



2023年建湖县高新投资发展有限公司公司债券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

2023年建湖县高新投资发展有限公司公司债券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
23建高 01/23建湖高投债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：建湖县工业经济发展动能强劲，2023年经济总量和财政收入增长势头良好，建湖县高新投资发展有限公司（以下简称“建湖高新”或“公司”）是建湖县基础设施投资建设主体之一，工程代建业务在建湖高新技术产业开发区（以下简称“建湖高新区”）内仍具备主导优势，2023年公司承接的厂房代建项目有所增加，业务持续性仍较好，且政府给予的外部支持显著增厚了公司的资本实力及利润水平；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”）提供的保证担保仍能有效提升“23建高 01/23建湖高投债”（以下简称“本期债券”）的信用水平。同时中证鹏元也关注到，公司债务规模快速提升且债务结构有待改善，面临较大的偿债压力及资金压力，而资产受限比例较高且面临一定的资产跌价风险，使其再融资能力面临挑战。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长时期内将维持现有平台地位，核心业务工程代建收入持续性较好，有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024年07月15日

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

项目组成员：薛辰
xuechen@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	175.43	130.09	111.11
所有者权益	70.74	55.79	47.43
总债务	92.42	58.70	61.62
资产负债率	59.68%	57.12%	57.32%
现金短期债务比	0.81	0.37	0.44
营业收入	9.38	6.70	5.13
其他收益	1.30	1.20	1.70
利润总额	1.51	1.28	1.37
销售毛利率	15.48%	18.93%	19.63%
EBITDA	2.10	1.91	2.54
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.77	0.93
经营活动现金流净额	-12.00	-11.59	14.92

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **建湖县工业经济发展动能强劲，2023 年经济总量和财政收入增长势头良好。**建湖县临近市区交通便利，在固定资产投资拉动下，2023 年区域经济总量和财政收入增长态势良好，人均 GDP 在盐城市下属区县中仍排名靠前；建湖县近年工业经济发展势头强劲，其中高端装备制造、新能源和电子信息三大主导产业贡献突出。
- **依托高新区内产业资源，公司承接的厂房代建项目有所增加，业务持续性仍较好。**公司系建湖县基础设施建设主体之一，核心收入及毛利来源为建湖高新区范围内的基础设施和工业厂房项目建设，代建业务在建湖高新区占主导地位，受益于高新区重大项目持续引入，2023 年公司承接的工业厂房代建项目有所增加，为后续业务持续性提供了有力支撑。
- **外部支持显著增厚了公司的资本实力及利润水平。**2023 年，公司获得江苏省建湖高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）拨付的资本金 14.00 亿元和财政补贴 1.30 亿元，分别计入资本公积和其他收益，对公司资本实力及利润水平均起到明显的提升效应。
- **江苏再担保提供的保证担保仍能有效提升本期债券信用水平。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为 AAA，由其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能够有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司债务规模快速提升，对非标借款仍有一定依赖且融资成本偏高，面临较大的偿债压力及资金压力。**2023 年公司加大银行借款融资力度，加之本期债券成功发行，总债务规模大幅提升，且公司对非标融资仍有一定依赖，截至 2023 年末非标债务余额约为 12.24 亿元，对应融资成本偏高。考虑到在建项目资金压力较大，而经营性现金流延续大幅净流出状态，备用银行授信额度亦不足，公司面临的流动性压力仍较大。
- **资产受限比例较高，且部分资产面临一定的跌价风险。**截至 2023 年末，投资性房地产、长期股权投资和应收款项仍是资产的主要组成部分。其中投资性房地产收益性仍较弱，2023 年已出现评估减值，未来仍面临一定的跌价风险，且其大规模受限对再融资能力有一定约束，长期股权投资主要系对区域内国企债转股形成，目前仍处于投资亏损状态，整体资产质量不佳且流动性偏弱。
- **或有负债风险加大。**截至 2023 年末，公司对外担保余额为 26.56 亿元，同比大幅提升，占当期末净资产的比重为 37.55%，虽然担保对象为建湖县下属国有企业，但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
建湖城投	建湖县重要的投资和建设主体，以土地整理、保障性住房建设等为主业	503.89	209.33	17.76
建湖新农投	主要从事建湖县农村耕地整理及土地指标转让、工程建设等业务	275.96	113.06	15.00
建湖开投	主要从事江苏省建湖县经济开发区的安置房建设、水域养殖承包等业务	272.56	109.08	7.92
建湖高新	主要从事建湖高新区内的基础设施代建业务	175.43	70.74	9.38
建湖近投	近湖街道重要的基础设施建设主体，主要从事近湖街道的道路、安置房等工程建设业务。	37.71	24.38	5.26

注：（1）建湖城投为“建湖县城市建设投资集团有限公司”的简称、建湖新农投为“建湖县新农村建设投资有限公司”的简称、建湖开投为“建湖县开发区建设投资有限公司”的简称、建湖近投为“建湖县近湖建设投资有限公司”的简称；（2）以上各指标均为 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	5/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	4/7
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				-1
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

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 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

- 公司是建湖县重要的基础设施投资企业之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，建湖县政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为：一方面，公司股权由建湖县政府全资持有，建湖县政府对公司的经营战略和业务运营具有强大的影响力；另一方面，公司承接了建湖高新区范围内较大规模的基础设施、工业厂房等项目代建业务，在基础设施领域对政府有一定贡献，并且公司系发债主体，若违约会对区域金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为建湖县政府提供支持的能力很强，主要体现为建湖县高端装备制造、新能源和电子信息等产业基础较好，2023年在固定资产投资等要素驱动下，区域 GDP 同比增长 6.8%，经济增速及人均 GDP 在盐城市下辖区县中排名靠前，财政收入亦有大幅提升。

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
23建高01/23建湖高投债	7.00	7.00	2023-6-2	2030-4-3

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2023年3月30日发行7年期7.00亿元“23建高01/23建湖高投债”，募集资金原计划用于新建高标准厂房项目及补充营运资金。截至2024年3月21日，“23建高01/23建湖高投债”募集资金专项账户余额为38.15万元。

三、发行主体概况

2023年，公司名称、注册资本未发生改变，控股股东和实际控制人仍为建湖县人民政府，期末注册资本和实收资本均为12.00亿元。

公司仍是建湖县的基础设施投资建设主体之一，主要从事建湖高新区内的基础设施及工业厂房代建项目，在高新区内具备主导优势，同时依托高新区内产业及工程资源，兼营商品贸易及厂房租赁等业务。2023年公司合并报表范围无变化，截至期末，纳入公司合并范围的子公司仍为12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储备。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”的总体思路上，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

建湖县临近盐城市区，区域以高端装备制造、新能源和电子信息为主导产业，近两年对区域经济贡献度进一步提升，2023年区域税收收入占比提升明显，但财政自给能力仍较弱，政府债务负担偏重

区位特征：建湖县临近盐城市区，具有相对区位优势，交通便利。建湖县隶属盐城市，位于江苏省东北部、盐城市中西部，南邻盐都区、东接亭湖区和射阳县，北靠阜宁县，西与扬州、淮安接壤。全县总面积1,157平方公里，下辖近湖、塘河、钟庄3个街道，上冈镇、建阳镇、颜单镇等11个镇，以及建湖开发区、建湖高新区、九龙口旅游度假区3个省级开发区（度假区），建湖开发区和钟庄街道、建湖高新区和塘河街道实行区街合一，九龙口旅游度假区和九龙口镇实行区镇合一管理体制。城区距离盐城南洋国际机场50公里，距离淮安涟水机场80公里，新长铁路、盐徐高速公路、建阜高速公路从境内通过，自2019年末徐宿淮盐铁路开通运营后，建湖县正式跨入高铁时代，交通网络逐渐完善。建湖县农业资源比较丰富，是全国重点商品粮基地之一，素有“饭稻羹鱼”之称。2021年建湖县常住人口60.93万人，较2010年的74.16万人减少17.84%，人口流失趋势明显。

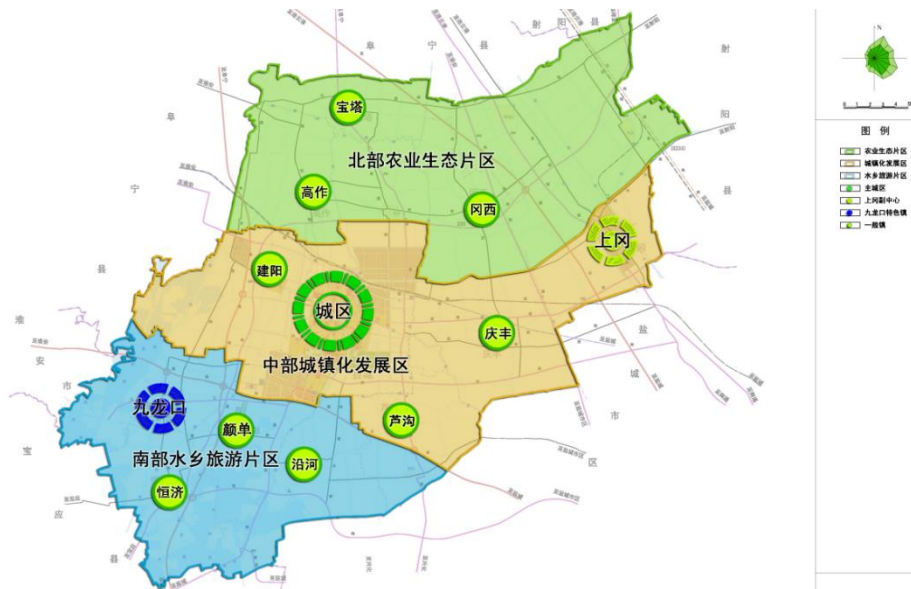
建湖开发区为江苏省级经济开发区，地处建湖县城东郊，总面积92.96平方公里，规划面积40平方公里，下辖21个村（居）。位于建湖县东北部的上冈镇，是建湖县面积最大、人口最多的乡镇，被称为县域东部经济发展龙头的上冈产业园坐落于此，以现代物流服务业及先进制造业为主导产业。上冈镇距离盐城市区仅20公里、盐城北站10公里，能够承接盐城市区的部分产业转移，具有相对区位优势。2021年5月，盐城市人民政府专门印发《关于同意建湖县加强市级以上工业园区建设方案的批复》，同意建湖县实施“一区多园”发展模式，以建湖县经开区为发展主体，整合上冈产业园，并对整合后的园区行政区域实行统一规划、统一招商引资、统一统计考核。经过园区布局优化调整和整合，新开发区发展空间和承载能力有望得到极大提升。

图1 建湖县中心城区用地结构



资料来源：建湖县自然资源和规划局

图2 建湖县域空间结构规划图



资料来源：建湖县自然资源和规划局

经济发展水平：建湖县经济总量（GDP）在盐城市9个区县中排名中游，但经济发展水平靠前。近两年建湖县经济增长态势良好，2023年建湖县实现地区生产总值732.96亿元，同比增速6.8%，三次产业结构为8.0:42.0:50.0，以第三产业为主，人均GDP水平全市排名靠前。全县工业经济持续稳定增长，2023年实现开票销售超亿元企业105家、入库税金超千万元企业31家。2023年建湖县固定资产投资继续保持高增速，其中工业投资同比增长32.6%，成为经济增长的主要动力，2023年建湖县新签约、新开工、新竣工超亿元产业项目138个、85个、45个，耀宁动力电池、益佳通锂电池等重大项目竣工投产。社会消费品零售总额继续保持小幅增长，同比增长3.2%，受外部因素影响，进出口总额在经历2021、2022年高增速后转负，2023年进出口总额实现6.69亿美元，同比下降1.2%。

表1 2023年盐城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
东台市	1,119	7.0%	12.62	65.01	53.81
大丰区	-	-	-	61.99	31.06
盐都区	743	5.0%	12.14	43.33	43.27
射阳县	740	6.4%	9.78	32.92	64.72
阜宁县	766	6.8%	9.69	32.50	50.00
建湖县	733	6.8%	12.06	41.56	67.40
亭湖区	704	6.2%	10.31	45.56	58.94
滨海县	640	6.6%	7.82	31.85	83.03
响水县	505	6.0%	11.05	27.26	52.71

注：“-”表示数据未公布；人均 GDP=2023 年 GDP/2022 年末常住人口数。

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2 建湖县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）	732.96	6.80%	712.10	4.9%	665.52	8.5%
固定资产投资	-	15.5%	-	15.0%	-	4.3%
社会消费品零售总额	247.35	3.2%	241.80	4.5%	231.35	23.1%
进出口总额（亿美元）	6.69	-1.2%	-	23.7%	5.66	32.4%
人均 GDP（元）		120,632		117,199		109,219
人均 GDP/全国人均 GDP		135.00%		136.76%		134.88%

注：1、“-”表示数据未披露；2、2021 人均 GDP 根据第七次人口普查常住人口计算、2022-2023 人均 GDP 根据 2022 年常住人口计算。

资料来源：建湖县人民政府、建湖县统计局，中证鹏元整理

产业情况：建湖县以高端装备制造、新能源和电子信息为主导产业，三大产业集群对工业经济贡献度进一步提升。建湖开发区作为全县产业培育和重大项目招商引资重要载体，已形成新能源产业、高端装备制造产业、电子信息产业等三大产业集群，高端装备产业围绕机电一体化发展方向，零配件向部件、整机领域拓展，石油装备、工程机械、农业机械等整机制造能力显著提升，已形成盾构机、数控机床、减速机等年产60万台套的生产规模。新能源产业以江苏润阳光伏科技有限公司为引领，相继有光伏设备制造、切片、电池、组件、变电器、支架等太阳能产业链关键项目落户，正打造百亿光伏产业。电子信息产业以节能电光源产业依托，加快向LED封装、芯片封测、集成电路、5G通讯设备等环节延伸。2023年三大产业集群实现规上开票销售增长11%，总量占规上工业比重提高到78%，主导产业贡献度进一步提升。

发展规划及机遇：2019-2030年，建湖县将定位江苏沿海重要的现代制造业基地和现代物流基地、全国重要的生态农业基地，总体规划形成“一主一副一特多点”、“两轴两带、双核六组团”的空间布局结构，即以建湖县城为主、上冈为县域东部副中心，建成九龙口旅游特色小镇，建阳、颜单等9个一般

镇承担农村公共服务职能，“双核”由旧城中心和城南中心构成组合型城市中心，“六组团”即城北、城中、城南、城东、高新和开发区六大片区组团的空间格局。近期建湖县将重点建设城南新区，突出其行政中心、商务中心、文化中心、会展中心、体育中心五大公共中心功能，旧城区突出人居、商业功能。远景建湖县重点向北跨过徐宿淮盐铁路向钟庄发展，同时适度向西拓展至233省道，向南至盐徐高速，向东至231省道，形成团块状的城市形态。

建湖开发区着力推动产业集群化、特色化、高端化发展。发展布局上，在东部打造面向高知型人才汇聚、产学研高度统一的创新创业平台；在南部加快智造园安置区规划建设，确保串场河东侧搬迁企业如期落地、开工建设；在西部加快上冈现代科技园A区建设，大力发展高端装备、汽车零部件生产等先进制造产业；在北部依托黄沙港航道，大力发展物流集群产业。

财政及债务水平：建湖县财政实力位于盐城市各区县中游水平，2023年税收收入占比提升明显，但财政自给能力较弱，区域债务率相对较高。建湖县主导产业发展良好，贡献了稳定的税源，建湖县2023年实现一般公共预算收入41.56亿元，同比增幅较大，其中税收收入占比提升明显。建湖县财政自给率均低于50%，整体财政自给能力较弱。近两年全国土地市场持续低迷，建湖县政府性基金收入有所波动。区域债务方面，近三年建湖县地方政府债务持续扩张，区域债务率相对较高。

表3 建湖县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	41.56	37.65	34.53
税收收入占比	74.32%	69.35%	77.99%
财政自给率	34.67%	32.70%	32.93%
政府性基金收入	67.40	69.23	60.61
地方政府债务余额	195.15	177.76	167.74

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：建湖县政府网站，DM，中证鹏元整理

投融资平台：建湖县县属投融资平台主要有6家，建湖城投为核心平台，主营全县范围内的土地整理、土地资产经营、保障性住房建设等业务，资产及债务规模均最大。建湖新农投主要从事农村耕地整理及土地指标转让、工程建设等，建湖开投主要负责开发区范围的基础设施及安置房建设、开发区厂房建设，公司为高新区的基础设施建设主体，建湖近投为建湖县新农村建设投资有限公司的子公司，为近湖街道的项目建设主体，资产规模较小。2022年4月，建湖县政府将建湖城投与建湖县惠湖实业发展有限公司股权整合至江苏双湖投资控股集团有限公司（以下简称“双湖投控”），具体情况如下表所示。

表4 建湖县主要县属发债投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
建湖城投	双湖投控	209.33	58.46%	17.76	228.68	建湖县重要的投资和建设主体，以土地整理、保障性住房建设等为主业

建湖新农投	建湖县人民政府	113.06	59.03%	15.00	97.04	主要从事建湖县农村耕地整理及土地指标转让、工程建设等业务
建湖开投	建湖县人民政府	109.08	59.98%	7.92	149.39	主要从事江苏省建湖县经济开发区的安置房建设、水域养殖承包等业务
建湖高新	建湖县人民政府	70.74	59.68%	9.38	92.42	主要从事建湖高新区内的基础设施代建业务
建湖近投	建湖新农投	24.38	35.36%	5.26	7.67	近湖街道重要的基础设施建设主体，主要从事近湖街道的道路、安置房等工程建设业务

注：1、财务数据均为 2023 年末（度）数据；2、建湖城投总债务数据为 2022 年末。
 资料来源：Choice，中证鹏元数据库，中证鹏元整理。

建湖高新区位于县城南部片区，2009 年 8 月启动建设，2012 年被列为盐城市重点经济园区之一，2015 年获批筹建省级高新技术产业开发区，2018 年顺利摘筹。2016 年 8 月，建湖县将城南新区并入高新区，将塘河街道与高新区实行“区街合一”办公，行政区划调整后，高新区行政区划面积约 48.5 平方公里，东起西塘河路，西至阜建高速公路，北起森达路，南至盐徐高速公路，下辖胜利、严桥等 7 个村和双湖社区。高新区立足新特产业和外向型经济，重点发展通航产业、智能制造及高端装备、新能源、大数据及智慧产业。

近年来，建湖高新区深入贯彻国家“碳达峰、碳中和”战略部署，随着 4GW 现代高效“渔光互补”光伏发电基地项目、益佳通 12GW 方形磷酸铁锂动力电池及 PACK 项目、8GW 悦阳光伏组件项目、4GW 润达高效光伏组件项目等新能源产业重点项目相继签约并开工建设，建湖高新区新能源产业链条逐渐完善。

五、经营与竞争

公司仍是建湖县的基础设施投资建设主体之一，工程代建业务在建湖高新区范围内占主导地位，依托高新区产业资源，2023 年公司承接的工业厂房代建项目有所增加，业务持续性较好，但资本开支压力凸显，同时贸易业务仍存在较大的客户集中风险和资金垫付压力，且其规模扩大对盈利能力有所摊薄

公司仍主营建湖高新区范围内的基础设施及工业厂房代建业务，兼营贸易及厂房租赁等业务。2023 年，工程代建业务稳步推进，收入规模小幅增长，而在贸易业务大幅增长带动下，公司营业收入亦明显提升，但由于低毛利的贸易业务规模扩张对利润有一定摊薄效应，以致公司销售毛利率进一步下行。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建工程	4.56	48.62	20.00	4.15	61.96	20.00
贸易业务	4.06	43.29	1.23	2.11	31.43	2.11
其他	0.76	8.08	64.59	0.44	6.61	88.96

合计	9.38	100.00	15.48	6.70	100.00	18.93
----	------	--------	-------	------	--------	-------

注：其他收入主要为厂房等出租收入；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程代建业务

公司工程代建业务在建湖高新区范围内仍具备主导优势，依托高新区内的产业资源，2023年公司承接的工业厂房代建项目有所增加，但仍面临较大的资本开支压力

公司工程代建业务均来自建湖高新区内的基础设施建设及工业厂房项目，主要由公司本部、子公司建湖县国投高科实业有限公司（以下简称“国投高科”）、子公司建湖高新农业科技发展有限公司（以下简称“高新农业”）负责，委托方主要为建湖县城南建设投资有限公司（以下简称“城南建设”，实际控制人为建湖县人民政府国有资产监督管理办公室）和高新区管委会。前期项目建设资金由受托方自筹，每年以双方共同确认的工作量为依据，按20%的毛利率（成本基础加成25%）进行加成确认当年度结算金额，并出具回购确认函。根据回购协议约定，委托方在项目竣工验收后2年分3次支付回购款，其中竣工结算后30日支付40%，此后每年支付30%。实际操作中，回款进度可能受制于项目完工进度和区域财政资金安排，2023年代建业务回款情况尚可，较上年大幅改善。

2023年，公司与委托方结算的工程代建收入继续增长，毛利率稳定在20%。且伴随着建湖高新区重大项目持续引入，公司承接的高新区内工业厂房代建项目持续增加，亦有少量拆迁安置、道路绿化等基建工程，截至2023年末主要在建项目计划总投资合计82.73亿元，可对代建业务持续性构成有力保障，但项目资金缺口高达52.69亿元，且考虑到近年业务回款情况波动较大，公司面临的资金支出压力仍较大。

表6 截至2023年末公司主要在建的代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	委托方	预计总投资	累计已投资	是否签订代建/回购协议
智能生态谷	城南建设	25.00	2.02	是
科技孵化园	城南建设	10.00	2.97	是
云计算中心（智慧产业园）	高新区管委会	10.00	0.61	是
悦阳光伏二期	高新区管委会	5.00	4.28	是
2021年绿化工程	城南建设	5.00	4.28	是
通航装备制造产业园	城南建设	4.00	1.05	是
高测新能源项目	城南建设	4.00	2.26	是
新能源动力锂电池项目（益佳通）	城南建设	3.10	1.44	是
高测新能源项目二期	城南建设	3.00	1.37	是
产业提升工程	城南建设	2.82	1.20	是
高新技术经济区拆迁	高新区管委会	2.50	1.88	是
睿昕汽车	高新区管委会	2.30	1.72	是
润达光伏	城南建设	1.96	1.70	是

土地复垦及拆迁	城南建设	1.60	0.90	是
绿化工程项目	城南建设	1.50	1.41	是
拆迁项目	城南建设	0.95	0.95	是
合计		82.73	30.04	--

注：悦阳光伏二期项目立项总投资已于2024年1月调整为13.56亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建及拟建的自营项目投资规模较大，建成运营有望进一步拓宽收入来源，但在手项目建设进度较为滞后，且实际运营效益尚存不确定性，需关注项目建设进度及收益实现情况

除了承接政府及国有企业委托代建项目以外，公司还自建自营本期债券募投项目新建高标准厂房项目、航空产业园项目等，截至2023年末，公司主要在建及拟建的自营项目待投资额4.35亿元，项目建设资金需自筹，面临较大的资金支出压力。自营项目建成后主要通过厂房租赁或销售以及自主运营等方式获取收入，有望扩大租赁等业务规模，但中证鹏元关注到，公司在手项目建设进度整体较为缓慢，且后续收益实现有赖于高新区产业发展及企业入驻情况，存在较大的不确定性。

表7 截至2023年末公司主要在建及拟建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	预计完工时间
新建高标准厂房项目	6.02	4.94	2024年
航空产业园	4.66	2.24	2025年
金陵悦湖酒店改扩建及配套提升项目	0.50	-	2024年
学府文苑公寓装修工程	0.35	-	2025年
合计	11.53	7.18	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）贸易业务

随着高新区内企业需求增加，公司贸易业务规模有所扩大，但盈利性仍较弱，且仍存在较大的客户集中风险和资金垫付压力

贸易业务经营主体为子公司建湖悦湖贸易发展有限公司（以下简称“悦湖贸易”），主要立足于高新区内产业及在建工程资源，围绕高新区内企业开展铝边框、光伏材料、建筑材料等产品的销售。业务模式为“以销定采”，即根据下游客户购货需求签订采购合同，公司不承担仓储和物流工作。2023年，公司与上下游结算模式未发生较大变化，仍主要采取电汇的方式结算，其中给予下游客户的信用期一般为3个月，但与供应商之间以全额预付款结算为主，因此该业务会占用一定营运资金。公司开展贸易业务主要目的是保障园区内企业原物料需求及拓宽公司的收入来源，利润空间较小，2023年，公司贸易业务规模继续扩张，毛利率较上年有所下降。同时我们关注到，公司客户集中度仍较高，且对第一大客户

江苏悦阳光伏科技有限公司¹销售额占比仍在70%以上，若未来主要客户受行业发展、自身经营策略调整等因素影响，对公司订单数量调整，将对公司贸易收入产生不利影响。

表8 贸易业务下游五大销售客户（单位：万元）

年度	序号	客户名称	销售商品	销售金额	占比
2023年	1	江苏悦阳光伏科技有限公司	铝边框、电池片、接线盒等	35,177.84	76.70%
	2	江苏悦湖工业发展有限公司	钢材	4,652.14	10.14%
	3	锦州阳光能源有限公司	电池片	4,226.21	9.21%
	4	盐城市苏厦建设集团有限公司	钢材	1,154.61	2.52%
	5	江苏嘉合建设有限公司	环氧自流平、五金配件、智能化设备及配件、辅材	656.53	1.43%
		合计	-	45,867.33	100.00%
2022年	1	江苏悦阳光伏科技有限公司	电池片、铝边框、接线盒	17,027.94	71.56%
	2	盐城市苏厦建设集团有限公司	钢材	2,970.42	12.48%
	3	江苏嘉合建设有限公司	辅材	1,822.92	7.66%
	4	江苏晟功建设集团有限公司建湖分公司	辅材	634.05	2.66%
	5	江苏蒙东建设工程有限公司建湖分公司	钢材	400.00	1.68%
		合计	-	22,855.33	96.04%

注：上表中销售金额均为含税数据；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 贸易业务上游五大供应商（单位：万元）

年度	序号	供应商名称	采购商品	采购金额	占比
2023年	1	江苏润阳光伏科技有限公司	电池片、铝边框、接线盒、胶膜	18,135.50	40.03%
	2	悦达通（江苏）科技发展有限公司	电池片、铝边框	11,739.50	25.91%
	3	上饶捷泰新能源科技有限公司	电池片	4,490.70	9.91%
	4	中润新能源（徐州）有限公司	电池片	2,999.70	6.62%
	5	江苏宏元达光伏新材料有限公司	铝边框	2,798.00	6.18%
		合计	-	40,163.40	88.65%
2022年	1	江苏宏元达光伏新材料有限公司	铝边框	11,702.00	50.24%
	2	江苏跃发建设工程有限公司	钢材	2,948.70	12.66%
	3	晖朗（盐城）电子科技有限公司	接线盒	1,000.00	4.29%
	4	江苏中润光能科技发展有限公司	光能电池片	1,029.70	4.42%
	5	江苏悦能新能源有限公司	单晶电池	999.90	4.29%
		合计	-	17,680.30	75.90%

注：上表中采购金额均为含税数据；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

¹ 系建湖高新区招商引资的民营企业，实际控制人为阳光能源(香港)有限公司。

公司继续获得高新区管委会较大力度的外部支持

为支持公司项目建设、增强公司的可持续发展能力，地方政府继续通过资本注入及财政补贴等方式给予公司支持。2023年，高新区管委会向公司拨付14.00亿元财政资金，计入资本公积核算，公司资本实力明显增强。此外，当年公司亦获得高新区管委会的财政补贴1.30亿元，是利润的主要来源。

六、 财务分析

财务分析基础说明

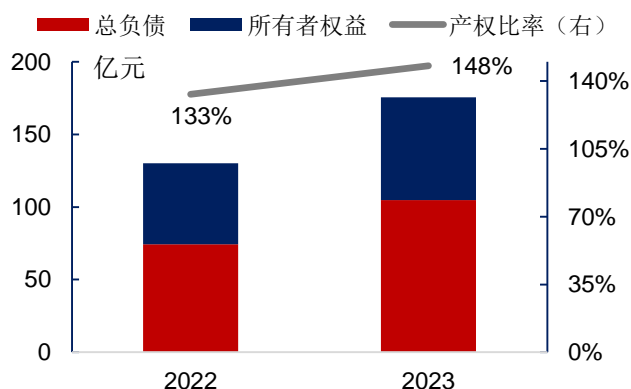
以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围无变化。

资本实力与资产质量

公司资产规模大幅提升，资产结构变动不大，仍以投资性房地产、长期股权投资和应收款项为主，考虑到土地及房产存在跌价风险，且抵押受限比例较高，股权投资主要为债转股形成且尚处于亏损状态，公司整体资产质量不佳

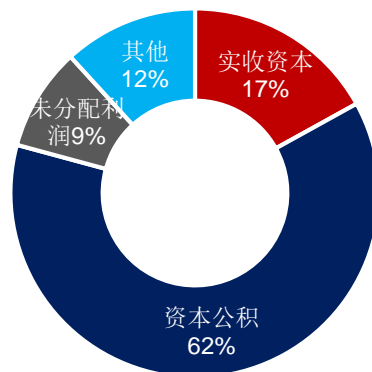
得益于财政资金注入，2023年公司资本实力大幅提升，同期银行及债券融资力度较大使得总负债亦大幅增长，综合影响下公司产权比率较上年有所提升。从权益结构来看，仍主要来自政府资金及股权注入形成的资本公积和实收资本。

图3 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4 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

2023年公司持续增加对外融资，带动公司总资产规模大幅增长，结构上仍主要由投资性房地产（土地及房产）、长期股权投资（对区域国企的债权转股权）、应收款项（代建工程款和往来款）和货币资金组成，截至2023年末上述项目占资产总额的72.33%，其中流动资产占比显著提升。

投资性房地产系公司持有的位于高新区内的土地使用权和房产，土地使用权系商服、综合、住宅用

地，均通过招拍挂方式取得，房产系公司自建的金钻大厦和科创大厦，主要用于对外出租及持有增值，2023年，部分房产因变更用途而转入固定资产，加之因公允价值变动减值0.25亿元，导致投资性房地产账面价值有所减少；考虑到当前房地市场景气度承压，未来仍存在一定的跌价风险。公司长期股权投资主要系对区域内国企的债权转股形成，主要包括建湖县丰乔农业发展有限公司13.00亿元²和建湖科创产业投资基金有限公司8.80亿元³，此外2023年公司增加对建湖县高智农业科技发展有限公司的投资6.00亿元⁴，长期股权投资账面价值由此增加，但目前上述投资多为亏损状态，资产质量一般。公司应收账款主要为城南建设和高新区管委会的工程款项，因回款滞后而持续增长，其他应收款主要系与政府和当地国有企业的往来款项，2023年占款规模进一步增加，欠款集中度较高。由于对外借款资金逐步到位，公司货币资金余额大幅提升，其中75.26%的资金因保证金或存单质押等因素而受限，账面可动用现金对短期债务保障程度仍不足。

除此以外，公司资产中亦存在一定比例的预付款项和存货，其中预付款项主要为预付的厂房等项目工程款，存货主要为工程代建投入成本及待开发土地，随着在手项目逐步推进，2023年预付款项及存货余额均有所扩大。

受限资产方面，截至2023年末，公司受限资产价值64.73亿元，占期末总资产和净资产的比重分别为36.90%和91.50%，其中土地及房产抵押受限规模42.31亿元，资产大幅度受限对其再融资能力形成较大约束。

表10 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	29.80	16.99%	11.37	8.74%
应收账款	12.65	7.21%	9.85	7.57%
预付款项	12.78	7.28%	8.32	6.40%
其他应收款	17.15	9.78%	15.23	11.71%
存货	16.75	9.55%	10.32	7.93%
流动资产合计	89.48	51.01%	56.68	43.57%
长期股权投资	28.60	16.30%	22.60	17.37%
投资性房地产	38.69	22.05%	39.23	30.15%
非流动资产合计	85.95	48.99%	73.41	56.43%
资产总计	175.43	100.00%	130.09	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

² 其中 8 亿元系债转股，5 亿元为追加投资。

³ 对建湖科创产业投资基金有限公司的投资均系债转股形成，原为公司全资子公司，2021 年 3 月其 60%的股权被划转至建湖县丰乔农业发展有限公司名下，故转为联营企业，公司持股比例 40%。

⁴ 根据工商查询结果，2024 年 5 月公司已退出对该企业的投资。

盈利能力

公司主营业务持续性较好，但贸易规模扩张导致销售毛利率进一步下滑，利润对政府补贴依赖仍较大，稳定性一般，同时需关注投资性房地产价值波动对盈利的扰动

2023年，随着贸易规模大幅扩张，公司营业收入大幅增长且收入结构趋于均衡，目前主要由工程代建业务和贸易业务所贡献。其中，工程代建收入规模及毛利率较为稳定，且在建项目数量充沛，未来业务持续性较有保障；但贸易业务盈利能力仍很低，拖累公司销售毛利率进一步下滑。

2023年，公司获得政府补贴1.30亿元，占利润总额的86.09%，仍是盈利的主要来源。但需要关注的是，近年投资性房地产增值额连年缩减，2023年已出现评估减值，需关注其公允价值波动对利润的扰动。总体来看，公司主营业务盈利能力较弱，利润总额对政府补助依赖较大，考虑到建湖县财政自给率较弱，公司获得的补贴稳定性有待关注。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	9.38	6.70
营业利润	1.59	1.31
其他收益	1.30	1.20
公允价值变动收益	-0.25	-0.16
利润总额	1.51	1.28
销售毛利率	15.48%	18.93%

注：2022年公允价值变动损益为负，主要系投资性房地产中1个项目被政府收回，需将该地块累计的公允价值变动收益予以冲回，当年由存货转入投资性房地产的资产评估增值部分计入其他综合收益核算。

资料来源：公司2022-2023年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模快速扩大，对非标借款仍有一定依赖且融资成本偏高，盈利对利息的保障程度较弱，备用流动性亦不足，面临较大的债务偿付压力

2023年，由于公司加大银行借款融资力度，加之本期债券成功发行，导致总债务规模及其在总负债中的占比均明显提升，同时债务期限结构也进一步改善，但短期债务绝对体量仍较大。截至2023年末，公司借款渠道包括银行、非标及直融，占比分别约为78%、14%及8%，其中银行借款仍是公司核心融资来源，公司合作的银行机构较为广泛，多以保证、抵质押及其组合方式提供增信，平均借款成本4.97%。非标借款亦是公司重要的融资来源，借款品种包括信托、融资租赁、保理、小额贷等，平均利率高达8.43%，加大了非标还本付息压力，亦推升了公司的整体融资成本。此外，本期债券于2023年3月成功发行，公司新增债券融资7.00亿元，票面利率4.8%，融资成本相对较低。

表12 截至2023年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1年以内	1-3年	3年以上
银行借款	4.97%	67.04	23.73	1.22	42.08
债券融资	4.80%	7.00	-	-	7.00
非标融资	8.43%	12.24	6.86	4.72	0.66
合计	5.44%	86.28	30.60	5.94	49.75

注：上述债务数据系根据公司内部统计口径计算得到，且不包含应付票据；

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	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	19.15	18.29%	16.91	22.76%
应付票据	6.18	5.90%	3.87	5.21%
一年内到期的非流动负债	10.15	9.70%	8.40	11.30%
其他流动负债	1.32	1.26%	2.05	2.75%
流动负债合计	45.74	43.69%	43.33	58.31%
长期借款	45.25	43.22%	25.07	33.73%
应付债券	6.96	6.64%	0.00	0.00%
长期应付款	2.19	2.09%	1.04	1.39%
其他非流动负债	1.25	1.19%	1.50	2.02%
非流动负债合计	58.95	56.31%	30.98	41.69%
负债合计	104.69	100.00%	74.31	100.00%
总债务	92.42	88.28%	58.70	79.00%
其中：短期债务	36.78	35.13%	31.10	41.85%
长期债务	55.64	53.15%	27.60	37.14%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2023年末公司资产负债率较上年小幅提升，因长期借款增加了账面现金储备，带动现金短期债务比明显改善，但由于非标融资成本偏高带来的利息支出压力高企，EBITDA利息保障倍数继续下行，利息兑付压力仍较为突出。

公司资金需求主要来自债务还本付息和项目建设开支。2023年，公司代建业务回款情况虽有所改善，但在经营性现金支出高企及往来款收支规模较大影响下，经营活动现金流仍呈现大幅净流出态势。截至2023年末，公司主要代建和自营项目尚需投入规模较大，而公司一年内到期的债务规模36.78亿元，且考虑到高成本的非标融资占比较高，项目资金缺口和债务本息接续压力将进一步推升外部融资需求。同期末，公司备用授信额度仅3.77亿元，且考虑到土地及房产大幅受限，再融资能力面临一定挑战。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	59.68%	57.12%
现金短期债务比	0.81	0.37

EBITDA 利息保障倍数

0.59

0.77

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

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

公司业务面临的环境风险较小，根据公司于 2024 年 6 月 28 日提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会因素

根据公司于 2024 年 6 月 28 日提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，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。

公司治理

公司不设股东会，由建湖县人民政府国有资产监督管理委员会行使股东职权，公司在其指导下进行日常经营，并接受高新区管委会的业务指导。根据公司公告，2023 年 7 月，公司董事由钟柱变更为蔡玉霞，并聘任蔡玉霞为公司总经理，2023 年 9 月，公司董事长、法定代表人由韩建军变更为赵勇，上述变更系正常人事变动，中证鹏元将持续关注管理层变更对公司日常管理及业务经营的影响。根据公司于 2024 年 6 月 28 日提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近三年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。但中证鹏元注意到，公司与政府部门及关联公司的往来款及债转股规模较大，内部控制体系与治理结构有待优化。

（二）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（公司本部2024年5月7日、子公司悦湖贸易2024年5月23日），公司本部及子公司悦湖贸易均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。

（三）或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保余额为26.56亿元，同比大幅提升，占当期末净资产的比重为37.55%。虽然担保对象为建湖县下属国有企业，但均无反担保措施，或有负债风险加大。

表15 截至 2023 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	是否有反担保
建湖县开发区建设投资有限公司	41,161.00	国企	否
建湖县新农村建设投资有限公司	34,120.00	国企	否
江苏恒源现代渔业发展有限责任公司	31,700.00	国企	否
江苏榆城通建设开发有限公司	20,000.00	国企	否
建湖县高智农业科技发展有限公司	19,000.00	国企	否
江苏飘亿建设工程有限公司	19,000.00	国企	否
江苏大成新能源有限公司	16,985.00	国企	否
江苏开吉建设工程有限公司	11,718.00	国企	否
建湖县华诚建设发展有限公司	10,000.00	国企	否
江苏双湖投资控股集团有限公司	9,800.00	国企	否
盐城双湖水务发展集团有限公司	9,000.00	国企	否
建湖县金荡生态农业发展有限公司	8,000.00	国企	否
建湖县旅游发展有限公司	8,000.00	国企	否
建湖县上冈污水处理有限公司	6,000.00	国企	否
建湖县园林建设工程有限公司	5,000.00	国企	否
建湖县春林绿化建设工程有限公司	3,000.00	国企	否
建湖县利企贸易有限公司	3,000.00	国企	否
建湖县开恒农业有限公司	2,800.00	国企	否
江苏悦湖工业发展有限公司	2,300.00	国企	否
建湖县惠农新农村建设发展有限公司	2,250.00	国企	否
建湖县开瑞后勤管理服务有限公司	1,000.00	国企	否
建湖县快捷铁路港口有限公司	1,000.00	国企	否
建湖风光渔生态养殖有限公司	435.00	国企	否
建湖县恒农现代农业科技有限公司	345.00	国企	否
合计	265,614.00	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）其他

公司控股股东为建湖县人民政府，但目前实际业务主要在建湖高新区范围内开展，财政补贴等资金支持亦主要来自高新区管委会，因此我们认为用建湖高新区的经济财政数据打分更能体现公司的实际信用水平。根据建湖高新区经济财政数据测试打分结果，公司个体信用状况为a，故补充调整下调1个级别。

本次评级适用评级方法模型为《基础设施投资类企业信用评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2024V1.0）、《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），上次评级适用评级方法模型为《城投公司信用评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）、《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）。本次评级公司个体信用状况为a，较上次评级上调1个级别，主要是由于2023年在投资等要素驱动下，建湖县经济增长提速，导致区域状况评分

提升，同时得益于2023年财政资金注入提升了公司资本实力，以及现金类资产大幅增加显著改善了现金短期债务比，财务状况评分亦有所提升。

八、外部特殊支持分析

公司是建湖县政府下属重要企业，建湖县政府直接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，建湖县政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与建湖县政府的联系是中等的。公司由建湖县政府全资持有，建湖县政府对公司的经营战略和业务运营具有强大的影响力，展望未来，预计公司与建湖县政府的联系将保持稳定。但公司业务主要在建湖高新区范围内开展，外部支持主要来自高新区管委会。

(2) 公司对建湖县政府非常重要。尽管公司主要职能是提供公共产品和服务，但若放在整个建湖县，公司在基础设施建设领域对政府贡献一般，具备一定的可替代性。考虑到公司系发债企业，若发生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。

经评估，建湖县政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况上调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差减少1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和偿债能力均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+4”调整为“+3”。

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仍能有效提升本期债券信用水平

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，担保范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债券的费用和其他应支付的费用。担保期限为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年，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16 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

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18 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和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信用水平。

十、 结论

建湖县以高端装备制造、新能源和电子信息为主导产业，在固定资产投资的有力支撑下，2023年经济总量和财政收入增长态势良好。建湖高新区为盐城市重点经济园区，公司作为建湖高新区内的基础设施项目代建主体，定位较为清晰。虽然公司债务规模较大且债务结构有待改善，而公司目前主要在代的代建及自营项目尚需较大规模投入，后续资金筹措压力较大，同时公司资产质量不佳且受限比例较高，融资弹性一般，整体偿债压力较大。但公司代建项目储备充足，稳定、可持续的经营收入是债务偿付的有力保障，且预计公司将持续获得高新区管委会的支持。总体来看，公司抗风险能力尚可。此外，江苏再担保提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升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“23建高01/23建湖高投

债”的信用等级为AAA。

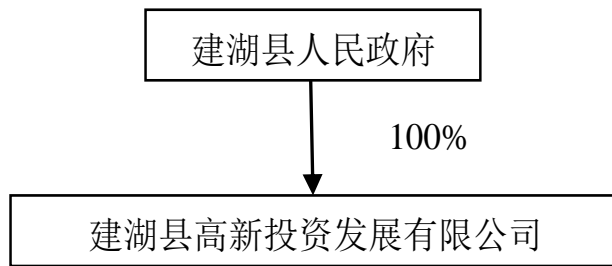
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	29.80	11.37	16.76
应收账款	12.65	9.85	7.41
预付款项	12.78	8.32	7.80
其他应收款	17.15	15.23	9.27
存货	16.75	10.32	10.23
流动资产合计	89.48	56.68	53.45
在建工程	7.01	3.96	3.72
长期股权投资	28.60	22.60	21.80
投资性房地产	38.69	39.23	26.96
无形资产	7.39	6.02	3.66
非流动资产合计	85.95	73.41	57.66
资产总计	175.43	130.09	111.11
短期借款	19.15	16.91	16.58
应付票据	6.18	3.87	9.05
一年内到期的非流动负债	10.15	8.40	11.30
其他流动负债	1.32	2.05	2.11
流动负债合计	45.74	43.33	43.98
长期借款	45.25	25.07	15.04
应付债券	6.96	0.00	0.00
长期应付款	2.19	1.04	1.45
其他非流动负债	1.25	1.50	0.50
非流动负债合计	58.95	30.98	19.70
负债合计	104.69	74.31	63.68
总债务	92.42	58.70	61.62
其中：短期债务	36.78	31.10	38.99
所有者权益	70.74	55.79	47.43
营业收入	9.38	6.70	5.13
营业利润	1.59	1.31	1.37
其他收益	1.30	1.20	1.70
公允价值变动收益	-0.25	-0.16	0.47
利润总额	1.51	1.28	1.37
经营活动产生的现金流量净额	-12.00	-11.59	14.92
投资活动产生的现金流量净额	-11.36	0.05	-9.01
筹资活动产生的现金流量净额	27.91	7.70	-3.21
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	15.48%	18.93%	19.63%

资产负债率	59.68%	57.12%	57.32%
短期债务/总债务	39.80%	52.98%	63.28%
现金短期债务比	0.81	0.37	0.44
EBITDA (亿元)	2.10	1.91	2.54
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.77	0.93

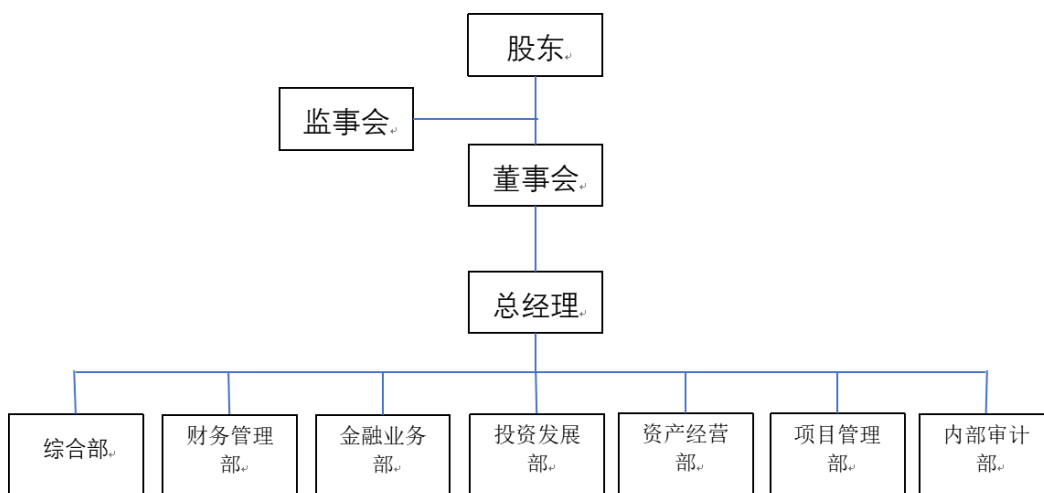
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 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
建湖县国投高科实业有限公司	30,880.00	100.00%	建筑业
建湖高新农业科技发展有限公司	20,000.00	100.00%	建筑业
建湖县高新技术科技园有限公司	2,088.00	100.00%	建筑业
建湖县高新后勤管理服务有限公司	3,000.00	100.00%	房地产业
江苏建湖通用机场有限公司	5,000.00	100.00%	交通运输仓储和制造业
建湖县风顺交通新能源有限公司	5,000.00	100.00%	租赁业
盐城悦湖农业科技股份有限公司	20,010.00	100.00%	农、林、牧、渔业
盐城悦湖投资促进有限公司	2,000.00	100.00%	租赁和商务服务业
盐城悦湖物业管理有限公司	1,000.00	100.00%	房地产业
建湖县高仁新能源科技发展有限公司	30,000.00	100.00%	制造业
建湖悦湖贸易发展有限公司	30,000.00	100.00%	批发业
江苏悦湖酒店管理有限公司	30,000.00	100.00%	商务服务业

资料来源：公司提供，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。