



# 2017年阜宁县城市投资发展有限责任公司 公司债券2022年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2017年阜宁县城市投资发展有限责任公司公司债券<sup>1</sup>

## 2022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
17阜宁债/PR阜宁投	AAA	AAA

### 评级观点

- 中证鹏元维持阜宁县城市发展投资集团有限公司（以下简称“阜宁城发”或“公司”）的主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定；维持“17阜宁债/PR阜宁投”的信用等级为AAA。
- 该评级结果是考虑到：地区经济实力稳步提升，为公司发展提供了良好基础；公司业务具有一定可持续性，且获得较大力度的外部支持；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有效提升了“17阜宁债/PR阜宁投”的信用水平。同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和短期偿债压力，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

### 未来展望

- 预计公司业务具有一定可持续性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

### 评级日期

2022年06月13日

### 联系方式

项目负责人：毕柳  
bil@cspengyuan.com

项目组成员：高爽  
gaos@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

### 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	209.67	201.80	201.53
所有者权益	78.06	71.68	69.29
总债务	99.16	99.07	91.46
资产负债率	62.77%	64.48%	65.62%
现金短期债务比	0.87	0.40	0.71
营业收入	13.30	11.91	13.57
其他收益	2.74	2.00	2.10
利润总额	0.96	0.70	0.77
销售毛利率	25.44%	33.26%	25.23%
EBITDA	7.03	5.54	5.02
EBITDA利息保障倍数	1.12	1.01	1.01
经营活动现金流净额	0.74	0.46	-12.40
收现比	70.44%	135.36%	97.83%

资料来源：公司2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 2021年8月，公司名称变更为“阜宁县城市发展投资集团有限公司”。

## 优势

- **地区经济实力稳步提升，为公司发展提供了良好基础。**阜宁县隶属于江苏省盐城市，近年持续优化产业结构，构建“2+2+3”生态绿色工业产业新格局，工业发展稳中向好，地区生产总值保持增长。
- **公司业务具有一定可持续性。**作为阜宁县市政工程建设的主要实施主体，公司尚有一定规模安置房待销售，在整土地面积及在建工程项目规模较大。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2021年公司获得股东注资6.00亿元以及2.74亿元政府补助，公司资本实力及盈利水平得到提升。
- **保证担保有效提升了“17阜宁债/PR阜宁投”的信用水平。**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有效提升了债券信用水平。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产中应收款项、项目开发成本及土地资产占比较高，其中应收款项规模较大，回收时间具有一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用，项目开发成本及土地资产难以短期集中变现，且公司受限资产占比较高。
- **公司面临较大的资金压力。**截至2021年末，公司在建工程项目尚需投资规模较大，考虑到公司货币资金受限比例较高且经营活动现金净流入规模较小，资金压力较大。
- **公司面临较大短期偿债压力。**公司负债水平偏高，总债务规模持续增长，短期债务规模较大，2021年末公司现金短期债务比处于较低水平，且同期末公司非标债务占比约25%。
- **公司存在较大或有负债风险。**公司对外担保规模较大，未采取反担保措施，且存在对民营企业担保。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP规模	3		资产负债率	3
	GDP增长率	4		EBITDA利息保障倍数	6
	地区人均GDP/全国人均GDP	4		现金短期债务比	4
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	4			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0



公司主体信用等级

AA

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-06-10	范俊根、顾春霞	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA	2014-05-23	季俊杰、刘书芸	<a href="#">城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
17阜宁债/PR阜宁投	10.00	4.00	2021-6-10	2024-3-14

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2017年3月14日公开发行7年期10亿元公司债券，募集资金原计划用于碧湖西苑建设工程项目、海鑫东苑安置房建设工程项目、海鑫三期安置楼建设工程项目、京杭人家建设工程项目、喻口新社区二期安置房建设工程项目以及补充流动资金。截至2022年4月30日，“17阜宁债/PR阜宁投”募集资金专项账户余额为1.61万元。

## 三、发行主体概况

2021年8月，公司股东会作出决议，同意股东阜宁县城城市资产经营公司、阜宁县国有资产投资经营公司将其持有的公司全部股权无偿转让给阜宁县人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“阜宁县国资办”），同时股东会同意将公司注册资本由6.50亿元增加到30.00亿元，此次增资金额23.50亿元由阜宁县国资办以货币形式出资（截至2022年4月末此次增资已实缴出资6.00亿元），至此阜宁县国资办持有公司95%股权，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）<sup>2</sup>持有公司5%股权，公司名称变更为“阜宁县城发展投资集团有限公司”。截至2022年4月末，公司注册资本为30.00亿元，实收资本为12.50亿元，公司控股股东为阜宁县国资办，实际控制人为阜宁县人民政府。公司股权及控制关系见附录二。

2021年8月，根据中国共产党阜宁县委员会《关于提名张栋天等同志职务任免的通知》，任命张栋天为公司董事、董事长，任命嵇祥为公司董事、总经理。2021年公司新纳入合并范围子公司4家，减少子公司3家，具体情况如下表所示，其中盐城市阜祥医用材料有限公司、江苏东方花园酒店有限公司均为平价转让，转让款项暂未收到。截至2021年末，公司合并范围内子公司见附录四。

**表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
阜宁县融易办印章刻制有限公司	100%	10.00	批发业	投资新设
阜宁县城发建设开发集团有限公司	100%	50,000.00	土木工程建筑业	投资新设

<sup>2</sup> 公司、国开基金、原股东阜宁县城城市资产经营公司及阜宁县人民政府签订四方协议，约定阜宁县人民政府在 2035 年 9 月 27 日前以 1.50 亿元价格受让国开基金持有的公司股权，投资期限内国开基金的平均年化投资收益率最高不超过 1.2%，并由阜宁县财政局承诺逐年安排资金保障投资收益及回购资金。

阜宁县城发运营管理集团有限公司	100%	50,000.00	管理服务业	投资新设
阜宁县城发智慧城市科技有限责任公司	100%	3,000.00	研究和试验发展	投资新设

## 2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
阜宁恒创云计算有限公司	100%	1,000.00	软件和信息技术服务业	注销
盐城市阜祥医用材料有限公司	100%	1,000.00	医药制造业	股权转让
江苏东方花园酒店有限公司	100%	1,000.00	餐饮业	股权转让

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。



2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

**2021 年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势**

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计 2022 年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且 2022 年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

## 行业及区域经济环境

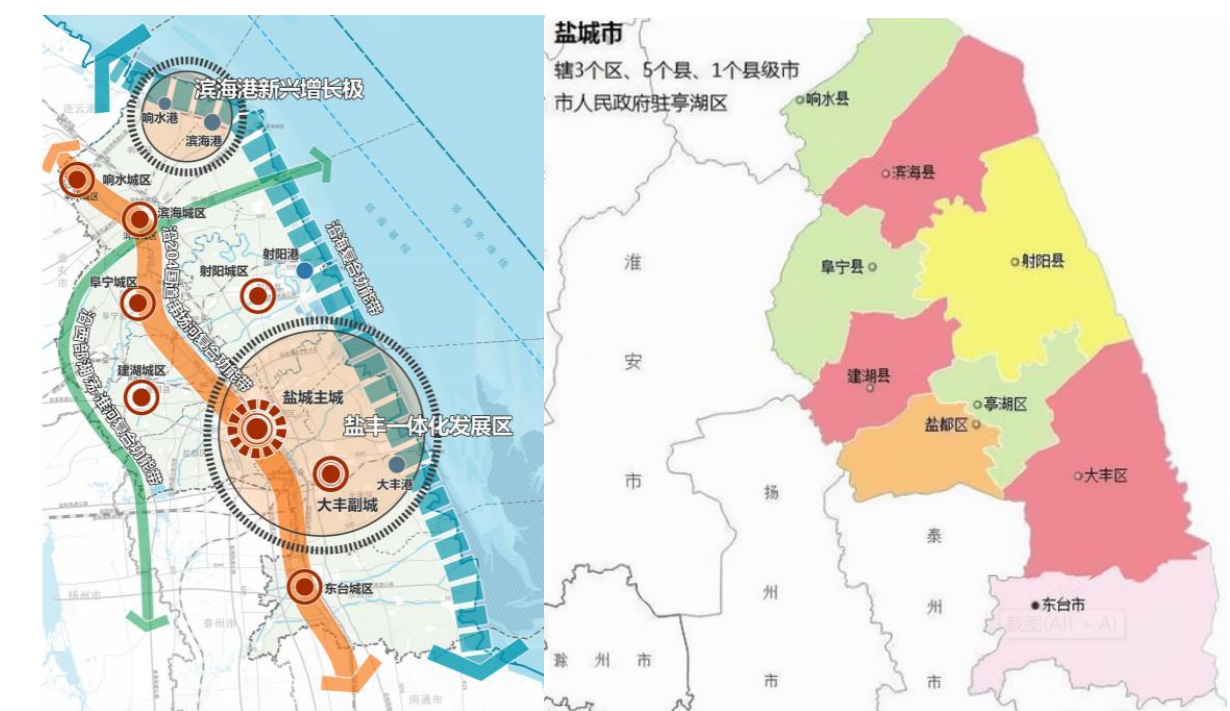
阜宁县经济体量在盐城市排名靠后、整体经济水平一般，出口持续扩张、消费市场基本恢复，固定资产投资持续下滑；阜宁县持续优化产业结构，构建“2+2+3”生态绿色工业产业新格局，工业发展



## 稳中向好

**区位特征：**阜宁县交通便利，形成了公路铁路互补、水路陆路联运的立体交通格局。阜宁县隶属于盐城市，南与建湖县、北与滨海县接壤，东与射阳县毗邻，西与淮安市涟水县隔废黄河相望，辖区面积1,439平方公里，辖建制镇13个、街道办事处4个，以及省级阜宁经济开发区、高新区、金沙湖旅游度假区、桃花源生态经济区。阜宁县常住人口近年来持续净流出，根据第七次人口普查数据，截至2020年11月1日零时，阜宁县常住人口79.40万人。阜宁县交通便利，形成了公路铁路互补、水路陆路联运的立体交通格局。阜宁境内有204国道和231、329、234、348等省道，拥有新长铁路阜宁火车站，连盐铁路阜宁东站和徐宿淮盐高速铁路阜宁南站3个火车站；国家内河运输二类口岸阜宁港开通连云港港、大丰港、河南周口港、太仓港集装箱航线。

图1 阜宁县位于沿 204 国道串场河复合功能带



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**经济发展水平：**阜宁县经济体量在盐城市排名中等偏后、整体经济水平一般，出口持续扩张、消费市场基本恢复，固定资产投资持续下滑。受化工整治及环保政策的影响，阜宁县化工企业逐步搬迁或关停，新能源产业、电子信息产业等带来的增量仍不足以抵消传统动能的减量，阜宁县经济下行压力较大，2021 年全县地区生产总值增速分别比全国、全省、全市低 0.9、1.4、0.5 个百分点。阜宁县经济体量、GDP增速、人均GDP在盐城市均排名中等偏后，整体经济水平一般。从产业结构来看，阜宁县经济中三产占比较高、占比呈上升趋势，三产比例由 2019 年的 11.83:42.29:45.88 调整为 2021 年的 11.69:41.26:47.05。从拉动经济增长的因素来看，近年来阜宁县出口持续扩张、消费市场基本恢复，固

定资产投资大幅下滑。固定资产投资方面，阜宁县固定资产投资以二产、三产投资为主，三产投资 2020 年大幅下降后、2021 年快速回升，二产投资占比较大<sup>3</sup>、2020 年来持续下降；2019-2021 年，三产投资分别同比变动 0.2%、-59.9%、94.0%，二产投资分别同比变动 6.0%、-49.0%、-12.9%。受二产投资下降影响，阜宁县固定资产投资 2020 年来持续负增长。阜宁县消费市场以零售业为主，2020 年受疫情影响同比下降、2021 年基本恢复，对当地经济发展形成较好支撑。阜宁县对外贸易以出口为主，近年持续快速增长，2019-2021 年阜宁县出口金额分别为 4.07 亿美元、4.60 亿美元、5.94 亿美元，分别同比增长 30.1%、13.1%、29.0%。

**表2 盐城市各区县 2021 年经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
东台市	986.10	8.90%	11.10	60.26	62.25
大丰区	759.21	6.60%	11.76	58.05	51.49
盐都区	682.59	7.70%	8.20	42.52	48.61
建湖县	665.52	8.50%	10.92	34.53	60.61
射阳县	663.30	8.10%	8.73	33.90	67.32
<b>阜宁县</b>	<b>645.45</b>	<b>7.20%</b>	<b>8.13</b>	<b>30.43</b>	<b>74.20</b>
亭湖区	623.66	9.20%	7.82	45.00	63.49
滨海县	565.14	8.40%	6.89	26.56	56.11
响水县	446.33	6.00%	9.72	25.30	50.34

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

**表3 阜宁县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	645.45	7.20%	574.22	2.40%	555.06	4.60%
固定资产投资	-	-7.70%	166.88	-32.00%	278.12	4.40%
社会消费品零售总额	278.5	21.60%	229.66	-2.90%	235.9	-
进出口总额（亿美元）	6.81	30.30%	5.2	19.10%	4.39	15.10%
人均 GDP（元）		81,287		72,317		67,264
人均 GDP/全国人均 GDP		100.38%		99.82%		94.88%

注：1、2020-2021 年阜宁县人均 GDP 使用第七次人口普查数据计算；

2、2019 年阜宁县社会消费品零售总额数据采用 2020 年阜宁县统计快报数据。

资料来源：阜宁县市国民经济与社会发展统计公报、统计快报、经济运行情况分析，中证鹏元整理

**产业情况：阜宁县持续优化产业结构，构建“2+2+3”生态绿色工业产业新格局，工业发展稳中向好。**2019 年受“321 响水港爆炸事件”的影响，阜宁县化工企业停产较多，导致规模以上工业增加值同比下降 6.5%。近年来阜宁县持续优化产业结构，不断厚植县域经济基础，积极培育主导产业，构建

<sup>3</sup> 根据 2020 年阜宁县统计快报数据，二产投资占固定资产投资比重的 84.79%。

“2+2+3”生态绿色工业产业新格局，新能源、环保新材料产业稳步增长，电子信息、汽车零部件产业强劲起步，阀体装备、食品加工、纤维纺织产业转型升级。阜宁县聚力打造全国新能源产业集聚区，新能源产业从无到有，集聚了79家以风电装备和光伏为支撑的新能源企业，形成了全省最完整的风电装备产业链条，已经成为阜宁第一主导产业。环保新材料产业是阜宁的传统特色产业，经过多年发展，形成了从基础滤布、高性能纤维材料生产到环保装备设计、研发、施工、运维服务等全产业链条，建成了全国唯一的环保新材料智能制造试点示范园区，为全国四大环保新材料基地之一。

阜宁县工业发展稳中向好，2021年阜宁县规上工业增加值同比增长16.0%，高于全市平均增幅4.1个百分点。全年规上工业企业营业收入354.15亿元，同比增长20.6%；实现全口径工业应税开票销售收入490.55亿元，同比增长24.5%，其中应税销售占比达98%。新能源、环保新材料产业开票分别同比增长28.1%、25.4%，电子信息、汽车零部件产业开票分别同比增长62.7%、64.5%。

**表4 阜宁县代表性企业情况**

主导产业	代表性企业
新能源	中材科技（阜宁）风电叶片有限公司、阜宁协鑫光伏科技有限公司、阿特斯阳光电力科技公司
环保新材料	江苏东方滤袋有限公司、江苏瀚林滤材有限公司

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**财政及债务：阜宁县财政自给率较差，综合财力对政府性基金收入依赖较大。**阜宁县一般公共预算持续增长、质量尚可；从主体税种来看，增值税 2020 年小幅下降、2021 年回升，企业所得税持续平稳增长，个人所得税波动较大。阜宁县一般公共预算支出增长较快，财政自给率较差。阜宁县综合财力对政府性基金收入依赖较大，政府性基金收入规模较大，且持续快速增长，2021 年阜宁县政府性基金收入位居盐城市首位，需关注土地出让受房地产市场影响，未来存在一定的不确定性。近年阜宁县地方政府债务余额持续增长，整体债务压力在盐城市排名中等偏上。

**表5 阜宁县财政收入及政府债务情况（单位：亿元）**

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	30.43	28.31	27.7
税收收入占比	79.72%	78.11%	78.27%
财政自给率	30.30%	30.96%	30.75%
政府性基金收入	74.20	59.60	40.00
地方政府债务余额	139.17	125.75	111.15

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：2019-2021 阜宁县财政预算执行草案，中证鹏元整理

**投融资平台：**阜宁县已发债平台数量尚可，主要已发债投融资平台共 4 家，如下表所示。2021 年 8 月，阜宁县城市投资发展有限责任公司（以下简称“阜宁城投”）与阜宁县建设投资有限公司（以下简称“阜宁建投”）领导班子合并，成立阜宁城发，原阜宁城投、阜宁建投由阜宁城发进行统一管理。工商企业关系上，原阜宁城投更名为阜宁城发，阜宁建投股权架构上仍由阜宁县国资办控股。阜宁城发为

阜宁县最主要的投融资平台，负责阜宁的城建投融资工作，阜宁县交通投资有限公司（以下简称“阜宁交投”）负责交通基础设施建设。阜宁经济开发区平台 1 家，为江苏开源投资集团有限公司（以下简称“开源投资”）。

**表6 阜宁县主要已发债投融资主体情况（单位：亿元）**

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
阜宁城发	阜宁县国资办	71.68	64.48%	11.91	99.07	阜宁县最主要的城市建设投融资平台
阜宁建投	阜宁县国资办	73.95	38.18%	6.43	35.69	负责阜宁县城市基础设施及安置房建设等
开源投资	海鑫投资	62.36	41.45%	2.03	33.80	阜宁经开区内投融资建设
阜宁交投	阜宁县国资办	54.87	56.25%	7.99	56.50	阜宁县交通基础设施建设投融资建设

注：1、海鑫投资全称盐城海鑫投资集团有限公司，控股股东也为阜宁国资办，海鑫投资于 2016 年发行私募债，已于 2019 年到期，其财务数据未在上表中列式。

2、财务数据均为 2020 年数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司是阜宁县市政工程建设的主要实施主体，具体负责城市基础设施及配套设施建设、城市存量土地开发经营、保障性住房开发建设，以及承担市政府招商引资和对外合资合作等工作。2021 年公司营业收入有所提升，从收入构成来看，受政府安置计划等因素影响，2021 年公司安置房销售收入有所下滑；随着工程建设及委托方回购进度的推进，公司项目代建收入大幅提高；2021 年阜宁县土地储备中心继续向公司收储土地且收储面积增加，促使公司土地整理收入增长；公司现代服务业务主要为信息化服务、租车服务等，收入规模仍较小。毛利率方面，2021 年公司安置房销售业务及土地整理业务毛利率虽有所下滑但仍处于较高水平，项目代建业务毛利率随加成比例变化小幅下降，现代服务业务毛利率较高，综合影响下，2021 年公司销售毛利率有所下降。

**表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
安置房销售业务	1.90	27.31%	4.35	37.00%
项目代建业务	6.01	16.63%	3.16	18.66%
土地整理业务	5.21	37.75%	4.18	43.68%
现代服务业务	0.10	66.47%	0.13	48.70%
其他业务	0.08	-214.95%	0.08	-160.42%
<b>合计</b>	<b>13.30</b>	<b>25.44%</b>	<b>11.91</b>	<b>33.26%</b>

注：其他业务包括贷款及租赁业务。

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021 年公司安置房销售收入有所下滑，但业务毛利率仍维持在较高水平；未来安置房销售收入规模及实现时间受政府安置计划等因素影响，存在一定不确定性



公司受阜宁县人民政府、阜宁县金沙湖开发管理委员会等政府部门委托，承担了较多安置房建设销售任务。2019年，因阜宁县房地产市场低迷，待售房源众多，为盘活房地产市场，公司在自建安置房基础上，从房地产开发商处以成本价格购买了部分现成房产以提供安置房源。此外，近年部分企业因经营困难以低价向公司出售商品房及商铺来筹集资金偿还债务，2021年经董事会研究决定，将这类商品房及商铺按市场价对外销售或用作安置房，除此以外，2021年公司未外购安置房源且无在建安置房。近年根据政府统筹安排，由阜宁县内国有企业收购公司存量安置房以解决拆迁居民安置问题，收购价款由购销双方综合考虑市场行情及安置情况后协商确定。

2021年为做好金沙湖开发建设，阜宁县政府决定由江苏阜农投资有限公司（以下简称“阜农投资”）<sup>4</sup>收购公司存量安置房用于拆迁安置工作，当期公司安置房销售收入有所下滑，但销售毛利率仍维持在较高水平。截至2021年末，公司存货中尚有账面价值10.88亿元房产可供安置或对外销售，暂无在建及拟建安置房项目，由于公司安置房销售收入受政府安置计划影响较大，未来规模及实现时间存在一定不确定性。

**表8 公司安置房销售收入明细（单位：万元/平方米，亿元）**

年份	项目名称	购入均价	售出均价	确认成本	确认收入
2020年	阜宁中心商城3栋、5栋	0.45	0.75	2.74	4.35
2021年	阜宁中心商城6栋	0.45	0.65	1.38	1.90

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2021年公司项目代建收入大幅提升，公司在建工程项目规模较大，但项目收入实现方式存在一定不确定性；随着在建项目持续投入，公司面临较大建设资金支出压力**

近年公司受阜宁县人民政府及下属单位委托，承担了阜宁县内较多市政工程建设任务，公司负责项目建设的组织、管理及协调，并根据项目建设需要进行资金垫付，待项目完工后主要通过政府或其指定的主体回购的方式实现收入，回购价款为公司账面成本加成一定比例，但不排除后续根据政府统筹安排以出售、出租等市场化模式回笼资金。随着项目建设进度推进以及委托方回购安排的实施，2021年公司项目代建收入大幅提升，业务毛利率同比小幅下滑，主要系当期加成比例下降所致。

**表9 近年公司项目代建收入明细（单位：亿元）**

年份	项目名称	回购方	加成比例	确认收入
2020年	北京路现代知行学校、东风路幼儿园	阜宁县教育投资有限公司	25%	3.16
	城河路园区、城河路现代实验学校			
	合计	-	-	3.16
2021年	工业地产	阜宁县恒源建设投资有限公司	20%	4.79
	求是广场	中国共产党阜宁县委员会党校	20%	1.21

<sup>4</sup> 阜农投资控股股东及实际控制人为阜宁县国资办。

合计	-	-	6.01
----	---	---	------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建的工程项目包括求是广场、党群服务中心项目等，计划总投资16.38亿元，已投资9.84亿元，在建项目完工后可通过出售、出租或政府回购的方式实现收入，具体待政府统筹安排，未来收入实现方式存在一定不确定性。此外，2021年末公司主要在建工程项目尚需投资6.54亿元，考虑到公司货币资金受限比例较高且经营活动现金净流入规模较小，公司面临较大项目建设资金支出压力。

**表10 截至 2021 年末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	已投资
栋梁名府项目	5.83	4.96
迎宾菜市场东、福州路西地块	4.45	0.69
新建综合楼项目	1.99	1.40
求是广场	1.75	1.16
党群服务中心项目	1.08	0.93
城西农贸市场	0.66	0.53
邻里中心项目	0.47	0.15
新建商务培训中心项目	0.15	0.02
<b>合计</b>	<b>16.38</b>	<b>9.84</b>

注：求是广场工程分为建筑工程与精装修两部分，建筑工程由中国共产党阜宁县委员会党校委托代建，于2021年回购，精装修工程由阜宁县人民政府委派，尚未回购。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### **2021年公司土地整理收入有所提高，业务毛利率维持较高水平；未来公司将实现一定规模土地整理收入，然而收入规模及实现时间尚存在不确定性**

公司在阜宁县政府授权范围内开展一级土地开发业务，公司开发的土地包括政府直接注入公司的土地资产和公司购入的土地资产，业务运作模式为公司取得土地使用权后，进行拆迁整理等工作，土地平整好后交付给阜宁县土地储备中心，阜宁县土地储备中心向公司支付土地补偿款，土地收储价格通过双方协商或委托第三方评估公司评估等方式确定。

2021年度，公司向阜宁县土地储备中心交付了阜国用（2014）第008665号、阜国用（2014）第008666号和阜国用（2014）第09926号地块，收储土地面积为245.85亩，较上年有所扩大，促使公司土地整理收入有所提高，业务毛利率维持较高水平。截至2021年末，公司在整土地面积约360亩，已基本整理完毕，未来公司将实现一定规模土地整理收入，但需注意，公司土地整理业务受房地产市场行情及政府土地出让计划影响较大，收入规模及实现时间存在不确定性。

#### **公司获得的外部支持力度仍较大**

作为阜宁县市政工程建设的主要实施主体，公司获得的外部支持力度仍较大。资产注入方面，2021



年公司股东阜宁县国资办向公司注资6.00亿元，增强了公司资本实力；财政补贴方面，2021年公司收到政府补助2.74亿元，显著提升了公司盈利水平。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司新纳入合并范围子公司4家，减少子公司3家，详见表1，截至2021年末公司纳入合并范围的子公司情况见附录四。

### 资产结构与质量

**2021年末公司资产规模小幅提升，资产中应收款项及存货占比较高，受限资产规模较大，整体资产流动性仍较弱**

随着股东资本注入以及外部融资规模扩大，2021年末公司资产规模小幅提高，资产仍以流动资产为主。

2021年末公司货币资金规模略有下降，同期末货币资金中13.40亿元因用于存单质押及票据保证金而使用受限，受限比例较高。公司应收款项规模较大，2021年末主要应收对象为政府部门以及阜宁县恒源建设投资有限公司、阜农投资等阜宁县内国有企业，回收风险总体可控，但回收时间具有一定不确定性，且部分款项账龄较长，对公司营运资金形成较大占用；此外，在政府统筹安排下，公司存在应收部分区域内经营困难的民营企业款项4.07亿元，后续计划以民营企业房产冲抵，存在一定回收风险。公司存货主要系项目开发成本及土地资产，随着项目建设进度推进以及项目建设储备土地增加，2021年末公司存货规模进一步提高，期末公司存货中35.94亿元资产因借款抵押而使用受限。

2021年末公司长期股权投资账面价值大幅下降，主要系当期公司出于发展规划及经营需要，减少对阜宁县阜康医疗投资管理有限公司投资，并且以2020年末账面价值向阜宁县建设投资有限公司转让江苏科瑞恒置业有限公司（以下简称“科瑞恒置业”），科瑞恒置业已完工工商变更但尚未进行实质性交割，故暂将其列报在持有待售资产科目。公司投资性房地产主要系以成本法计量的用于出租的城市广场等房产，固定资产主要系城南大厦等房屋建筑物，无形资产为土地使用权资产，2021年末规模变化不大，期末公司固定资产、无形资产中因用于借款抵押而使用受限的资产账面价值分别为12.32亿元和3.31亿元。截至2021年末，公司受限资产规模达到66.26亿元，占总资产的31.60%，受限比例较高。

总体来看，公司资产规模小幅提高，资产中应收款项及存货占比较高，应收款项规模较大，回收时间存在一定不确定性，资金占用严重，存货难以短期集中变现，且受限资产占比较高，公司资产流动性仍较弱。

**表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	21.57	10.29%	22.85	11.32%
应收账款	20.82	9.93%	16.36	8.11%
其他应收款	67.56	32.22%	63.71	31.57%
存货	56.71	27.05%	47.13	23.35%
划分为持有待售的资产	4.91	2.34%	0.00	0.00%
<b>流动资产合计</b>	<b>180.01</b>	<b>85.85%</b>	<b>164.40</b>	<b>81.46%</b>
长期股权投资	0.00	0.00%	6.87	3.40%
投资性房地产	5.47	2.61%	5.67	2.81%
固定资产	13.79	6.58%	14.28	7.08%
无形资产	5.71	2.72%	5.89	2.92%
<b>非流动资产合计</b>	<b>29.66</b>	<b>14.15%</b>	<b>37.41</b>	<b>18.54%</b>
<b>资产总计</b>	<b>209.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>201.80</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 收入质量与盈利能力

### 公司营业收入有所增加，财政补贴显著提升了公司盈利水平

公司营业收入主要来源于项目代建、土地整理及安置房销售业务，2021年公司营业收入有所增加，主要得益于当期公司代建项目结算规模扩大以及当期土地收储面积增加。2021年由于公司主要业务安置房销售、项目代建及土地整理毛利率均有所下滑，公司销售毛利率随之下降。截至2021年末，公司尚有一定规模安置房待销售，在整土地面积约360亩，在建工程项目规模较大，未来业务具有一定可持续性，但营业收入规模仍受安置房安置进度、政府土地出让计划以及政府对工程项目统筹安排等多重因素影响。

2021年公司收现比大幅下滑，受政府部门、回购方资金安排等因素影响，经营业务回款节奏放缓。作为阜宁县主要的市政工程建设主体，公司在财政补贴方面获得较大力度的外部支持，2021年公司获得政府补助2.74亿元，远超同期利润总额，显著提升了公司利润水平。

**表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

项目	2021 年	2020 年
收现比	70.44%	135.36%
营业收入	13.30	11.91
营业利润	0.96	0.70
其他收益	2.74	2.00
利润总额	0.96	0.70
销售毛利率	25.44%	33.26%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

## 2021年末公司总债务规模有所扩大，面临较大短期偿债压力

随着外部融资规模扩大，2021年末公司总负债规模小幅增加；同期末受益于资本注入以及利润的积累，公司所有者权益有所增长。综合影响下，公司产权比率明显下滑，但所有者权益对总负债保障程度仍较弱。

图2 公司资本结构

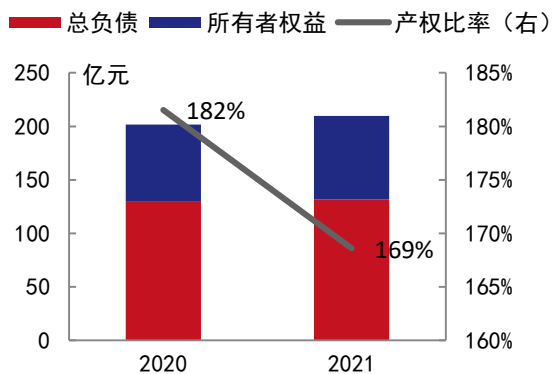
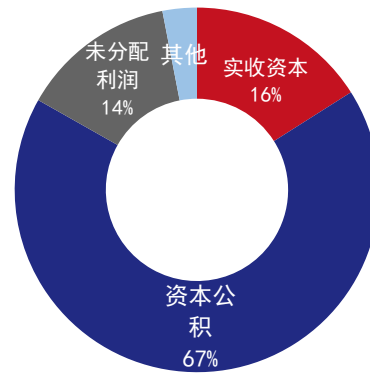


图3 2021年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

负债结构方面，2021年末公司长期债务规模迅速扩张，非流动负债占比大幅提高。2021年末公司短期借款主要为保证借款及质押借款，规模较上年末有所下滑；应付票据包括银行承兑汇票和商业承兑汇票，规模有所上升；2021年末公司其他应付款规模有所下降但占总负债比重仍较高，主要由应付往来款（25.67亿元）及借用资金（5.36亿元）构成，往来款应付对象主要为地方国有企业，偿付时间具有一定弹性，借用资金应付对象主要为金融机构，构成一定刚性债务偿付压力；一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和应付债券，2021年末规模大幅下降。公司长期债务增长较快，其中长期借款主要为抵押借款和保证借款，规模较大，且其中存在一定比例信托借款；应付债券包括“17阜宁债/PR阜宁投”、“19阜宁债”以及2021年新发行的多期定向债务融资工具，规模有所扩张；长期应付款由棚户区改造基金借款、融资租赁借款及信托基金借款构成，增长较快，公司融资租赁及信托借款融资成本偏高。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

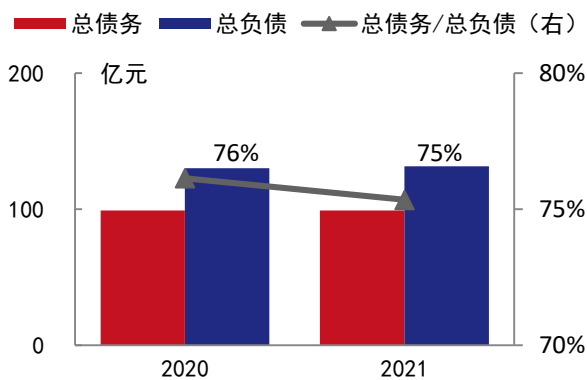
项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.44	2.61%	7.73	5.94%
应付票据	13.55	10.30%	10.68	8.21%
应交税费	5.16	3.92%	3.98	3.06%
其他应付款	31.05	23.59%	41.09	31.58%
一年内到期的非流动负债	8.01	6.09%	22.97	17.65%

流动负债合计	62.80	47.72%	89.10	68.48%
长期借款	25.14	19.10%	21.41	16.45%
应付债券	18.12	13.77%	11.95	9.18%
长期应付款	25.54	19.41%	7.67	5.89%
非流动负债合计	68.81	52.28%	41.02	31.52%
负债合计	131.61	100.00%	130.12	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

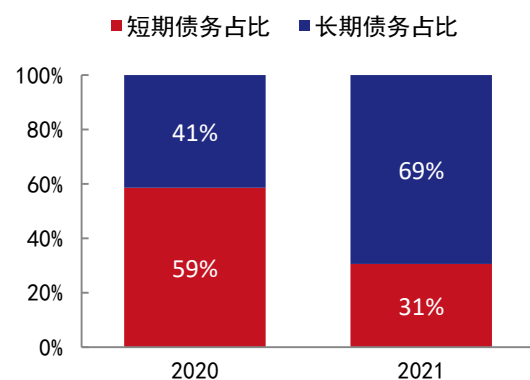
随着融资力度加大，2021年末公司总债务规模有所增长，总债务占总负债的比重略有下滑。从融资渠道来看，银行借款、债券发行及非标融资为公司主要融资渠道，2021年末公司总债务中非标债务占比约25%。从债务期限结构来看，2021年末公司长期债务占比大幅提高，但短期债务规模仍较大，存在集中兑付压力。

图4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，2021年末公司资产负债率小幅下降，整体负债水平仍较高；随着公司短期债务逐步到期偿付，2021年末公司现金短期债务比有所提高，但现金类资产仍无法覆盖短期债务；2021年公司EBITDA利息保障倍数同比有所提升，盈利对利息保障程度尚可。总体来看，公司整体负债经营程度较高，短期债务压力较大，受限资产占比较高，财务弹性相对较弱。

表14 公司偿债能力指标

项目	2021年	2020年
资产负债率	62.77%	64.48%
现金短期债务比	0.87	0.40
EBITDA 利息保障倍数	1.12	1.01

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、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2019年1月1日至报告查询日（公司本部：2022年6月6日；子公司阜宁县新城置业有限公司（以下简称“新城置业”）：2022年3月15日；子公司阜宁华阜商贸有限公司（以下简称“华阜商贸”）：2022年5月7日），公司本部及子公司新城置业、华阜商贸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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 或有事项分析

截至2021年末，公司及子公司对外担保金额合计为133.71亿元，占同期末公司所有者权益的171.28%，对外担保明细详见附录五。被担保对象主要系阜宁县内事业单位及国有企业，同时对民营企业江苏恒健建设集团有限公司（以下简称“恒健集团”）的担保金额为0.43亿元，公司向恒健集团提供担保主要是出于如下考虑：恒健集团在阜宁县内承做了较多重点工程，且公司应付恒健集团款项规模较大。综合来看，公司对外担保金额较大，未采取反担保措施，且存在对民营企业担保，公司存在较大或有负债风险。

## 八、抗风险能力分析

公司为阜宁县市政工程建设的主要实施主体，近年阜宁县持续优化产业结构，构建“2+2+3”生态绿色工业产业新格局，工业发展稳中向好，地区经济实力持续提升，为公司发展提供了良好的外部环境。公司尚有一定规模安置房待销售，在整土地面积及在建工程项目规模较大，业务具有一定可持续性，且公司获得来自阜宁县政府的支持力度较大。但需注意的是，公司资产流动性较弱，在建项目尚需较大规模资金投入，同时关注到公司负债水平偏高，总债务规模持续扩大，短期债务规模较大，面临较大短期偿债压力，且公司存在较大或有负债风险。

总体来看，基于对公司外部运营环境、经营竞争力和偿债能力等因素的综合判断，公司抗风险能力尚可。

## 九、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有效提升了“17阜宁债/PR阜宁投”的信用水平

“17阜宁债/PR阜宁投”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，保证担保的范围包括本次债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，保证期间为被担保债券存续期及债券到期之日起二十四个月。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本30.00亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属再担保机构。经过多次增资和股权变更，截至2021年末，江苏再担保注册资本和实收资本均为98.98亿元，控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，持股比例为22.11%，其他股东主要为江苏省地方各级政府和国有企业。

**表15 截至2021年末江苏再担保股权结构**

股东名称	出资额（万元）	持股比例（%）
江苏省财政厅	218,892.43	22.11
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	4.45
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	3.33
常高新集团有限公司	33,000.00	3.33
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	3.33
宿迁市人民政府	27,522.94	3.12
江苏金信金融控股集团有限公司	26,007.80	2.78
丹阳市金融控股集团有限公司	22,000.00	2.22
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	2.22
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	2.22
如皋市人民政府	22,000.00	2.22
常州市钟楼新城投资建设有限公司	22,000.00	2.22
扬州经济技术开发区开发总公司	22,000.00	2.22
扬州龙川控股金融投资有限公司	20,000.00	2.02
其他 34 名股东	422,331.73	42.21
<b>合计</b>	<b>989,754.90</b>	<b>100.00</b>

资料来源：江苏再担保 2021 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保是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，其子公司江苏省融资再担保有限责任公司（以下简称“江苏融资再担”）承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能。担保业务收入、融资租赁业务收入和利息收入是江苏再担保的三大收入来源，2021年分别占营业总收入的64.46%、19.10%和9.15%。江苏再担保的担保业务收入以直接担保业务收入为主，利息收入主要来自信托产品、委托贷款、小额贷款、典当业务等。随着各项业务的发展，近年江苏再担保营业总收入实现较快增长。

**表16 2019-2021年江苏再担保营业总收入构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	14.58	64.46%	11.40	52.85%	10.25	56.13%
其中：直接担保费收入	11.03	48.76%	9.59	44.46%	7.86	43.04%
再担保费收入	3.55	15.69%	1.81	8.39%	2.39	13.09%
融资租赁业务收入	4.32	19.10%	4.33	20.07%	3.34	18.29%



利息收入	2.07	9.15%	5.38	24.94%	4.24	23.22%
其他	1.20	5.31%	0.00	0.00%	0.01	0.05%
其他业务收入	0.46	2.03%	0.46	2.13%	0.40	2.19%
<b>合计</b>	<b>22.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.26</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：江苏再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保的担保业务包括直保业务和再担保业务，客户主要集中于江苏省内，受益于江苏省经济发展情况良好，担保业务承接情况较好，特别是直保业务规模不断增长。截至 2021 年末，江苏再担保担保业务担保余额为 1,813.91 亿元，其中直保余额占比为 67.86%；再担保业务余额为 582.94 亿元，占期末担保余额的 32.14%。

**表17 江苏再担保担保业务开展情况（合并口径）（单位：亿元）**

项目	2021 年	2020 年	2019 年
期末担保余额	1,813.91	1,579.59	1,414.71
其中：直保余额	1,230.98	1,037.13	832.84
融资担保业务	1,212.10	1,031.79	827.87
直接融资担保	794.60	628.90	550.40
间接融资担保	388.42	385.72	269.49
非融资担保业务	18.88	5.34	4.98
再担保余额	582.94	542.46	581.87
当期新增担保额	1,300.42	1,221.50	880.93
当期解除担保额	1,066.09	1,056.62	831.87
期末直保责任余额*	789.04	626.99	509.60
当期担保代偿额	2.26	1.37	2.64
当期担保代偿率	0.21%	-	-
融资担保放大倍数*	7.78	7.31	6.90
累计担保代偿率	0.21%	0.20%	0.21%
累计代偿回收率	33.79%	28.68%	28.70%

注：\*为母公司口径。

资料来源：江苏再担保提供，中证鹏元整理

江苏再担保直接融资担保业务保持较快发展。直接融资担保方面，江苏再担保的直接融资担保业务以债券担保为主。截至2021年末江苏再担保直接融资担保余额为1,212.10亿元，同比增长17.48%，占同期末直保业务余额的98.47%，担保债券主要为江苏省内主体信用级别AA级及以上的地方国有企业发行的城投债。

间接融资担保方面，在宏观经济下行背景下，中小企业经营压力上升，为了控制风险，近年江苏再担保优化间接融资担保业务结构，收缩大额贷款担保业务的同时，积极创新业务和产品，推动普惠类贷款担保业务发展。近年江苏再担保间接融资担保业务规模有所上升，截至2021年末江苏再担保间接融资担保余额为388.42亿元，同比增长0.70%。

再担保业务方面，江苏再担保于2010年正式开展再担保业务，引入地方政府参股，目前在江苏省内13个地级市均设立了分公司，实现省内业务全覆盖。2020年，为更好的对接国家担保基金业务，江苏再担保正逐步将自身再担保业务转移至子公司江苏融资再担进行统一管理。截至2021年末，江苏再担保的再担保余额为582.94亿元，同比上升7.46%。

担保业务质量方面，2021年江苏再担保当期担保代偿额为2.26亿元，同比增加64.96%；当期担保代偿率为0.21%。从代偿回收情况看，截至2021年末累计代偿回收率为33.79%，较2019年末提升5.09个百分点，但回收情况仍有待提升。截至2021年末应收代偿款账面余额为4.06亿元，较年初减少19.76%；已计提1.05亿元减值准备，占应收代偿款账面余额的25.86%。在宏观经济下行压力增大以及疫情反复等因素影响下，需持续关注担保项目的风险情况和代偿回收情况。

资产方面，得益于资本的持续增加，近年来江苏再担保总资产规模快速增长，截至2021年末总资产规模为264.83亿元，2019-2021年年复合增长率为24.03%。资产结构方面，江苏再担保资产主要由货币资金、交易性金融资产、发放贷款与垫款、长期应收款和其他权益工具投资组成构成。截至2021年末，江苏再担保的货币资金为37.93亿元，其中受限资金为2.65亿元，主要包括拟用于代偿项目的银行存款以及因质押、保理、监管等原因导致使用受限的货币资金。截至2021年末，江苏再担保交易性金融资产为45.99亿元，较上年末出现大幅增长，主要系2021年采用新金融工具准则，信托产品、资管计划等被调整至该科目同时对外投资力度增加所致。发放贷款及垫款主要包含小额贷款和典当两部分，截至2021年末，江苏再担保发放贷款及垫款账面价值为26.45亿元，同比增加26.17%，主要系小额贷款业务快速发展所致。截至2021年末，江苏再担保非流动资产规模为98.21亿元，较2019年增长29.51%，主要包括长期应收款、债权投资和其他权益工具投资等。截至2021年末，江苏再担保不良类融资租赁资产余额为1.20亿元，占融资租赁资产总额的2.04%，已累计计提坏账准备1.11亿元。在宏观经济下行的背景下，江苏再担保的融资租赁资产质量需持续关注。

负债和所有者权益方面，截至2021年末，江苏再担保负债总额为106.24亿元，较2019年上升57.05%，其中包括短期借款12.95亿元、担保赔偿准备金18.14亿元、未到期责任准备金7.04亿元、长期借款15.22亿元和应付债券5.61亿元，合计占总负债的比例为55.94%。得益于增资扩股、永续债发行和经营积累，江苏再担保净资产规模持续提升，截至2021年末所有者权益158.59亿元，较2019年末增长23.18%，其中实收资本98.98亿元，较2019年末增长31.74%。截至2021年末江苏再担保融资担保放大倍数为7.78，整体而言，融资担保放大倍数仍处于较高水平。

盈利能力方面，得益于业务规模扩张，近年来江苏再担保收入和利润规模均持续增长，2021年江苏再担保实现营业总收入22.62亿元，同比增长4.87%；实现净利润7.23亿元，同比增长32.18%。2021年江苏再担保实现投资收益5.73亿元，同比大幅上涨887.93%，主要系2021年采用新金融工具准则，信托产品及资管计划等利息收入被重分类至投资收益所致。资产减值方面，2021年江苏再担保计提资产减值损失0.11亿元，较上年下降0.79亿元。近年来江苏再担保营业利润、利润总额、净利润均实现持续增长，

2021年江苏再担保净资产收益率同比有所提升，整体上盈利能力有所增强。

**表18 2019-2021年江苏再担保主要盈利指标（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
营业总收入	22.62	21.57	18.26
投资收益	5.73	0.58	0.92
营业利润	10.75	8.07	6.42
利润总额	10.80	8.09	6.40
净利润	7.23	5.47	4.81
资产减值损失	0.11	0.90	1.29
信用减值损失	1.35	0.00	0.00
净资产收益率	4.90%	4.54%	5.35%

资料来源：江苏再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，子公司江苏融资再担承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能，在资本补充、业务拓展、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，自2009年成立以来，多次获得多家国资股东的增资，注册资本从最初的10.00亿元增加到2021年末的98.98亿元，资本实力进一步增强。

综上，江苏再担保子公司江苏融资再担承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能，在资本补充、业务拓展、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，担保业务规模较大，近年来营业收入和净利润保持增长态势，资本实力持续增强，现金类资金规模较大，代偿能力极强；同时中证鹏元也注意到在疫情反复、宏观经济下行压力较大的背景下，江苏再担保面临的代偿风险以及代偿款的回收风险或有所增加，融资租赁资产质量需要持续关注等风险因素。经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“17阜宁债/PR阜宁投”信用水平。

## 十、结论

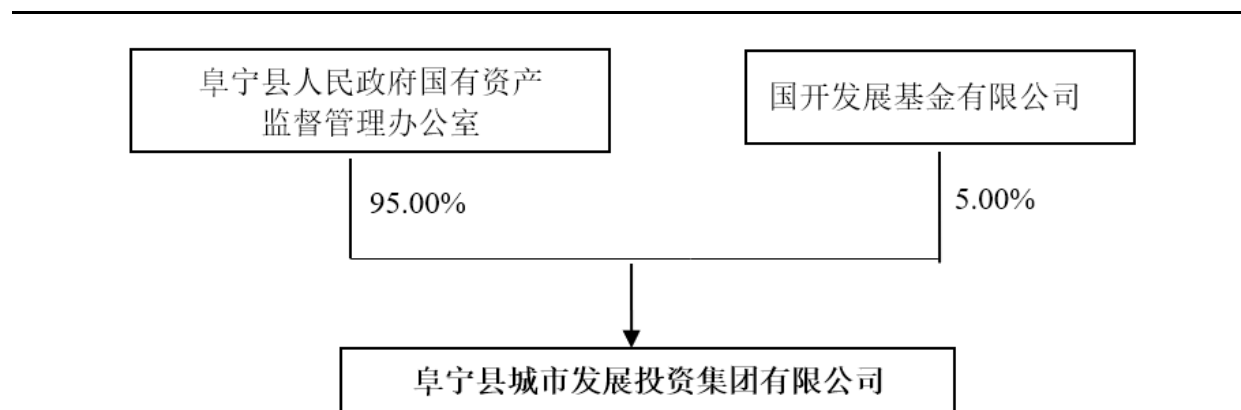
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“17阜宁债/PR阜宁投”的信用等级为AAA。

## 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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	21.57	22.85	22.51
其他应收款	67.56	63.71	72.16
存货	56.71	47.13	46.37
流动资产合计	180.01	164.40	170.62
非流动资产合计	29.66	37.41	30.91
资产总计	209.67	201.80	201.53
短期借款	3.44	7.73	3.26
应付票据	13.55	10.68	10.73
其他应付款	31.05	41.09	48.80
一年内到期的非流动负债	8.01	22.97	7.36
流动负债合计	62.80	89.10	75.12
长期借款	25.14	21.41	33.57
应付债券	18.12	11.95	16.39
长期应付款	25.54	7.67	7.15
非流动负债合计	68.81	41.02	57.11
负债合计	131.61	130.12	132.24
总债务	99.16	99.07	91.46
营业收入	13.30	11.91	13.57
所有者权益	78.06	71.68	69.29
营业利润	0.96	0.70	0.72
其他收益	2.74	2.00	2.10
利润总额	0.96	0.70	0.77
经营活动产生的现金流量净额	0.74	0.46	-12.40
投资活动产生的现金流量净额	-1.57	-7.96	0.01
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	10.62	6.77
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	25.44%	33.26%	25.23%
收现比	70.44%	135.36%	97.83%
资产负债率	62.77%	64.48%	65.62%
现金短期债务比	0.87	0.40	0.71
EBITDA（亿元）	7.03	5.54	5.02
EBITDA 利息保障倍数	1.12	1.01	1.01

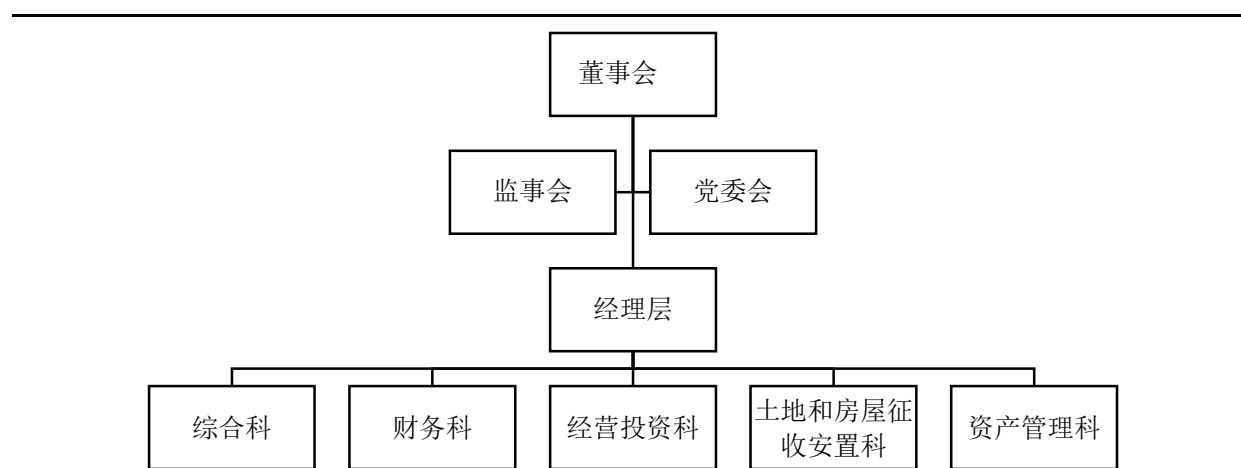
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
阜宁县康庄投资发展有限公司	100.00%	实业投资，施工
阜宁县旭升建设有限公司	53.33%	施工建设
阜宁县庙湾旅游景区管理有限公司	100.00%	游览景区管理
阜宁县新城置业有限公司	100.00%	房地产开发经营
阜宁县诚达市政工程有限公司	100.00%	建筑业
盐城超维地理信息技术有限公司	100.00%	信息传输、软件和信息技术
江苏铭恒酒店管理有限公司	100.00%	酒店管理
阜宁县远翔汽车服务有限公司	100.00%	洗车服务
阜宁县庙湾园林景观工程有限公司	100.00%	工程施工
阜宁华阜商贸有限公司	100.00%	五金经营
上海科利恒贸易有限公司	100.00%	销售健身器材
富合高度(上海)融资租赁有限公司	75.00%	融资租赁业务
阜宁县信息化发展有限公司	100.00%	信息化产业投资
阜宁县阜泰农村小额贷款有限公司	100.00%	面向“三农”、中小企业发放贷
阜宁县富兴达建设投资有限公司	100.00%	租赁和商务服务业
阜宁县阜泰产业投资有限公司	51.00%	租赁和商务服务业
盐城绿建教育科技有限公司	100.00%	科学研究和技术服务业
阜宁县建苏工程建设施工图审查有限公司	100.00%	专业技术服务业
阜宁海德电梯有限公司	80.00%	专用设备制造业
阜宁县城发建设开发集团有限公司	100.00%	土木工程建筑业
阜宁县城发运营管理集团有限公司	100.00%	管理服务业
阜宁县城发智慧城市科技有限责任公司	100.00%	研究和试验发展
阜宁县融易办印章刻制有限公司	100.00%	批发业

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理



## 附录五 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额
江苏科瑞恒置业有限公司	154,783.70
阜宁县建设投资有限公司	97,911.06
阜宁县恒源建设投资有限公司	92,602.00
阜宁县澳洋工业园投资有限公司	91,514.67
阜宁美丽乡村建设有限公司	87,500.00
阜宁县阜康医疗投资管理有限公司	81,580.00
阜宁县城市排水有限公司	60,570.94
阜宁县自来水有限公司	57,352.31
阜宁县交通投资有限公司	55,900.00
阜宁县国有资产投资经营公司	48,924.77
阜宁县东益水务管理有限公司	41,648.32
江苏海鑫新能源发展有限公司	37,160.00
江苏阜农投资有限公司	37,005.97
阜宁县人民医院	34,183.78
阜宁碧水缘旅游项目管理有限公司	32,810.75
阜宁县吉丰水利建设发展有限公司	31,500.00
阜宁县沃森污水处理有限公司	29,100.00
江苏开源投资集团有限公司	27,000.00
阜宁县润泉水务有限公司	24,500.00
阜宁县科技创业园有限公司	24,500.00
阜宁县金沙湖开发投资有限公司	21,115.93
江苏阜水水务集团有限公司	19,900.00
阜宁县宁通公路工程建设有限公司	19,800.00
阜宁县交通运输有限公司	15,733.60
阜宁县公路养护工程有限公司	14,500.00
阜宁县安居工程建设管理有限公司	14,000.00
江苏东方花园酒店有限公司	13,284.08
阜宁县城市园林绿化工程有限公司	12,000.00
阜宁聚鑫建设发展有限公司	10,000.00
阜宁县阜城伟业城镇建设开发有限公司	9,500.00
阜宁县市政设施管理养护有限公司	7,700.00
盐城市阜祥医用材料有限公司	6,000.00
盐城阜宁港投资发展有限公司	4,732.58
江苏恒健建设集团有限公司	4,330.00
阜宁县桃花源产业投资有限公司	3,932.42
阜宁县中医院	3,000.00

中海宏祥铜业江苏有限公司	3,000.00
阜宁县澳洋工业园顺达自来水服务有限公司	3,000.00
盐城柿外桃园旅游发展有限公司	1,900.00
江苏特蒙园林绿化有限公司	1,150.00
阜宁港物流集聚园区开发投资有限公司	502.06
<b>总计</b>	<b>1,337,128.94</b>

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录七 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、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。