

如东县通泰投资集团有限公司相 关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【1156】号 01

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

如东县通泰投资集团有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
20 通投债/20 通农专项债	AAA	AAA

评级日期

2025 年 7 月 28 日

评级观点

本次等级的评定是考虑：跟踪期内如东县依托港口优势，县域经济实力和财力继续增强。如东县通泰投资集团有限公司（以下简称“如东通泰”或“公司”）职能定位未发生变动，仍是如东经济开发区（高新区）重要的基础设施建设和投融资主体之一，基础设施建设及租赁业务持续性仍较好，且继续获得一定外部支持，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到，截至 2024 年末，公司资产仍主要集中于应收款项、项目建设成本和土地房产，资产流动性仍欠佳，且股权投资仍存在一定投资风险，总债务继续快速攀升、面临较大的偿债压力，且存在一定的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。我们认为公司职能定位明确，基础设施建设及租赁业务持续性较好，且将持续获得一定外部支持。

联系方式

项目负责人：吕凤鸣
lvfm@cspengyuan.com

项目组成员：王致中
wangzhz@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	2024	2023	2022
总资产	264.66	253.40	201.60
所有者权益	82.35	84.01	70.75
总债务	166.25	153.27	113.77
资产负债率	68.89%	66.85%	64.90%
现金短期债务比	0.95	0.74	0.58
营业收入	7.63	8.64	11.16
其他收益	3.11	3.51	1.74
利润总额	2.41	2.53	2.48
销售毛利率	20.43%	17.45%	20.96%
EBITDA	4.16	3.94	3.92
EBITDA 利息保障倍数	0.51	0.57	0.70
经营活动现金流净额	-3.54	2.33	0.43

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

正面

- 如东县依托港口优势，县域经济实力和财力不断增强，如东经济开发区（高新区）完成高端产业板块整合优化。如东县拥有全国一类开放口岸洋口港，依托港口优势，加速沿海产业集聚，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业，2024 年在全国县域经济百强中排名第 29 位，一般公共预算收入小幅增加。2024 年如东经济开发区（高新区）接续推进高端产业优化整合，培强智能制造装备、电子信息、健康安防三大核心产业，着力培育泛半导体、生命健康等新兴产业。
- 公司职能定位未发生变动，基础设施建设及租赁业务持续性仍较好。公司仍主要负责如东经济开发区（高新区）范围内的基础设施、安置房及产业园区开发建设和国有资产运营。截至 2024 年末，公司在建委托代建项目投资规模较大，且存货包含一定规模已完工待结算的项目建设成本，2024 年租金收入规模有所提升，未来收入仍较有保障。
- 2024 年公司继续获得一定外部支持。2024 年公司获得江苏省如东经济开发区财政局（以下简称“如东经开区财政局”）拨付的财政补贴收入 3.10 亿元，有效提升了盈利水平。
- 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，江苏再担保主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

关注

- 公司资产仍主要集中于应收款项、项目建设成本和土地房产，其流动性受制于地方政府的统筹资金安排。截至 2024 年末公司资产中应收账款、其他应收款、存货、投资性房地产合计占比 76.95%，应收款项应收对象主要系当地国有企业和政府部门，资金回笼时间存在较大不确定性，存货主要为代建项目的建设成本，其结算进度主要取决于委托方的结算计划和资金安排，且公司有相当比例的土地及房产用于抵押受限。
- 股权投资存在一定投资风险。公司 2024 年末其他非流动金融资产账面价值 21.89 亿元，主要为股权投资基金，投资对象主要为新能源、半导体、生物医药等行业的初创企业，目前多处于早期成长阶段，2024 年公司确认投资亏损 280.77 万元，未来股权投资仍存在一定投资风险。
- 公司债务规模继续快速攀升，面临较大的偿债压力。公司外部融资规模继续攀升，截至 2024 年末资产负债率已达到 68.89%，财务杠杆水平较高，偿债能力指标表现欠佳。
- 仍存在一定或有负债风险。截至 2024 年末，公司对外担保金额合计 42.61 亿元，占期末净资产的 51.73%，担保对象均为地方国有企业，但均未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	职能定位及业务
如东东泰	如东县投资管理办公室	1,216.54	517.19	16.62	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
如东通泰	如东县投资管理办公室	264.66	82.35	7.63	如东经济开发区（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
如东新天地	江苏东和投资集团有限公司	181.50	96.78	8.71	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
开元投资	如东县政府国有资产监督管理办公室	191.05	71.37	9.45	如东经济开发区的主要基础设施和保障房建设主体
金海岸集团	江苏东和投资集团有限公司	84.12	59.23	2.39	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：（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、金海岸集团是如东金海岸投资开发集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2024 年度（末）数据。

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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	6/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	4/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					1
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好；（2）本次评级公司个体信用状况为 aa-，较上次评级上调 1 个级别，主要是由于如东县经济财政实力增强，地区融资环境改善，区域状况评分等级提升；经评估，如东县人民政府对公司提供支持的意愿由“极其强”变为“非常强”，主要由于公司的业务委托方为区域内事业单位，业务联系下降所致。如东县人民政府信用等级上调 1 个级别，主要系南通市对如东县支持力度加大所致；同时公司个体信用状况上调 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），外部特殊支持由上次评级的“+2”调整为“+1”。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
20 通投债/20 通农专项债	6.00	3.60	2024-6-11	2027-12-23

一、 债券募集资金使用情况

本次募集资金原计划用于如东县农村产业融合发展示范园区建设项目和补充流动资金，截至2025年6月30日，“20通农专项债/20通投债”募集资金专项账户余额为4,881.11元。

二、 发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。2025年7月，公司法定代表人、董事长更换为尤进。截至2024年末，公司注册资本和实收资本均为14.00亿元，全资控股股东仍为如东县投资管理办公室（以下简称“如东投资办”），实际控制人仍为如东县人民政府。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持续做好“两新”和“两重”工作，推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，关注相关行业的“反内卷”政策。

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。

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“控增化存”的总体思路下，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，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。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，非重点省份化债和发展并存。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，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。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，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地政府在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

区域经济环境

如东县拥有天然深水良港及丰富的沿海风力资源，经济实力位于全国百强县中上游；近年加速沿海产业集聚，大力发展新材料、新能源、新装备等新兴主导产业，2024年工业指标增速居全市前列；2024年一般公共预算收入保持增长，但政府性基金收入显著下滑

区位优势：如东县拥有全国一类开放口岸洋口港，海港、风能、太阳能等自然资源禀赋优越；近年洋吕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，位于江苏省东部沿海，长江三角洲北翼。全县下辖3个街道、12个乡镇，另设有六个功能区（如东县经济开发区、如东沿海经济开发区、如东洋口港经济开发区、如东东安科技园区、如东沿海旅游经济开发区和南通外向型农业开发区）。截至2024年末，如东县常住人口87.00万人，较上年末下降0.6万人，城镇化率61.43%。如东县拥有丰富的海洋、滩涂资源，发展海洋风能产业具备得天独厚的优势，已建成32座风电场，风电总装机规模约占江苏省的四分之一。如东县洋口港为全国一类开放口岸，是长三角区域重要的LNG集散中心，已形成千亿级临港产业集群。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。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，如东县交通条件和区位优势得到进一步提升。

经济发展水平：如东县经济实力位于全国百强县中上游，但在南通市各区县中排名靠后，2024年投资及外贸拉动经济稳健增长，消费小幅回落。2024年如东县GDP同比增长5.80%，经济体量仍在南通市排名末位，综合实力排名全国县域基本竞争力百强县（市）29位，较上年再进一位，人均GDP水平远高于全国平均水平。从发展动力看，2024年固定资产投资增速5.6%，其中工业投资下降3.5%，随着如

东县城市更新和老旧小区改造计划的稳步推进，以及鼓励第四代住宅开发、“房产超市”等政策支持下，房地产投资逆势增长35.1%。社会消费品零售总额小幅下跌。如东县积极应对国际市场需求收缩等不利影响，鼓励引导企业走出去、稳订单、拓市场，2024年进出口总额增速回正，其中出口总额同比增长9.3%。

表1 南通市 2024 年部分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	1,855.91	5.60%	15.09	106.59	71.55
通州区	1,787.90	6.50%	14.11	77.04	137.49
如皋市	1,615.43	6.50%	13.26	80.02	103.52
启东市	1,514.65	6.40%	15.86	77.05	112.54
海安市	1,506.98	6.00%	17.41	74.00	97.68
如东县	1,430.46	5.80%	16.44	74.05	88.61

资料来源：各区县统计公报和财政预决算报告，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表2 如东县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,430.46	5.80%	1,381.13	6.5%	1,314.61	1.5%
固定资产投资	-	5.60%	-	0.8%	--	7.1%
社会消费品零售总额	402.21	-3.40%	524.09	5.4%	497.02	4.0%
进出口总额	600.91	6.20%	566.2	-12.8%	648.95	28.0%
人均 GDP（元）	164,364		158,531		149,711	
人均 GDP/全国人均 GDP	171.66%		177.30%		174.70%	

注：“-”表示数据未公布。

资料来源：2022-2023 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等，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，大力发展新材料、新能源、新装备等新兴主导产业，2024年工业指标增速居全市前列。近年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，大力发展新能源、新材料、新装备等新兴主导产业。2024年规上工业总产值突破2,000亿元，全部工业开票、规上工业产值、工业用电三大指标总量均居全市前两位。新能源、新材料、新装备三大产业集群实现产值超1,200亿元，战略性新兴产业、高新技术产业产值占规上工业比重分别提升至30%和43.1%。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，2024年中天科技成为南通首家营业收入突破千亿元的制造业企业。

财政及债务水平：2024年如东县一般公共预算收入规模同比小幅增长，但政府性基金收入显著下滑。2024年如东县一般公共预算收入同比增长4.25%，财政自给能力持续提升。但另一方面，受土地出让收入下滑影响，2024年政府性基金收入显著下滑。

表3 如东县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
一般公共预算收入	74.05	71.03	52.72
税收收入占比	76.98%	81.10%	68.77%
财政自给率	53.47%	48.17%	35.78%
政府性基金收入	88.61	121.49	120.85

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：2022-2024 年如东县财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

如东经济开发区（高新区）为省级开发区，形成了以智能制造装备、电子信息、健康安防三大核心产业为主的“一主一新一特色”的现代化产业体系

如东经济开发区（高新区）位于江苏省如东县东部核心地带，南接城区、北连洋口港，规划面积 41.8 平方公里，是如东县首家省级开发园区。如东经济开发区（高新区）锚定智能制造装备、电子信息、健康安防三大核心产业，构建起“一主一新一特色”的现代化产业体系。其中智能制造产业聚焦绿色能源装备、高端工程机械、石油特色装备等细分领域，全区已集聚海装风电、三一帕尔菲格等智能制造装备产业企业近 30 家。电子信息产业重点布局半导体设备、新型显示、光通信等细分赛道，以中国 500 强、光纤通信龙头企业中天科技为主导，大力发展光通信产业，集成百亿级区中园——中天产业园。截至 2024 年末，如东经济开发区（高新区）已累计培育出国家级专精特新“小巨人”企业 7 家、省级专精特新中小企业 27 家，3 家企业成为江苏潜在独角兽，高新技术企业总数达到 86 家。

四、 经营与竞争

跟踪期内，公司职能定位保持稳定，作为如东县经济开发区（高新区）重要的基础设施建设主体之一，基础设施建设仍系公司最主要的收入来源，租赁业务、物业管理、保洁服务等业务丰富了公司收入的多元化程度。

收入方面，受基础设施代建业务收入下降的影响，2024 年公司营业收入同比下降 11.71%。毛利率方面，公司基础设施建设采用成本加成模式，毛利率保持稳定。2024 年租赁业务收入与毛利率均小幅上升，导致 2024 年公司整体销售毛利率小幅提升。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设（委托代建）	68,349.63	89.60%	14.17%	80,882.95	93.61%	14.17%
租赁业务	6,552.83	8.59%	76.54%	4,484.50	5.19%	66.40%
物业管理、保洁服务	49.82	0.07%	100.00%	150.22	0.17%	-39.00%
销售资产、贸易收入	692.87	0.91%	28.40%	399.02	0.46%	59.17%
其他	640.52	0.84%	100.00%	485.22	0.56%	94.70%
合计	76,285.67	100.00%	20.43%	86,401.92	100.00%	17.45%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

公司基础设施建设业务持续性较好，但收入结算及回款主要取决于委托方资金安排，未来或存在一定波动，在建项目尚需一定规模的资金支出

公司主要负责如东经济开发区（高新区）范围内的安置房建设、基础设施建设和园区开发业务，基础设施建设业务主体包括公司本部、子公司如东县宏泰建设有限责任公司（以下简称“宏泰建设”）、如东县天一建设开发有限公司（以下简称“天一建设”）。2024年公司基础设施建设业务模式未发生改变，委托方与结算方仍为江苏天一农贸集团有限公司¹（以下简称“天一农贸”）。受项目结算进度影响，2024年公司确认基础设施建设收入6.83亿元，收入规模较上年小幅下降，毛利率保持稳定。项目收入明细如下。

表5 2023-2024 年公司基础设施建设收入明细（单位：亿元）

年份	项目名称	委托方	确认收入
2024 年	园区征地拆迁项目	天一农贸	2.18
	国清寺项目	天一农贸	1.55
	土地征迁项目	天一农贸	1.11
	智云湾地块	天一农贸	0.65
	农桥农路综合工程	天一农贸	0.56
	其他	天一农贸	0.78
	合计	--	6.83
2023 年	园区征地拆迁项目	天一农贸	4.76
	绿化工程	天一农贸	1.37
	其他	天一农贸	1.96
	合计	--	8.09

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年末，公司主要在建基础设施项目计划总投资合计24.14亿元，已投资11.03亿元，此外公司计入存货的待结算的项目成本仍有一定规模，能够为未来的收入实现提供一定保障，但公司代建收入的结算及回款主要取决于委托方的资金安排，未来或存在一定波动，同时主要在建项目仍需一定规模资金投入。

表6 截至 2024 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	已确认收入
农桥农路综合支出	4.20	5.58	2.28
晟宝红木西侧地块	8.60	1.72	0.06
国清寺南侧地块	7.05	1.41	1.55
虹桥小区（三期）	4.29	2.32	0.15
合计	24.14	11.03	4.04

¹ 控股股东为南通天一农副产品批发市场，实际控制人为如东县掘港镇农业技术服务站

注：农桥农路综合支出累计已投资超过预计总投资，尚需投资金额无法预估
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）租赁业务

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

公司依托已投入使用的生命健康产业园、智能机电产业园、泛半导体产业园等厂房租赁及子公司如东县掘港商贸物流发展有限公司（以下简称“掘港商贸物流”）持有的如东农贸市场摊位出租获取一定租金收入。公司与入驻企业直接签订租赁合同，为配合产业园区招商引资政策，公司前期对入驻企业设置“前3年免租，后2年租金减半收取”的政策，2024年，华睿产业园、恒远智能机电产业园等项目竣工开始对外出租，同时随着企业免租期逐步到期及出租率的提升，公司租赁业务收入同比增长46.12%，毛利率维持在较高水平，盈利能力较强。

截至2024年末，公司在建自营项目包括如东县泛半导体产业园（二期）、如东县农村产业融合发展示范园区建设项目（本期债券募投项目）等，自营项目仍存在一定资金投入压力。同时，公司自营项目未来主要通过销售或对外租赁方式获取收益，未来实际收益情况取决于区域经济的景气及招商引资情况，存在一定不确定性。

表7 截至 2024 年末公司自营项目情况（单位：平方米、亿元）

已出租项目		
项目	面积	出租率
生命健康产业园	141,426.72	74.03%
智能机电产业园	32,409.24	100.00%
如东高新区泛半导体产业园（一期）	110,438.97	79.01%
职工人才公寓	22,336.01	76.03%
如东农贸市场	81,320.45	100.00%
合计	387,931.39	--
在建项目		
项目	预计总投资	项目已投资
如东县农村产业融合发展示范园区建设项目	7.20	6.07
如东高新区泛半导体产业园（二期）	2.80	2.50
如东高新区泛半导体产业园（三期）	4.80	1.92
合计	15.80	10.49

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得一定外部支持

2024年公司获得如东经开区财政局拨付的财政补贴收入3.10亿元，有效提升了公司盈利水平。

五、 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2023-2024年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

公司资产仍以土地房屋、代建工程合同履约成本和应收款项为主，流动性受制于地方政府的统筹安排，需关注其他非流动金融资产存在的投资风险。2024年公司总债务快速增长，年末财务杠杆水平较高，偿债能力指标表现欠佳，短期内仍将对外部融资有较大依赖，整体面临较大偿债压力

资本实力与资产质量

2024年末，公司所有者权益同比下降1.98%，主要系子公司宏泰建设土地被如东县自然资源和规划局收回减少资本公积3.37亿元所致；公司总负债同比增长7.63%，综合影响下，公司产权比率提高至221.40%，整体财务杠杆水平较高。截至2024年末，公司所有者权益仍主要由政府注资形成的资本公积构成，权益结构保持稳定。

图1 公司资本结构

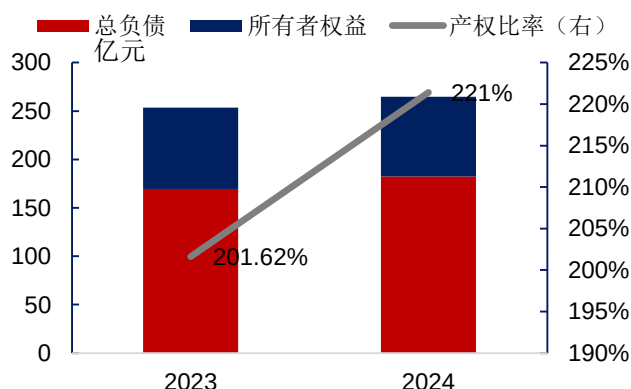
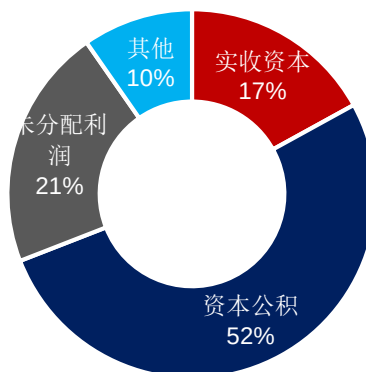


图2 2024年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

2024年末，公司资产总额同比增长4.44%，其中应收款项（政府部门及国企的代建工程款和往来款）、存货（项目建设成本及待开发土地）、投资性房地产占比较大，合计占比76.95%。

2024年末，公司应收账款主要是应收委托方天一农贸的代建款和应收南通天一农副产品批发市场的资产转让款，应收账款回款存在一定滞后性，但由于主要应收对象均系地方国有企业，回收风险相对可控。其他应收款主要是与政府单位及国企之间的往来款，2024年末前五大其他应收对象分别是天一农贸、如东县掘港街道财政所、如东县投资办、江苏弘元投资发展有限公司（如东经济开发区综合服务中心100%持股）、如东高新区财政局，合计占比93.48%，回收风险可控但回收时间不确定，形成较大的资金占用。

随着项目的持续投入和土地资产的增加，2024年末公司存货账面价值同比增长10.85%。存货主要由合同履约成本（项目开发成本和土地使用权）及库存商品（计划出售的厂房资产）构成，代建项目开发

成本的变现受制于委托方的资金安排计划，存在一定不确定性。截至2024年末，公司存货中土地账面价值合计25.40亿元，土地用途主要为商服用地及工业用地，其中1宗为2024年通过招拍挂取得，存货中包含四宗账面价值为0.43亿元的地块尚未办理产权证，其余土地均已取得产证。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	30.84	11.65%	32.86	12.97%
应收账款	18.85	7.12%	14.25	5.62%
其他应收款	86.19	32.57%	78.62	31.02%
存货	53.34	20.15%	48.12	18.99%
流动资产合计	189.41	71.57%	174.10	68.71%
其他非流动金融资产	21.89	8.27%	22.32	8.81%
投资性房地产	45.27	17.11%	43.65	17.23%
非流动资产合计	75.25	28.43%	79.30	31.29%
资产总计	264.66	100.00%	253.40	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

投资性房地产主要为公司自持的对外租赁的物业资产，按公允价值计量，2024 年末账面价值增加主要系存货/固定资产/在建工程中的资产转入所致。

公司其他非流动金融资产主要为公司持有的私募股权投资基金，主要包括如东泰璞股权投资中心（有限合伙）、如东润信科技股权投资基金合伙企业（有限合伙）等，投资对象主要为半导体、生物医药等行业的初创企业，目前多处于早期成长阶段，后续工作集中在投后管理上，资金压力较小，但 2024 年公司确认投资亏损 280.77 万元，需持续关注投资风险。

受限资产方面，2024 年末，公司受限资产主要包括因用于定期存单、票据保证金而受限的货币资金 18.65 亿元、用于质押的定期存单（其他债权投资）4.18 亿元、用于抵押的存货、固定资产及投资性房地产 45.18 亿元。公司受限资产规模较大，削弱了整体资产可变现能力。

偿债能力

公司负债以刚性债务为主，外部融资规模继续快速攀升。2024年末总债务同比增长8.47%，新增债务以长期借款为主。截至2024年末，公司短期债务占总债务的比重为19.57%。从融资渠道看，公司债务以银行贷款和债券融资为主。公司存续期的债券包括企业债和非公开发行公司债，2024年公司部分到期债券成功实现续借发行，融资成本有所压降，票面利率在2.30%-5.27%之间。公司长期应付款主要为融资租赁，利率约6.00%。

表9 截至 2024 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 年以上
银行借款	3.50%-5.70%	133.65	22.77	110.87
债券融资	2.30%-5.27%	30.88	9.58	21.30

非标融资	6.00%	1.72	0.18	1.54
合计	-	166.25	32.53	133.71

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.35	8.97%	17.98	10.62%
应付账款	3.13	1.72%	3.17	1.87%
其他应付款	2.09	1.15%	2.40	1.42%
一年内到期的非流动负债	16.19	8.88%	24.99	14.75%
流动负债合计	45.75	25.09%	57.49	33.94%
长期借款	110.87	60.81%	96.27	56.83%
应付债券	21.30	11.68%	9.44	5.57%
长期应付款	1.54	0.85%	3.21	1.89%
非流动负债合计	136.56	74.91%	111.89	66.06%
负债合计	182.32	100.00%	169.39	100.00%
总债务	166.25	91.19%	153.27	90.49%
其中：短期债务	32.53	19.57%	44.35	28.94%
长期债务	133.71	80.43%	108.92	71.06%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司财务杠杆继续攀升，截至2024年末资产负债率为68.89%，财务杠杆水平处于较高水平。2024年末公司现金短期债务比上年有一定改善，但考虑到公司货币资金中有相当比例受限，现金类资产对短期债务的覆盖能力仍欠佳。公司EBITDA利息保障倍数表现仍偏弱，2024年经营活动现金流由流入转为流出，不足以覆盖项目建设及债务偿付资金需求，预计短期内仍将对外部融资有较大依赖，公司整体面临较大的偿债压力。

截至2024年末，公司在银行获得的授信总额度为125.03亿元，已使用90.53亿元，尚未使用34.50亿元，备用流动性较为充足。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2024 年	2023 年
资产负债率	68.89%	66.85%
现金短期债务比	0.95	0.74
EBITDA 利息保障倍数	0.51	0.57

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年7月10日），公司本部、子公司宏泰建设、天一建设不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年7月21日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保金额合计42.61亿元，占年末净资产的51.73%，担保对象均为地方国有企业，但均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

七、 外部特殊支持分析

公司是如东县政府下属重要企业，如东县政府直接持有公司100.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，如东县政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在：

（1）公司与如东县政府的联系中等的，公司股权由如东县政府直接全资持有，如东县政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对的控制权，公司主要收入来自于委托代建业务，公司一大部分业务来源于政府及其相关单位，公司收到的财政补贴基本上来自于如东经开区财政局，直接收到的如东县政府的的支持几乎没有。

（2）公司对如东县政府非常重要，公司负责如东经济开发区（高新区）的基础设施建设及国有资产运营，提供了对如东县地区经济较为重要的公共产品和服务，对政府的贡献很大，公司并非当地最大最核心的平台，对政府而言不具有不可替代性，但公司系已发债平台，若出现债务违约，会对区域金融生态环境及融资成本产生实质性的影响。

八、 本期债券偿还保障分析

江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“20通农专项债/20通投债”的安全性

根据江苏再担保2019年11月出具的担保函，江苏再担保为“20通农专项债/20通投债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括债券的本金和利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期限为债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“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。后经过多次增资扩股和股权变更，截至2024年末，江苏再担保实收资本为130.30亿元，股东数合计22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24.30%，其他股东主要为江苏省各级地方政府和国有企业。

江苏再担保作为江苏省财政厅直接管理的省级再担保机构，主要在江苏省内经营直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款和典当等业务，其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。截至 2023 年末，江苏再担保的担保余额合计 3,126.01 亿元，其中融资担保业务余额和再担保业务余额分别为 1,899.63 亿元和 1,189.65 亿元，分别占担保余额的 60.77%和 38.06%。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，截至 2023 年末，江苏再担保直接融资担保业务余额为 913.11 亿元，同比增长 14.91%。2023 年以来，地方政府融资平台融资政策进一步收紧，未来江苏再担保直接融资担保业务或将面临一定的转型压力。截至 2023 年末，江苏再担保的间接融资担保余额合计 953.00 亿元，同比增长 32.00%。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，截至 2023 年末纳入再担保体系的机构达到 132 家，近年来国担基金对江苏再担保的授信额度逐步增加，截至 2023 年末国担基金的授信额度增至 1,680 亿元。2023 年末，江苏再担保的再担保余额合计 1,189.65 亿元，同比增长 8.38%。2023 年，江苏再担保当期担保代偿额合计 3.88 亿元，同比下降 9.98%；当期担保代偿率为 0.17%，同比下降 0.17 个百分点，保持在较低水平。截至 2023 年末，江苏再担保近三年累计代偿回收率为 38.02%，同比下降 6.23 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。

表12 江苏再担保主要业务和财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
资产总额	415.75	355.58	333.33
货币资金	74.78	49.23	46.23
应收代偿款	3.37	3.28	3.65
所有者权益合计	262.31	209.31	190.89
营业总收入	40.14	39.30	27.71
担保业务收入	21.75	17.61	17.93
净利润	14.34	12.22	9.45
净资产收益率	6.08%	6.11%	5.41%
期末担保余额	-	3,126.01	2,779.72
其中：融资担保余额	-	1,899.63	1,634.08
直接融资担保余额	-	913.11	878.37
间接融资担保余额	-	953.00	721.95
其他	-	33.53	33.76
再担保余额	-	1,189.65	1,097.71
非融资担保余额	-	36.73	47.93
融资担保责任余额*	-	1,001.63	874.18
融资担保责任余额放大倍数（X）*	-	8.62	7.61

当代偿率	-	0.17%	0.34%
累计代偿回收率*	-	38.02%	44.25%
拨备覆盖率	1,259.09%	1,235.70%	1,013.14%

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；“其他”主要为保理、融资租赁、票据承兑等担保业务。

资料来源：江苏再担保 2022-2024 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

截至 2024 年末，江苏再担保资产总额为 415.75 亿元，较 2023 年末增长 16.92%；主要由货币资金、投资资产和融资租赁子公司业务开展形成的应收融资租赁款构成，其中金融投资资产账面价值合计 202.65 亿元，较 2023 年末增长 18.36%，在资产总额中的占比为 48.74%，投资资产主要由委托贷款以及债券投资组成，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，江苏再担保投资资产规模快速增长，投资资产信用风险需关注；应收融资租赁款余额同比增长 10.90%至 86.37 亿元，在资产总额中的占比为 20.77%，共计提减值准备 1.27 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；货币资金为 74.78 亿元，其中受限资金为 4.95 亿元，主要包括监管资金、备付金等。截至 2024 年末，江苏再担保负债总额为 153.45 亿元，同比增长 4.91%，其中未到期责任准备金和担保赔偿准备金合计 41.78 亿元，同比增长 4.29%，在负债总额中的占比为 27.23%。截至 2024 年末，江苏再担保所有者权益合计 262.31 亿元，同比增长 25.32%。2023 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 8.62 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。江苏再担保营业收入主要来源于担保业务收入、利息收入和投资收益。2024 年江苏再担保实现营业收入 40.14 亿元，较 2023 年增长 2.14%，其中担保业务收入为 21.75 亿元，在营业收入中的占比为 54.17%。2024 年，江苏再担保实现净利润 14.34 亿元，同比增长 17.36%，净资产收益率为 6.08%，整体盈利能力较强。

综上所述，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，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大力支持；同时江苏再担保资本实力强、业务发展稳健、近年来营业收入和净利润保持增长态势，且现金类资产规模较大，对其代偿能力提供了重要保障。同时中证鹏元也注意到，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。

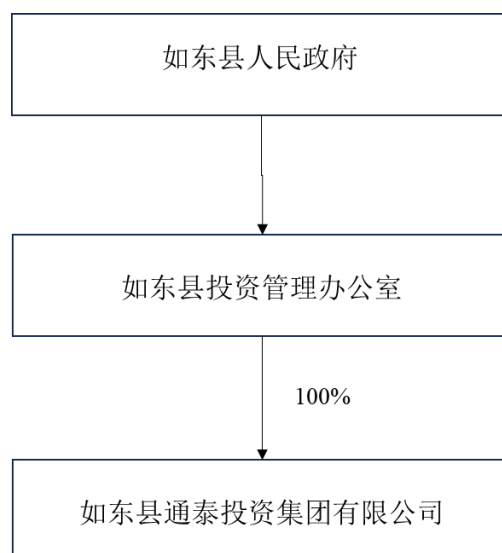
经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

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）	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	30.84	32.86	19.19
其他应收款	86.19	78.62	42.86
存货	53.34	48.12	39.82
流动资产合计	189.41	174.10	130.22
投资性房地产	45.27	43.65	39.77
非流动资产合计	75.25	79.30	71.38
资产总计	264.66	253.40	201.60
短期借款	16.35	17.98	9.29
一年内到期的非流动负债	16.19	24.99	17.88
流动负债合计	45.75	57.49	49.18
长期借款	110.87	96.27	47.32
应付债券	21.30	9.44	27.61
长期应付款	1.54	3.21	3.84
非流动负债合计	136.56	111.89	81.66
负债合计	182.32	169.39	130.85
总债务	166.25	153.27	113.77
其中：短期债务	32.53	44.35	33.04
长期债务	133.71	108.92	80.73
所有者权益	82.35	84.01	70.75
营业收入	7.63	8.64	11.16
营业利润	2.43	2.53	2.52
其他收益	3.11	3.51	1.74
利润总额	2.41	2.53	2.48
经营活动产生的现金流量净额	-3.54	2.33	0.43
投资活动产生的现金流量净额	-0.15	-2.05	-5.13
筹资活动产生的现金流量净额	5.91	3.50	-0.77
财务指标	2024 年	2023 年	2022 年
销售毛利率	20.43%	17.45%	20.96%
资产负债率	68.89%	66.85%	64.90%
短期债务/总债务	19.57%	28.94%	29.04%
现金短期债务比	0.95	0.74	0.58
EBITDA（亿元）	4.16	3.94	3.92
EBITDA 利息保障倍数	0.51	0.57	0.70

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 7 月）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 担保方评级模型结果

评级要素	评分等级
个体信用状况	aa
外部特殊支持	2
主体信用等级	AAA

注：（1）本次评级采用评级方法模型为：担保公司信用评级方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V2.0）、金融企业外部特殊支持评价方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）（2）江苏再担保是江苏省委、省政府为有效缓解省内中小企业融资难问题，推动金融机构增加对中小企业的信贷投放，更好地为经济发展服务而批准设立的政策性专业信用再担保机构，在江苏省内具有较为突出的战略重要性，中证鹏元认为江苏再担保在面临债务困难时，江苏省人民政府对其提供特殊支持的意愿极其强。同时，中证鹏元认为江苏省人民政府提供支持的能力极强，因此在江苏再担保个体信用状况基础上上调2个子级。

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+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

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号