

启东国有资产投资控股有限公司

2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：曹梅芳 mfcao@ccxi.com.cn

项目组成员：刘春天 ctliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 6 月 29 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。
- 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 2510号

启东国有资产投资控股有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“16 启国投债/PR 启国控”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持启东国有资产投资控股有限公司（以下简称“启东国投”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 启国投债/PR 启国控”的债项信用等级为 **AAA**，该等级充分考虑了江苏再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券还本付息的保障作用。中诚信国际肯定了启东市较好的区域经济实力、持续获得政府支持等对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司债务规模增长较快、资本支出压力较大、经营性现金流持续净流出以及对外担保规模很大等因素对公司未来整体信用状况的影响。

概况数据

启东国投（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	305.33	317.39	396.94
所有者权益合计（亿元）	121.52	142.73	178.96
总债务（亿元）	139.23	135.49	153.36
营业总收入（亿元）	17.57	19.46	15.60
净利润（亿元）	2.08	2.31	2.45
EBITDA（亿元）	6.08	4.65	4.40
经营活动净现金流（亿元）	-0.82	-11.76	-28.45
资产负债率（%）	60.20	55.03	54.91

注：中诚信国际根据 2018-2020 年审计报告整理。

江苏再担保（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（百万元）	14,392.97	17,216.78	22,340.40
担保损失准备金（百万元）	1,709.93	1,956.30	2,198.64
所有者权益（百万元）	7,526.69	10,452.17	13,635.71
在保余额（百万元）	121,572.00	123,043.00	101,636.25
净利润（百万元）	378.43	480.68	547.31
平均资本回报率（%）	5.15	5.35	4.54
累计代偿率（%）	0.03	0.03	0.01

注：1、中诚信国际根据 2018-2020 年审计报告整理；2、担保及再担保相关业务数据均为江苏再担保本部口径；3、年新增担保额包含直接担保和再担保年新增担保额；累计代偿率、累计损失率和累计回收率均为三年累计指标；4、2018-2020 年末在保责任余额根据《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度权重折算。

正面

■ **启东市经济保持增长。**依托较好的区位优势和产业基础，启东市经济实力不断增强，地区生产总值平稳增长，2020 年启东市完成地区生产总值 1,223.10 亿元，较上年增长 5.7%，为公司的发展提供了良好的外部环境。

■ **持续获得政府支持。**公司系启东市主要的政府项目投建主体之一，在资本注入、政府补贴等方面持续获得支持，2020 年启东市政府对公司增资 11.50 亿元，启东财政局对公司转入 1.50 亿元作为公司资本公积，自有资本实力持续增强；且当年获得

政府补助 1.29 亿元。

■ **有效的偿债保障措施。**作为江苏省政府直属的省级担保平台，江苏再担保在业务运营、资金来源等方面得到了省政府的大力支持，具有极强的担保实力。江苏再担保为“16 启国投债/PR 启国投”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，为本期债券偿付提供了有力的保障。

关注

■ **债务规模增长较快，偿债指标较弱。**截至 2020 年末，公司总债务规模扩张至 153.36 亿元，总债务/EBITDA 为 34.83 倍，EBITDA 利息保障倍数为 0.58 倍，面临一定的偿债压力。

■ **资本支出压力较大。**公司代建和自建项目待投资规模较大，截至 2020 年末在建、拟建项目预计尚需投资 53.96 亿元，未来资本支出压力较大。

■ **经营性现金流持续净流出，资金回笼情况值得关注。**2020 年，因项目投入加大及对外拆借资金增加，经营性现金流大幅净流出，无法对债务利息形成保障。此外，截至 2020 年末存货和其他应收款合计占总资产的比重分别为 64.51% 和 15.31%，资产流动性较弱，需对未来项目成本结转及资金回笼情况保持关注。

■ **对外担保规模很大。**截至 2020 年末，公司对外担保金额合计为 114.79 亿元，占净资产的比重达 64.14%，主要对象为启东市内政府机构及国有企业，其中对民营企业担保 9.21 亿元，主要为下属子公司启东国投融资担保有限公司所担保的中小微企业。公司整体对外担保金额很大，需关注或有负债风险。

评级展望

中诚信国际认为，启东国有资产投资控股有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**启东市经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，股东及相关各方支持意愿减弱等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性严重不足等。

同行业比较

同区域同类企业 2020 年主要指标对比表

公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总债务 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
启东国投	396.94	178.96	54.91	153.36	15.60	2.45	-28.45
启东城投	509.74	228.81	55.11	254.18	33.36	6.54	0.22

注：“启东城投”为“启东城投集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
16 启国投债 /PR 启国控	AAA	AAA	2020/6/22	15.00	6.00	2016/3/9~2 023/3/9	本期债券设置本金提前偿还条款，分别于本期债券的第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末偿还本期债券发行总额的 20%

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“16 启国投债/PR 启国控”于 2016 年 3 月 28 日发行，募集资金 15 亿元，全部用于滨海电动工具创业产业园建设工程项目，项目总投资为 35.70 亿元。截至 2021 年 3 月末，募集资金已全部使用完毕。根据《启东国有资产投资控股有限公司公司债券年度报告（2020）》的相关披露，“16 启国投债/PR 启国控”募集资金扣除发行费用后已全部用于募集说明书约定用途，公司对上述债券已募集资金的使用与募集说明书相关承诺一致。本期债券设置本金提前偿还条款，分别于本期债券的第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末偿还本期债券发行总额的 20%。2019~2021 年，公司已先后三次偿还债券发行总额的 20%。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的

情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体

经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

启东市作为全国百强县之一，2020年经济保持稳步增长，财政实力整体较强，但受刚性支出增加影响，财政平衡率有所下降

启东市是江苏省南通市下辖县级市，具有较强的区位优势 and 工业基础。同时，启东市还是全国著名的“海洋经济之乡”。近年启东市经济实力不断增强，但2020年受经济下行压力的影响，增速放缓。2020年全市实现地区生产总值1,223.10亿元，按可比价计算，同比增长6.3%。2020年启东市GDP列全国百强县市第33位，在南通市下辖县市排名第3位。其中，第一产业绝对值83.96亿元，增长2.7%；第二产业绝对值4,765.85亿元，增长4.5%；第三产业绝对值4,811.76亿元，增长5.1%。三次产业比为0.87:49.33:49.80。

表1：2020年南通下辖区县级市经济数据（亿元、%）

排名	GDP	GDP 增速
----	-----	--------

崇川区	1,482.58	6.2
通州区	1,462.50	4.6
海门区	1,442.57	6.7
如皋市	1,305.22	7.4
启东市	1,223.10	5.7
海安市	1,221.63	7.8
如东县	1,155.11	9.7

资料来源：各县市国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

2020年启东市一般公共预算较上年增长1.92%，税收收入仍是主要来源，2020年占比在80%以上，收入构成质量较高。财政支出方面，2020年启东市一般公共预算支出较上年增加16.87%，主要为社会保障支出及教育支出增加。随着刚性支出增加，2020年财政平衡率同比下降8.87个百分点。由于启东市土地出让数量增加、价格上涨，2020年政府性基金预算收入增长83.24%。从债务规模看，当年末启东市地方政府债务余额较上年增长6.04%，但整体风险可控。

表2：2018-2020年启东市经济财政情况（亿元、%）

	2018	2019	2020
一般公共预算收入	72.31	70.65	72.01
其中：税收收入	59.64	56.54	59.12
税收收入占比	82.49	80.03	82.10
政府性基金预算收入	82.57	82.35	150.90
一般公共预算支出	95.23	101.81	118.99
政府性基金预算支出	79.46	74.36	128.53
财政平衡率	75.93	69.39	60.52
地方政府债务余额	185.83	196.04	207.88

资料来源：启东市财政决算报告及预算草案，中诚信国际整理

总体上看，启东市具有较强的区位优势，近年来启东市经济实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

公司系启东市主要的政府项目投建主体之一，业务仍以基础设施建设及安置房为主，主要受安置房销售规模减少的影响，跟踪期内整体营收规模下降

跟踪期内，公司的职能定位和经营范围未有变化，仍承担启东市主城区外的道路、桥梁等基础设施职能，此外涉及安置房建设及水务等业务。从收入构成来看，公司代建业务收入和安置房销售收入是主要收入来源，2020年代建业务收入有所增加，但安置房收入受安置房定向销售计划影响下滑较

多，导致当年整体营业收入同比下降 19.84% 至 15.60 亿元。

表 3：2018~2020 年公司主要板块收入结构（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
代建业务收入	6.07	7.82	8.50
土地整理收入	-	2.50	2.11
安置房销售	8.87	6.68	2.64
自来水销售收入	1.47	1.56	1.64
租赁收入	0.22	0.18	0.14
担保收入	0.94	0.72	0.57
合计	17.57	19.46	15.60
占比	2018	2019	2020
代建业务收入	34.54	40.16	54.49
土地整理收入	-	12.85	13.53
安置房销售	50.47	34.32	16.92
自来水销售收入	8.34	8.03	10.51
租赁收入	1.28	0.95	0.90
担保收入	5.37	3.70	3.65
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

跟踪期内公司代建业务稳步开展，但未来成本结转和款项回收情况有待持续关注，同时在建、拟建项目推进将带来资本支出压力，且自营项目的投资回报面临不确定性

公司系启东市主要的政府项目投建主体之一，承担了启东市主城区外的道路、桥梁等基础设施代建业务，此外还有少量事业单位办公用楼的建设，及惠萍镇拆迁、配套基础设施代建任务¹。

公司项目代建主要由子公司启东滨海工业园开发有限公司（以下简称“启东滨海”）负责。

业务模式方面，根据启东滨海与启东市财政局签订的委托代建合同，建设资金由公司自筹，待项

目完工后由启东市财政统筹安排资金支付，支付价款为工程总款项（包含工程建设成本、设计费、拆迁成本、资金成本等）上浮 30%。2020 年公司围垦及道路、汇海路等项目竣工结算，当年确认代建业务收入 8.50 亿元，同比增长 8.70%，实际收到回款 8.50 亿元。截至 2020 年末，公司基础设施建设代建项目累计投资支出 180.52 亿元，累计收到回款资金 30.61 亿元，仍有 149.91 亿元项目投资因未竣工结算而挂账“存货”科目。受项目竣工结算进度及政府回购资金安排影响，项目资金回笼存在明显滞后。中诚信国际将持续关注公司的成本结转及款项回收进度情况。

表 4：2020 年公司代建业务收入情况（亿元）

项目名称	项目成本	项目收入	实际回款
围垦及道路	5.54	7.20	7.20
汇海路	1.00	1.30	1.30
合计	6.54	8.50	8.50

资料来源：公司提供

在建方面，截至 2020 年末公司主要在建项目包括协兴港区域综合开发工程、南通大学三期工程以及拓展区围垦、填土等多个项目，项目总投资 36.16 亿元，已完成投资 25.36 亿元，仍需投资 10.80 亿元，2021 年拟投资 8.51 亿元。

拟建方面，截至 2020 年末公司主要拟建项目包括国投商务中心（检察院业务办公用房）、新城区综合电力管廊、协兴港综合开发二期等多个项目，计划总投资 16.20 亿元，2021~2023 年分别计划投入 4.70 亿元、6.50 亿元和 5.00 亿元。

表 5：截至 2020 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	项目类型	总投资	已投资	预计完工时间	2021 年拟投资	2022 年拟投资
协兴港区域综合开发工程*	代建	1.15	1.15	2020.12	-	-
南通大学三期工程*	代建	3.00	2.59	2020.12	0.41	-
南通大学四期工程	代建	2.30	0.77	2021.09	1.53	-
南通大学四期工程项目二批	代建	1.30	0.20	2021.12	1.10	-
高新区幼儿园工程	代建	1.10	0.19	2021.12	0.91	-

¹ 根据 2017 年 10 月 11 日启东市政府专题会议纪要（第 149 次），惠萍镇范围内的拆迁及配套基础设施建设，2017 年 9 月 26 日以前已招标的项目由启东市城市建设投资开发总公司实施，上述时间节点

以后的项目由公司负责，拆迁工作由惠萍镇属地管理。

拓展区围垦、填土	代建	20.00	19.06	2021.12	0.94	-
新城区道路	代建	0.90	0.43	2021.12	0.47	-
奥莱小镇道路	代建	0.01	0.01	2021.12	-	-
惠萍家园幼儿园	代建	0.80	0.13	2021.12	0.67	-
汇泰家园幼儿园	代建	0.60	0.12	2021.12	0.48	-
公安业务技术大楼	代建	2.50	0.35	2022.12	1.00	1.15
看守所、拘留所项目	代建	2.50	0.36	2022.12	1.00	1.14
代建小计	-	36.16	25.36	-	8.51	2.29
项目名称	项目类型	总投资	已投资	预计完工时间	2020年拟投资	2021年拟投资
车辆考试与检测中心	自建	0.88	0.88	2020.12*	-	-
万亩高效生态渔业示范区	自建	0.30	0.30	2020.12*	-	-
国投金融大厦	自建	5.00	1.64	2022.09	2.00	1.36
自建小计	--	6.18	2.82		2.00	1.36

注：带*项目为已完工但未到竣工验收时点，仍体现于存货科目。

资料来源：公司提供

表 6：截至 2020 年末公司主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	项目类型	建设周期	计划总投资	2021年拟投资	2022年拟投资	2023年拟投资
国投商务中心（检察院业务办公用房）	代建	2年	8.00	1.50	3.50	3.00
新城区综合电力管廊	代建	3年	3.50	0.50	1.50	1.50
协兴港综合开发二期	代建	3年	2.50	0.50	1.50	0.50
人才公寓装修二期	代建	1年	0.40	0.40	-	-
公安特警训练装修改造项目	代建	1年	0.60	0.60	-	-
牡丹江路加油站	代建	1年	0.30	0.30	-	-
吕四临港南路加油站	代建	1年	0.60	0.60	-	-
清源路加油站	代建	1年	0.30	0.30	-	-
代建小计	--	--	16.20	4.70	6.50	5.00
项目名称	项目类型	建设周期	计划总投资	2021年拟投资	2022年拟投资	2023年拟投资
国投汇泰生活集市	自建	2年	2.10	1.00	1.10	-
蝶湖商业水街	自建	3年	20.00	2.00	2.50	2.50
自建小计	--	--	22.10	3.00	3.60	2.50

资料来源：公司提供

除政府委托代建项目外，公司还有部分自建项目，未来将通过对外出租或销售实现资金回笼。截至 2020 年末公司主要在建的自建项目为国投金融大厦（主要为公司办公用房）、车辆考试与检测中心、万亩高效生态渔业示范区等，以自筹方式解决项目资金，项目总投资 6.18 亿元，已投资 2.82 亿元，后需投资 3.36 亿元，2021~2022 年拟分别投资 2.00 亿元和 1.36 亿元。拟建方面，截至 2020 年末公司主要拟建的自建项目主要是国投汇泰生活集市、蝶湖

商业水街等项目，计划总投资 22.10 亿元，2021~2023 年分别计划投入 3.00 亿元、3.60 亿元和 2.50 亿元。

整体来看，截至 2020 年末，公司存货中尚余较大规模的未结转成本，短期内代建业务收入仍较有保障，但款项回收进度较慢，未来的回款情况需予以关注；此外，公司在建、拟建项目仍存在一定的投资需求，面临的资金平衡压力及自营项目投资回报情况有待观察。

跟踪期内，公司土地整理开发业务暂无在建、拟建项目，未来需对该业务的稳定性予以关注

公司土地整理业务的开发成本主要由拆迁征用费用支出和土地整理工程支出构成，其中拆迁征用费用支出主要系支付给被拆迁对象的拆迁补偿费等，土地整理工程支出主要系清除地上建筑、平整土地发生的工程成本。土整完毕后由启东市土地储备中心对土地整理支出进行返还，并按照土地整理成本的一定比例支付公司土地整理收益，土地整理收入不与土地出让金挂钩。

根据 2019 年 5 月启东市人民政府下发的文件《关于明确城乡建设用地增减挂钩项目实施主体的通知》，公司土地整理业务模式发生变化，现由公司子公司启东市土地开发复垦公司（以下简称“土地复垦公司”）负责实施农村建设用地整理复垦工作，经自然资源部门验收通过后，由江苏启晟集团有限公司（以下简称“江苏启晟”）对复垦出来的增减挂钩土地指标进行收购，公司以收到收购复垦土地的款项确认为土地整理收入。

2020 年公司实现土地开发整理业务收入 2.11 亿元，主要通过子公司土地复垦公司将复垦完毕的土地指标 350.00 亩以 60 万元/亩价格交付给江苏启晟实现。

截至 2020 年末，公司存货中已投入的土地复垦成本为 18.60 亿元，公司暂无在建和拟建土地整理项目，未来该业务收入存在不确定性，需对该业务稳定性进行关注。

表 8：截至 2020 年末公司主要在建安置房项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	投资计划	2020 年已投资	2021 年拟投资	2022 年拟投资
惠萍家园安置房三期	4 年	4.00	0.89	1.50	1.20
吕四部队营房东侧安置房	4 年	15.40	0.93	3.00	3.00
合计	-	19.40	1.82	4.50	4.20

资料来源：公司提供、中诚信整理

表 9：截至 2020 年末公司主要拟建安置房项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	投资计划	2021 年拟投资	2022 年拟投资	2023 年拟投资
汇泰嘉苑安置房三期	4 年	9.00	2.00	3.00	2.00
合计	-	9.00	2.00	3.00	2.00

资料来源：公司提供、中诚信整理

截至 2020 年末，公司主要拟建安置房项目为

因已完工安置房逐步结转，2020 年公司安置房销售收入规模同比下降，且随着在建、拟建项目推进，未来面临一定的资本支出压力

公司承建的安置房项目由公司自筹资金，建成后按政府指导价定向销售给拆迁居民，剩余部分通过市场价格销售。近年来，公司陆续建成城东花园、克明花园和东疆花园等安置房，2020 年销售东疆花苑、台角新村等项目实现安置房销售金额为 2.64 亿元，已全部回款，同比下降 60.48%，主要受已完工安置房可结转收入减少影响。

表 7：2020 年公司安置房销售情况（亿元）

安置房项目	销售金额	回款金额
东疆花苑	0.11	0.11
城东村安置房（城东花园）	1.18	1.18
北新家园	0.01	0.01
人民东路惠阳桥商业用房（三院门面房）	0.07	0.07
祥瑞家园	0.01	0.01
克明花园房款	1.20	1.20
台角新村	0.03	0.03
东郊花苑	0.02	0.02
紫薇二村	0.01	0.01
合计	2.64	2.64

资料来源：公司提供、中诚信整理

截至 2020 年末，公司主要在建安置房项目为惠萍家园安置房三期及吕四部队营房东侧安置房，项目总投资 19.40 亿元，2020 年末已投资 1.82 亿元，2021~2022 年分别计划投资 4.50 亿元及 4.20 亿元，未来仍有一定的投资需求。

汇泰嘉苑三期安置房，项目总投资 9.00 亿元，

2021~2023年分别计划投资2.00亿元、3.00亿元和2.00亿元。

总的来看，受完工安置房项目结转减少的影响，2020年公司安置房销售收入规模同比下降，且在建及拟建安置房项目尚有一定投资计划，资金平衡情况需关注。

跟踪期内公司自来水供水量和售水量稳步增加，带动自来水销售收入规模小幅增长，对营业收入形成一定补充

公司负责启东市（除吕四镇外）范围内的生产、生活及办公用水服务，具有一定的区域专营性，供水来源于南通市自来水公司。截至2020年末，公司供水能力为33.00万立方米/日；用户结构方面，2020年公司居民生活用水量为3,564万立方米，同比增长30.84%，非居民生活用水量2,325万立方米，同比减少14.65%，跟踪期内受益于公司供水能力的增强，公司自来水销售收入规模持续增长，2020年收入为1.64亿元，同比增长5.13%。

表 10：2018~2020 年公司供水业务运营情况（万立方米/日、万立方米、元/立方米）

	2018	2019	2020
供水能力	17.72	18.39	33.00
供水量	6,469	6,714	6,983
售水量	5,271	5,364	5,889
其中：居民生活用水量	2,583	2,724	3,564
非居民生活用水	2,688	2,640	2,325
平均供水价格	3.15	3.17	3.15

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

售水结构方面，公司售水类别主要分为居民生活用水、行政事业用水、工商用水和特种用水。水价方面，2020年启东市水价较上年无变化。

表 11：2018~2020 年公司供水价格情况（元/立方米）

	2018	2019	2020
居民	3.15	3.15	3.15
行政事业	3.15	3.15	3.15
工商企业	5.18	5.18	5.18
特种行业	6.98	6.98	6.98

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

总体看，跟踪期内公司水价保持稳定，随着居

民售水量的增加，当年自来水销售收入实现增长。

财务分析

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2018~2020年审计报告，各期财务数据均采用审计报告期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

2020 年低毛利率的安置房销售收入减少一定程度提升了公司整体毛利率，且在政府补助的补充下，公司利润水平较为稳定

跟踪期内，因结转规模有所增加，公司代建业务收入为8.50亿元，同比增长8.70%；土地整理收入较上年略有减少；随着前期已完工安置房销售接近尾声，2020年公司安置房销售业务收入较上年大幅减少；自来水销售收入较上年增长5.13%；当年整体营业收入同比减少19.84%至15.60亿元。毛利率方面，公司代建业务采取成本加成方式获利，2020年毛利率基本保持稳定；土地整理业务毛利率波动较大主要系公司业务模式发生变化，但获利空间可观；自来水业务得益于收入的增长固定资产折旧等成本有所摊薄，当期毛利率同比提高7.12个百分点。综上因素下，2020年公司整体毛利率较上年略有增加0.60个百分点。

表 12：2018~2020 年公司主要板块毛利率情况（%）

	2018	2019	2020
代建业务收入	23.08	23.08	23.08
土地整理收入	--	75.43	51.52
安置房销售	2.06	4.14	5.16
自来水销售收入	12.02	12.72	19.84
租赁收入	89.96	91.23	57.14
担保收入	59.97	40.36	36.84
合计	14.38	23.76	24.36

资料来源：根据公司提供财务报告整理

期间费用方面，公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，近年来呈上升趋势。2020年销售费用较上年增长46.15%，主要系子公司启东市江海污水处理有限公司新设销售费用科目，主要为子公司工资和固定资产折旧。2020年公司财务费用同比

减少 0.09 亿元，主要由于利息支出减少。受营业收入大幅下滑的影响，当年公司期间费用与期间费用率均有所攀升。

表 13：2018~2020 年公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020
销售费用	0.23	0.26	0.38
管理费用	0.97	0.90	0.94
财务费用	0.51	1.27	1.16
期间费用合计	1.71	2.44	2.48
期间费用率	9.76	12.52	15.91
其他收益	1.41	0.60	1.29
经营性业务利润	2.01	2.29	2.44
利润总额	2.20	2.39	2.50
EBITDA 利润率	34.60	23.89	28.20
总资产收益率	1.75	1.25	1.07

资料来源：根据公司提供财务报告整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，其中 2020 年获得其他收益（纳入经营性业务利润计算口径）较上年增加 0.69 亿元。受益于政府补贴的增加，当年公司利润总额同比增长 4.60%，盈利规模略有增长。但受营业收入减少的影响，2020 年公司 EBITDA 利润率同比上升 4.31 个百分点。

得益于政府注资及少数股东权益增加，2020 年公司自有资本实力增强，财务杠杆水平持续下降，但公司资产仍以大量未结转的开发成本为主，整体资产流动性较弱

随着基础设施建设项目推进以及往来款项不断增多，公司总资产规模逐年扩大，截至 2020 年末总资产为 396.94 亿元，同比增长 25.06%。公司资产以流动资产为主，2020 年末流动资产占总资产的 91.02%，主要以货币资金、其他应收款和存货为主。2020 年末货币资金中受限资金 4.11 亿元，主要系开具银行承兑汇票保证金、信用证保证金和定期存单。公司其他应收款主要系公司与政府部门及其他国有企业的往来款，2020 年末较上年大幅增长 101.99%，主要系新增启东市吕四港镇财政和资产管理局往来款 20.02 亿元及启东市财政局往来款 14.00 亿元，账龄均在一年内；其中前五大应收对象金额合计占比 81.85%，应收对象较集中，但款项回收周期存在不确定性。2020 年末公司存货主要包括

代建工程 201.36 亿元、开发成本 36.92 亿元和开发产品 17.35 亿元，较上年新增的主要为开发成本，其中受限存货为 16.30 亿元，系用于银行借款抵押和对外担保，由于大量工程代建成本系早年完工尚未竣工验收而未结转，负面影响整体资产流动性。2020 年末，公司其他应收款及存货合计 316.84 亿元，占总资产的比例为 87.70%，公司流动资产中其他应收款及存货占比较大，考虑到其他应收款回收周期不确定及工程施工成本结转较慢，资产整体流动性较弱。

表 14：截至 2020 年末公司按欠款方归集前五大其他应收款方明细（亿元、%）

	款项性质	期末余额	账龄	占比
启东市吕四港镇财政和资产管理局	往来款	20.02	1 年以内	32.74
启东市财政局	往来款	14.00	1 年以内	22.89
启东市城市建设投资开发有限公司	借款	8.94	1~2 年	14.62
启东高新技术产业开发区管理委员会	往来款	3.80	1 年以内	6.22
南通润福置业有限公司	往来款	3.29	1 年以内	5.38
合计		50.06	-	81.85

资料来源：根据公司提供财务报告整理

公司非流动资产主要以可供出售金融资产、长期股权投资及固定资产为主。2020 年末公司可供出售金融资产较上年增加 0.60 亿元，主要系增加对上海金浦国调并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）的投资。公司长期股权投资同比大幅增长，主要为新增启东沿海水利建设有限公司（以下简称“启东沿海”，及启东吕四港口投资有限公司（简称“吕四港投资”）（主要在吕四地区从事渔港泊位、码头经营管理服务等业务）等公司的投资。公司固定资产主要为管网资产 3.68 亿元。

表 15：截至 2020 年末公司主要长期股权投资（亿元、%）

简称	启东沿海	吕四港投资
投资成本	10.62	9.08
当期变动	10.59	9.09
持股比例	45.95	45.95

业务	在吕四地区从事水利基础设施建设, 房地产开发经营, 市政工程等业务	在吕四地区从事渔港泊位、码头经营管理服务等业务
----	-----------------------------------	-------------------------

资料来源: 根据公司提供财务报告整理

表 16: 2018~2020 年公司主要资产情况 (亿元)

	2018	2019	2020
货币资金	35.12	27.79	30.28
其他应收款	15.90	30.09	60.78
存货	214.82	231.94	256.06
流动资产合计:	290.49	302.28	361.28
可供出售金融资产	3.45	4.85	5.45
长期股权投资	2.47	2.68	22.99
固定资产	5.21	4.29	3.85
非流动资产合计	14.84	15.11	35.66
总资产	305.33	317.39	396.94

注: 上表中其他应收款含应收利息和应收股利。

资料来源: 根据公司提供财务报告整理

截至 2020 年末公司所有者权益合计 178.96 亿元, 同比增长 25.38%, 主要是实收资本及少数股东权益增加。2020 年公司实收资本获启东市财政局增资 11.50 亿元, 自有资本实力得到夯实; 资本公积增加 1.72 亿元至 92.87 亿元, 主要系启东市财政局拨付 1.50 亿元现金作为公司资本公积。同期, 公司少数股权权益同比增加 20.44 亿元至 21.78 亿元, 主要系原并表范围内全资子公司江苏吕四港开发建设有限公司 47% 股权无偿划转给启东沿海开发集团有限公司所致, 导致少数股东权益增加。

表 17: 2018~2020 年公司所有者权益情况 (亿元)

	2018	2019	2020
实收资本	10.33	17.30	28.80
资本公积	82.67	91.15	92.87
未分配利润	26.73	30.88	33.34
少数股东权益	1.11	1.34	21.78
所有者权益合计	121.52	142.73	178.96

资料来源: 根据公司提供财务报告整理

随着业务的发展及往来支出需求, 公司负债规模亦大幅增长, 截至 2020 年末总负债为 217.98 亿元, 同比增长 24.80%。2020 年末公司流动负债和非流动负债比重分别为 42.18% 和 57.82%。公司流动负债主要为短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至 2020 年末公司短期借款为抵押借款 1.80 亿元、保证借款 6.73 亿元及质押借款 2.85 亿元, 受业务发展及对外拆借资金增加, 年末

短期借款较上年末增长 146.64%; 因与启东市内国有企业往来款增加, 截至 2020 年末公司其他应付款 59.40 亿元, 同比增长 69.86%; 一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款和应付债券, 随着短期债务的偿还, 年末余额较上年末同比下降 38.85%。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2020 年末, 因外部融资需求增加, 长期借款同比增长 19.37%; 2020 年末公司应付债券同比增长 85.38%, 主要系当年新增“20 启国 01”, 期末余额 14.89 亿元, 发行年限为 7 年, 票面利率为 4.00%; 启东供水收费收益权资产支持专项计划, 期末余额 2.00 亿元, 发行年限为 7 年, 票面利率为 6.72%; 2020 年度第一期债权融资计划, 期末余额为 1.09 亿元, 发行年限为 3 年, 票面利率为 5.00%; 2020 年度第二期债权融资计划, 期末余额为 0.90 亿元, 发行年限为 3 年, 票面利率为 5.00%; 上海银行理财直融工具, 期末余额为 2.00 亿元, 发行年限为 2 年, 票面利率为 4.90%; 张家港农商银行理财直融工具, 期末余额为 2.49 亿元, 发行年限为 2 年, 票面利率为 5.20%。长期应付款为融资租赁款 (4~8 年之间, 利率为 4.25%~7% 之间) 及新增政府发行专项债券的专项应付款 1.70 亿元。

表 18: 2018~2020 年公司主要负债情况 (亿元)

	2018	2019	2020
短期借款	4.07	4.61	11.37
其他应付款	37.69	34.97	59.40
一年内到期的非流动负债	30.25	28.60	17.49
流动负债合计	80.45	73.06	91.95
长期借款	70.23	74.82	89.31
应付债券	23.49	17.03	31.57
长期应付款	9.28	9.39	4.97
非流动负债合计	103.37	101.60	126.03
总负债	183.82	174.66	217.98

注: 上表中其他应付款含应付利息和应付股利。

资料来源: 根据公司提供财务报告整理

债务期限结构方面, 随着外部融资需求的扩大, 2020 年末公司总债务为 153.36 亿元, 同比增长 13.19%, 其中短期债务为 29.21 亿元, 同比下降 14.73%; 当期末短期债务/总债务指标为 19.05%, 较上年下降 6.23 个百分点, 短期债务占比虽有所上

升，但长期债务为主的债务期限结构符合委托代建等业务建设周期较长的特点。得益于净资产规模的增加，公司财务杠杆比率呈下降趋势，截至 2020 年末资产负债率和总资本化比率分别为 54.91% 和 46.15%，同比分别下降 0.12 个百分点和 2.55 个百分点。

2020 年因项目投入及往来支出增加，公司经营活动现金流净流出规模持续扩大，且总债务增长较快，经营获现对债务本息覆盖能力进一步弱化

经营活动现金流方面，随着公司项目投入及支出的往来增加，2020 年经营活动现金流呈持续净流出，且净流出规模有所扩大。公司近年投资活动相对较少，2020 年投资活动现金流仍呈小幅净流出状态。2020 年公司加大外部融资，当期取得借款收到现金大幅增加，当年筹资活动现金流净流入规模有所扩大。

偿债指标方面，2020 年公司 EBITDA 规模小幅下降，但债务规模增长较快，相关偿债指标进一步弱化；同时当年经营活动净现金流呈净流出状态，对债务利息无法形成覆盖。受益于年末货币资金趋于充裕及短期债务的偿付，2020 年末公司货币资金/短期债务指标略有回升。

表 19：2018~2020 年公司现金流及偿债指标（亿元、X）

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	-0.82	-11.76	-28.45
投资活动净现金流	-1.18	-1.85	-0.57
筹资活动净现金流	-6.91	7.36	28.93
总债务	139.23	135.49	153.36
EBITDA	6.08	4.65	4.40
经营活动净现金流/利息支出	-0.12	-1.99	-3.76
总债务/EBITDA	22.91	29.15	34.83
EBITDA 利息保障倍数	0.92	0.79	0.58
货币资金/短期债务	0.97	0.81	1.04
收现比	0.68	0.95	0.93

资料来源：根据公司提供财务报告整理

从债务到期分布来看，2021 年 4~12 月及 2022~2024 年及以后公司需要偿还债务分别为 15.69 亿元、29.94 亿元、21.04 亿元和 108.49 亿元。总体来看，公司债务偿还集中于 2024 年及以后，短

期偿债压力相对较小。

表 20：截至 2021 年 3 月末公司债务到期情况（亿元）

	2021.4~12	2022	2023	2024 及以后
到期金额	15.69	29.94	21.04	108.49

资料来源：公司提供

公司拥有一定的备用流动性，受限资产规模较小，但对外担保规模很大，面临一定代偿风险

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司共获得授信额度 170.12 亿元，其中未使用授信额度 46.30 亿元，拥有一定备用流动性。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 20.41 亿元，占期末总资产的比例为 5.14%，主要包括货币资金 4.11 亿元和存货 16.30 亿元。

对外担保方面，截至 2020 年末，公司对外担保金额合计为 114.79 亿元，占净资产的比重达 64.14%，其中对民营企业的担保金额为 9.21 亿元，其余主要为对地方国有企业、国有控股企业及事业单位的担保。民营企业担保对象包括尚华科创投资管理（江苏）有限公司（以下简称“尚华科创”）以及公司下属子公司启东国投融资担保有限公司所担保的中小微企业（均有反担保措施），公司基于对启东当地民营经济及招商环境的支持，为尚华科创等民营企业提供担保，担保余额为 1.3 亿元，该笔担保未采取反担保措施，对民营企业担保到期后将不再续保。整体看，公司对外担保金额很大，需关注其代偿风险。

表 21：截至 2020 年末公司前十大对外民营企业担保方详情（亿元）

被担保人	反担保措施	担保余额
尚华科创投资管理（江苏）有限公司	否	1.30
南通翔瑞建设工程有限公司	有	0.20
南通江洲建设工程有限公司	有	0.20
启东圆陀角污水处理有限公司	有	0.19
南通景政建筑工程有限公司	有	0.15
南通林恒门窗科技有限公司	有	0.12
启东和正昊实业有限公司	有	0.10
振龙建设集团有限公司	有	0.10

启东建筑集团有限公司	有	0.10
启东市蓝天加油站	有	0.10
合计	-	2.56

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 6 月 8 日，公司未出现逾期未偿还银行贷款的情况；公司发行债券均按时还本付息。

外部支持

跟踪期内，公司在资本金及政府补贴等方面得到政府的持续有力支持

跟踪期内，启东市政府在资本注入和政府补助方面给予公司有力支持。2020 年公司注册资本获股东增资 11.50 亿元，自有资本得以充实。此外，启东市财政局划拨 1.50 亿元作为公司资本公积。2020 年公司获得政府补助 1.29 亿元，同比增加 0.69 亿元。

偿债保障措施

公司已获得江苏再担保为“16 启国投债/PR 启国控”提供的全额无条件不可撤销连带责任的保证担保。

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共同出资组建的国有控股企业。2017 年 1 月，江苏再担保名称由“江苏省信用再担保有限公司”变更为“江苏省信用再担保集团有限公司”。近年来，江苏省各级政府不断对江苏再担保进行增资，在历经多次增资和股权转让后，截至 2020 年末，公司实收资本增至 88.17 亿元。

在业务方面，江苏再担保按照“政策性导向、市场化运作、公司化管理”的原则，实施规范化管理、市场化运作，切实为江苏省中小企业的发展提供服务和支撑，致力于更好地服务江苏省地方经济发展。江苏再担保及其子公司目前的主要业务为直接担保、再担保、融资租赁、小额贷款、资产管理

及投资等业务。截至 2020 年末，江苏再担保总资产为 223.40 亿元，所有者权益为 136.36 亿元。

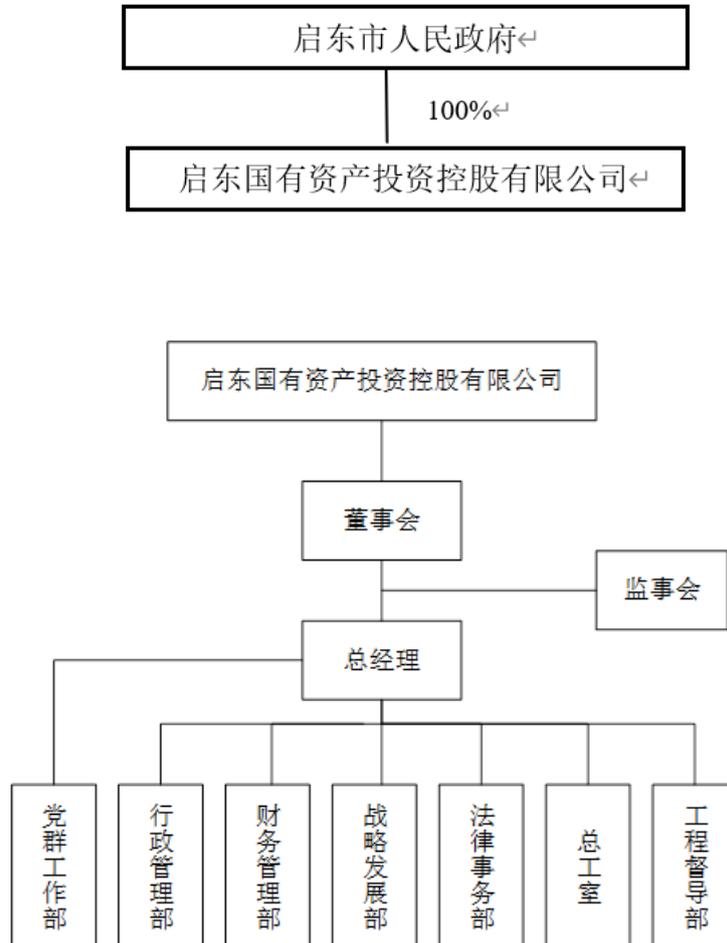
作为江苏省政府直属的省级担保平台，江苏再担保在业务运营、资金来源等方面得到省政府的大力支持，其开展的担保、再担保业务对于促进江苏省经济和金融发展具有重要意义和作用。中诚信国际认为，江苏省政府具有很强的意愿和能力在必要时对江苏再担保给予支持。

综上所述，中诚信国际维持江苏省信用再担保集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持启东国有资产投资控股有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“16 启国投债/PR 启国控”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：启东国有资产投资控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



公司名称	股权比例 (%)
江苏吕四港开发建设有限公司	53.00
启东市自来水厂有限公司	100.00
启东滨海工业园开发有限公司	100.00
启东国投融资担保有限公司	100.00
启东市土地开发复垦公司	100.00

注：以上为公司主要子公司

资料来源：公司提供

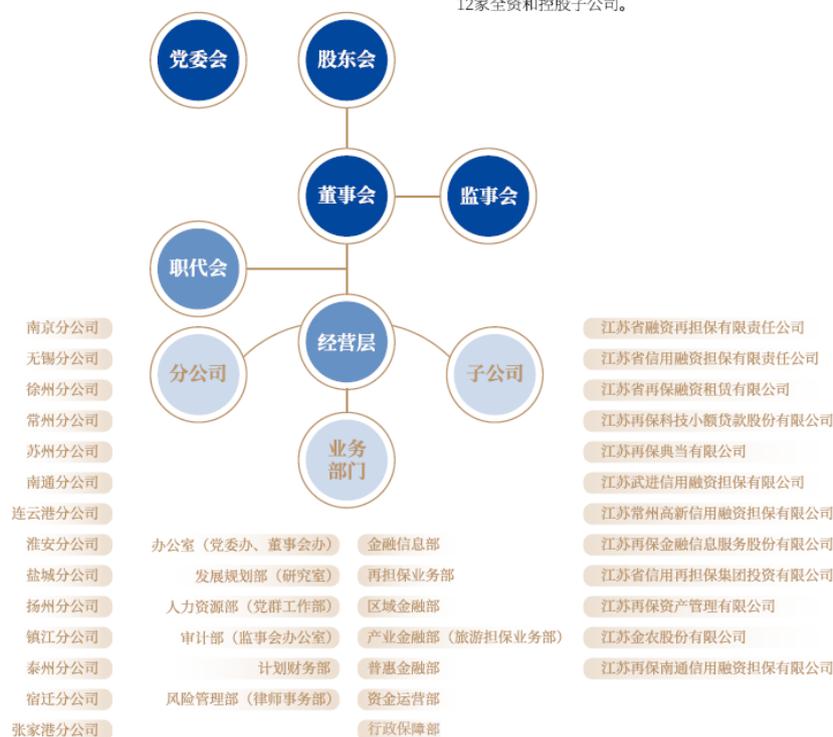
附二：江苏省信用再担保集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）

序号	股东名称	持股比例(%)
1	江苏省财政厅	24.13
2	江苏省国信集团有限公司	4.99
3	江苏国经控股集团有限公司	3.74
4	常州高新集团有限公司	3.74
5	启东国有资产投资控股有限公司	3.74
6	宿迁市人民政府	3.12
7	丹阳市人民政府	2.50
8	扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	2.50
9	扬州广陵国有资产投资运营有限公司	2.50
10	如皋市人民政府	2.50
11	常州市钟楼新城投资建设有限公司	2.50
12	扬州经济技术开发区开发总公司	2.50
	合计	58.46

组织架构

Organizational Structure

集团建立了以企业党委为领导核心和政治核心，以股东会为最高权力机构，以董事会、经营层为经营管理核心，以监事会、职代会为监督管理核心的企业法人治理结构。集团拥有13个总部部门，13家省辖市分公司，1家县级分公司，12家全资和控股子公司。



资料来源：江苏再担保提供

附三：启东国有资产投资控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	351,178.33	277,895.84	302,757.84
应收账款	243,225.32	121,503.16	135,785.60
其他应收款	158,989.79	300,922.91	607,835.23
存货	2,148,229.93	2,319,368.27	2,560,579.99
长期投资	69,690.13	85,831.24	294,941.25
在建工程	9,848.43	6,910.30	7,126.97
无形资产	52.77	41.34	31.41
总资产	3,053,337.12	3,173,902.60	3,969,418.12
其他应付款	376,939.98	349,688.61	594,030.69
短期债务	362,289.33	342,582.22	292,109.45
长期债务	1,030,026.34	1,012,347.92	1,241,456.76
总债务	1,392,315.68	1,354,930.14	1,533,566.21
总负债	1,838,175.85	1,746,632.13	2,179,781.44
费用化利息支出	34,018.31	14,964.70	13,278.31
资本化利息支出	31,973.58	44,074.46	62,381.12
实收资本	103,337.34	173,000.00	288,000.00
少数股东权益	11,100.30	13,405.78	217,837.58
所有者权益合计	1,215,161.28	1,427,270.47	1,789,636.68
营业总收入	175,674.24	194,619.04	156,011.56
经营性业务利润	20,101.16	22,883.41	24,395.45
投资收益	191.24	-358.89	1,201.26
净利润	20,774.37	23,129.30	24,475.10
EBIT	55,970.53	38,873.95	38,326.46
EBITDA	60,776.54	46,476.80	44,031.56
销售商品、提供劳务收到的现金	119,975.06	185,663.54	144,656.51
收到其他与经营活动有关的现金	189,323.01	152,935.89	243,570.47
购买商品、接受劳务支付的现金	146,254.21	289,052.94	314,917.85
支付其他与经营活动有关的现金	153,269.12	147,071.18	348,101.47
吸收投资收到的现金	0.00	69,662.66	134,900.00
资本支出	1,922.90	2,003.55	1,177.29
经营活动产生现金净流量	-8,177.91	-117,636.25	-284,488.41
投资活动产生现金净流量	-11,784.94	-18,502.91	-5,680.75
筹资活动产生现金净流量	-69,093.09	73,601.00	289,275.35
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	14.38	23.76	24.36
期间费用率(%)	9.76	12.52	15.91
应收类款项/总资产(%)	13.17	13.31	18.73
收现比(X)	0.68	0.95	0.93
总资产收益率(%)	1.75	1.25	1.07
资产负债率(%)	60.20	55.03	54.91
总资本化比率(%)	53.40	48.70	46.15
短期债务/总债务(%)	26.02	25.28	19.05
FFO/总债务(X)	0.04	0.03	0.03
FFO 利息倍数(X)	0.88	0.75	0.56
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.12	-1.99	-3.76
总债务/EBITDA(X)	22.91	29.15	34.83
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.14	0.15
货币资金/短期债务(%)	96.93	81.12	103.65
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.92	0.79	0.58

注：1、中诚信国际分析时将“长期应付款”科目中的带息债务纳入长期债务核算；2、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用。

附四：江苏省信用再担保集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（金额单位：百万元）	2018	2019	2020
资产			
货币资金	3,766.03	5,275.14	6,213.11
存出担保保证金	0.00	0.00	0.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	20.00	20.01	62.83
可供出售金融资产	1,782.92	1,980.49	1,860.10
持有至到期投资	0.00	250.00	650.00
长期股权投资	42.79	43.05	42.48
资产合计	14,392.97	17,216.78	22,340.40
负债及所有者权益			
担保损失准备金合计	1,709.93	1,956.30	2,198.64
实收资本	6,307.63	7,513.10	8,816.72
所有者权益合计	7,526.69	10,452.17	13,635.71
利润表摘要			
担保业务收入	656.81	1,024.61	1,139.65
担保赔偿准备金支出	(251.83)	(211.82)	(164.88)
提取未到期责任准备	(56.97)	(197.30)	(77.46)
利息净收入	383.80	403.91	521.38
投资收益	55.72	92.15	58.07
业务及管理费用	(282.49)	(350.11)	(412.14)
税金及附加	(6.94)	(13.97)	(19.57)
税前利润	503.90	639.89	808.84
净利润	378.43	480.68	547.31
担保组合			
在保余额	121,572.00	123,043.00	101,636.25
在保责任余额	47,660.00	66,472.00	62,699.24
财务指标	2018	2019	2020
年增长率（%）			
总资产	17.74	19.62	29.76
担保损失准备金合计	15.89	14.41	12.39
所有者权益	4.93	38.87	30.46
担保业务收入	5.74	56.00	11.23
业务及管理费用	16.82	23.94	17.72
税前利润	14.24	26.99	26.40
净利润	18.53	27.02	13.86
在保余额	17.28	1.21	(17.40)
盈利能力（%）			
平均资产回报率	2.84	3.04	2.77
平均资本回报率	5.15	5.35	4.54
担保项目质量（%）			
累计代偿率	0.03	0.03	0.01
担保损失准备金/在保责任余额	3.59	2.94	3.51
最大单一客户在保余额/核心资本	23.79	17.39	13.42
最大十家客户在保余额/核心资本	181.98	130.22	80.17
资本充足性（%）			
净资产（百万元）	7,526.69	10,452.17	13,635.71
核心资本（百万元）	8,407.66	11,501.34	14,905.23
净资产放大倍数（X）	6.33	6.36	4.60
核心资本放大倍数（X）	5.67	5.78	4.21
流动性（%）			
高流动性资产/总资产	26.13	30.20	27.32
高流动性资产/在保责任余额	7.89	7.82	9.73

附五：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：江苏省信用再担保集团有限公司基本财务指标计算公式

指标		计算公式
盈利能力	业务及管理费用	销售费用+管理费用
	平均资本回报率	净利润/[(当期末所有者权益总额+上期末所有者权益总额)/2]
	平均资产回报率	净利润/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]
资产质量	累计代偿率	累计代偿额/累计解除担保额
	担保损失准备金	未到期责任准备金+担保赔偿准备金
流动性	高流动性资产	货币资金+交易性金融资产中的高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分
资本充足性	核心资本	所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-按成本计量的可供出售权益工具
	核心资本担保放大倍数	在保责任余额/核心资本

附七：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

担保公司	含义
AAA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大。
B	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大。
CCC	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大。
CC	受评担保公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务。

注：1、除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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；2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。