



2015年南通高新技术产业开发区总公司企业债券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：

2015年南通高新技术产业开发区总公司¹企业债券 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
15 通高新债/ PR 通高新	AAA	AAA

评级日期

2022年06月21日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持南通高新控股集团有限公司（以下简称“南通高新”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“15 通高新债/PR 通高新”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：南通市和南通国家高新技术产业开发区（以下简称“南通高新区”）整体经济实力强，为公司发展提供了良好基础，公司为南通高新区最主要的投融资建设主体，业务可持续性较好，继续获得一定力度的外部支持，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了公司资产流动性较弱，公允价值变动收益存在较大不确定性，资金压力和偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得一定力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	464.65	462.43	478.94	405.16
所有者权益	173.94	173.66	170.55	153.28
总债务	260.97	257.70	271.47	227.43
资产负债率	62.57%	62.45%	64.39%	62.17%
现金短期债务比	0.37	0.55	0.51	0.44
营业收入	3.75	17.54	11.76	22.87
其他收益	0.36	1.50	1.56	1.50
公允价值变动收益	-	4.87	24.95	-
利润总额	0.34	4.07	24.30	3.41
销售毛利率	31.74%	22.85%	32.06%	31.95%
EBITDA	--	10.27	29.91	7.87
EBITDA 利息保障倍数	--	0.74	1.80	0.58
经营活动现金流净额	8.76	19.27	30.94	8.31
收现比	93.81%	88.28%	105.53%	99.14%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

¹ 南通高新技术产业开发区总公司于 2021 年 6 月更名为南通高新控股集团有限公司。

优势

- **南通市和南通高新区整体经济实力强，为公司发展提供了良好基础。**南通市区位优势显著，经济规模在江苏省排名居前，近年着力打造“3+3+N”产业体系，正在发展成为江苏新的增长极和长江经济带的新的战略支撑点。南通高新区为国家级经济开发区，形成了汽车零部件产业、新一代信息技术、智能装备三大主导产业。
- **公司业务可持续性较好。**公司为南通高新区最主要的投融资建设主体。2021 年底公司已开发尚未移交土地、在建拟建安置房规模较大，土地整理、安置房销售业务未来可持续性仍较好。2021 年公司不动产租赁业务盈利能力仍较强，为公司营业收入和利润的重要来源之一。
- **公司获得了一定力度的外部支持。**公司承担南通高新区土地整理、安置房建设以及基础设施建设的职责，2021 年南通高新区政府通过政府补助等方式给予公司一定支持。
- **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，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）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

- **公司资产流动性较弱。**2021 年底公司资产中其他应收款、存货占比仍较高；其他应收款回收时间不确定性较大，对公司营运资金形成较大占用；存货系土地资产、土地整理成本以及项目建设成本，变现能力欠佳。同时，公司货币资金、土地资产、投资性房地产受限比例较高。
- **公司公允价值变动收益存在较大不确定性。**公司公允价值变动收益系投资性房地产评估增值产生，2021 年同比大幅下降、占利润总额比重仍较大，未来仍存在较大的不确定性。
- **公司面临较大的资金压力。**2021 年底公司待整理开发土地较多，在建、拟建项目尚需投资规模仍较大；未来随着南通高新区建设推进，公司土地开发平整业务、安置房、基础设施建设业务仍需投入较多资金。
- **公司面临较大的偿债压力。**2021 年底公司总债务规模仍较大，财务杠杆水平仍较高，现金短期债务比表现欠佳，主营业务盈利对利息保障程度偏弱。
- **公司存在一定的或有负债风险。**公司担保对象主要系南通高新区管委会实际控制的其他国有企业，截至 2021 年底，公司对外担保余额规模仍较大，且均未采取反担保措施。

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	最低	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP 规模	5		资产负债率	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	5		现金短期债务比	3
	公共财政收入	5		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			

经营状况	强		
业务竞争力	5		
业务持续性和稳定性	5		
业务多样性	5		
业务状况等级	非常强	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	2021-06-28	刘书芸、张旻熿	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+	2015-9-11	张伟亚、刘书芸	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	阅读全文

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
15 通高新债/PR 通高新	13.00	2.60	2021-06-28	2022-10-19

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2015年10月19日发行7年期13亿元企业债券，本期债券募集资金用于南通高新技术产业开发区科技园基础设施工程项目。截至2021年6月17日，本期债券募集资金专项账户已销户。

三、发行主体概况

公司2021年6月完成整体改制，更名为“南通高新控股集团有限公司”，由全民所有制变更为有限责任公司（国有独资）。公司控股股东、实际控制人由南通高新区管委会变更为南通市人民政府（授权南通高新区管委会履行出资人职责），持股比例为100%。

根据公司2022年4月22日公告，公司法定代表人张单华（原董事长、总经理）无法正常履职²，南通高新区管理委员会于2022年4月12日免去张单华法定代表人、董事长、总经理职务，委派朱雪平（董事、副总经理）代行总经理职责，主持日常工作，并作为公司法定代表人。公司董事会于2022年4月12日聘任赵军为财务总监，原财务总监丁志伟继续任职公司董事、副总经理，其余高级管理人员暂无变更。公司暂缺董事长、总经理，承诺半年内补齐并及时备案。

跟踪期内公司注册资本、实收资本、主营业务未发生变更；截至2022年3月底，公司注册资本、实收资本均为40.00亿元。2021年公司仍主要负责南通高新区的土地整理，基础设施及安置房的建设任务。2021年公司新设立1家子公司，截至2021年底，公司纳入合并范围的子公司共10家，具体见附录四。

表1 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
南通领航新能源科技有限公司	100%	500	电力、热力生产和供应	设立

资料来源：公司2021年审计报告、全国企业信息查询系统，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

² 根据中共南通市纪律检查委员会、南通市监察委员会网站2022年4月28日发布的信息

（<http://www.ntlz.gov.cn/html/2022-4/202242837315.html>），南通高新原董事长、总经理张单华涉嫌严重违纪违法，目前正接受南通市通州区纪委监委纪律审查和监察调查。

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。

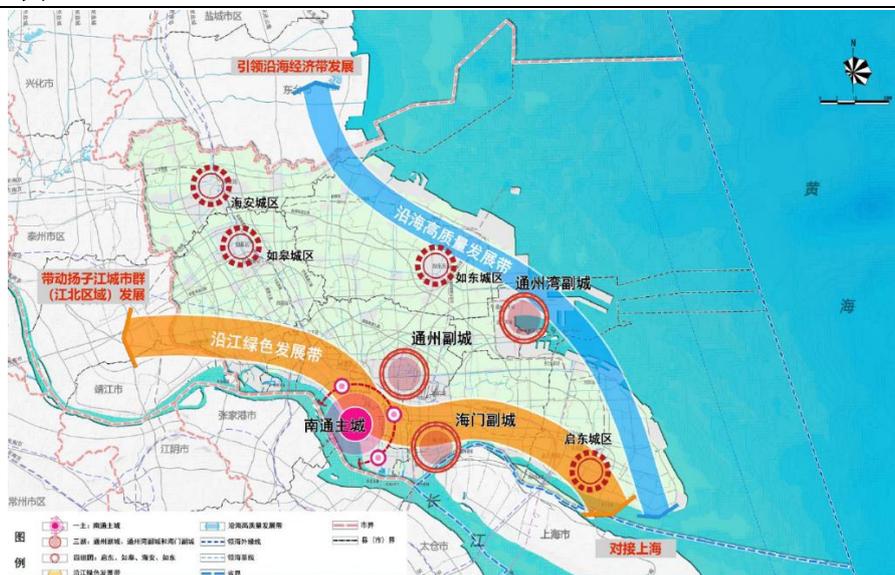
区域经济环境

南通市区位优势显著，整体经济实力强，在江苏省排名居前，近年着力打造“3+3+N”产业体系，正在发展成为江苏新的增长极和长江经济带的新的战略支撑点；近年南通市公共财政收入稳定增长，且整体质量较好

区位特征：南通市区位优势显著，是国务院批复确定的中国长三角北翼经济中心、现代化港口城市。南通市地处长江三角洲东北部，南临长江，经苏通大桥、崇启大桥两条跨江通道分别与苏州市、上海市跨江相连，东濒黄海，西北与盐城市接壤，西与泰州市为邻。南通位于中国东部海岸线与长江交汇处、长江入海口北翼，为江苏唯一同时拥有沿江沿海深水岸线城市。南通市是国家历史文化名城、全国文明城市，是国务院批复确定的中国长三角北翼经济中心、现代化港口城市，是扬子江城市群的重要组成部分、上海大都市圈北翼门户城市、全国 14 个进一步对外开放沿海城市之一。南通市集“黄金海岸”与“黄金水道”优势于一身，素有“江海门户”之称，拥有长江岸线 226 公里，其中可建万吨级深水泊位的岸线 30 多千米，海岸线 210 公里，其中可建 5 万吨级以上深水泊位的岸线 40 多千米，全市海岸带面积

1.3万平方公里，沿海滩涂21万公顷，是中国沿海地区土地资源最丰富的地区之一。全市耕地总面积700万亩，盛产水稻、蚕茧、棉花、油料等作物，且水产资源十分丰富，吕四渔场是全国四大渔场、世界九大渔场之一。全市陆域面积8,001平方千米，海域面积8,701平方千米，下辖如皋、启东、海安、如东四县（市），崇川、通州、海门三区³、一个国家级高新区（南通经济技术开发区）、四个国家级开发区和1个综合保税区、5个国家一类水运和航空开放口岸。截至2021年末，南通市全市常住人口773.3万人，较上年末增长0.5万人，其中，城镇人口550.6万人，城镇化率为71.2%。南通经济技术开发区（以下简称“南通经开区”）隶属江苏省南通市，位于南通市东南，于1984年12月19日经国务院批准设立，是首批14个国家级经济技术开发区之一。

图1 南通市区位图



资料来源：南通市规划局网站

经济发展水平：南通市整体经济实力强，在江苏省排名居前，固定资产投资仍是拉动经济增长的主要动力。南通市地区生产总值在江苏省排名第四，近年持续快速增长，2021年GDP增速回升至8.9%，三次产业结构由2019年的4.6:49.0:46.4调整为2021年的4.4:48.6:47.0，第二产业始终占主导地位，但第三产业占比有所提升，2021年末南通市人均GDP为14.26万元，是全国人均GDP的176.15%，显著高于全国水平。近年南通市固定资产投资增速有所放缓，但仍是拉动经济增长的主要动力，2021年固定资产投资较上年增长5%，分类型看，基础设施投资较上年增长4.9%，房地产开发投资下降6.8%。此外，2021年南通市社会消费品零售总额及进出口总额均实现突破式增长。南通经开区全年完成地区生产总值842.4亿元，增长9%，完成进出口总额574.01亿元，增长29.8%。

³ 根据2020年7月江苏省人民政府发布苏政发[2020]60号《省政府关于调整南通市部分行政区划的通知》，撤销南通市崇川区、港闸区，设立新的南通市崇川区；同时撤销县级海门市，设立南通市海门区。

表2 江苏省 2021 年各地市经济财政指标情况（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
南京市	16,355.32	7.5%	17.56	1,729.52	2,493.14
苏州市	22,718.30	8.7%	17.82	2,510.00	2,315.57
南通市	11,026.94	8.9%	14.26	710.18	1,441.82
常州市	8,807.60	9.1%	16.69	688.10	1,467.75
泰州市	6,025.26	10.1%	13.35	420.29	681.03
镇江市	4,763.42	9.4%	14.84	327.59	394.69
连云港市	3,727.92	8.8%	8.11	274.81	262.74
宿迁市	3,719.01	9.1%	7.46	267.82	390.18

注：人均 GDP 均根据第七次人口普查当地常住人口数计算得到

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

表3 南通市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）	11,026.94	8.90%	10,036.30	4.70%	9,383.40	6.20%
固定资产投资	-	5.00%	-	5.80%	-	6.60%
社会消费品零售总额	3,935.50	16.80%	3,370.40	0.30%	3,260.20	5.60%
进出口总额	3,405.80	29.70%	2,627.10	4.30%	2,519.90	-0.90%
人均 GDP（元）		142,642		129,892		128,295
人均 GDP/全国人均 GDP		176.15%		180.84%		183.07%

资料来源：2019-2021 年南通市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：南通市着力打造“3+3+N”产业体系，形成了电子信息业、高端纺织业、船舶海工产业三大重点支柱产业和新能源、智能装备和新材料三大重点新兴产业。南通市工业基础较好，“十三五”期间累计建成海工船舶、现代家纺、装备制造、大数据等国家新型工业化产业示范基地四个，省、市级特色产业基地 48 个，为促进制造业高质量集群发展提供了有力支撑。目前南通市已建成纺织服装业、船舶海工及重装装备业、能源及其装备业、化工医药业、电子信息业、轻工食品业六个千亿级产业板块，其中家纺、船舶、海洋工程等产业在国内外具有一定的产业优势，并且是全国五大修造船基地之一。2021 年全年南通市规模以上工业增加值比上年增长 13.4%，其中轻工业增长 4.9%，重工业增长 17.9%。全年装备制造业、高技术制造业产值比上年分别增长 31.1%、38.7%，分别高出全部规模以上工业总产值增幅 7.1 个、14.7 个百分点；其中，电子器件制造、信息化学品制造、电子元件及电子专用材料制造等行业产值年内保持高速增长态势，分别增长 123.3%、74.7%、63.4%。与此同时，顺应结构升级和消费需求的新兴产品产量快速增长，其中新能源汽车、太阳能电池、集成电路等产品分别增长 74.4%、41.9%、35.5%。截至 2021 年末，南通市 A 股上市公司共有 32 家，行业主要涉及机械设备、电气设备、医药生物、纺织服装等，区域性代表上市公司主要有中天科技、中航高科、美年健康、海力风电、通富微电等。

南通经开区作为国家级高新区，大力扶持电子信息、机械装备、新材料、新医药、新能源、现代服务业等重点产业发展，鼓励保税物流、出口加工型企业落户南通出口加工区。设有南通综保区、国际数据中心产业园、大数据产业园、国家集成电路测试产业园、新一代信息技术产业园等特色平台。2021年新一代信息技术、高端装备、医药健康产业规模分别达到 173 亿元、174 亿元、108 亿元；规模工业产值 752 亿元，高新技术产业产值 351 亿元，占规模工业产值比重达 46.7%。日本富士通、日立金属、东芝、大王制纸、丘比食品，德国默克，英国捷利康化学、西屋电气，美国 GE、ITT，法国液化空气，新加坡三德集团等世界 500 强企业和一批知名公司纷纷在南通经开区落户。南通经开区已成为长三角利用外资集中的制造业基地和上海一小时经济圈重要的产业集聚地以及日资最密集地区之一。

发展规划及机遇：南通市是国家新一轮发展战略布局的重点，正在发展成为江苏新的增长极和长江经济带的新的战略支撑点。根据《江苏省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，“十四五”期间江苏省将推动南通全面融入长三角区域一体化，推动跨江融合和通州湾建设，打造江海联动新引擎和开放型经济的新增长极；同时要强化沪苏通合作，支持南通建设长三角北翼区域中心城市，打造跨江融合、陆海统筹、江海联动的战略枢纽。根据《南通市“十四五”制造业高质量发展规划》，“十四五”期间，南通市将加快构建特色优势产业和战略性新兴产业相结合的现代制造业产业体系，构建“龙头带动、配套跟进、全产业链发展”的集群式发展格局，聚力打造船舶海工、高端纺织、新材料、新一代信息技术、高端装备五大重点产业集群；加快发展生物医药、新能源、绿色环保等战略性新兴产业；积极布局 5G、物联网、第三代半导体等未来产业。按照“生态优先、陆海统筹、集约布局、集群发展”总体要求，以全市制造业发展“一盘棋”思想，推动形成“一核带动、两带引领、五园支撑、多极集聚”的空间结构。

财政及债务水平：近年南通市公共财政收入稳步提升，且收入质量较好，财政自给能力一般，近年地方政府债务余额持续增长。2021 年南通市实现一般公共预算收入 710.18 亿元，在江苏省位列第四，同比增长 11.1%，其中税收收入占比 80.67%，整体财政收入质量较好。近年南通市财政自给率有所波动，2021 年为 63.28%，财政自给能力一般。得益于南通市土地市场的活跃，近年政府性基金收入持续增长。2021 年末，全市地方政府债务限额 2,030.3 亿元，年末余额 1,862.7 亿元，近年持续增长。

表4 南通市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	710.18	639.30	619.26
税收收入占比	80.67%	81.84%	81.96%
财政自给率	63.28%	59.16%	63.67%
政府性基金收入	1,441.82	1,333.29	948.29
地方政府债务余额	1,862.7	1,684.10	1,562.60

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：南通市 2019-2021 年财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，南通市市属主要城投平台有 5 家，分别为南通城市建设集团有限公司（以下简称“南通城建”）、南通沿海开发集团有限公司（以下简称“南通沿海开发”）、南通经济技术开发区控股集团有限公司（以下简称“南通经开区控股”）、南通产业控股集团有限公司（以下简称“南通产控”）和南通高新控股集团有限公司（以下简称“南通高新控股”）。其中，南通城建主要负责南通市重大城市基础设施建设和公用事业运营，南通沿海开发主要负责通州湾示范区及重点片区的基础设施建设等，南通产控主要负责南通市产业投资及运营，南通经开区控股和南通高新控股分别是南通经开区和南通高新区最为重要的开发建设和投融资主体，详见下表。

表5 南通市主要城投平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
南通城建	南通国资办	414.12	60.68%	94.21	352.01	南通市重大城市基础设施建设主体和公用事业资产的运营主体
南通沿海开发	南通国资办	323.97	59.35%	121.19	348.05	承担通州湾示范区沿海开发基础设施建设、重点片区和重大项目的投资建设和运营管理职能的主体
南通经开区控股	南通市人民政府（授权南通经济技术开发区管委会履行出资人职责）	233.32	65.88%	76.22	305.86	南通经开区重要的国有资产投资与运营平台
南通产控	南通国资办	297.03	57.57%	62.48	108.40	南通市唯一的产业投资及运营主体
南通高新	南通市人民政府（南通高新区管委会履行出资人职责）	173.66	62.45%	17.54	271.47	南通高新区最重要的开发建设和投融资主体

注：1、净资产、资产负债率、营业总收入为 2021 年末/2021 年度数据，总债务为 2020 年末数据

2、南通国资办全称“南通市人民政府国有资产监督管理委员会”

资料来源：公开资料，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

南通高新区（原通州经济开发区）创建于1992年，地处江海平原，园区周边港口、码头、机场、铁路高速公路一应俱全，与上海、苏州隔江相望，是江苏省首批省级开发区之一，规划控制面积130.7平方公里。2013年12月，经国务院批准，南通高新技术产业开发区晋升为国家级。汽车零部件产业、新一代信息技术、智能装备为南通高新区主导产业，形成三大主导产业集群集聚效应。

五、经营与竞争

公司主要负责南通高新区内的土地开发整理、安置房建设销售、基础设施建设以及房屋租赁等。2021年公司实现营业收入17.54亿元，同比增长49.15%，主要系安置房销售收入、工程代建、投资性房地产处置收入同比大幅增长所致。毛利率方面，由于毛利率相对较低的安置房销售以及投资性房地产处置收入占比大幅增加，2021年公司销售毛利率为22.85%，同比下降9.21个百分点。

表6 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
主营业务	13.94	15.85%	8.93	18.69%
其中：安置房销售	7.99	13.36%	3.03	11.48%

工程代建	2.58	21.51%	0.96	52.68%
土地开发整理	1.79	32.02%	2.53	31.33%
贸易业务	1.58	0.73%	2.40	0.82%
其他业务：	3.59	50.05%	2.83	74.25%
其中：不动产租赁	1.64	98.12%	2.18	94.75%
其他	1.81	5.58%	0.62	3.58%
代收水电费	0.01	100.00%	0.00	12.00%
绿化养护工程	0.13	61.12%	0.02	50.41%
合计	17.54	22.85%	11.76	32.06%

注：其他收入主要系投资性房地产处置收入，系南通高新区政府由于开发需要，收回子公司一块土地给予的补偿
 资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年公司土地整理收入同比下降，已开发未移交的土地面积较多，土地整理业务可持续性较好

公司土地开发整理业务主要由控股子公司盛民新农村基础设施开发有限公司（以下简称“盛民新农村”）、南通市通州区正方商贸有限公司（以下简称“正方商贸”）等公司负责实施。公司根据南通高新区政府规划安排⁴，自筹资金进行相关土地的征用、拆迁以及开发整理工作，相关成本计入存货的开发成本科目；土地整理完成后，交由南通市国土资源局通州分局挂牌出让；每个会计年度末，南通高新区管委会根据公司前期投入加成一定比例返还给公司，公司以此确认土地开发整理收入。

受土地市场、政府规划影响，公司土地整理业务有所波动。2021年公司开发整理土地面积和移交土地面积同比均有所下降，实现土地整理收入同比下降29.14%；毛利率为32.02%，同比略有提高。截至2021年末，公司已开发尚未移交的土地面积为3,136亩，土地整理收入未来较有保障。同时，根据南通高新区最新发展规划，未来可供开发区域合计约 11.4 万亩，为公司土地整理业务可持续性提供了一定保障，同时也给公司带来了较大的资金压力。

表7 公司土地整理业务开展情况（单位：亩、亿元）

项目	2021年	2019年
开发整理面积	396	755
开发后移交的土地面积	298	446
开发后尚未移交的土地面积	3,136	3,038
当年结转的土地整理成本	1.22	1.74
当年确认的土地整理收入	1.79	2.53

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总的来看，受政府规划影响，公司土地开发整理业务收入有所波动，但南通高新区管委会对该项业

⁴ 根据南通高新区管委会（原通州开发区管委会）2008年12月25日颁布的《关于明确你司土地开发整理项目收入计算办法的通知》（通开管发〔2008〕64号），赋予公司承担南通高新区内政府土地开发整理项目的权利。

务的盈利水平给予了较强保障。此外较多的土地储备也为公司未来收入提供了一定保障。

公司安置房业务收入大幅增长，在建安置房尚需投入规模较大，面临较大的资金压力

公司安置房建设业务全部由子公司南通华山实业有限公司（以下简称“华山实业”）负责运营。2012年以前，公司安置房建设用地存在部分国有土地，建成后的安置房依照市场价格进行销售。2012年以后，公司安置房建设用地以农村集体用地为主，安置房建成后按照指导价格销售给当地农户，超安置部分按照市场价格进行销售。公司根据安置房核定价格与安置户结算价之间差价确认收入。

2021年公司安置房开工、竣工面积以及销售面积均同比下降，受市场化销售比例大幅提高影响，销售均价同比大幅增长。公司2021年结转安置房销售收入7.99亿元，主要为华山花苑六期的销售；毛利率为13.36%，同比略有增长。总体来看，公司所从事的安置房建设业务承担了较多的政府职能，使得该项业务毛利率偏低，对公司盈利能力贡献较弱。

表8 公司安置房销售业务开展情况

项目名称	2021年	2020年	同比
开工面积（万平方米）	40.41	56.27	-28.19%
竣工面积（万平方米）	64.88	70.10	-7.45%
签订销售合同面积（万平方米）	14.66	30.84	-52.46%
结转收入面积（万平方米）	8.46	24.74	-65.80%
平均销售单价（元/平方米）	9,438.20	1,223.36	671.50%
结转收入（万元）	79,891.82	30,271.79	163.92%

注：平均销售单价为安置户补充差价

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年3月底，公司在建、拟建安置房总建筑面积为95.35万平方米，预计总投资38.38亿元，已投资7.41亿元，尚需投资30.97亿元，公司面临较大的资金压力。

表9 截至2022年3月末公司主要在建、拟建安置房情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	建筑面积	投资概算	已投资
金缘花苑D	38.10	115,800.00	72,538.34
文山苑	14.99	70,000.00	18.96
金欣佳苑F	6.44	38,000.00	1,498.68
正场花苑B	35.82	160,000.00	-
合计	95.35	383,800.00	74,055.98

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司为南通高新区主要的基础设施建设主体，未来随着南通高新区基础设施的推进，公司仍将面临较大的资金压力

公司基础设施建设业务主要由控股子公司南通世锦实业有限公司（以下简称“世锦实业”，公司持股61.67%）负责实施。业务模式主要为：公司根据南通高新区政府规划⁵，自筹资金进行相关代建工程建设；南通高新区管委会根据工程建设成本的12%支付公司代建工程管理费⁶。承建项目周期较短，基本在一年左右。

2021年公司工程代建收入包括丽智电子、蓝博万回购收入。丽智电子、蓝博万项目系南通高新区管委会与企业签订项目投资协议，由公司自筹资金进行代建，完工交付企业免费使用一定期限后由企业回购。由于投资协议终止，2021年南通高新区管委会对丽智电子、蓝博万项目进行回购。由于丽智电子、蓝博万回购毛利率为负，受此影响，2021年公司工程代建毛利率同比大幅下降。

表10 公司 2021 年工程代建营业收入成本情况（单位：万元）

项目	营业收入	营业成本
丽智电子回购	12,194.58	13,183.72
蓝博万回购	4,859.04	7,084.51
传统的代建费收入	8,770.65	0.00
合计	25,824.27	20,268.24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年3月底，公司主要在建项目如下表所示。考虑到公司为南通高新区主要的基础设施建设主体，未来随着南通高新区基础设施的推进，公司仍将面临一定的资金压力。

表11 截至 2022 年 3 月末公司主要在建基础设施情况（单位：万元）

项目名称	投资概算	已投金额	尚需投资
斯澳厂房（高新区生产厂房（医药类））	28,500.00	2,403.41	26,096.59
文荟路、双福路建设工程（产业基地环境提升一期工程）	24,785.30	563.32	24,221.98
金渡路（新金西路-银河路）建设工程	3,998.78	211.98	3,786.80
安家佳厂区、安家佳-配套厂房	3,000.00	2,026.66	973.34
南通高新区钟秀东路（石江公路-新江海河）道路改造工程	2,200.00	614.49	1,585.51
南通市通州区通吕运河应急水源地环境整治工程	1,136.44	598.08	538.36
合计	63,620.52	6,417.94	57,202.58

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司不动产租赁收入同比下降，但盈利能力较强，仍为公司收入和利润的重要来源之一；贸易业务收入规模较大但盈利能力仍较弱，对利润贡献较小

⁵ 南通高新区管委会 2008 年 12 月 24 日对世锦实业颁布了《关于赋予你公司承担基础设施代建项目的函》（通开管发〔2008〕62 号），赋予世锦实业承担园区内管网工程、污水处理工程、给水工程等相关基础设施代建项目工程职能。

⁶ 2016 年根据通高新管发【2016】3 号文件约定公司代建工程管理收入为公司控股子公司世锦实业每年度发生的代建项目工程施工成本的 12%。

公司租赁业务主要由子公司南通高新区科技城投资发展有限公司（2018年纳入合并范围，以下简称“南通高新科技城”）负责；经营性资产主要系孵化器及厂房；出租对象主要为高新区管委会和园区入驻的企业，以高新区管委会为主；租赁协议每三年签订一次，租金每年收取一次。

公司租金收入主要来自江海智汇园、江海圆梦谷、聚恒工业园等园区的房产出租。2021年公司与高新区管委会打包签订的租金价格下降，公司实现不动产租赁收入1.64亿元，同比下降24.80%，毛利率为98.12%，仍为公司收入和利润的重要来源之一。

表12 截至 2022 年 3 月末公司自持物业出租情况（单位：平方米）

项目名称	取得方式	投入使用时间	建筑面积	可出租面积	出租率
江海智汇园	自建	2016	315,557.00	150,000.00	100.00%
江海圆梦谷	自建	2017	28,102.00	24,590.00	100.00%
聚丰工业园	自建	2017	47,792.00	47,600.00	81.32%
聚恒工业园	自建	2017	75,180.00	75,180.00	67.58%
聚诚工业园	自建	2017	19,647.00	19,422.00	69.47%
博鼎工业园	自建	2017	62,630.00	62,297.00	86.89%
合计			548,908.00	379,089.00	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

贸易业务系2019年新增业务，由控股子公司世锦实业和南通硕博水利工程有限公司负责。公司贸易业务模式为以销定购，2021年贸易品种主要为橡胶；采购价格根据当日市场行情价并考虑长期合作优惠执行；销售价格则在合同订立日市场价格基础上，根据与客户谈判条件及市场行情适当加价。结算方面，公司与客户、供应商一般采用货到付款的结算方式，少数为货到后30天内结算，公司无需垫资且不负责物流，整体经营风险较小。2021年公司实现贸易收入1.58亿元，毛利率为0.73%，毛利率仍较低，对利润贡献仍较小。

2021年公司继续获得一定力度的外部支持

为了提升公司的可持续发展能力，南通高新区政府通过注入资产、财政补助等措施给予公司支持。2021年公司收到基建补贴等政府补助合计1.50亿元，计入其他收益，有效提升公司盈利水平。

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2020-2021年审计报告以及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产中其他应收款、存货占比较高，资产受限比例较高，资产整体流动性较弱

2021年底公司资产规模同比下降3.45%。公司资产结构变动不大，仍以流动资产为主。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23.19	4.99%	34.12	7.38%	40.50	8.46%
其他应收款	201.39	43.34%	188.99	40.87%	207.96	43.42%
存货	137.10	29.51%	136.55	29.53%	137.11	28.63%
流动资产合计	372.76	80.22%	370.55	80.13%	398.40	83.18%
投资性房地产	69.48	14.95%	69.48	15.03%	68.32	14.26%
其他非流动资产	8.47	1.82%	8.47	1.83%	-	0.00%
非流动资产合计	91.89	19.78%	91.88	19.87%	80.54	16.82%
资产总计	464.65	100.00%	462.43	100.00%	478.94	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表14 公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.81	2.34%	21.28	4.44%
存货	22.37	4.84%	34.15	7.13%
投资性房地产	67.93	14.69%	57.05	11.91%
合计	101.11	21.86%	112.48	23.49%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年底，公司货币资金受限比例为31.69%，受限原因系用作借款质押、承兑保证金。其他应收款主要系应收当地政府及相关单位的往来款，整体回收风险相对可控，2021年底规模同比下降但规模仍较大且回收时间不确定性较大，对资金形成一定占用；其他应收款项存在较大规模应收民营企业款项，需关注回收风险。2021年底公司存货主要由土地资产、土地整理开发成本、安置房建设成本、代建工程成本等构成。其中，土地资产主要系招拍挂取得，均足额缴纳土地出让金，土地用途主要为商业、住宅等，2021年底账面价值49.08亿元，同比略有下降，主要系华山花苑六期项目、土地整理业务、丽智电子以及蓝博万项目确认收入结转成本所致。

表15 截至 2021 年底公司期末余额前五名的其他应收款情况（单位：亿元）

单位名称	企业性质	期末余额	占其他应收款期末余额比重
江苏省南通高新技术产业开发区财政局	政府单位	26.22	13.87%
南通捷通城镇建设有限公司	国有	23.30	12.32%
南通高新区鸿硕建设开发有限公司	国有	20.07	10.61%
南通市通州区旺顺房屋拆迁有限公司	民营	18.76	9.92%

南通金之豪商贸有限公司	国有	16.22	8.58%
合计		104.57	55.30%

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

投资性房地产主要系南通高新区科技城、南通富都建设 2 家子公司的厂房、产业园，以及公司持有的土地使用权等；2021 年南通高新区政府收回子公司一块土地 1.71 亿元，投资性房地产重新进行评估、公允价值同比增加 2.88 亿元，2021 年底投资性房地产账面价值同比略有增长。

整体来看，2021 年底公司资产中其他应收款、存货占比仍较高；其他应收款规模较大、回收时间不确定性较大，对资金形成较大占用；存货主要系土地资产、土地整理成本、代建工程以及安置房建设成本，变现能力欠佳，同时资产抵质押率仍较高，资产整体流动性仍较弱。

收入质量与盈利能力

2021 年公司公允价值变动收益规模同比大幅下降、仍为利润主要来源，政府补助为利润有益补充

公司主要负责南通高新区内的土地开发整理，安置房建设销售以及基础设施建设任务。2021 年公司实现营业收入 17.54 亿元，同比增长 49.15%，主要系安置房销售收入、投资性房地产处置收入同比大幅增长所致。毛利率方面，由于毛利率相对较低的安置房销售以及投资性房地产处置收入占比大幅增加，2021 年公司销售毛利率为 22.85%，同比下降 9.21 个百分点。2021 年公司业务资金回笼情况一般，收现比为同比下滑。2021 年底，公司土地整理成本、基础设施建设成本、安置房建设成本规模仍较大，为公司未来收入提供了一定保障；随着南通高新区建设的推进，公司业务可持续性较好。需关注，公司收入受政府规划影响较大，未来仍存在一定波动性。

2021 年公司投资性房地产公允价值变动收益同比大幅下降，仍为利润主要来源，公司营业利润、利润总额同比大幅下降。2021 年公司收到基建补贴等政府补助合计 1.50 亿元，仍为利润的有益补充。

表 16 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年 1-3 月	2021 年	2020 年
营业收入	3.75	17.54	11.76
收现比	93.81%	88.28%	105.53%
营业利润	0.36	4.08	24.30
其他收益	0.36	1.50	1.56
公允价值变动收益	-	4.87	24.95
利润总额	0.34	4.07	24.30
销售毛利率	31.74%	22.85%	32.06%

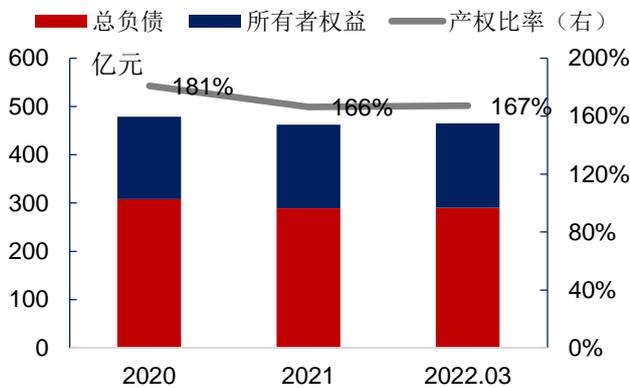
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模有所下降但仍较大，偿债指标表现欠佳，仍存在较大的偿债压力

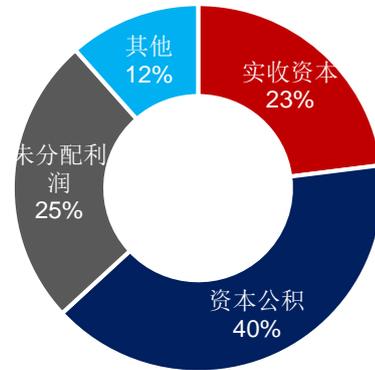
受益于盈余积累，2021年底公司所有者权益同比略有增长，同期总负债有所下降，产权比率下降至166.29%，所有者权益对负债保障程度有所提高但仍较弱。

图2 公司资本结构



资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图3 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主。公司短期借款全部系保证借款。应付票据包括银行承兑汇票、商业承兑汇票。一年内到期的非流动负债系一年内到期的21.33亿元的长期借款、17.05亿元的应付债券、6.13亿元的长期应付款。其他流动负债主要系系应付短融，2021年底已全部到期偿还。

长期借款和债券融资为公司主要融资方式，2021年底公司长期借款、应付债券规模继续增长。长期借款主要为银行借款，借款类型以保证、保证+抵押借款、信用、抵押借款为主。应付债券主要系应付PPN、私募债、中票以及债券融资计划等。2021年公司新发行5亿元“21通新01”、8.20亿元“21通新02”、12亿元“21南通高新MTN001”、8亿元“21南通高新MTN002”、4亿元“21南华01”。2022年一季度，公司发行“22南通高新MTN001”、“22南通高新SCP001”，应付债券规模继续增长。长期应付款主要系应付融资租赁款、信托借款、供应链ABS等，2021年底同比大幅下降。

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

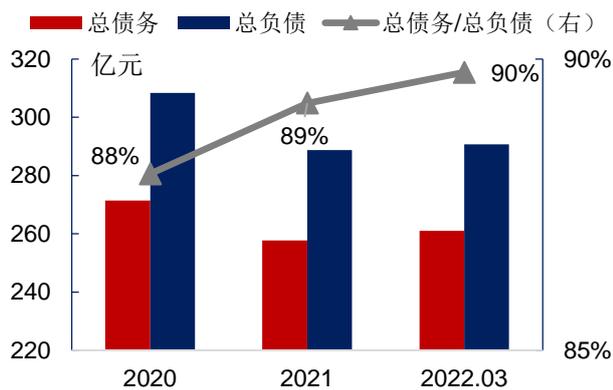
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.99	3.09%	10.22	3.54%	22.92	7.43%
应付票据	4.91	1.69%	7.56	2.62%	17.67	5.73%
一年内到期的非流动负债	49.49	17.02%	44.51	15.41%	37.91	12.29%
其他流动负债	0.22	0.07%	0.17	0.06%	8.51	2.76%
流动负债合计	84.25	28.98%	84.48	29.25%	113.79	36.90%
长期借款	89.47	30.78%	90.53	31.35%	77.62	25.17%
应付债券	102.90	35.40%	99.40	34.42%	88.78	28.79%
长期应付款	3.23	1.11%	3.51	1.21%	18.05	5.85%
非流动负债合计	206.46	71.02%	204.29	70.75%	194.60	63.10%

负债合计	290.71	100.00%	288.77	100.00%	308.39	100.00%
------	--------	---------	--------	---------	--------	---------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

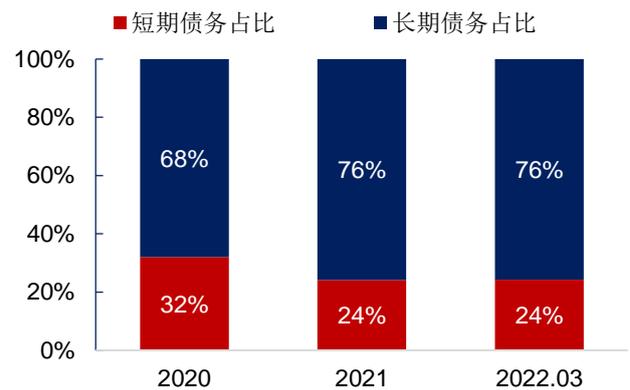
2021年底，公司总债务规模257.70亿元，同比下降5.07%，其中短期借款、应付票据、短融规模、非标融资规模均同比下降，银行长期借款、应付债券规模同比增长。2021年底公司长短期债务结构有所改善，短期债务占比同比下降，但占比仍较高，仍面临较大的短期偿债压力。

图4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，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 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年底公司财务杠杆同比略有下降、现金短期债务比同比略有提升，偿债压力略有缓解。但公司财务杠杆水平仍较高，现金短期债务比表现仍欠佳，且利润中公允价值变动损益占比较大，剔除公允价值变动损益，公司盈利对利息保障程度仍欠佳，整体偿债压力仍较大。公司资产受限比例较高，但融资渠道通畅，尚有一定额度银行授信，整体融资弹性尚可。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	62.57%	62.45%	64.39%
现金短期债务比	0.37	0.55	0.51
EBITDA 利息保障倍数	--	0.74	1.80

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，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（2022年4月2日），公司本部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。

或有事项分析

截至2021年底，公司对外担保余额57.94亿元，占年末净资产的33.37%，对外担保规模同比有所下降但仍较大；被担保方主要系南通高新区管委会实际控制的平台公司，均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。公司对外担保情况具体见附录五。

八、抗风险能力分析

南通市区位优势显著，整体经济实力强，在江苏省排名居前，近年着力打造“3+3+N”产业体系，正在发展成为江苏新的增长极和长江经济带的新的战略支撑点。南通高新区为国家级经济开发区，形成了汽车零部件产业、新一代信息技术、智能装备三大主导产业。南通市及南通高新区区域环境较好，为公司发展提供了良好基础。公司为南通高新区最主要的投融资建设主体，土地整理、安置房销售业务以及不动产租赁业务可持续性较好。公司土地开发平整业务、安置房、基础设施建设业务仍需投入较多资金，总债务规模仍较大，财务杠杆水平仍较高，偿债指标表现欠佳，面临较大的资金和偿债压力。考虑到公司为南通高新区唯一的发债平台，公司在业务、资金方面持续得到南通高新区管委会的大力支出，整体抗风险能力较强。

九、债券偿还保障分析

中投保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性

中投保为本期债券向债券持有人出具了担保函。中投保在该担保函中承诺，对本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在本期债券存续期及本期债券到期之日起两年内，如发行人不能按期兑付债券本金及到期利息，中投保保证将债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，划入企业债券登记机构或主承销商指定的账户。

中投保于1993年经国务院批准，由财政部、原国家经贸委出资成立，是国内首家全国性专业担保机构。截至2021年末，中投保注册资本和股本总额均为45.00亿元，国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”）为中投保控股股东，持有其48.93%的股份，国投集团作为国务院批准设立的国家投资控股公司，综合实力强，能提升中投保品牌形象，并在业务拓展、资金等方面给予中投保大力支持。国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）持有国投集团90.00%的股份，中投保实际控制人为国资委。截至2021年末，中投保前十大股东情况如下表所示。

表19 截至2021年末中投保前十大股东情况（单位：亿股）

序号	股东名称	期末持股数	期末持股比例
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93%
2	中信资本担保投资有限公司	5.01	11.14%

3	金鼎投资(天津)有限公司	4.97	11.05%
4	鼎晖嘉德(中国)有限公司	4.50	10.00%
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	3.43	7.62%
6	中信证券投资有限公司	1.90	4.23%
7	孙晨	0.45	1.00%
8	宁波华舆股权投资合伙企业(有限合伙)	0.40	0.89%
9	上海义信投资管理有限公司	0.39	0.87%
10	增慧芳	0.27	0.60%
合计		43.34	96.33%

资料来源：中投保 2021 年年报，中证鹏元整理

中投保为国内担保行业的龙头企业，近年来积极推进业务、产品和领域创新，经过长期发展和业务实践，已形成了跨货币市场、股票市场、债券市场的业务线，致力打造以“担保增信为主体、资管投资和金融科技为两翼”的“一体两翼”业务架构。中投保主要业务为担保业务，包括融资性担保和非融资性担保等，同时中投保利用自有资金开展投资业务，为担保主业的发展提供重要支撑。受益于新增担保业务规模大幅增长，2021年中投保已赚保费显著增长，2021年已赚保费4.45亿元，同比增长54.21%。受2020年大额投资项目退出影响，当年确认投资收益规模较大，2021年中投保投资收益同比下降60.00%至11.99亿元。总体来看，2021年中投保营业收入有所下降，实现营业收入23.81亿元，同比下降38.87%。

表20 中投保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2021年	2020年	2019年
担保业务收入	99,862.00	21,593.76	17,839.79
减：分出保费	609.40	580.49	656.20
减：提取未到期责任准备金	54,757.01	-7,839.80	-17,830.34
已赚保费	44,495.59	28,853.07	35,013.93
投资收益	119,858.76	299,670.01	175,012.36
其他收益	1,364.45	202.97	546.02
公允价值变动损益	21,971.66	31,415.57	956.92
汇兑损益	28,980.83	-7,122.85	568.80
其他业务收入	18,214.37	35,843.40	17,341.12
资产处置收益	3,202.31	635.10	216.82
营业收入合计	238,087.96	389,497.26	229,655.97

资料来源：中投保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

中投保担保业务分为融资担保和非融资担保两大类，其中以融资担保业务为主。融资担保业务包括公共融资类担保、房地产类金融产品担保及其他金融产品担保等；非融资担保业务主要包括诉讼保全担保、履约担保等。除传统的担保业务之外，近年来中投保加大担保业务创新力度，主要围绕资产证券化（ABS）、类REITS、CMBS等方向开拓业务，拓展供应链金融平台担保增信等业务领域，并取得了一定成效。

2020年以来中投保调整业务开展思路，2021年以来大力发展担保增信业务，当年业务投放规模同比显著增长，期末担保业务规模同比亦有较明显增长。2021年中投保新增担保额429.10亿元，是2020年新增担保额的2.23倍，2021年末担保余额为634.62亿元，较2020年末增长32.20%，主要系债券类担保和银行间接融资担保规模大幅增长所致。随着业务规模增长，中投保融资担保责任余额放大倍数亦有所上升，由2020年末的3.67倍上升至2021年末的4.94倍。

2021年，中投保进一步加强风险控制体系建设，并根据“全面风险管理”理念以及动态跟踪管理等手段管理控制风险。此外，中投保确立了按照“风险与效率”平衡的原则不断完善风险管理工作的指导思想，根据外部环境和自身战略规划，优化和完善风险管理机制，风险管理能力进一步提升。2021年当期担保业务未发生代偿。整体来看，中投保风险防控体系较为完善，运行效果较好，风险控制能力较强。但在宏观经济增速放缓、国内疫情反复以及部分重点业务开展领域相关融资政策调整仍给中投保未来业务开展、风险管理提出一定挑战。

风险准备金计提方面，受新增担保业务规模大幅增长影响，2021年中投保计提的担保风险准备金、未到期责任准备金和一般风险准备金均呈增长态势，2021年末前述三类准备金余额分别为12.04亿元、9.18亿元和5.23亿元，分别同比增长18.33%、147.75%和8.07%。截至2021年末，中投保应收代位追偿款账面余额7.89亿元，已计提坏账准备7.89亿元，年末账面净额仅24.98万元，2021年末中投保拨备覆盖率同比大幅提升且处于很高水平。

表21 中投保担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
当期新增担保额	429.10	192.03	87.70
当期解除担保额	274.51	213.68	265.01
期末担保余额	634.62	480.03	501.67
融资担保余额	587.35	459.94	481.98
非融资担保余额	47.28	20.09	19.69
融资担保责任余额	471.03	368.98	336.29
融资担保责任余额放大倍数	4.94	3.67	3.24
当期担保代偿额	0.00	0.32	0.74
当期担保代偿率	0.00%	0.15%	0.28%
当期代偿回收额	0.04	0.24	0.35
累计代偿回收率	0.37%	1.90%	2.76%
担保风险准备金	26.30	18.72	12.68
拨备覆盖率	1,052,804.31%	749,424.23%	507,712.19%

资料来源：中投保 2019-2021 年审计报告及年报，中证鹏元整理

集中度方面，2021年末中投保担保业务客户中第一大行业水利、环境和公共设施管理业客户担保余额合计为166.82亿元，相当于同期末中投保权益总额的149.82%；区域分布方面，中投保担保客户主

要位于江苏省、山东省等经济发达地区，2021年末中投保在江苏省的客户担保余额合计为170.37亿元，相当于同期末中投保权益总额的153.00%。从客户集中度来看，截至2021年末，中投保担保业务单一最大客户和前十大客户担保余额分别为14.40亿元和115.80亿元，分别占期末净资产的比例为12.93%和104.00%。整体来看，中投保在行业、地区、客户等方面的集中度较高，不利于其实现风险分散。

近年来中投保资产规模较为稳定，以金融资产为主，金融资产在总资产中的占比保持在50%左右。截至2021年末，中投保资产总额262.56亿元，同比增长1.56%，其中货币资金为27.57亿元，较2020年末增长122.02%，占总资产的比重为10.50%，货币资金中有13.65亿元银行存款因为子公司上海经投资产管理有限公司提供借款质押担保受限，受限货币资金在同期末货币资金中的占比为49.51%；2021年末定期存款为43.84亿元，较2020年末减少42.19%，占总资产的比重为16.70%，上述变动主要系中投保考虑资金安全及收益性，对资金配置结构进行调整所致。2021年末中投保金融投资合计金额为144.07亿元，同比增长13.01%，金融投资主要分为交易性金融资产、债权投资和其他债权投资三大类。截至2021年末，中投保交易性金融资产金额为98.05亿元，同比增长17.46%，主要系2021年中投保增加理财资产配置所致；2021年末其他债权投资金额为28.42亿元，同比增长17.45%，主要系2021年中投保加大对高信用评级债券资产投资力度所致。中投保投资资产规模较大，需关注投资业务相关的信用风险和市场风险。2021年末，中投保本部I、II、III级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为58.84%、15.57%和25.59%，I、II、III级资产比例指标满足相应监管要求。

2021年末中投保负债规模和负债结构较上年末保持稳定。截至2021年末，中投保负债合计151.22亿元，较2020年末增长6.42%，负债构成仍以长期债务为主。2021年末中投保短期借款余额为32.87亿元，占负债总额的21.74%。2021年随着新增担保业务规模大幅上升，中投保计提的未到期责任准备金显著增长，2021年末未到期责任准备金为9.18亿元，同比增长147.77%。2021年末中投保长期借款余额为43.67亿元，主要为向亚洲开发银行（以下简称“亚行”）的信用借款，另有一定规模向国有大型商业银行和国投集团下属财务公司的借款。2021年末应付债券余额为44.75亿元，占负债总额的29.59%，主要为面向合格投资者发行的公司债券。

截至2021年末，中投保所有者权益总额111.35亿元，同比下降4.36%，所有者权益呈小幅下降，但总体来看权益稳定性尚可。截至2021年末，中投保融资性担保责任余额放大倍数为4.94倍，整体来看仍具备较大的业务发展空间。

2021年受益于新增担保业务规模大幅上升，中投保担保业务收入显著增长，2021年担保业务收入为9.99亿元，同比增长362.46%。受2021年投资收益大幅下降影响，2021年中投保营业收入同比下降较为明显，2021年实现营业收入23.81亿元，同比下降38.87%。2021年中投保实现净利润8.07亿元，同比下降3.24%。2021年净资产收益率和总资产收益率分别为7.09%和3.10%，同比分别下降0.39和0.09个百分点。剔除非经常性损益影响，整体来看中投保盈利能力较为稳定。

表22 中投保主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业收入	23.81	38.95	22.97
担保业务收入	9.99	2.16	1.78
已赚保费	4.45	2.89	3.50
投资收益	11.99	29.97	17.50
提取担保赔偿准备金	1.83	6.67	0.96
业务及管理费	3.79	6.25	4.72
信用减值损失	3.78	5.51	1.80
营业利润	10.32	12.52	9.70
利润总额	10.32	12.50	9.70
净利润	8.07	8.34	8.31
营业利润率	43.36%	32.14%	42.25%
净资产收益率	7.09%	7.48%	7.99%
总资产收益率	3.10%	3.19%	3.54%

资料来源：中投保 2019-2021 年审计报告及年报，中证鹏元整理

从外部支持来看，中投保第一大股东为国投集团，综合实力雄厚，有利于提升其品牌形象，并在业务拓展、资金等方面获得大力支持。

综上所述，中投保综合实力强，业务发展稳健，创新能力较强；股东背景良好，实力雄厚，可在业务拓展、资金等方面为其提供大力支持；风险控制体系较为完善，风险控制和管理能力较强，担保代偿水平很低，拨备覆盖率和处于很高水平，整体代偿能力极强。同时，中证鹏元也关注到，中投保担保业务行业和区域集中度较高，不利于分散风险；宏观经济增速放缓、国内疫情反复以及部分重点业务开展领域相关融资政策调整仍给中投保未来业务开展、风险管理提出一定挑战，同时中投保投资资产规模相对较大，也给其带来了一定的信用风险和市场风险敞口。

经中证鹏元综合评定，中投保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

十、结论

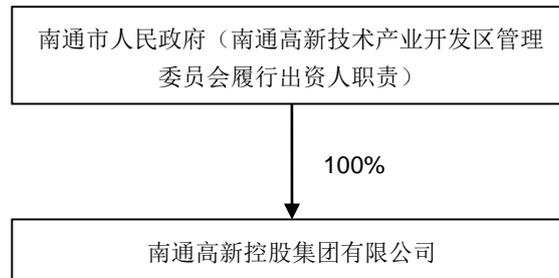
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“15通高新债/PR通高新”的信用等级为AAA。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	23.19	34.12	40.50	35.74
其他应收款	201.39	188.99	207.96	169.55
存货	137.10	136.55	137.11	42.44
流动资产合计	372.76	370.55	398.40	254.10
投资性房地产	69.48	69.48	68.32	44.66
非流动资产合计	91.89	91.88	80.54	151.06
资产总计	464.65	462.43	478.94	405.16
短期借款	8.99	10.22	22.92	22.15
一年内到期的非流动负债	49.49	44.51	37.91	39.17
流动负债合计	84.25	84.48	113.79	101.12
长期借款	89.47	90.53	77.62	45.45
应付债券	102.90	99.40	88.78	73.69
长期应付款	3.23	3.51	18.05	27.54
非流动负债合计	206.46	204.29	194.60	150.76
负债合计	290.71	288.77	308.39	251.88
总债务	260.97	257.70	271.47	227.43
营业收入	3.75	17.54	11.76	22.87
所有者权益	173.94	173.66	170.55	153.28
营业利润	0.36	4.08	24.30	3.41
其他收益	0.36	1.50	1.56	1.50
利润总额	0.34	4.07	24.30	3.41
经营活动产生的现金流量净额	8.76	19.27	30.94	8.31
投资活动产生的现金流量净额	-0.28	-9.95	-3.17	-1.66
筹资活动产生的现金流量净额	2.13	-5.23	-31.79	-9.79
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	31.74%	22.85%	32.06%	31.95%
收现比	93.81%	88.28%	105.53%	99.14%
资产负债率	62.57%	62.45%	64.39%	62.17%
现金短期债务比	0.37	0.55	0.51	0.44
EBITDA（亿元）	--	10.27	29.91	7.87
EBITDA 利息保障倍数	--	0.74	1.80	0.58

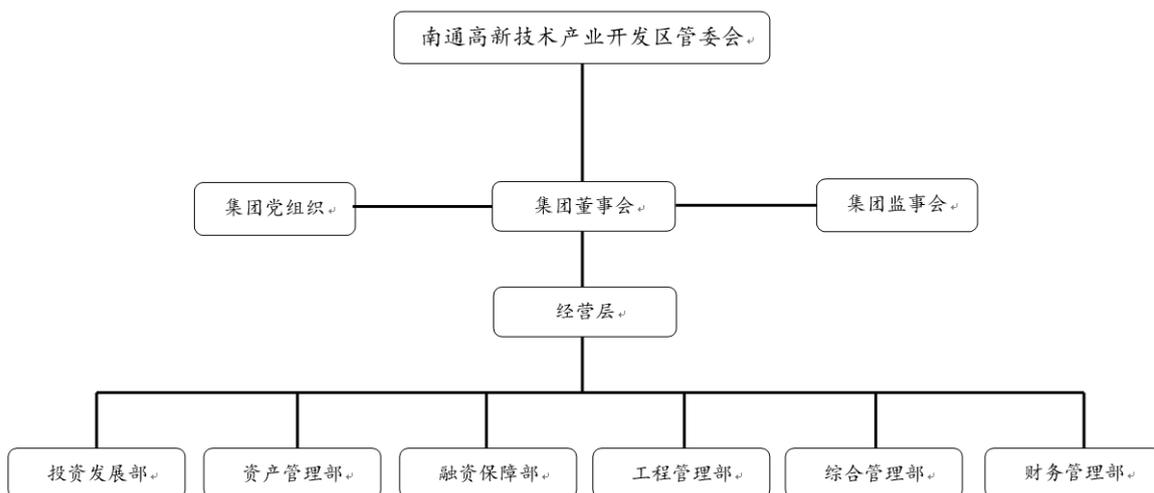
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
南通智汇企业管理有限公司	300.00	100.00%	商务服务
南通市通州区正方商贸有限公司	29,000.00	82.76%	批发、基建
南通华山实业有限公司	33,000.00	100.00%	建筑业
南通世锦实业有限公司	168,000.00	61.76%	土木工程建筑业
南通溯天环保科技有限公司	5,000.00	60.00%	制造业
南通高新区硕博水利工程有限公司	158,000.00	93.00%	土木工程建筑业
南通市通州区盛民新农村基础设施开发有限公司	23,000.00	100.00%	土木工程建筑业
南通高新区科技城投资发展有限公司	20,000.00	100.00%	基建
南通富都建设工程有限公司	45,000.00	100.00%	建筑业
南通领航新能源科技有限公司	500.00	100.00%	电力、热力生产和供应

资料来源：公司 2021 年审计报告、全国企业信息查询系统，中证鹏元整理

附录五 截至 2021 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	企业性质	担保金额
		4,000.00
		1,000.00
		4,000.00
南通禹湖水利工程管理有限公司	国有	3,400.00
		13,000.00
		9,200.00
		1,872.00
		12,400.00
南通锡通自来水供应有限公司	国有	6,000.00
		4,000.00
		33,000.00
		18,000.00
南通市通州区金裕达农业开发有限公司	国有	9,000.00
		5,431.25
		9,000.00
南通市通州区惠民新农村基础设施开发有限公司	国有	7,423.00
		22,000.00
		9,000.00
南通凯鼎城镇开发建设有限公司	国有	3,500.00
		6,000.00
南通聚恒货物仓储有限公司	民营	1,000.00
		900.00
		15,700.00
南通金之豪商贸有限公司	国有	5,000.00
		6,000.00
		5,000.00
		28,103.00
		9,500.00
		3,000.00
南通捷通城镇建设有限公司	国有	8,970.00
		8,000.00
		8,000.00
		9,500.00
		5,000.00
南通高新区鸿硕建设开发有限公司	国有	4,700.00
		4,700.00

		10,000.00
		4,000.00
		4,500.00
		22,000.00
		18,000.00
南通富通城市建设有限公司	国有	15,000.00
		20,900.00
		40,000.00
南通鼎通交通工程有限公司	国有	9,875.00
		9,150.00
		80,000.00
南通奥恒贸易有限公司	国有	17,700.00
		6,000.00
		5,000.00
南通锡通新农村基础设施开发有限公司	国有	5,000.00
南通博鼎机械科技有限公司	国有	8,000.00
合计		579,424.25

注：南通锡通新农村基础设施开发有限公司 2021 年 10 月更名为南通苏锡通控股集团有限公司

资料来源：公司 2021 年审计报告、全国企业信息查询系统，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。