



2017年第一期、第二期宝应县开发投资有限公司公司债券2023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
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。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。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
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评级的变化
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年第一期、第二期宝应县开发投资有限公司公司债券 2023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
PR 宝开 01/17 宝应开投债 01	AAA	AAA
PR 宝开 02/17 宝应开投债 02	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：宝应县经济保持增长，江苏省宝应经济开发区（以下简称“宝应经开区”）作为江苏省首批省级开发区，产业项目招引成效显著，宝应县开发投资有限公司（以下简称“宝应开投”或“公司”）仍是宝应县基础设施建设及土地开发整理实施主体之一，业务在宝应经开区内仍具备主导优势，待结算项目成本及拟建项目规模较大，可保障相关业务收入持续性，且继续获得较大力度的财政补贴支持，而江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供的保证担保仍能有效提升“PR 宝开 01/17 宝应开投债 01”、“PR 宝开 02/17 宝应开投债 02”（两支债券以下合计简称“本期债券”）的信用水平。同时中证鹏元也关注到，公司债务期限结构趋于短期化，现金短期债务比低位下探，备用流动性亦不足，面临较大的短期偿付压力，且主营业务结算及回款进度滞后使得资金被大幅占用，对外担保规模较大以及因个别担保涉诉被执行亦加大了或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长时期内将维持现有平台地位，且随着在建及拟建项目逐步推进及结算，未来基础设施建设及土地开发业务收入较有保障，有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年05月30日

联系方式

项目负责人：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：游云星
youyx@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	2022年	2021年	2020年
总资产	89.97	89.69	81.02
所有者权益	55.20	53.41	52.08
总债务	20.62	23.74	22.37
资产负债率	38.65%	40.45%	35.72%
现金短期债务比	0.35	0.38	0.47
营业收入	7.11	7.74	7.52
其他收益	1.33	2.05	1.97
利润总额	1.97	2.55	2.25
销售毛利率	12.23%	11.21%	10.57%
EBITDA	2.39	2.83	2.57
EBITDA 利息保障倍数	1.69	2.25	2.06
经营活动现金流净额	2.72	4.78	7.88

资料来源：公司 2020-2021 年连审审计报告及 2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **宝应县经济仍保持增长，宝应经开区产业项目招引成效显著。**宝应县以建筑业、新型电力装备、电子信息和新材料等产业为支柱产业，2022 年在投资等因素驱动下区域经济保持增长。宝应经开区是江苏省首批省级开发区，致力于构建新型电力装备、新一代电子信息及通讯、高端新材料“三新”产业体系，近年持续引入大型企业，并承接较大规模无锡市产业转移项目，工业发展不断提速。
- **公司业务在宝应经开区内仍具备主导优势，未来收入持续性有一定保障。**公司仍是宝应经开区内的主要开发主体，且以基础设施、安置小区、厂房等代建业务以及土地整理和转让为主体的业务运营体系可在一定程度上分散经营风险。截至 2022 年末，公司已完工未结算项目及拟建项目规模均较大，未来收入实现较有保障。
- **外部支持大幅增厚了公司的利润水平。**2022 年，公司继续获得宝应经济开发区财政所（以下简称“宝应经开区财政所”）的补贴资金，占同期利润总额的 67.51%，对盈利贡献突出。
- **第三方担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**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，经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为 AAA，有效提升了本期债券信用水平。

关注

- **业务结算及回款进度滞后导致资金沉淀加重，资产流动性趋弱。**因公司代建项目及土地整理业务结算和回款进度仍较慢，导致 2022 年末公司应收账款以及合同资产账面价值合计占同期末资产总额的比重升至 58.19%，对营运资金占用进一步增加，整体资产流动性及收益性仍较弱。
- **现金短期债务比低位下探，且备用流动性不足，短期偿付压力较大。**公司虽然总体杠杆水平不高，但债务期限结构趋于短期化，现金短期债务比持续低位下行，同时备用流动性较为紧张，面临较大的短期偿债压力。考虑到 2022 年末公司拟建项目总投资额 22.50 亿元，未来项目建设投入及存量债务滚续将带来持续的融资需求，面临的债务管控压力较大。
- **对外担保规模较大且存在被执行信息，面临较大的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额合计 42.96 亿元，被担保对象均为当地国有企业，与当年末净资产之比为 77.83%，且均未设置反担保措施；此外，公司因个别被担保方债务偿付困难，需承担连带清偿责任，已被一同纳入被执行人名单，执行总额 0.17 亿元¹。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
宝应城建	宝应县主要的基础设施和安置房建设主体	280.44	95.71	9.41
宝应开投	宝应经济开发区基础设施建设主体	89.97	55.20	7.11

注：（1）宝应城建为宝应县城市建设投资发展有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：各平台 2022 年审计报告，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

¹ 公司仅担保其中的 50%。

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
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

注：以上指标评分越高代表表现越好；行政层级的 1-5 分分别代表乡级、县级、市级、副省级、省级行政区。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是宝应县的基础设施建设平台之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宝应县政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在公司与宝应县政府的联系是中等的以及对宝应县政府非常重要。同时，中证鹏元认为宝应县政府提供支持的能力很强，主要体现在很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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/PR 宝开 01/17 宝应开投 债 01、 AAA/PR 宝开 02/17 宝应开投 债 02	2022-06-28	邹火雄、游云 星	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	AAA/PR 宝开 01/17 宝应开投 债 01	2017-07-27	马闯、王西	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	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
PR 宝开 01/17 宝应开投债 01	6.00	2.40	2022-6-28	2024-8-21
PR 宝开 02/17 宝应开投债 02	6.00	2.40	2022-6-28	2024-10-17

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

公司分别于2017年8月及2017年10月发行7年期6亿元公司债券“PR宝开01/17宝应开投债01”以及7年期6亿元公司债券“PR宝开02/17宝应开投债02”，募集资金均计划用于莘宝工业园（一期）建设项目以及补充营运资金。截至2023年4月27日，本期债券募集资金账户余额31.23万元。

三、发行主体概况

2022年公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为1.50亿元，宝应县中小企业融资服务中心（以下简称“宝应中小企业融服中心”）和江苏省宝应经开控股有限公司²（以下简称“宝应经开”）分别持有公司70%和30%的股份，其中宝应中小企业融服中心系公司控股股东和实际控制人。

公司仍是宝应县基础设施建设及土地开发整理业务实施主体之一，业务范围主要集中于宝应经开区内，涵盖基础设施、厂房、安置小区等项目代建和土地开发整理、土地转让等。2022年公司合并范围的子公司无变化，2022年末纳入公司合并范围的子公司共5家，其中公司对子公司江苏省宝应产业投资发展有限公司持股比例为65%，目前尚未实际出资，亦未开展经营业务，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月

² 控股股东及实际控制人均为宝应县人民政府国有资产监督管理办公室。

同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023 年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022 年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023 年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

宝应县地处江苏省中部，以建筑业、新型电力装备、电子信息和新材料等产业为支柱产业，近年在投资等因素驱动下区域经济保持增长，但经济体量和财政水平在扬州市各区县中居后，税收产出能力偏弱

区位特征：宝应县地处江苏省中部，扬州市北缘，交通网络较为完备，但人口吸附能力较弱。宝应县隶属江苏省扬州市，地处江苏省中部，扬州市北缘，淮河下游，京杭大运河纵贯南北，是国家南水北调东线工程的源头地区。宝应县位于“一带一路”经济带、长江经济带和大运河文化带沿线，区位较好；S331省道、S350省道、北京—上海高速公路、盐蚌高速公路穿境而过；自2020年末连镇高铁开通运营后，宝应县正式跨入高铁时代，交通网络逐渐完善。宝应县域总面积1,467平方公里，下辖14个镇、1个省级经济开发区（宝应经济开发区）、1个省级有机农业开发区（宝应湖有机农业开发区）。截至2022年末，全县常住人口67.85万人，较2010年（75.21万人）有所减少，当年末全县户籍人口84.85万人，人口呈现净流出状态。

图 1 宝应县区位示意图



图 2 宝应县交通布局示意图



资料来源：宝应县《十四五规划纲要》

经济发展水平：宝应县经济和财政水平在扬州市各区县中排名靠后，人均GDP高于全国平均水平，投资是区域经济增长的主要引擎。近年宝应县地区生产总值持续增长，增速与扬州市平均水平基本持平，产业结构以二、三产业为主。横向来看，宝应县经济体量在扬州市各区县处于下游水平，与高邮市、仪征市等差距不大，但一般公共预算收入与两市相差较大，税收产出能力不强。从需求端驱动因素来看，固定资产投资是宝应县经济增长的重要推动力，近年保持增长但增速波动较大，2022年表现较为亮眼，其中工业投资增长22.0%；而在全中国消费市场不景气的背景下，2022年全县社零总额亦实现逆势增长；相比之下，区域进出口总额体量相对较小。宝应县人均GDP明显高于全国平均水平，整体经济发展情况较好。

表1 2022年扬州市下属区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
江都区	1,256.02	3.1%	13.56	55.87	76.32
邗江区	1,145.52	3.1%	15.76	45.49	46.21
高邮市	1,014.81	4.8%	14.30	40.09	54.02
仪征市	1,002.93	4.6%	18.83	46.65	102.35
宝应县	881.65	4.6%	12.99	24.48	44.29
广陵区	800.00	4.5%	14.75	31.75	64.25

注：宝应县人均 GDP 根据年末当地常住人口数据计算，其他区域人均 GDP 根据第七次人口普查当地常住人口数计算。

资料来源：政府网站、DM 等，中证鹏元整理

表2 宝应县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	881.65	4.6%	841.41	7.5%	763.04	3.6%
固定资产投资	-	16.9%	-	4.6%	-	4.8%
社会消费品零售总额	175.06	2.7%	170.46	6.9%	159.38	-4.0%
进出口总额（亿美元）	9.70	-	-	-	7.66	-23.7%
人均 GDP（元）		129,941		123,302		111,850
人均 GDP/全国人均 GDP		151.63%		152.27%		154.39%

注：2020 年人均 GDP 根据第七次人口普查当地常住人口数据计算，2021 年及 2022 年人均 GDP 根据年末当地常住人口数据计算。

资料来源：2020-2021 年宝应县国民经济与社会发展统计公报、宝应县 2022 年 1-12 月统计指标完成情况、宝应县 2023 年政府工作报告，中证鹏元整理

产业情况：宝应县以建筑业、新型电力装备、电子信息和新材料等产业为支柱产业。建筑业对宝应县经济贡献较大，2022 年全县建筑业施工总产值达 730 亿元，同比增长 4.3%。此外，宝应县形成以新型电力装备产业、新能源制造与应用产业、电子信息产业、高端装备产业、汽车及零部件产业、轻纺及新材料产业、有机食品及大健康产业等为支撑的工业产业体系。其中，新型电力装备产业方面，截至

2020年末全县有以宝胜集团有限公司为代表的各类电力装备企业300多家，拥有国家工程研究中心、国家企业技术中心各1个；新能源制造与应用产业方面，近年来宝应县依托面积4.67万公顷湖荡资源，大力发展光电和风能产业，国家光伏发电应用“领跑者”示范基地实现发电装机总容量500兆瓦，与国家电网并网送电；电子信息产业是宝应县外贸出口重点产业，国人5G通信智能装备产业园、万沙智能终端产业园等产业链企业陆续落户，森萨塔科技（宝应）有限公司是亚洲最大的热保护器生产基地，骏升科技（扬州）有限公司是全球最大的遥控器生产基地，全球市场占有率30%；新材料产业方面，扬州晨化新材料股份有限公司在A股创业板上市。2022年宝应县规模以上工业总产值同比增长10.0%，规模以上工业增加值同比增长7.2%，工业经济保持增长态势。

财政及债务水平：近年宝应县综合财力持续增长，但受产业结构和减税降费政策影响，区域财政收入质量趋弱且财政自给能力不佳。近年宝应县一般公共预算收入窄幅波动，其中税收占比有所下降，受区域产业结构影响，宝应县内企业总体呈现大而不强的特点，叠加近年减税降费政策力度加大，导致区域税收产出能力不佳。而由于财政支出相对刚性，近年财政自给率低于30%且呈现进一步下滑的趋势，财政自给能力较弱。此外，政府性基金保持增长，但2022年增速明显放缓。区域债务方面，宝应县地方政府债务余额持续增长，2020-2022年复合增长率为13.37%，截至2022年末地方债务率为159.15%，政府债务负担较其综合财力而言偏重。

表3 宝应县财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	24.48	25.14	24.87
税收收入占比	71.1%	77.5%	77.2%
财政自给率	24.5%	29.1%	29.2%
政府性基金收入	44.29	41.72	22.40
地方政府债务余额	109.45	94.64	85.15

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入。

资料来源：宝应县人民政府网，中证鹏元整理

投融资平台：宝应县投融资平台主要有宝应县城市建设投资发展有限公司（以下简称“宝应城建”）和公司，控股股东均为宝应县中小企业融资服务中心。其中宝应城建是宝应县主要的基础设施建设主体，业务涉及基础设施和安置房建设及资金借贷等，债务负担较重，公司主要承接宝应经济开发区范围内的厂房建设、基础设施代建和土地开发整理等业务。

表4 宝应县主要投融资主体情况（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
宝应城建	宝应县中小企业融资服务中心	93.57	65.87%	9.41	185.02	宝应县主要的基础设施和安置房建设主体
宝应开投	宝应县中小企业融资服务中心	55.20	38.65%	7.11	20.62	宝应经济开发区基础设施建设、厂房建设主体

注：上表除了宝应城建总债务为 2021 年数据以外，其他均为 2022 年度数据。

资料来源：各平台 2022 年审计报告，中证鹏元整理

宝应经开区致力于构建新型电力装备、新一代电子信息及通讯、高端新材料“三新”产业体系，近年持续引入大型企业，承接较大规模无锡市产业转移项目，工业发展不断提速

宝应经开区是江苏省首批省级开发区，总面积 58.2 平方公里，建成区面积 20 平方公里，下辖 10 村 2 社区，常住人口近 5 万人。宝应经开区现拥有规上企业 320 家、高新技术企业 66 家，目前已形成智能输变电装备产业和光伏制造产业为主导，IT 智能制造和汽配产业为辅，以及一个南北共建产业园为亮点的产业集群。宝应经开区围绕新型电力装备、新一代电子信息及通讯、高端新材料“三新”产业，加快海川电子、棋瑞德机械、亨达电机、超洲科技、敏而晶圆镜片、伊尔曼新型聚酯纤维铸片等项目建设，且近年接连引进无锡锡洲电磁线、巨丰精密电磁线、梦阳电机、超洲科技、新奇生电器等无锡市产业转移项目，成为无锡新型电力装备产业项目溢出目的地之一。2022 年上半年，宝应经开区工业开票销售、工业总产值同比分别增长 11.6%、11.5%。

五、经营与竞争

公司仍是宝应县基础设施建设及土地开发整理实施主体之一，基础设施建设及土地开发业务在宝应经开区内仍占据主导优势；目前待结算项目及拟建项目规模较大，未来业务收入较有保障

公司主要从事宝应经开区范围内的基础设施、厂房、安置小区等项目代建和土地开发整理、土地转让等业务，上述业务仍是公司核心收入及毛利来源，其中 2022 年基础设施代建业务贡献度明显提升，厂房建设及土地转让业务受区域招商引资情况及土地市场行情影响较大，收入规模明显下滑，受此影响公司营业收入有所减少。

此外，由于主营业务盈利空间较小，且租赁业务受外部环境影响持续大幅亏损，公司销售毛利率虽略有改善仍处于偏低水平。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施代建	32,373.49	45.54	13.04	18,051.49	23.32	11.78
厂房建设	11,704.01	16.46	9.72	23,638.64	30.54	9.19
安置小区建设	711.14	1.00	13.04	544.95	0.70	13.04
代建业务小计	44,788.64	63.01	12.17	42,235.08	54.56	10.35
土地开发整理	15,659.91	22.03	13.04	13,030.36	16.84	9.09
土地转让	10,531.85	14.82	16.67	22,013.16	28.44	16.67
土地业务小计	26,191.77	36.85	14.50	35,043.52	45.28	13.85
租赁业务	104.05	0.15	-535.22	114.49	0.15	-477.27

合计	71,084.45	100.00	12.23	77,393.09	100.00	11.21
----	-----------	--------	-------	-----------	--------	-------

注：受租金减免政策影响，叠加因招商引资需要对入驻企业实施返租政策，而投资性房地产每年计提的折旧额相对刚性，上述因素共同导致租赁业务大幅亏损。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）代建业务

公司代建业务仍主要涵盖宝应经开区内的基础设施、安置房及工业厂房项目，2022年基础设施及厂房建设业务涨跌不一，整体代建板块收入小幅增长；目前在建项目多数已接近尾声，但完工未结算项目及拟建项目规模可保障未来收入持续性

作为宝应县基础设施建设和安置房建设主体之一，近年公司承担了宝应经开区多个市政工程项目和安置小区项目的建设。根据公司与宝应县人民政府和宝应鑫秀元实业有限公司（以下简称“鑫秀元公司”，实际控制人为宝应经开区农服中心）分别签署的代建协议，公司受宝应县政府委托承担宝应经开区及宝应县范围内重大基础设施项目及安置房的建设，受鑫秀元公司委托负责宝应县内基础设施建设零星项目和宝应经开区内厂房回购建设项目。项目建设期内的建设资金均由公司负责筹措，宝应县人民政府按项目实际成本加15%的项目收益作为公司项目建设收入，鑫秀元公司按基础设施建设零星项目实际成本加成15%、厂房建设项目实际成本加成18%与公司结算代建收入，项目竣工验收合格后，按合同约定分批次支付价款。实际操作中，公司每年按完工百分比法向宝应经开区财政所申报备案项目建设成本及收益，据此确认相关收入及成本。

公司基础设施代建业务、安置小区建设业务和厂房建设业务均按照完工进度确认收入。宝应经开区作为区域经济发展的主阵地之一，基础设施不断完善，2022年公司基础设施代建收入大幅增长79.34%；安置小区建设业务收入主要来源于七里安置小区、金湾安置小区，由于存量安置房销售进度已近尾声，2022年销售规模仍较小；厂房建设收入主要来源于宝应经开区内标准化厂房回购，受招商引资和项目建进度影响，2022年回购收入明显下滑。

截至2022年末，公司主要在建项目及拟建项目预计总投资52.71亿元，待投资额30.65亿元。此外，同期末合同资产中未结算的项目成本达40.03亿元，未来随着项目推进及结算，公司代建收入较有保障。但代建项目结算及回款进度仍较为滞后，导致项目资金沉淀较重，面临较大的资金平衡压力。

表6 截至2022年末公司主要在建、拟建工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订代建协议
开发区道路工程	7.97	7.34	是
金湾安置小区	5.41	4.72	是
摩恩集团智能制造产业园标准化厂房建设项目	3.40	2.94	是
七里安置小区	3.03	2.56	是
基础设施零星工程项目	2.45	2.04	是
小区基础设施	1.25	1.00	是

创业园二期厂房	0.80	0.64	是
开发区绿化工程	0.73	0.60	是
开发区消防站项目	0.17	0.13	是
宝应经济开发区黄滕片区产城融合项目	11.50	0.00	-
宝应经济开发区产业提档升级项目	11.00	0.00	-
宝应农业产供销一体化升级及新型生态文旅项目	5.00	0.09	否
合计	52.71	22.06	-

注：截至 2022 年末，本期债券募投莘宝工业园（一期）工程已完工。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）土地业务

2022年公司土地转让业务大幅收缩导致土地业务整体收入明显下滑，目前土地整理项目和未开发土地储备量均尚可，但需关注政府规划及土拍行情对该业务稳定性的扰动

1、土地整理业务

根据公司与宝应县人民政府及鑫秀元公司签订的《土地开发整理协议书》，公司接受宝应县人民政府及鑫秀元公司委托，实施宝应经开区及宝应县内各片区的土地整理工作，建设资金由公司筹措，委托方按照土地开发整理直接成本加成一定比例与公司结算收入（宝应县人民政府及鑫秀元公司给予的加成比例分别为10%和15%），并在工程完工后，按合同约定分批次支付价款。实际操作中，公司每年按完工百分比法向宝应经开区财政所申报备案项目投资成本及收益，并据此确认土地开发整理项目收入及成本。

受公司承接的土地整理工程量、建设进度及各项目加成比例存在差异等因素影响，2022年土地整理收入和毛利率均有所提升。截至2022年末，公司主要在整理土地12宗，账面价值合计3.55亿元，考虑到土地开发整理业务受工程进度及政府规划影响较大，可能对未来土地整理收入的稳定性有所扰动。

2、土地转让业务

公司土地转让收入主要来源于前期通过“招拍挂”程序获得的土地再转让收入。公司与项目投资方协商明确土地地块、建设规划等事宜后，分为两种转让方式：一是由公司直接将土地转让给项目投资方；另一种情况为由宝应县人民政府按照账面成本加成20%收回，并再次委托国土部门进行“招拍挂”挂牌出让。

2022年受土拍市场低迷的影响，公司土地转让收入较往年明显下滑，但毛利率保持稳定。截至2022年末，公司存货中土地使用权共有15宗，账面价值12.20亿元（其中价值2.68亿元的土地尚未办理产权证），性质主要为商住用地，需关注公司土地转让收入受当地招商引资进展和土地市场行情等因素影响较大，未来业务收入实现存在一定波动性。

表7 2021-2022 年公司土地转让业务收入明细（单位：平方米、亿元）

年份	土地名称	面积	销售收入	销售成本
----	------	----	------	------

2022 年	宝国用(2010)第 4220 号	32,992	0.82	0.68
	宝房权证安宜字第 9127976 号	5,474	0.14	0.11
	宝房权证安宜字第 9127978 号	8,409	0.10	0.08
	合计	46,875	1.06	0.87
2021 年	宝国用(2013)第 4000436 号	6,208	0.35	0.29
	宝国用(2014)第 4001748 号	34,669	1.85	1.55
	合计	40,877	2.20	1.83

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得宝应经开区财政所较大力度补贴支持

作为承接宝应经开区内基础设施建设和土地开发整理等业务的主体，2022年公司继续获得宝应经开区财政所拨付的补贴金额1.33亿元，虽较上年有所下降，但仍是利润的有力支撑。

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亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）³审计并出具标准无保留意见的2020-2021年连审审计报告及2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围未发生变化。

资本实力与资产质量

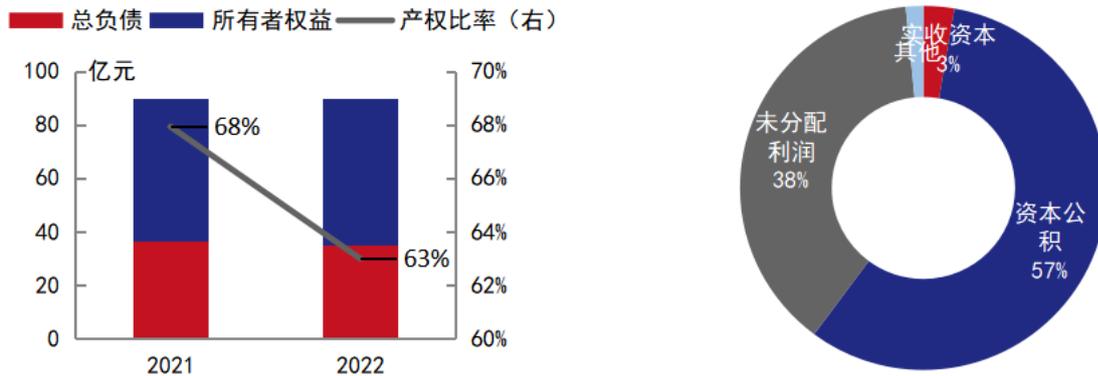
公司资产仍主要由业务推进形成的项目投资成本、应收账款以及往来款和土地资产构成，由于项目资金投入与回笼进度存在明显错配，合同资产和应收账款对营运资金占用进一步增加，资产流动性趋弱

受益于自身经营积累，2022年末公司所有者权益小幅增加，截至期末权益结构以资本公积和未分配利润为主，而存量债务兑付使得公司总负债有所减少。综上影响，2022年末公司产权比率较上年进一步下降，所有者权益对负债的保障能力向好。

图 3 公司资本结构

图 4 2022 年末公司所有者权益构成

³ 因原审计机构中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）被国家发改委暂停企业债业务资质，公司 2022 年变更了审计机构，并对 2020-2021 年财务数据进行了补充审计。



资料来源：公司 2020-2021 年连审审计报告及 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司资产规模基本保持稳定，仍主要由代建业务和土地业务形成的应收账款、合同资产以及与政府单位及国有企业的往来款、存货中的土地使用权构成，呈现以流动资产为核心的资产结构。其中合同资产主要为基础设施建设、安置小区建设、厂房建设、土地开发整理项目的工程施工成本；应收账款对象系宝应经开区财政所，因主营业务结算及回款仍较为滞后，导致公司2022年末合同资产和应收账款账面价值均有不同幅度的增长。存货主要由土地使用权构成，规模波动不大，2022年末为12.20亿元，其中1宗土地尚未办理产权证，账面价值为2.68亿元。根据区域统筹安排，公司与区域内国企及政府单位存在较大规模资金往来，2022年末其他应收款有所下降。由于公司代建项目及土地整理业务结算进度较慢，且财政回款、往来款回收均存在一定滞后性，预计公司短期内将保持相对稳定的资产结构，应收款项和项目开发成本对公司营运资金形成较大占用。

其他资产方面，截至2022年末，公司货币资金受限比例高达87.15%；对外股权投资多数计入其他非流动金融资产中，投资对象包括区域融资担保、小额贷款企业及股权投资基金等，其中部分为民营企业，需关注可能存在的减值风险。

截至2022年末，公司受限资产合计5.66亿元，占期末净资产的10.25%，主要集中于货币资金及合同资产，其中货币资金因用于票据保证金及存单质押而受限的规模为3.73亿元，合同资产中账面价值为1.93亿元的项目用地已被抵押。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.28	4.76%	4.45	4.96%
应收账款	12.32	13.69%	7.13	7.94%
其他应收款	16.93	18.82%	19.48	21.72%
存货	12.20	13.56%	16.08	17.93%
合同资产	40.03	44.50%	37.88	42.23%
流动资产合计	85.77	95.33%	85.02	94.79%

其他非流动金融资产	2.01	2.23%	2.08	2.32%
非流动资产合计	4.20	4.67%	4.67	5.21%
资产总计	89.97	100.00%	89.69	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年连审审计报告及 2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所下滑，其中基础设施代建业务贡献程度大幅提升，整体盈利能力偏弱，利润仍主要由政府补助贡献，需关注区域财政压力加大对补贴持续性的影响

公司营业收入主要来源于宝应经开区内基础设施、安置房、工业厂房等项目代建和土地开发整理及转让业务。受承接的项目工程量及结算进度影响，2022年公司营业收入同比减少8.15%，细分来看，基础设施代建业务对收入的贡献程度大幅提升，土地开发整理业务规模亦有所扩大；但厂房建设及土地转让业务受区域招商引资情况及土地市场行情影响较大，2022年业务收入规模均大幅下滑；安置房业务体量仍较小。截至2022年末，公司基础设施建设及厂房建设等代建业务已投资待结算金额较大，收入持续性较有保障，土地开发整理业务及土地转让业务未来收入可能存在一定波动。

毛利率方面，土地转让及安置小区建设业务毛利率保持稳定，基础设施代建、土地开发整理、厂房建设业务的毛利率均有不同程度提升，整体来看公司销售毛利率略有改善但仍处于偏低水平。公司2022年收到的政府补助较上年有所减少，但仍是利润的主要来源，占利润总额的比重为67.51%。考虑到宝应县税收产出能力较弱，近年财政自给率持续下滑至低位，未来需关注政府补助的持续性。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年
营业收入	7.11	7.74
营业利润	1.97	2.55
其他收益	1.33	2.05
利润总额	1.97	2.55
销售毛利率	12.23%	11.21%

资料来源：公司 2020-2021 年连审审计报告及 2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模略有减少，但期限结构趋于短期化，现金短期债务比低位下行，且备用流动性较为紧张，面临较大的短期偿债压力

2022年末公司净融资额为负，因此总债务规模及其在总负债中的比重均有所下降。期限结构方面，由于长期债务规模显著下降，2022年末短期债务占总债务的比重提升至59.21%。从资金来源层面看，公司融资结构亦有所调整，2022年公司非标借款和债券集中兑付规模较大，但当年银行融资力度加大。截至2022年末，公司融资渠道以直接融资和银行借款为主，非标占比不高，其中银行借款合作机构主要为

城农商行、国有银行、政策性银行等，担保方式以保证担保为主，抵质押作为补充，平均融资成本低于其他渠道；债券融资主要为企业债及定向融资工具（PPN），近年发债品种以PPN为主，利率在5.0%-6.1%之间；存量非标融资主要为债权融资计划及信托借款，借款成本偏高但规模尚可。

除有息债务以外，2022年末公司其他应付款占总负债比重较大，对区域内其他国企往来款进一步增加，但具有一定的偿付弹性。

表10 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-3 年	3 年以上
银行借款	5.18%	5.80	2.34	2.33	1.13
债券融资	5.24%	9.00	6.60	2.40	-
非标融资	7.14%	1.84	0.57	1.27	-
合计	5.43%	16.64	9.51	6.00	1.13

注：上述债务数据系根据公司内部统计口径计算得到，且不包含应付票据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.43	4.10%	0.68	1.86%
其他应付款	8.82	25.38%	7.64	21.05%
一年内到期的非流动负债	3.72	10.70%	3.17	8.73%
其他流动负债	4.37	12.56%	4.08	11.24%
流动负债合计	26.36	75.81%	24.26	66.88%
长期借款	4.65	13.36%	2.84	7.83%
应付债券	2.48	7.14%	9.17	25.29%
非流动负债合计	8.41	24.19%	12.02	33.12%
负债合计	34.77	100.00%	36.28	100.00%
总债务	20.62	59.31%	23.74	65.43%
其中：短期债务	12.21	35.12%	11.72	32.31%
长期债务	8.41	24.19%	12.02	33.12%

资料来源：公司 2020-2021 年连审审计报告及 2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2022年末公司杠杆比率仍处于较低水平，且受益于政府补贴对利润的增厚作用，EBITDA利息保障倍数虽有所下滑但仍表现较好。但现金短期债务比持续低位下行，现金类资产对短期债务覆盖程度较低，公司面临较大的短期偿债压力。

2022年公司主营业务回款情况欠佳，但经营活动现金流仍表现为净流入状态，主要得益于往来款回收规模较大，且当年资本开支规模不大，现金流主要用于债务的还本付息。由于公司在建项目已接近尾声，预计未来公司资金需求主要来自拟建项目投入及存量债务兑付，截至2022年末，公司拟建项目总投资额22.50亿元，一年内到期的债务规模9.51亿元，项目建设投入及存量债务滚续将带来持续的融资需求。

截至2022年末，公司备用银行贷款授信额度仅2.80亿元，同时账面可动用资金规模对债务覆盖程度有限，但公司目前融资渠道尚且通畅，存货中土地均未抵押，具备一定的再融资能力，且预计将持续获得政府资金支持，可对债务偿付形成一定支撑。

表12 公司偿债能力指标

项目	2022年	2021年
资产负债率	38.65%	40.45%
现金短期债务比	0.35	0.38
EBITDA 利息保障倍数	1.69	2.25

资料来源：公司 2020-2021 年连审审计报告及 2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司于 2023 年 4 月 27 日提供的《是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司于 2023 年 4 月 27 日提供的《是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司控股股东为宝应中小企业融服中心，高管由股东任命，但由于公司业务主要集中于宝应经开区，实际操作中业务经营主要由宝应经开区管委会管理；2022年，公司董监高未发生变更，高管团队较为稳定，且近三年高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。但中证鹏元注意到，公司与当地政府及国企之间的往来款以及对外担保规模较大，内部控制体系与治理结构有待优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年3月13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

（一）对外担保情况

截至2022年末，公司对外担保余额合计42.96亿元，与当年末净资产之比为77.83%，虽然被担保对

象均为当地国有企业，但均未设置反担保措施，公司面临较大的或有负债风险。

表13 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保对象	担保余额	企业性质	是否有反担保
宝应县城市建设投资发展有限公司	108,276.65	国有企业	否
宝应县兴达建设开发有限公司	72,460.00	国有企业	否
江苏省宝应经开控股有限公司	70,363.60	国有企业	否
宝应鑫秀元实业有限公司	36,950.00	国有企业	否
宝应县开隆资产经营有限公司	25,300.00	国有企业	否
扬州鑫峰工业地产置业有限公司	21,000.00	国有企业	否
宝应县兴农发投资有限公司	17,050.00	国有企业	否
宝应县金运开发有限公司	17,000.00	国有企业	否
扬州市嘉聚利贸易有限公司	14,700.00	国有企业	否
宝应县第二污水处理厂有限公司	9,380.00	国有企业	否
扬州市鑫隆资产经营有限公司	8,000.00	国有企业	否
宝应县振农投资发展有限公司	7,787.00	国有企业	否
江苏宝应湖有机农业开发有限责任公司	6,404.00	国有企业	否
宝应县志卓商贸有限公司	4,000.00	国有企业	否
宝应县金汜水农业发展有限公司	2,990.00	国有企业	否
江苏铖宇滨园林绿化有限公司	2,990.00	国有企业	否
扬州滨航建设工程有限公司	2,990.00	国有企业	否
宝应县水利建筑安装工程处	2,000.00	国有企业	否
合计	429,641.25	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）纳入被执行人名单情况

根据中国执行信息公开网的查询结果，公司存在 1 笔被执行信息，案号（2023）苏 1023 执 743 号，执行金额 1,722.72 万元，主要系当地企业江苏应青新能源有限公司（以下简称“应青公司”）向扬州保盈投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“保盈基金”）借款 1,500 万元，而该笔债务本息及相关费用的 50% 由公司提供担保。后因应青公司资金链断裂，未及时偿付借款，保盈基金提出上诉，公司需承担相应的连带清偿责任。按照公司提供的说明，在公司承担 50% 连带清偿责任之前，可变卖抵押的工业用地及产房、变卖应青公司 100% 股权，以及由股东苏州昆拓热控系统股份有限公司、兄弟公司苏州市华瑞热控制技术有限公司及实控人刘明国承担连带责任保证担保，中证鹏元将持续关注该事项进展。

八、外部特殊支持分析

公司是宝应县政府下属重要企业，宝应县政府通过宝应县中小企业融资服务中心和宝应经开间接控

制公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宝应县政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与宝应县政府的联系中等。公司股权虽由宝应县政府间接控制，但业务经营主要由宝应经开区管委会管理，资金支持亦主要来自宝应经开区管委会，综合来看宝应县政府对公司的经营战略和业务运营具有强大的影响力。展望未来，预计公司与宝应县政府的联系将保持稳定。

(2) 公司对宝应县政府非常重要。尽管公司的主要职能是提供公共产品和服务，但若放在整个宝应县，公司在基础设施建设领域对政府贡献一般，具备一定的可替代性。考虑到公司已发债，若发生违约可能对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

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的连带责任保证担保仍有效提升本期债券的信用水平

“PR宝开01/17宝应开投债01”、“PR宝开02/17宝应开投债02”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期债券本金及利息、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，初始注册资本为30亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属再担保机构。2019年12月，江苏省人民政府将其持有江苏再担保的全部股权无偿划转至江苏省财政厅。经过多次增资扩股和股权变更，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。2022年江苏省财政厅以及江苏金信金融控股集团有限公司等2家省内国有企业以基金份额和现金出资等方式合计对江苏再担保增资17.86亿元，其中12.72亿元计入注册资本，剩余以资本溢价形式计入资本公积，截至2022年末江苏再担保注册资本为108.70亿元，实收资本为111.69亿元，其中2.99亿元尚未进行工商变更。江苏再担保控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，其持股比例为27.73%，其他股东主要为江苏省各级地方政府和国有企业。

表14 截至2022年末江苏再担保前十大股东情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
江苏省财政厅	309,743.12	27.73%
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	3.94%
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	2.95%
常高新集团有限公司	33,000.00	2.95%
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	2.95%
宿迁市人民政府	27,522.94	2.46%
丹阳市鑫盛产业集团有限公司	22,000.00	1.97%
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	1.97%

扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	1.97%
如皋市人民政府	22,000.00	1.97%
合计	568,266.06	50.88%

资料来源：江苏再担保 2022 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保作为江苏省财政厅直接管理的省级再担保机构，主要在江苏省内经营直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款和典当等业务，其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”）承担着构建完善江苏省政府性融资担保体系的职能。江苏再担保的担保业务包括直接担保业务和再担保业务，客户主要集中于江苏省内，受益于江苏省经济发展情况良好，江苏再担保的担保业务承接情况较好，特别是直接担保业务规模不断增长。截至 2021 年末，江苏再担保的担保余额为 1,813.91 亿元，其中融资担保业务余额和再担保业务余额分别为 1,212.10 亿元和 582.94 亿元；分别占期末担保余额的 66.82%和 32.14%。

表15 江苏再担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年
当期担保发生额	1,300.42	1,221.50
当期解除担保额	1,066.09	1,056.62
期末担保余额	1,813.91	1,579.59
其中：融资担保余额	1,212.10	1,031.79
直接融资担保余额	794.60	628.90
间接融资担保余额	388.42	385.72
再担保余额	582.94	542.46
非融资担保余额	18.88	5.34
融资担保责任余额*	789.04	626.99
融资担保责任余额放大倍数*	7.78	7.31

*均不含再担保业务，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主要为债券担保，重点服务于江苏省内城投类企业的资本市场融资。近年来，江苏再担保直接融资担保业务保持较快发展，截至2021年末江苏再担保直接融资担保业务余额为794.60亿元，同比增长26.35%，占期末融资担保余额的65.56%，被担保企业主体信用级别均在AA级及以上。近年来江苏再担保持续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，加快发展创新业务和产品，并推动普惠类贷款担保业务发展。2020年以来，江苏再担保相继推出了“增额保”、“鑫科保”、“泰信保”、“信保贷”、“东吴贷”等普惠类以及科创类担保产品。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%。

2020年以来，为更好的对接国家担保基金业务，公司逐步将本部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年末江苏融资再担的再担保业务已实现江苏省13个地级市的全覆盖。近年来国担基金对江苏再担保的授信额度逐步追加，截至2021年末国担基金的授信额度增至1,180亿元。目

前，公司再担保业务主要包括风险补偿、风险分担和比例再担保三种模式。2021年末江苏再担保的再担保余额为582.94亿元，较2020年末增长7.46%，其中比例再担保模式和风险补偿模式下的再担保余额分别为424.54亿元和158.33亿元，分别占比72.83%和27.16%。

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2020年末下降4.89个百分点。在宏观经济增速放缓等外部因素影响下，需持续关注担保项目的风险代偿及回收情况。

为提升资金利用效率和收益，江苏再担保在兼顾资产安全性和流动性的前提下开展投资业务，江苏再担保资金业务主要包括银行理财、委托贷款、权益投资和信托及债权投资，另有部分债券和不良债权投资。近年来江苏再担保投资资产规模快速上升，截至2022年末投资资产合计156.45亿元，其中银行理财、委托贷款以及债权类投资分别占比28.27%、26.21%和25.37%。

得益于资本的持续注入，近年来江苏再担保总资产规模快速增长，截至2022年末总资产规模为333.33亿元，较2021年末增长25.86%。江苏再担保资产主要由货币资金、投资资产、发放贷款与垫款和应收融资租赁款构成。截至2022年末，江苏再担保的货币资金为46.23亿元，其中受限资金为3.74亿元，主要因质押、保理以及拟用于代偿项目而受限。截至2022年末，江苏再担保投资资产为156.45亿元，主要包括银行理财、委托贷款以及债权类投资，占投资资产的比例分别为28.27%、26.21%和25.37%。整体来看江苏再担保投资资产规模较大，对盈利提供了显著帮助，但需关注投资业务面临的信用以及市场等风险。近年来江苏再担保小额贷款及典当业务快速发展，截至2022年末，江苏再担保发放贷款及垫款净额为36.56亿元，同比增加38.20%，主要为通过子公司江苏信保科技小额贷款股份有限公司（以下简称“信保科贷”）发放的贷款及垫款，占比为98.81%。信保科贷按照风险特征对贷款业务进行风险五级分类，截至2022年末信保科贷发放的贷款及垫款不良率为1.09%，处于较低水平。截至2022年末，江苏再担保应收融资租赁款余额为80.70亿元，同比增长37.16%，并根据融资租赁业务风险情况合计计提减值准备1.14亿元。在宏观经济增长承压的背景下，江苏再担保的融资租赁资产质量需持续关注。

江苏再担保负债构成主要以长、短期债务和应付债券为主，截至2022年末，江苏再担保负债合计142.44亿元，较2021年末增长34.07%，主要系融资租赁业务规模增长带动总债务规模增长所致。2022年随着新增担保业务规模大幅上升，江苏再担保计提的未到期责任准备金和担保赔偿准备金规模显著增长，2022年末未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为8.96亿元和27.80亿元，同比分别增长19.36%和53.24%。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增长，截至2022年末所有者权益190.89亿元，较2021年末增长20.36%，其中实收资本111.69亿元，较2021年末增长12.84%。

得益于业务规模快速扩张，江苏再担保收入和利润规模均持续增长，2022年江苏再担保营业总收入为27.71亿元，同比增长22.50%；实现净利润9.45亿元，同比增长30.66%。2022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、净利润均持续增长，

2022年江苏再担保净资产收益率同比有所提升，整体盈利能力有所增强。

表16 江苏再担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	333.33	264.83	223.4
货币资金	46.23	37.93	62.13
应收代偿款	3.65	3.00	5.06
所有者权益合计	190.89	158.59	136.36
营业总收入	27.71	22.62	21.57
净利润	9.45	7.23	5.47
净资产收益率	5.41%	4.90%	4.54%
累计担保代偿率*	-	0.21%	0.20%
累计代偿回收率*	-	33.79%	38.68%
拨备覆盖率	1,013.14%	632.11%	434.77%

注：*均不含再担保业务，为母公司口径

资料来源：江苏再担保 2020-2022 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

从外部支持来看，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，近年来在江苏省内重点项目融资、普惠金融以及扶持省内实体经济发展等方面发挥了重要作用，同时子公司江苏融资再担保承担着构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能。基于上述职能及地位重要性，江苏再担保在资本补充、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有力支持。近年来多次获得多家国资股东的增资，实收资本从最初的10.00亿元增加到2022年末的111.69亿元，资本实力持续增强。

综上，江苏再担保在江苏省内具有较重要的职能定位，在资本补充、业务拓展及政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的有力支持；同时江苏再担保资本实力强、业务发展稳健、近年来营业收入和净利润保持增长态势，且现金类资产规模较大，对其代偿能力提供了重要保障；同时中证鹏元也注意到在宏观经济增长承压的背景下，江苏再担保面临的代偿风险以及代偿款的回收风险或将有所增加；随着融资租赁业务规模的持续增长，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，评级展望为稳定，本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

宝应县经济继续保持增长，宝应经开区产业项目招引成效显著，公司仍是宝应县基础设施建设及土地开发整理实施主体之一，业务范围主要集中于宝应经开区，现已形成基础设施、安置小区、厂房等代建业务以及土地整理和转让为主体的业务运营体系。虽然公司现金短期债务比表现较差，备用流动性亦不足，面临较大的短期偿付压力，而主营业务结算及回款进度滞后使得资金被大幅占用，同时面临较大的或有负债风险，但考虑到公司业务在宝应经开区内占据主导优势，未来收入持续性有一定保障，且预计将持续获得政府较大力度的补贴支持。整体来看，公司抗风险能力尚可。

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“PR宝开01/17宝应开投债01”、“PR宝开02/17宝应开投债02”的信用等级均为AAA。

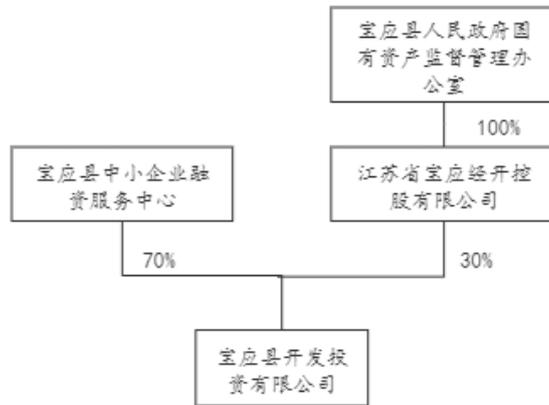
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	4.28	4.45	4.58
应收账款	12.32	7.13	4.66
其他应收款	16.93	19.48	16.60
存货	12.20	16.08	50.77
合同资产	40.03	37.88	0.00
流动资产合计	85.77	85.02	76.60
固定资产	0.44	0.68	0.73
在建工程	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4.20	4.67	4.42
资产总计	89.97	89.69	81.02
短期借款	1.43	0.68	1.22
应付账款	0.00	0.00	0.00
应交税费	5.32	4.91	3.92
其他应付款	8.82	7.64	1.93
一年内到期的非流动负债	3.72	3.17	4.96
其他流动负债	4.37	4.08	0.73
流动负债合计	26.36	24.26	15.56
长期借款	4.65	2.84	2.00
应付债券	2.48	9.17	11.39
长期应付款	1.28	0.00	0.00
非流动负债合计	8.41	12.02	13.39
负债合计	34.77	36.28	28.94
其中：短期债务	12.21	11.72	9.71
总债务	20.62	23.74	22.37
所有者权益	55.20	53.41	52.08
营业收入	7.11	7.74	7.52
营业利润	1.97	2.55	2.25
其他收益	1.33	2.05	1.97
利润总额	1.97	2.55	2.25
经营活动产生的现金流量净额	2.72	4.78	7.88
投资活动产生的现金流量净额	0.03	-0.23	2.25
筹资活动产生的现金流量净额	-2.85	-5.47	-8.96
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	12.23%	11.21%	10.57%
资产负债率	38.65%	40.45%	35.72%
短期债务/总债务	59.22%	49.38%	43.41%

现金短期债务比	0.35	0.38	0.47
EBITDA（亿元）	2.39	2.83	2.57
EBITDA 利息保障倍数	1.69	2.25	2.06

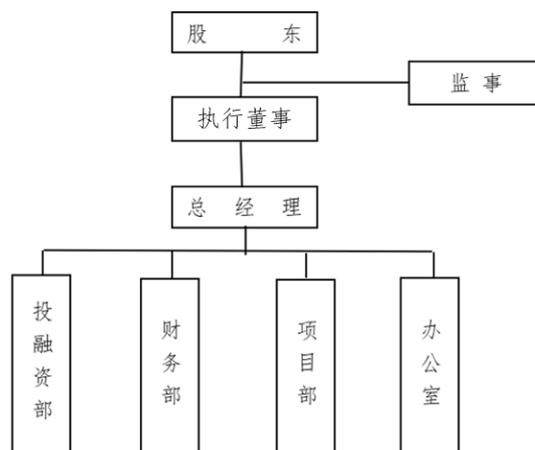
资料来源：公司 2020-2021 年连审审计报告及 2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	取得方式
宝应县金色光电投资开发有限公司	0.60	100%	投资设立
宝应县新城建设投资发展有限公司	0.40	100%	投资设立
宝应县绿色家园置业有限公司	0.40	100%	投资设立
江苏宝应科技创业发展有限公司	0.70	100%	投资设立
江苏省宝应产业投资发展有限公司	10.00	65%	投资设立

资料来源：公司 2022 年审计报告、企查查，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 长期债务

附录六 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

四、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。