



# 2019年南通天山置业有限公司公司债券 2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 2019年南通天山置业有限公司公司债券2024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，经济总量及一般公共预算收入在南通市各区县中排名第一，产业基础较好；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一，2023年仍主要负责崇川区观音山新城片区保障房建设，未结转的保障房成本较大，业务仍具有持续性，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仍能有效提升本期债券的安全性；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，在建项目尚需投资规模较大，仍需依赖外部融资，偿债压力加大，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。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，且有望继续获得一定力度的外部支持。

## 评级日期

2024年6月21日

## 联系方式

项目负责人：张旻燊  
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：毛燕月  
maoyy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	180.20	175.24	169.74
所有者权益	60.41	59.81	59.20
总债务	75.46	72.26	55.24
资产负债率	66.48%	65.87%	65.12%
现金短期债务比	0.14	0.21	0.92
营业收入	12.17	14.30	19.57
其他收益	0.62	0.40	0.00
利润总额	0.76	0.81	0.44
销售毛利率	16.67%	15.23%	6.12%
EBITDA	3.20	3.04	4.02
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.59	0.81
经营活动现金流净额	2.15	-21.43	-7.78

资料来源：公司 2021-2023 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，2023 年经济财政实力继续走强。**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，积极发展“2345”产业体系，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千亿，2023 年经济总量及一般公共预算收入仍在南通市各区县中排名第一，财政自给率较高。
- **公司保障房业务仍具有持续性，跟踪期内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”）控股子公司，为崇川区重要的保障性住房建设主体之一。截至 2023 年底，公司在建项目总投资规模较大，未结转的保障房建设成本为 67.08 亿元，为未来收入提供了一定保障。2023 年公司获得崇川区财政局给予的公用事业运营专项补贴等政府补助合计 6,241.00 万元，提升了利润水平。
- **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

- **公司资产仍主要沉淀在应收保障房代建款、保障房建设成本，资产流动性较弱。**2023 年底公司应收账款、存货合计 167.81 亿元，占总资产的 93.13%。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人民政府的统筹安排，回款时间存在一定不确定。
- **公司总债务继续增长，现金短期债务比进一步下降，偿债压力加大，项目建设仍需依赖外部融资。**2023 年公司主营业务资金回笼仍欠佳，仍主要依赖外部融资满足资金需求。2023 年末公司总债务增至 75.46 亿元，增速明显放缓，但短期债务占总债务比重有所上升，现金短期债务比进一步降至低水平。此外，公司在建保障房尚需投资 20.63 亿元，项目建设仍需依赖外部融资。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保金额合计为 31.44 亿元，占期末净资产的 52.05%，被担保方均为国企，但担保规模较大，且无相应的反担保措施。

## 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	492.83	208.73	18.30
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	160.63	63.37	3.22
<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>180.20</b>	<b>60.41</b>	<b>12.17</b>

注：（1）兴川国资为南通兴川国有资产运营有限公司的简称、新家园农发为南通新家园农业投资发展有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年/2023 年末数据。

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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	经营&财务状况	经营状况	4/7
				财务状况	3/7
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
<b>个体信用状况</b>					<b>aa-</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>1</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AA</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 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，主要体现为：一方面，公司实际控制人仍为南通市人民政府，公司主要从事崇川区观音新城片区的保障房建设工作，在建项目总投资规模、未结转的保障房建设成本规模均较大，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；崇川区财政局每年均给予公司一定规模政府补助。另一方面，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。同时，中证鹏元认为崇川区人民政府提供支持的能力较强，主要体现为：崇川区作为南通市主城区，产业基础较好，经济总量及一般公共预算收入在南通市各区县中排名第一，财政自给率较高，经济财政实力较强。

### 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	1.62	2023-06-20	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2024年6月6日，本期债券募集资金专项账户余额为38.68万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人及合并范围均无变化。截至2023年末，公司注册资本、实收资本仍为3.00亿元，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%和7.15%股权（股权结构图见附录二），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2023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

**2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方

式和货币政策工具备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

**随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识**

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融

资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

## 区域经济环境

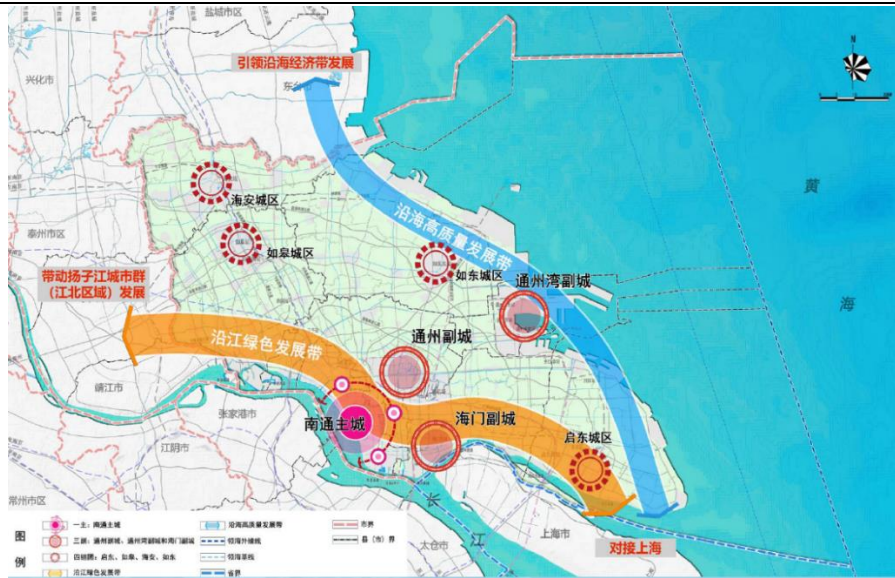
南通市区位优势显著，整体经济实力强，在江苏省排名居前，近年着力打造“3+3+N”产业体系，正在发展成为江苏新的增长极和长江经济带的新的战略支撑点；但财政自给能力一般，近年地方政府债务余额持续增长

**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，拥有长江干流岸线166千米，海岸线206千米。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>1</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2023年末，南通市全市户籍人口740.1万人，常住人口774.9万人，较上年末增长0.5万人，人口呈净流入态势，常住人口中城镇人口562.3万人，城镇化率为72.6%。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>1</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11,813.30亿元，同比增长5.8%，经济总量在江苏省排名第四，三次产业结构由2022年的4.5:49.3:46.2调整为2023年的4.4：48.5：47.1，第二产业比重较高但第三产业占比有所提升，其中第二产业增加值5,728.1亿元，同比增长7.1%，为拉动经济增长的主要动力。2022年末南通市人均GDP为14.24万元，为全国人均GDP的1.71倍，显著高于全国水平。

2023年南通市固定资产投资同比上升2.6%，其中制造业投资增长2.6%，基础设施投资同比增长7.4%，但房地产开发投资同比下降4.5%，对固定资产投资形成拖累。此外，2023年南通市消费市场稳中有升；2023年近年对外贸易有所下降，2023年实现进出口总额3,500.3亿元，比上年下降4.3%。其中，出口2,289.7亿元，下降2.4%；进口1,210.6亿元，下降7.8%。

**表1 江苏省 2023 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	24,653.40	4.60%	19.03	2,456.81	1,401.17
南京市	17,421.40	4.60%	18.25	1,619.98	1,254.30
无锡市	15,456.19	6.00%	20.62	1,195.42	1,075.83
<b>南通市</b>	<b>11,813.30</b>	<b>5.80%</b>	<b>15.24</b>	<b>680.16</b>	<b>982.91</b>
常州市	10,116.36	6.80%	18.82	680.30	1,396.20
盐城市	7,403.90	5.90%	11.07	482.73	810.19
泰州市	6,731.66	6.80%	14.94	449.13	493.01
镇江市	5,264.07	6.30%	16.32	320.71	406.68
连云港市	4,363.61	10.20%	9.50	256.02	330.39

注：人均 GDP 按照 2023 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	2023年		2022年		2021年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	11,813.30	5.80%	11,379.60	2.10%	11,026.94	8.90%
固定资产投资	-	2.6%	-	-2.90%	-	5.00%
社会消费品零售总额	4,215.10	6.50%	3,956.90	0.50%	3,935.50	16.80%
进出口总额	3,500.30	-4.3%	3,665.30	8.1%	3,405.80	29.70%
人均 GDP（元）	152,449		146,947		142,642	
人均 GDP/全国人均 GDP	170.61%		171.47%		176.15%	

资料来源：2021-2023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。2023年南通市六大千亿级产业集群总产值突破1万亿元，全年规模以上工业增加值比上年增长8.8%，其中轻工业增长5.1%，重工业增长10.5%。装备制造业增势良好，全年规模以上装备制造业产值比上年增长10.2%，占规模以上工业总产值的比重为49.1%。项目落地方面，2023年南通市新签约并注册超5亿元内资项目389个、超3,000万美元外资项目97个，其中百亿级项目3个、超5亿元项目新开工231个、新竣工达产198个，在建百亿级项目13个，省级重大项目数保持全省前列。截至2023年末，南通市境内外上市公司共57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：**2023年南通市公共财政收入有所增长，财政自给能力一般，政府性基金收入受土地出让影响有所下滑，地方政府债务余额继续增长。2023年南通市一般公共预算收入恢复至680.16亿元，同比增长11.00%，增速在江苏省地级市中位居前列，2023年实现税收收入538.79亿元，同比亦有增长。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，2023年南通市

实现政府性基金收入982.91亿元，同比下降13.00%。2023年末，全市地方政府债务限额2,196.52亿元，年末余额2,129.94亿元，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	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	680.16	613.00	710.18
税收收入占比	79.22%	67.31%	80.67%
财政自给率	57.60%	53.43%	63.28%
政府性基金收入	982.91	1,129.82	1,441.82
地方政府债务余额	2,129.94	1,978.77	1,862.70

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 2021-2023 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，经济总量在南通市区县中位列第一，近年积极推动先进制造业和现代服务业双轮驱动，且财政自给水平较高**

**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，2023年末全区常住人口122.87万人，较2020年七普统计时点净增长4.50万人，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。以崇川为中心，在90分钟的时空半径内有五座机场可以通达，分别是：南通机场20分钟、上海虹桥机场60分钟、无锡硕放机场70分钟、上海浦东机场90分钟、扬州泰州机场90分钟，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。2023年崇川区实现地区生产总值1,737.10亿元，同比增长5.9%；其中第一产业增加值1.33亿元，同比增长3.6%；第二产业增加值553.68亿元，同比增长6.7%；第三产业增加值1,182.09亿元，同比增长5.6%；从结构上看，第三产业仍为崇川区经济增长的主要贡献。规模以上工业增加值同比增长5.5%；固定资产投资同比下降5.2%，其中工业投资和房地产投资分别下降13.9%和15.6%；社会消费品零售总额734.35亿元，同比增长8.4%；进出口总值700.2亿元，同比增长0.8%；2023年崇川区人均GDP为141,161元，为全国人均GDP的1.58倍，整体经济发展水平仍较高。

**表4 2023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	1,737.10	5.90%	141,613	113.19	69.17
通州区	1,701.30	6.40%	134,405	75.01	153.16
海门区	1,664.67	5.10%	167,135	75.01	81.00
如皋市	1,534.39	5.90%	125,698	77.01	108.04
启东市	1,447.28	6.20%	151,349	75.01	112.43
海安市	1,436.27	6.00%	165,600	71.01	94.17
如东县	1,381.13	6.50%	158,531	71.03	121.49

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	2023年		2022年		2021年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,737.10	5.9%	1,676.93	2.1%	1,631.54	8.9%
固定资产投资	--	-5.2%	--	-10.9%	--	4.0%
社会消费品零售总额	734.35	8.4%	677.28	-1.0%	684.45	17.0%
进出口总额	700.20	0.8%	696.12	-0.5%	770.77	17.1%
人均GDP（元）		141,613		137,775		125,247
人均GDP/全国人均GDP		158.48%		160.77%		172.88%

注：“--”表示未获取相关数据

资料来源：崇川区人民政府网站，中证鹏元整理

**产业情况：**崇川区围绕“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，2023年崇川区实现高新技术产业产值696.74亿元，同比增长6.7%，占全区规模以上工业总产值比重为61.72%，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尚可，财政自给率较高。崇川区2023年实现一般公共预算收入113.19亿元，其中税收收入83.38亿元，税收收入占比较2022年有所回升，且崇川区单位GDP创收能力仍强，财政自给率仍大于100%，土地财政依赖度<sup>2</sup>在南通市下辖区县最低。地方政府债务方面，2023年崇川区地方政府余额为183.60亿元，同比增长6.91%。

**表6 崇川区财政收入及政府债务情况（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
----	-------	-------	-------

<sup>2</sup> 2023年政府性基金收入/（一般公共预算收入+政府性基金收入）=37.93%

一般公共预算收入	113.19	113.14	126.00
税收收入占比	73.66%	67.22%	85.32%
财政自给率	148.43%	132.98%	163.70%
政府性基金收入	69.17	63.54	76.10
地方政府债务余额	183.60	171.73	161.93

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：**2023年崇川区人民政府将崇川区国资办持有的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”）和南通市崇川高新技术产业园区发展（集团）有限公司（以下简称“园发集团”）100%股权无偿划转至南通市崇川国有资产投资发展有限公司（以下简称“国投公司”），国投公司定位为崇川区国有资本投资运营平台，打通崇川国资大资管产业链，旗下子公司将统筹城市物业资产、三个园区<sup>3</sup>产业资产、区内文旅资产和金控资产，业务范围涵盖资产投融、资产建设、资产运营和退出。至此，崇川区形成国投公司、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”）两大集团公司格局。经上述整合后崇川区原有发债主体均成为两大集团下属子公司：南通天一置业有限公司、南通兴川国有资产运营有限公司、南通市北高新技术开发集团有限公司和天生产业新城南通有限公司为国投公司子公司；南通新家园农业投资发展有限公司为建发集团子公司。

**表7 崇川区主要融资平台情况（单位：亿元）**

公司名称	控股股东	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
国投公司	崇川区国资办	崇川区国有资本投资运营平台，打通崇川国资大资管产业链，旗下子公司将统筹城市物业资产、三个园区产业资产、区内文旅资产和金控资产，业务范围涵盖资产投融、资产建设、资产运营和退出	1,007.37	413.99	41.55
国控集团	国投公司	国投公司子公司，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，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	508.62	208.60	21.27
园发集团	国投公司	国投公司子公司，统筹负责园区内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、产业发展和运营服务全产业链开展业务	524.81	214.38	21.48
建发集团	崇川区国资办	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	443.15	193.50	20.01

注：国投公司为2022年（末）数据，其余均为2023年（末）财务数据

资料来源：公开评级报告、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，业务仍具有持续性；但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，

<sup>3</sup> 包括南通港闸经济开发区、南通市市北高新技术产业开发区和南通崇川经济开发区（以下简称“崇川经开区”）

## 公司面临较大的资金压力

公司仍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，由于物业的经营收入权被转出，公司自2023年起不再经营物业和租赁业务。2023年公司营业收入均来自保障房项目收入，受结算进度影响公司2023年营业收入同比下降，整体毛利率略有提高。

**表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
保障房项目	121,682.38	100.00%	16.67%	142,773.76	99.85%	15.56%
租赁及物业	0.00	-	-	209.78	0.15%	-209.46%
其他业务	0.00	-	-	0.01	0.00%	-6.00%
<b>合计</b>	<b>121,682.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.67%</b>	<b>142,983.55</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.23%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元

**公司待结转保障房建设成本规模较大，业务仍具有持续性，但保障房业务回款情况不佳，未来资金回笼受财政支付安排影响较大，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<sup>4</sup>（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，截至2023年底，待结转成本1.30亿元，累计实现销售收入12.91亿元。

2023年公司继续推进华润及周边地块（润海花苑），以及裕景苑西侧地块（裕景苑）等项目的建设，当年保障房收入主要来源于裕景苑西侧地块（裕景苑）、兴石花园等项目，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%

<sup>4</sup>天城建设的控股股东为南通崇川开发区招商有限公司，实际控制人为南通市崇川区国有企业发展服务中心。

	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>
2023 年	裕景苑西侧地块（裕景苑）	代建	52,282.61	43,568.84	16.67%
	同和嘉苑一期	代建	146.85	122.38	16.67%
	观河华府	代建	2,188.92	1,824.10	16.67%
	同和嘉苑二期	代建	1,124.78	937.32	16.67%
	中桥名邸	代建	2,857.00	2,380.84	16.67%
	兴石花园	代建	33,444.15	27,870.12	16.67%
	世伦佳苑	代建	3,772.87	3,144.06	16.67%
	华润纺织及周边地块（润海花园）	代建	25,865.19	21,554.32	16.67%
	<b>小计</b>	-	<b>121,682.38</b>	<b>101,401.98</b>	<b>16.67%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年底，公司未结转的保障房建设成本为67.08亿元，为公司未来收入提供了一定保障；在建项目计划总投规模较大，公司保障房建设业务中短期内仍具有可持续性。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20.63亿元，主要依赖外部融资，公司面临较大资金压力。

**表10截至 2023 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	161,432.18	121,367.82	161,432.19
华润及周边地块（润海花园）	180,000.00	132,402.61	47,597.39	110,848.29
裕景苑西侧地块（裕景苑）	83,660.00	66,338.05	17,321.95	22,769.22
支二路北、胜利路东（人才公寓）	41,100.00	21,060.45	20,039.55	21,060.44
<b>合计</b>	<b>587,560.00</b>	<b>381,233.29</b>	<b>206,326.71</b>	<b>316,110.14</b>

注：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

### 2023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，当地政府持续给予子公司一定支持。2023年公司获得崇川区财政局给予的公用事业运营专项补贴等政府补助合计6,241.00万元。

## 六、 财务分析

### 财务分析基础说明

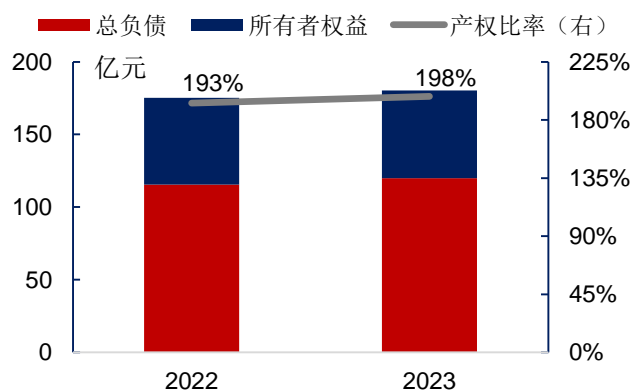
以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内公司合并报表范围无变化。

## 资本实力与资产质量

随着保障房业务推进，2023年底公司总资产保持增长，所有者权益对总负债保障程度仍较弱；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人民政府统筹资金安排

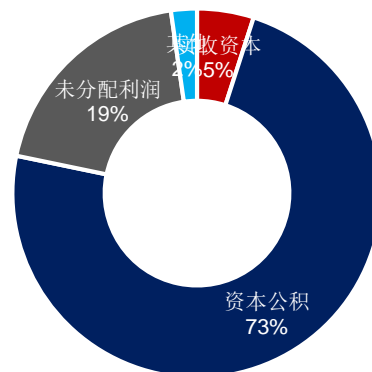
2023年末公司负债总额有所增加，所有者权益随着自身盈余积累小幅增长，产权比率小幅升至198%，所有者权益对总负债保障程度较弱。2023年末公司净资产仍以资本公积和未分配利润为主，资本公积主要系崇川区财政局向公司拨付资金、债务减免形成。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图3 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司仍承担南通市崇川区观音新城片区的保障性住房建设职责，随着项目建设及结算，公司总资产持续增长，新增资产主要沉淀在应收账款科目。

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。2023年末应收账款仍主要系应收天城建设的项目建设款，占比99.53%，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，随着部分安置房工程项目结算，2023年末存货规模同比下降，用于抵押借款的存货规模亦同比降至25.46亿元，占存货规模的37.96%。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。

其他资产方面，2023年末公司货币资金仍处于较低水平，无受限货币资金；其他应收款主要系对南通市崇川国有资产运营有限公司等国企及行政单位往来款，回收风险及规模不大，但仍对营运资金有所占用。截至2023年末，公司部分存货及投资性房地产因抵押借款受限，受限资产合计26.47亿元，占期末总资产的14.69%。



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，且部分资产使用受限。

**表11公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.77	0.98%	1.43	0.81%
应收账款	100.73	55.90%	91.71	52.33%
其他应收款	6.68	3.71%	7.86	4.49%
存货	67.08	37.23%	71.01	40.53%
<b>流动资产合计</b>	<b>176.65</b>	<b>98.03%</b>	<b>172.18</b>	<b>98.26%</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3.55</b>	<b>1.97%</b>	<b>3.05</b>	<b>1.74%</b>
<b>资产总计</b>	<b>180.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>175.24</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2023年公司营业收入同比下降，毛利率略有提高，利润总额有所下降，政府补助及投资收益对利润总额贡献较大**

2023年公司营业收入均来自保障房项目收入，且受结算进度影响，当年营业收入下降；由于保障房业务毛利率提高，且公司不再经营亏损的物业和租赁业务，2023年整体毛利率略有提高。2023年底公司待结转保障房建设成本及在建项目规模仍较大，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。2023年公司收到的政府补助0.62亿元，计入其他收益，且形成权益法核算的长期股权投资<sup>5</sup>收益0.52亿元，其他收益及投资收益占利润总额比重较高、对利润总额贡献较大。同期，公司财务费用、信用减值损失、营业外支出有所增加，综合影响下，2023年公司利润总额有所下降。

**表12公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2023年	2022年
营业收入	12.17	14.30
其他收益	0.62	0.40
投资收益	0.52	0.09
营业利润	0.93	0.81
利润总额	0.76	0.81
销售毛利率	16.67%	15.23%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

<sup>5</sup> 系对当地国企南通天扬置业有限公司投资。

## 偿债能力

2023年公司总债务继续增长、增速放缓，但短期债务占比有所上升，现金短期债务比低，偿债压力进一步加大

2023年末公司负债总额有所增加，总债务小幅增至75.46亿元，增速较上年的30.81%明显放缓，其中短期债务增至12.52亿元，长短期债务比约为83:17，短期债务占总债务比重有所上升。公司融资渠道主要为银行借款、发行债券。银行借款均有抵质押及保证担保措施，保证人主要为建发集团、天山置业、天城建设，授信银行主要为国开行、民生银行、工行、江苏银行等，利率区间为4.05%-6.40%。公司债券融资主要为借新还旧。

公司经营性债务主要系其他应付款，仍主要系应付股东、崇川区财政局、南通市保障房建设投资集团有限公司等单位的往来款，2023年变化不大。

**表13截至 2023 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
银行借款	4.05%-6.40%	63.22	11.84
债券融资	3.30-4.66%	12.09	0.54
<b>合计</b>	-	<b>75.31</b>	<b>12.38</b>

注：表中合计数未考虑应付利息，故和总债务、短期债务存在差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表14截至 2023 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	1.62	4.66%	2019-12-10	7	2026-12-10
<b>合计</b>	<b>13.20</b>	<b>12.12</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	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
应交税费	3.70	3.09%	3.14	2.72%
其他应付款	38.43	32.08%	38.84	33.65%
一年内到期的非流动负债	12.52	10.45%	6.75	5.85%
<b>流动负债合计</b>	<b>56.86</b>	<b>47.46%</b>	<b>49.92</b>	<b>43.25%</b>
长期借款	51.38	42.90%	53.43	46.29%
应付债券	11.55	9.64%	12.08	10.47%
<b>非流动负债合计</b>	<b>62.93</b>	<b>52.54%</b>	<b>65.51</b>	<b>56.75%</b>
<b>负债合计</b>	<b>119.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>115.42</b>	<b>100.00%</b>
总债务	75.46	62.99%	72.26	62.60%

其中：短期债务	12.52	10.45%	6.75	5.85%
长期债务	62.93	52.54%	65.51	56.75%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年底，公司财务杠杆水平同比略有提高，仍处于较高水平。由于短期债务增长相对较快，现金短期债务比进一步降至低水平。随着利息支出减少及EBITDA增加，2023年公司EBITDA利息保障倍数有所回升。整体来看，公司偿债压力加大。

公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支，2023年公司主营业务资金回笼仍欠佳，预计未来仍将依赖再融资满足资金需求，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，截至2023年末公司尚未使用的银行授信额度为16.73亿元，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	2023年	2022年
资产负债率	66.48%	65.87%
现金短期债务比	0.14	0.21
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.59

资料来源：公司 2022-2023 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；过去一年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。跟踪期内，公司财务、融资仍由建发集团统筹管理。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。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月31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2023年末，公司对外担保金额合计为31.44亿元，占期末净资产的52.05%，被担保方均为国企，但担保规模较大，且无相应的反担保措施，存在较大或有负债风险。

**表17 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保人	企业性质	担保金额	是否有反担保
南通观音山旧城改造股份有限公司	国企	15,000.00	否
南通观音山旧城改造股份有限公司	国企	4,000.00	否
南通观音山旧城改造股份有限公司	国企	1,999.81	否
南通市天城建设投资有限公司	国企	80,000.00	否
南通鑫浩建设投资发展有限公司	国企	14,600.00	否
南通观音山经济开发有限公司	国企	14,600.00	否
南通观音山经济开发有限公司	国企	6,200.00	否
南通市翼北建设发展有限公司	国企	128,000.00	否
南通市翼北建设发展有限公司	国企	32,000.00	否
南通市兴崇市政建设工程有限公司	国企	3,000.00	否
南通智港医学检验实验室有限公司	国企	6,000.00	否
南通新家园农业投资发展有限公司	国企	9,000.00	否
<b>合计</b>		<b>314,399.81</b>	

资料来源：公司提供

## 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天城建设，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。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。

此外，中证鹏元认为崇川区人民政府提供支持的能力较强，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。

## 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。

江苏再担保前身为成立于2009年的江苏省信用再担保有限公司，初始注册资本为30.00亿元，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2023年末，江苏再担保实收资本为120.40亿元，股东数合计34家，控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，其持股比例为26.29%，其他股东主要为江苏省各级地方政府和国有企业。

**表18截至 2023 年末江苏再担保前十大股东情况**

股东名称	出资额（亿元）	持股比例
江苏省财政厅	31.66	26.29%
江苏金信金融控股集团有限公司	10.41	8.64%
江苏省国信集团有限公司	8.80	7.31%
南通联信投资有限公司	7.50	6.23%
淮安市淮融投资有限公司	5.14	4.27%
泰州市信融投资有限公司	4.15	3.45%
宿迁市人民政府	3.62	3.01%
江苏黄海汇信投资有限公司	3.56	2.96%
无锡惠开投资管理有限公司	3.47	2.88%
江苏国经控股集团有限公司	3.30	2.74%
合计	81.60	67.78%

资料来源：江苏再担保 2023 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开展情况较好，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；分别占担保余额的58.79%和39.49%。

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%，在融资担保余额中的占比为53.75%，被担保企业主体信用级别均在AA级及以上。但同时，也需关注江苏再担保直接融资担保业务类型以江苏省内城投债担保为主，2023年以来城投债发行政策收紧，加大了江苏再担保未来直接融资担保业务展业难度，或将面临一定转型压力。

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，江苏再担保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，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%。

**表19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

2022年，江苏再担保当期担保代偿额为4.31亿元，同比增长90.41%；当期担保代偿率为0.32%，同比小幅上升，但仍保持在较低水平。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年末上升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。江苏再担保按照期末担保责任余额的1%差额计提担保赔偿准备金，按当期担保收入的50%差额计提未到期责任准备金。截至2023年末，江苏再担保担保风险准备金余额合计40.51亿元，拨备覆盖率为371.46%。

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%。

**表20 江苏再担保主要财务数据及指标（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
资产总额	355.58	333.33	264.83
货币资金	49.23	46.23	37.93
应收代偿款	3.28	3.65	3.00
所有者权益合计	209.31	190.89	158.59
营业总收入	39.30	27.71	22.62
净利润	12.22	9.45	7.23
净资产收益率	6.11%	5.41%	4.90%
当期担保代偿额	-	4.31	2.26
当期担保代偿率	-	0.32%	0.21%
累计担保代偿率*	-	0.52%	0.21%
累计代偿回收率*	-	44.25%	33.79%
拨备覆盖率	371.46%	525.90%	637.09%

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江苏再担保提供的近三年累计数据计算；“-”表示该数据暂无法取得。

资料来源：江苏再担保 2021-2023 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

得益于资本的持续注入，近年来江苏再担保资产规模持续增长。截至2023年末，江苏再担保资产总额同比增长6.67%至355.58亿元。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2023年末，江苏再担保货币资金为49.23亿元，其中受限资金为7.53亿元，主要包括部分定期存款、应计利息和监管资金。

江苏再担保投资资产主要由委托贷款以及债券投资组成。江苏再担保委托贷款主要投向江苏省内国有企业 and 工商企业以及部分江苏再担保的在保客户。截至2023年末，江苏再担保委托贷款本金余额为59.92亿元，同比上升31.33%。江苏再担保债券投资主要投向江苏省内地方国有企业，信用等级集中于AA至AAA。截至2023年末，江苏再担保债券投资本金余额同比上升36.27%至34.94亿元。投资资产规模快速增长，投资资产信用风险需关注。

江苏再担保主要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”）发放贷款及垫款。截至2023年末，江苏再担保发放贷款及垫款余额为38.06亿元，同比增加3.24%。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2023年末，江苏再担保发放的贷款及垫款共计提减值准备0.84亿元。

江苏再担保融资租赁业务主要由子公司江苏省再保融资租赁有限公司开展，客户主要为江苏省内地方国有企业。截至2023年末，江苏再担保应收融资租赁款余额同比下降3.50%至77.88亿元；根据融资租赁业务风险情况共计提减值准备1.03亿元。在宏观经济增长承压的背景下，需关注江苏再担保的融资租赁资产质量的变化情况。

江苏再担保负债主要由银行借款、应付债券以及担保赔偿准备金构成。截至2023年末，江苏再担保负债总额146.26亿元，同比增长2.62%。随着业务规模上升，江苏再担保短期借款以及长期借款规模均有所上升。截至2023年末，江苏再担保短期借款和长期借款分别同比上升34.29%和5.78%至13.60亿元和44.63亿元。江苏再担保应付债券主要为非标融资，受非标融资到期还款影响，截至2023年末，江苏再担保应付债券规模同比下降31.64%至17.66亿元。随着新增担保业务规模上升，江苏再担保准备金规模有所上升，截至2023年末担保赔偿准备金以及未到期责任准备金规模合计同比上升8.99%至40.06亿元。

得益于增资扩股和经营积累，江苏再担保净资产规模持续增长，截至2023年末所有者权益为209.31亿元，同比增长9.67%，其中实收资本120.40亿元，同比上升7.80%。截至2022年末，江苏再担保母公司口径直保业务融资担保责任余额放大倍数为7.61倍，随着担保业务的持续发展，未来面临一定的资本补充压力。

2023年，江苏再担保调整部分财务报表项目列示和核算方式，将之前不纳入营业总收入核算的投资收益纳入营业总收入核算，导致2023年营业总收入较2022年同比大幅增长41.83%至39.30亿元。按照2023年审计报告中的可比口径，江苏再担保2023年营业总收入同比增长7.69%。江苏再担保收入主要由已赚取保费构成，得益于担保业务规模扩张，2023年江苏再担保已赚取保费同比上升8.61%至17.77亿元，在营业收入中的占比为45.22%。除已赚取保费外，江苏再担保营业总收入主要由利息收入和投资收益构成，2023年上述收入在营业收入中的占比分别为22.42%和24.07%。2023年江苏再担保计提信用减值损失7.61亿元，较上年增长197.73%，主要系应收代偿款以及债权投资减值计提规模大幅上升所致。近年来江苏再担保净利润持续增长，2023年江苏再担保实现净利润12.22亿元，同比增长7.80%；净资产收益率同比上升0.70个百分点至6.11%，整体盈利能力有所增强。

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2023年末的120.40亿元，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，江苏再担保的直接融资担保业务以江苏省内城投债为主，未来或面临一定的展业难度和转型压力；投资资产规模快速增长，投资资产信用风险需关注等风险因素。

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及一般公共预算收入在南通市各区县中排名第一，财政自给率较高，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、2023年末总债务及短期债务同比增长，在建项目尚需投资规模较大，仍需依赖外部融资，公司偿债压力加大，且公司对外担保规模较大、存在较大的或有负债风险。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，业务仍具有持续性，同时2023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。

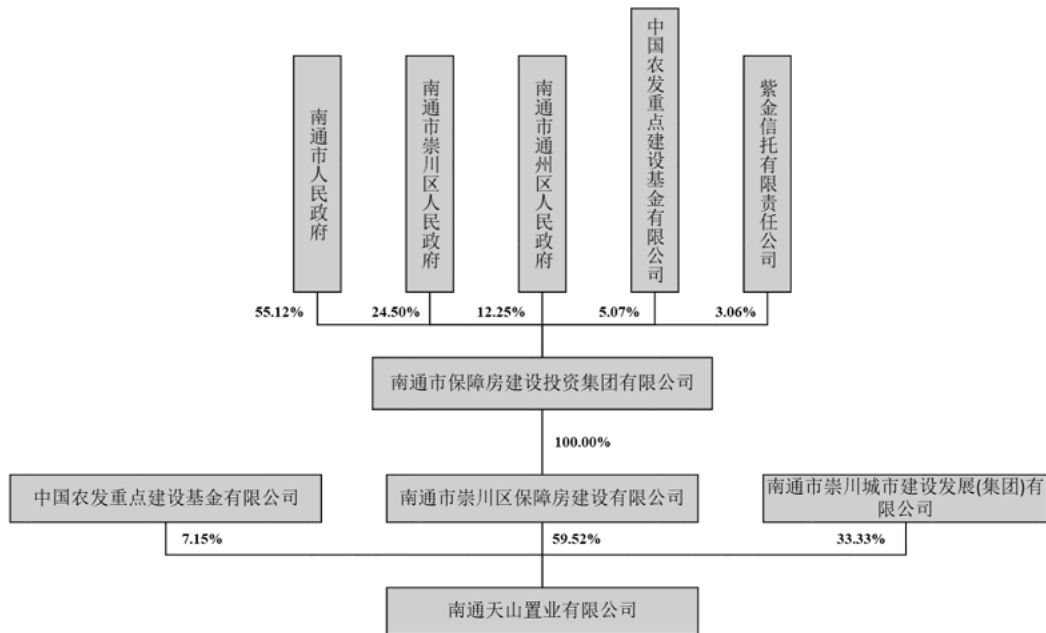
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19天山置业债/19天山债”信用等级为AAA。

## 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）	2023年	2022年	2021年
货币资金	1.77	1.43	11.15
应收账款	100.73	91.71	81.45
其他应收款	6.68	7.86	4.89
存货	67.08	71.01	68.02
流动资产合计	176.65	172.18	166.40
非流动资产合计	3.55	3.05	3.34
资产总计	180.20	175.24	169.74
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	0.51	0.98	0.81
应交税费	3.70	3.14	3.14
其他应付款	38.43	38.84	51.26
一年内到期的非流动负债	12.52	6.75	12.08
流动负债合计	56.86	49.92	67.39
长期借款	51.38	53.43	41.02
应付债券	11.55	12.08	2.13
非流动负债合计	62.93	65.51	43.15
负债合计	119.79	115.42	110.54
总债务	75.46	72.26	55.24
其中：短期债务	12.52	6.75	12.08
所有者权益	60.41	59.81	59.20
营业收入	12.17	14.30	19.57
营业利润	0.93	0.81	-2.72
其他收益	0.62	0.40	0.00
利润总额	0.76	0.81	0.44
经营活动产生的现金流量净额	2.15	-21.43	-7.78
投资活动产生的现金流量净额	0.00	0.23	1.35
筹资活动产生的现金流量净额	-1.80	11.48	7.70
<b>财务指标</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
销售毛利率	16.67%	15.23%	6.12%
资产负债率	66.48%	65.87%	65.12%
短期债务/总债务	16.60%	9.34%	21.88%
现金短期债务比	0.14	0.21	0.92
EBITDA（亿元）	3.20	3.04	4.02
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.59	0.81

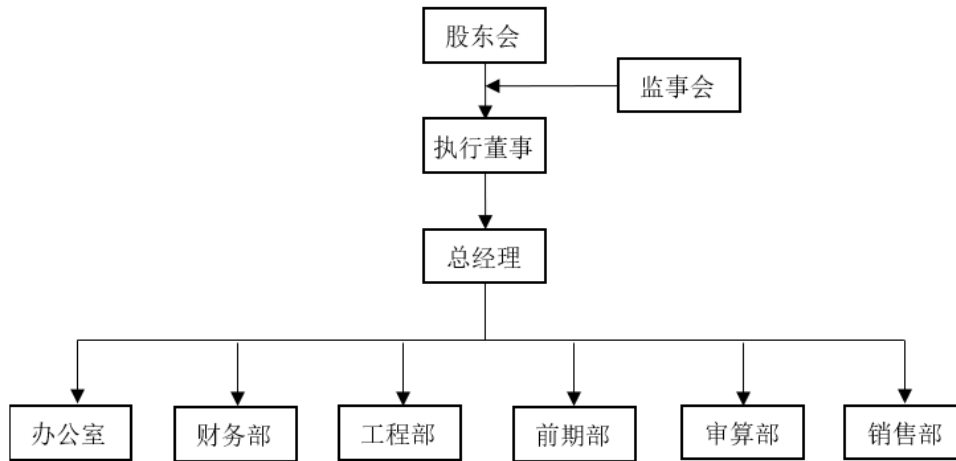
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 5 月末）



资料来源：公司提供

#### 附录四 截至 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
南通天乐物业管理有限公司	组织管理服务	100.00		设立
南通天特建设项目管理有限公司	建筑装饰、装修和其他建筑业	51.00		设立

资料来源：公司 2023 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。