



# 2019年南通天山置业有限公司公司债券 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：

# 2019年南通天山置业有限公司公司债券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
19 天山置业债 /19 天山债	AAA	AAA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到崇川区为南通市主城区，经济总量在南通市各区县中排名第一，财政收入质量较高，南通天山置业有限公司（以下简称“天山置业”或“公司”）为区域保障房建设主体之一，主要负责崇川区观音山新城片区保障房建设，未来收入具有一定保障，2022 年崇川区财政局继续给予公司一定财政补助，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的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了公司资产主要沉淀在应收保障房代建款及保障房建设成本，业务回款情况仍欠佳、总债务继续大幅增长，在建项目尚需投资规模较大，或将进一步推高公司财务杠杆水平、加大公司偿债压力，且公司对外担保规模较大、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。我们认为公司未来仍将承担南通市崇川区观音山新城片区保障房建设的职责，未来收入具有一定保障，且将持续获得一定力度的外部支持。

## 评级日期

2023 年 06 月 20 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

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	175.24	169.74	163.13
所有者权益	59.81	59.20	50.65
总债务	72.26	55.24	42.63
资产负债率	65.87%	65.12%	68.95%
现金短期债务比	0.21	0.92	2.28
营业收入	14.30	19.57	21.07
其他收益	0.40	-	0.50
营业外收入	0.00	3.51	0.01
利润总额	0.81	0.44	2.01
销售毛利率	15.23%	6.12%	10.01%
EBITDA	3.04	4.02	2.67
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.81	0.82
经营活动现金流净额	-21.43	-7.78	6.99

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **崇川区作为南通市主城区，产业基础较好，经济财政实力较强。**2020年原崇川区与港闸区合并，新崇川区是南通市人口最密集、生产要素最集中、城市化水平最高的区域，围绕“2345”产业体系，积极推动船舶海工、现代纺织、电子信息、智能装备等支柱产业发展，经济总量在南通市各区县中排名第一，财政收入质量及自给率均较高。
- **公司主要负责崇川区观音山新城片区保障房建设，未来收入具有一定保障，继续获得一定的外部支持。**公司为南通市崇川区保障房建设有限公司（以下简称“崇川保障房建设”）下属子公司，为崇川区重要的保障性住房建设主体之一。截至2022年底，公司未结转的保障房建设成本为71.01亿元，为未来收入提供了一定保障。2022年，崇川区财政局给予公司公用事业运营专项补贴3,000万元、棚户区改造补贴款988.00万元，提升了公司利润水平。
- **保证担保提高了本期债券的安全性。**经中证鹏元评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，其为本期债券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高本期债券的安全性。

## 关注

- **公司资产主要沉淀在应收保障房代建款、保障房建设成本。**2022年底公司应收账款、存货合计162.72亿元，占总资产的92.86%。应收账款主要系应收保障房代建款，存货主要系保障房建设成本，应收保障房代建款、保障房建设成本的资金回笼依赖于崇川区委政府的统筹安排，回款时间存在一定不确定。
- **公司总债务规模继续大幅增长，偿债压力进一步加大。**2022年公司主营业务资金回笼仍欠佳，仍主要依赖银行借款、发行债券满足资金需求。2022年底公司总债务达72.26亿元，同比增长30.82%，现金短期债务比及EBITDA利息保障倍数进一步下降、表现欠佳。此外，公司在建保障房尚需投资27.18亿元，未来或将进一步推高公司财务杠杆水平、加大公司偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2022年末，公司对外担保余额合计为20.90亿元，占同期所有者权益比重的34.95%，被担保单位均系政府下属单位，无反担保措施。

## 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
兴川国资	前港闸区内的基础设施建设、土地开发、保障房建设及贸易等业务	481.94	202.98	19.26
天一置业	原崇川区城区（除观音山新城片区）安置房、棚户区改造和城中村改造项目投资建设	201.51	74.60	9.81
新家园农发	农业基础设施建设投资主体，主要负责万顷良田等工程的开发、建设及管理	159.77	62.27	3.95
<b>天山置业</b>	<b>主要负责崇川区观音山新城片区保障房建设</b>	<b>175.24</b>	<b>59.81</b>	<b>14.30</b>
天生产业新城	主要承担港闸经开区的基础设施、安置房建设及商贸等业务	146.31	53.19	4.67

注：（1）兴川国资为南通兴川国有资产运营有限公司的简称、天一置业为南通天一置业有限公司的简称、新家园农发为南通新家园农业投资发展有限公司的简称、天生产业新城为天生产业新城南通有限公司的简称；（2）以上各指标均为2022年/2022年末数据。

资料来源：WIND，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

## 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	6/7	城投经营&财务状况	经营状况	4/7
	区域状况初始评分	6/7		财务状况	3/7
	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					aa-
外部特殊支持					1
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 aa-，反映了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。

### 外部特殊支持

- 公司是南通市崇川区保障房建设主体之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，南通市崇川区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与南通市崇川区人民政府的联系非常紧密以及对南通市崇川区人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为南通市崇川区人民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/19 天山债	2022-06-07	秦凤明、张旻熳	<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/19 天山债	2019-10-29	杨培峰、顾春霞	<a href="#">城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0)</a> 、 <a href="#">城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)</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
19 天山置业债/19 天山债	2.70	2.16	2022-06-07	2026-12-10

## 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2019年12月10日发行7年期2.70亿元公司债券，募集资金原计划用于R15030地块一期（东区）、R15030地块二期（西区）建设项目。截至2022年底，本期债券募集资金专项账户余额为38.57万元。

## 三、发行主体概况

2022年7月天一置业持有公司的33.33%的股权被无偿划拨给南通市崇川城市建设发展（集团）有限公司（以下简称“建发集团”）。截至2022年底，崇川保障房建设、建发集团、中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发建设基金”）分别持有公司59.52%、33.33%、7.15%，公司股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人、主营业务、合并范围均未变更。2022年底，公司注册资本、实收资本仍为3.00亿元，控股股东仍为崇川保障房建设，实际控制人仍为南通市人民政府。公司仍主要从事崇川区观音新城片区的保障房建设工作。截至2022年底，公司纳入合并范围的子公司仍为2家，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

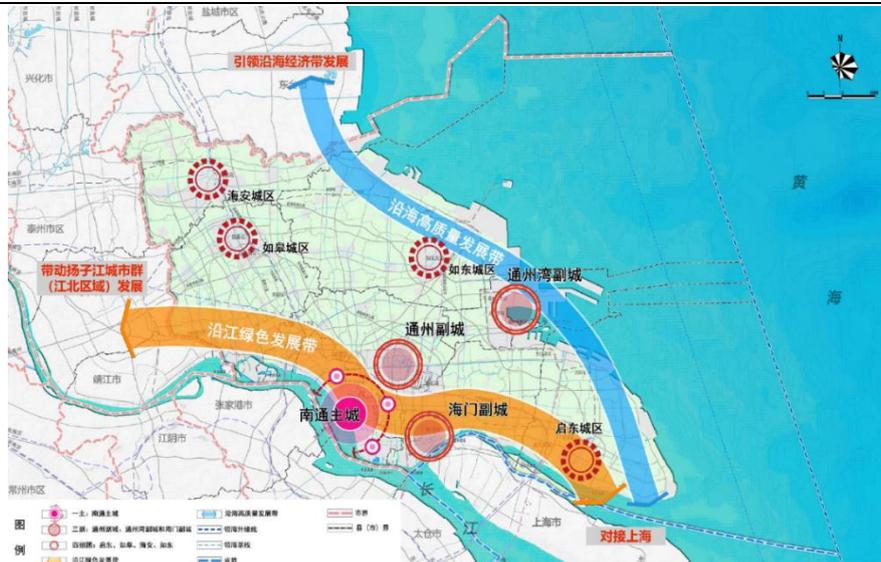
持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

## 区域经济环境

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；但财政自给能力一般，近年地方政府债务余额持续增长

**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<sup>9</sup>、一个国家级高新区、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 2022 年末，南通市全市户籍人口 746.7 万人，常住人口 774.4 万人，较上年末增长 1.1 万人，人口呈净流入态势，常住人口中城镇人口 550.9 万人，城镇化率为 71.8%。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。

<sup>9</sup> 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。

**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，第二产业为拉动经济增长的主要动力。2022年南通市实现地区生产总值 11,379.60 亿元，同比增长 2.1%，经济总量在江苏省排名第四，三次产业结构由 2020 年的 4.6:47.5:47.9 调整为 2022 年的 4.5:49.3:46.2，第二产业比重进一步提升且占比超过第三产业，实现增加值 5,611.1 亿元，同比增长 2.9%，为拉动经济增长的主要动力。2022 年末南通市人均 GDP 为 14.69 万元，为全国人均 GDP 的 1.71 倍，显著高于全国水平。2022 年南通市固定资产投资同比下滑 2.9%，其中基础设施投资同比增长 30.1%，但房地产开发投资同比下降 17.5%，对固定资产投资拖累明显，全年商品房销售面积下降 39.1%；其中住宅销售面积下降 35.7%。此外，2022 年南通市消费市场基本保持稳定；近年对外贸易保持增长，但增速大幅波动，2022 年实现进出口总额 3,665.3 亿元，同比增长 8.1%，其中出口 2,350.4 亿元，增长 4.5%；进口 1,314.9 亿元，增长 15.1%。

**表1 江苏省 2022 年部分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
苏州市	23,958.34	2.00%	18.60	2,329.18	1,735.68
南京市	16,907.85	2.10%	17.88	1,558.21	1,560.29
无锡市	14,850.82	3.00%	19.84	1,133.38	1,128.78
<b>南通市</b>	<b>11,379.60</b>	<b>2.10%</b>	<b>14.69</b>	<b>613.00</b>	<b>1,129.82</b>
常州市	9,550.10	3.50%	17.80	631.78	1,414.95
盐城市	7,079.80	4.60%	10.56	453.26	742.80
泰州市	6,401.77	4.40%	14.18	416.62	523.01
镇江市	5,017.04	2.90%	15.58	303.96	403.76
连云港市	4,005.03	2.40%	8.70	212.81	311.34

注：人均 GDP 按照 2022 年末常住人口计算所得

资料来源：各市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2 南通市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）	11,379.60	2.10%	11,026.94	8.90%	10,036.30	4.70%
固定资产投资	-	-2.90%	-	5.00%	-	5.80%
社会消费品零售总额	3,956.90	0.50%	3,935.50	16.80%	3,370.40	0.30%
进出口总额	3,665.30	8.1%	3,405.80	29.70%	2,627.10	4.30%
人均 GDP（元）	146,947		142,642		129,892	
人均 GDP/全国人均 GDP	171.47%		176.15%		180.84%	

资料来源：2020-2022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。在六大千亿级产业基础上，南通市着力打造“3+3+N”先进制造业产业体系，2022 年南通市重点产业集群实现产值超 7,500 亿元，“3+3+N”产业加快集聚，全年新签约总投资超 10 亿元相关产业项目 26 个、新开工 16 个。2022 年全年南通市规模以上工业增加值同比增长 13.4%，其中轻工业增长 3.6%，重工业增长 5.7%。全年装备制造业和高技术制造业产值分别同比增长 9.4%和 29.0%，分别高出规模以上工业总产值增幅 0.5 和 20.1 个百分点，其中计算机通信电子设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业等行业产值分别增长 35.2%、17.9%、14.9%，保持高速增长态势，同时新兴产品产量亦保持较快增长，锂离子电池和光纤分别增长 187.2%和 10.1%。截至 2022 年末，南通市境内外上市公司共 55 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开发区，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。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及日资最密集地区之一。

**财政及债务水平：**受留抵退税因素影响，2022 年南通市公共财政收入有所下滑，财政自给能力一般，近年地方政府债务余额持续增长。2022 年南通市实现一般公共预算收入 613.00 亿元，扣除增值税

留抵退税因素后的同口径增长 3.2%，2022 年实现税收收入 412.59 亿元，同口径下滑 6.6%。近年南通市财政自给率波动下降，财政自给能力一般。受土地市场景气度下滑影响，2022 年南通市实现政府性基金收入 1,129.82 亿元，同比下降 21.6%。2022 年末，全市地方政府债务限额 2,168.28 亿元，年末余额 1,978.77 亿元，地方债务余额保持持续增长。

**表3 南通市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	613.00	710.18	639.30
税收收入占比	67.31%	80.67%	81.84%
财政自给率	53.43%	63.28%	59.16%
政府性基金收入	1,129.82	1,441.82	1,333.29
地方政府债务余额	1,978.77	1,862.70	1,684.10

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2020-2022年财政预决算报告等，中证鹏元整理

**新崇川区系原崇川区和港闸区合并，是南通市的主城区，合并后经济实力大幅增强，产业基础扎实，并积极推动先进制造业和现代服务业双轮驱动，近年财政收入质量和自给水平均较高**

**区位特征：新崇川区系原崇川区和港闸区合并，是南通市人口最密集、生产要素最集中、城市化水平最高的区域。**根据江苏省人民政府 2020 年 7 月发布的《省政府关于调整南通市部分行政区划的通知》（苏政发[2020]60 号），经国务院批准，撤销南通市崇川区、港闸区，以原崇川区、港闸区的行政区域为新崇川区行政区域。新崇川区总面积 234 平方公里，2022 年末全区常住人口 122.46 万人，较 2020 年七普统计时点净增长 4.09 万人，下辖 15 个街道、2 个省级开发区和 1 个省级高新区，是南通市人口最密集、生产要素最集中，城市化水平最高的区域。崇川区人居环境较好，区位优势优越，拥有国家 4A 级风景区狼山和 5A 级风景区濠河两个风景名胜区，苏通大桥、崇启大桥和在建的沪苏通铁路大桥三大过江通道使崇川全面融入上海一小时经济圈，区内南通港是全国十大港口之一，通达 70 多个国家和地区的 300 多个港口。

**经济发展水平：新崇川区合并后经济实力大幅增强，经济总量在南通市区县中位列第一，第三产业为经济增长主要贡献。**2020年随着原崇川区和港闸区两区的合并，新崇川区经济实力大幅增强，总量在南通市7个区县中位列第一。2022年新崇川区实现地区生产总值1,676.93亿元，按可比价格计算同比增长2.1%，全年三次产业结构比例为0.1：32.5：67.4，第三产业增加值1,129.78亿元，同比增长2.7%，仍为全区经济增长的重要支柱。2022年全区固定资产投资额同比下降10.9%，其中工业投资、服务业投资和建安工程投资分别下降9.1%、11.1%和8.3%。2022年全区实现社会消费品零售总额677.28亿元，同比下降1.0%；完成进出口总值696.12亿元，同比下降0.5%。2022年崇川区人均GDP为137,775元，为全国人均GDP的1.61倍，经济发展水平较高。

**表4 2022年南通市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	<b>1,676.93</b>	<b>2.1%</b>	<b>137,775</b>	<b>113.14</b>	<b>63.54</b>
通州区	1,639.20	2.1%	147,809	67.54	162.97
海门区	1,621.68	2.6%	163,139	56.13	102.51
如皋市	1,479.31	2.3%	120,809	73.50	104.67
启东市	1,391.14	2.2%	145,023	67.16	128.79
海安市	1,379.75	1.8%	158,766	66.00	98.51
如东县	1,314.61	1.5%	149,711	52.72	120.85

注：注：崇川区、如皋市、启东市、如东县、海门区、海安市人均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。

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等，中证鹏元整理

**表5 崇川区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）	1,676.93	2.1%	1,631.54	8.9%	1,482.60	3.2%
固定资产投资	--	-10.9%	--	4.0%	--	2.0%
社会消费品零售总额	677.28	-1.0%	684.45	17.0%	670.20	-0.1%
进出口总额	696.12	-0.5%	770.77	17.1%	598.35	0.7%
人均 GDP（元）		137,775		125,247		136,326
人均 GDP/全国人均 GDP		160.77%		172.88%		168.35%

注：“--”表示未获取相关数据

资料来源：崇川区统计局，中证鹏元整理

**产业情况：崇川区产业基础扎实，围绕“2345”产业体系，积极推动先进制造业和现代服务业双轮驱动。**崇川区设有崇川经济开发区和港闸经济开发区 2 个省级开发区和市北高新技术产业开发区 1 个省级高新区，全区拥有 5 个省级生产性服务业集聚示范区，位列全市第一，围绕“2345”产业体系，即夯实船舶海工和高端纺织两大基础性产业，发展信创产业、车联网和生命健康三大先导性产业，做强电子信息、智能装备、新材料和绿色建筑四大支撑性产业，以及发展高端商贸、现代金融、专业服务、生态康养和文化旅游五大功能性产业，大力推动先进制造业和现代服务业双轮驱动、融合发展。目前，船舶海工、现代纺织、电子信息、智能装备和新材料五大先进制造业产业集群产值近千亿元，2021 年新增市场主体 20,556 户位列全市第一，新增“四上”企业 370 家，大地电气、泽宇智能 2 家企业成功上市；2022 年实现高新技术产业产值 640.29 亿元，占全区规模以上工业总产值比重达 61.51%，全区已有 16 家上市挂牌公司，产业基础扎实。

**财政及债务：崇川区一般公共预算收入质量较好，财政自给率较高。**原崇川区和港闸区合并后新崇川区 2020 年的财政实力大幅提升。崇川区 2022 年实现一般公共预算收入 113.14 亿元，扣除增值税留抵退税因素后的增幅为 2.9%，一般公共预算收入质量和财政自给率有所下滑，但崇川区单位 GDP 创税能力仍强，财政自给率仍大于 100%，土地财政依赖度在南通市下辖区县最低。地方政府债务方面，2022 年崇川区地方政府余额为 171.73 亿元，同比增长 6.05%。

**表6 崇川区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	113.14	126.00	120.52
税收收入占比	67.22%	85.32%	85.47%
财政自给率	132.98%	163.70%	155.56%
政府性基金收入	63.54	76.10	130.65
地方政府债务余额	171.73	161.93	151.56

资料来源：崇川区近年财政预算执行报告，中证鹏元整理

**投融资平台：**根据崇办[2022]63号文《关于深化崇川区国资国企改革的实施方案》，崇川区全面推进区内各级国有企业和经营性国有资产重组整合，强化资产资源集聚集约优势，组建形成有各自职能定位和业务特点的三大集团公司格局，具体包括：南通市崇川城市建设投资有限公司更名为南通市崇川国有资产经营控股（集团）有限公司（以下简称“国控集团”），南通天利和国有资产控股有限公司更名为建发集团，南通市崇川区东城开发建设有限公司更名为南通市崇川高新产业园区发展集团有限公司（以下简称“园发集团”）。三大集团职能定位清晰，业务范围明确，详细情况见下表。本轮国企改革后崇川区原有发债主体均成为三大集团下属子公司：天一置业为国控集团一级子公司，新家园农发为建发集团一级子公司，兴川国资为园发集团一级子公司，南通市北高新技术开发集团有限公司和天生产业新城为园发集团二级子公司。

**表7 崇川区重组形成三大集团格局（单位：亿元）**

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
国控集团	崇川区人民政府	203.65	60.17%	19.59	200.20	统筹城区土地一级开发、安置房投资及基础设施投资建设项目，力求形成集资产运营、文化旅游和类金融等业务为一体的国有城市资产综合运营服务商
园发集团	崇川区人民政府	208.76	61.80%	21.76	300.29	统筹负责园区土地一级开发和市政基础设施建设，围绕园区资源在园区开发建设、立足发展和运营服务全产业链开展业务，立足崇川、向外拓展，力求发展为专业化的园区开发建设运营服务商
建发集团	崇川区人民政府	189.99	52.58%	18.63	164.43	统筹园区安置房投资建设，依托城市资源开展智慧城市运营、城市综合养护和防疫消杀等城市服务业务，通过市场化方式推进房地产开发、建筑施工和供应链贸易等业务，力求发展为集城市建设服务于一体的城建服务商

注：1、国控集团数据为2022年/2022年末数据

2、园发集团、建发集团营业收入为2021年数据，其余数据均为2022年6月末

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司是南通市崇川区重要的保障性住房建设主体之一，主要负责崇川区观音新城片区的保障性住

房建设，未来收入具有一定保障；需关注公司保障房业务资金回笼不佳，在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力

公司是南通市崇川区重要的保障性住房建设主体之一，具有房地产开发企业资质（贰级），主要负责崇川区观音新城片区的保障性住房建设，并附带少量物业管理及房屋中介业务。2022年公司营业收入仍以保障房项目收入为主，受结算进度影响公司2022年营业收入同比下降，但受保障房项目成本加成比例提升影响，公司毛利率同比大幅提高。

**表8 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
主营业务	142,983.54	100.00%	15.23%	195,550.96	99.91%	6.12%
其中：保障房项目	142,773.76	99.85%	15.56%	192,439.81	98.32%	5.66%
租赁及物业	209.78	0.15%	-209.46%	3,111.15	1.59%	34.33%
其他业务	0.01	0.00%	-6.00%	180.33	0.09%	11.11%
<b>合计</b>	<b>142,983.55</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.23%</b>	<b>195,731.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.12%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司待结转保障房建设成本规模较大，未来收入具有一定有保障，但保障房业务资金回笼受财政支付安排影响较大、回款情况表现不佳，在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力

公司的保障房业务模式包括代建模式、自营模式。代建模式下，公司受南通市天城建设投资有限公司（以下简称“天城建设”）委托，自筹资金“招拍挂”获取土地、进行项目建设，与委托人结算模式分为两种，一种是按工程进度，按项目成本加成一定比例确认工程结算款；一种是签订固定造价合同，在约定好交付标准、建设期间等条款的情况下，委托人在每个约定好的时点分期与发行人结算工程款。代建模式项目资金回笼受财政支付安排影响较大，回款情况表现不佳。自营模式下，公司自筹资金“招拍挂”获取土地、进行项目建设，完工后按政府指导价销售给安置居民。近年来，公司安置房板块业务模式逐步从委托代建模式向自营模式转型，未来公司业务模式将以自营模式为主。

“19天山置业债/19天山债”募投项目R15030地块建设项目（世伦佳苑）于2020年完工，2022年底待结转成本1.62亿元。

2022年公司继续推进兴石河一、二、三、四，华润及周边地块（润海花苑），以及裕景苑西侧地块（裕景苑）等项目的建设，2022年底兴石河一、二、三项目已完工，待结转成本23.44亿元。2022年公司保障房收入主要来源于兴石河一、二、三，观河华府等项目，详见下表。

**表9 公司工程建设收入主要构成情况（单位：万元）**

年份	项目	业务模式	营业收入	营业成本	毛利率
2022年	兴石河二	代建	80,842.68	68,948.19	14.71%
	兴石河一、三	代建	33,342.94	27,785.78	16.67%

	观河华府	代建	10,412.31	8,676.92	16.67%
	R15030 地块建设项目（世伦佳苑）	代建	7,363.05	6,135.87	16.67%
	中桥名邸	代建	6,738.17	5,615.14	16.67%
	滨河六期（同和嘉苑）	代建	3,891.83	3,243.20	16.67%
	鑫城南苑	代建	119.19	99.32	16.67%
	观阳名邸	代建	63.59	52.99	16.67%
	<b>小计</b>		<b>142,773.76</b>	<b>120,557.42</b>	<b>15.56%</b>
2021 年	R15030 地块建设项目（世伦佳苑）	代建	118,032.51	111,351.43	5.66%
	兴石河一、三	代建	36,624.83	34,551.73	5.66%
	中桥名邸	代建	14,537.10	13,714.24	5.66%
	滨河六期（同和嘉苑）	代建	12,127.53	11,441.07	5.66%
	观河华府	代建	10,756.13	10,147.29	5.66%
	滨河五期（同和嘉苑）	代建	262.26	247.41	5.66%
	鑫城南苑	代建	99.45	93.82	5.66%
	<b>小计</b>		<b>192,439.81</b>	<b>181,546.99</b>	<b>5.66%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年底，公司未结转的保障房建设成本为71.01亿元，为公司未来收入提供了一定保障；在建项目预计总投规模较大，公司保障房建设业务中短期内仍具有一定可持续性。但需关注，公司保障房建设回款情况欠佳，在建项目尚需投资27.18亿元，主要依赖外部融资，公司面临较大资金压力。

**表10 截至 2022 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	存货待结转成本
R19026 兴石花园二期（四号地块）	282,800.00	143,369.45	139,430.55	143,369.45
华润及周边地块（润海花苑）	180,000.00	100,463.78	79,536.22	100,463.78
裕景苑西侧地块（裕景苑）	83,660.00	52,986.78	30,673.22	52,986.78
支二路北、胜利路东（人才公寓）	41,100.00	18,910.03	22,189.97	18,910.03
<b>合计</b>	<b>587,560.00</b>	<b>315,730.04</b>	<b>271,829.96</b>	<b>315,730.04</b>

注：兴石河一、二、三期已完工；R19026 兴石花园二期（四号地块）又称兴石河四期

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 2022年公司继续获得一定力度的外部支持

公司系崇川保障房建设下属子公司，承担崇川区观音新城片区的保障房建设职责，当地政府及股东持续给予公司一定支持。2022年，崇川区财政局给予公司公用事业运营专项补贴3,000万元、棚户区改造补贴款988.00万元。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

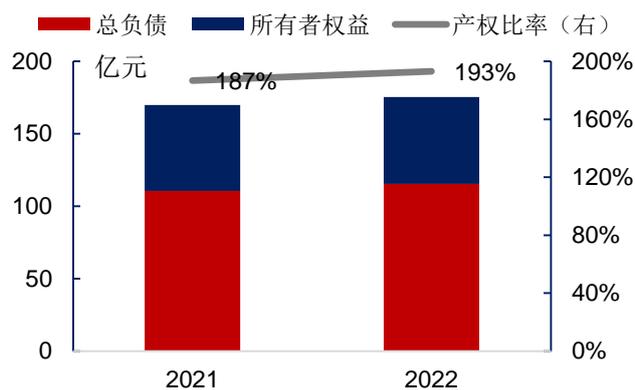
以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告、经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内合并报表范围无变化。

## 资本实力与资产质量

随着保障房项目的建设推进，2022年底公司总资产继续增长，资产增量主要来自债务融资；公司资产仍以应收保障房代建款、保障房建设成本为主，资产流动性受制于崇川区政府统筹安排

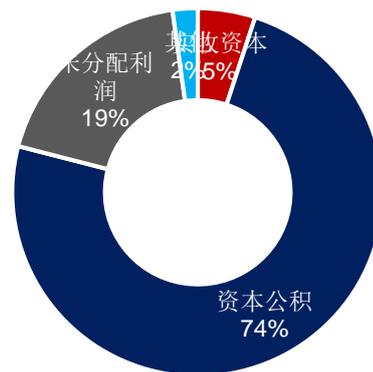
随着自身盈余积累，2022年底公司所有者权益同比增长1.02%；同期随着保障房项目建设的推进，公司总债务规模快速增长，产权比率同比提高，所有者权益对总负债保障程度进一步减弱。截至2022年末，公司所有者权益以资本公积、未分配利润、实收资本为主，资本公积主要系崇川区财政局向公司拨付资金、债务减免形成。

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

公司承担南通市崇川区观音新城片区的保障性住房建设职责，随着项目建设推进，公司总资产继续增长，新增资产主要沉淀在应收账款、存货等科目。

公司存量保障房建设以委托代建模式为主，回款情况欠佳，应收账款规模持续增长，占总资产比重较高。2022年底应收账款仍主要系应收天城建设的项目建设款，回收风险较小，但规模较大、回收时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用。存货系保障房建设成本，随着兴石河四、润海花苑等项目建设推进，2022年底存货规模同比增长，用于抵押借款的存货规模亦同比增长，达42.00亿元，占存货规模的59.14%。公司待结转保障房建设成本较大，为未来收入提供了一定保障，但需关注公司保障房建设成本结算时间存在一定不确定性、回款情况欠佳、受限比例较高。随着项目建设推进，2022年底公司货币资金同比大幅下降，无受限货币资金。

整体来看，公司资产仍以保障房业务形成的应收代建款、项目投入成本为主，应收保障房代建款、保障房建设成本的资金回笼依赖于当地政府的统筹安排，回款时间存在一定不确定性。

**表11 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	1.43	0.81%	11.15	6.57%
应收账款	91.71	52.33%	81.45	47.98%
存货	71.01	40.53%	68.02	40.07%
<b>流动资产合计</b>	<b>172.18</b>	<b>98.26%</b>	<b>166.40</b>	<b>98.03%</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3.05</b>	<b>1.74%</b>	<b>3.34</b>	<b>1.97%</b>
<b>资产总计</b>	<b>175.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>169.74</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年公司营业收入同比下降，但受益于毛利率提高，公司利润总额同比增长，政府补助对利润总额贡献仍较大

2022年公司营业收入仍以保障房收入为主，受工程结算进度以及加成比例变动影响，营业收入同比下降、毛利率同比提升，毛利润同比大幅增长。2022年底公司待结转保障房建设成本仍较大，未来收入较有保障，但需关注主营业务资金回笼情况仍欠佳。2022年公司收到的政府补助同比大幅下降，占利润总额比重仍较高、对利润总额贡献仍较大。同期，公司财务费用、投资收益同比下降，综合影响下，2022年公司利润总额同比大幅增长。

**表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	14.30	19.57
营业利润	0.81	-2.72
其他收益	0.40	0.00
营业外收入	0.00	3.51
投资收益	0.09	0.87
利润总额	0.81	0.44
销售毛利率	15.23%	6.12%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

### 偿债能力

公司总债务规模较大、继续大幅增长，现金短期债务比及EBITDA利息保障倍数继续下降、表现欠佳，偿债压力进一步加大

2022年底，公司总负债同比略有增加，其中银行借款规模大幅增长，应付往来大幅下降，债券融资同比略有下降。

刚性债务方面，公司融资渠道主要为银行借款、发行债券。银行借款类型主要为抵押借款、质押借

款、保证借款等，抵押物主要为在建保障房，质押物主要为应收账款，保证人主要为国控集团、天山置业、天城建设，授信银行主要为江苏银行、国开行、民生银行、农行等，利率区间为4.05%-6.40%。公司债券融资主要为借新还旧；2022年公司成功发行“22天山01”、“22天山02”，票面利率均为3.30%，期限均为3年；同期，“17天山01”、“19天山01”到期偿付，本期债券偿付20%本金。公司债务长短期结构相对合理，2022年短期债务占总债务比重进一步下降。公司债务主要集中在2025年到期，存在一定集中偿付压力。公司经营性债务主要系其他应付款，主要系应付股东、崇川区财政局、南通市保障房建设投资有限公司等单位的往来款。

**表13 截至 2022 年末公司债务本金到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	融资成本区间	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	4.05%-6.40%	59.49	6.06	0.00	28.45	24.98
债券融资	3.30-4.66%	12.66	0.54	0.54	11.04	0.54
<b>合计</b>		<b>72.15</b>	<b>6.6</b>	<b>0.54</b>	<b>39.49</b>	<b>25.52</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表14 截至 2022 年底公司存续债券情况（单位：亿元、年）**

债券简称	发行规模	剩余本金	票面利率	起息日期	发行期限	到期日
22 天山 01	5.00	5.00	3.30%	2022-10-24	3	2025-10-24
22 天山 02	5.50	5.50	3.30%	2022-11-08	3	2025-11-08
19 天山置业债/19 天山债	2.70	2.16	4.66%	2019-12-10	7	2026-12-10
<b>合计</b>	<b>13.20</b>	<b>12.66</b>				

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**表15 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
其他应付款	38.84	33.65%	51.26	46.37%
一年内到期的非流动负债	6.75	5.85%	12.08	10.93%
<b>流动负债合计</b>	<b>49.92</b>	<b>43.25%</b>	<b>67.39</b>	<b>60.96%</b>
长期借款	53.43	46.29%	41.02	37.11%
应付债券	12.08	10.47%	2.13	1.93%
<b>非流动负债合计</b>	<b>65.51</b>	<b>56.75%</b>	<b>43.15</b>	<b>39.04%</b>
<b>负债合计</b>	<b>115.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>110.54</b>	<b>100.00%</b>
总债务	72.26	62.60%	55.24	49.97%
其中：短期债务	6.75	5.85%	12.08	10.93%
长期债务	65.51	56.75%	43.15	39.04%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022 年底，公司财务杠杆水平同比略有提高，仍处于较高水平。由于公司货币资金大幅下降，现金短期债务比同比下降。随着总债务规模增长、利息支出规模增加，2022 年公司 EBITDA 利息保障倍数

继续下降。整体来看，公司偿债压力同比大幅增加。

公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支，2022年公司主营业务资金回笼仍欠佳，仍主要依赖再融资满足资金需求，未来随着保障房建设的推进，预计公司财务杠杆将进一步提高，偿债压力将进一步加大。考虑到公司承担崇川区观音山新城片区保障房建设的职责，预计未来其再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

**表16 公司偿债能力指标**

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	65.87%	65.12%
现金短期债务比	0.21	0.92
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.81

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### ESG 风险因素

#### 公司 ESG 未见明显不利因素，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等环保原因受到政府部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的说明及公开资料查询，公司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》及有关法律法规的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构，具体组织架构见附录三。近三年公司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。但公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。2022年崇川区平台进行整合，公司原董事会、监事会解散，新设执行董事一名、监事一名，公司财务、融资由建发集团统筹管理。

**表17 公司主要高管情况**

职务	人员名称	任职生效时间
执行董事、总经理	徐焯	2022年11月
监事	季杰	2022年11月
财务负责人	张春杨	2022年11月

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

## 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5月15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2022年末，公司对外担保余额合计为20.90亿元，占同期所有者权益比重的34.95%，被担保单位均系政府下属单位，但担保金额较大，且无相应的反担保措施，存在一定或有负债风险。

**表18 截至2022年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保人	企业性质	担保金额	担保终止日
南通鑫浩建设投资发展有限公司	国有	14,700.00	2028年9月23日
		4,000.00	2023年4月23日
		6,900.00	2027年8月26日
南通观音山经济开发有限公司	国有	14,700.00	2028年12月17日
		14,700.00	2027年12月17日
		6,300.00	2028年8月26日
南通观音山旧城改造股份有限公司	国有	22,000.00	2025年11月21日
		4,499.81	2028年8月21日
		2,250.00	2028年8月21日
南通市天城建设投资有限公司	国有	14,000.00	2024年11月20日
		30,000.00	2027年11月20日
		40,000.00	2027年11月20日
南通市森林公园管理有限公司	国有	13,000.00	2023年4月23日
		6,000.00	2023年12月14日
		6,000.00	2023年12月6日
南通市北新城水利建设投资有限公司	国有	6,000.00	2023年12月6日
南通市港洁环境科技有限公司	国有	1,000.00	2023年10月27日
南通新家园农业投资发展有限公司	国有	9,000.00	2023年10月9日
<b>合计</b>		<b>209,049.81</b>	

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

## 八、外部特殊支持分析

公司为南通市崇川区保障房建设主体之一。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，南通市崇川区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与南通市崇川区人民政府的联系非常紧密。南通市人民政府、南通市崇川区人民政府、南通市通州区人民政府间接持有公司股份合计90%左右；南通市崇川区人民政府对公司的经营战略和业

务运营拥有绝对控制权；公司营业收入基本来自保障房建设，保障房业务委托方为崇川区国有企业南通市天城建设投资有限公司，崇川区财政局每年均给予公司一定规模政府补助。展望未来，公司与南通市崇川区人民政府的联系将比较稳定

(2) 公司对南通市崇川区人民政府非常重要。公司主要负责南通市崇川区观音山新城片区的保障房建设，最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，对南通市崇川区人民政府和地方经济的贡献一般、具有一定可替代性。公司为已发债平台，违约会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的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息，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。担保期间为债券存续期及债券到期日起第二年。债券持有人在此期间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19 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20 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21 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。

## 十、结论

崇川区是南通市主城区，2020年由原崇川、港闸两区合并，合并后的崇川区经济总量在南通市各县区中排名第一，财政收入质量较高，为公司发展提供了良好的外部环境。虽然公司资产主要沉淀在的保障房代建款及保障房建设成本，业务回款情况仍欠佳、总债务继续大幅增长，在建项目尚需投资规模较大，或将进一步推高公司财务杠杆水平、加大公司偿债压力，且公司对外担保规模较大、存在一定的或有负债风险。但公司为崇川保障房建设下属子公司，为崇川区重要的保障性住房建设主体之一，承担崇川区观音山新城片区保障房建设的职责，尚有较大规模未结转保障房建设成本，未来收入具有一定保

障，同时2022年崇川区财政局继续给予公司一定财政补助。整体来看，公司抗风险能力较强。此外，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。

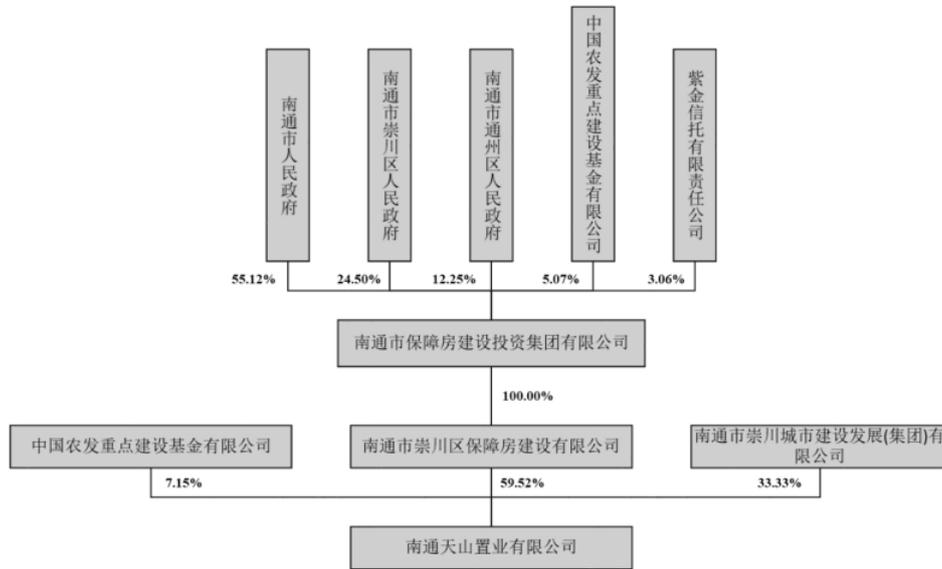
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19天山置业债/19天山债”信用等级为AAA。

## 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	1.43	11.15	9.89
应收账款	91.71	81.45	65.65
存货	71.01	68.02	78.59
流动资产合计	172.18	166.40	159.49
固定资产	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	3.05	3.34	3.64
资产总计	175.24	169.74	163.13
短期借款	0.00	0.00	3.09
应付账款	0.98	0.81	0.95
其他应付款	38.84	51.26	65.77
一年内到期的非流动负债	6.75	12.08	1.24
流动负债合计	49.92	67.39	74.17
长期借款	53.43	41.02	25.15
应付债券	12.08	2.13	13.15
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	65.51	43.15	38.30
负债合计	115.42	110.54	112.48
其中：短期债务	6.75	12.08	4.33
总债务	72.26	55.24	42.63
所有者权益	59.81	59.20	50.65
营业收入	14.30	19.57	21.07
营业利润	0.81	-2.72	2.00
其他收益	0.40	0.00	0.50
利润总额	0.81	0.44	2.01
经营活动产生的现金流量净额	-21.43	-7.78	6.99
投资活动产生的现金流量净额	0.23	1.35	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	11.48	7.70	-18.83
<b>财务指标</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	15.23%	6.12%	10.01%
资产负债率	65.87%	65.12%	68.95%
短期债务/总债务	9.34%	21.88%	10.16%
现金短期债务比	0.21	0.92	2.28
EBITDA（亿元）	3.04	4.02	2.67
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.81	0.82

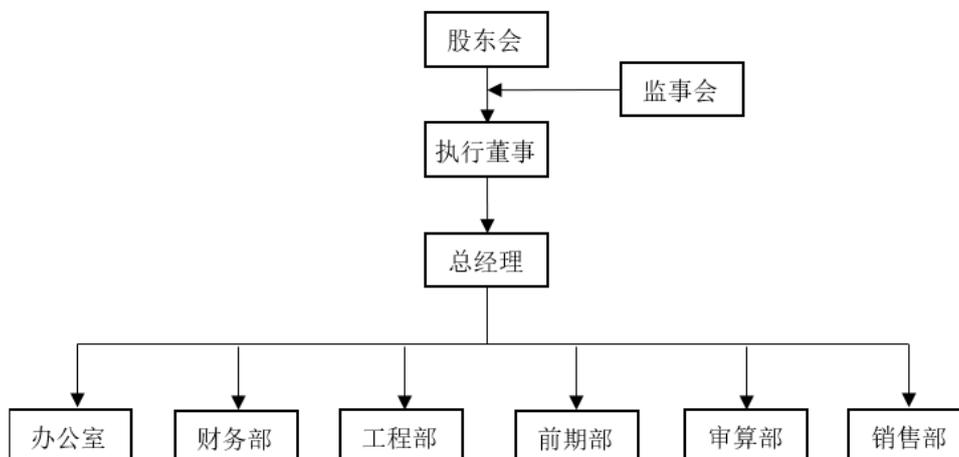
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 12 月）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 12 月）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2022 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
南通天乐资产投资管理有限公司	3,000.00	100.00%	实业投资；物业管理；建筑材料、贵金属、纺织品、纺织机械设备的销售；房屋租赁
南通天特建设项目管理有限公司	500.00	51.00%	建设项目管理服务；建设工程造价咨询；建设工程招标代理；建设工程技术服务

资料来源：公司 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。