港运营管理等业务，工程建设业务仍是公司主要收入来源。2023年，公司确认的工程建设收入有所下降，毛利率保持稳定，租赁及如东刘埠渔港综合服务两项业务收入有所提升，毛利率均较高，整体看，公司收入规模及毛利率均有所提升。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设	1.95	80.37%	16.26%	2.21	92.01%	16.26%
租赁业务	0.32	13.12%	90.64%	0.07	3.08%	59.83%
如东刘埠渔港综合服务收入	0.16	6.50%	70.30%	0.12	4.90%	63.23%
合计	2.43	100.00%	29.54%	2.40	100.00%	19.91%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、工程建设业务

工程建设业务仍是公司主要的收入来源，2023年该业务收入进一步下降，毛利率保持稳定。在建代建项目较多，且有一定规模拟建项目，公司未来业务可持续性较好，但随着项目的陆续投入，公司也面临较大的资金压力

工程建设业务仍是公司收入的主要来源，业务委托方为农综区管委会，代建项目主要系农综区范围内的基础设施建设项目，包括食品产业园、南通外向型农业综合开发区高效育苗养殖供水建设及风光大道及掘苴垦区河道整治标段等项目。从业务模式上来看，公司与农综区管委会签订代建协议后，每年按项目成本加成20%与农综区管委会结算收入。2023年公司继续对南通外向型农业综合开发区高效育苗养殖供水建设项目确认工程建设收入1.95亿元，较上年有所减少，毛利率与上年持平。

表7 2022-2023年公司工程建设业务收入明细（单位：亿元）

年份	项目名称	确认成本	确认收入
2023年	南通外向型农业综合开发区高效育苗养殖供水建设项目	1.63	1.95

	合计	1.63	1.95
2022年	南通外向型农业综合开发区高效育苗养殖供水建设项目	1.85	2.21
	合计	1.85	2.21

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建的代建基础设施项目仍主要围绕农综区内的基础设施、农业及养殖等展开，计划总投资合计18.27亿元，累计已投资8.49亿元，尚需投资9.78亿元。

表8 截至2023年末公司主要在建的代建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
食品产业园项目	5.00	0.45	4.55
南通外向型农业综合开发区高效育苗养殖供水建设项目	4.33	3.49	0.84
风光大道及掘苴垦区河道整治标段项目	3.50	1.85	1.65
如东刘埠一级渔港及掘苴河闸下移工程	1.50	0.97	0.53
掘苴垦区工程项目	1.00	0.08	0.92
渔港区基础设施建设	0.84	0.55	0.29
万亩海参园项目	0.80	0.22	0.58
渔港大道二期项目等零星工程	0.30	0.19	0.11
东海社区标准梨园建设	0.25	0.15	0.10
加工区经一路	0.20	0.12	0.08
污水处理厂建设	0.20	0.09	0.11
刘埠大道项目	0.20	0.19	0.01
东海高效设施园艺基地	0.15	0.14	0.01
合计	18.27	8.49	9.78

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，截至2023年末，公司在建的自营项目南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目（本期债券募投项目）计划投资14.47亿元，累计已投资9.41亿元，尚需投资5.06亿元。

截至2023年末，公司尚有拟建项目，如东外农开发区现代渔业提质转型项目主要建设内容包括水系、道路等农田水利工程及养殖设施，外向型农业综合开发区高效养殖示范区项目建设内容包括渔光互补出租区10,000亩、养殖设施区约8,000亩、配套设施区约997亩，外农开发区掘苴万亩渔光一体化项目建设内容包括开挖养殖池8,000亩，其中3,000亩用于配套养殖大棚养殖建设，建设渠道、道路及输变电线路等配套设施区约497亩，上述项目预计总投资9.65亿元。

表9 截至2023年末公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资
如东外农开发区现代渔业提质转型项目	4.47
外向型农业综合开发区高效养殖示范区建设项目	2.95
外农开发区掘苴万亩渔光一体化项目	2.22
合计	9.65

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2、其他业务

2023年公司租赁及如东刘埠渔港综合服务业务收入提升，毛利率较高，对公司收入及盈利水平提供一定支撑

公司其他业务包括租赁及如东刘埠渔港综合服务业务，其中租赁收入主要是如东县政府划拨的海域使用权、2019年划入的“东润公司代建掘苴垦区资产¹”及存货中的部分农用地对外出租取得。2023年公司与华能如东风力发电有限责任公司、华润新能源（如东）有限公司、如东聚核新能源有限公司分别就光伏复合项目签订土地租赁协议，租金为2,200元/年/亩，包含光伏项目用地费用1,700元/年/亩、渔业养殖项目用地费用500元/年/亩，每五年复合增长12%，按年支付租金，租赁期限为20年，公司租赁收入大幅增加，毛利率较高。如东刘埠渔港综合服务收入系对刘埠渔港内的租户收取的水电费，公司按照基础价格加成一定比例向租户收取水电费，根据客户需求开具增值税发票，其余部分按无票收入入账，2023年如东刘埠渔港综合服务业务的营业收入及毛利率均有一定程度的提升。整体看，其他业务为公司收入提供一定支撑，盈利能力较强。

公司仍是农综区内重要的基础设施建设主体及刘埠国家一级渔港的运营主体，继续获得较大的外部支持

公司仍是农综区内重要的基础设施建设主体及刘埠国家一级渔港的运营主体，2023年公司收到农综区管委会公用事业运营专项财政补贴0.60亿元，外部支持力度较大，对公司盈利形成一定支撑。

（四）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，2023年末公司合并范围子公司情况见附录四。

资本实力与资产质量

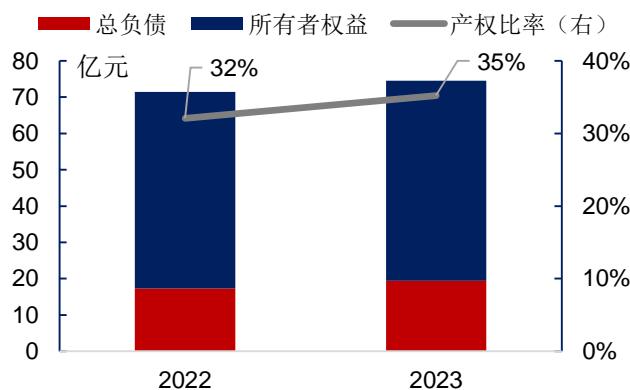
**公司资产规模继续增长，仍以存货、无形资产、在建工程及应收款项为主，资产流动性仍较弱。
2023年产权比例小幅提升，财务杠杆整体仍维持在较低水平**

公司净资产规模继续提升，主要系未分配利润进一步增加，同期末负债规模虽有提升，但所有者权益对负债的保障程度仍然较高。截至2023年末，公司所有者权益仍以政府向公司注入的土地使用权及海

¹ 包括土地租赁经营权、地面上的建筑物、构筑物、相关设备设施、水系配套与河道、道路、供电线路、自来水管道配套、高效设施水产养殖池等资产。

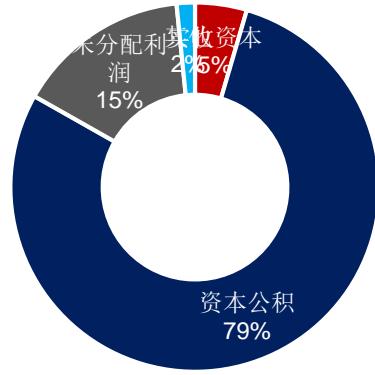
域使用权形成的资本公积为主，权益结构较为稳定。

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

公司资产规模持续小幅增长，仍以存货、无形资产、在建工程及应收款项为主，土地使用权及海域使用权变现能力较弱，项目结算受政府结算进度及财政资金安排影响，存在不确定性，应收款项账龄较长，对公司营运资金形成长期占用，资产流动性较弱。

2023年末，公司存货账面价值进一步提升，系土地开发成本增加，主要包括项目开发成本5.66亿元及土地开发成本30.06亿元，项目开发成本主要是在建的代建项目投入，土地中包括划转的农用地17.79亿元。公司应收账款较上年小幅增加，仍主要是对农综区管委会的应收款。其他应收款中也主要是对农综区管委会及如东县财政局的应收款项，回收风险相对可控，但账龄较长，对公司资金形成长期占用。

在建工程仍为南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目（募投项目），2023年新增投入0.55亿元，后续尚需投入较大规模资金。无形资产仍主要系2019年划拨的海域使用权，用途系建设及养殖用海，部分用于对外出租，截至2023年末海域使用权已抵押5.19亿元，占无形资产账面价值的33.27%。

截至2023年末，公司受限资产包括无形资产和投资性房地产，受限规模7.76亿元，占当期净资产比重为14.08%，均用于借款抵押。

表10 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	3.12	4.19%	3.78	5.30%
应收账款	3.08	4.14%	3.00	4.20%
其他应收款	5.23	7.02%	4.82	6.76%
存货	35.72	47.95%	32.96	46.16%
流动资产合计	47.15	63.29%	44.56	62.42%

在建工程	9.41	12.63%	8.85	12.40%
投资性房地产	1.64	2.20%	1.67	2.34%
无形资产	15.60	20.94%	15.60	21.86%
非流动资产合计	27.35	36.71%	26.83	37.58%
资产总计	74.51	100.00%	71.39	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

2023年公司收入规模有所上升，受租赁业务及如东刘埠渔港综合服务收入规模及毛利率提升影响，销售毛利率有所提升；政府补助对公司盈利形成一定支撑

公司仍是农综区内重要的基础设施建设主体及刘埠国家一级渔港的运营主体，2023年公司收入有所回升，工程建设业务仍是主要的收入来源，租赁业务及如东刘埠渔港综合服务收入同比均在提升，对公司收入形成一定支撑。工程建设业务毛利率水平保持稳定，租赁业务及如东刘埠渔港综合服务收入规模及毛利率均在提升，带动公司2023年整体毛利率提升。此外，2023年公司继续收到农综区管委会拨付的0.60亿元财政补贴，对公司的盈利形成一定支撑。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	2.43	2.40
营业利润	1.22	1.10
其他收益	0.60	0.70
利润总额	1.21	1.08
销售毛利率	29.54%	19.91%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模整体较为稳定，仍为银行借款和债券融资，2023年末，短期债务规模有所提升，面临一定的即期偿债压力，现金短期债务比表现一般

2023年公司债务规模整体较为稳定，仍为银行借款和债券融资，银行借款以长期借款为主，包括保证、抵质押等，应付债券即“21南通农业项目债/21通农债”，截至2023年末，短期债务规模有所提升，有一定的即期偿债压力。2023年公司负债规模提升系其他应付款规模大幅增加，主要系往来款项大幅增加所致。

表12 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年内	1年以上
银行借款	5.30%	9.01	2.94	6.07
债券融资	5.50%	5.97	1.20	4.77

合计	5.40%	14.98	4.14	10.84
-----------	--------------	--------------	-------------	--------------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表13 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	0.39	2.01%	0.40	2.31%
应付账款	0.29	1.48%	0.33	1.93%
其他应付款	2.65	13.66%	0.23	1.33%
一年内到期的非流动负债	4.03	20.75%	3.06	17.66%
流动负债合计	8.56	44.14%	5.46	31.48%
长期借款	6.07	31.29%	5.93	34.18%
应付债券	4.77	24.57%	5.96	34.34%
非流动负债合计	10.84	55.86%	11.88	68.52%
负债合计	19.40	100.00%	17.35	100.00%
总债务	14.98	77.19%	14.85	85.62%
其中：短期债务	4.14	21.32%	2.97	17.11%
长期债务	10.84	55.86%	11.88	68.52%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末，资产负债率水平略有提升但仍保持在较低水平，短期债务规模上升，现金类资产对短期债务的保障程度出现大幅度下滑，公司EBITDA对利息保障程度尚可。截至2023年末，公司在银行获得的授信额度合计20.19亿元，剩余授信额度2.29亿元，备用授信额度较少，公司再融资能力一般。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	26.04%	24.30%
现金短期债务比	0.75	1.28
EBITDA 利息保障倍数	1.23	1.13

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（五）其他事项分析

ESG 风险因素

根据公开数据及公司所提供的信息，公司董事长目前正接受纪律审查和监管调查，中证鹏元认为暂不会对公司日常经营、财务状况和偿债能力产生重大不利影响，未见其他明显不利因素。

根据公司于2024年7月4日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》文件，公司过去一年未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚，未因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚。截至2024年7月4日公司不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，公司最近36个月未存在违反工商税收、土地、环保、海关等方面的法规而受处罚情形，公司

及高级管理人员最近12个月未受到证券交易所公开谴责、通报批评等处分，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。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，股东会是公司的权力机构，建立了现代法人治理结构，具体组织架构见附录三。2023年7月根据如东县人民政府文件，委派翟平忠任董事长，如东县国资办任命许安琪为公司外部董事，免去尤进公司董事长职务、免去吕海军公司外部董事职务。2024年5月，公司董事长翟平忠涉嫌严重违纪违法，接受如东县纪委监委纪律审查和监管调查，目前公司经营秩序良好，各项业务均正常开展，中证鹏元将继续关注公司经营情况。

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28日），公司本部及子公司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，公司合计对外提供的担保余额为7.63亿元，占同期末净资产比重的13.85%，公司担保对象为国有企业，均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

表15 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
如东县新天顺投资集团有限公司	5.05	2036/5/27	否
如东县新天地投资发展有限公司	2.58	2027/11/10	否
合计	7.63		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（六）外部特殊支持分析

公司是如东县政府下属重要企业，如东县国资办间接持有公司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非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与如东县政府的联系中等。公司董事长由如东县政府任命，政府对公司拥有强大的影响力，公司作为农综区内重要的基础设施建设主体及刘埠国家一级渔港的运营主体，业务主要来自于农综区管委会，近年来受到的外部支持也主要来自于农综区管委会，预计未来与政府的联系比较稳定。

（2）公司对如东县政府非常重要。公司最主要的目标是为农综区提供公共产品和服务，对农综区经济发展等贡献较大，无供水等区域专营性业务，政府付出一定努力可以取代公司。此外，公司在公开市场上发行过债券，违约会对当地融资环境产生实质性影响。

五、增信措施分析

差额补偿人

金鑫建设提供的差额补偿措施有效提升了本期债券的安全性

金鑫建设作为本期债券的差额补偿人，在本期债券还本付息日前20个工作日，若偿债专户内资金不足以偿付本期债券当期应付本息，金鑫建设须补足偿债专户余额与本期债券当期应付本息的差额部分。

金鑫建设是由如东投资办和如东县兴东交通建设投资有限公司于2007年2月共同出资设立，初始注册资本1.00亿元。后经多次增资及股权变更，截至2023末，金鑫建设注册资本为52.18亿元，控股股东为如东投资办，持股比例为100.00%。

金鑫建设是如东县重要的交通基础设施投融资和建设主体之一，目前主要从事交通基础设施和城市基础设施等工程项目建设、土地开发整理、绿化养护等业务。2022-2023年金鑫建设分别实现营业收入11.56亿元和9.96亿元，销售毛利率分别为36.23%和44.26%，营业收入较上年有所下降，但销售毛利率水平有所提升。

表16 金鑫建设营业收入及毛利率构成（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务	9.28	93.21%	42.48%	11.04	95.45%	34.88%
土地转让	5.00	50.20%	14.52%	6.54	56.53%	11.60%
工程代建	2.79	28.03%	100.00%	2.88	24.93%	100.00%
商品贸易	0.22	2.24%	2.14%	0.72	6.25%	1.50%
绿化养护	0.58	5.78%	20.00%	0.67	5.83%	24.32%
工程检测	0.16	1.62%	16.09%	0.22	1.91%	15.15%
酒店服务	0.53	5.32%	52.72%	-	-	-
其他业务	0.68	6.79%	68.62%	0.53	4.55%	64.60%
合计	9.96	100.00%	44.26%	11.56	100.00%	36.23%

资料来源：金鑫建设 2022-2023 审计报告，中证鹏元整理

截至2023年末，金鑫建设资产总额为596.77亿元，所有者权益为317.29亿元，资产负债率为46.83%。2023年度金鑫建设实现营业收入9.96亿元，实现利润总额5.58亿元，经营活动现金流净流出12.34亿元。

表17 金鑫建设主要财务指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	596.77	574.34	549.52
所有者权益	317.29	312.31	307.76
总债务	253.79	236.12	217.52
资产负债率	46.83%	45.62%	44.00%
现金短期债务比	0.63	0.98	1.19

营业收入	9.96	11.56	17.82
其他收益	1.61	0.93	2.30
利润总额	5.58	5.56	5.24
销售毛利率	44.26%	36.23%	17.42%
EBITDA	6.16	5.84	5.57
EBITDA 利息保障倍数	1.83	0.55	0.61
经营活动现金流净额	-12.34	-13.43	-13.16

资料来源：金鑫建设 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，金鑫建设主体信用等级为 AA+，其提供的差额补偿措施有效提升了本期债券的安全性。

保证担保人

江苏再担保提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性

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，担保范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间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18 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19 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20 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。

六、结论

如东县近年经济实力和财力不断增强，公司作为农综区内重要的基础设施建设主体及农综区内刘埠国家一级渔港运营的重要主体，职能定位明确，在建及拟建项目规模较大，业务可持续性较好，且持续获得农综区管委会较大力度支持。同时中证鹏元也关注到公司募投项目仍未完工，未来能否实现预期收益存在不确定性，资产仍以存货、无形资产、在建工程及应收款项等为主，资产流动性较弱，在建及拟建项目需继续投入较多资金，存在较大的资金支出压力，此外，公司董事长涉嫌严重违纪违法，目前正接受如东县纪委监委纪律审查和监管调查，且存在一定的或有负债风险。综合看，公司抗风险能力尚可。此外，金鑫建设提供的差额补足承诺和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提升了本期债券的安全性。

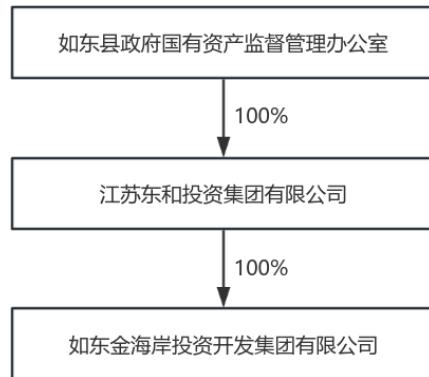
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

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	3.12	3.78	7.13
应收账款	3.08	3.00	3.00
其他应收款	5.23	4.82	12.11
存货	35.72	32.96	29.97
流动资产合计	47.15	44.56	52.21
在建工程	9.41	8.85	0.00
投资性房地产	1.64	1.67	1.70
无形资产	15.60	15.60	15.60
非流动资产合计	27.35	26.83	18.01
资产总计	74.51	71.39	70.22
短期借款	0.39	0.40	0.42
应付账款	0.29	0.33	0.00
其他应付款	2.65	0.23	0.13
一年内到期的非流动负债	4.03	3.06	2.61
流动负债合计	8.56	5.46	4.37
长期借款	6.07	5.93	5.84
应付债券	4.77	5.96	6.94
非流动负债合计	10.84	11.88	12.78
负债合计	19.40	17.35	17.16
所有者权益	55.10	54.05	53.06
营业收入	2.43	2.40	3.31
营业利润	1.22	1.10	1.42
其他收益	0.60	0.70	0.84
利润总额	1.21	1.08	1.41
经营活动产生的现金流量净额	0.81	0.48	0.78
投资活动产生的现金流量净额	-0.52	-2.38	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	2.25	-4.65	3.04
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	29.54%	19.91%	21.68%
资产负债率	26.04%	24.30%	24.43%
短期债务/总债务	27.62%	19.98%	17.36%
现金短期债务比	0.75	1.28	2.66
EBITDA（亿元）	1.24	1.11	1.48
EBITDA利息保障倍数	1.23	1.13	1.54

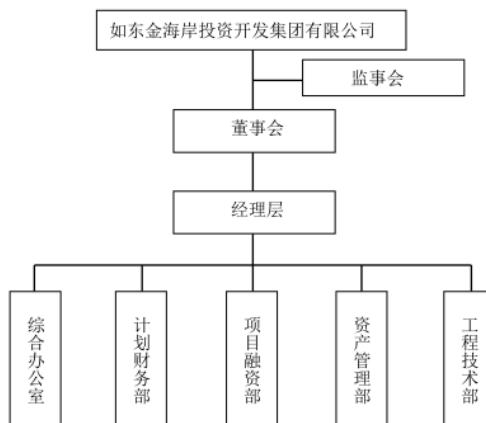
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 4 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 4 月）



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）

子公司名称	注册资本	持股比例	取得方式	主营业务
如东绿源投资发展有限公司	1.50	100.00%	投资设立	市政、交通、水利和港口等基础建设的投资与管理等
如东县瑞港建设有限公司	1.00	100.00%	投资设立	渔港渔船泊位建设、建设工程施工等
如东宝港建设开发有限公司	1.00	70.00%	投资设立	渔港渔船泊位建设、风力发电技术服务、仓储服务、水产品冷冻加工批发零售

资料来源：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	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/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	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+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。