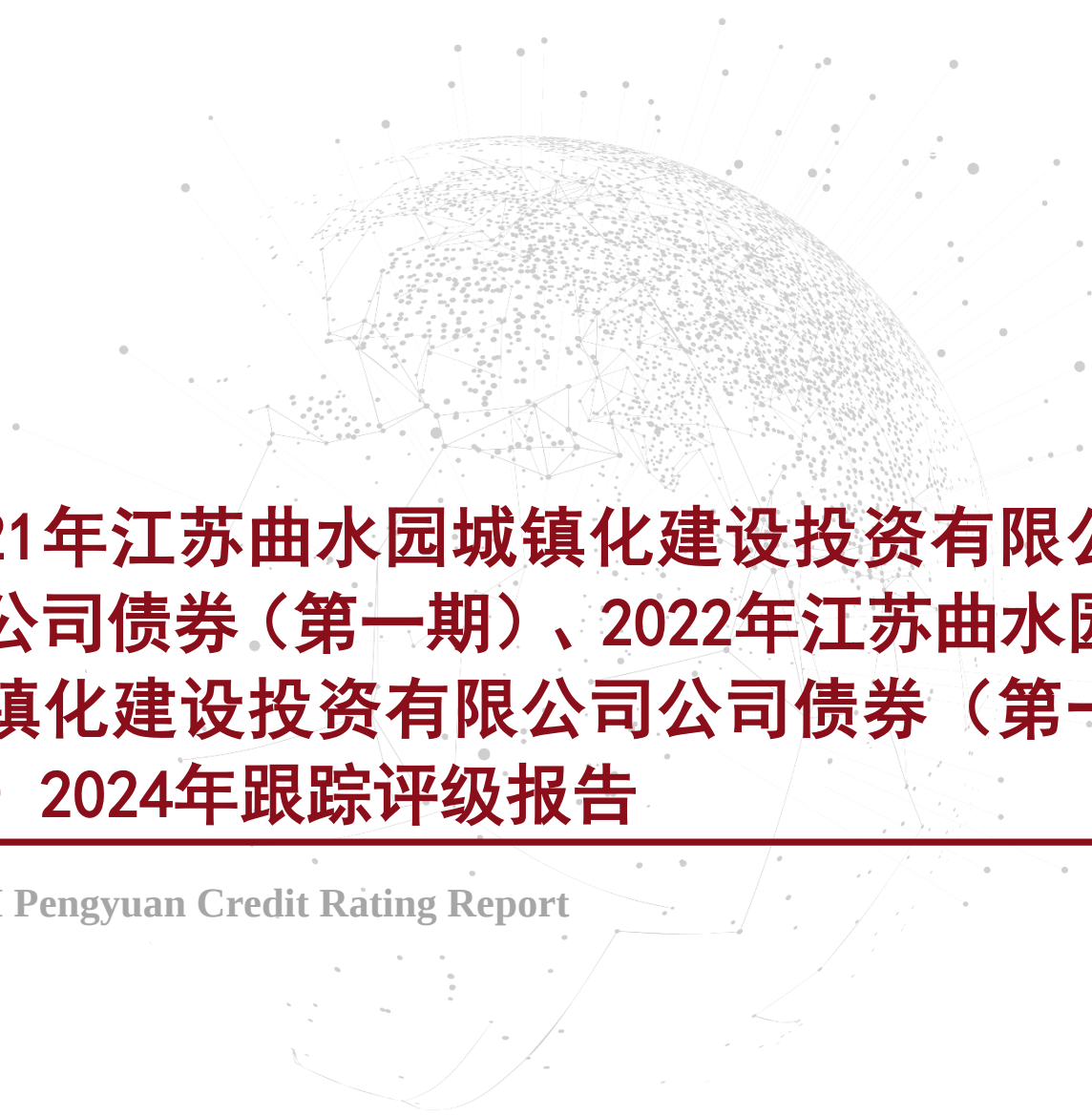




2021年江苏曲水园城镇化建设投资有限公司公司债券（第一期）、2022年江苏曲水园城镇化建设投资有限公司公司债券（第一期）2024年跟踪评级报告

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年江苏曲水园城镇化建设投资有限公司公司债券（第一期）、 2022年江苏曲水园城镇化建设投资有限公司公司债券（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
21 曲水债 01/21 曲水 01	AA+	AA+
22 曲水债 01/22 曲水 01	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：海安市经济发展水平较好，位于百强县前列，园区经济发达，形成了“4+4+N”的特色产业集群。江苏曲水园城镇化建设投资有限公司（以下简称“曲水园城建”或“公司”）营业收入具有一定保障，继续获得一定程度的外部支持，此外海安市城建开发投资集团有限公司（以下简称“海安城建”或“担保方”）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“21 曲水债 01/21 曲水 01、22 曲水债 01/22 曲水 01”（以下合称“本期债券”）的安全性；同时中证鹏元也关注到了基础设施代建业务持续性一般，募投项目投资建设进度有所滞后，资产中存货占比仍较高，部分土地抵押受限，存货变现能力欠佳，应收及预付款项仍较大占用营运资金，债券融资规模较大且到期时间较为集中，偿债压力仍较大，且存在一定或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司存货中土地整理成本尚有一定规模，未来收入仍有一定保障，且将持续获得一定外部支持。

评级日期

2024 年 7 月 25 日

联系方式

项目负责人：王致中
wangzhz@cspengyuan.com

项目组成员：周捷
zhouj@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	97.22	97.97	95.61
所有者权益	50.89	50.14	49.04
总债务	41.10	43.30	42.64
资产负债率	47.65%	48.82%	48.71%
现金短期债务比	0.36	0.18	0.55
营业收入	6.10	6.51	6.47
其他收益	1.02	1.02	1.08
利润总额	1.08	1.54	1.46
销售毛利率	10.23%	13.04%	10.40%
EBITDA	2.42	1.85	1.67
EBITDA 利息保障倍数	1.13	0.72	0.72
经营活动现金流净额	-3.72	-0.83	-0.43

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **海安市经济发展水平较好，拥有国家级开发区、省级高新区等多个产业园区，县域经济竞争力位于百强县前列，产业结构较为多元化，形成“4+4+N”的特色产业集群。**海安市以第二产业为主，工业经济发展较好，2023 年规模以上工业总产值同比增长 13.0%，规模以上工业增加值同比增长 6.0%；依托于国家级开发区、省级高新区等多个产业园区，海安市已形成了“4+4+N”的特色产业集群，产业结构较为多元化，2023 年海安市投资、消费及进出口均有所反弹。
- **公司继续获得一定力度的外部支持。**2023 年公司股东变更，股权层级有所下降，但仍是海安市曲塘镇重要的基础设施建设投融资主体，继续获得一定外部支持，2023 年公司获得曲塘镇政府财政补贴 1.02 亿元，用于经营项目工作经费，计入其他收益，同时获得政府 0.54 亿元利息补贴，冲减成本费用，显著提升了公司当年利润水平。
- **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，海安城建主体信用等级为 AA+，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够依然有效提升本期债券安全性。

关注

- **基础设施代建业务持续性一般，需关注募投项目投资建设进度。**2023 年公司基础设施代建收入继续下降，截至 2023 年末，公司在建的基础设施项目较少，暂无拟建项目，存货中未结算的基础设施工程成本仅为 8.51 亿元，2023 年仅新增 0.48 亿元。截至 2024 年 4 月末，本期债券募投项目曲东花苑安置房项目的一期工程已完成主体封顶，二期工程处于前期规划阶段尚未开工。
- **公司资金大量沉淀于存货、应收及预付款项，部分土地抵押受限，资产整体流动性仍较弱。**2023 年末公司存货占总资产比重仍维持在 70%以上，存货中部分土地使用权抵押受限，基础设施代建和土地整理开发成本结算回款受政府资金计划安排影响较大，应收及预付款项仍对公司营运资金形成较大占用。
- **公司仍面临较大的偿债压力。**公司财务弹性及再融资能力仍一般，2023 年经营现金流仍为净流出，现金短期债务比表现欠佳，备用流动性一般，存量债券融资规模较大且到期时间较为集中，需关注未来两年债券集中到期兑付情况。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额共计 6.93 亿元，占 2023 年末净资产比重为 13.61%，对外担保对象均为当地国有企业，但无反担保措施。

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	4/7
				财务状况	3/7
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					3
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，反映了公司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

- 公司是海安市曲塘镇重要的土地整理、基础设施建设投融资主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，海安市人民政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为海安市国有资产管理中心（以下简称“海安国资中心”）间接持有公司 100% 股权，海安市人民政府对公司的人事任命、经营战略和业务运营有强大影响力，预计公司与当地政府的联系将保持稳定。公司收入主要来源政府代建类业务，但公司非海安市最大最核心的平台公司，对海安市人民政府的贡献一般。公司已公开发行债券，违约会对地区金融生态环境产生实质性影响。同时，中证鹏元认为海安市人民政府提供支持的能力较强，主要体现为海安市经济发展水平较好，拥有国家级开发区、省级高新区等多个产业园区，县域经济竞争力位于百强县前列，产业结构较为多元化，形成了“4+4+N”的特色产业集群。

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 曲水债 01/21 曲水 01	2.00	2.00	2023-6-9	2028-12-06
22 曲水债 01/22 曲水 01	4.80	4.80	2023-6-9	2029-08-30

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2021年12月公开发行7年期2.00亿元公司债券“21曲水债01/21曲水01”，用于曲塘镇曲东花苑安置房项目¹。公司于2022年8月公开发行7年期4.80亿元公司债券“22曲水债01/22曲水01”，用于曲塘镇曲东花苑安置房项目和补充营运资金。截至2024年4月末，曲东花苑安置房项目的一期工程已实现主体封顶，二期工程处于前期规划阶段尚未开工。募集资金账户余额情况如下表所示。

表1 本期债券募集资金账户余额情况（单位：元）

债券简称	账户号	开户行	查询日期	金额
21 曲水债 01/21 曲水 01	50050188000178764	江苏银行南通分行	2024-7-4	63,777.64
	019801750003601	无锡农商行南通支行	-	已销户
22 曲水债 01/22 曲水 01	50360188000333425	江苏银行	2024-7-4	52,126.92
	51460500001208	苏州银行	2024-7-12	135,990.99

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东发生变动。2023年3月，根据公司股东会决议，原股东海安国资中心将所持公司100%股权无偿转让给海安市国有资本运营集团有限公司（以下简称“海安国资集团”），于2023年8月完成工商变更登记。跟踪期内，公司注册资本、实收资本均未发生变动。截至2024年6月末，公司注册资本仍为8.00亿元，实收资本仍为2.40亿元，未来实缴时间仍不明确，公司控股股东为海安国资集团，实际控制人为海安国资中心。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍主要从事曲塘镇内的土地开发整理、基础设施建设等业务。2023年公司合并范围未发生变动，截至2023年末，公司合并范围子公司共2家，如下表所示。

表2 截至 2023 年末公司合并范围子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
海安市曲园城乡建设投资有限公司	城乡建设投资;高新技术创业服务	100.00%	划转
海安曲水农业开发有限公司	农业种植技术开发	100.00%	划转

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 曲东花苑安置房项目实际总用地面积约 80 亩，共计高层安置房 901 套，分两期开发，其中一期工程用地面积 25 亩，建筑面积约 3.45 万平方米，总套数 170 套，预计 2024 年完工。

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”的总体思路下，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。

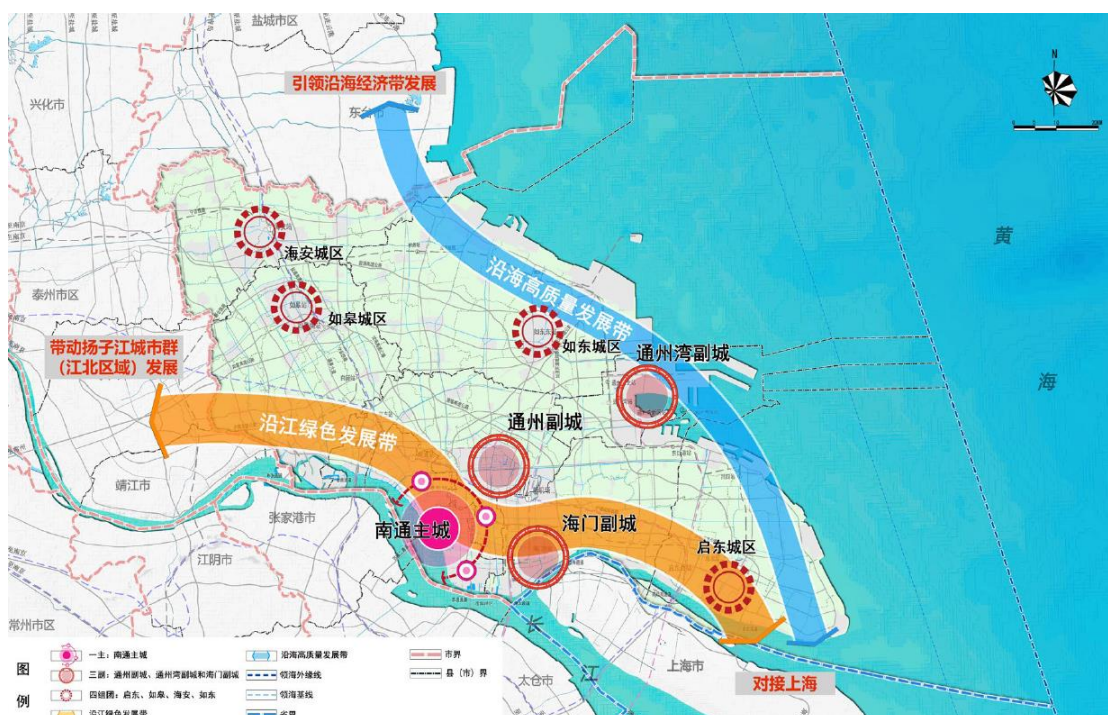
区域经济环境

海安市交通整体较为便捷，经济发展水平在全国百强县排名中靠前，产业结构较为多元化，工业经济发展较好，并形成了“4+4+N”的特色产业集群；2023年投资、消费及进出口均有所反弹

区位特征：海安市位于江苏省中南部，交通整体较为便捷，拥有多个国家级与省级园区。海安市系江苏省南通市代管的县级市，地处江苏省中南部，位于南通、盐城、泰州三市交界处，东临黄海，与如东接壤，南和如皋毗邻，西通泰兴，并与泰州市姜堰区相交，北与盐城市东台市相连，县境西宽东窄。海安市全市总面积1,184平方公里，下辖10个区镇，拥有国家级开发区、省级高新区、省级滨海新区、省级商贸物流园区、省级粮食物流园区、中国和意大利国际合作园区各1家。海安市交通整体较为便捷，水路有通扬、通榆、栟茶等三条运河畅流其间，沟通了长江、淮河两大水系；公路方面，江海高速、沿

海高速两条高速公路穿境而过，204国道、328国道、202省道和海防公路贯穿海安全境，从上海崇明经过苏通长江大桥抵达海安约200千米车程；铁路方面，新（江苏新沂）长（浙江长兴）铁路与宁（南京）启（启东）铁路在海安交汇，正在规划的铁路有沪通铁路、沪崇启、沪崇海等多条越江通道。第七次人口普查显示海安市常住人口为87.43万人，和第六次人口普查相比增长0.80万人，增长0.92%，截至2023年末海安市常住人口为86.63万人，近年来常住人口呈下降趋势。

图1 海安区位图



资料来源：南通市规划局网站，中证鹏元整理

经济发展水平：海安市在全国百强县排名中靠前，产业结构以第二产业为主，2022年投资、消费及进出口均受较大影响，但2023年整体有所好转。海安市经济发展水平较好，在赛迪顾问发布的《2023中国县域经济百强研究》中位列第23位，较2022年上升3位。近年海安市地区生产总值持续增长，截至2023年末三次产业结构分别为5.6:55.2:39.1，经济结构以第二产业为主，且近年来产业结构保持相对稳定，2023年海安市人均GDP为16.56万元，是同期全国人均GDP的185.32%。2023年海安市完成地区生产总值1,436.27亿元，经济体量在南通市地区中处于下游，但人均GDP在南通市区域中排名靠前。

2021-2023年海安市固定资产投资存在较大波动，其中2022年出现大幅下滑，对GDP增速形成较大拖累。近年来消费市场受政策影响增速波动较大，但整体保持增长情况。受进口规模下降影响，2022年海安市进出口总额出现下滑，在2023年整体略有反弹，其中出口总值149.28亿元，比上年下降7.9%；进口总值54.55亿元，增长44.2%。

表3 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（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
崇川区	1,737.10	5.90	-	113.19	69.17
通州区	1,701.30	6.40	-	75.01	153.16
海门区	1,664.67	5.10	167,135	75.01	81.00
如皋市	1,560.00	6.00	-	77.01	108.04
启东市	1,447.28	6.20	151,349	75.01	112.43
海安市	1,436.27	6.30	165,600	71.01	94.17
如东县	1,381.13	6.50	158,531	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4 海安市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）	1436.27	6.0%	1,379.75	1.8%	1,343.09	9.1%
固定资产投资	512.93	-	458.43	-19.9%	572.08	6.6%
社会消费品零售总额	444.83	5.5%	421.50	1.7%	414.38	16.4%
进出口总额	203.84	1.9%	201.04	-4.9%	209.51	19.4%
人均 GDP（元）		165,600		158,766		153,980
人均 GDP/全国人均 GDP		185.32%		185.26%		190.16%

注：2022 年人均 GDP 为当年 GDP 除以第七次人口普查常住人口所得。

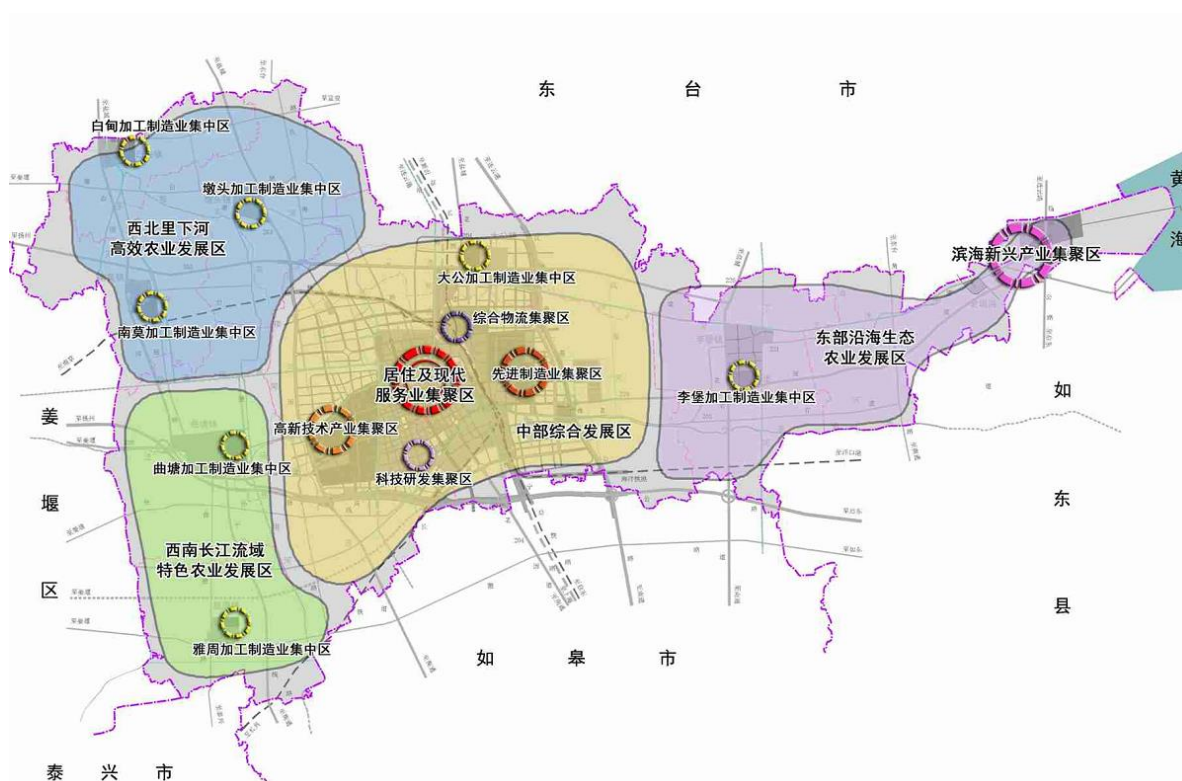
资料来源：2021-2023 年海安市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：海安市产业结构较为多元化，并形成了“4+4+N”的特色产业集群，工业经济发展较好。

海安市产业结构以第二产业为主，现有工业规模企业超千家、亿元企业近300家，是江苏长江以北首个工业应税销售超2,000亿元的县级城市。海安市产业较为多元化，已形成了时尚锦纶、现代纺织、新材料、装备制造四大主导产业和机器人、节能环保、新能源及新能源汽车（配件）、航天航空及智能装备四大新兴产业。四大主导产业、四大新兴产业以及生物医药、农副产品精深加工等共同形成了海安市“4+4+N”的特色产业集群，目前海安市拥有2家上市公司，其中联发股份为纺织产业的代表性企业，环保新能源产业以中国天楹为代表。2023年末海安市工业规模以上企业数、亿元企业数均居全省第一方阵。全年规模以上工业总产值2,144.64亿元，比上年增长13.0%，规模以上工业增加值比上年增长6.0%。全年实现工业应税销售2,187.7亿元，规模以上工业企业实现营业收入2,098.14亿元，同比增长12%。

海安市在产业配套方面开足马力，以经开区和高新区为依托实施园区发展战略。海安市经开区及高新区采取“一区多园”的发展模式，即在本身区域发展的基础上开发多个专业园区，目前拥有时尚锦纶产业园、电子信息产业园、常安纺织科技园、机器人及智能制造产业园等十大专业园区，由于海安市大部分重点企业的税收均统计在两个园区内，因此两个园区贡献了海安市大部分的经济体量与税收。招商引资方面，2023年新招引5亿元以上内资项目42个、3000万美元以上外资项目11个、科创项目160个。

图2 海安产业规划图



资料来源：海安市规划局网站，中证鹏元整理

发展规划及机遇：在“一带一路”“长江经济带”“长三角区域一体化”“沿海开发”等国家重大战略的叠加下，海安积极融入苏南、接轨上海。根据《海安市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，“十四五”期间，盐通高铁¹、南通新机场²、通州湾新出海口³等一批重大交通工程实施，海安的枢纽区位优势将更加凸显。

财政及债务水平：近年来海安市一般公共预算收入整体保持增长，但综合财力受土地市场影响较大，政府债务不断扩张，债务压力进一步增加。2023年海安市实现一般公共预算收入71.01亿元，较上年有所提升；因留抵退税影响逐渐消除，2023年税收收入占比回升至2021年水平。2023年海安市土地市场成交进一步下降，土地出让收入由2022年的93.67亿元减至2023年的74.12亿元，同比下降20.87%，政府性基金收入亦受到较大影响。区域债务方面，近三年海安市地方政府债务余额持续扩张，复合增长率为6.59%。综合来看海安市债务压力进一步增加。

表5 海安市主要财政指标情况（单位：亿元）

¹ 该项目已于2020年12月30日开通运营。

² 该项目将于2023年11月开工建设，预计2026年到2027年正式完工。

³ 2022年11月30日，通州湾新出海口一期通道工程通过竣工验收。

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	71.01	66.00	69.50
税收收入占比	81.12%	67.97%	82.10%
财政自给率	50.84	46.99%	49.79%
政府性基金收入	94.17	98.51	151.36
地方政府债务余额	246.67	228.78	217.12

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：海安市各年财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：海安市发债企业较多，市区域内的投融资一级主体有4家，分别为海安市城建开发投资有限公司（以下简称“海安城建”）、江苏开晟产业发展集团有限公司（以下简称“开晟集团”）、海安开发区建设投资有限公司（以下简称“海安开投”）和江苏瑞海投资控股集团有限公司（以下简称“瑞海投资”）。前三家公司分别主要负责海安市城区、经济技术开发区和高新区范围内的土地整理、基础设施建设、园区开发等业务，瑞海投资业务主要为地产、物业管理、金融投资、酒店、教育和文旅产业板块。

在4家市级一级主体中，海安城建拥有全资子公司海安城镇建设投资有限公司，开晟集团拥有全资子公司海安经济技术开发区控股集团有限公司及江苏腾海投资控股集团有限公司，瑞海投资拥有全资子公司海安城市动迁改造有限公司及江苏海安商贸物流集团有限公司，以上公司均有债券发行。

此外，南通运通港务发展有限公司（以下简称“运通港务”）主要负责海安市交通、水利基础设施建设；曲水园城建主要负责海安市曲塘镇范围的土地整理及基建业务。整体来看，海安市区域内城投公司债务体量较大。

表6 海安市主要城投平台情况（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
海安城建	海安市政府国有资产监督管理委员会	205.60	65.61%	12.50	237.64	负责海安市内城市基础设施建设、交通运输、水务投建营
开晟集团	海安经开区管委会	195.49	66.61%	18.08	336.94	主要负责海安经开区内的土地综合开发、基础设施建设和安置房建设业务
海安开投	海安经开区管委会	252.55	59.29%	6.23	258.43	负责海安高新区土地整理、园区开发及房地产开发业务
瑞海投资	海安国资中心	168.63	69.55%	15.06	239.60	集地产、物业管理、金融投资、酒店、教育和文旅产业于一体的综合性集团公司
曲水园城建	海安国资集团	50.89	47.65%	6.10	41.10	海安市曲塘镇基建、土地整理
运通港务	海安国资中心	80.82	63.64%	3.76	90.45	负责海安市内交通、水利基础设施的投建营

注 1：财务指标为 2023 年度/2023 年末数据，其中运通港务数据为 2022 年度/2022 年末

注 2：总债务=短期借款+应付票据+1 年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款，曲水园城建考虑调整项。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍主要从事曲塘镇内的土地开发整理、基础设施建设等业务，2023年营业收入有所下降，土地整理业务仍可提供一定收入保障，基础设施代建收入继续下滑，目前在建的基础设施项目较少且无拟建项目，需关注该业务未来持续性

跟踪期内，公司仍主要从事曲塘镇内的土地拆迁整理、基础设施建设等业务。2023年公司代建收入减少拖累公司营业收入下滑，土地转让产生的其他业务收入提供一定收入补充。2023年曲塘镇人民政府有偿回收公司4宗土地，公司与曲塘镇政府签订《国有土地使用权收购协议》，回购价格按原始成本加成5%（含税）确定，该收入具有偶发性。毛利率方面，工程代建业务采用成本加成方式结算，毛利率较为稳定，受毛利率较低的其他业务收入占比增加影响，2023年公司销售毛利率略有下降。

表7 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	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
工程建设	4.02	13.04%	66.01%	6.51	13.04%	100.00%
其他业务	2.07	4.77%	33.99%	-	-	-
合 计	6.10	10.23%	100.00%	6.51	13.04%	100%

注：工程建设收入包括土地整理收入和基础设施代建收入。

资料来源：公司2022-2023年审计报告，中证鹏元整理

（一）土地整理业务

土地整理业务仍是公司主要收入来源，未结算存货规模较大，收入仍有一定保障，但结算回款受政府资金计划影响较大，未来资金需求尚不明确

跟踪期内，公司土地整理业务模式未发生变化。公司土地整理业务主要由公司子公司海安市曲园城乡建设投资有限公司（以下简称“曲园城建”）负责。公司土地整理业务采取委托代建模式，委托方为江苏荷塘月色城镇建设开发有限公司（以下简称“荷塘月色公司”），委托建设项目区域集中在海安市曲塘镇北部，包括曲塘镇东西工业园区、曲塘镇曲塘村、胡庄村、花庄村、刘圩村、崔母村等，建设内容为土地征地拆迁、整理、四通一平等，曲园城建作为受托方对委托建设的项目进行投资、建设及管理，根据项目完工进度与荷塘月色公司结算，项目结算款包含项目投资成本和15%成本加成的建设收益，公司以项目结算款确认土地整理收入。

项目结算方面，根据委托代建协议约定，在每年年末，由公司协助委托方按工程进度验收，并出具项目费用结算单，项目工程结算成本按当年不超过累计投资总额的50%进行结算，次年结算成本不超过上年末结余及当年投资累计额的40%进行结算，项目完工三年内结算完毕，在具体结算实施过程中公司并未完全按照协议约定执行。

根据荷塘月色公司出具的工程验收结算单，2023年公司土地整理收入3.23亿元，主要来自园区土地开发整治工程、城乡挂钩弃宅工程、曲塘镇乡村（曲塘村、曲园村、李庄村、胡庄村、崔母村等）土地整理工程等项目结算。公司土地整理业务因采用成本加成方式结算，毛利率稳定。截至2023年末，公司存货中未结算的土地整理成本账面价值为32.91亿元，未来收入仍有一定保障，但项目结算回款受地方政府财政预算和资金计划影响较大。此外，2023年公司经营现金流仍为净流出，土地整理项目尚需投入资金金额尚不明确，或存在一定资金压力。

表8 截至 2023 年末公司主要在开发土地整理项目（单位：亿元）

项目名称	本期结转	期末存货金额
园区土地开发整治工程	0.16	1.78
城乡挂钩弃宅	0.22	2.13
曲塘镇花庄村、李庄村	0.20	2.56
曲塘镇曲塘村	0.31	3.49
曲塘镇胡庄村	0.18	2.01
海安县崔母村	0.23	2.60
曲塘镇刘圩村	0.22	2.46
曲塘镇曲园村	0.29	3.16
曲塘镇郭楼村	0.09	0.95
曲塘镇罗町村	0.09	1.02
曲塘镇顾庄村	0.09	0.96
曲塘镇大陈庄村	0.08	0.94
曲塘镇兴花村	0.08	0.91
曲塘镇中桥村	0.10	1.09
曲塘镇周桥村	0.09	1.03
曲塘镇银树村	0.10	1.09
曲塘镇万庄村	0.09	1.05
曲塘镇群贤村	0.10	1.07
曲塘镇东大桥拆迁	0.09	0.87
曲塘镇富民村	-	0.18
曲塘镇章郭村	-	0.22
曲塘镇万扬村	-	0.27
曲塘镇兴曲村	-	0.30
曲塘镇徐庄村	-	0.28
曲塘镇龙池村	-	0.23
曲塘镇创新村	-	0.25
合计	2.81	32.91

注：公司土地整理项目未做立项、可行性研究等相关工作，故总投资金额无法测算，各年投资主要依据当年政府安排。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）基础设施建设业务

公司基础设施代建收入继续下降，目前在建的基础设施项目较少且无拟建项目，存货规模有限，需关注该业务未来持续性

跟踪期内，公司基础设施代建业务模式未发生变化。基础设施建设业务主要由公司子公司曲园城建负责。具体业务模式方面，曲园城建与海安市曲塘镇人民政府签订项目建设合同，曲园城建作为受托方主要负责曲塘镇内包括但不限于旧城区改造项目、棚改安置房及其配套工程项目、道路、污水处理、管网、绿化、行政办公设施等工程项目，由曲塘镇人民政府根据工程建设进度安排曲塘镇财政所拨付项目建设资金。结算工程款包括曲园城建的投入成本和项目利润（曲园城建根据每年度代建工程项目成本结算量按15%成本加成向曲塘镇人民政府收取工程项目建设管理费）。

项目结算方面，公司代建的行政办公设施、道路、绿化及路灯工程项目按当年项目累计投资额进行结算，旧城区改造项目按当年不超过累计投资总额的60%进行结算，次年按照不超过上年末结余及当年投资累计额的20%进行结算，项目完工三年内结算完毕；棚改安置房及配套工程项目按当年不超过累计投资总额的70%进行结算，待完工后结算成本按剩余投资额进行结算，项目完工需五年内结算完毕，在具体结算实施过程中公司并未完全按照协议约定执行。

根据海安市曲塘镇人民政府出具的工程验收结算单，2023年公司基础设施代建收入0.79亿元，同比进一步下降，确认收入的项目主要为东大街、南大街、中心南街旧城区改造工程、棚改安置及其配套工程、污水截流导流工程等。公司基础设施代建业务采用成本加成模式，毛利率较稳定。截至2023年末，公司在建的基础设施项目较少，暂无拟建项目，存货中未结算的基础设施成本仅为8.51亿元，2023年仅新增0.48亿元，需关注该业务未来持续性。

此外，截至2024年4月末，本期债券募投项目曲东花苑安置房项目的一期工程已完成主体封顶，预计2024年底完工，二期工程处于前期规划阶段尚未开工，需关注项目建设进度及未来销售回款是否符合可研测算的收益目标。

公司继续获得一定力度的外部支持

公司作为海安市曲塘镇重要的基础设施建设投融资主体，继续获得一定外部支持。2023年公司获得曲塘镇政府财政补贴1.02亿元，用于经营项目工作经费，计入其他收益，同时获得政府0.54亿元利息补贴，冲减成本费用，显著提升了公司当年利润水平。

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审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的

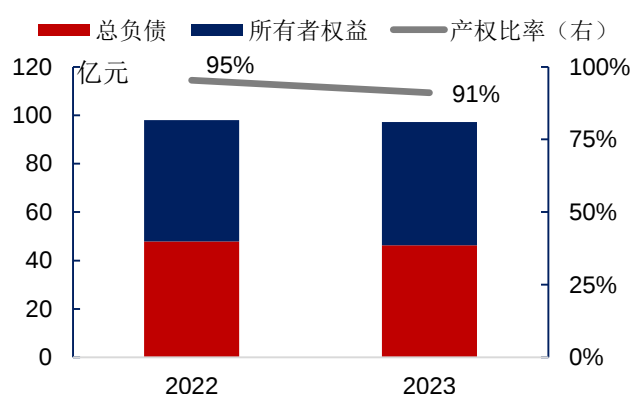
2022-2023年审计报告，公司财务报表均按新会计准则编制。2023年公司合并范围无变化，截至2023年末，公司合并范围共2家子公司。

资本实力与资产质量

公司资产仍以流动资产为主，存货中土地资产规模较大，部分土地使用权抵押受限，基础设施代建项目和土地开发整理项目收入回款受政府资金计划安排影响较大，应收及预付款项仍对公司营运资金形成较大占用，资产整体流动性仍偏弱

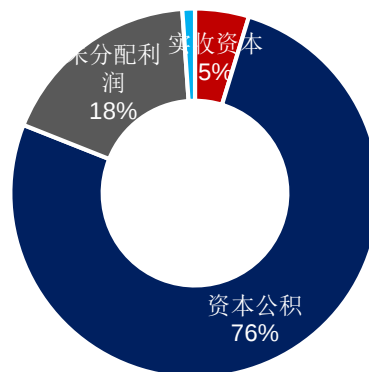
2023年末公司所有者权益小幅提升，主要系未分配利润留存，产权比率略有下降，净资产可覆盖总负债。截至2023年末，公司净资产以资本公积和未分配利润为主，资本公积主要为早年政府拨款及划入的土地资产。

图3 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4 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

存货仍为公司最主要资产，2023年末占总资产比重仍在70%以上，主要为开发成本及待开发土地，存货规模较上年略有减少。2023年末存货中待开发土地共计61宗¹，土地性质均为出让，用途以商业、商服为主，账面价值合计28.73亿元，较上年小幅下降系2023年政府回购4宗土地所致，年末存货中已抵押土地使用权合计13.16亿元，存货土地抵押比率为45.82%。

2023年末公司其他应收款主要系应收海安强镇新农村建设开发有限公司²（以下简称“强镇新农村”）、荷塘月色公司、华商（海安）产业投资集团有限公司、海安市曲塘镇人民政府等当地国企、政府机构的往来款及拆借款，其中应收民企海安县胡塘建设投资有限公司³ 0.35亿元，账龄达五年以上，已按账龄计提减值准备0.34亿元，该公司系当地村办企业，回收存在较大难度。2023年末公司应收账款主要为应收海安市曲塘镇人民政府及荷塘月色公司的工程款，回款风险相对较小。2023年末公司预付款

¹ 其中 5 宗账面价值合计 2.61 亿元的土地尚未办妥权证，已缴纳出让金。

² 实际控制人为海安国资中心。

³ 该企业于 2015 年 10 月 22 日被列为失信被执行人。

项均为预付强镇新农村的工程款。公司历史对地方民企拆借款账龄基本在五年以上，均已全部计提减值，近年来未再新增对民企拆借，公司应收及预付类款项的回收风险总体可控，但回款时间存在不确定性，对公司营运资金仍形成较大占用。

2023年末公司账面货币资金规模有所下降，2023年末公司货币资金均为银行存款，无受限情况。

整体来看，虽然公司资产仍以流动资产为主，但公司存货中土地资产规模较大，部分土地使用权用于抵押受限，代建类项目结算回款时间受政府资金安排影响较大，对地方政府及国企单位的应收预付款项仍对营运资金形成较大占用，资产整体流动性仍偏弱。

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	2.15	2.21%	3.35	3.42%
应收账款	8.86	9.11%	6.67	6.81%
预付款项	4.07	4.19%	4.01	4.10%
其他应收款	11.80	12.14%	10.64	10.86%
存货	70.16	72.16%	73.11	74.63%
流动资产合计	97.04	99.81%	97.79	99.81%
非流动资产合计	0.18	0.19%	0.18	0.19%
资产总计	97.22	100.00%	97.97	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

2023年公司营业收入小幅下滑，盈利能力仍较弱，其他收益对利润总额贡献仍较大

代建收入减少拖累2023年公司营业收入小幅下滑，偶发性的土地转让收入提供一定收入补充，同时也使得公司销售毛利率小幅下滑，公司盈利能力仍较弱。截至2023年末，公司存货中土地整理开发成本尚有一定规模，未来营业收入仍有一定保障。2023年公司其他收益占利润总额的比重为93.93%，对利润总额贡献仍较大。

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	6.10	6.51
营业利润	1.08	1.53
其他收益	1.02	1.02
利润总额	1.08	1.54
销售毛利率	10.23%	13.04%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司财务弹性及再融资能力一般，经营活动难以产生盈余资金，存量债券融资规模较大且到期时间较为集中，整体偿债压力仍较大，需关注未来两年债券集中到期兑付情况

2023年公司债务规模略有下降，截至2023年末以长期债务为主，2023年随着部分到期债券滚续，长期债务占比有所提高，当年债券偿付压力得到释放，且得益于市场行情发行成本有较大幅度下降，但我们也关注到滚续债券发行期限仅为3年，需关注融资政策变更对公司2025-2026年新一波偿债高峰的债券兑付的影响。债务类别上，2023年末公司以债券融资及银行借款为主，非标融资作为补充。公司合作银行主要为四大行及城商行当地支行，流贷规模较小，银行融资主要为项目贷，目前公司在手项目数量较少，需关注公司存量项目贷到期兑付资金的接续情况。2023年末公司非标融资主要为融资租赁借款，列示于长期应付款，部分存量非标融资成本较高。2023年末，公司存续债券共5支（2支企业债、3支私募公司债），合计发行金额22亿元，其中3支私募公司债共计15亿元将于2025-2026年内到期。2023年末公司其他应付款主要为与村镇合作社借款及少量往来款，规模较小。

表11截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类别	成本区间	合计	占比	1 年以内	1 年以上
债券融资	3.69%-6.50%	22.19	53.98%	21.31	0.88
银行借款	4.00%-6.00%	15.89	38.65%	3.75	12.14
非标借款	4.30%-8.00%	2.60	6.31%	0.94	1.66
其他债务		0.43	1.05%	0.43	-
合计		41.10	100.00%	26.42	14.68

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	1.00	2.16%	2.00	4.18%
其他应付款	0.81	1.75%	0.70	1.47%
一年内到期的非流动负债	4.56	9.85%	15.84	33.13%
流动负债合计	11.22	24.22%	22.99	48.06%
长期借款	12.14	26.21%	11.79	24.65%
应付债券	21.31	45.99%	11.72	24.51%
长期应付款	1.66	3.58%	1.33	2.78%
非流动负债合计	35.11	75.78%	24.84	51.94%
负债合计	46.33	100.00%	47.83	100.00%
总债务	41.10	88.72%	43.30	90.53%
其中：短期债务	6.00	12.94%	18.46	38.59%
长期债务	35.11	75.78%	24.84	51.94%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司资产负债率水平较上年略有下降，公司资产对负债的覆盖程度尚可。2023年费用化利息支出增加拉升EBITDA，进而导致当年EBITDA利息保障倍数有所提高，但2023年末公司现金短期债务比表现仍欠佳，经营活动现金流仍为净流出。截至2023年末，公司获得国内银行授信额度共计48.17亿元，未使用授信额度10.38亿元，备用流动性一般。

公司财务弹性及再融资能力一般，盈利能力偏弱，经营活动难以产生盈余资金，且存量债券融资规模较大、到期时间较为集中，借新还旧受市场融资环境影响较大，未来债券集中到期或存在一定的刚性偿付压力。整体来看，公司偿债压力仍较大。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	47.65%	48.82%
现金短期债务比	0.36	0.18
EBITDA 利息保障倍数	1.13	0.72

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

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生负面影响

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（以下简称“说明”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水、废弃物排放而受到政府部门处罚的情况

形。

社会方面，根据公司提供的说明，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。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》等有关法律、法规制定了《公司章程》，并按照现代企业制度建立了公司的法人治理结构和内部控制制度，可满足公司正常运营需求，2023年公司组织架构未发生变动，公司组织结构图如附录三所示。2024年3月，公司法人、董事长兼总理由陈德春变更为章再梅，已完成工商变更登记。根据公司提供的说明，近三年公司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。

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7月2日），公司本部及子公司曲园城乡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，公司对外担保余额共计6.93亿元，详见下表，占2023年末净资产比重为13.61%，对外担保对象均为当地国有企业，但无反担保措施，存在一定或有负债风险。

表14 2023 年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保方	担保金额	到期日
海安新农村建设管理有限公司	15,100.00	2026/12/2
海安新农村建设管理有限公司	5,285.00	2026/12/2
海安禾禾农业技术发展有限公司	24,600.00	2027/12/30
海安强镇新农村建设开发有限公司	4,650.00	2024/3/22
江苏荷塘月色城镇建设开发有限公司	6,000.00	2024/6/10
海安县城北建材装备发展有限公司	2,700.00	2025/5/1
海安县锻压机械产业园发展有限公司	9,000.00	2025/2/28
海安大鼎农业开发投资有限公司	947.00	2024/5/31
海安东和盛泰贸易有限公司	1,000.00	2024/8/29
合计	69,282.00	

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

公司是海安市曲塘镇重要的土地整理、基础设施建设投融资主体，海安国资中心间接持有公司100%

股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，海安市人民政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与海安市人民政府的联系是中等的。公司由海安市人民政府全资拥有，公司董事由股东委派，重大投融资事项需报批海安市相关政府部门，海安市人民政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，预计未来公司与海安市人民政府的联系将保持稳定；但公司大部分业务来源于曲塘镇人民政府及相关单位，获得的外部支持也主要来自曲塘镇人民政府。

（2）公司对海安市人民政府非常重要。公司主要的目标是为曲塘镇提供土地整理、基础设施建设等公共服务；公司非海安市核心平台公司，且在供水、供电等方面不具有区域专营性，故政府在付出一定努力和成本的情况下是可以取代公司的；公司业务规模、资本实力在同区域平台排名较后，对海安市人民政府的贡献一般；公司已公开发行过债券，违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

海安城建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安全性

海安城建对本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围为本期债券本金以及该款项性至实际支付日的所有应付利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依据法律规定应由担保人支付的费用。保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年止。

海安城建作为海安市主要的城市及基础设施建设经营主体之一，主要负责海安市土地开发和城市道路、桥梁、绿化造园、路灯亮化、景点维护、供排水管网等城市基础设施的投资建设、日常运营和管理等业务，同时还涉及中小企业担保业务。截至2023年末，海安城建注册资本和实收资本均为180,098.35万元，控股股东和实际控制人为海安市政府国有资产监督管理委员会。2023年海安城建实现主营业务收入11.67亿元，主营业务毛利率为11.51%。

表15担保方主营业务收入及毛利率构成（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	10,422.14	8.99%	24,561.89	8.36%
土地整理开发	76,935.39	15.00%	81,311.18	15.00%
交通设施建设	0.00	-	2,765.08	1.73%
园林绿化	4,669.22	14.80%	6,111.28	13.35%
路灯维护	1,544.85	39.47%	859.44	51.54%
粮食购销	10,267.04	-4.38%	8,453.50	8.12%
商品销售	11,697.20	3.21%	695.54	34.93%
建筑垃圾处置	748.53	48.98%	1,182.71	42.62%
蚕园种业	398.10	-154.78%	0.00	-
物业管理	25.92	-59.58%	0.00	-
其他业务	3.78	0.00%	1,409.36	-30.18%
合计	116,712.16	11.51%	127,349.99	13.01%

资料来源：海安城建 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2023 年末，海安城建资产总额为 597.91 亿元，所有者权益为 205.60 亿元，资产负债率为 65.61%；2023 年度，海安城建实现营业收入 12.50 亿元，利润总额 2.05 亿元，经营活动现金净流出 12.46 亿元。

表16担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年
总资产	597.91	558.23
所有者权益	205.60	211.70
总债务	-	235.67
资产负债率	65.61%	62.08%
现金短期债务比	-	0.30
营业收入	12.50	13.20
其他收益	3.04	3.01
利润总额	2.05	2.26
销售毛利率	8.82%	10.35%
EBITDA	-	3.00
EBITDA 利息保障倍数	-	0.22
经营活动现金流净额	-12.46	0.87
收现比	125.34%	138.53%

资料来源：海安城建 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，海安城建主体信用等级为AA+，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。

十、结论

公司是海安市曲塘镇重要的土地整理、基础设施建设投融资主体，所在海安市经济发展水平较好，拥有国家级开发区、省级高新区等多个产业园区，县域经济竞争力位于百强县前列，产业结构较为多元化，形成“4+4+N”的特色产业集群，工业经济发展较好，人均GDP在南通市下属区县中排名靠前，2023年海安市投资、消费及进出口均有所反弹。2023年公司基础设施代建收入继续下滑，截至2023年末，公司在建的基础设施项目较少，暂无拟建项目，基础设施代建业务持续性一般，募投项目投资建设进度有所滞后。公司资金大量沉淀于存货、应收及预付款项，部分土地抵押受限，资产整体流动性仍偏弱。公司财务弹性及再融资能力一般，2023年经营现金流继续净流出，现金短期债务比表现仍欠佳，备用流动性一般，存量债券融资规模较大且到期时间较为集中，偿债压力仍较大，且存在一定或有负债风险，但公司存货中未结算的土地整理成本尚有一定规模，未来仍可提供一定收入保障，并继续获得一定力度的外部支持。综合来看，公司抗风险能力一般。此外，海安城建对本期债券提供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。

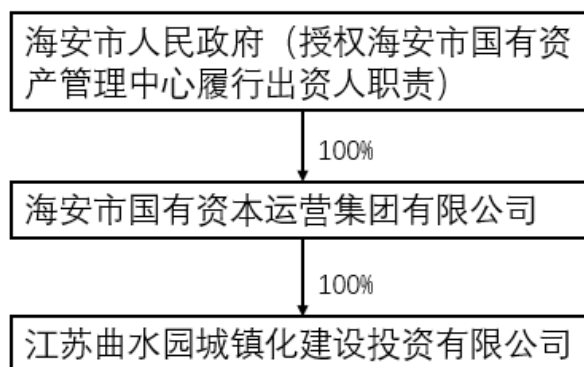
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21曲水债01/21曲水01”“22曲水债01/22曲水01”的信用等级为AA+。

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	2.15	3.35	8.22
其他应收款	11.80	10.64	8.93
存货	70.16	73.11	69.19
流动资产合计	97.04	97.79	95.45
非流动资产合计	0.18	0.18	0.16
资产总计	97.22	97.97	95.61
短期借款	1.00	2.00	2.06
应交税费	4.73	4.27	3.64
一年内到期的非流动负债	4.56	15.84	9.25
流动负债合计	11.22	22.99	18.89
长期借款	12.14	11.79	12.65
应付债券	21.31	11.72	12.93
长期应付款	1.66	1.33	2.10
非流动负债合计	35.11	24.84	27.69
负债合计	46.33	47.83	46.57
所有者权益	50.89	50.14	49.04
营业收入	6.10	6.51	6.47
营业利润	1.08	1.53	1.46
其他收益	1.02	1.02	1.08
利润总额	1.08	1.54	1.46
经营活动产生的现金流量净额	-3.72	-0.83	-0.43
投资活动产生的现金流量净额	0.00	0.00	-3.48
筹资活动产生的现金流量净额	3.37	-4.03	4.02
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	10.23%	13.04%	10.40%
资产负债率	47.65%	48.82%	48.71%
短期债务/总债务	14.59%	42.63%	35.07%
现金短期债务比	0.36	0.18	0.55
EBITDA（亿元）	2.42	1.85	1.67
EBITDA 利息保障倍数	1.13	0.72	0.72

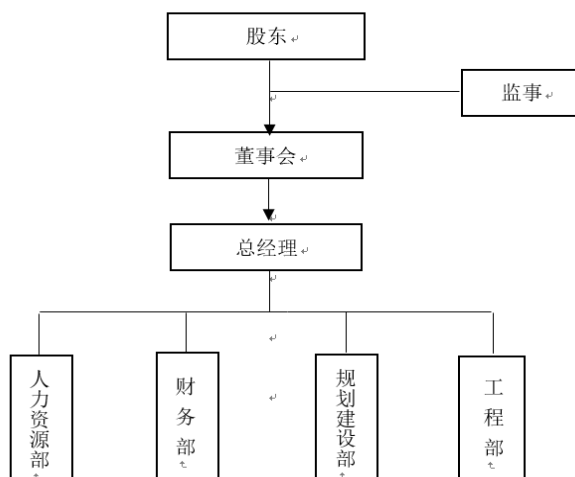
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 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

附录五 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。