



内部编号:2025060593

2022 年江苏锦汇集团有限公司

小微企业增信集合债券(第一期)

跟踪评级报告

项目负责人: 吴梦琦  wmq@shxsj.com
项目组成员: 龚春云  gcy@shxsj.com
评级总监: 鞠海龙 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

评级概要

编号:【新世纪跟踪(2025)100480】

评级对象: 2022年江苏锦汇集团有限公司小微企业增信集合债券(第一期)

主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪: AA	稳定	AAA	2025年6月27日
前次跟踪: AA	稳定	AAA	2024年6月28日
首次评级: AA	稳定	AAA	2022年7月27日

评级观点

主要优势:

- 良好的外部环境。跟踪期内启东市经济增速高于同期南通市水平,且区域承载长三角一体化以及江苏省沿海大开发两大国家战略,并被列入上海大都市圈大都市区规划范围,迎来良好发展机遇;启东经开区园区经济实力较强,主导产业持续发展,为锦汇集团的业务发展提供了良好的外部环境。
- 区域专营优势。锦汇集团仍主要负责启东经开区内的基础设施及安置房等项目建设,主业具有区域专营优势,能持续获得地方政府支持。
- 担保增信。中投保为22锦汇债提供的担保有助于提升该债券到期偿付的安全性。

主要风险:

- 债务偿付压力。跟踪期内,由于子公司划出及部分债务到期偿付,锦汇集团刚性债务规模有所缩减,但债务期限结构仍有待改善,公司面临的集中偿付压力仍较大。
- 资产流动性较弱。跟踪期内,锦汇集团基础设施及安置房项目结算进度仍较缓慢,投资性房地产受限比例较高,公司资产流动性较弱。
- 自营项目经营风险。锦汇集团投建自营物业规模较大,运营效益易受区域房地产市场及招商引资情况影响,存在一定经营风险。
- 或有负债风险。跟踪期内,锦汇集团对启东市国有企业的担保规模持续大幅上升,不利于财务风险控制。
- 小微企业贷款回收风险。22锦汇债部分募集资金以委托贷款形式投放给经确认的中小微企业使用,考虑到小微企业较易受到不利经济环境的影响,抗风险能力相对较弱,锦汇集团将持续面临委托贷款资金监管及回收方面的风险。

评级结论

通过对锦汇集团及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析,本评级机构决定维持公司AA主体信用等级,评级展望为稳定;认为上述债券还本付息安全性极强,并维持上述债券AAA信用等级。

未来展望

本评级机构预计锦汇集团信用质量在未来12个月持稳,维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
母公司口径数据:			
货币资金(亿元)	7.65	1.31	1.72
刚性债务(亿元)	51.36	41.52	36.81
所有者权益(亿元)	78.50	79.28	72.70
经营性现金净流入量(亿元)	28.03	-2.49	6.90
合并口径数据及指标:			
总资产(亿元)	199.48	234.64	217.37
总负债(亿元)	114.56	148.67	137.91

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
刚性债务(亿元)	96.19	124.04	76.19
所有者权益(亿元)	84.92	85.97	79.46
营业收入(亿元)	7.53	7.58	15.34
净利润(亿元)	1.39	1.20	1.03
经营性现金净流入量(亿元)	-3.62	-9.70	5.11
EBITDA(亿元)	1.78	1.49	1.39
资产负债率[%]	57.43	63.36	63.44
权益资本/刚性债务[%]	88.29	69.31	104.30
长短期债务比[%]	159.62	132.12	80.82
短期刚性债务现金覆盖率[%]	53.71	65.90	23.67
EBITDA/利息支出[倍]	0.33	0.18	0.19
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.01	0.01
担保人: 中投保合并口径数据及指标:			
总资产[亿元]	279.76	275.47	278.60
所有者权益[亿元]	109.42	110.93	116.92
融资性担保责任余额[亿元]	506.67	519.53	493.76
融资性担保放大倍数*[倍]	5.37	5.23	4.63
累担保代偿率[%]	0.18	0.41	0.61

注 1: 发行人数据根据锦汇集团经审计的 2022~2024 年财务数据整理、计算。

注 2: 担保人数据依据中投保经审计的 2022~2024 年度财务数据整理、计算。融资性担保责任余额及融资性担保放大倍数系根据《融资担保责任余额计量办法》计算, 取自中投保年报。

发行人本次评级模型分析表		
适用评级方法与模型: 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)		
评级要素		风险程度
	业务风险	3
	财务风险	4
个体信用	初始信用级别	
	合计调整	0
	其中: ①ESG 因素	0
	②表外因素	0
	③业务持续性	0
	④其他因素	0
	个体信用级别	a ⁺
外部支持	支持因素	+2
	主体信用级别	AA

调整因素: (0)

无

支持因素: (+2)

① 该公司是启东市重要的基础设施建设主体之一, 主要承担启东经开区配套设施建设等, 主业具备区域重要性。

② 该公司控股股东为启东市国资办, 可获得股东增资、地方专项债及财政补贴等方面支持。

担保方本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型: 金融机构评级方法与模型(融资担保) FM-JR004 (2022.12)			
评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	1	
	财务风险	1	
	初始信用级别		aaa
	调整因素	合计调整	0
		其中: ①风险分担机制	0
		②ESG 因素	0
		③表外因素	0
		④其他因素	0
	个体信用级别		aaa
外部支持	支持因素		0
主体信用级别		AAA _{pi}	

调整因素: 无

支持因素: (0)

中投保作为国家开发投资集团有限公司在担保板块唯一的控股子公司, 可获得国投集团的支持。

注: 经本评级机构 2025 年 5 月 20 日信用评审委员会评定, 中投保主体信用等级为 AAA_{pi} 级, 评级展望稳定。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2022 年江苏锦汇集团有限公司小微企业增信集合债券（第一期）（简称“22 锦汇债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据江苏锦汇集团有限公司（简称“锦汇集团”、“发行人”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2024 年财务报表及相关经营数据，对锦汇集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2022 年 12 月公开发行了 22 锦汇债，发行金额为 3.00 亿元，发行利率 4.76%，期限为 5 年，设置本金提前偿还条款，即在债券存续期的第 3、第 4、第 5 个计息年度末，分别按照债券发行总额的 30%、30% 和 40% 比例偿还债券本金。本期债券由中国投融资担保股份有限公司（简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。本期债券拟将 1.80 亿元募集资金通过委贷银行以委托贷款形式，投放于经公司确认的，启东市区域内或者经启东市国有资产监督管理办公室（简称“启东市国资办”）同意的其他区域的中小微企业；拟将 1.20 亿元募集资金用于补充公司营运资金。截至 2025 年 4 月末，募集资金已全部使用完毕。

数据基础

中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022-2024 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他相关规定。

合并范围变动方面，为支持区域产业类主体组建工作，2024 年该公司将启东锦龙建设开发有限公司（简称“锦龙建设”）、启东腾飞物业管理有限公司（简称“腾飞物业”）、启东汇创投资控股有限公司（简称“汇创投控”）及其子公司启东创谷投资管理有限公司等均无偿划转至江苏金北翼产业发展集团有限公司（简称“金北翼产发集团”），主要由于上述子公司股权划出，年末公司资本公积较 2023 年末减少 8.32 亿元。截至 2024 年末，公司纳入报表合并范围的子公司减至 10 家。

业务

启东市经济基础较好，近年来持续推动工业体系高端转型，现已形成了海工及重装备、生命健康科技、新材料、新能源、电子信息及半导体装备、精密机械等重点产业体系；跟踪期内全市经济增速高于同期南通市水平，且考虑到区域承载长三角一体化及江苏沿海大开发等国家战略，并被列入上海大都市圈大都市区规划范围，未来经济发展面临良好机遇。跟踪期内启东市财政收入总体小幅增长，但土地及房地产相关财政收入对地方财力贡献仍较大，财政增收面临压力。启东经开区成立时间较早，新能源、泛半导体、生物医药等产业基础较好，园区经济实力较强，跟踪期内主导产业持续发展，为该公司业务发展提供了良好的外部环境。

该公司仍主要负责启东经开区基础设施和安置房等项目建设，同时从事物业租赁等业务。2024 年因房产项目对外出售新增较大额房产销售收入，推升当年公司营收规模，但该项收入不具备持续性。公司承接的基础设施及安置房项目回款进度缓慢，对公司资金形成一定规模占用；公司租赁业务盈利能力较强，投建物业规模较大，相关租售收入实现易受园区房地产市场、经济发展及招商引资情况影响，存在一定经营风险。

1. 外部环境

（1）宏观因素

2025年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动因“滞”和“涨”的不确定而趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025年第一季度，我国经济增速好于目标，而价格水平依然低位徘徊，微观主体对经济的“体感”有待提升。工业和服务业生产活动在内需改善和“抢出口”带动下有所走强，信息传输、软件和信息技术服务，租赁和商务服务，以及通用设备，电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备，汽车，化工产业链下游等制造行业表现相对突出。有以旧换新补贴的消费品增长较快，其余无政策支持的可选消费仍普遍偏弱，消费离全面回升尚有差距；大规模设备更新和“两重”建设发力，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩。出口保持韧性，关税政策的影响或逐步显现，对美国市场依赖度较高的行业存在市场转移压力。

在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化我国对外贸易区域结构；对内加大政策支持力度，建设全国统一大市场，全方位扩内需，培育壮大新质生产力，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期内，加紧实施更加积极有为的宏观政策对冲外部不利影响。央行采取适度宽松的货币政策，择机降准降息，创设新的结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等；财政政策更加积极，地方政府债和超长期特别国债加快发行和资金使用，充分发挥财政资金的带动作用。

转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，而国际贸易形势变化会加深需求相对供给不足的矛盾，但在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025年有望维持经济增速稳定：加力扩围实施“两新”政策以及大力提振消费，有利于消费增速回升和制造业投资维持相对较快水平；房地产投资降幅收窄，城市更新改造、新型城镇基础设施建设及“两重”建设力度提升将带动基建投资增速逐渐企稳；因关税问题，出口面临的不确定性增加，也会给部分产业带来压力。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

（2）行业因素

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。2023年7月，中央提出制定实施一揽子化债方案，地方政府特殊再融资债券和金融资源化债成为相对主要的化债方式。2024年11月，历年来最大力度化债举措出台，主要体现为较大规模增加地方政府专项债务限额以置换存量隐性债务，并强调化债与发展并举，将有益于缓解地方财政及城投企业的化债压力。总体来看，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为债务周转仍留有空间。

2024年，受益于一揽子化债政策，城投企业债券发行成本显著下降，期限结构优化，但在房地两市走弱，地方财政承压的背景下，城投企业非标债务负面舆情仍有发生，区域分化仍存。2025年，在稳增长、防风险和促发展的政策基调下，随着更加积极有为的宏观政策实施，城投企业外部环境有望改善，且在化债求稳的政策意图下，短期内城投企业债务周转的安全性预期得到加强。同时，地方政府隐性债务严监管仍将延续，城投债发行审核或依旧严格，城投企业新增融资难度仍较大，且随着全口径债务监测机制建立，所受债务和融资管控将进一步加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业，近年来城投企业退平台和市场化转型步伐加快，退平台企业数量持续增加。长期来看，无实业支撑的投融资平

台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入、造血能力及资产质量以保障可持续经营能力，可通过参与城市运营、提供公共服务、进行产业投资与运营等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济化，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

(3) 区域因素

启东市是江苏省南通市下辖县级市，地处长江入海口，是江苏省出江入海的重要门户，也是南通接轨上海的“桥头堡”，自 2011 年崇启大桥通车后融入上海一小时经济圈。作为全国有影响力的“海洋经济之乡”，启东市拥有国家一类开放口岸，江海岸线 178 公里，可利用深水海岸线 30 公里，境内吕四渔场是全国四大渔场之一，吕四渔港亦是全国六大中心渔港之一。高铁规划方面，2024 年北沿江高铁启东段已完成桩基施工，待建成通车后启东与上海等周边城市交通便利性有望进一步提升。截至 2024 年末，全市下辖 12 个镇，陆域面积 1429.98 平方公里，海域面积 3348.97 平方公里；常住人口 95.51 万人，较 2023 年末减少 0.04 万人，城镇化率为 62.8%，较 2023 年末提高 0.49 个百分点。随着长三角一体化全面推进，叠加江苏沿海大开发战略纵深发展，处于两大国家战略交汇点的启东市已全面进入港桥经济新时代，并依托港桥优势，积极融入上海都市圈，被列入上海大都市圈大都市区规划范围，经济发展面临良好机遇。

启东市综合实力较强，2024 年列全国综合实力百强县市第 20 位，位次较上年前进一位。2024 年全市实现地区生产总值 1514.65 亿元，同比增长 6.4%，增速较上年小幅提高 0.2 个百分点，高于同期南通市水平。分产业看，2024 年全市第一、第二、第三产业增加值分别为 97.02 亿元、719.83 亿元和 697.80 亿元，分别增长 2.8%、7.9% 和 5.2%；三次产业结构比为 6.4:47.5:46.1，呈现二三产业并重的经济发展格局。2024 年启东市人均地区生产总值为 15.86 万元，是全国平均水平的 1.66 倍；城镇居民人均可支配收入为 6.29 万元，属于全国中等偏上收入组。2025 年第一季度，启东市实现地区生产总值 377.45 亿元，同比增长 6.1%。

图表 1. 启东市主要经济数据

指标	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值（亿元）	1391.14	2.2	1447.28	6.2	1514.65	6.4
三次产业结构		6.7:49.3:44.0		6.5:48.9:44.6		6.4:47.5:46.1
人均地区生产总值（万元）	14.50	3.1	15.13	6.5	15.86	--
人均地区生产总值倍数（倍） ¹	1.66	--	1.65	--	1.66	
城镇居民人均可支配收入（万元）	5.71	4.0	6.00	5.1	6.29	4.8
规上工业总产值（亿元）	1249.74	8.4	1412.65	8.9	1530.93	5.8
全社会固定资产投资（亿元）	--	3.2	--	2.0	--	-1.1
社会消费品零售总额（亿元）	477.24	-1.1	519.97	9.0	537.84	3.4
进出口总额（亿元）	338.36	-16.3	318.07	-6.0	413.08	29.9

注：根据启东市国民经济和社会发展统计公报等资料整理

启东市工业基础较好，近年来，结合国家产业政策及当地工业经济发展状况，全市工业体系实现了从“八大产业”到“五大产业”集群再到“三优三新”、“两主两新两优”²构成的临港、特色、战略性新兴产业的高端转型，已培育形成海工及重装备、生命健康科技、新材料、新能源、电子信息及半导体装备、精密机械等重点产业体系。2024 年全市实现规模以上工业总产值 1530.93 亿元，同比增长 5.8%，增速同比回落 3.1 个百分点。2024 年全市八大产业产值“七升一降”，其中高端装备、海工船舶、新材料等行业增速相对较快，同比分别增长 16.2%、11.7% 和 8.1%，拉动规上工业增长 6.3 个百分点；高技术制造业占规上工业总产值的比重为 18.2%，同比增长 9.0%，拉动规上工业增长 1.6 个百分点；当年高技术海洋装备智造产业集群入选省级特色产业集群名单。同年规上工业增加值同比增长 11.3%；临港、特色、战新三大产业累计实现应税销售 1374.7 亿元，同比增长 4.7%，其中新一代信息技术及半导体产业应税销售增幅突出，同比增长 29.2%。

¹ 人均地区生产总值/人均国内生产总值。

² “三优三新”即海工及重装备、电力及能源装备、精密机械及电子等三大优势产业集群，新材料、新医药和通用航空等三大新兴产业集群；“两主两新两优”六大产业指海工及重装备、生命健康科技两大主导产业，精密机械、电子信息及半导体装备两大优势产业和新能源、新材料两大新兴产业。

固定资产投资方面，2024年启东市全社会固定资产投资同比下降1.1%，主要系受新开工项目增长乏力等因素影响所致。当年三次产业投资同比增速分别为-62.3%、14.8%和-15.4%；分领域看，基础设施投资同比下降32.5%，制造业投资同比增长13.0%，房地产开发投资同比下降14.6%。消费市场方面，2024年全市实现消费品零售总额537.84亿元，同比增长3.4%，增速在上年高基数基础上有所回落。分行业看，当年批发业、零售业销售额分别增长12.6%、9.2%，住宿业、餐饮业营业额分别增长16%、12.7%。分商品类别看，新能源汽车类、饮料类、烟酒类、化妆品类、体育娱乐用品类均实现两位数增长。对外贸易方面，2024年启东市外贸市场明显回暖，实现进出口总额413.08亿元，同比增长29.9%，主要系出口转为增长所致；其中海工船舶板块进出口额242.66亿元，同比增长48.1%。

土地市场方面，受房地产市场持续低迷影响，2024年启东市住宅用地成交量同比大幅下跌，使得当年全市土地出让总价同比下降18.77%至94.59亿元。其中，当年住宅用地成交面积同比下降53.74%至56.97万平方米，住宅用地成交单价有所回升，综合影响下，住宅用地成交总价同比下降35.69%至59.62亿元，拿地主体主要为本地国企。

图表2. 启东市土地市场交易情况

指标	2022年	2023年	2024年
土地成交总面积（万平方米）	425.02	366.03	399.04
其中：住宅用地	108.89	123.15	56.97
综合用地（含住宅）	37.09	--	9.22
商业/办公用地	2.03	52.42	31.84
工业用地	201.59	190.46	251.82
其他用地	75.42	--	49.19
土地成交总价（亿元）	124.97	116.45	94.59
其中：住宅用地	87.73	92.70	59.62
综合用地（含住宅）	27.20	--	3.26
商业/办公用地	0.50	18.79	16.24
工业用地	4.70	4.96	6.80
其他用地	4.84	--	8.67
土地成交均价（元/平方米）	2940	3181	2370
其中：住宅用地	8056	7528	10465
综合用地（含住宅）	7334	--	3531
商业/办公用地	2453	3585	5102
工业用地	233	260	270
其他用地	642	--	1762

资料来源：CREIS 中指数据（数据提取日：2025年5月26日）

启东市财政收入主要来源于一般公共预算收入和政府性基金预算收入，近年来以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金预算收入对地方财政收入的贡献度较高。

一般公共预算收支方面，启东市2024年实现一般公共预算收入77.05亿元，同比增长2.73%，增量主要来自国有资源（资产）有偿使用收入；其中税收收入为59.54亿元，同比小幅下降1.76%，主要系企业所得税及与契税等减收影响所致。同期，税收收入占一般公共预算收入比重为77.27%，主要因国有资源有偿使用收入翻倍增长，税收比率有所下降。具体看，2024年全市实现增值税26.56亿元，同比增长2.1%；企业所得税为8.17亿元，同比下降17.9%，主要系重点行业及企业减收所致；与房地产及土地市场相关税种中契税、房产税、土地增值税分别为6.44亿元、4.17亿元、3.12亿元，同比增速分别为-8.8%、36.2%、-14.2%，其中契税减收主要或与房地产交易景气度不高相关，房产税同比大幅增长主要系一次性补税增多，土地增值税同比减少主要是上年度一次性垫高基数。2024年，启东市一般公共预算支出为142.84亿元，同比增长10.74%，增量主要为城乡社区支出等；同年一般公共预算自给率为53.94%，财政收支平衡对上级转移支付存在依赖。

政府性基金预算收支方面，启东市2024年实现政府性基金预算收入112.54亿元，同比基本持平，为当期一般公共预算收入的1.46倍，其中国有土地使用权出让收入占比在90%以上。同期政府性基金预算支出为121.21亿

元，同比增长 9.77%，基本可被当年政府性基金预算收入所覆盖。

2024 年末启东市地方政府债务余额为 336.55 亿元，较上年末增加 61.03 亿元，未突破限额（340.86 亿元）；当年启东市新增政府债券 35.61 亿元，主要用于高铁西站交通枢纽建设、吕四码头建设、北沿江高铁、产业园区基础设施建设等领域；再融资债券 43.76 亿元，全部用于偿还 2024 年到期的存量债务；2024 年偿还地方政府债券本金及利息合计 18.34 亿元。年末一般债务余额为 119.57 亿元，专项债务余额为 216.98 亿元；2024 年启东市城投企业带息债务增幅明显放缓，城投债利差保持相对较低水平，且考虑到辖区内金融机构资源较丰富，债务周转压力总体可控。债务管理方面，近年启东市加强国企融资成本管控，严格国企新增融资成本上限管控，以持续压降债务成本。

图表 3. 启东市主要财政数据（单位：亿元）

指标	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末
一般公共预算收入	67.16	75.01	77.05
其中：税收收入	48.32	60.61	59.54
一般公共预算支出	126.26	128.99	142.84
政府性基金预算收入	128.79	112.43	112.54
其中：国有土地使用权出让收入	119.86	104.36	105.64
政府性基金预算支出	140.55	110.42	121.21
政府债务余额	250.16	275.52	336.55

注：根据启东市财政决算/预算执行报告等整理

启东经开区成立于 1992 年，是江苏省首批省级开发区和沿江沿海重点建设开发区之一。启东经开区滨江靠海邻上海，是江苏省距上海自贸区、上海浦东新区最近的省级开发区，原规划面积 50 平方公里，建成区面积约 28 平方公里。根据启东市委、市人民政府于 2020 年 3 月 19 日发布的《关于进一步优化提升开发园区管理体制机制的实施意见》，启东经开区实行“一区三园”的管理模式，即以启东经济开发区为主体，统筹生命健康科技园、滨江精细化工业园、海工船舶工业园，构建沿江产业板块；划定启东经济开发区协同发展区总规划面积 194 平方公里³，其中南苑路以南区域及生命健康科技园作为优先发展产业集聚区，总规划面积约 30 平方公里；确立启东经开区重点发展生命健康、海工船舶装备、电子信息及半导体装备、新能源等主导产业，科学布局生物医药研发制造区、保健品快消品产业区、海工船舶及配套装备产业区、半导体装备和新能源装备产业区等特色功能集聚区，打造全方位接轨上海新高地，积极争创国家级经济技术开发区。

经过多年招商及培育，启东经开区新能源、泛半导体、生物医药等产业基础较好，重点企业包括韩华新能源、林洋能源、海四达动力科技、易事特储能、药明康德、启微半导体、乾硕电子等，启东经开区工业产值（一区三园口径）占启东市五成以上。近年来，启东经开区还积极鼓励重点企业扩大投资、延伸产业链，并利用科创大楼、国动科技园、北大华东产业园等载体平台，注重招引金融后台、区域总部、研发中心等多种现代服务业项目。2024 年启东经开区（不含三园口径）全年预计签约亿元以上项目 50 个，其中，5 亿元以上项目 10 个，10 亿元以上项目 6 个；2 家企业入选国家重点领域“小巨人”企业，1 家企业获评国家级专精特新“小巨人”企业，新增 7 家省级专精特新企业。当年启东经开区（不含三园口径）预计完成规上工业产值 360 亿元，规上工业应税销售 330 亿元。财政收支方面，2024 年启东经开区实现一般公共预算收入 8.95 亿元，同比增长 17.0%，主要由增值税、企业所得税构成；当期园区完成一般公共预算支出 2.43 亿元。

2. 业务运营

（1）业务地位

启东经开区是江苏省首批省级开发区和沿江沿海重点建设开发区之一，该公司作为启东市重要的基础设施建设主体之一，公司主要负责启东经开区内的基础设施及安置房等项目建设，主业具备区域专营优势。

³ 北至东汇线、永阳线、沿江公路，南至长江，东至丁仓港河、江堤公路，西至启海河、环西大道。

(2) 经营规模

跟踪期内，该公司仍主要负责启东经开区内的基础设施、安置房等项目建设，同时从事物业租赁等业务，资产由区域项目开发成本以及可供出租物业资产构成，主要由于锦龙建设等子公司划出，2024年末公司资产规模有所缩减。近年来公司营业收入主要由基础设施及安置房业务贡献。2024年公司实现营业收入15.34亿元，同比增长102.31%，主要系公司将钱塘佳苑安置房项目出售给金北翼产发集团下属启东创谷科技园区运营管理有限公司（简称“创谷科技园管理公司”），由此新增房产销售收入10.28亿元所致，但公司暂无其他房产项目出售计划，该项收入不具备持续性。由于项目建设逐步接近尾声，2024年公司基础设施项目及安置房项目结算收入同比有所减少。同期公司综合毛利率为11.19%，主要因安置房项目销售盈利空间较小，盈利水平有所下降。

图表4. 公司资产及营业收入规模、毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2022年		2023年		2024年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总资产	199.48	-	234.64	-	217.37	-
营业收入	7.53	100.00	7.58	100.00	15.34	100.00
其中：工程建设	3.15	41.84	2.48	32.70	0.67	4.34
安置房建设	3.67	48.70	4.03	53.09	3.50	22.82
租赁	0.58	7.74	0.75	9.94	0.76	4.92
房产销售	-	-	-	-	10.28	66.99
其他	0.13	1.72	0.32	4.26	0.14	0.92
毛利率	18.50		19.63		11.19	
其中：工程建设	12.70		12.70		12.70	
安置房建设	12.70		12.70		12.70	
租赁	84.55		87.89		87.80	
房产销售	-		-		5.02	
其他	26.57		-0.06		6.10	

注：根据锦汇集团提供的资料整理

A. 基础设施建设业务

该公司承担启东经开区内拆迁整理、道路景观、污水管网等基础设施项目的投资建设，由公司本部及启东腾飞建设工程综合开发有限公司（简称“腾飞建设”）负责实施，与江苏省启东经济开发区管理委员会（简称“启东经开区管委会”）、启东市国资办全资子公司启东茂材实业有限公司（简称“茂材实业”）等委托方签订了《基础设施项目委托建设框架协议》，约定由委托方支付代建管理费用，代建管理费成本加成比例为10%-20%。2024年，公司确认工程建设业务收入0.67亿元，同比大幅下降，主要系受项目逐步完工及委托方结算安排影响所致；同期，业务毛利率维持12.70%。

截至2024年末，该公司尚未决算完毕的基础设施建设项目主要包括开发区园区开发建设二期工程、钱塘江路等，主要在建项目概算总投资为22.16亿元，累计已投入资金21.72亿元，项目建设均已进入收尾阶段；同期末，公司拟建基础设施建设项目主要包括工业污水处理单元等，概算总投资为0.83亿元。

图表5. 截至2024年末公司主要尚未决算完毕基础设施建设项目（单位：亿元）

项目名称	投资概算	已完成投资额	计划建设期
开发区园区开发建设二期	20.00	20.00	2016-2024年
钱塘江路	0.90	0.90	2019-2023年
林洋路	0.20	0.20	2019-2023年
科创智慧停车场	0.06	0.06	2021-2023年
金桥科、科创路	1.00	0.56	2023-2024年
合计	22.16	21.72	--

注：根据锦汇集团所提供的数据整理

图表6. 截至2024年末公司主要拟建基础设施建设项目（单位：亿元）

项目名称	投资概算	计划建设期
高科路	0.23	2025-2026年
工业污水处理单元	0.50	2025-2026年

项目名称	投资概算	计划建设期
涪江路	0.10	2025-2026 年
合计	0.83	--

注：根据锦汇集团所提供的数据整理

B. 安置房建设业务

该公司承担启东经开区安置房项目建设任务，项目完工后计划以定向安置及对外销售的方式实现资金回笼。2021年以来公司安置房项目交易对手方为茂材实业，由茂材实业按成本加成一定利润方式与公司进行结算。2024年，公司确认安置房建设收入3.50亿元，同比减少0.53亿元；同期，业务毛利率维持12.70%。此外，为盘活资产，公司于2024年将钱塘佳苑安置房项目出售给金北翼产发集团下属创谷科技园管理公司，后续拟作为人才公寓使用，公司由此确认房产销售收入10.28亿元，毛利率为5.02%。除上述项目外，公司暂无其他安置房项目出售计划，该项收入不具备持续性。

截至2024年末，该公司主要在建安置房项目主要包括人才公寓安置房等项目，项目计划总投资为62.11亿元，累计已投入54.19亿元。同期末，公司暂无拟建安置房项目。整体看，公司承接安置房项目建设基本步入中后期阶段，后续投融资压力尚可。

图表7. 截至2024年末公司主要在建安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	投资概算	已完成投资额
人才公寓安置房（锦瑞花苑）	12.87	8.84
创新型经济园北片区棚户区改造	22.27	22.27
科创嘉园东区	8.26	6.59
锦绣三期	8.21	6.34
锦瑞花苑西区安置房	5.50	5.96
富南小区安置房项目	5.00	4.19
合计	62.11	54.19

注：根据锦汇集团所提供的数据整理

C. 租赁业务

目前该公司可供出租的物业资产主要为公司本部的岸线码头、科创大楼和南苑路邻里中心农贸市场。其中，岸线码头资产系由启东市政府于2012年无偿划拨，该资产前三年免收租金，于2016年开始实现经营收益；科创大楼为公司本部2017年完工的商业办公楼，总投资为3.74亿元，自2017年7月开始对外出租，可供租赁面积为9.23万平方米；南苑路邻里中心农贸市场于2019年完工，可供出租面积为0.51万平方米，2020年起实现经营收益年。2024年公司新增完工的新产业服务中心、启睿产业园（属于北京大学生命科学华东产业研究院一期工程项目）、高标准厂房等对外出租，租金收入持续增长。2024年，公司实现租赁收入0.76亿元，同比增加0.01亿元；同期，业务毛利率为87.80%，维持在较高水平。

自营项目方面，目前该公司主要投建的自营项目包括北京大学生命科学华东产业研究院一期工程项目、高标准厂房工程和新产业服务中心项目，项目均已基本完工。其中，北京大学生命科学华东产业研究院一期工程项目建设用地面积约6.68万平方米，总建筑面积13.55万平方米，项目计划总投资为10.52亿元，建设资金主要来源于发行债券及自筹，截至2024年末已投资7.87亿元；项目共建设总部创智花园及金融创投服务中心、产业互联网展示中心、创智公寓式酒店、企业会馆及综合管理用房中心五个功能区域，拟通过对外出售和出租实现资金回笼，其中已完工的启睿产业园主要作为总部创智花园及金融创投服务中心使用，2024年实现租金收入641.14万元。新产业服务中心项目已完工，2024年末已投资9.59亿元，已作为行政服务中心投入使用，2024年实现租金收入660.08万元。高标准厂房工程主要为半导体、生物医药等园区重点招引产业的创新项目提供孵化与成长环境，截至2024年末项目已投入1.99亿元，工程已基本完工；2024年项目实现租金收入176.73万元，由于招商引资优惠政策，租金收入规模尚小。总体看，公司自营项目投建规模较大，若能顺利实现出售和出租，可为公司带来一定规模且持续的现金流入，但后续收入实现情况受房地产市场情况、区域发展及招商引资情况影响较大，存在一定的经营风险。

图表 8. 截至 2024 年末公司主要自营项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	工程进度	投资概算	已完成投资
新产业服务中心项目	完工	10.57	9.59
北京大学生命科学华东产业研究院一期工程项目	基本完工	10.52	7.87
高标准厂房工程	基本完工	—	1.99
合计	--	—	19.45

注: 根据锦汇集团所提供的数据整理

财务

主要由于部分子公司划出及债务到期偿付, 报告期末公司债务规模有所缩减, 但存量债务期限结构仍有待改善, 公司面临的债务集中偿付压力较大; 考虑到启东经开区管委会及启东市属其他企业对公司的资金占用规模较大, 回收进度存在不确定性, 且基建和安置房项目资金回笼期限较长, 投资性房地产受限比例已较高, 公司资产实际流动性较弱。此外, 公司对外担保规模持续大幅上升, 不利于财务风险控制。

1. 财务杠杆

跟踪期内, 随锦龙建设等子公司划出及部分债务到期偿付, 2024 年末该公司债务规模及负债总额均有所缩减, 财务杠杆基本维持上年末水平。2024 年末, 公司负债总额为 137.91 亿元, 较上年末减少 7.24%, 其中刚性债务余额 76.19 亿元, 较上年末减少 38.57%。同期末, 公司资产负债率为 63.44%, 基本维持上年末水平; 股东权益与刚性债务比率为 104.30%, 因刚性债务缩减, 期末权益资本对刚性债务保障程度有所提高。

(1) 资产

主要因锦龙建设等子公司划出, 2024 年末该公司资产规模有所缩减, 期末资产总额为 217.37 亿元, 较 2023 年末减少 7.36%。2024 年末公司资产以园区基础设施项目和安置房项目等开发成本、应收项目结算款及往来款等流动资产为主, 年末流动资产占资产总额的比重为 74.32%。从具体构成看, 公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2024 年末存货余额 125.34 亿元, 较 2023 年末增长 3.27%, 主要由基础设施及安置房项目开发成本构成, 占期末总资产的 57.66%。2024 年末应收账款余额 14.34 亿元, 较 2023 年末增长 15.30%, 主要为应收启东经开区管委会及茂材实业工程及安置房建设款合计约 9.14 亿元, 以及新增应收创谷科技园管理公司安置房出售款 4.90 亿元; 其他应收款余额 14.18 亿元, 较 2023 年末基本持平, 主要为应收启东市国企及启东经开区管委会往来款, 期末应收启东市属国企江苏启晟集团有限公司 (简称“启晟集团”)、启东茂腾物业管理资产经营管理有限公司、原下属子公司腾飞物业、创谷科技园管理公司等国企往来款合计 8.19 亿元, 应收启东经开区管委会 1.44 亿元; 期末货币资金余额 6.75 亿元, 较 2023 年末大幅减少 77.67%, 一方面系部分子公司划出影响, 另一方面系公司新增融资规模同比大幅下降所致。此外, 同期末其他流动资产余额较 2023 年末大幅减少 68.27% 至 0.34 亿元, 系待抵扣进项税减少所致。

该公司非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成。2024 年末, 投资性房地产余额 38.19 亿元, 占期末总资产的 17.57%; 期末余额较上年末增长 4.36%, 系安置房底商转入所致, 当期公允价值变动 1.01 亿元, 期末物业资产余额 28.92 亿元、土地使用权余额 9.27 亿元, 其中已抵押资产账面价值 34.32 亿元, 受限程度较高; 长期股权投资余额 8.67 亿元, 较上年末基本持平, 主要系公司对启东祥瑞建设有限公司 (简称“祥瑞建设”, 另一股东为茂材实业) 的投资; 此外, 其他非流动资产余额 4.30 亿元, 与上年末基本持平, 其中包括慧萍镇地块开发项目投资款 2.50 亿元及公司将其发行的 22 锦汇债 (小微企业增信集合债券) 募集资金 1.80 亿元以委托贷款形式投放给启东市区域内的中小微企业; 其他非流动金融资产余额较上年末减少 0.32 亿元至 0.05 亿元, 减量系公司将南通至远启行半导体产业投资基金 (有限合伙) 划出至金北翼产发集团所致。

截至 2024 年末, 该公司受限资产合计 37.57 亿元, 占资产总额的比重为 17.28%。其中货币资金和投资性房地产受限金额分别为 1.94 亿元和 34.32 亿元, 分别占当期末科目余额的 28.70% 和 89.87%。整体看, 公司资产受限程度较高。

图表 9. 截至 2024 年末公司受限资产情况 (单位: 亿元、%)

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例	受限原因
货币资金	1.94	28.70	保证金、存单质押
存货	0.91	0.72	抵押
固定资产	0.40	74.46	抵押
投资性房地产	34.32	89.87	抵押
合计	37.57	--	--

注: 根据锦汇集团所提供的数据整理

(2) 所有者权益

跟踪期内, 主要因该公司将锦龙建设等子公司及南通至远启行半导体产业投资基金(有限合伙)全部股权划出划入至金北翼产发集团, 2024 年末公司所有者权益总额为 79.46 亿元, 较 2023 年末减少 7.57%。其中, 2024 年末资本公积余额 30.47 亿元, 较 2023 年末减少 8.32 亿元。公司所有者权益仍主要由实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润构成, 2024 年末余额分别为 20.00 亿元、30.47 亿元、13.59 亿元和 13.73 亿元, 其中实收资本及资本公积合计占所有者权益的比重为 63.51%, 其他综合收益主要由投资性房地产公允价值变动产生。

(3) 负债

2024 年末, 该公司负债总额为 137.91 亿元, 较上年末减少 7.24%, 主要系部分子公司划出所致; 由于新增较大额应付金北翼产发下属子公司往来款, 2024 年末负债转以流动负债为主, 期末公司长短期债务比为 80.82%。

从具体构成看, 该公司负债主要由应付账款、其他应付款、递延所得税负债和刚性债务构成。2024 年末, 公司刚性债务余额 76.19 亿元, 较上年末减少 38.57%, 主要系子公司划出及部分债务到期偿付所致。其他应付款余额 41.30 亿元, 较上年末增加 27.94 亿元, 期末应付金北翼产发下属子公司锦龙建设等款项合计 25.97 亿元, 应付茂材实业下属启东轩达建设产业发展有限公司和启东市国资办下属企业启东润博园区管理服务有限公司往来款分别为 4.03 亿元和 5.75 亿元; 同年末应付账款余额 4.22 亿元, 主要为应付工程款, 较上年末增长 104.26%; 递延所得税负债余额 4.64 亿元, 系投资性房地产评估增值形成, 较上年末增长 6.04%, 主要系投资性房地产公允价值变动所致; 此外, 专项应付款余额较上年末增加 7.24 亿元至 9.34 亿元, 增量及存量均为政府专项债资金。

刚性债务方面, 2024 年末, 该公司刚性债务主要由银行借款和应付债券构成。其中, 2024 年末, 公司银行借款余额 59.94 亿元, 较上年末减少 31.74 亿元, 主要系锦龙建设等子公司划出影响所致, 存量主要为保证借款、质押借款和混合借款, 担保主要为公司本部对子公司借款担保, 以及启晟集团等启东市国有企业对公司借款提供担保, 质押主要为银行存单质押, 合作银行主要包括工商银行、农业银行、交通银行、建设银行、农业发展银行、南京银行、江苏银行等, 借款平均利率约为 4.43%, 承债主体以公司本部及子公司腾飞建设、启东锦天建设工程有限公司(简称“锦天建设”)等为主; 债券融资余额 14.48 亿元(含一年内到期的应付债券, 不含利息), 较上年末减少 9.21 亿元, 主要系 PR 启创债及 23 锦汇集团 PPN001 到期兑付所致; 应付票据余额 1.49 亿元, 较上年末减少 6.34 亿元, 主要与子公司划出相关。

刚性债务期限结构方面, 2024 年末, 公司短期刚性债务余额为 28.52 亿元, 较 2023 年末减少 37.84%, 占刚性债务总额的比重为 37.44%, 期末短期刚性债务现金覆盖率为 23.67%; 主要因债券到期或行权, 以及短期借款规模较大, 公司面临债务集中偿付压力。截至 2025 年 4 月末, 公司存续标准债券本金余额为 14.50 亿元; 以行权计, 2025 年 5-12 月及 2026-2027 年分别到期债券本金 0.90 亿元、6.90 亿元和 1.20 亿元。公司对已发行债券均能够按时付息, 没有延迟支付本息的情况。

图表 10. 截至 2025 年 4 月末公司存续债券概况 (单位: 亿元、年、%)

债项名称	发行金额	期限	起息日	到期日	最新票面利率	债券余额
23 锦汇 01	6.00	3+2	2023.09.21	2028.09.21	3.84	6.00
22 锦汇债	3.00	5	2022.12.28	2027.12.28	4.76	3.00
25 锦汇 02	5.50	5+2	2025.01.03	2032.01.03	2.50	5.50
合计	14.50	--	--		--	14.50

注: 根据财汇数据整理

2. 偿债能力

(1) 现金流量

跟踪期内，主要因安置房销售款尚未完全到位，2024年该公司营业收入现金率降至82.56%。同期，公司与金北翼产发集团下属子公司往来净拆入资金规模较大，经营活动现金流净流入5.11亿元。公司投资活动产生的现金流主要反映购建固定资产等长期资产的支出，2024年公司投资活动产生的现金流量净额为-1.53亿元，主要为对金北翼产发集团的投资。公司主要通过外部融资等方式弥补经营环节和投资环节资金缺口，同期筹资活动产生的现金净流量分别为-4.91亿元，主要系因部分债券到期偿还。

(2) 盈利

跟踪期内，该公司营业毛利主要来源于安置房建设、租赁业务和新增安置房销售。2024年公司实现营业毛利1.72亿元，同比增长15.33%。其中，安置房建设业务及安置房销售业务毛利合计占比分别为25.89%和30.06%，但后者不具备持续性；同期租赁业务毛利占比38.62%；工程建设业务毛利贡献率降至4.93%。同期，公司综合毛利率为11.19%，主要因安置房项目销售盈利空间较小，拉低整体盈利水平。

该公司期间费用由管理费用和财务费用构成，2024年为0.40亿元，主要随管理费用增加而小幅增长；同期，期间费用率为2.62%。因公司利息支出基本资本化，公司期间费用控制情况较好，但考虑资本化利息支出后实际利息负担较重。

跟踪期内，该公司盈利实现对政府补助依赖度仍较大。2024年，公司其他收益为0.50亿元，同比基本持平，主要为获得的政府补助收入。此外，公司投资性房地产以公允价值计量，2024年公允价值变动净收益为-0.05亿元。2024年，公司实现净利润1.03亿元，同比下降14.40%，主要系安置房出售等相关税费同比增加所致。

(3) 偿债能力

该公司EBITDA主要由利润总额构成，2024年同比小幅减少0.1亿元至1.39亿元。公司已累积一定规模刚性债务，EBITDA对利息支出及刚性债务的保障程度较低；主要因金北翼产发集团及其子公司往来款拆入支持，跟踪期内公司经营性现金流和非筹资性现金流净流入，可对债务偿付提供一定支撑。

图表 11. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2022年/末	2023年/末	2024年/末
EBITDA/利息支出（倍）	0.33	0.18	0.19
EBITDA/刚性债务（倍）	0.02	0.01	0.01
经营性现金净流入与流动负债比率（%）	-8.05	-17.93	7.28
经营性现金净流入与刚性债务比率（%）	-4.16	-8.81	5.10
非筹资性现金净流入与流动负债比率（%）	-15.01	-21.74	5.10
非筹资性现金净流入与刚性债务比率（%）	-7.75	-10.68	3.58
流动比率（%）	331.97	280.88	211.82
现金比率（%）	37.36	47.21	8.85
短期刚性债务现金覆盖率（%）	53.71	65.90	23.67

注：根据锦汇集团所提供的数据整理、计算

2024年末，该公司流动比率为211.82%，指标表现较好，但考虑到公司流动资产中应收类款项和存货占比高，而往来款回收进度存在不确定性，基建和安置房项目资金回笼期限较长，且投资性房地产受限比例较高，公司资产实际流动性较弱。同期末，公司现金比率为8.85%，短期刚性债务现金覆盖率为23.67%，公司现金类资产对即期债务保障有限，面临较大的债务集中偿付压力。

该公司综合融资成本尚可，且公司与多家金融机构存在长期合作关系，具备一定资金周转能力，截至2024年末，公司获得的银行授信额度为66.80亿元，其中未使用授信额度为6.38亿元。

调整因素

1. ESG 因素

该公司为启东市属国有企业，控股股东仍为启东市国资办。跟踪期内，公司新聘任两位外部董事，免去一位外部董事，调整后公司董事会成员由 6 位调整为 7 位，其中外部董事增加一位至 4 位，其余高管成员未发生变动。跟踪期内，公司组织架构及管理制度等未发生重大调整。

2. 表外因素

截至 2024 年末，该公司对外担保金额为 133.36 亿元，较 2023 年末增加 56.80 亿元，年末担保比率为 167.83%；公司对外担保对象均为启东市国有企业，其中对金北翼产发集团及其子公司的担保金额合计 56.52 亿元，对茂材实业及其子公司的担保余额合计 44.15 亿元。整体看，公司对外担保规模持续大幅上升，不利于财务风险控制。

图表 12. 截至 2024 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	控股股东	担保余额
启东茂材实业有限公司	启东市财政局	7.70
江苏金北翼产业发展集团有限公司		18.89
启东茂腾物业资产经营管理有限公司		6.70
启东润博园区管理服务有限公司		8.10
启东城投集团有限公司		3.00
启东国有资产投资控股有限公司	启东市人民政府	4.05
江苏吕四港集团有限公司		1.95
江苏启晟集团有限公司	启东国有资产投资控股有限公司	4.79
启东祥瑞建设有限公司	启东茂材实业有限公司	4.11
启东轩达建设产业发展有限公司		7.34
启东市绿韵建设产业发展有限公司		25.00
启东江鼎实业有限公司	启东安瑞达开发建设有限公司	3.20
启东金北翼体育文化有限公司	江苏金北翼产业发展集团有限公司	2.35
启东金纪元投资发展有限公司		2.00
启东腾飞物业管理有限公司		1.16
启东锦龙建设开发有限公司		28.12
启东创谷科技园区运营管理有限公司		4.00
启东金金源实业有限公司	启东圆陀角旅游度假区管理委员会	0.90
合计	—	133.36

注：根据锦江集团所提供的数据整理

3. 业务持续性

作为启东市重要的基础设施建设主体之一，该公司主要从事启东经开区基础设施、保障房等项目建设及房产租赁等，主业经营持续性具备保障。

4. 其他因素

根据该公司 2024 年审计报告披露，2024 年末公司无关联方交易及关联方资金往来。同期末，公司合并范围内企业互保金额为 35.95 亿元，主要为公司本部对子公司提供的担保。

根据该公司本部、启东汇才科创园管理服务有限公司、腾飞建设 2025 年 5 月 12 日及锦天建设 2025 年 6 月 13 日的《企业信用报告》，上述公司无未结清信贷异常记录。截至 2025 年 6 月 13 日，根据国家企业信用信息公示系统、证券期货市场失信记录查询平台、国家税务总局重大税收违法失信案件信息公开栏、中国执行信息公开

网、信用中国等信用信息公开平台信息查询结果，未发现公司本部存在重大异常情况。

外部支持

该公司由启东市国资办全资持股，是启东市重要的基础设施建设主体之一，公司发展战略与启东市发展规划密切衔接，主业在启东经开区范围内具备区域专营优势，能够得到启东市政府在政策、业务及资金等方面的支持。2024年末公司专项应付款余额为9.34亿元，系政府专项债券支持资金，其中2024年新增专项债资金7.24亿元；2024年，公司获得以政府补助为主的其他收益0.50亿元，为盈利的实现提供支撑。此外，公司可获得区域内国企金北翼产发集团等资金拆借支持。

附带特定条款的债项跟踪分析

22 锦汇债由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中投保是经国务院批准特例试办、国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，成立于1993年，初始注册资本5.00亿元。2006年根据国务院国有资产监督管理委员会[2006]1384号《关于国家开发投资公司和中国投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保并入国家开发投资公司（后更名为国家开发投资集团有限公司，简称“国投集团”），同时增资至30.00亿元。2010年9月以来，中投保引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，注册资本增至45.00亿元。2015年8月，中投保整体改制为股份制公司，并更名为现名；同年12月，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至2024年末，中投保注册资本为45.00亿元，控股股东为国投集团，实际控制人为国务院国资委。中投保前五大股东持股情况见下表。

图表 13. 截至 2024 年末中投保前五大股东明细

序号	股东名称	持股数（亿股）	持股比例（%）
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93
2	青岛信保投资发展合伙企业（有限合伙）	7.93	17.62
3	信宸资本担保投资有限公司	3.01	6.68
4	金鼎投资（天津）有限公司	2.98	6.63
5	鼎晖嘉德（中国）有限公司	2.70	6.00
合计		38.64	85.86

资料来源：中投保 2024 年年报

中投保的主要业务为担保业务，包括融资担保和非融资担保；同时通过投资业务，提高自有资金收益率。中投保亦积极拓展财务顾问、资产管理等业务品种，为客户提供综合信用解决方案。此外，中投保大力推进数字化转型，打造数字化风控、打造金融科技集成平台，持续提升数字金融服务效能。截至2024年末，中投保经审计的合并口径总资产为278.60亿元，所有者权益为116.92亿元；当年实现营业总收入34.40亿元，其中已赚保费7.21亿元，实现净利润13.66亿元。

中投保行业地位突出，近年来担保业务规模持续扩大。其中，债券担保占比较大，以公募城投债为主，近年来出于自身战略发展需要，中投保主动调整担保业务结构，降低城投债担保业务的比重，加强央国企担保业务拓展力度，2024年末债券担保余额有所减少；借款担保以小微普惠类的批量合作产品为主，其他融资担保服务于资产证券化等产品，二者均发展迅速；非融资性担保业务呈现较快增长，主要来自投标保函。中投保担保业务的行业集中度较高；客户分散度较好，主要来自于江苏、山东、浙江等发达省份。近年来，中投保的担保代偿率维持在较低水平，其通过反担保措施来控制损失风险，代偿项目追偿效果较好，当期代偿基本实现当期全额回收，代偿回收率保持较好水平，各类风险准备金计提也较为充足。投资业务方面，中投保资产配置方向主要包括定存、理财、基金、债券、委托贷款等，并加大高评级债券资产配置力度，各类资产比例满足监管规定，中投保已根据会计准则有关预期信用减值损失的要求计提相应比例的减值损失。2024年，得益于中金公司股票减持收益，中

投保营业收入同比实现倍增，盈利水平大幅提高。但当年已赚保费小幅下降，剔除长股投处置收益后的其他投资收益同比下降，且近年来汇兑损益变动较大，未来将面临收益波动压力。

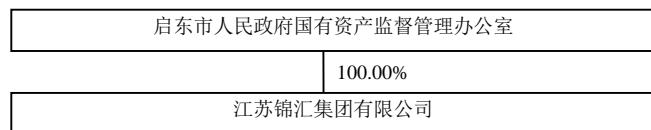
经评议，中投保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。整体看，中投保提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持锦汇集团主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，本次跟踪债券信用等级为 AAA。

附录一：

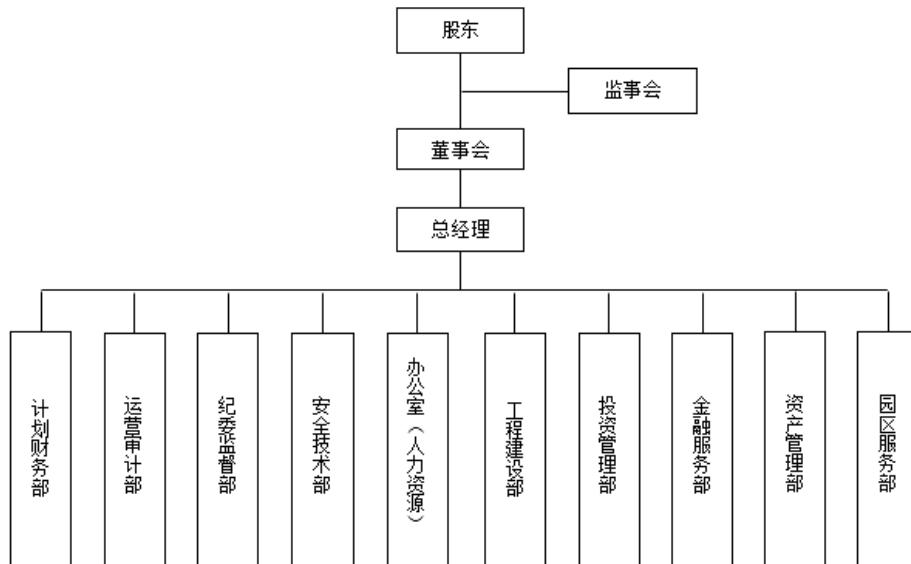
公司与实际控制人关系图



注：根据锦汇集团提供的资料整理绘制（截至 2024 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据锦汇集团提供的资料整理绘制（截至 2024 年末）

附录三：

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比 例 (%)	主营业务	2024年(末)主要财务数据(亿元)					备注
				总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	
江苏锦汇集团有限公司	锦汇集团	—	园区内基础和配套 设施、市政公用工 程等	171.45	72.70	4.58	0.87	6.90	母公司口径
启东腾飞建设工程综合开发有限公司	腾飞建设	100.00	基础设施及安置房 建设	74.93	20.48	10.73	0.22	3.82	-
启东锦天建设工程有限公司	锦天建设	间接 100%	区域开发建设	61.22	1.00	0.00	35.02 万元	-3.93	-
启东汇才科创园管理服务有限公司	汇才科创园 公司	100.00	基础设施建设	40.87	4.78	37.91 万元	-617.66 万元	0.17	-

注：根据锦汇集团提供的资料整理

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2024 年/末主要数据					
	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营性现金净流入（亿元）
丹阳市开发区高新技术产业发展有限公司	209.85	98.09	53.26	11.58	2.00	8.66
南京江北新城投资发展有限公司	367.08	86.81	76.35	2.93	0.37	-13.52
苏州相城高新技术产业发展有限公司	333.14	88.58	73.41	3.65	0.52	-14.75
江苏锦汇集团有限公司	217.37	79.46	63.44	15.34	1.03	5.11

注：根据财汇数据资料整理

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额[亿元]	199.48	234.64	217.37
货币资金[亿元]	16.49	30.24	6.75
刚性债务[亿元]	96.19	124.04	76.19
所有者权益[亿元]	84.92	85.97	79.46
营业收入[亿元]	7.53	7.58	15.34
净利润[亿元]	1.39	1.20	1.03
EBITDA[亿元]	1.78	1.49	1.39
经营性现金净流入量[亿元]	-3.62	-9.70	5.11
投资性现金净流入量[亿元]	-3.13	-2.06	-1.53
资产负债率[%]	57.43	63.36	63.44
长短期债务比[%]	159.62	132.12	80.82
权益资本与刚性债务比率[%]	88.29	69.31	104.30
流动比率[%]	331.97	280.88	211.82
速动比率[%]	98.55	90.55	46.71
现金比率[%]	37.36	47.21	8.85
短期刚性债务现金覆盖率[%]	53.71	65.90	23.67
利息保障倍数[倍]	0.31	0.17	0.17
有形净值债务率[%]	141.34	181.16	182.25
担保比率[%]	64.90	89.06	167.83
毛利率[%]	18.50	19.63	11.19
营业利润率[%]	20.50	17.67	7.92
总资产报酬率[%]	0.88	0.63	0.53
净资产收益率[%]	1.65	1.40	1.24
净资产收益率*[%]	1.65	1.40	1.24
营业收入现金率[%]	157.79	104.96	82.56
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-8.05	-17.93	7.28
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-4.16	-8.81	5.10
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-15.01	-21.74	5.10
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-7.75	-10.68	3.58
EBITDA/利息支出[倍]	0.33	0.18	0.19
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.01	0.01

注：表中数据依据锦汇集团经审计的 2022~2024 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%

指标名称	计算公式
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他长期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

担保方中投保主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额[亿元]	279.76	275.47	278.60
货币资金[亿元]	31.87	17.81	14.42
所有者权益[亿元]	109.42	110.93	116.92
实收资本[亿元]	45.00	45.00	45.00
刚性债务[亿元]	167.19	161.62	122.68
营业总收入[亿元]	17.32	16.55	34.40
担保业务收入[亿元]	13.13	8.54	3.65
净利润[亿元]	5.43	5.71	13.66
担保发生额[亿元]	470.62	394.59	659.74
担保余额[亿元]	827.82	902.10	963.92
融资性担保责任余额[亿元]	506.67	519.53	493.76
当期担保代偿额[亿元]	1.06	2.51	3.70
风险准备金[亿元]	34.53	32.76	27.19
融资性担保放大倍数[倍]	5.37	5.23	4.63
净资产收益率[%]	4.92	5.18	11.99
累计担保代偿率[%]	0.18	0.41	0.61
当期担保代偿率[%]	0.38	0.78	0.62
累计代偿回收率[%]	97.39	101.64	96.63

注：表中数据依据中投保经审计的 2022~2024 年度财务数据整理、计算。融资性担保责任余额及融资性担保放大倍数系根据《融资担保责任余额计量办法》计算，取自中投保年报。

指标计算公式

当期担保代偿率=当期担保代偿金额/当期累计解除担保金额×100%

累计担保代偿率=近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%

累计代偿回收率=近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%

净资产收益率=净利润/[(上期末净资产+本期末净资产)/2]×100%

融资性担保放大倍数=期末融资性担保责任余额/期末净资产，其中净资产为母公司净资产扣除对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他长期债务。

附录七：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

附录八：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告 (公告) 链接
主体评级	历史首次评级	2017年5月2日	AA/稳定	陆奕璇、王静茹	新世纪评级方法总论 (2012) 城投类政府相关实体信用评级方法 (2015) 城投类政府相关实体评级模型 (参见注释文件)	报告链接
	前次评级	2024年6月28日	AA/稳定	陆奕璇、李娟	新世纪评级方法总论 (2022) 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)	报告链接
	本次评级	2025年6月27日	AA/稳定	吴梦琦、龚春云	新世纪评级方法总论 (2022) 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)	报告链接
债项评级 (22锦汇债)	历史首次评级	2022年7月27日	AAA	陆奕璇、李娟	新世纪评级方法总论 (2012) 城投类政府相关实体信用评级方法 (2015) 城投类政府相关实体 MX-GG001 (2019.8)	报告链接
	前次评级	2024年6月28日	AAA	陆奕璇、李娟	新世纪评级方法总论 (2022) 公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001 (2019.8)	报告链接
	本次评级	2025年6月27日	AAA	吴梦琦、龚春云	新世纪评级方法总论 (2022) 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)	报告链接

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。