



2017年阜宁县城市投资发展有限责任公司 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年阜宁县城城市投资发展有限责任公司公司债券¹2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
17阜宁债/PR阜宁投	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：阜宁县地区经济实力稳步提升，工业发展稳中向好，为公司发展提供了良好基础；阜宁县城城市发展投资集团有限公司（以下简称“公司”或“阜宁城发”）作为阜宁县城政工程建设的主要实施主体，业务具有一定可持续性，且获得较大力度的外部支持，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“17阜宁债/PR阜宁投”的信用水平。同时中证鹏元也关注到了公司资产中应收款项回收时间不确定、项目开发成本及土地资产难以即时变现，面临一定的投资支出压力和较大的偿债压力，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

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

评级日期

2023年06月25日

联系方式

项目负责人：高爽
gaos@cspengyuan.com

项目组成员：洪焯
hongy@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	208.30	209.67	201.80
所有者权益	78.97	78.06	71.68
总债务	89.05	99.16	99.07
资产负债率	62.09%	62.77%	64.48%
现金短期债务比	0.52	0.87	0.40
营业收入	14.29	13.30	11.91
其他收益	3.43	2.74	2.00
利润总额	0.92	0.96	0.70
销售毛利率	26.64%	25.44%	33.26%
EBITDA	7.32	7.03	5.54
EBITDA利息保障倍数	1.40	1.12	1.01
经营活动现金流净额	8.66	0.74	0.46

资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2021年8月，公司名称变更为“阜宁县城城市发展投资集团有限公司”。

优势

- **阜宁县地区经济实力稳步提升，工业发展稳中向好，为公司发展提供了良好基础。**阜宁县隶属于江苏省盐城市，2022年地区生产总值保持增长，近年来阜宁县持续优化产业结构，构建“2+2+3”生态绿色工业产业新格局，2022年规上工业总产值同比增长14.9%，工业发展稳中向好。
- **公司是阜宁县城政工程建设的主要实施主体，业务具有一定可持续性。**作为阜宁县城政工程建设的主要实施主体，2022年末公司在建工程项目及存货开发成本中土地整理成本仍有一定规模，具有一定可持续性。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2022年公司获得3.43亿元政府补助，公司盈利水平得到显著提升。
- **保证担保仍能有效提升“17阜宁债/PR阜宁投”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了债券信用水平。

关注

- **公司资产中应收款项回收时间具有不确定性，项目开发成本及土地资产难以即时变现，且受限资产规模较大，整体资产流动性较弱。**公司资产中应收款项、项目开发成本及土地资产占比较高，其中应收款项规模较大，回收时间具有一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用，项目开发成本及土地资产难以短期集中变现，且公司受限资产规模较大。
- **公司主要在建项目尚需投入一定资金，债务负担较重，存在一定的投资支出压力和较大的偿债压力。**公司主要在建代建项目尚需投入一定资金，但收入实现时间存在不确定性，2022年末公司非标债务和短期债务占比较高，现金短期债务比进一步下降至较低水平，预计公司持续的业务扩张仍将带来长期的资金需求，并面临一定的投资支出压力。
- **公司存在较大或有负债风险。**尽管担保对象均为当地国企及事业单位，但公司对外担保规模较大，且均未采取反担保措施。

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
阜宁城发	阜宁县重要的城市建设投融资平台	208.30	78.97	14.29
阜宁建投	负责阜宁县城市基础设施及安置房建设等	166.16	88.18	6.87
阜宁交投	阜宁县交通基础设施建设投融资建设	153.44	70.02	7.97

注：阜宁建投为阜宁县建设投资有限公司简称，阜宁交投为阜宁县交通投资有限公司的简称，以上各指标均为2022年末/度数据。

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	4/7	经营状况	经营状况	7/7

	区域状况初始评分	4/7	城投经营&财务状况	4/7
	行政层级	2/5	财务状况	
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

- 公司是阜宁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，阜宁县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与阜宁县政府的联系非常紧密以及对阜宁县政府非常重要。同时，中证鹏元认为阜宁县政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、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/17阜宁债	2022-06-13	毕柳、高爽	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/14阜宁债	2014-05-23	季俊杰、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
17阜宁债/PR阜宁投	10.00	2.00	2022-06-13	2024-03-14

一、跟踪评级原因

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

二、债券募集资金使用情况

公司于2017年3月14日公开发行7年期10亿元公司债券，募集资金计划用于碧湖西苑建设工程项目、海鑫东苑安置房建设工程项目、海鑫三期安置楼建设工程项目、京杭人家建设工程项目、喻口新社区二期安置房建设工程项目以及补充流动资金。截至2023年5月31日，“17阜宁债/PR阜宁投”募集资金专项账户余额为0.48万元。

三、发行主体概况

2022年8月，公司的控股股东由阜宁县人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“阜宁国资办”）变更为阜宁县城发控股集团有限公司（以下简称“城发控股”），变更后，城发控股持有公司95%的股权，国开发展基金有限公司持有公司5%的股权。

跟踪期内，公司名称、主营业务、注册资本、实收资本、实际控制人未发生变化。截至2023年5月末，公司注册资本仍为30.00亿元，实收资本仍为12.50亿元，控股股东为城发控股，实际控制人仍为阜宁国资办，公司股权及控制关系见附录二。

2022年公司新纳入合并范围子公司3家，减少子公司1家，具体情况如下表所示。截至2022年末，公司合并范围内子公司见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
阜宁县城发物业管理有限公司	100%	1,000.00	房地产业	控制权转移
阜宁县民发置业有限公司	100%	30,000.00	房地产业	投资新设
阜宁县新辉地产有限公司	100%	35,000.00	房屋建筑业	投资新设

2、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
阜宁县诚达市政工程有限公司	100%	11,000.00	市政公用工程	注销

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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。

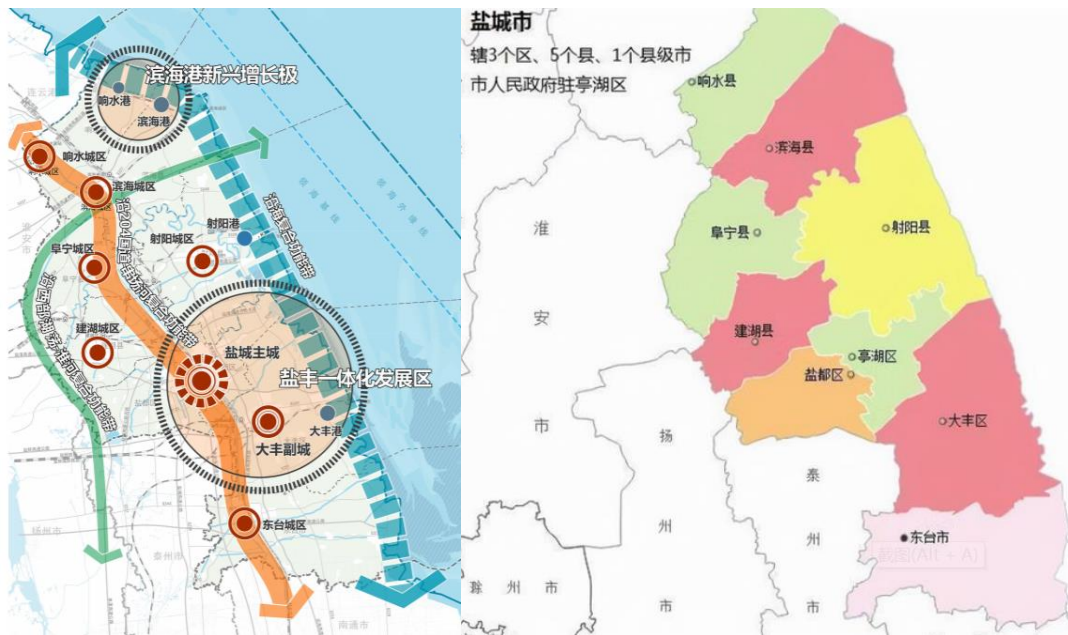
2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面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

阜宁县交通便利，经济体量在盐城市排名中等偏后，2022年全县固定资产投资增速明显提升；近年阜宁县持续优化产业结构，构建“2+2+3”生态绿色工业产业新格局，工业发展稳中向好，但财政自给能力较弱

区位特征：阜宁县交通便利，形成了公路铁路互补、水路陆路联运的立体交通格局。阜宁县隶属于盐城市，南与建湖县、北与滨海县接壤，东与射阳县毗邻，西与淮安市涟水县隔废黄河相望，辖区面积1,439平方公里，辖建制镇13个、街道办事处4个，以及省级阜宁经济开发区、阜宁高新技术产业开发区、金沙湖旅游度假区、桃花源生态经济区。近年来阜宁县常住人口规模有所下降，截至2021年末，全县常住人口79.44万人。阜宁县交通便利，境内阜溧高速连通盐徐高速、沈海高速、京沪高速、长深高速和盐靖高速等，临盐高速建成、阜溧高速全线贯通后，阜宁高速网络结构将更为完善、通达更为便捷。阜宁东站沿连盐高铁通往上海、杭州、北京、沈阳等城市；阜宁南站沿徐宿淮盐高铁通往北京、徐州、上海、杭州等城市。周边盐城机场、淮安机场、连云港花果山机场等航空口岸距阜宁县城均1小时左右，可直达国内大中城市和港澳台地区及韩国、日本等国家；新沟镇境内获批规划建设阜宁通用机场。境内水网密布，国家级航道射阳河、通榆河、淮河入海水道贯通全境，阜宁港开通连云港港、大丰港、河南周口港、太仓港集装箱航线，基本形成公路铁路互补、水路陆路联运的立体交通格局。

图1 阜宁县位于沿204国道串场河复合功能带



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

经济发展水平：阜宁县经济体量在盐城市排名中等偏后，2022年固定资产投资投资增速明显提升、出口持续较快增长。2019年，受化工整治及环保政策的影响，阜宁县化工企业逐步搬迁或关停，近年来全县大力发展新能源、电子信息等产业，经济运行总体呈现稳定恢复态势，2022年全县地区生产总值增速分别比全国、全省、全市高1.8、2.0、0.2个百分点。阜宁县经济体量、人均GDP在盐城市均排名中等偏后，整体经济水平一般。从产业结构来看，阜宁县经济中三产占比较高，2022年的三产比例为11.79:41.88:46.33。从拉动经济增长的因素来看，2022年阜宁县固定资产投资增速明显提升，同比增长10.8%，主要是受益于工业投资和建筑安装工程投资的高速增长，全年新增296个500万元以上项目，比上年增加108个，其中5,000万元以上项目新增132个，比上年增加68个。消费方面，2022年阜宁县社会消费品零售总额同比增长2.1%，增速大幅回落。阜宁县对外贸易以出口为主，近年持续快速增长，对地区经济增长起到一定拉动作用。

表2 盐城市部分区县 2022 年经济财政指标情况（单位：亿元）

区域	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
东台市	1050.00	-	11.81	60.60	56.30
大丰区	816.63	4.60%	12.64	58.16	79.10
盐都区	714.81	2.60%	11.63	42.82	31.29
建湖县	710.40	4.90%	11.65	37.65	69.23
射阳县	709.67	4.10%	9.34	30.76	64.32
阜宁县	700.17	4.80%	8.84	30.50	54.80
亭湖区	669.51	6.00%	9.78	45.32	34.06
滨海县	605.93	4.30%	7.38	28.95	78.46

注：“-”表示数据未公告；除阜宁县外其他各区县人均 GDP 均为当年地区生产总值/2021 年末当地常住人口数。

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

表3 阜宁县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	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）	700.17	4.8%	645.45	7.2%	574.22	2.4%
固定资产投资	-	10.8%	-	-7.7%	166.88	-32.0%
社会消费品零售总额	284.38	2.1%	278.5	21.6%	229.66	-2.9%
进出口总额（亿美元）	9.13	47.5%	6.81	30.3%	5.2	19.1%
人均GDP（元）	88,361		81,250		72,317	
人均GDP/全国人均GDP	103.11%		100.38%		99.82%	

注：1、2020年阜宁县人均GDP使用第七次人口普查数据计算。

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

产业情况：阜宁县持续优化产业结构，构建“2+2+3”生态绿色工业产业新格局，工业发展稳中向好。2019年受“321响水港爆炸事件”的影响，阜宁县化工企业停产较多，近年来阜宁县持续优化产业结构，积极培育主导产业，构建“2+2+3”生态绿色工业产业新格局，新能源、环保新材料产业稳步增长，电子信息、汽车零部件产业强劲起步，阀体装备、食品加工、纤维纺织产业转型升级。阜宁县聚力打造全国新能源产业集聚区，新能源产业从无到有，集聚了众多以风电装备和光伏为支撑的新能源企业，形成了全省最完整的风电装备产业链条，已经成为阜宁第一主导产业。环保新材料产业是阜宁的传统特色产业，经过多年发展，形成了从基础滤布、高性能纤维材料生产到环保装备设计、研发、施工、运维服务等全产业链条，建成了全国唯一的环保新材料智能制造试点示范园区，为全国四大环保新材料基地之一。

阜宁县工业发展稳中向好，2022年阜宁县规模以上工业总产值同比增长14.9%。8大产业链中5个产业链实现增长，其中，晶硅光伏产业链全年实现产值149.08亿元，同比增长77.7%，占全县规上工业总产值的32.8%；全县29个行业大类中有16个行业实现正增长，增长面为55.2%。全县实现战略性新兴产业产值176.8亿元，同比增长52.0%，占规上工业总产值的38.9%，占比较上年同期提高了11.2个百分点，对工业增长的贡献率达122.0%。

财政及债务：阜宁县一般公共预算收入持续增长，但财政自给率低，综合财力对政府性基金收入依赖程度较大，区域政府债务规模持续增长。近年阜宁县一般公共预算收入持续增长，财政收入质量尚可，但财政自给率低，综合财力对政府性基金收入依赖较大。由于国有土地出让收入下降较多，2022年全县政府性基金规模同比大幅下降，综合财力有所下滑。近年阜宁县地方政府债务余额持续增长，整体债务压力在盐城市排名中等偏上。

表4 阜宁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	30.50	30.43	28.31
税收收入占比	72.13%	79.72%	78.11%
财政自给率	27.81%	30.30%	30.96%

政府性基金收入	54.80	74.20	59.60
地方政府债务余额	146.94	139.17	125.75

注：综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入；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阜宁县财政预算执行草案，中证鹏元整理

投融资平台：阜宁县主要已发债投融资平台共4家，如下表所示。2021年8月，阜宁县城市投资发展有限公司（以下简称“阜宁城投”）与阜宁建投领导班子合并，成立阜宁城发，原阜宁城投更名为阜宁城发，2022年8月，阜宁城发和阜宁建投的控股股东均由阜宁国资办变更为城发控股。阜宁城发为阜宁县重要的投融资平台，负责阜宁的城建投融资工作，阜宁交投负责交通基础设施建设。阜宁经济开发区（以下简称“阜宁经开区”）有1家平台，为江苏开源投资集团有限公司（以下简称“开源投资”），负责阜宁经开区的基础设施建设。

表5 阜宁县主要已发债投融资主体情况（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
阜宁城发	城发控股	78.97	62.09%	14.29	89.05	阜宁县重要的城市建设投融资平台
阜宁建投	城发控股	88.18	46.93%	6.87	68.02	负责阜宁县城市基础设施及安置房建设等
开源投资	海鑫投资	81.71	36.88%	2.96	37.05	阜宁经开区内投融资建设
阜宁交投	阜宁国资办	70.02	54.37%	7.97	70.54	阜宁县交通基础设施建设投融资建设

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

2、财务数据均为2022年数据。

资料来源：公开评级报告、Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内，公司的职能定位未发生变化，公司仍是阜宁县市政工程建设的主要实施主体，负责阜宁县范围内项目代建、土地整理、安置房销售业务，业务具有一定可持续，但受政府统筹安排等因素影响，业务收入规模及实现时间存在一定不确定性

2022年公司营业收入有所提升，从收入构成来看，主要是项目代建和安置房业务收入增加较多，而土地整理业务收入则下降较多。毛利率方面，2022年公司销售毛利率有所提升，分项来看，除了现代服务业务之外其他业务毛利率均有所提升。

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
安置房销售业务	2.55	17.84%	30.71%	1.90	14.26%	27.31%
项目代建业务	8.00	56.00%	16.67%	6.01	45.19%	16.63%
土地整理业务	3.19	22.32%	45.51%	5.21	39.19%	37.75%
现代服务业务	0.20	1.41%	62.24%	0.10	0.76%	66.47%
其他业务	0.35	2.44%	32.57%	0.08	0.59%	-214.95%

合计	14.29	100.00%	26.64%	13.30	100.00%	25.44%
----	-------	---------	--------	-------	---------	--------

注：其他业务包括贷款及租赁业务。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）安置房销售业务

公司仍是阜宁县重要的安置房建设主体，2022年公司安置房销售收入有所增加，且业务毛利率仍维持较高水平；未来安置房销售收入规模及实现时间受政府安置计划等因素影响，存在一定不确定性

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

2022年公司安置房销售收入有所增加，且毛利率仍维持较高水平。截至2022年末，公司暂无在建及拟建安置房项目，存货中仍有部分安置房未销售，由于公司安置房销售收入受政府安置计划影响较大，未来收入规模及实现时间存在一定不确定性。

表7 公司安置房销售收入明细（单位：万元，平方米，元/平方米）

年份	项目名称	含增值税销售收入	销售面积	销售均价
2022 年	阜宁中心商城大厦	10,764.49	16,014.78	6,722.22
	阜南花苑	15,992.50	31,985.00	5,000.00
2021 年	阜宁中心商城 6 栋	19,916.16	30,640.24	6,500.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）项目代建业务

公司仍是阜宁县重要的项目代建主体，负责阜宁县范围内的项目代建业务，2022年公司项目代建收入有所提升，期末仍有一定规模在建工程项目，但项目收入实现方式存在一定不确定性；随着在建项目持续投入，公司面临一定的建设资金支出压力

跟踪期内，公司项目代建业务模式未发生变化，公司仍受阜宁县人民政府及下属单位委托，承担了阜宁县内较多市政工程建设任务，公司负责项目建设的组织、管理及协调，并根据项目建设需要进行资金垫付，待项目完工后主要通过政府或其指定的主体回购的方式实现收入，回购价款为公司账面成本加成一定比例，但不排除后续根据政府统筹安排以出售、出租等市场化模式回笼资金。随着项目建设进度推进以及委托方回购安排的实施，2022年公司项目代建收入有所提升，业务毛利率保持稳定。

表8 近年公司项目代建收入明细（单位：亿元）

年份	项目名称	回购方	确认收入
----	------	-----	------

2022 年	求是广场	中国共产党阜宁县委员会党校	0.90
	益林镇城镇建设项目	阜宁马家荡农业开发有限公司	1.13
	栋梁名府	江苏阜宁经济开发区管理委员会	5.97
	合计	-	8.00
2021 年	工业地产	阜宁县恒源建设投资有限公司	4.79
	求是广场	中国共产党阜宁县委员会党校	1.21
	合计	-	6.01

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建的工程项目包括求是广场、党群服务中心项目等，计划总投资9.89亿元，已投资4.94亿元，在建项目完工后可通过出售、出租或政府回购的方式实现收入，具体待政府统筹安排，未来收入实现方式存在一定不确定性。此外，2022年末公司主要在建工程项目尚需投资5.36亿元（未统计已投资金额大于预计总投资金额项目），公司面临一定的项目建设资金支出压力。

表9 截至 2022 年末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资
迎宾菜市场东、福州路西地块	4.45	0.72
新建综合楼项目	1.99	1.40
求是广场	1.75	1.16
党群服务中心项目	1.08	1.49
邻里中心项目	0.47	0.15
新建商务培训中心项目	0.15	0.02
合计	9.89	4.94

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）土地整理业务

公司2022年土地整理收入有所减少，业务毛利率维持较高水平；未来公司将实现一定规模土地整理收入，然而收入实现时间尚存在不确定性

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

2022年，公司向阜宁县土地储备中心交付了苏(2022)阜宁县不动产权第0045665号土地，实现土地整理开发业务收入3.19亿元，较上年有所减少，但业务毛利率进一步提升。2022年末公司存货开发成本中仍有一定规模的土地整理成本，但需要注意的是，公司土地整理业务受房地产市场行情及政府土地出让计划影响较大，收入实现时间存在不确定性。

公司获得的外部支持力度仍较大

作为阜宁县市政工程建设的主要实施主体，公司获得的外部支持力度仍较大。2022年公司收到政府补助3.43亿元，主要为阜宁县财政局拨付的化债资金，显著提升了公司盈利水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

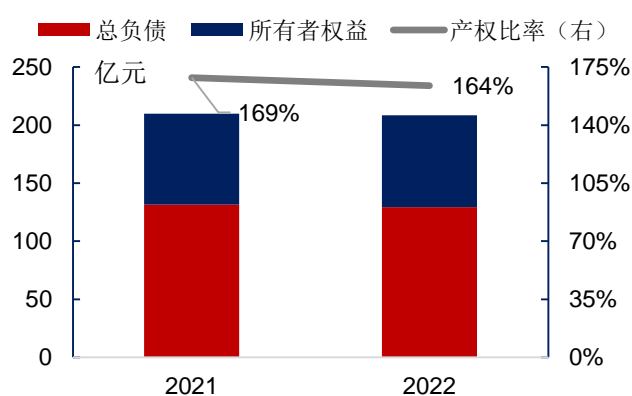
以下分析基于公司提供的经苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新纳入合并范围子公司3家，减少子公司1家，详见表1，截至2022年末公司纳入合并范围的子公司情况见附录四。

资本实力与资产质量

2022年末公司资产规模小幅下降，资产中应收款项回收时间具有不确定性，项目开发成本及土地资产难以即时变现，且受限资产规模较大，公司整体资产流动性仍较弱

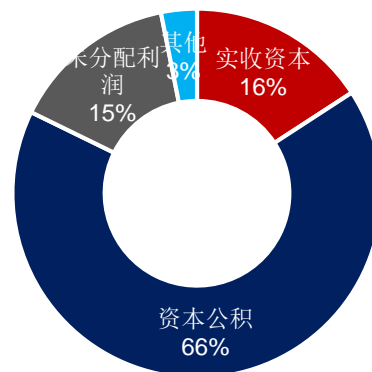
2022年末公司资产规模小幅下降，随着利润的积累所有者权益规模小幅增加，负债规模随着债务偿付有所下降，综合影响下公司产权比率小幅下降至163.76%，从所有者权益结构来看仍主要为政府以资产注入形成的资本公积。

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

公司资产主要由应收款项和存货构成，2022年末上述资产占总资产的72.67%。2022年末公司应收款项有所增加，应收对象主要为政府部门以及江苏阜农投资有限公司、阜宁县恒源建设投资有限公司等阜宁县内国有企业，回收风险总体可控，但回收时间具有一定不确定性，且部分款项账龄较长，对公司营运资金形成较大占用。公司存货主要系项目开发成本及土地资产，随着项目建设进度推进，2022年末公司存货规模进一步提高，其中土地资产20.62亿元，均为出让用地，用途主要为城镇住宅用地和批发零售用地，被抵押的土地资产共有16.10亿元。

2022年末公司货币资金规模下降至18.30亿元，其中15.59亿元因用于存单质押、定期存款质押及票据保证金而使用受限。公司固定资产规模2022年末同比变化不大，主要仍由房屋建筑物构成。截至2022年末，公司受限资产规模达到63.05亿元，主要包括28.23亿元存货、15.59亿元货币资金以及10.67亿元的固定资产等，受限资产占总资产的比例为30.27%，受限比例较高。

总体来看，公司资产规模小幅下降，资产中应收款项、项目开发成本及土地资产占比较高，应收款项规模较大，回收时间存在一定不确定性，资金占用严重，存货难以短期集中变现，且受限资产占比较高，公司资产流动性仍较弱。

表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	18.30	8.79%	21.57	10.29%
应收账款	32.21	15.47%	20.82	9.93%
其他应收款	61.78	29.66%	67.56	32.22%
存货	57.38	27.54%	56.71	27.05%
流动资产合计	178.86	85.86%	180.01	85.85%
固定资产	13.43	6.45%	13.79	6.58%
非流动资产合计	29.44	14.14%	29.66	14.15%
资产总计	208.30	100.00%	209.67	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入及销售毛利率有所提升，财政补贴显著提升了公司盈利水平

公司营业收入主要来源于项目代建、土地整理及安置房销售业务，2022年公司营业收入有所增加，其中安置房销售和项目代建业务收入均有所增加，土地整理收入受政府土地出让计划等因素影响有所下降。毛利率方面，除现代服务业务外公司各项业务毛利率2022年均有所提升。截至2022年末，公司存货开发成本中尚有一定规模土地整理成本，仍有一定规模在建工程项目，未来业务具有一定可持续性，但收入规模及实现时间仍受政府土地出让计划、政府对工程项目统筹安排等多重因素影响。

作为阜宁县主要的市政工程建设主体，公司在财政补贴方面获得较大力度的外部支持，2022年公司获得政府补助3.43亿元，远超同期利润总额，显著提升了公司利润水平。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年
营业收入	14.29	13.30
营业利润	0.92	0.96
其他收益	3.43	2.74
利润总额	0.92	0.96

销售毛利率	26.64%	25.44%
-------	--------	--------

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2022年末公司总债务规模有所减少，但负债水平仍较高，且非标融资、短期债务占比偏高，现金类资产难以覆盖短期债务，面临较大短期偿债压力

2022年末公司总债务规模下降至89.05亿元，从债务类型来看，公司债务以银行借款为主，同时非标融资和债券融资规模也较大。2022年末公司银行借款融资余额40.82亿元，融资成本相对较低，其中短期借款主要为质押借款和保证借款，长期借款主要为抵押借款和保证借款；非标融资包括融资租赁借款、信托基金借款和棚户区改造基金借款，其中融资租赁及信托借款融资成本偏高；债券方面，公司2022年末存续债券票面余额合计20.00亿元，其中定向工具10.00亿元、私募债6.00亿元、企业债4.00亿元，票面利率在6.00%-6.95%之间，融资成本相对较高；其他债务主要为向吉林东北亚创新金融资产交易中心有限公司的借款；2022年末公司应付票据大幅下降，均为银行承兑汇票。从债务期限结构来看，2022年末公司短期债务规模50.75亿元，短期债务占比同比大幅提高，短期内面临较大的集中兑付压力。

此外，公司其他应付款占比较高，2022年末其他应付款主要为与区域内国企之间的往来款，无需付息，偿付时间具有弹性。整体来看，公司债务规模有所下降，但非标占比和融资成本较高，且短期债务占比偏高，短期内偿付压力较大，债务负担仍然较重。

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	融资余额	6 个月以内	6 个月-1 年	超过 1 年
银行借款	40.82	11.10	10.37	19.34
债券融资	20.00	2.00	7.00	11.00
非标融资	25.53	1.11	18.89	5.53
其他债务	0.83	0.83	--	--

注：表格中融资余额未包括应付票据，债券融资数据为票面余额。

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	12.73	9.84%	3.44	2.61%
应付票据	1.12	0.87%	13.55	10.30%
其他应付款	31.97	24.72%	31.05	23.59%
一年内到期的非流动负债	35.81	27.69%	8.01	6.09%
流动负债合计	91.03	70.39%	62.80	47.72%
长期借款	21.77	16.83%	25.14	19.10%
应付债券	11.00	8.50%	18.12	13.77%

长期应付款	5.53	4.28%	25.54	19.41%
非流动负债合计	38.30	29.61%	68.81	52.28%
负债合计	129.33	100.00%	131.61	100.00%
总债务	89.05	68.85%	99.16	75.35%
其中：短期债务	50.75	39.24%	30.36	23.07%
长期债务	38.30	29.61%	68.81	52.28%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，2022年末公司资产负债率小幅下降，整体负债水平仍较高；随着公司短期债务大幅提升以及现金类资产的下降，2022年末公司现金短期债务比下降较多，现金类资产难以覆盖短期债务；2022年公司EBITDA利息保障倍数同比有所提升，盈利对利息保障程度尚可。截至2022年末，公司获得银行综合授信额度合计71.80亿元，尚有可用额度18.42亿元，但考虑到公司负债经营程度较高，短期债务压力较大，受限资产占比较高，总体来看公司财务弹性相对较弱。

表14 公司偿债能力指标

项目	2022年	2021年
资产负债率	62.09%	62.77%
现金短期债务比	0.52	0.87
EBITDA 利息保障倍数	1.40	1.12

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

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对持续经营和信用水平无重大负面影响

环境方面，根据公司提供的《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》，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会方面，根据公司提供的《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》，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，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规的规定，制定了《阜宁县城市发展投资集团有限公司章程》，建立了现代法人治理结构。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。

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4月26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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司及子公司对外担保金额合计为122.03亿元，对外担保明细详见附录五。被担保对象均为阜宁县内事业单位及国有企业，公司对外担保金额较大，未采取反担保措施，存在较大的或有负债风险。

八、外部特殊支持分析

公司是阜宁县政府下属重要企业，阜宁县国资办间接持有公司95.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，阜宁县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与阜宁县政府的联系非常紧密。政府间接持有公司95.00%股权，没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例；公司业务开展受区域规划影响大，阜宁县政府对公司的经营战略和业务运营有着绝对控制权；公司代建业务规模较大，业务基本来自政府及其相关单位；近年公司获得阜宁县人民政府较大力度的外部支持；作为阜宁县重要的基础设施建设主体，预计未来较长一段时期公司定位仍将维持，与阜宁县人民政府的联系将比较稳定。

（2）公司对阜宁县人民政府非常重要。公司提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，在基础设施建设方面对阜宁县人民政府贡献很大；此外，公司已公开发债，若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，或者会导致中断提供基本的公共产品和服务，或者造成严重的失业率。

九、债券偿还保障分析

江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“17阜宁债/PR阜宁投”的信用水平

“17阜宁债/PR阜宁投”由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本次债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，保证期间为被担保债券存续期及债券到期之日起二十四个月。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本为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15 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16 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17 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，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“17阜宁债/PR阜宁投”信用水平。

十、结论

公司为阜宁县市政工程建设的主要实施主体，近年阜宁县持续优化产业结构，构建“2+2+3”生态绿色工业产业新格局，工业发展稳中向好，地区经济实力持续提升，为公司发展提供了良好的外部环境。公司在建工程项目仍有一定规模，存货中土地整理成本金额较大，业务具有一定持续性，且公司获得来自阜宁县政府的支持力度较大。但需要注意的是，公司资产流动性较弱，在建项目尚需一定规模资金投入，同时关注到公司负债水平偏高，短期债务规模较大，面临较大短期偿债压力，且公司存在较大或有负债风险。总体来看，基于对公司外部运营环境、经营竞争力和偿债能力等因素的综合判断，公司抗风险能力尚可。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仍能有效提升“17阜宁债/PR阜宁投”信用水平

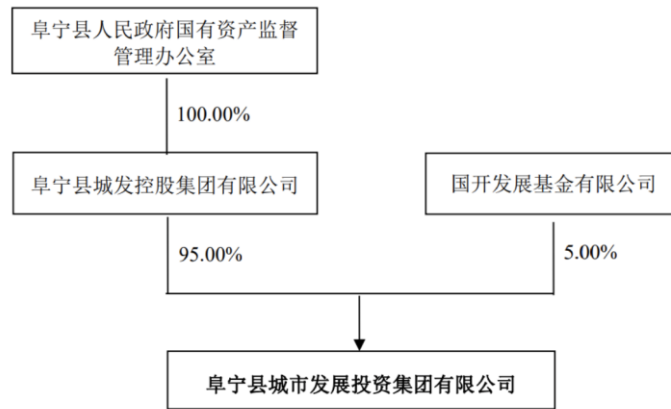
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“17阜宁债/PR阜宁投”的信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	18.30	21.57	22.85
应收账款	32.21	20.82	16.36
其他应收款	61.78	67.56	63.71
存货	57.38	56.71	47.13
流动资产合计	178.86	180.01	164.40
固定资产	13.43	13.79	14.28
非流动资产合计	29.44	29.66	37.41
资产总计	208.30	209.67	201.80
短期借款	12.73	3.44	7.73
应付账款	2.40	1.21	1.89
其他应付款	31.97	31.05	41.09
一年内到期的非流动负债	35.81	8.01	22.97
流动负债合计	91.03	62.80	89.10
长期借款	21.77	25.14	21.41
应付债券	11.00	18.12	11.95
长期应付款	5.53	25.54	7.67
非流动负债合计	38.30	68.81	41.02
负债合计	129.33	131.61	130.12
其中：短期债务	50.75	30.36	58.05
总债务	89.05	99.16	99.07
所有者权益	78.97	78.06	71.68
营业收入	14.29	13.30	11.91
营业利润	0.92	0.96	0.70
其他收益	3.43	2.74	2.00
利润总额	0.92	0.96	0.70
经营活动产生的现金流量净额	8.66	0.74	0.46
投资活动产生的现金流量净额	4.60	-1.57	-7.96
筹资活动产生的现金流量净额	-18.72	0.00	10.62
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	26.64%	25.44%	33.26%
资产负债率	62.09%	62.77%	64.48%
短期债务/总债务	56.99%	30.61%	58.60%
现金短期债务比	0.52	0.87	0.40
EBITDA（亿元）	7.32	7.03	5.54
EBITDA 利息保障倍数	1.40	1.12	1.01

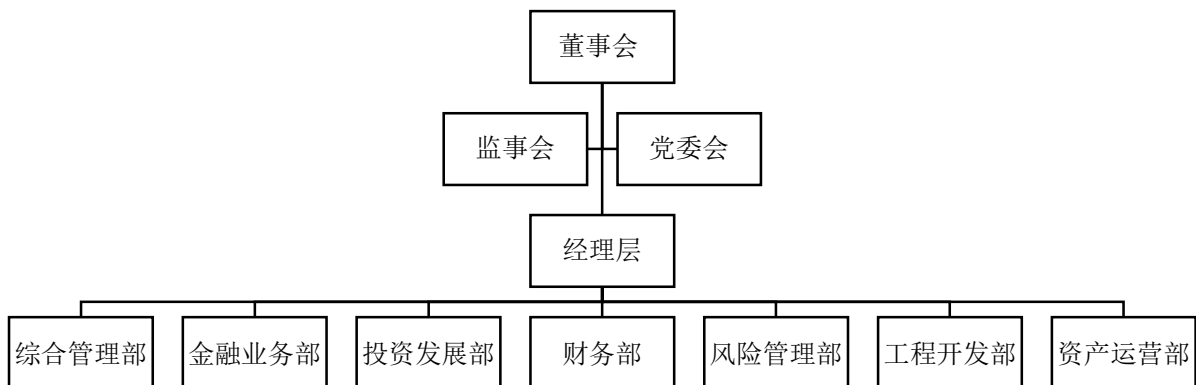
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 5 月末）



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

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

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额
阜宁碧水缘旅游项目管理有限公司	18,904.77
阜宁彩蔬农场有限公司	8,468.37
阜宁聚鑫建设发展有限公司	23,000.00
阜宁美丽乡村建设有限公司	35,000.00
阜宁启程旅游发展有限公司	24,000.00
阜宁县安居工程建设管理有限公司	4,000.00
阜宁县安鑫运输服务有限公司	14,000.00
阜宁县澳洋工业园顺达自来水服务有限公司	3,000.00
阜宁县城市更新建设有限公司	97,300.00
阜宁县城市排水有限公司	42,404.05
阜宁县城市园林绿化工程有限公司	12,000.00
阜宁县阜康医疗投资管理有限公司	90,479.59
阜宁县公路养护工程有限公司	4,800.00
阜宁县恒源建设投资有限公司	20,200.00
阜宁县吉丰水利建设发展有限公司	25,580.00
阜宁县交通投资有限公司	46,400.00
阜宁县交通运输有限公司	14,754.31
阜宁县金沙湖开发投资有限公司	13,341.73
阜宁县康阜建设有限公司	1,000.00
阜宁县科技园有限公司	19,503.00
阜宁县科绿建设发展有限公司	24,900.00
阜宁县宁通公路工程建设有限公司	19,700.01
阜宁县人民医院	15,076.74
阜宁县市政设施管理养护有限公司	9,700.00
阜宁县通禹水利工程建设有限公司	5,000.00
阜宁新高药材种植有限公司	3,500.00
江苏东方花园酒店有限公司	5,972.40
江苏阜创投资集团有限公司	23,943.14
江苏阜高创产业投资集团有限公司	900.00
江苏阜交投资集团有限公司	2,000.00
江苏阜农投资有限公司	20,708.47
江苏阜农投资有限公司	18,529.76
江苏高鑫投资集团有限公司	81,369.51
江苏居源建设工程有限公司	1,000.00
江苏科瑞恒置业有限公司	47,000.00
江苏鑫耀源园林建设有限公司	6,000.00

盐城阜宁港投资发展有限公司	25,859.34
盐城市阜祥医用材料有限公司	5,116.77
盐城柿外桃园旅游发展有限公司	500.00
阜宁县阜能能源有限公司	95,000.00
阜宁县建设投资有限公司	48,174.31
阜宁县润泉水务有限公司	23,000.00
阜宁县桃花源产业投资有限公司	2,257.56
阜宁县伟业城镇建设开发有限公司	13,000.00
阜宁县沃森污水处理有限公司	43,600.00
阜宁县鑫宏投资有限公司	4,000.00
阜宁县自来水有限公司	25,292.35
江苏阜宁粮食产业发展有限公司	5,000.00
江苏阜水水务集团有限公司	44,900.00
江苏开源投资集团有限公司	34,499.00
江苏瑞阜农业发展有限公司	7,000.00
盐城阜开城市运营管理服务有限公司	26,500.00
盐城海鑫投资集团有限公司	13,120.00
总计	1,220,255.18

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

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

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、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。