

2019 年如皋高新技术园区开发有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2021]100808】

评级对象： 2019年如皋高新技术园区开发有限公司公司债券

	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	2021年6月29日
前次跟踪	AA	稳定	AAA	2020年6月29日
首次评级：	AA	稳定	AAA	2019年6月20日

主要财务数据

项 目	2018年	2019年	2020年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	0.11	0.76	0.30
刚性债务	0.97	13.05	12.44
所有者权益	28.16	27.71	29.26
经营性现金净流入量	-1.54	-13.51	1.16
发行人合并数据及指标：			
总资产	75.72	96.92	101.30
总负债	38.80	51.76	54.82
刚性债务	9.80	31.18	29.35
所有者权益	36.92	45.16	46.48
营业收入	6.09	6.82	6.97
净利润	1.05	1.43	1.60
经营性现金净流入量	0.69	-12.18	12.78
EBITDA	1.65	2.03	2.29
资产负债率[%]	51.24	53.41	54.12
长短期债务比[%]	19.94	61.28	41.74
营业利润率[%]	21.37	26.43	27.57
短期刚性债务现金覆盖率[%]	26.83	51.63	71.89
营业收入现金率[%]	7.78	150.38	113.97
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	6.17	-59.77	40.44
EBITDA/利息支出[倍]	2.34	5.46	1.60
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.10	0.08
担保方数据：			
总资产（亿元）	143.93	172.17	223.40
股东权益（亿元）	75.27	104.52	136.36
期末在保责任余额（亿元）	883.97	664.72	-
直保放大倍数（倍）	8.08	5.44	-

注：发行人数据根据如皋高新经审计的2018-2020年财务数据整理、计算。担保方数据根据江苏再担保经审计的2018-2020年财务数据整理、计算。

分析师

吴梦琦 wmq@shxsj.com
林何 linhe@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对如皋高新（简称如皋高新、发行人、该公司或公司）及其发行的19皋高债的跟踪评级反映了2020年以来如皋高新在区域环境、业务地位及债项增信等方面保持优势，同时也反映了公司在土地市场波动、投融资、即期支付压力、资产流动性、对外担保等方面继续面临风险和压力。

主要优势：

- **区域经济持续发展。**跟踪期内，如皋市县域经济竞争力仍列全国百强，如皋高新区为如皋市新兴产业的发展载体，毗邻市行政中心，具备区位优势。2020年如皋市及如皋高新区经济保持增长，可为如皋高新业务开展提供较好的外部环境。
- **业务地位较突出。**跟踪期内，如皋高新仍是如皋高新区主要的基础设施建设主体，主业经营具备一定区域专营优势，得到了财政补贴持续性支持。
- **第三方担保。**江苏再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有助于提升本期债券到期偿付的安全性。

主要风险：

- **土地市场波动风险。**如皋市及如皋高新区土地市场波动一定程度上影响如皋高新项目回款进度及土地资产的变现。
- **投融资压力。**如皋高新后续在园区基础设施建设及综合配套设施建设等方面仍存一定投资需求，公司将面临投融资压力。
- **即期支付压力。**跟踪期内，如皋高新主业回款较及时，加上往来款的净流入，流动性压力减轻，但可使用银行授信额度偏少，自身融资能

力较弱，仍存即期支付压力。

- **资产流动性偏弱。**如皋高新外部融资方式以抵押及保证等为主，资产受限比例较高，资产流动性偏弱。
- **担保代偿风险。**跟踪期内，如皋高新对外担保规模仍较大，主要担保对象为关联方企业和工程施工企业，存在一定担保代偿风险。

➤ 未来展望

通过对如皋高新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。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2019 年如皋高新技术园区开发有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2019 年如皋高新技术园区开发有限公司公司债券（简称“19 皋高债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据如皋高新提供的经审计的 2020 年财务报表及相关经营数据，对如皋高新的财务状况、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 2019 年 9 月公开发行了规模为 9.40 亿元的企业债券，期限为 7 年，分次还本，在债券存续期内的第 3 至第 7 个计息年度末，分别按照债券发行额的 20% 等额偿还债券本金，募集资金计划用于如皋高新区现代服务业基地及标准厂房项目（简称“高新区现代服务基地项目”）。截至 2020 年末，19 皋高债募集资金已全部用于募投项目如皋高新区现代服务业基地及标准厂房项目。截至 2020 年末，高新区现代服务基地项目累计已投资 10.40 亿元，约占总投资的 71%。

截至 2021 年 6 月 3 日，该公司合并口径待偿债券本金余额 9.40 亿元。公司已发行债券还本付息情况正常。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	待偿本金余额 (亿元)	期限(年)	发行利率(%)	发行时间	本息兑付情况
19 皋高债	9.40	9.40	7	4.60	2019 年 9 月	正常付息

资料来源：如皋高新

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略

的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略

的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，城投企业在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。2021 年，在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，城投企业融资环境预计将有所收紧，期间平台资质分化仍将持续，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2020 年，我国持续推进新型城镇化和乡村振兴，城乡区域发展格局不断优化，年末城镇化率已超过 60%。根据 2021 年《政府工作报告》，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是“十四五”时期经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，该领域的建设及融资模式也正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中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。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有一定保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年至 2018 年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施，指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），进一步明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。2019 年 3 月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。目前我国疫情防控已取得明显成效，经济增长处于稳步恢复中，同时化解政府隐性债务工作持续重点推进。2020 年 12 月，中央经济工作会议指出 2021 年要“抓实化解政府隐性债务风险工作”；2021 年 3 月，国务院常务会议明确要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，2021 年城投企业融资环境预计将有所收紧，对城投新增债务的管控力度将较上年有所加强，期间平台资质分化仍将持续。近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

（3）区域环境

如皋市是江苏省沿江开发的 15 个重点县（市）之一，区位优势较优越。跟踪期内，在疫情影响下 2020 年如皋市仍实现较快增长，体现了区域经济韧性。2020 年如皋市商品房销售市场景气度较高，区域住宅用地呈现量价齐升格局，是全市土地出让总价主要来源。

如皋市是江苏省计划单列县级市，隶属于南通市，地处长江三角洲北翼，是江苏省沿江开发的 15 个重点县（市）之一、全国百强县¹。全市总面积 1477 平方公里，下辖

¹ 根据工信部赛迪顾问县域经济研究中心编制的《2020 年赛迪县域经济百强研究》，如皋市列第 26 位。

如皋经济技术开发区（城北街道）、如皋港区（长江镇）、如皋高新区（城南街道）、如皋工业园区（如城街道）和 10 个镇。根据《如皋市第七次全国人口普查公报》，截至 2020 年 11 月 1 日零时，全市常住人口为 123.84 万人。2020 年如皋市实现地区生产总值 1305.22 亿元，按可比价格计算，同比增长 5.3%，增速较上年下降 0.8 个百分点。其中，第一产业、第二产业和第三产业增加值分别为 77.71 亿元、623.30 亿元和 604.21 亿元，同比分别增长 2.6%、4.5%和 4.9%。当年全市三次产业结构为 5.9:47.8:46.3，仍以第二产业为主导。

跟踪期内，在疫情影响下，如皋市规上工业仍实现较快增长，体现了一定经济韧性。2020 年全市规模以上工业增加值同比增长 6.9%；全市完成规模以上工业总产值 1223.06 亿元，同比增长 6.8%。其中高新技术产业持续发展，2020 年全市高新技术产业产值 484.48 亿元，同比增长 2.8%，占规模以上工业总产值的比重为 39.6%，较 2019 年提高 2.3 个百分点；战略性新兴产业产值 395.57 亿元，同比增长 9.5%，占规上工业总产值比重达 32.3%，较 2019 年提高 3.1 个百分点。如皋市地区经济外向度不高，经济增长主要依靠投资和消费带动。跟踪期内，如皋市固定资产投资继续维持较快增长态势。2020 年全市完成固定资产投资 476.44 亿元，同比增长 10.1%，增速较 2019 年提高 2.1 个百分点。其中工业投资同比增长 14.2%，第三产业中信息传输软件和信息技术服务业同比增长 31.5%。消费方面，如皋市消费产品集中于汽车类、石油及制品类和粮油、食品类产品等，2020 年全市实现社会消费品零售总额 457.83 亿元，同比略降 0.1%，其中占比较大的汽车类和石油及制品类等商品零售额同比增速分别为-6.7%和-12.8%。

图表 2. 2018-2020 年如皋市主要经济指标及增速

指标	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	1120.48	7.3	1215.18	6.1	1305.22	5.3
人均生产总值 (元)	90031	7.7	98125	6.6	-	-
工业增加值 (亿元)	447.12	8.7	498.59	6.9	517.47	4.9
固定资产投资 (亿元)	400.82	8.5	432.75	8.0	476.44	10.1
社会消费品零售总额 (亿元)	404.27	9.2	425.29	5.2	457.83	-0.1
进出口总额 (亿元)	244.72	15.1	246.14	0.6	248.94	1.1

资料来源：2018-2020 年如皋市国民经济和社会发展统计公报

2020 年如皋市房地产开发投资实现较高速增长，当年完成投资 108.50 亿元，同比增长 39.3%。2020 年如皋市商品房销售面积 250.63 万平方米，同比增长 30.0%。土地市场方面，2020 年如皋市土地出让总面积 395.86 万平方米，较 2019 年下降 14.68%，主要系工业用地出让面积大幅下降所致。同期全市土地出让成交均价为 2847.20 元/平方米，较上年大幅增长 80.09%，主要系当年住宅用地出让单价增长 27.09%至 8073.98 元/平方米。受土地出让均价大幅增长的影响，同期全市土地出让总价为 112.71 亿元，较 2019 年增长 31.95%。

如皋高新区是如皋市新兴产业的发展载体，跟踪期内，园区经济保持较快增长，但园区发展尚处成长期，经济总量规模仍小，对如皋市经济增长贡献有限。

如皋高新区前身为如皋软件园，成立于 2009 年 5 月，2012 年 6 月经江苏省政府批准升级为省级高新技术产业开发区，由江苏省如皋高新技术产业开发区管理委员会（简

称“如皋高新区管委会”)负责管理运营。如皋高新区位于如皋市主城区东南部(城南街道),规划面积为77平方公里,已形成8平方公里软件和信息服务业、5平方公里电子信息产业园、4平方公里节能环保产业园、3平方公里装备制造产业园、8平方公里龙游湖商务区、31平方公里高效农业示范区以及3平方公里桃园镇区的“四园三区”发展格局。2020年,如皋高新区实现地区生产总值37.98亿元,同比增长6.99%,占如皋市地区生产总值的2.91%;同年如皋高新区固定资产投资31.29亿元,同比增长9.00%,占如皋市固定资产投资的6.57%。

图表 3. 2020 年如皋高新区主要经济指标及其全市占比情况

指标	GDP (亿元)	固定资产投资 (亿元)
如皋高新区	37.98	31.29
如皋市	1305.22	476.44
如皋高新区占全市比重	2.91%	6.57%

资料来源:2020年如皋市国民经济和社会发展统计公报、如皋高新

跟踪期内,如皋高新区规模以上工业总产值保持增长态势。2020年园区实现规模以上工业总产值79.98亿元,其中电子信息、高端装备制造产业和现代农业产业占比相对较大,分别实现规上工业总产值53.34亿元、10.22亿元和9.95亿元,同比增速分别为5.83%、13.23%和14.20%,分别占园区规模以上工业总产值的66.69%、12.78%和12.44%。

图表 4. 2020 年如皋高新区主要产业规模以上工业总产值构成

行业	产值 (亿元)	增速 (%)	比重 (%)
电子信息	53.34	5.83	66.69
节能环保	2.29	8.54	2.86
高端装备制造产业	10.22	13.23	12.78
现代农业产业	9.95	14.20	12.44
纺织服装业	2.48	7.52	3.11
新材料	0.73	11.34	0.92
建材业	0.96	5.65	1.20
合计	79.98	—	100.00

资料来源:如皋高新

2. 业务运营

跟踪期内,该公司仍是如皋高新区主要的基础设施建设主体,主要以代建模式开展园区基础设施建设,代建业务是公司收入及毛利主要的来源。2020年公司代建业务回款较及时,但账面尚有一定规模的未结算开发成本。且公司在园区基础设施建设及综合配套设施建设等方面尚存投资需求,面临较大的投融资压力。

该公司仍是如皋高新区主要的基础设施建设主体和综合运营平台,收入主要来源于基础设施代建业务。2020年公司实现营业收入6.97亿元,同比增长2.20%,其中基础设施建设项目结算收入为6.26亿元,占比89.89%。2020年公司综合毛利率为21.58%,基本维持上年水平,主要系基础设施建设项目按投入成本加成固定比例收益确认收入,业务毛利率较稳定所致。

该公司是如皋高新区主要的建设主体，主要负责园区内基础设施建设及保障房项目建设等。其中，基础设施建设方面，公司每年根据委托单位如皋高新技术产业开发区财政局（简称“如皋高新区财政分局”）或如皋市财政局出具的《代建项目结算清单》进行结算，通常根据项目实际投入金额加成 20% 的代建管理费确认代建收入。2020 年公司基础设施项目结算收入为 6.26 亿元，对应结转项目成本 5.37 亿元，当年该业务回笼资金 7.29 亿元。截至 2020 年末，公司主要在建基础设施项目包括市政工程、龙游湖项目、供电工程等项目，公司主要在建项目累计已投资 23.63 亿元，尚需投资 9.29 亿元，由于项目前期资金由公司垫付，公司面临投融资压力。

图表 5. 截至 2020 年末公司主要在建及拟建基础设施项目情况（单位：亿元）²

项目名称	计划总投资	建设周期	已完成投资
市政工程	11.50	2015-2021	9.95
龙游湖项目	10.00	2014-2021	8.34
供电工程	1.80	2015-2019	1.77
高新区实验小学扩建	1.20	2018-2021	1.09
龙游湖时尚街区亮化及配套	0.56	2018-2019	0.56
农贸市场	0.65	2018-2019	0.65
汪明路等路段建设	1.21	2018-2021	0.85
如皋师范第二附属小学	2.50	2019-2021	0.05
新城邻里中心（含农贸市场）	3.50	2020-2022	0.37
合计	32.92	—	23.63

资料来源：如皋高新

安置房项目方面，该公司受如皋市人民政府或如皋高新区管委会委托开展安置房建设工作，每年按照对应委托单位出具的结算单确认收入。2020 年公司未确认安置房项目收入。截至 2020 年末，公司无在建安置房项目，拟建安置房项目为 GXQ2017-101#B 地块平明小区保障性住房工程项目，项目计划总投资 6.20 亿元，建设周期为 2021-2023 年。截至 2020 年末，公司账面待结算工程施工成本余额为 11.52 亿元。考虑到未来在园区基础设施项目及安置房项目建设等方面尚存一定投资需求，面临投融资压力。

该公司园区综合运营业务的业务模式主要为公司以自筹资金对园区进行开发建设，未来以项目出租、转让或物业管理费等形式回笼资金。会计处理上，公司通过招拍挂程序获得项目用地，计入“存货”科目，继而通过市场招投标方式确定施工单位，项目完工后计入“投资性房地产”科目。截至 2020 年末，公司可出租物业资产未发生变动，仍主要为已建成的软件园起步区、如皋软件园人才公寓、物流园商办楼和新能源产业园，总建筑面积 32 万平方米，账面价值为 18.19 亿元，主要通过出租和收取物业管理费等方式获得收入。由于如皋高新区管委会出台了多项鼓励企业入驻的优惠政策，包括《电子信息科技产业园入驻管理办法》、《高新区人才公寓管理办法》（皋高新发〔2014〕33 号）和《如皋高新区软件和信息服务业产业园入驻管理办法》等，对满足考核指标的入驻企业，园区给予不同程度的返租优惠。2020 年公司实现如皋高新区综合运营收入 6511.95 万元，同比增长 27.82%。

² 表中 3 个项目建设周期至 2019 年截止的，系已完工但尚未结算项目。

图表 6. 截至 2020 年末公司投资性房地产情况

项目名称	用途	建筑面积（平方米）	2020 年出租率（%）	2020 年租金水平（元/平方米/天）
软件园起步区	办公	119278.76	90%	1.2
如皋软件园人才公寓	住宅	85095.66	90%	0.8
物流园商办楼	办公	31844.89	90%	1.0
新能源产业园	标准厂房	83734.96	90%	0.8
合计	-	319954.27	-	-

资料来源：如皋高新

截至 2020 年末，该公司在建园区功能设施项目为“19 皋高债”募投项目高新区现代服务基地项目，该项目计划总投资 14.60 亿元，总用地面积 472.04 亩，总建筑面积 60.98 万平方米，项目建设内容包括服务外包产业园、配套人才公寓、电商物流园、标准厂房等。截至 2020 年末，该项目累计已投资 10.40 亿元。

管理

跟踪期内，该公司股东仍为如皋城发集团，实际控制人仍为如皋市政府，公司高管人员发生调整，但上述变更未对公司业务范围造成重大影响。此外，公司在组织架构等方面未发生重大变动。

跟踪期内，该公司股东仍为如皋城发集团，实际控制人仍为如皋市政府。高管成员方面，2020 年 3 月，公司法人代表由李建华变更为魏志兵（兼董事长、总经理），另有部分董事及监事成员发生调整。此次董事会、监事会成员及高管成员变动系根据如皋市政府批复进行的调整，对公司业务范围及日常经营等未产生重大影响。

根据该公司本部 2021 年 6 月 7 日的《企业信用报告》，近三年公司本部历史履约纪录正常，无本金违约及迟付利息情形。除上述事项外，截至 2021 年 6 月 10 日，经查询国家工商总局、国家税务总局等信用信息公开平台，未发现公司本部其他存在异常情况。

财务

跟踪期内，该公司基础设施建设业务盈利空间固定，加之政府补贴持续支持，公司盈利保持稳定。当年因主业资金的回笼及往来款的支持，公司流动性压力减轻、新增融资规模下降，但可用银行授信额度少，自身融资能力仍偏弱，偿债对外部支持存在依赖，仍存即期支付压力。公司资产仍以园区开发形成的资产及应收园区国有企业往来款为主，受限比例较高，资产流动性偏弱。此外，公司对园区内国有企业担保规模较大，存在担保代偿风险。

1. 公司财务质量

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2020 年财务报表进行了审计，并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、解释及其他有关规定。

截至 2020 年末，该公司纳入合并范围的子公司共有 11 家，较 2019 年末减少 1 家子公司。2020 年 4 月，为了推进苏州迅镭激光科技有限公司落户如皋高新区，经如皋市国资办同意，公司将负责其厂房建设工作的江苏迅发激光科技有限公司 100% 股权划转至如皋高新区管委会。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

主要因应付往来款的增加，2020 年该公司负债规模呈增长态势。2020 年末公司负债总额为 54.82 亿元，较 2019 年末增长 5.92%，期末资产负债率为 54.12%，较 2019 年末提高 0.71 个百分点，财务杠杆仍处于适中水平。从期限结构看，公司负债仍以流动负债为主，期末长短期债务比为 41.74%，主要随短期债务及往来款的增加，债务期限趋于短期化。2020 年末，公司流动负债总额为 38.68 亿元，较 2019 年末增长 20.52%，占负债总额的 70.55%，主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，2020 年末上述五项占流动负债的比重分别为 18.48%、10.13%、14.61%、41.23% 和 8.89%。同期末短期借款余额为 7.15 亿元，较 2019 年末增长 14.64%，主要为保证借款和质押借款；同期末应付票据余额为 3.92 亿元，较 2019 年末下降 34.12%，主要系当年信用证减少 2.25 亿元；同期末应付账款余额为 5.65 亿元，较 2019 年末增长 24.96%，主要为公司应付购房款及工程款的增加，账龄在 1 年以内的金额为 3.18 亿元；2020 年末其他应付款余额为 15.95 亿元，较 2019 年末增长 35.33%，当期主要新增与如皋市市政设施管理处下属企业南通如绘建设工程有限公司、如皋高新区内国有企业如皋富民新农村基础设施建设有限公司往来款，存量包括应付上述两家公司款项分别为 3.10 亿元和 2.95 亿元，应付如皋龙游水利建设工程有限公司款项 1.57 亿元，账龄在 1 年以内的金额为 9.78 亿元。2020 年末公司非流动负债总额 16.14 亿元，较 2019 年末下降 17.91%，以长期借款、应付债券、长期应付款等长期刚性债务为主。其中长期借款余额为 3.19 亿元，较 2019 年末下降 40.09%，主要为质押借款、保证借款和抵押借款。应付债券余额 9.37 亿元，规模与上年末基本持平，仍为 2019 年发行的 7 年期面值 9.4 亿元的企业债券；长期应付款余额为 2.17 亿元，全部为 2019 年增加的华夏融资租赁借款。

刚性债务方面，2020 年末该公司刚性债务余额为 29.35 亿元，较 2019 年末下降 5.86%，其中短期债务及中长期债务占比较接近；期末股东权益与刚性债务的覆盖比率由 2019 年末的 144.85% 升至 158.37%。其中期末短期刚性债务余额 14.62 亿元，以短期借款、应付票据和一年内到期的长期借款为主，期末短期刚性债务现金覆盖率为 71.89%，短期偿付压力尚可。从具体构成看，2020 年末公司刚性债务以银行借款、应付票据、债券融资及长期应付款中的融资租赁借款为主，期末银行借款余额（含一年内到期长期

借款)、应付票据、应付债券余额及融资租赁借款余额分别为 12.98 亿元、3.92 亿元和 9.37 亿元、2.17 亿元。公司银行借款主体主要集中在下属子公司, 2020 年末公司本部未有银行借款; 银行借款方式主要为质押、保证和抵押, 保证人主要为公司本部、子公司如皋富民新农村基础设施建设有限公司、子公司如皋龙游湖风景区管理有限公司、如皋市属国有企业如皋市交通产业集团有限公司及园区企业如皋龙游水利建设工程有限公司(简称“如皋龙游水利”)等; 抵押物为土地资产及房产, 质押物主要为大额存单; 金融机构借款(含融资租赁款)年利率通常处于 4.9%-6.1%之间。公司于 2019 年发行 9.40 亿元的 7 年期企业债券, 票面利率为 4.60%; 此外, 公司还通过江苏小微企业融资平台举借资金, 2020 年末借款余额 0.80 亿元(计入“一年内到期的非流动负债”), 期限为三年, 资金成本为 7.7%。

截至 2020 年末, 该公司对外担保余额为 24.27 亿元, 占所有者权益的 52.21%, 担保对象主要为园区企业、关联方、与公司存在业务往来的工程公司, 其中向工程公司中如建工集团有限公司³(简称“中如建工”)提供担保余额 1.31 亿元。公司与中如建工有业务往来, 公司对其提供担保, 2020 年中如建工以土地资产作为反担保措施。整体看, 公司对外担保金额大, 存在代偿风险。

图表 7. 2020 年末公司主要对外担保明细⁴

被担保单位	担保余额(万元)
江苏志伟现代农业投资发展有限公司	29700
如皋富民新农村基础设施建设有限公司	28210
如皋富源城市建设投资发展有限公司	23650
如皋皋源建设投资有限公司	4650
如皋惠民新农村建设投资有限公司	40342
如皋科技城创业中心管理有限公司	28000
如皋龙游水利建设工程有限公司	21150
如皋龙志贸易有限公司	4750
如皋市寿庆水利工程管理有限公司	10850
如皋市桃园城镇建设投资有限公司	32150
中如建工集团有限公司	13100
其他	6100
合计	242652

资料来源: 如皋高新

(2) 现金流分析

该公司经营活动主要反映项目建设及往来款收支情况。2020 年, 公司营业收入现金率为 113.97%, 较 2019 年下降 36.42 个百分点。主要受公司主业资金回笼情况较好, 加上收到往来款金额较大的影响, 2020 年公司经营活动产生的现金流量净额为 12.78 亿

³ 中如建工集团有限公司为与公司存在业务往来的工程公司, 由自然人控股, 成立于 2001 年 9 月, 注册资本为 5.00 亿元。

⁴ 明细加总数与合计数不一致, 系四舍五入所致。

元。2020 年，当年公司基本无新增对外投资事项，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.54 亿元。公司自身融资能力较弱，偿债对往来款及财政回款等外部支持存在依赖。当年公司新增融资规模同比缩减，基本覆盖当年债务还本付息现金支出规模，但由于票据保证金的支出，当年公司筹资活动现金净流量为-7.11 亿元，其中偿还债务支付的现金 7.17 亿元、支付以票据保证金为主的其他与筹资活动有关的现金 8.23 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2020 年随利润总额的增加，该指标同比增长 12.76% 至 2.29 亿元。但随刚性债务的增长，EBITDA 对刚性债务以及利息支出的保障程度趋弱，分别为 1.60 倍和 0.08 倍。当年公司经营性现金流及非筹资性现金流转为净流入状态，可为债务偿付提供一定支撑。

图表 8. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年
EBITDA/利息支出(倍)	2.34	5.46	1.60
EBITDA/刚性债务(倍)	0.15	0.10	0.08
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	2.18	-37.79	36.11
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	6.17	-59.43	42.23
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	2.18	-38.00	34.58
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	6.17	-59.77	40.44

资料来源：如皋高新

(3) 资产质量分析

跟踪期内，该公司净资产较上年末略有增长，主要来自经营积累。2020 年末公司所有者权益总额 46.48 亿元，较 2019 年末增长 2.93%。其中资本公积较 2019 年末下降 1.04% 至 27.23 亿元，占所有者权益总额的 58.59%，主要为受无偿划拨出江苏迅发激光科技有限公司影响所致；未分配利润 10.21 亿元，较 2019 年末增长 16.13%，占所有者权益总额的 21.96%。

跟踪期内，该公司资产总额持续扩大。2020 年末，公司资产总额为 101.30 亿元，较 2019 年末增长 4.53%，仍以流动资产为主。从具体构成看，公司资产主要包括货币资金、预付款项、其他应收款、存货和投资性房地产，2020 年末上述科目占总资产比重分别为 10.38%、3.71%、14.36%、52.74% 和 17.95%。其中，货币资金为 10.51 亿元，较 2019 年末大幅增长 57.28%，其中受限资金为 3.53 亿元，包括借款保证金 2.03 亿元和用于票据质押的货币资金 1.50 亿元，受限程度一般；同期末预付账款余额为 3.76 亿元，较 2019 年末增长 29.99%，主要为预付工程款；同期末其他应收款余额为 14.54 亿元，较 2019 年末增长 11.42%，主要为公司应收如皋市财政局的原价收回土地资产挂账 3.91 亿元（对应存货中减少土地资产 3.91 亿元）以及与如皋市皋源建设投资有限公司、如皋富民新农村基础设施建设有限公司、南通夏鑫花木专业合作社、南通万城置业有限公司的往来款项合计 6.28 亿元，账期集中在 1 年以内；公司存货主要为代建工程施工成本和土地资产，2020 年末存货余额为 53.43 亿元，较 2019 年末下降 1.75%，其中待开发土地余额为 41.90 亿元，尚有 2.97 亿元土地未办理土地证；工程施工成本较 2019 年末减少 0.71 亿元至 11.52 亿元。同期末投资性房地产余额为 18.19 亿元，规模基本与 2019 年末持平，主要包括可供出租房产软件园起步区 7.04 亿元、如皋软件园人才公寓 4.51 亿元、物流园商办楼 2.18 亿元及新能源产业园 4.45 亿元。

(4) 流动性/短期因素

得益于货币资金储备的增加，2020 年该公司流动性指标有所改善，期末，公司短期刚性债务现金覆盖率和现金比率分别为 71.89% 和 27.17%，短期偿债压力尚可，但考虑到一年内到期应付款规模，即期支付能力一般。公司资产中土地资产、待结算项目开发成本、应收往来款和投资性房地产等占比较大，且资产受限程度较高，资产流动性偏弱。截至 2020 年末，公司受限资产账面价值为 33.12 亿元，占总资产比重为 32.69%，包括用于借款保证、票据质押的货币资金、用于借款抵押的存货和投资性房地产。

图表 9. 截至 2020 年末公司受限资产情况

名称	受限金额（亿元）	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	3.53	33.59%	借款保证金（2.03 亿元）、票据质押（1.50 亿元）
存货	15.71	29.41%	借款抵押
投资性房地产	13.88	76.30%	借款抵押
合计	33.12	-	-

资料来源：如皋高新

3. 公司盈利能力

跟踪期内，该公司营业毛利仍主要来自基础设施代建业务，2020 年为 1.50 亿元，同比增长 9.46%，主要系项目结算收入增长所致；公司综合毛利率为 21.58%，基本与 2019 年持平。公司期间费用主要为列入财务费用的利息支出及员工工资，费用支出处于合理范围内，2020 年公司期间费用 0.35 亿元，期间费用率为 4.97%。如皋市财政局拨付的政府补助是公司盈利的主要来源之一，2020 年公司收到政府补助 0.75 亿元，同比增长 36.81%；同期公司实现净利润 1.60 亿元，同比增长 11.98%，主要系毛利及财政补贴双增拉动。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍是如皋高新区主要的基础设施建设主体，收入主要来源于基础设施及安置房建设，能为公司提供较稳定的收入及盈利来源。目前如皋高新区综合运营业务运营仍不成熟，对公司利润贡献微薄。跟踪期内，得益于主业资金的回笼及往来款的支持，跟踪期内公司流动性压力减轻、新增融资规模下降，但可用银行授信额度少，自身融资能力仍偏弱，偿债对外部支持存在依赖，仍存即期支付压力。公司资产仍以园区开发形成的资产及应收园区国有企业往来款为主，受限比例较高，资产流动性偏弱。此外，公司对园区内国有企业担保规模较大，存在担保代偿风险。

2. 外部支持因素

跟踪期内，该公司仍是如皋高新区主要的基础设施建设主体，可获得如皋市政府和如皋高新区管委会在资本拨付、政府补助等方面的大力支持。2020 年公司收到政府补助 0.75 亿元。截至 2021 年 4 月末，公司获得银行授信总额 13.96 亿元，尚可使用银行授信额度为 0.98 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

本期债券由江苏省信用再担保集团有限公司（简称“江苏再担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。江苏再担保成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 30 亿元，是由江苏省人民政府、江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司和江苏雨润食品产业集团有限公司共同出资组建的国有控股企业。经过多次增资及股权变更，截至 2014 年末，江苏再担保注册资本增至 37.34 亿元。2015 年以来，江苏再担保与江苏省各级政府开展战略合作，并持续吸收各地政府资金，截至 2020 年末，注册资本增至 88.17 亿元，股东均为江苏省各级地方政府及国有企业，实际控制人为江苏省人民政府。

江苏再担保的经营范围包括：再担保业务，担保业务，投资和资产管理，财务顾问，市场管理，商务服务，社会经济咨询，资产评估，机械设备租赁。目前主要在江苏省内从事再担保、直接担保、融资租赁、小额贷款和典当等业务。

截至 2020 年末，江苏再担保经审计的合并口径资产总额为 223.40 亿元，股东权益为 136.36 亿元（其中归属于母公司股东权益为 128.65 亿元）；当年实现营业收入 21.57 亿元，净利润 5.47 亿元（其中归属于母公司股东的净利润为 5.10 亿元）。

江苏再担保是江苏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，可在业务开展、风险化解和资本补充等方面获得江苏省各级政府的有力支持。江苏再担保具有较强的经营能力，业务增长较快，货币资金存量充裕，偿债能力能够得到保障。作为政策性和非营利性的再担保机构，江苏再担保的再担保业务收费偏低，资金运用、融资租赁、小额贷款、典当等市场化业务经营效益较好，但也对其风险管控能力提出更高要求。

整体来看，江苏再担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

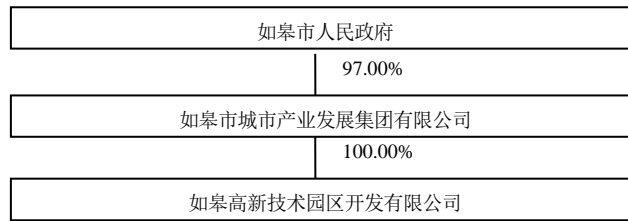
2020 年如皋市及如皋高新区经济保持增长态势，能够为该公司业务开展提供较好的外部环境。公司仍是如皋高新区主要的基础设施建设主体，主要以代建模式开展园区基础设施建设业务，可为公司提供较稳定的收入及毛利来源。当年因主业资金的回笼及往

来款的支持，公司流动性压力减轻、新增融资规模下降，但可用银行授信额度少，自身融资能力仍偏弱，偿债对外部支持存在依赖，仍存即期支付压力。公司资产仍以园区开发形成的资产及应收园区国有企业往来款为主，受限比例较高，资产流动性偏弱。此外，公司对园区内国有企业担保规模较大，存在担保代偿风险。

江苏再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有助于提升本期债券到期偿付的安全性。

附录一：

公司股权结构图

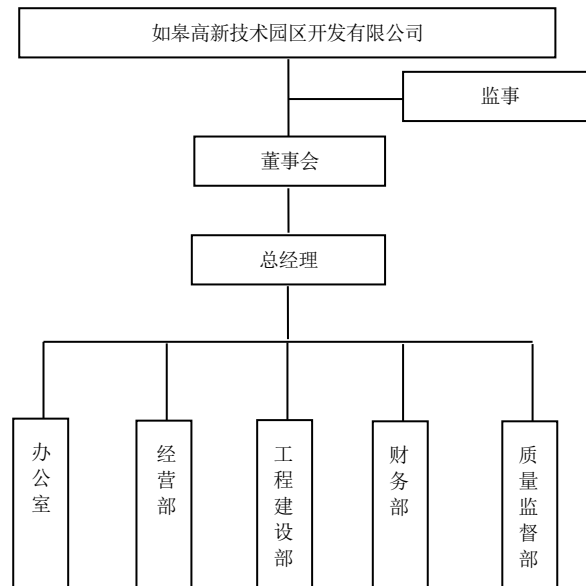


注 1：根据如皋高新提供的资料绘制（截至 2020 年末）

注 2：国开发展基金有限公司持有如皋市城市产业发展集团有限公司 3% 股权。

附录二：

公司组织结构图



注：根据如皋高新提供的资料绘制（截至 2020 年末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020年(末)主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (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)	
如皋高新技术园区开发有限公司	如皋高新	-	基础设施代建业务及如皋高新区综合运营业务	12.44	29.26	6.91	1.88	1.16	—
江苏中皋高科实业有限公司	中皋高科	100.00	对外投资	1.96	1.63	0.00	0.19	0.25	—
如皋金洲房地产开发有限公司	金洲房产公司	100.00	房地产开发	0.00	8.13	0.00	0.00 ⁵	-0.06	本部口径
如皋软件园人力资源服务有限公司	如皋软件园	100.00	职业中介服务和劳务派遣服务	0.00	-0.00 ⁶	0.00	-0.00 ⁷	-0.00 ⁸	—
如皋龙游湖风景区管理有限公司	龙游湖风景管理公司	100.00	水利、环境和公共设施管理业务	7.63	3.31	0.00	0.06	6.14	—
如皋市文化创意产业园开发有限公司	文化创意产业园公司	100.00	资产管理业务	7.32	13.27	0.00	-0.48	5.32	—

注：根据如皋高新提供资料整理

⁵ 实际为 4.19 万元。

⁶ 实际为-14.38 万元。

⁷ 实际为-1.71 万元。

⁸ 实际为-1.71 万元。

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年
资产总额 [亿元]	75.72	96.92	101.30
货币资金 [亿元]	1.27	6.68	10.51
刚性债务[亿元]	9.80	31.18	29.35
所有者权益 [亿元]	36.92	45.16	46.48
营业收入[亿元]	6.09	6.82	6.97
净利润 [亿元]	1.05	1.43	1.60
EBITDA[亿元]	1.65	2.03	2.29
经营性现金净流入量[亿元]	0.69	-12.18	12.78
投资性现金净流入量[亿元]	0.00	-0.07	-0.54
资产负债率[%]	51.24	53.41	54.12
长短期债务比[%]	19.94	61.28	41.74
权益资本与刚性债务比率[%]	376.76	144.85	158.37
流动比率[%]	177.21	244.46	212.71
速动比率[%]	64.06	66.01	64.86
现金比率[%]	3.93	20.82	27.17
短期刚性债务现金覆盖率[%]	26.83	51.63	71.89
利息保障倍数[倍]	2.32	5.44	1.58
有形净值债务率[%]	105.08	114.69	118.02
担保比率[%]	143.00	59.37	52.21
毛利率[%]	19.84	20.15	21.58
营业利润率[%]	21.37	26.43	27.57
总资产报酬率[%]	2.12	2.34	2.29
净资产收益率[%]	2.90	3.49	3.50
净资产收益率*[%]	2.90	3.49	3.51
营业收入现金率[%]	7.78	150.38	113.97
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.18	-37.79	36.11
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	6.17	-59.43	42.23
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.18	-38.00	34.58
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	6.17	-59.77	40.44
EBITDA/利息支出[倍]	2.34	5.46	1.60
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.10	0.08

注：表中数据依据如皋高新经审计的 2018-2020 年财务数据整理、计算。

附录五：

江苏再担保主要数据及指标表

项目	2018年	2019年	2020年
实收资本（亿元）	63.08	75.13	88.17
股东权益（亿元）	75.27	104.52	136.36
总资产（亿元）	143.93	172.17	223.40
货币资金（亿元）	23.77	37.66	62.13
风险准备金（亿元）	17.10	21.31	21.99
营业收入（亿元）	13.31	18.26	21.57
担保业务收入（亿元）	12.15	10.25	11.40
营业利润（亿元）	4.96	6.42	8.07
净利润（亿元）	3.78	4.81	5.47
平均资本回报率（%）	2.96	5.35	4.54
风险准备金充足率（%）	3.59	3.21	-
直接担保放大倍数（倍）	8.08	5.44	-
担保发生额（亿元）	1,215.72	1,230.43	-
期末在保责任余额（亿元）	883.97	664.72	-
累计担保代偿率（%）	0.12	0.21	-
累计代偿回收率（%）	74.59	42.41	-

注1：根据江苏再担保经审计的2018-2020年财务数据及公司提供的期间业务数据整理、计算；

注2：直接担保放大倍数=期末直接担保责任余额/期末股东权益，其中直接担保责任余额由江苏再担保根据《融资担保责任余额计量办法》统计提供；

注3：担保业务数据及指标均为母公司口径。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	7
		盈利能力	3
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	8
		会计政策与质量	1
		现金流状况	4
		负债结构与资产质量	9
		流动性	9
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录七：

发行人历史评级情况

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	2019年6月20日	AA/稳定	李叶、吴梦琦	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(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月29日	AA/稳定	吴梦琦、陈威宇	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) 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	2021年6月29日	AA/稳定	吴梦琦、林何	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) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (19 皋高债)	历史首次评级	2019年6月20日	AAA	李叶、吴梦琦	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(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月29日	AAA	吴梦琦、陈威宇	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) 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	2021年6月29日	AAA	吴梦琦、林何	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) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-

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。

附录八：

各项财务指标的计算公式

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%
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+其他具期债务
- 注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录九：

各项指标的计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	净利润/[(上期末股东权益+本期末股东权益)/2]×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保余额×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%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以担保方合并财务报表数据为准。

附录十：

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。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

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，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其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。