



2020年苏州市三角咀生态园开发有限公司 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：

2020年苏州市三角咀生态园开发有限公司公司债券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
20黄桥债/20三角咀债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：2022年苏州市相城区GDP超千亿水平，产业保持增长态势，财政自给能力仍较强；苏州市三角咀生态园开发有限公司（以下简称“三角咀开发”或“公司”）仍主要负责黄桥街道安置房与工程建设等公益性业务，收入具有一定的可持续性；公司在财政补贴方面继续获得一定程度的外部支持；此外，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”或“担保方”）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信用水平。同时中证鹏元也关注到了公司营业收入和盈利能力均有所下降，大量资产沉淀于安置房建设及拆迁成本，流动性仍较弱，在建项目较多，面临较大的资金支出压力，有息债务规模较大且2023年集中到期债务规模较大，仍存在一定的偿债压力以及面临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。我们认为公司安置房业务量仍较为充足，预计业务具有一定的持续性，且将持续获得一定力度的外部支持。

评级日期

2023年6月26日

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：张伟亚
zhangwy@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	109.77	94.36	96.81
所有者权益	42.49	42.23	39.30
总债务	51.84	49.27	51.78
资产负债率	61.29%	55.24%	59.40%
现金短期债务比	0.85	1.19	1.02
营业收入	2.57	3.66	2.62
其他收益	0.26	0.26	0.41
利润总额	0.34	0.50	0.61
销售毛利率	3.58%	7.38%	5.72%
EBITDA	0.51	0.60	0.71
EBITDA利息保障倍数	0.24	0.24	0.33
经营活动现金流净额	-7.75	-13.78	-3.14

资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **苏州市相城区经济保持增长态势，财政自给能力仍较强。**2022年相城区实现 GDP1,105.32 亿元，同比增长 2.1%，以电气机械和器材制造业、金属制品、通用设备制造业和汽车制造业为主导产业，产业保持增长态势，财政收入质量高且财政自给能力仍较强。
- **公司安置房业务与工程建设业务收入仍具有一定的可持续性。**截至 2022 年末，公司在建的安置房和工程建设项目集中于黄桥街道，已投入金额较多，随着安置房销售及工程建设项目的完工结转，未来仍有一定收入。
- **公司在财政补贴方面继续获得一定程度的外部支持。**2022 年公司获得保障性住房专项资金和农业补贴款 0.26 亿元，对利润有一定贡献。
- **江苏再担保的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，江苏再担保主体信用等级为 AAA，由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有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司营业收入和盈利能力均有所下降。**2022 年，受当年工程建设结算金额减小，且安置房施工进度不及预期，安置房销售收入规模尚小等因素影响，公司营业收入有所下滑，同时销售毛利率下降 3.80 个百分点至 3.58%，盈利能力仍偏弱。
- **公司大量资产沉淀于安置房建设及拆迁成本。**作为相城区黄桥街道范围内安置房项目的重要建设主体，2022 年末公司存货占总资产比重为 63.29%，存货以三角咀、中环等片区安置房建设成本以及征迁成本等为主，即时变现能力较弱。
- **公司在建项目仍较多，面临较大的资金支出压力。**截至 2022 年末，随着区域安置房项目开发建设，公司主要在建的安置房项目和工程建设项目尚需一定资金投入，经营性现金流持续大幅流出，有较大的垫资需求，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司仍面临一定的偿债压力。**截至 2022 年末，公司总债务规模增至 51.84 亿元，规模仍较大，EBITDA 利息保障倍数为 0.24，表现不佳，且公司 2023 年集中到期债务规模较大，需关注其偿付情况。
- **公司仍存在一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额合计 36.86 亿元，占期末所有者权益的比重为 86.74%，对外担保对象均为当地国有企业和集体所有制企业，对外担保余额很大且均未设置反担保措施。

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
相城高产	相城区黄埭高新区的基础设施建设及安置房建设业务	242.53	57.61	24.29
阳投公司	相城区盛泽湖环湖地区基建建设和土地开发业务	101.24	49.66	6.15
三角咀开发	相城区黄桥街道范围内的土地开发及安置房建设	109.77	42.49	2.57

注：（1）相城高产为苏州相城高新技术产业发展有限公司的简称、阳投公司为阳澄湖投资有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。
资料来源：iFinD，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				-1
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

- 公司是相城区黄桥街道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，相城区政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在公司与相城区政府的联系中等紧密以及对相城区政府非常重要。同时，中证鹏元认为相城区政府提供支持的能力极其强，主要体现在极其强的经济实力、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	2022-06-09	徐宁怡、张伟亚	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	2020-01-08	徐宁怡、田珊	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

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
20黄桥债/20三角咀债	8.00	6.40	2022-06-09	2027-05-06

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2020年5月6日发行7年期8亿元公司债券，募集资金50,000万元原计划用于中央公园动迁安置小区及安元路南、苏埭路东安置点项目（一期），30,000万元拟用于补充公司流动资金。截至2023年3月31日，“20黄桥债/20三角咀债”募集资金专项账户余额为2,078.80万元。

三、发行主体概况

截至2022年末，公司注册资本、实收资本、控股股东以及实际控制人均未发生变化，公司的注册资本和实收资本仍为137,400.00万元，苏州市相城建设发展有限责任公司（以下简称“相城建发”）持有公司68.70%股权，苏州市相城黄桥国有资产经营管理有限公司（以下简称“黄桥资产”）持有公司31.30%股权，控股股东仍为相城建发，公司实际控制人为苏州市相城区人民政府国有资产监督管理办公室，股权结构图见附录二。

2022年，公司仍主要从事相城区黄桥街道区域内安置房销售、工程建设与物业管理等业务。2022年公司合并报表范围无变化，截至2022年末公司合并报表范围共有2家子公司，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

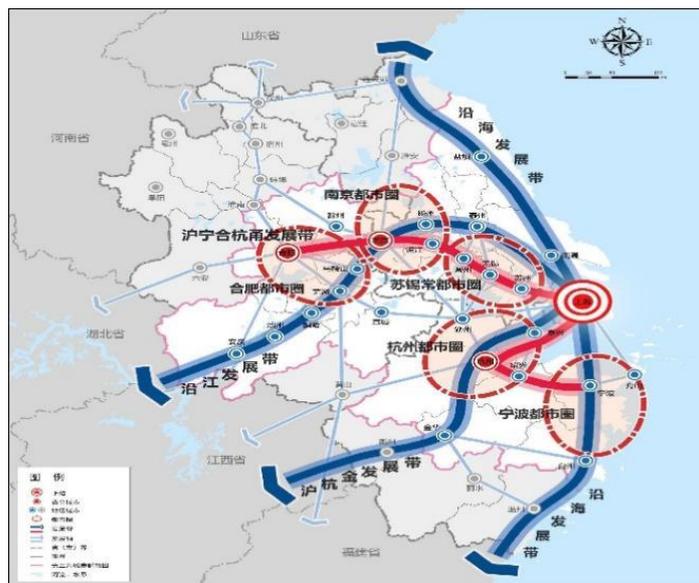
线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

苏州市毗邻上海，依托长江黄金水道，为长三角经济圈的重要节点城市，区域内文旅资源丰富，人口呈现大幅净流入；苏州市经济发展水平位居全国前列，工业基础雄厚，新兴产业快速发展，经济财政实力强，财政自给水平较高

区位优势：苏州市为长三角经济圈的重要节点城市，交通便利，旅游资源丰富，区位优势明显。苏州市位于长江三角洲中部、江苏省东南部，东傍上海，南接浙江，西抱太湖，北依长江，位于“京沪”、“沪昆”、“通苏嘉甬”等多条国家主干线高铁线路上，区域水运、铁运、高速等交通设施完善。凭借其优越的地理位置和交通条件，成为长三角经济圈重要的节点城市及工业产业集聚地。区域内河流纵横，基本保持着“水陆并行、河街相邻”的双棋盘格局，太湖水面绝大部分在苏州境内，水产丰富。苏州亦为全国重点旅游城市，拙政园、狮子林等9个古典园林被联合国列入《世界文化遗产名录》，旅游资源丰富。截至2022末，苏州市下辖5个区、代管4个县级市，拥有苏州工业园区、苏州国家高新技术产业开发区等14个国家级开发区，总面积8,657.32平方千米。截至2022年末，苏州市常住人口为1,291.10万人，户籍人口为774.7万人，人口呈现大幅净流入。

图 1 长三角经济圈区位图



资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，中证鹏元整理

经济发展水平：苏州市经济实力强，经济发展水平位居全国前列，但2022年经济增速有所放缓。2022年苏州市经济总量达23,958.34亿元，稳居全省第1，在全国所有地级市中位列第1，三次产业结构为0.8:48.1:51.1，二、三产业均衡发展。从经济增速来看，2022年苏州市经济增速放缓，在江苏省各地级市中排名靠后。从经济驱动因素来看，固定资产投资对拉动苏州市经济增长具有重要作用，高技术产业为苏州市重点投资领域，2022年完成投资950.7亿元，同比增长20.6%，其中高技术制造业、高技术服务业投资分别增长18.2%、30.3%。房地产市场方面，2022年苏州市房地产开发投资2,691.4亿元，同比下降6.2%，房屋新开工面积大幅下滑56.5%，房地产市场承压。消费方面，2022年苏州市住宿餐饮业实现零售额640.1亿元，同比下降10.8%，拖累了消费增长。对外贸易方面，2022年苏州市出口总额15,475.0亿元，同比增长4%，推动了经济增长，但进口规模有所下降。近年苏州市人均GDP显著高于全国均值，达到中等发达国家水平，经济发展水平位居全国前列。

表1 2022年江苏省部分地级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%	18.56	2,329.18	1,735.68
南京市	16,907.85	2.10%	17.94	1,558.21	1,560.29
无锡市	14,850.82	3.00%	19.86	1,133.38	1,128.78
常州市	9,550.10	3.50%	17.85	631.78	1,414.95
扬州市	7,104.98	4.30%	15.52	325.49	656.41
盐城市	7,079.80	4.60%	10.55	453.26	742.80
镇江市	5,017.00	2.90%	15.6	303.96	403.76
连云港市	4,005.00	2.40%	8.7	212.81	311.34

资料来源：江苏省各地级市人民政府网，中证鹏元整理

表2 苏州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）	23,958.3	2.0%	22,718.3	8.7%	20,170.5	3.4%
固定资产投资	5,744.2	1.5%	5,660.6	8.3%	5,224.4	6.6%
社会消费品零售总额	9,010.7	-0.2%	9,031.3	17.3%	7,702.0	-1.4%
进出口总额	25,721.1	1.6%	25,332.0	13.5%	3,223.5	1.0%
人均 GDP（万元）	18.56		17.68		15.82	
人均 GDP/全国人均 GDP	216.53%		218.37%		218.40%	

注：人均 GDP=当年地区生产总值/当年末常住人口数；2020年进出口总额单位为亿美元。

资料来源：2020-2022年苏州市国民经济与社会发展统计公报、国家统计局，中证鹏元整理

产业情况：苏州市工业实力雄厚，形成电子信息产业、装备制造业两个万亿级产业，近年加快培育新兴产业，经济发展动能强劲。苏州市作为长三角经济圈的重要城市，工业基础完善，产业集聚优势明显。苏州市规上工业总产值于2021年突破4万亿元，2022年达43,642.7亿元，同比增长4.1%，形成电子信息产业、装备制造业两个万亿级产业。苏州市以计算机、通信和其他电子设备制造业，通用设备制造业，电气机械和器材制造业，黑色金属冶炼和压延加工业，汽车制造业，化学原料和化学制品制造业为

主导行业，代表企业包括东方盛虹、华辰装备、怡球资源等，上述六大行业产值占比较高，且近年持续增长。新兴产业方面，苏州市培育以集成电路、高端装备制造、前沿新材料、创新药物为主的创新产业集群，近年增速较快，集聚效应增强，发展趋势向好，代表企业包括天顺风能、协鑫集成、固德威、中信博等，预计后续依然是苏州工业经济的有力增长点。截至2023年3月末，苏州境内A股上市公司总数达203家，成为全国第五个拥有200家以上境内A股上市公司的城市。

财政及债务：苏州市财政实力很强，收入质量较好，财政自给水平较高，地方债务压力可控。苏州市财政实力位列全省第1，2022年实现一般公共预算收入2,329.18亿元，扣除留抵退税因素后同口径增长0.1%，税收收入占比较高，财政收入质量较好。区域税收主要来自工业制造业，其中增值税、企业所得税为主要税源，持续性较好。2022年苏州市财政自给率有所下滑，但仍达到89.98%，财政自给水平较高；同期政府性基金收入同比下降25.04%，主要系同期国有土地使用权出让收入减少所致。区域债务方面，2020-2022年苏州市地方政府债务余额持续扩张，复合增长率为7.55%，相较于庞大的经济和财政体量，债务压力可控。

表3 苏州市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	2,329.18	2,510.00	2,303.00
税收收入占比	81.47%	86.32%	87.07%
财政自给率	89.98%	97.15%	101.74%
政府性基金收入	1,735.68	2,315.57	1,971.19
地方政府债务余额	1,772.41	1,588.36	1,532.42

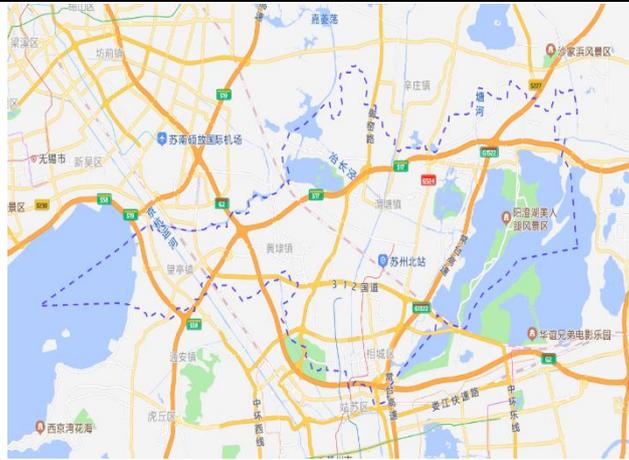
资料来源：苏州市人民政府网，中证鹏元整理

相城区地处苏州市域地理中心，人口吸附能力较强，经济发展水平较高，以电气机械和器材制造业等制造业为主导产业；区域财政收入质量较好、自给能力较强

区位特征：相城区地处苏州市域地理中心，是长三角地区重要的交通枢纽之一，人口吸附能力较强。相城区地处苏州市域地理中心，面积489.96平方公里，水域面积占比近40%，下辖4个镇、7个街道，拥有1个国家级经开区、1个苏相合作区、1个省级高新区、1个高铁新城和1个省级旅游度假区。人口方面，截至2022年末，全区常住人口为90.27万人，比户籍人口多40.48万人，人口呈现大幅净流入。相城区位于苏州市区北部区域，是苏州对外的重要枢纽地、市级功能的核心承载区，交通区位优势明显。铁路方面，从位于苏州高铁新城的京沪高铁苏州北站出发，20分钟即达上海、50分钟可到南京、4小时可抵北京。航空方面，相城东西两翼分布两座具有同城效应的国际机场，20分钟车程到苏南国际机场、50分钟到上海虹桥国际机场，铁路及航运相对便利。水路方面，距离长江水道和长江码头均较近。公路方面，沪宁高速、苏嘉杭高速、苏州绕城高速贯穿相城，区内有8个高速公路道口，任意地点10分钟左右可上高速。地铁方面，苏州轨交2号线、4号线，即将建成的7号线、8号线均在区内设站，此外人民路、广济路、312国道、524国道、228省道和即将通车的春申湖快速路等实现了相城与苏州古城、工业园区

的无缝对接。规划方面，相城区正在构建京沪高铁和通苏嘉甬高铁、苏锡常城铁和如通苏湖城铁黄金“双十字”枢纽，有望成为苏州重要的铁路枢纽。

图 2 相城区区位图



资料来源：高德地图

经济发展水平：相城区经济体量位于苏州市下游水平，但整体发展水平较高，2022年固定资产投资快速增长。近年相城区经济总量持续增长，2022年完成地区生产总值1,105.32亿元，体量位于苏州市下游水平，同比增长2.1%，增速稍高于苏州市平均水平但低于全国水平。2022年相城区人均GDP为12.27万元，是全国人均GDP的143.18%，经济发展水平较高。相城区以第二、三产业为主，2022年三次产业增加值比例为0.8:49.1:50.1。从拉动经济的三大因素看，2022年固定资产投资增速较高，成为拉动当地经济发展的有力推动因素；消费方面，增速虽有回落，但仍实现了正增长；对外经济方面，2022年相城区进出口总额规模略有减少。

表4 2022年江苏省苏州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（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
昆山市	5,006.66	1.8%	23.93	430.18	194.56
张家港市	3,302.39	1.3%	22.87	219.07	144.36
常熟市	2,773.97	2.0%	16.42	220.00	115.27
吴江区	2,331.97	2.3%	15.09	226.06	91.16
虎丘区	1,766.17	3.0%	21.22	182.06	177.66
太仓市	1,653.57	2.2%	19.60	177.80	129.04
吴中区	1,590.17	1.8%	11.45	210.39	117.32
相城区	1,105.32	2.1%	12.27	145.68	184.37
姑苏区	912.50	1.1%	9.87	61.84	0.00

注：张家港市、常熟市、太仓市、相城区人均 GDP 按照 2022 年末该地区常住人口数据计算所得；其他各区县人均 GDP 为按照苏州市第七次人口普查数据中常住人口计算数据计算所得。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报、财政预决算报告和政府工作报告等，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表5 相城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）	1,105.32	2.1%	1,057.52	8.9%	935.66	3.5%
固定资产投资	538.99	7.7%	500.45	10.2%	454.19	8.1%
社会消费品零售总额	566.32	2.0%	555.46	17.9%	471.33	0.1%
进出口总额（亿美元）	71.51	-0.2%	72.07	21.1%	59.54	4.6%
人均 GDP（元）		122,700		118,200		105,006
人均 GDP/全国人均 GDP		143.18%		145.97%		145.91%

资料来源：相城区 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：相城区以电气机械和器材制造业、金属制品等制造业为主导产业，产业保持增长态势，布局不断优化，资本市场逐步扩大。相城区以电气机械和器材制造业、金属制品、通用设备制造业和汽车制造业为主导产业，产业保持增长态势。2022年相城区实现规模以上工业总产值1,742.73亿元，同比增长2.1%，全区前十大行业实现产值1,472.60亿元，同比增长2.0%，占比高达84.5%，主导产业对区域贡献很大。其中电气机械和器材制造业产值增长2.6%，通用设备制造业产值增长6.9%，汽车制造业产值增长21.4%。相城区先进制造业保持发展态势，2022年制造业新兴产业实现产值914.53亿元，同比增长1.9%，占规上工业总产值比重达52.5%，产业布局不断优化。相城区资本市场逐步扩大，截至2022年末境内A股上市公司14家，当年新增新三板挂牌企业4家，区域公司在资本市场较为活跃。

发展规划及机遇：相城区“以研发产业为主，配套部分高端制造业”的发展定位，构建了现代产业体系，明确发展“大研发、大文化、大健康”三大产业，打造“六大新经济产业”创新高地，目前已集聚数字金融、智能车联网、工业互联网、先进材料、区块链、生物医药等产业，成为全省唯一区块链产业发展集聚区、全省唯一数字金融产业集聚区。

财政及债务水平：2022年相城区政府性基金收入大幅下滑，使得财政实力有所下降，但财政收入质量较好，自给能力虽有下降但仍较好。2022年，相城区实现一般公共预算收入145.68亿元，同口径同比增长0.9%，税收收入占比虽有下降但财政收入质量仍较好。2020-2022年相城区财政自给率持续下滑，但财政自给能力水平仍较高。2022年相城区实现政府性基金收入184.37亿元，同比大幅下滑44.1%，地方政府债务较2021年有所增加，但规模仍不大。

表6 相城区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	145.7	156.9	136.3
税收收入占比	87.3%	88.9%	92.1%
财政自给率	98.48%	118.18%	147.61%
政府性基金收入	184.37	329.68	185.00
地方政府债务余额	76.81	70.47	78.38

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：相城区政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：区域城投平台众多，总债务规模较大，平台之间相互职能定位清晰。相城区的主要

城投平台有 11 家，最核心平台为苏州市相城国有资本投资有限公司（以下简称“相城国资”），下设平台苏州市相城城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“相城城建”）、苏州市相城市政建设投资（集团）有限公司（以下简称“相城市政”）和苏州阳澄湖生态休闲旅游有限公司（以下简称“阳澄湖旅游”），其中，相城城建负责相城区的基建业务及安置房业务，相城交投负责相城区的道路、桥梁等交通基建、阳澄湖旅游负责阳澄湖景区的投资开发和经营管理主体。苏州市恒澄建设发展有限公司（以下简称“恒澄建设”）和苏州漕湖产业发展集团有限公司（以下简称“漕湖产发”）共同负责相城经济开发区投资建设业务。此外，苏州高铁新城经济发展有限公司（以下简称“高铁新城”）、苏州相城高新控股集团有限公司（以下简称“相城高新”）、苏州相城高新技术产业发展有限公司（以下简称“相城高产”）、阳澄湖投资有限公司（以下简称“阳投公司”）、苏州市三角咀生态园开发有限公司（以下简称“三角咀公司”）分别为高铁新城、元和街道、黄埭高新区、盛泽湖环湖区域、黄桥街道的主要平台。整体来看，相城区内城投公司虽然数量多，但业务范围区分较为清晰。

表7 截至 2022 年末相城区主要投融资平台（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
相城国资	相城区人民政府国有资产监督管理委员会	527.14	57.16	115.47	508.95	相城区最核心平台，下设平台公司分别负责相城区的基建、安置房、水务等业务
相城城建	苏州市相城国有资本投资有限公司	229.56	59.69	33.91	249.76	相城区的基础设施及安置房项目建设业务
相城市政	苏州市相城国有资本投资有限公司	180.31	56.83	18.08	174.36	相城区重要的交通基础设施建设主体，涉及道路、桥梁等
相城高新	苏州市相城区人民政府	139.69	53.26	13.56	72.96	相城区元和街道基建建设和国资运营
恒澄建设	苏州澄阳产业发展集团有限公司	116.85	62.86	13.50	105.68	苏州相城经济开发区主要平台，主要业务包括基建、安置房、物业租赁等
漕湖产发	苏州相城经济技术开发区管理委员会	108.47	66.86	25.66	155.02	苏州相城经济开发区主要的基础设施建设主体，包括土地征拆、安置房、道路建设、环境整治等
高铁新城	苏州高铁新城国有资产控股（集团）有限公司	102.20	50.91	12.21	55.14	负责相城区高铁新城基础设施开发建设及国资运营
阳澄湖旅游	苏州市相城城市建设投资（集团）有限公司	65.06	41.79	9.26	33.80	阳澄湖景区的投资开发和经营管理主体
相城高产	苏州市相城区人民政府	57.61	76.25	24.29	93.42	相城区黄埭高新区的基础设施建设及安置房建设业务
阳投公司	苏州市相城生态建设（集团）有限公司	49.66	50.94	6.15	31.17	相城区盛泽湖环湖地区基建建设和土地开发业务
三角咀公司	苏州市相城建设发展有限责任公司	42.49	61.29	2.57	51.84	相城区黄桥街道范围内的土地开发及安置房建设

注：三角咀公司财务数据均为 2022 年度/2022 年末数据；其余公司净资产、资产负债率、营业收入为 2022 年度/2022 年末数据，总债务为 2021 年末数据；阳澄湖旅游、相城高新、阳投公司总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动性负债+长期借款+应付债券，未考虑其他债务调整项。

资料来源：iFinD，中证鹏元数据库，评级报告，中证鹏元整理

黄桥街道地处相城区南部，总面积 23.07 平方千米，下辖 3 个社区、9 个行政村。2022 年，黄桥街

道完成一般公共预算收入 6.52 亿元，其中税收收入 5.91 亿元；一般公共预算支出 4.38 亿元，财政自给率 148.86%。同期，黄桥街道实现政府性基金收入 9.89 亿元。

五、经营与竞争

公司仍主要从事相城区黄桥街道的安置房销售、工程建设及物业管理等业务，2022年营业收入和盈利能力均有所下降，盈利能力仍偏弱

公司仍主要从事相城区黄桥街道的安置房销售、工程建设及物业管理等业务，2022 年营业收入有所下降，主要系当年工程建设结算金额减小，且安置房施工进度不及预期影响，安置房销售收入规模尚小所致。此外，公司从事安置房小区物业管理并将持有的产业园、商铺等对外出租，子公司苏州市相城区荷塘月色湿地公园开发有限公司销售鱼、小麦等农副产品，对公司收入形成少量补充。

毛利率方面，2022年公司毛利率下降3.80个百分点，盈利能力仍偏弱。其中，工程建设业务因按照固定比例的成本加成模式结算，2022年毛利率下降系增值税率差异影响；安置房业务受政府指导价限制，仍具有较强的公益性。

表8 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	1.87	72.83%	5.22%	2.82	77.26%	10.43%
安置房	0.40	15.53%	-0.61%	0.61	16.59%	0.03%
物业管理	0.26	9.98%	7.80%	0.21	5.71%	-14.81%
农副产品（含水产）	0.04	1.65%	-54.88%	0.02	0.43%	37.25%
合计	2.57	100.00%	3.58%	3.66	100.00%	7.38%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）代建业务

2022 年公司工程建设收入有所下降，随着在建项目完工结转，未来仍可实现一定收入，但规模偏小

作为苏州市相城区黄桥街道基础设施建设的核心主体，公司与苏州市相城区人民政府黄桥街道办事处于 2014 年 5 月 12 日签订《城乡一体化项目委托代建协议书》，负责区域内城乡一体化项目的前期审批手续、组织协调征收拆迁安置工作、与各设计、施工、监理等单位谈判并签订各类承包合同、筹集工程建设资金并管理、组织代建项目工程的竣工验收工作以及验收合格后及时进行移交，具体工程款项由苏州市相城区黄桥街道财政所支付。该城乡一体化项目涵盖当地土地整理和基础设施建设项目，代建项目均为项目完工后按照成本加成 15%的比例进行结算。2022 年该板块毛利率大幅下降，系 2021 年公司工程代建采用 3%增值税税率进行差额纳税，2022 年开始采用 9%增值税缴纳所致。

受委托方项目建设安排和公司项目实施进度影响，2022 年公司工程建设收入¹有所下降。截至 2022 年末，公司主要在建的工程项目已投资 1.17 亿元，在建项目规模不大，随着在建项目的持续投入及完工结算，将来会形成一定规模的业务收入。

表9 截至 2022 年末公司主要在建的工程项目情况（单位：万元）

项目名称	已投资	运营模式
三角咀生态园湿地改造二期工程	10,232.43	代建
119 套人才公寓	683.75	代建
幼儿园 2	458.15	代建
智能产业园南区	292.32	代建
合计	11,666.66	-

注：表中项目均未提供总投资规模。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）安置房业务

2022 年公司安置房业务收入继续减少，已完工和在建项目较多，未来收入存在一定的可持续性，但在建项目投入面临较大的资金支出压力

公司作为苏州市相城区主要的基础设施建设主体，主要负责苏州市相城区黄桥街道范围内的生态园安置房等保障房项目，按照政府指导价格对安置户进行销售，具备较强的公益性。根据 2014 年 5 月 20 日苏州市相城区人民政府黄桥街道办事处出具的《关于对苏州三角咀生态开发有限公司建设的安置房销售价格补差的批复》，为保障公司的良好运转及持续经营，黄桥街道将保障公司建设成本 6% 的利润率。公司按照每年实际销售安置房确认收入与成本，黄桥街道根据最终对公司安置房销售价和建设成本 106% 之间的价差进行补偿。

2022 年公司安置房业务收入继续下降，因公司安置房按照政府指导价格销售，毛利率仍很低，其中 2022 年毛利率转负，系受经济下行影响，安置房延期交付，安置房销售收入暂不能覆盖安置房项目物业费成本所致。截至 2022 年末，公司主要已完工安置房账面余额为 23.79 亿元，主要在建安置房项目账面余额为 23.42 亿元。考虑到公司在手的安置房项目较多，未来该板块业务收入存在一定的可持续性。此外，由于公司主要在建安置房项目尚需投入 12.63 亿元，公司仍面临较大的资金支出压力。

表10 截至 2022 年末公司主要安置房项目情况（单位：万元）

状态	项目名称	预算总投资	账面余额
在建	北庄安置点永方路东华元路北 1 号	100,000.00	78,316.87
	中央公园安置房一期	76,639.16	74,320.11
	中央公园安置房二期	88,105.18	34,971.75
	朝阳河南安置点一期	62,047.45	27,701.52
	中环安置房三期	33,788.11	18,943.12

¹ 政府与公司结算各类工程项目时统一按城乡一体化项目结算，未对具体项目做区分。

	合计	360,579.90	234,253.37
	中环安置房一期	-	104,243.36
	中环安置房二期	-	38,628.94
	三角咀三期二标	-	35,228.67
	三角咀三期一标	-	30,722.28
已完工	三角咀二期	-	18,283.47
	荷馨苑二期一标段	-	5,133.97
	荷馨苑二期二标段	-	3,701.39
	三角咀一期	-	1,972.75
	合计	-	237,914.83
-	总计	-	472,168.20

注：本表安置房部分项目账面余额包括了地块原始的拆迁成本，与上次评级报告统计口径存在差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制，公司自2021年1月1日起执行新金融工具准则、新收入准则及新租赁准则。2022年公司合并报表范围无变化。

资本实力与资产质量

2022年公司资本实力略微增强，负债大幅增长，资产中以工程、安置房建设投入和拆迁款为主的存货及国有企业和政府相关单位往来款项占比仍较大，存货变现能力不强，整体资产流动性仍较弱

2022年，由于公司经营积累，所有者权益略有增加。截至2022年末，公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成。公司总负债规模大幅增加，产权比率提高，所有者权益对负债的保障水平下降。

图3 公司资本结构

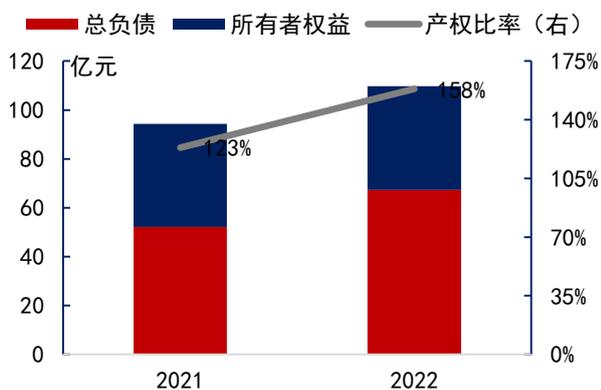
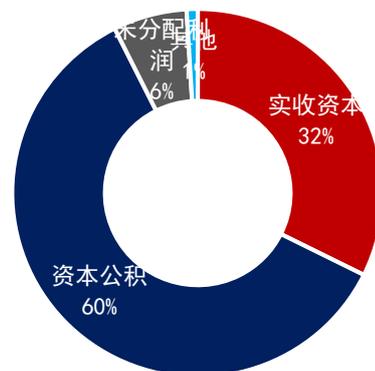


图4 2022年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2022 年末，总资产增至 109.77 亿元，主要由应收类款项及存货构成，上述资产合计占公司总资产的 80.74%。公司应收账款以应收苏州市相城区黄桥街道财政所的工程款为主，2022 年规模有所增加，系结算的工程款回款较慢所致。公司其他应收款亦有所增加，主要为公司和当地国有企业之间的往来款，回收风险较小，但回款时间存在不确定性，对公司资金形成一定的占用；存货主要为工程建设和安置房项目投入、垫付拆迁款等，随着公司对在建项目持续投入，存货账面价值继续增长。

其他资产方面，随着在建安置房等项目的持续投入，公司货币资金大幅下降，2022 年末 1.80 亿元因对外担保、作为承兑汇票保证金等而使用受限。2022 年公司应收票据大幅增加，系代建款回款由票据结算所致。2022 年其他非流动资产规模减少，系苏州市相城区黄桥集体资产经营公司回购荷塘月色公园所致。2021 年公司对接管的电镀产业园和胡湾村资产进行改造，分别计入投资性房地产和其他非流动资产科目，2022 年已改造完成并对外出租。

截至 2022 年末，除货币资金以外，公司无其他资产受限情况。总体来看，公司资产受限比例较低，但存货与往来款项占比仍较大，考虑到存货中工程建设项目的成本投入变现能力不强，往来款项的回收时间不确定，整体资产流动性仍较弱。

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	7.48	6.82%	14.70	15.58%
应收账款	4.93	4.49%	2.78	2.95%
应收票据	9.72	8.85%	0.80	0.85%
其他应收款	14.22	12.96%	8.35	8.85%
存货	69.48	63.29%	62.13	65.84%
流动资产合计	106.72	97.22%	90.02	95.40%
其他非流动资产	1.49	1.36%	3.36	3.56%
非流动资产合计	3.05	2.78%	4.34	4.60%
资产总计	109.77	100.00%	94.36	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

2022 年公司盈利能力仍偏弱，政府补助对利润贡献有一定贡献

受安置房建设和销售进度放缓，以及政府委托代建项目结算安排等因素影响，2022 年公司营业收入有所下降。考虑到公司代建工程项目和承担安置房建设任务，在手安置房项目较多，未来收入仍有一定保障。公司安置房业务具有一定公益性，2022 年工程建设项目因增值税税率变化导致毛利率下降，公司销售毛利率减弱，公司盈利能力仍偏弱。2022 年公司收到政府补助 0.26 亿元，对公司利润总额有一定支

撑。

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	2.57	3.66
营业利润	0.34	0.49
其他收益	0.26	0.26
利润总额	0.34	0.50
销售毛利率	3.58%	7.38%

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2023年集中到期债务规模较大，现金短期债务比下降且表现不佳，需关注其偿债情况

公司负债以有息部分为主要构成，截至2022年末，公司总债务增至51.84亿元，主要由银行借款和债券融资构成。此外，苏州市相城城市建设投资（集团）有限公司和苏州市相城保障房建设开发有限公司为公司提供了棚改资金贷款，计入一年内到期的非流动负债（0.40亿元）和其他非流动负债（1.54亿元）。总体来看，公司融资成本不高。债务到期分布方面，公司2023年集中到期债务规模较大，需关注其偿付情况。

经营性负债方面，其他应付款主要为公司与其他单位的往来款，随着公司业务推进，规模大幅增加。

表13 截至 2022 年末公司主要债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1年以内	1-2年	2-3年	3年以上
银行融资	4.33%	36.59	16.79	6.70	5.46	7.64
债券融资	4.51%	13.00	1.60	1.60	6.60	3.20
其他	-	1.94	0.40			1.54
合计	-	51.53	18.79	8.30	12.06	12.38

注：该表数据未包括票据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表14 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	9.10	13.53%	0.00	0.00%
应付票据	0.30	0.45%	3.11	5.97%
其他应付款	10.23	15.21%	0.46	0.88%
一年内到期的非流动负债	9.69	14.41%	9.91	19.01%
流动负债合计	33.08	49.17%	13.98	26.82%
长期借款	19.80	29.43%	25.84	49.58%
应付债券	11.40	16.94%	8.00	15.35%

其他非流动负债	2.99	4.45%	3.86	7.40%
非流动负债合计	34.20	50.83%	38.15	73.18%
负债合计	67.28	100.00%	52.13	100.00%
总债务	51.84	77.05%	49.27	94.52%
其中：短期债务	19.09	28.38%	13.03	24.99%
长期债务	32.74	48.67%	36.25	69.53%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2022年公司资产负债率提高至61.29%。截至2022年末，公司现金短期债务比下降至0.85，现金类资产无法完全覆盖短期债务；公司EBITDA利息保障倍数仍较低，公司存在一定偿债压力。

公司资金需求主要来自项目建设和债务还本付息，截至 2022 年末，公司共获得银行授信额度 46.42 亿元，其中未使用额度为 10.99 亿元，备用流动性尚可。但考虑到公司经营活动现金流继续呈现净流出，在建安置房项目尚需一定投入，公司面临较大的资金需求。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	61.29%	55.24%
现金短期债务比	0.85	1.19
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.24

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，组织架构和人员配置基本满足日常经营活动需要，2023 年 4 月公司董事会成员全部更换

环境方面，根据公司提供的说明，截至2023年6月13日，过去一年公司不存在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的情形。

社会方面，根据公司提供的说明，截至2023年6月13日，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，公司按照《公司法》等有关法律、法规和规章制度的规定，制定了《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。公

司组织架构和人员配置基本满足日常经营活动需要。2023年4月，经公司股东会决议，免去陆林发、王秋月、朱梦超的董事职务，补选张冬明、朱栋君、黄潮为董事，其中张冬明任董事长兼经理。

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18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36.86亿元，占期末所有者权益的比重为86.74%，对外担保对象均为当地国有企业和集体所有制企业，对外担保余额很大，且均未设置反担保措施，公司仍面临一定的或有负债风险。对外担保情况详见附录五。

八、外部特殊支持分析

公司是苏州市相城区政府下属重要企业。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，相城区政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与相城区政府的联系紧密度中等。相城区政府控制公司68.70%的股权，黄桥街道控制公司31.30%的股权，业务主要来自黄桥街道委托，政府部门对公司经营管理具有强大的影响力，且预计未来，公司与相城区政府的联系比较稳定。

（2）公司对相城区政府非常重要。公司近年主要业务是提供基础设施和保障房建设等公用类产品，虽然公司规模相对不大，对政府和地方经济的贡献一般，整体而言仍有被政府替代可能性，但考虑到公司为发债主体，若公司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信用水平

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，担保人仅对企业债券发行金额不超过人民币8亿元提供增信担保，期限为7年，担保范围包括债券本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

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16 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 2022 年末，江苏再担保的担保余额为 2,779.72 亿元，其中融资担保业务余额和再担保业务余额分别为 1,634.08 亿元和 1,097.71 亿元；分别占期末担保余额的 58.79% 和 39.49%。

表17 江苏再担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	2,312.98	1,300.42	1,221.50
当期解除担保额	1,347.17	1,066.09	1,056.62
期末担保余额	2,779.72	1,813.91	1,579.59
其中：融资担保余额	1,634.08	1,212.10	1,031.79
直接融资担保余额	878.37	794.60	628.90
间接融资担保余额	721.95	388.42	385.72
再担保余额	1,097.71	582.94	542.46
非融资担保余额	47.93	18.88	5.34

融资担保责任余额*	874.18	789.04	626.99
融资担保责任余额放大倍数*	7.61	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2022年末江苏再担保直接融资担保业务余额为878.37亿元，同比增长10.54%，占期末融资担保余额的53.75%，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2022年末江苏再担保间接融资担保余额为721.95亿元，同比增长85.87%。

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2022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，纳入公司再担保体系的机构达到143家。近年来国担基金对江苏再担保的授信额度逐步追加，截至2022年末国担基金的授信额度增至1,780亿元。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。2022年末江苏再担保的再担保余额为1,097.71亿元，较2021年末增长88.31%。

2022年江苏再担保当期担保代偿额为4.31亿元，同比增加90.41%；当期担保代偿率为0.32%。从代偿回收情况看，截至2022年末近三年累计代偿回收率为44.25%，较2021年末增长10.46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18 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*	0.52%	0.21%	0.20%
累计代偿回收率*	44.25%	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；累计担保代偿率和累计代偿回收率为使用公司提供的近三年累计数据计算。

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

公司所在的苏州市相城区经济总量持续增长，电气机械和器材制造业、金属制品和汽车制造业等主导产业发展势头强劲，区域内企业在资本市场较为活跃。公司主要负责相城区黄桥街道的安置房销售、工程建设与物业管理等业务，在建安置房和工程项目已投入金额较大，未来仍将承接区域内工程建设项目，公司业务具有一定的可持续性。同时，截至2022年末，公司债务规模较大，面临一定的偿债压力，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有效提升了本期债券的信用水平。

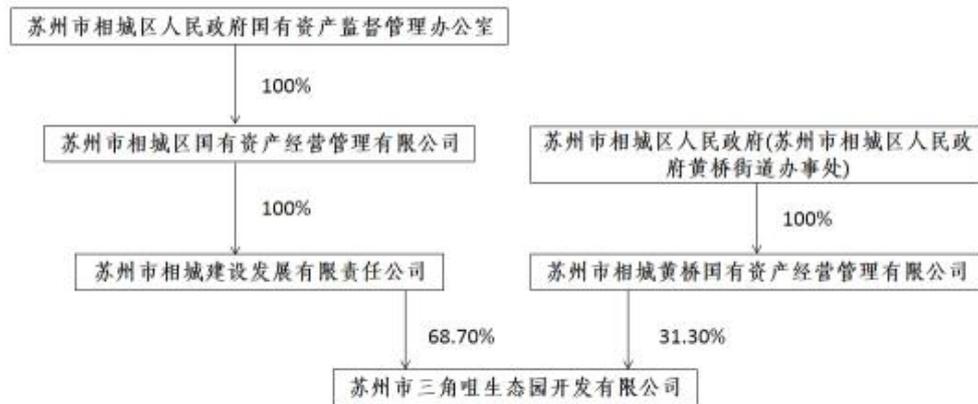
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20黄桥债/20三角咀债”的信用等级为AAA。

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	7.48	14.70	13.67
其他应收款	14.22	8.35	25.94
存货	69.48	62.13	51.92
流动资产合计	106.72	90.02	93.25
固定资产	0.06	0.98	1.01
非流动资产合计	3.05	4.34	3.56
资产总计	109.77	94.36	96.81
短期借款	9.10	0.00	3.01
应付账款	1.66	0.12	0.03
应付票据	0.30	3.11	5.00
其他应付款	10.23	0.46	3.73
一年内到期的非流动负债	9.69	9.91	5.85
流动负债合计	33.08	13.98	17.95
长期借款	19.80	25.84	22.22
应付债券	11.40	8.00	13.00
长期应付款	0.00	0.45	0.64
非流动负债合计	34.20	38.15	39.55
负债合计	67.28	52.13	57.50
其中：短期债务	19.09	13.03	13.86
总债务	51.84	49.27	51.78
所有者权益	42.49	42.23	39.30
营业收入	2.57	3.66	2.62
营业利润	0.34	0.49	0.47
其他收益	0.26	0.26	0.41
利润总额	0.34	0.50	0.61
经营活动产生的现金流量净额	-7.75	-13.78	-3.14
投资活动产生的现金流量净额	-0.03	-0.15	-7.64
筹资活动产生的现金流量净额	0.78	17.77	3.25
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	3.58%	7.38%	5.72%
资产负债率	61.29%	55.24%	59.40%
短期债务/总债务	36.83%	26.44%	26.77%
现金短期债务比	0.85	1.19	1.02
EBITDA（亿元）	0.51	0.60	0.71
EBITDA 利息保障倍数	0.24	0.24	0.33

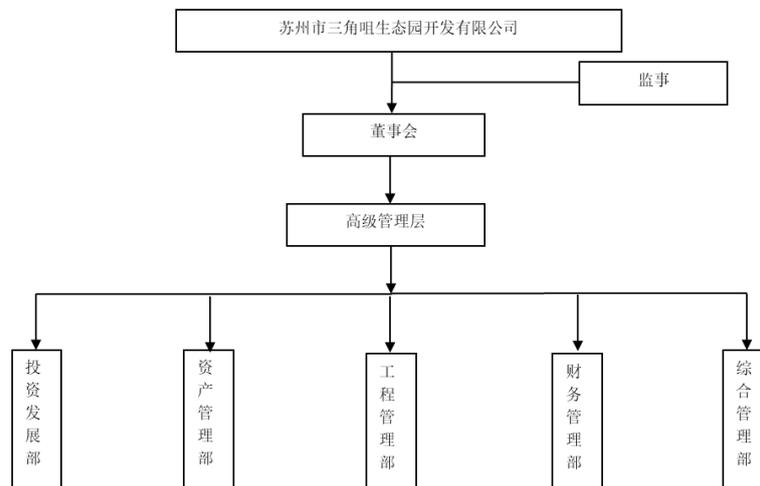
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年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
苏州市相城区诚和水务发展有限公司	10,000.00	83.97%	自来水供水服务
苏州市相城区荷塘月色湿地公园开发有限公司	5,500.00	100.00%	公共设施管理业

资料来源：公司提供，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	担保余额	企业性质	起止日期
苏州市东挺河智能科技发展有限公司	4,700.00	国有控股	2021.04.14-2024.4.14
苏州市东挺河智能科技发展有限公司	270,000.00	国有控股	2022.08.04-2042.08.04
苏州市相城黄桥国有资产经营管理有限公司	11,500.00	国有控股	2020.04.30-2027.4.30
苏州市相城区新和城镇建设发展有限公司	10,000.00	国有控股	2022.11.22-2023.11.21
苏州市相城区新和城镇建设发展有限公司	10,000.00	国有控股	2022.01.07-2023.01.07
苏州市金桥园艺绿化工程有限公司	10,000.00	集体所有制	2022.11.22-2023.11.21
苏州市金桥园艺绿化工程有限公司	10,000.00	集体所有制	2022.01.07-2023.1.7
苏州市相城区黄桥城乡发展有限公司	9,750.00	集体所有制	2020.06.23-2023.6.23
苏州市相城区黄桥城乡发展有限公司	9,850.00	集体所有制	2021.03.05-2024.3.5
苏州市瑞立谷电子有限公司	10,000.00	国有控股	2021.04.29-2031.3.22
苏州市相城区新和城镇建设发展有限公司	4,750.00	国有控股	2020.05.15-2023.5.15
苏州市腾飞市政工程有限公司	8,000.00	集体所有制	2022.11.21-2023.11.21
合计	368,550.00	-	-

资料来源：公司提供，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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。