



# 2021年南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目收益债券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：

# 2021年南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目收益债券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
21南通农业项目债/21通农债	AAA	AAA

## 评级观点

本次评级结果是考虑到如东县经济实力较强，如东金海岸投资开发集团有限公司（以下简称“金海岸公司”或“公司”）作为如东县南通外向型农业综合开发区（以下简称“农综区”）内重要的基础设施建设主体及农综区内刘埠国家一级渔港运营的重要主体，职能定位明确，工程建设具有一定可持续性，持续获得江苏省南通外向型农业综合开发区管理委员会（以下简称“农综区管委会”）的较大力度的外部支持，预计未来仍将持续；如东县金鑫交通工程建设投资有限公司（以下简称“金鑫建设”）提供的差额补足承诺和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有效提升了本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目（以下简称“募投项目”）建设进度不及预期，未来项目收益存在不确定性，公司资产流动性较弱，存在较大的资金支出压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为如东县农综区重要的基础设施建设主体及农综区内刘埠国家一级渔港运营的重要主体，业务具有一定持续性，且有望继续获得外部支持。

## 评级日期

2023年6月8日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	71.39	70.22	67.58
所有者权益	54.05	53.06	51.78
总债务	14.85	15.47	14.44
资产负债率	24.30%	24.43%	23.37%
现金短期债务比	1.28	2.66	1.19
营业收入	2.40	3.31	3.65
其他收益	0.70	0.84	0.70
利润总额	1.08	1.41	1.37
销售毛利率	19.91%	21.68%	20.38%
EBITDA	1.11	1.48	1.43
EBITDA 利息保障倍数	1.13	1.54	1.46
经营活动现金流净额	0.48	0.78	-2.27

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：秦风明  
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：吕凤鸣  
lvfm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- 如东县大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业，近年县域经济实力不断增强。如东县拥有全国一类开放口岸-洋口港，依托港口优势，加速沿海产业聚集，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业，经济实力较强，在全国县域经济百强榜中排名进一步提升；农综区内海洋资源优势明显，刘埠国家一级渔港建设加快。
- 公司工程建设业务具备一定可持续性。公司作为农综区内重要的基础设施建设主体及农综区内刘埠国家一级渔港运营的重要主体，2022年末公司主要在建工程建设项目预计总投18.27亿元，已投6.93亿元，业务具备一定可持续性。
- 公司继续获得农综区管委会较大力度支持。公司作为农综区内重要的基础设施建设主体及刘埠国家一级渔港的运营主体，职能定位明确，2022年公司收到农综区管委会财政补贴0.70亿元，提升了公司利润水平。
- 差额补足承诺和保证担保提升了本期债券的安全性。本期债券由金鑫建设提供差额补足承诺，江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经中证鹏元综合评定，金鑫建设、江苏再担保的主体信用等级分别为AA+、AAA，上述增信措施有效提升了本期债券的安全性。

## 关注

- 募投项目建设进度不及预期，且未来项目收益存在不确定性。募投项目投资规模较大，项目建设进度不及预期；此外，项目建成后的收益易受市场需求、产品价格等因素影响，能否实现预期收入亦存在不确定性。
- 公司资产以项目、土地开发成本及海域使用权为主，资产流动性较弱。2022年末公司资产中项目开发成本、土地开发成本、项目结转形成的应收账款及海域使用权账面价值合计占比84.62%，且受限资产比例较高。
- 公司在建项目后续投入规模较大，面临较大的资金支出压力。2022年末公司工程建设项目及募投项目合计仍需投入16.87亿元，资金支出压力较大。
- 公司存在一定或有负债风险。截至2022年末，公司对外担保余额为8.43亿元，占同期末净资产的15.60%，被担保企业系地方国有企业，但未采取反担保措施。

## 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
如东新天地	如东县沿海经济开发区的重要基础设施建设主体	190.10	95.71	14.99
开元投资	如东县经济开发区的主要基础设施和保障房建设主体	157.57	69.92	7.89
如东通泰	如东高新区重要的基础设施建设主体	201.60	70.75	11.16
<b>金海岸公司</b>	<b>如东农综区范围内土地整理开发、工程施工等业务</b>	<b>71.39</b>	<b>54.05</b>	<b>2.40</b>

注：（1）如东新天地为如东县新天地投资发展有限公司的简称、开元投资为南通开元投资开发集团有限公司的简称、如东通泰为如东县通泰投资集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为2022年数据。

资料来源：Wind、各平台公开评级报告、中证鹏元数据库，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
项目收益类债务融资工具评级方法	py_ff_2016V1.0
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

### 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	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	4/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	5/7
	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					2
主体信用等级					AA

### 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

公司是如东县重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，如东县政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在公司与如东县政府的联系中等以及对如东县政府非常重要。同时，中证鹏元认为如东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/21 通农债	2022-06-22	范俊根、顾春霞	<a href="#">项目收益类债务融资工具评级方法 (py_ff_2016V1.0)</a> 、 <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	AAA/21 通农债	2021-1-11	毕柳、杨培峰	<a href="#">项目收益类债务融资工具评级方法 (py_ff_2016V1.0)</a> 、 <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>

### 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
21 南通农业项目债/21 通农债	6.00	6.00	2022-06-22	2028-3-23

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年3月23日发行7年期6.00亿元2021年南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目收益债券，票面利率为5.50%，募集资金计划用于南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目，截至2022年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为12.47万元。

## 三、募投项目分析

### 项目基本情况

本期债券募投项目预计总投资为14.47亿元，2020年开工建设，原预计完工时间为2022年5月，截至2022年12月末，项目已投资8.94亿元，项目建设进度不及预期。

### 项目运营情况

本期债券募投项目建成后，项目运营收入包括农产品种植区出租、生产收入和冷链加工区出租收入。截至2023年4月末，募投项目仍处于建设期，尚未实现运营收入。根据本期债券募投项目可行性研究报告，按经营期为10年测算，本期债券募投项目预计将形成营业总收入42.80亿元，经营期内募投项目营业收入预测情况如下表所示。2022年末，募投项目中，蔬菜瓜栋大棚及智能温室建设完成至90.00%；农产品冷链加工区的厂房、冷库、办公用房主体基础施工完成，辅助用房及室外配套设施施工至60.00%。

**表1 募投项目营业收入估算表（单位：万元）**

序号	项目	经营期					
		1	2	3	4-6 各年	7-9 各年	10
一	营业收入	35,979.23	42,059.84	42,675.45	43,353.25	44,098.83	44,918.98
(一)	农业项目收入	34,132.40	39,597.40	39,597.40	39,967.40	40,374.40	40,822.10
1	出租收入	2,960.00	3,700.00	3,700.00	4,070.00	4,477.00	4,924.70
1.1	大棚出租收入	960.00	1,200.00	1,200.00	1,320.00	1,452.00	1,597.20
1.2	智能温室出租收入	2,000.00	2,500.00	2,500.00	2,750.00	3,025.00	3,327.50
2	生产收入	31,172.40	35,897.40	35,897.40	35,897.40	35,897.40	35,897.40
2.1	大棚蔬菜生产收入	7,020.00	7,020.00	7,020.00	7,020.00	7,020.00	7,020.00
2.2	大棚精品水果生产收入	1,620.00	5,400.00	5,400.00	5,400.00	5,400.00	5,400.00

2.3	大棚普通瓜类生产收入	20,250.00	20,250.00	20,250.00	20,250.00	20,250.00	20,250.00
2.4	智能温室蔬菜生产收入	702.00	702.00	702.00	702.00	702.00	702.00
2.5	智能温室瓜果生产收入	405.00	1,350.00	1,350.00	1,350.00	1,350.00	1,350.00
2.6	智能温室花卉生产收入	1,175.40	1,175.40	1,175.40	1,175.40	1,175.40	1,175.40
(二)	冷链加工区出租收入	1,846.83	2,462.44	3,078.05	3,385.85	3,724.43	4,096.88
1	厂房及配套出租收入	1,452.63	1,936.84	2,421.05	2,663.15	2,929.46	3,222.41
2	冷库出租收入	394.20	525.60	657.00	722.70	794.97	874.47

注：经营期按照项目开始运营后开始计算；募投项目为农村产业开发项目，不需要交城建税、教育费附加等费用。  
 资料来源：公司提供

需注意的是，本期债券募投项目建设进度不及预期，且在建设过程中可能存在成本价格上涨以及其他不可抗拒的自然灾害等问题，将导致募投项目实际投资超出预算等情况。此外，募投项目建成后主要通过大棚、厂房、冷库等出租及自营生产等方式实现收益，项目收益能否达到预期受宏观经济、市场需求波动等因素影响，存在不确定性。

## 四、发行主体分析

### （一）发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2023年4月末，公司注册资本和实收资本均为2.50亿元，控股股东及实际控制人均为如东县投资管理办公室（以下简称“如东投资办”），持股比例为58.00%，公司股权结构参见附录二。2022年公司合并范围新增如东县瑞港建设有限公司（以下简称“瑞港建设”）、如东宝港建设开发有限公司（以下简称“宝港建设”）两家子公司，系由公司设立，截至2022年末，公司合并范围内共3家子公司，具体见附录四。

### （二）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。

### 城投行业政策环境

**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

如东县拥有全国一类开放口岸洋口港，交通条件良好，近年县域经济实力和财力不断增强；依托港口优势，如东县加速沿海产业集聚，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业；受土地出让下滑影响，2022年政府性基金收入有所下滑，财政自给能力较弱

区位特征：如东县临近黄海，海洋资源丰富，拥有全国一类开放口岸洋口港；近年洋吕铁路、通苏嘉甬铁路如东延伸段、如通苏湖铁路等重大交通项目规划实施，交通条件日臻便利。如东县隶属于江苏省南通市，南与通州区为邻，西与如皋市接壤，西北与海安县毗连，东面和北面濒临南黄海，陆域面积 2,122 平方千米，管辖海域面积 4,555 平方千米。全县下辖 3 个街道、12 个乡镇，另设有六个功能区（如东县经济开发区、如东沿海经济开发区、如东洋口港经济开发区、如东东安科技园区、如东沿海旅游经济开发区和南通外向型农业开发区），截至 2022 年末，如东县常住人口 87.67 万人，户籍人口 98.26 万人，整体人口呈净流出状态。如东县临近黄海，有较强的海洋、滩涂资源优势，海岸线全长 106 公里，占江苏省的 1/9，滩涂 104 万亩，占南通市的二分之一。洋口港为全国一类开放口岸，2020 年，洋口港、通州湾、海门港、吕四港作业区纳入一体化发展规划，共同构建江苏新出海口。截至 2022 年末，洋口港拥有出海航道 2 条，其中 15 万吨级烂沙洋北水道航道长 40.9 千米，7 万吨级烂沙洋南水道航道长 24.8 千米。洋口作业区自然岸线总长 7.1 千米，码头岸线总长 19.4 千米，拥有 7 个沿海码头泊位，全年船舶流量 255 艘次，港口货物吞吐量 809.5 万吨。为配合洋口港建设，海洋铁路、洋口运河、临海高等级公路等相继建成，通苏嘉甬如东延伸线、如通苏湖城际铁路成功纳入长三角多层次轨道交通规划，并列入省铁路发展“十四五”开工建设项目库，将加速如东接轨上海及与高铁沿线发达城市间的联通互动，如东县交通条件和区位优势得到进一步提升。未来如东县将重点推进 S222 如东段、启扬高速公路如东互通至如东城区连接线等线路，并持续完善港口、公路、物流园区、产业园区等重要节点与干线网络的衔接，建设“江海互通、多式联运”的现代综合交通体系，进一步强化区位优势。

图 1 如东县区位图



资料来源：南通市规划局网站，中证鹏元整理

**经济发展水平：**如东县县域经济实力不断增强，但在南通市各区县中排名靠后，人均 GDP 显著高于全国平均水平，2022 年对外贸易保持强劲增长，有力拉动经济增长。近年如东县地区生产总值保持增长，2022 年经济增速大幅放缓，经济总量和增速均居南通市各区县中的末位。三次产业结构由 2020 年的 7.9：48.6：43.6 调整为 2022 年的 7.7：48.5：43.8，产业结构相对稳定，第二产业始终占据主导地位。在 2022 年中郡研究所发布的全国县域经济百强榜中，如东县排名第 31 位，比上年度提升 2 位，县域经济实力不断增强。2022 年如东县人均 GDP 为 14.97 万元，是全国人均 GDP 的 174.70%，在南通市各区县仅次于海门区和海安市且显著高于全国平均水平。2022 年如东县固定资产投资同比增长 7.1%，其中工业投资同比增长 0.8%，服务业投资同比增长 19.7%；房地产市场方面，2022 年全年房地产开发投资 55.83 亿元，同比增长 8.5%，商品房施工面积和竣工面积分别同比增长 37.7%和 22.7%，但商品房销售面积同比下降 13.1%。2022 年如东县全社会消费品零售总额增速回落至 4.0%，但对外贸易增速保持强劲，有力拉动经济增长。

表2 南通市 2022 年各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（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
崇川区	1,676.96	2.10%	137,775	113.14	63.54
通州区	1,639.20	2.10%	147,809	67.54	162.97
海门区	1,621.68	2.60%	163,139	56.13	102.51
如皋市	1,479.31	2.30%	120,809	73.50	104.67
启东市	1,391.14	2.20%	145,023	67.15	128.79
海安市	1,379.75	1.80%	158,766	66.00	98.51
如东县	1,314.61	1.50%	149,711	52.72	120.85

注：崇川区、如皋市、启东市、如东县、海门区人均 GDP 直接来自统计公报，通州区人均 GDP 采用 2022 年末常住人口计算，海安市人均 GDP 采用 2021 年末常住人口计算。

资料来源：南通市各区县统计公报和财政预决算报告，中证鹏元整理

**表3 如东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）	1,314.61	1.5%	1,272.24	8.9%	1,155.11	5.9%
固定资产投资	-	7.1%	-	6.4%	-	10.3%
社会消费品零售总额	497.02	4.0%	477.80	17.4%	406.95	0.6%
进出口总额	648.95	28.0%	506.84	28.3%	395.31	4.7%
人均 GDP（元）	149,711		144,597		131,263	
人均 GDP/全国人均 GDP	174.70%		178.57%		182.75%	

注：“-”表示数据未公布。

资料来源：2020-2022 年如东县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：**如东县发展重心转向沿海开发，依托港口优势，加速沿海产业聚集，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业，未来将着力构建“2+2+2”新型产业体系。近年随着国家沿海战略的推进，如东县发展重心转向沿海开发，依托港口优势，如东县利用滩涂围垦形成的土地资源兴起数个工业园区，加速沿海产业聚集，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业。化工新材料方面，如东县化工企业主要集中在如东洋口港经济开发区和沿海开发区。新能源方面，如东县拥有丰富的太阳能、风能、潮汐能、生物质能等绿色能源，绿色能源产业在全国处于领先水平，如东县拥有丰沛的风能资源，建有全国最大的海上风电场，已先后引进了江苏龙源风力发电有限公司、中水电新能源公司等多家风力发电公司。如东县围绕新能源、新材料两大支柱产业，安全防护、食品两大传统产业，新一代信息技术、生命健康两大战略性新兴产业，着力构建如东“2+2+2”新型产业体系。服务业方面，近年以港口物流、黄海旅游为主的现代服务业加速发展，洋口港现代物流园成功创建省级生产性服务业集聚示范区，洋口港保税物流中心（A）正式获批，如东小洋口旅游度假区获评“中国温泉之乡”。截至2022年末，如东县主要上市公司包括中天科技（600522.SH）、海力风电（301155.SZ）、恒辉安防（300952.SZ）、爱朋医疗（300753.SZ）等。2022年，全县实现规上工业产值1,760亿元，新增规上工业企业102家、应税销售超50亿元企业3家，获批全国制造业单项冠军企业1家、国家级专精特新“小巨人”企业2家，中天科技获评江苏制造突出贡献奖，泰禾股份顺利过会。全年新开工5亿元以上工业项目25个、竣工14个，金光二期、桐昆三期等重大项目获得省市能评批复，项目建设综合考核保持全市第一方阵。

**财政及债务水平：**受减税降费政策影响，2022 年如东县财政收入质量有所弱化，整体财政自给能力较弱，受土地出让下滑影响，2022 年政府性基金收入同比有所下降。2022 年，如东县实现一般公共预算收入 52.72 亿元（自然口径），同比下降 25.47%，剔除留抵退税影响后为 76.87 亿元，同比增长 7.1%，受减税降费政策等因素影响，2022 年税收收入占比大幅降低，公共财政收入质量有所弱化。2022 年如东县财政自给率下降至 35.78%，整体财政自给能力较弱，财政平衡能力较弱。2022 年如东县政府性基

金收入同比下降 17.9%，其中国有土地使用权出让收入同比下降 19.2%。近年如东县债务规模持续提升，2022 年末地方政府债务余额为 203.16 亿元。

**表4 如东县主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	52.72	68.50	60.02
税收收入占比	68.77%	82.33%	84.22%
财政自给率	35.78%	46.80%	44.52%
政府性基金收入	120.85	147.26	126.51
地方政府债务余额	203.16	193.92	158.78

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：2020-2022 年如东县财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

**投融资平台：如东县城投公司数量较多，整体债务体量较大。**截至 2022 年末，如东县已发债的平台数量较多，已发债的主要平台中一级平台五家，分别是如东县东泰社会发展投资有限公司（以下简称“如东东泰”）、金鑫建设、如东通泰、开元投资和金海岸公司，除开元投资控股股东为如东县政府国有资产监督管理办公室（以下简称“如东国资办”）外，其余四家公司控股股东均为如东投资办，如东东泰是如东县最为核心的平台，是县内综合性国有资产运营主体；金鑫建设是如东县主要的交通基础设施投资建设主体，如东通泰和开元投资分别是如东县高新区和如东县经济开发区的主要基础设施建设主体，金海岸公司负责农综区范围内的土地整理开发、工程施工等业务。如东东泰下属重要子公司包括如东县开泰城建投资有限公司（以下简称“开泰城建”）和江苏洋口港建设发展集团有限公司（以下简称“洋口港建发”），其中开泰城建是如东县重要的基础设施建设主体，洋口港建发是洋口港经济开发区的主要建设运营主体，详见下表。

**表5 如东县主要城投平台情况（单位：亿元）**

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
如东东泰	如东投资办	535.07	53.78%	43.73	491.34	如东县最核心的平台，是综合性国有资产运营主体，从事如东县内的土地整理、工程施工、供气、房产销售等业务
金鑫建设	如东投资办	312.31	45.62%	11.56	216.49	如东县主要的交通基础设施投资、建设和运营主体
开泰城建	如东东泰	253.17	48.43%	13.50	114.07	如东县重要的城市基础设施建设、水利设施建设、保障性住房建设主体
洋口港建发	如东东泰	234.25	54.86%	30.20	200.12	江苏洋口港的开发主体，主要负责省级洋口港经济开发区（包括海上作业区或狭义的港区、临港工业区、现代物流园区及港口新城区四个功能区）的开发建设与运营
如东新天地	江苏东和投资集团有限公司	95.71	49.65%	14.99	77.47	如东县沿海经济开发区的重要基础设施建设主体

开元投资	如东投资办	69.92	55.63%	7.89	80.82	如东县经济开发区的主要基础设施和保障房建设主体
如东通泰	如东投资办	70.75	64.90%	11.16	103.47	如东高新区重要的基础设施建设主体，主要负责区域内的安置房建设、基础设施建设和园区开发
金海岸公司	如东投资办	54.05	24.30%	2.40	14.85	负责如东农综区范围内土地整理开发、工程施工等业务

注：财务数据净资产、资产负债率、营业收入均为 2022 年末/2022 年度数据，总债务除如东新天地及金海岸公司为 2022 年末数据外均为 2021 年末数据。

资料来源：Wind、债券发行人公告、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

### （三）经营与竞争

公司仍是农综区内重要的基础设施建设主体及农综区内刘埠国家一级渔港运营的重要主体，职能定位明确，2022年继续获得农综区管委会的外部支持；2022年公司整体收入进一步下降，系工程建设收入受结算进度影响；公司在建项目后续投入规模较大，业务具备一定可持续性但也面临较大的资金支出压力

公司仍主要负责农综区内的基础设施建设、项目管理、农业种植、水产养殖等业务，同时公司也是农综区内刘埠国家一级渔港运营的重要主体。受工程建设项目结算进度影响，公司主要收入来源工程建设收入2022年进一步下降；相较2021年，公司毛利率较高的租赁业务收入规模下降较大，销售毛利率下降1.77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	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设	2.21	92.01%	16.26%	2.97	89.70%	16.26%
租赁业务	0.07	3.08%	59.83%	0.28	8.33%	78.37%
如东刘埠渔港综合服务收入	0.12	4.90%	63.23%	0.07	1.97%	28.67%
合计	2.40	100.00%	19.91%	3.31	100.00%	21.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 工程建设业务

工程建设业务仍系公司最主要收入来源，2022年受农综区管委会对工程建设结算进度影响，工程建设收入进一步下降；但公司在建项目较多，尚需投入较大规模资金，业务具备一定持续性的同时也面临较大的资金支出压力

公司工程建设业务委托方系农综区管委会，委托代建内容系农综区范围内的建设工程，包括南通外向型农业综合开发区高效育苗养殖供水建设、食品产业园及风光大道及掘直垦区河道整治标段等项目，每年按项目的实际成本加成20%与农综区管委会结算收入。2022年南通外向型农业综合开发区高效育苗养殖供水建设项目确认工程建设收入2.21亿元，较上年有所减少，业务毛利率与上年持平。

表7 2021-2022 年公司工程建设业务收入明细（单位：亿元）

年份	项目名称	确认成本	确认收入
2022年	南通外向型农业综合开发区高效育苗养殖供水建设项目	1.85	2.21
	<b>合计</b>	<b>1.85</b>	<b>2.21</b>
2021年	风光大道及掘苴垦区河道整治标段项目	1.51	1.80
	如东刘埠一级渔港	0.98	1.16
	<b>合计</b>	<b>2.48</b>	<b>2.97</b>

资料来源：公司提供

截至2022年末，公司主要在建的代建基础设施项目主要包括食品产业园项目、风光大道及掘苴垦区河道整治标段项目、如东刘埠一级渔港及掘苴河闸下移工程等，新增南通外向型农业综合开发区高效育苗养殖供水建设、东海高效设施园艺基地等项目，计划总投资合计18.27亿元，2022年末已投资金额合计6.93亿元，尚需投资11.34亿元，公司业务具有一定可持续性。

**表8 截至2022年末公司主要在建的代建基础设施项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
食品产业园项目	5.00	0.21	4.79
南通外向型农业综合开发区高效育苗养殖供水建设项目	4.33	2.34	1.99
风光大道及掘苴垦区河道整治标段项目	3.50	1.83	1.67
如东刘埠一级渔港及掘苴河闸下移工程	1.50	0.92	0.58
掘苴垦区工程项目	1.00	0.07	0.93
渔港区基础设施建设	0.84	0.52	0.31
万亩海参园项目	0.80	0.21	0.59
渔港大道二期项目等零星工程	0.30	0.18	0.12
东海社区标准梨园建设	0.25	0.14	0.11
加工区经一路	0.20	0.11	0.09
污水处理厂建设	0.20	0.09	0.11
刘埠大道项目	0.20	0.16	0.04
东海高效设施园艺基地	0.15	0.13	0.02
<b>合计</b>	<b>18.27</b>	<b>6.93</b>	<b>11.34</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，截至2023年4月底，公司在建的自营项目主要为本期募投项目，项目计划投资14.47亿元，已投资8.94亿元，尚需投资5.53亿元，募投项目进度存在不达预期的情况，未来收益存在不确定性。整体看，公司在建项目后续投入规模较大，面临较大的资金压力。

### 其他业务

公司其他业务包括租赁及如东刘埠渔港综合服务业务，2022年租赁业务因租赁物用途改变、处于衔接期，租赁收入下降，整体看两项业务收入规模较小，对公司收入贡献较小

公司其他业务包括租赁及如东刘埠渔港综合服务业务，其中租赁收入主要是出租海域使用权及2019

年划入的“东润公司代建掘直垦区资产”<sup>1</sup>形成，如东刘埠渔港综合服务收入系对刘埠渔港内的租户收取的水电费，公司按照基础价格加成一定比例向租户收取水电费，根据客户需求开具增值税发票，其余部分按无票收入入账。2022年因租赁物用途改变、处于衔接期，租赁收入有所下降，如东刘埠渔港综合服务收入有一定增长，两项业务毛利率均较高，但合计收入规模较小。

**公司作为农综区内重要的基础设施建设主体及刘埠国家一级渔港的运营主体，继续获得较大力度的外部支持**

公司作为农综区内重要的基础设施建设主体及刘埠国家一级渔港的运营主体，在财政补助方面继续获得农综区管委会较大的外部支持，2021-2022年公司分别收到农综区管委会财政补贴0.84亿元、0.70亿元，对公司利润形成较好支撑。

## （四）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2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。公司2022年新设立瑞港建设、宝港建设两家子公司，分别负责农综区内食品科技产业园运营管理（尚未实际开展业务）、刘埠国家一级渔港运营管理。截至2022年末，公司合并范围内共3家子公司，具体见附录四。

**表9 公司 2022 年合并范围变化情况**

合并范围增加子公司	主营业务	持股比例	新增原因
如东县瑞港建设有限公司	食品产业园区运营管理	100.00%	设立
如东宝港建设开发有限公司	港口运营管理	70.00%	设立

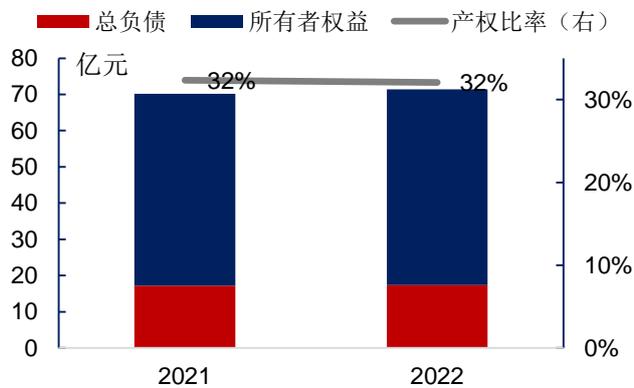
资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本实力与资产质量

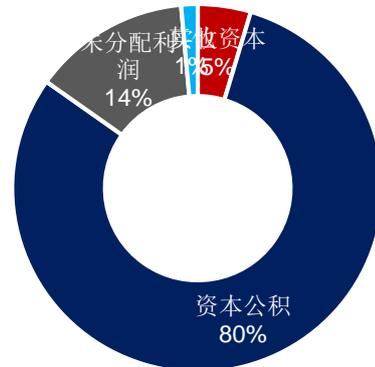
**2022年公司净资产规模较为稳定，仍以政府向公司注入的土地使用权及海域使用权形成的资本公积为主，同期负债规模保持稳定，财务杠杆仍维持在较低水平；公司资产以项目开发成本、土地开发成本、项目结转形成的应收账款、募投项目投入成本及用于出租的海域使用权为主，受限资产比例较高，资产流动性较弱**

公司所有者权益基本保持稳定，2022年末分配利润同比增加13.52%至7.43亿元，资本公积及实收资本未发生变化。2022年末公司所有者权益仍以政府向公司注入的土地使用权及海域使用权形成的资本公积为主，占比80.19%。同期资产负债规模保持稳定，财务杠杆率仍维持在较低水平。

<sup>1</sup> 包括土地租赁经营权、地面上的建筑物、构筑物、相关设备设施、水系配套与河道、道路、供电线路、自来水管道路配套、高效设施水产养殖池等资产。

**图 2 公司资本结构**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

**图 3 2022 年末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产规模整体保持平稳，以项目开发成本及土地开发成本（存货）、项目结转形成对公司业务委托方农综区管委会的应收账款、募投项目投入成本（在建工程）及海域使用权（无形资产）为主。

2022 年末，公司存货包括项目开发成本 5.42 亿元、土地开发成本 27.54 亿元（出让的商业用地账面价值为 12.28 亿元，划拨的农用地账面价值为 15.26 亿元），其中项目开发成本增加 2.99 亿元主要系南通外向型农业综合开发区高效育苗养殖供水建设、东海高效设施园艺基地等项目新增投入；应收账款主要应收对象为农综区管委会。

2022 年末公司募投项目累计投入 8.94 亿元，计入在建工程，后续仍需投入一定规模资金。公司无形资产主要系 2019 年划拨的海域使用权，用途系建设及养殖用海，部分用于对外出租，2022 年末账面余额 15.60 亿元，规模未发生变化。

此外，公司其他应收款主要系对农综区管委会及如东县财政局的往来款，2022 年公司收回部分对农综区管委会及相关政府单位的往来款，其他应收款规模大幅减少至 4.82 亿元，对公司营运资金仍存在一定占用。

2022 年末，公司受限资产占当期净资产的比重为 15.53%，主要系用于抵押的部分海域使用权、投资性房地产及其他货币资金。整体看，公司资产主要以项目投入成本及应收款项为主，且资产受限比例较高，流动性较弱。

**表 10 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	3.78	5.30%	7.13	10.15%
应收账款	3.00	4.20%	3.00	4.27%
其他应收款	4.82	6.76%	12.11	17.25%
存货	32.96	46.16%	29.97	42.68%

<b>流动资产合计</b>	<b>44.56</b>	<b>62.42%</b>	<b>52.21</b>	<b>74.36%</b>
在建工程	8.85	12.40%	0.00	0.00%
投资性房地产	1.67	2.34%	1.70	2.42%
无形资产	15.60	21.86%	15.60	22.22%
<b>非流动资产合计</b>	<b>26.83</b>	<b>37.58%</b>	<b>18.01</b>	<b>25.64%</b>
<b>资产总计</b>	<b>71.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>70.22</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

2022年公司收入规模下降，在建项目规模尚可，后续需继续投入，业务具有一定可持续性；政府补助对公司利润形成较大支撑

公司作为农综区内重要的基础设施建设主体及农综区内刘埠国家一级渔港运营的重要主体，收入主要来源于工程建设收入及少部分对刘埠渔港运营的收入。主要业务工程建设毛利率稳定，2022年公司工程建设收入和租赁业务收入下滑，整体利润有所下降，公司尚有一定规模的在建项目，业务具有一定可持续性。外部支持方面，公司持续获得农综区管委会的财政补贴，对公司利润形成较大支撑。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	2.40	3.31
营业利润	1.10	1.42
其他收益	0.70	0.84
利润总额	1.08	1.41
销售毛利率	19.91%	21.68%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 偿债能力

公司债务规模保持稳定，主要为银行借款，融资成本尚可，债务期限结构良好且变化不大，短期偿债压力不大

2022年公司债务规模同比下降3.99%至14.85亿元，综合融资成本约5.50%，长期债务占比80.02%，期限结构良好；公司融资主要以银行借款为主，2022年末公司银行借款规模增长1.01%，债券规模下降14.16%；债务到期压力看，1年内到期的主要系银行借款，规模同比有所增加，占比19.98%，短期偿债压力不大，公司应付债券即“21南通农业项目债”。

表12 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年以上
银行借款	4.30%-5.66%	8.90	2.97	5.93
债券融资	5.50%	5.96	-	5.96

合计	-	14.85	2.97	11.88
----	---	-------	------	-------

注：融资余额合计与明细差额系四舍五入；1年以内到期的债务规模及一年内到期的非流动负债差额系计提利息  
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表13 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	0.40	2.31%	0.42	2.45%
应付账款	0.33	1.93%	0.00	0.00%
其他应付款	0.23	1.33%	0.13	0.74%
一年内到期的非流动负债	3.06	17.66%	2.61	15.23%
<b>流动负债合计</b>	<b>5.46</b>	<b>31.48%</b>	<b>4.37</b>	<b>25.48%</b>
长期借款	5.93	34.18%	5.84	34.07%
应付债券	5.96	34.34%	6.94	40.45%
<b>非流动负债合计</b>	<b>11.88</b>	<b>68.52%</b>	<b>12.78</b>	<b>74.52%</b>
<b>负债合计</b>	<b>17.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.16</b>	<b>100.00%</b>
总债务	14.85	85.62%	15.47	90.17%
其中：短期债务	2.97	17.11%	2.68	15.65%
长期债务	11.88	68.52%	12.78	74.52%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末，公司资产负债率基本保持稳定，货币资金规模下降，现金类资产对短期债务的保障程度大幅下降但表现尚可，公司EBITDA对利息保障程度有所降低且表现一般，偿债压力尚可。截至2022年末，公司银行剩余授信额度1.28亿元，备用授信额度较少。

**表14 公司偿债能力指标**

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	24.30%	24.43%
现金短期债务比	1.28	2.66
EBITDA 利息保障倍数	1.13	1.54

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## （五）其他事项分析

### ESG 风险因素

根据公开数据及公司所提供信息，中证鹏元认为公司ESG治理未见明显不利因素

环境方面，根据《关于受评对象是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，公司2022年末未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会方面，根据《关于受评对象是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司截至2023年4月末不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，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，公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，股东会是公司的权力机构，建立了现代法人治理结构，具体组织架构见附录三。2022年公司任命吕海军、吴鹏程、施一峰为公司外部董事，免去陈剑、黄海燕、瞿先锋公司董事职务，公司董事仍为5名，高管近三年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。

### 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（公司及其子公司：2023年5月9日），公司本部及其子公司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2022年末，公司合计对外提供的担保余额为8.43亿元，占同期净资产比重的15.60%，公司担保对象均为国有企业，均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

### （六）外部特殊支持分析

公司是如东县政府下属重要企业，如东县政府直接持有公司58.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，如东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）公司与如东县政府的联系中等。如东县政府对公司拥有强大的影响力，公司业务主要来自于农综区管委会，近年来受到如东县政府的支持次数很少且力度一般，预计未来与政府的联系比较稳定。

（2）公司对如东县政府非常重要。公司最主要的目标是为农综区提供公共产品和服务，业务不具有区域专营性，对如东县政府经济发展贡献一般，公司在公开市场上发行过债券，违约会对当地融资环境产生实质性影响。

## 五、增信措施分析

### 差额补偿人

#### 金鑫建设提供的差额补偿措施有效提升了本期债券的安全性

金鑫建设作为本期债券的差额补偿人，在本期债券还本付息日前20个工作日，若偿债专户内资金不足以偿付本期债券当期应付本息，金鑫建设须补足偿债专户余额与本期债券当期应付本息的差额部分。

金鑫建设是由如东投资办和如东县兴东交通建设投资有限公司于2007年2月共同出资设立，初始注册资本1.00亿元。后经多次增资及股权变更，截至2022末，金鑫建设注册资本为52.18亿元，控股股东为

如东投资办，持股比例为100.00%。

金鑫建设是如东县重要的交通基础设施投融资和建设主体之一，目前主要从事交通基础设施和城市基础设施等工程项目建设、土地开发整理、绿化养护等业务。2021-2022年金鑫建设分别实现营业收入17.82亿元和11.56亿元，销售毛利率分别为17.42%和36.23%，营业收入规模降幅较大，销售毛利率水平提升较快。

**表15 金鑫建设营业收入及毛利率构成（单位：亿元）**

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务	11.04	95.45%	34.88%	17.25	96.82%	15.90%
土地转让	6.54	56.53%	11.60%	5.83	32.74%	-3.63%
工程代建	2.88	24.93%	100.00%	2.83	15.86%	100.00%
商品贸易	0.72	6.25%	1.50%	7.87	44.17%	0.42%
绿化养护	0.67	5.83%	24.32%	0.56	3.16%	12.00%
工程检测	0.22	1.91%	15.15%	0.16	0.89%	18.10%
其他业务	0.53	4.55%	64.60%	0.57	3.18%	63.68%
<b>合计</b>	<b>11.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>36.23%</b>	<b>17.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.42%</b>

资料来源：金鑫建设 2021-2022 审计报告，中证鹏元整理

截至2022年末，金鑫建设资产总额为574.34亿元，所有者权益为312.31亿元，资产负债率为45.62%。2022年度金鑫建设实现营业收入11.56亿元，实现利润总额5.56亿元，经营活动现金流净流出13.43亿元。

**表16 金鑫建设主要财务指标（单位：亿元）**

项目	2022	2021	2020
总资产	574.34	549.52	476.51
所有者权益	312.31	307.76	285.73
总债务	-	216.49	168.97
资产负债率	45.62%	44.00%	40.04%
现金短期债务比	-	1.21	1.04
营业收入	11.56	17.82	19.35
其他收益	0.93	2.30	1.80
利润总额	5.56	5.24	4.52
销售毛利率	36.23%	17.42%	16.13%
EBITDA	5.84	5.57	5.10
EBITDA 利息保障倍数	-	0.61	0.62
经营活动现金流净额	-13.43	-13.16	-24.27

注：2022年总债务规模、现金短期债务比未考虑债务调整项。

资料来源：金鑫建设 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，金鑫建设主体信用等级为 AA+，其提供的差额补偿措施有效提升了本期债券的安全性。

## 保证担保人

### 江苏再担保提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性

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，担保范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

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17 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%
<b>合计</b>	<b>568,266.06</b>	<b>50.88%</b>

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18 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19 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安全性。

## 六、结论

如东县经济实力仍较强，公司作为农综区内重要的基础设施建设主体及农综区内刘埠国家一级渔港运营的重要主体，职能定位明确，业务建设具有一定可持续性，持续获得农综区管委会较大力度支持且预计未来仍将持续。同时中证鹏元也关注到公司募投项目建设进度不及预期，且未来项目收益存在不确定性，资产以项目及土地开发成本、海域使用权等为主，资产流动性较弱，存在较大的资金支出压力，且存在一定的或有负债风险。综合看，公司抗风险能力尚可。此外，金鑫建设提供的差额补足承诺和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提升了本期债券的安全性。

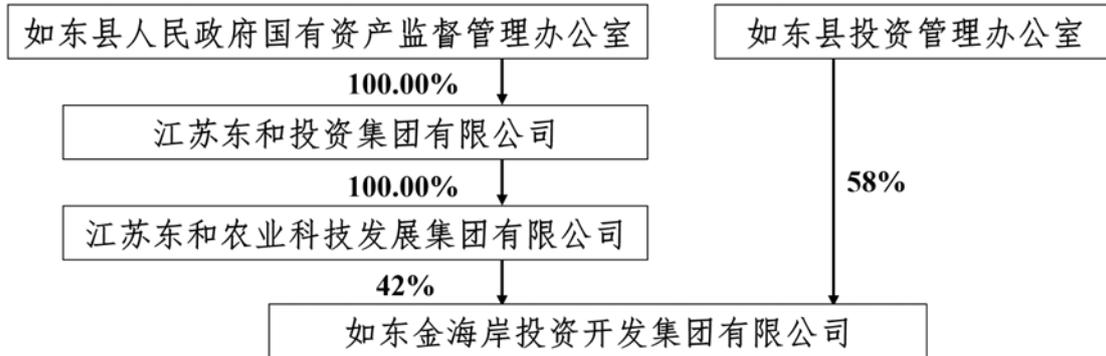
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

## 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	2021年	2020年
货币资金	3.78	7.13	5.91
应收账款	3.00	3.00	3.43
其他应收款	4.82	12.11	12.06
存货	32.96	29.97	28.81
流动资产合计	44.56	52.21	50.20
在建工程	8.85	0.00	0.00
投资性房地产	1.67	1.70	1.76
无形资产	15.60	15.60	15.60
非流动资产合计	26.83	18.01	17.37
资产总计	71.39	70.22	67.58
短期借款	0.40	0.42	1.18
应付账款	0.33	0.00	0.00
其他应付款	0.23	0.13	0.25
一年内到期的非流动负债	3.06	2.61	1.97
流动负债合计	5.46	4.37	6.30
长期借款	5.93	5.84	8.00
应付债券	5.96	6.94	1.50
非流动负债合计	11.88	12.78	9.49
负债合计	17.35	17.16	15.79
其中：短期债务	2.97	2.68	4.95
总债务	14.85	15.47	14.44
所有者权益	54.05	53.06	51.78
营业收入	2.40	3.31	3.65
营业利润	1.10	1.42	1.30
其他收益	0.70	0.84	0.70
利润总额	1.08	1.41	1.37
经营活动产生的现金流量净额	0.48	0.78	-2.27
投资活动产生的现金流量净额	-2.38	0.00	-0.09
筹资活动产生的现金流量净额	-4.65	3.04	3.50
<b>财务指标</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	19.91%	21.68%	20.38%
资产负债率	24.30%	24.43%	23.37%
短期债务/总债务	19.98%	17.36%	34.26%
现金短期债务比	1.28	2.66	1.19
EBITDA（亿元）	1.11	1.48	1.43
EBITDA 利息保障倍数	1.13	1.54	1.46

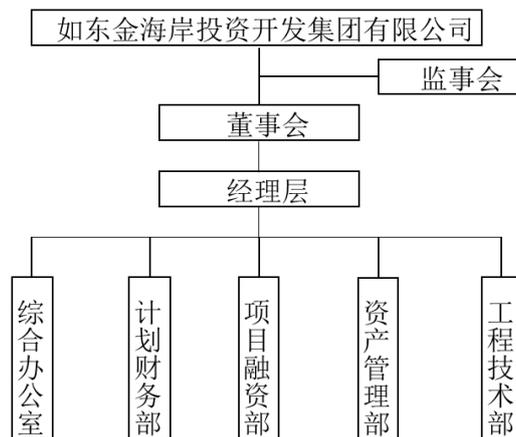
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 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	主营业务
如东绿源投资发展有限公司	1.50	100.00	投资设立	市政、交通、水利和港口等基础建设的投资与管理等
如东县瑞港建设有限公司	1.00	100.00	投资设立	南通外向型农业综合开发区内食品科技产业园运营管理
如东宝港建设开发有限公司	1.00	70.00	投资设立	南通外向型农业综合开发区内刘埠国家一级渔港运营管理

资料来源：2022 年审计报告，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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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。