



2023年第一期江苏长荡湖旅游控股有限公司绿色债券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：

2023年第一期江苏长荡湖旅游控股有限公司绿色债券 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
23长荡湖绿债 01/G23长荡1	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：金坛区经济实力较强，经济发展势头良好。江苏长荡湖旅游控股有限公司（以下简称“长荡湖控股”或“公司”）是金坛区长荡湖旅游度假区建设主体之一，跟踪期内，代建业务收入小幅增长，当前待结算代建项目投入规模较大，仍能对未来业务收入形成有效支撑，公司仍能获得江苏省金坛长荡湖旅游度假区管理办公室（以下简称“长荡湖度假区办公室”）注资及政府补贴等形式的较大力度外部支持，且第三方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，公司在手项目尚需投入资金规模仍较大，代建业务回款欠佳，面临较大的资金平衡压力，债务规模持续增长，偿债压力加大，抵质押资产规模进一步扩大，对融资弹性形成了较大限制，并且仍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。我们认为公司代建业务收入持续性仍较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年06月06日

联系方式

项目负责人：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

项目组成员：徐宁怡
xuny@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	153.04	134.59	106.99
所有者权益	67.09	61.74	47.90
总债务	82.27	70.08	55.94
资产负债率	56.16%	54.13%	55.23%
现金短期债务比	1.02	0.76	1.40
营业收入	21.05	20.64	15.72
其他收益	1.90	1.99	1.84
利润总额	2.43	2.62	2.70
销售毛利率	6.28%	6.28%	8.14%
EBITDA	2.96	3.05	3.05
EBITDA利息保障倍数	0.83	0.94	1.04
经营活动现金流净额	-4.97	-15.25	-11.56

资料来源：公司2020-2021年连审审计报告和2021-2022年连审审计报告，中证鹏元整理

优势

- **金坛区经济实力较强，经济发展势头良好。**常州市地处长三角中轴枢纽，区位及交通优势显著，且在雄厚的工业基础支撑下，稳居江苏省内地级市中上游水平；金坛区在工业的拉动下经济快速增长，光伏、新能源汽车以及医药等产业发展较好，且未来铁路短板即将补齐，对经济的促进作用有望显现。
- **待结算代建项目建设投入规模较大，仍能对未来收入形成有效支撑。**公司仍主要负责金坛区长荡湖旅游度假区及其周边区域的工程项目建设业务，截至 2022 年末，存货中尚有 54.16 亿元的开发成本未结算，未来随着项目建设推进及工程结算，短期内工程项目收入仍具备一定保障。
- **公司仍能获得长荡湖度假区办公室给予的货币注资及政府补助等方面较大力度的外部支持。**2022 年，长荡湖度假区办公室将应收公司 3.00 亿元往来款作为注资增加公司资本公积，并给予公司合计 1.90 亿元代建项目补贴款，公司资本实力和利润水平得到有效提升。
- **第三方保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。**经中证鹏元评定，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）主体信用等级仍为 AAA，其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安全性。

关注

- **资产受限规模进一步扩大，整体流动性仍较弱。**公司资产中存货（开发成本、土地资产）和应收款项占比仍较高，应收款项回收时间不定，存货即时变现能力较差，对营运资金占用明显。此外，2022 年末公司受限资产合计账面金额为 65.12 亿元。
- **主营业务回款仍欠佳，面临较大的资金平衡压力。**公司主要在建项目和募投项目尚需投资规模较大，但 2022 年主营业务盈利能力偏弱，工程项目回款情况不佳，经营性现金流持续大幅净流出，加之募投项目未来收益实现亦存在较大不确定性，经营所得对项目建设支出的保障程度仍较弱。
- **总债务规模持续增长，财务杠杆有所抬升，公司偿债压力加大。**2022 年，受项目建设资金需求影响，公司加大债务融资。截至 2022 年末，总债务规模增至 82.27 亿元，资产负债率增至 56.16%，仍处于较高水平。
- **存在较大的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额合计为 34.96 亿元，占同期末所有者权益的比重为 52.11%。公司担保对象均为国有企业，但无反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
金坛交通	金坛区主要的交通基础设施建设和运营主体	289.31	103.05	13.54
长荡湖控股	负责长荡湖旅游度假区及其周边区域的项目建设	153.04	67.09	21.05
溪城农业	直溪镇重要的安置房和城市基础建设的投融资、建设开发主体	143.99	52.78	14.04
茅山控股	主要从事西部区域薛埠镇及金坛茅山度假区范围内的征地拆迁和市政工程设施建设等工作	92.52	50.93	4.53

注：（1）金坛交通为常州市金坛区交通产业集团有限公司的简称、茅山控股为常州市茅山投资控股有限公司的简称、溪城农业为常州溪城现代农业发展有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	3/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

- 公司是金坛区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，金坛区政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为公司与金坛区政府的联系中等以及对金坛区政府非常重要。同时，中证鹏元认为金坛区政府提供支持的能力很强，主要体现为很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA/23 长荡湖 绿债 01/G23 长 荡 1	2022/11/9	张伟亚、徐宁 怡	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)	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
23 长荡湖绿债 01/G23 长荡 1	2.00	2.00	2022-11-09	2030-03-03

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03月发行7年期2.00亿元绿色债券（以下简称“本期债券”），其中1.00亿元募集资金计划用于江苏金坛长荡湖水生态综合治理改造项目，1.00亿元计划用于补充营运资金。截至2023年3月21日，本期债券募集资金专项账户余额为2.00亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司股权情况未发生变化，截至2023年3月末，公司控股股东仍为江苏金坛建设发展有限公司（以下简称“金坛建设”），实控人仍为金坛区人民政府，控股股东对公司100%持股，公司股权结构图见附录二。公司注册资本仍为20.00亿元，实收资本仍为20.00亿元。

跟踪期内，公司仍为金坛区建设主体之一，主要负责金坛区长荡湖旅游度假区及其以及东部地区乡村片区的工程项目建设业务。此外，国家企业信用信息公示系统显示，跟踪期内，公司经营范围新增发电业务、输电业务、供（配）电业务、储能技术服务、太阳能发电技术服务以及树木种植经营业务，计划未来由子公司常州长荡湖智慧能源有限公司开展相关业务。2022年公司合并报表范围未发生变化。

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

常州是长三角地区中心城市之一，区位优势 and 交通优势显著；整体经济实力较强，位于江苏省各地级市中上游水平，且工业实力雄厚，对区域经济增长形成强有力支撑

区位特征：常州市处于长江三角洲中心地带，衔接上海、南京都市圈，占据着长三角中轴枢纽的地位，区位和交通优势显著。常州地处江苏省南部、长三角腹地，东与无锡相邻，西与南京、镇江接壤，南与无锡、安徽宣城交界；常州与上海、南京两大都市等距相望，并与苏州、无锡联袂成片，构成苏锡常都市圈，沿江经济带、沪宁经济带、沿太湖经济带在此交汇，有着天然的“一点居中、两带联动、十字交叉、米字交汇”的区位优势。基于长三角中轴枢纽的战略定位，常州亦拥有完备的水陆空综合交通运输体系，境内有沪宁高速公路、312 国道、宁杭高速、沿江高速等公路经过，新长铁路、沪宁铁路、京沪高铁、沪宁城铁等线路在此交汇，还设有国家一类口岸常州港和全省第三个国际机场常州奔牛国际机场；另有常泰长江大桥等多个重大交通基础设施项目正在建设中。常州现辖金坛、武进、新北、天宁、钟楼 5 区，代管溧阳市 1 个县级市，共有 36 个镇、25 个街道，总面积 43.85 万公顷。截至 2022 年末，全市常住人口为 536.62 万人。

图 1 常州市区位及区域发展格局示意图



资料来源：常州市国土空间总体规划（2020-2035 年）（征求意见稿），中证鹏元整理

经济发展水平：常州市经济实力较强，GDP 总量和人均 GDP 在江苏省各地级市中稳居前 4，2022 年经济增长率位列苏南地区第 1，民营经济较为发达。近年常州市经济持续增长，2022 年即使在全国经

经济增长陷入低谷的情况下，常州市 GDP 增速仍位列苏南五市第 1。区域内产业结构以二、三产业为主导，其中民营经济较为发达，民营经济增加值占 GDP 比重达 66.4%，对全市经济的贡献率为 72.0%。从经济驱动因素来看，投资、消费、进出口“三驾马车”在宏观因素和房地产困境双重打击下，2022 年增速均有所放缓：其中消费市场受宏观因素冲击更为直接，社零总额同比略有下滑；固定资产投资自 8 月份以来连续 5 个月持续回升，其中制造业投资全年增长 9.2%，对投资增长贡献较大，而基础设施投资和房地产投资分别同比增长 1.8% 和下降 11.6%，房地产景气度持续承压；2022 年全市出口表现亮眼，同比增长 14.7%，对外贸起到强支撑作用。按常住人口计算，常州市 2022 年人均 GDP 达 17.80 万元，居全省第 4，显著高于全国平均水平，整体经济实力较强，位列中国大城强城指数前十强、中国地级市基本现代化指数第 12 位、全国先进制造业城市第 16 位。

表1 江苏省 2022 年部分地市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
苏州市	23,958.30	2.0%	187,931	2,329.18	1,735.68
南京市	16,907.85	2.1%	181,520	1,558.21	1,560.29
无锡市	14,850.82	3.0%	199,017	1,133.38	1,128.78
常州市	9,550.10	3.5%	177,968	631.78	1,414.95
泰州市	6,401.77	4.4%	141,864	416.62	523.01
徐州市	8,457.84	3.2%	93,111	517.43	828.99
淮安市	4,742.42	3.6%	104,087	300.10	504.30
宿迁市	4,111.98	3.6%	82,468	271.78	355.39

注：常州市人均 GDP 根据 2022 年末常住人口计算得到，其他地级市均根据第七次人口普查当地常住人口数计算得到。

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 常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）	9,550.1	3.5%	8,807.6	9.1%	7,805.3	4.5%
固定资产投资	-	2.2%	-	4.1%	-	0.2%
社会消费品零售总额	2,856.2	-1.9%	2,911.4	20.2%	2,421.4	0.8%
进出口总额	3,228.5	7.5%	3,017.8	24.9%	2,417.3	3.7%
人均 GDP（元）	177,968		164,640		147,881	
人均 GDP/全国人均 GDP	207.67%		203.32%		204.12%	

注：人均 GDP=当年 GDP 总额/年末常住人口，其中 2020 年人均 GDP 均根据第七次全国人口普查数据计算得到。

资料来源：常州市 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：常州市工业实力雄厚，以机械为首的七大支柱产业对工业经济形成较强支撑，新能源等战略新兴产业发展势头强劲，2022 年工业规模总量跃居全省第 3。常州工业基础雄厚，国家工业 41 个大类中常州有 33 个，目前初步形成机械、冶金、电子、化工、建材、纺织服装、生物医药七大支柱产业，同时，常州积极推动工业经济转型升级，着力培育壮大十大先进制造业集群和八大高成长性产业

链，聚焦高端装备制造、新能源汽车和汽车核心零部件、新能源、新材料、新一代信息技术、轨道交通等战略新兴行业。其中，智能制造装备产业、新型碳材料产业分别入选首批国家战略性新兴产业集群、国家先进制造业集群，汽车及核心零部件集群和高端装备集群集产值规模分别突破 1,500 亿元和 2,000 亿元。2022 年常州市工业规模总量首次突破两万亿元，跃居全省第 3，全市规模以上工业总产值增长 12.0%，其中七大支柱行业中生物医药、机械、电子行业保持两位数增长，此外，动力电池、新能源汽车、光伏三大新能源产业完成产值同比增长 96.5%，对全市规模以上工业产值增长贡献率达 102.2%，战略新兴产业发展动能凸显。截至 2022 年末，常州市在 A 股上市的公司共 63 家，位列全省第 4，以机械设备、电气设备行业为主，代表企业有天合光能、恒立液压、新城控股等，其中天合光能市值超千亿元。

财政及债务水平：近年来常州综合财力有所波动，且对土地财政高度依赖，但区域财政自给能力保持较高水平。在宏观因素及房地产下行的双重压力下，近年常州市一般公共预算收入有所波动，其中 2022 年受宏观因素影响同比下滑 8.18%，但若剔除留抵退税因素影响同比微增 1.6%，增幅位列苏南第 2，近年税收贡献度虽持续下降，但仍处于较高水平，且具备较强的财政自给能力。此外，综合财力对土地出让依赖度较高，政府性基金收入较一般公共预算收入而言规模较大，且 95% 以上由土地出让收入构成。区域债务方面，近三年常州市地方政府债务余额持续扩张，复合增长率达 14.79%。

表3 常州市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	631.78	688.11	616.60
税收收入占比	79.54%	82.79%	84.74%
财政自给率	83.17%	89.15%	84.89%
政府性基金收入	1,414.95	1,467.75	1,161.72
地方政府债务余额	1,607.64	1,415.34	1,220.04

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：常州市 2020-2022 年财政预决算报告，中证鹏元整理

金坛区处于宁、沪、杭地理中心，铁路短板即将补齐，有望加快融入南京和上海两大都市圈；近年工业经济发展势头强劲，带动区域经济快速增长，经济发展水平较高，但同时政府债务扩张较快

区位特征：金坛区隶属于常州市，区位优势较为显著，未来随着南沿江城际铁路等重大交通项目的建成通车，金坛将加快融入南京都市圈、上海大都市圈。金坛区位于常州市西部，处于常州、镇江、无锡三大城市的交界处，原为江苏省常州市下辖县级市，于 2015 年 4 月撤市设区，全区总面积 975.46 平方公里，下辖 6 个镇、3 个街道及经济开发区（省级）、华罗庚高新区（省级）及茅山旅游度假区。2022 年末金坛区常住人口为 59.46 万人，较 2010 年增长 7.72%，人口较为稳定。

金坛区为宁（南京）、沪（上海）、杭（杭州）地理中心，优越的地理位置促进了交通的快速发展。在公路建设方面，扬溧高速、沪武高速、常溧高速、G233 国道、S240 省道等贯穿全境，而金武快速路、茅山旅游大道、长荡湖旅游大道等项目相继通车加快了常金交通一体化进程，30 分钟城乡交通圈已基本

形成；水路方面，丹金漕河和通济河组成的水运体系与长江和太湖相通，可长年航行 500-1000 吨级的货船；铁路建设方面，虽然距离 50 公里以内有京沪高铁，但金坛境内目前尚无高铁直达，而正在建设的南沿江城际铁路西起南京南站，途经常州的金坛和武进，终至太仓站，与沪宁城际铁路形成“X”型路网，是长三角城际轨道交通网的“核心区域线路”，预计 2023 年通车，届时金坛也将正式进入沪宁一小时高铁圈。

图 2 金坛区区位图

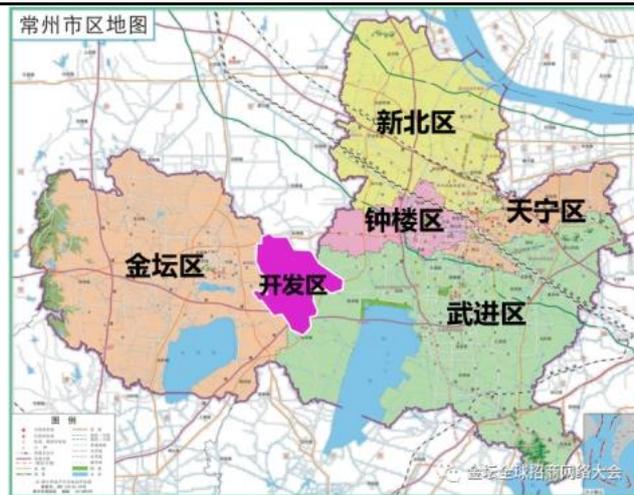


图 3 金坛区交通路网示意图



资料来源：2020 中国金坛全球招商网络大会官方公众号

经济发展水平：金坛区经济体量处于常州市各区县中游水平，2022 年增速位列常州全市第一，工业是拉动经济发展的主引擎，经济发展水平较高。近年金坛区经济快速发展，并于 2021 年 GDP 突破千亿元大关，经济体量在常州市各区县处于中游水平，2022 年金坛区 GDP 同比增长 6.8%，增速位列常州全市第一，高于全国 GDP 增速 3.8 个百分点。金坛区产业结构以第二产业为核心，第三产业次之，工业经济对当地经济增长发挥了较大的支撑作用，2022 年全区规模以上工业总产值 1,970.63 亿元，同比增长 28.4%。2022 年，在全国百强新城区和工业百强区排名中，金坛分列第 32 位和第 42 位。从经济驱动因素来看，社会消费品零售总额 2022 年受宏观因素影响出现负增长，但投资、进出口均保持较快增速，经济发展韧性较强。按 2021 年末常住人口计算，金坛区 2022 年实现人均 GDP 约 20.46 万元，位列全市第 2，是同期全国人均 GDP 的 238.72%，经济发展水平较高。

表 4 2022 年常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
武进区	3,101.97	1.4%	18.04	203.93	350.00
新北区	1,990.58	4.0%	22.11	132.50	167.80
溧阳市	1,416.22	6.2%	17.57	81.09	282.88
金坛区	1,216.40	6.8%	20.46	51.27	222.17
天宁区	930.42	1.4%	13.76	52.18	70.00

钟楼区	894.47	2.0%	13.40	52.30	-
-----	--------	------	-------	-------	---

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 金坛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）	1,216.40	6.8%	1,101.09	9.5%	973.15	5.5%
固定资产投资	-	8.2%	-	7.2%	-	5.4%
社会消费品零售总额	265.28	-4.0%	262.5	13.2%	244.16	0.5%
进出口总额	384.30	43.6%	272.9	23.9%	220.26	17.6%
人均 GDP（元）		204,575		185,713		166,327
人均 GDP/全国人均 GDP		238.72%		229.34%		229.58%

注：2020 年人均 GDP 均根据第七次全国人口普查数据计算得到。

资料来源：金坛区 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报、金坛区 1-12 月经济完成情况、政府网站，中证鹏元整理

产业情况：金坛区致力于打造以生物技术新医药、新能源汽车、新一代信息技术、光伏产业为核心的“三新一特”产业体系，其中新能源汽车产业链发展潜力较大。近年，金坛区以金坛经开区、华罗庚高新区为基地，致力于打造以生物技术新医药、新能源汽车、新一代信息技术、光伏产业为核心的“三新一特”的产业体系，目前已初步形成包括传统产业和新兴产业在内的装备制造、汽车及零部件、化工及新材料、光伏新能源、纺织服装五大重点支柱产业。其中全区新能源汽车产业链规上企业已突破 100 家，先后引进中航锂电、蜂巢能源、北电爱思特、爱思开、贝特瑞等行业龙头企业，成为长三角新能源汽车板块中产业链最长、涉及领域最全的地区之一。2022 年金坛区实现工业应税销售收入 2,849.84 亿元，较上年增长 54.6%。2022 年 1-11 月，金坛区新能源、新基建、新能源汽车、新医药、新智能“五新产业”共完成工业总产值 1,442.63 亿元，同比增长 36.6%，成为拉动经济发展的重要增长极，其中新能源汽车产值同比增长 136.5%。

发展规划及机遇：金坛区有望享受上海大都市圈和南京都市圈的辐射带动作用。根据《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，上海大都市圈将苏锡常都市圈完全涵盖在内。2021 年，《南京都市圈发展规划》成为国家批复的第一个都市圈规划，金坛也被纳入了南京都市圈，签署共同打造区域新增长极等十多个合作协议，明确更多合作事项和重大建设项目。金坛成为了长三角地区最先融入双城市圈的地区之一，随着各项交通、规划利好的落地，金坛有望充分享受两大都市圈的辐射带动作用，迎来新一轮发展机遇。

财政及债务水平：金坛区财政自给能力较弱，且对土地出让收入依赖度很高，整体财政结构不佳，近年政府债务扩张较快。近年金坛区一般公共预算收入波动下降，以税收收入为主，收入质量较高，但区域一般公共预算收入和财政自给率在常州市各区县中均排名靠后。而政府性基金收入约为一般公共预算收入的 4 倍，规模较大，以土地出让收入为主要构成，综合财力易受土地市场行情波动影响。近年金坛区地方政府债务规模快速扩张，2020-2022 年复合增长率达 28.46%。

表6 金坛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	51.27	60.03	55.82
税收收入占比	80.03%	82.74%	78.84%
财政自给率	56.67%	66.55%	64.05%
政府性基金收入	222.17	249.54	220.59
地方政府债务余额	156.65	124.91	94.93

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：政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：由于金坛区内平台数量较多，且存在部分职能及业务交叠的情况，2021年金坛区政府对区域内平台进行了整合，整合后区直管一级平台公司为2家，分别为金坛建设和江苏金坛投资集团有限公司（以下简称“金坛投资”），其他平台陆续被纳入上述2家平台进行管理。其中，金坛建设主要对中心城区、旅游度假区和乡村片区基础设施项目等进行投资和管理，旗下平台包括常州市金坛区交通产业集团有限公司（以下简称“金坛交通”）等；金坛投资旗下有江苏金坛投资控股有限公司（以下简称“金坛控股”）、常州市金坛同城建设投资发展有限公司及江苏指前港建设投资发展有限公司3家一级子公司，其中金坛控股定位为产业园区建设和产业项目投资主体。此外，江苏金坛国发国际投资发展有限公司（以下简称“金坛国发”）也被纳入金坛投资旗下管理（股权尚未划转），主要负责金坛经济开发区范围内的基础设施、保障房和土地平整业务。总体来看，区域内平台整体债务体量较大，平台整合后更有助于对区域内平台进行统筹管理和资源分配。

表7 截至2022年末金坛区主要区属投融资平台（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
金坛国发	常州市金坛区公有资产管理委员会办公室	328.39	61.11%	23.53	303.34	承担经济开发区范围内的基础设施、保障房和土地平整业务
金坛建设	常州市金坛区人民政府	352.07	64.97%	60.37	459.72	对中心城区、旅游度假区和乡村片区基础设施项目、开发建设项目等实施投资和管理
金坛投资	常州市金坛区人民政府	280.19	59.08%	58.83	258.45	产业园区建设和产业项目投资
金坛控股	金坛投资	212.12	63.74%	42.73	254.84	对产业园区基础设施、开发建设项目、重点产业企业等实施投资和管理
金坛交通	金坛建设	103.05	64.38%	13.54	111.00	金坛区主要的交通基础设施建设和运营主体
长荡湖控股	金坛建设	67.09	56.16%	21.05	82.27	负责长荡湖旅游度假区及其周边区域的项目建设
茅山控股	常州市金坛区公有资产管理委员会办公室	50.93	44.95%	4.53	26.97	主要从事西部区域薛埠镇及金坛茅山度假区范围内的征地拆迁和市政工程建设等工作
溪城农业	常州市金坛区公有资产管理委员会	52.78	63.35%	14.04	50.36	直溪镇重要的安置房和城市基础建设的投融资、建设开

会办公室

发主体

注：1、金坛投资为 2021 年模拟财务报表数据，其余企业财务数据为 2022 年末/2022 年度数据。2、长荡湖控股总债务包含调整项及应付票据，其余公司总债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

长荡湖旅游度假区区域面积 143.8 平方公里，东至省道 240、常溧高速、南至金坛区域边界，西至省道 241、长荡湖西路，北至常合高速。2015 年 3 月，获批省级旅游度假区。现有水域面积 85 平方公里，是太湖流域三大湖泊之一，湿地生态系统保持完好。

五、经营与竞争

公司是金坛区建设主体之一，经营业务仍具备一定专营性。2022 年代建收入小幅增长，盈利较为稳定。当前在建的委托代建业务数量较少，但已完工待结算建设投入仍能对未来业务收入形成有效支撑，但同时在建项目尚需投入资金规模较大，面临较大资金压力。本期债券募投项目为自营项目，未来收益有赖于区域旅游发展状况。公司另有部分贸易业务，盈利性仍较低

跟踪期内公司仍主要负责金坛区长荡湖旅游度假区及其周边区域的工程项目建设业务。2022 年公司主要收入来源仍为工程项目。另有部分贸易收入，主营产品仍为电解铜、铝锭等，贸易业务盈利仍较低。公司整体盈利较为稳定。

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
工程项目	14.84	70.49%	8.51%	14.37	69.63%	8.50%
贸易收入	6.13	29.11%	0.06%	6.17	29.91%	0.12%
其他	0.08	0.40%	66.47%	0.10	0.46%	70.13%
合计	21.05	100.00%	6.28%	20.64	100.00%	6.28%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程项目

公司是金坛区长荡湖旅游度假区及其周边区域的基础设施建设及迁移清障主体，同时负责河海大学常州校区建设。目前公司在建的委托代建项目数量较少，但已完工待结算建设投入规模较大，仍能对未来业务收入形成一定支撑，在建代建项目尚需投入规模较大，且业务回款情况欠佳，公司仍面临较大资金平衡压力

公司工程项目业务实施主体仍为公司本部和子公司常州长荡湖水利投资建设有限公司（以下简称“水利投资公司”）。跟踪期内，公司业务模式未发生变化。根据《委托代建及迁移清障框架协议》，公司接受长荡湖管委会委托，负责长荡湖旅游度假区和周边区域基础设施建设及迁移清障工作。项目建设资金由公司自筹，每年年中或年末，长荡湖管委会对公司投入成本进行审定，并加成一定比例与公司

结算，其中长荡湖水利水系综合治理工程项目加成比例为12%，其他类型项目加成比例为20%，相关款项由长荡湖管委会财政局支付至公司。

表9 2022年公司工程项目收入情况（单位：亿元）

项目名称	结算金额 (含税)	成本	建设单位	委托方
长荡湖水利水系综合治理工程-退圩（田）还湖工程	8.87	7.92	水利投资公司	长荡湖度假区办公室
河海大学常州校区工程	6.78	5.65	公司本部	长荡湖度假区办公室
合计	15.66	13.58	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司工程项目收入结算规模小幅增长，但受委托方财政资金安排影响，回款进度仍较慢。截至2022年末，公司主要在手项目包括长荡湖水利水系综合治理工程（水利工程项目）、河海大学长荡湖大学科技园（一期）等，合计总投资121.86亿元，已投资103.67亿元。其中长荡湖水利水系综合治理工程（水利工程项目）已投资额大于总投资额，主要系贷款利息资本化所致，目前该项目已完工。河海大学长荡湖大学科技园（一期）尚需投入规模较大，且截至2022年末存货中尚有54.16亿元的开发成本未结算，未来随着项目建设推进及工程结算，短期内公司工程项目收入的持续性仍有一定保障。

表10 截至2022年末公司主要在手代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	负责主体
长荡湖水利水系综合治理工程（水利工程项目）	56.88	68.12	水利投资公司
河海大学长荡湖大学科技园（一期）	64.98	35.55	公司本部
合计	121.86	103.67	--

注：1、长荡湖水利水系综合治理工程（水利工程项目）已投资额大于总投资额，主要系贷款利息资本化所致，目前该项目已完工；2、因口径调整，长荡湖水利水系综合治理工程（水利工程项目）已投资金额以上表为准。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要自建自营项目为江苏金坛长荡湖水生态综合治理改造项目（即本期债券募投项目）。项目未来收益包括门票收入、配套服务用房出租收入、观光车及自行车出租收入、游船收入、广告牌收入、娱乐项目收入、长荡湖生态养殖收入等。项目预计总投资5.07亿元，根据可行性研究报告，投资回收期（所得税后）为6.31年（含建设期）。截至2022年末，累计已投资0.72亿元，预计建成后能为公司拓展新的收入来源，但需关注区域旅游发展状况，项目实际收益或存在一定不确定性。整体来看，公司主要在建代建项目及自营项目合计尚需投入超30.00亿元，建设资金以公司自筹为主，代建项目回款情况欠佳，总体面临较大的投资支出压力。

（二）贸易收入

2022年公司贸易业务仍以电解铜、铝锭等商品为主，业务规模较为稳定，利润仍较低，且销售对下游单一客户依赖度仍较高

跟踪期内，公司贸易收入仍主要由子公司常州长荡湖商贸有限公司（以下简称“长荡湖商贸”）运

营，产品仍主要为电解铜、铝锭等大宗商品。公司贸易业务经营模式仍为“以销定采”，长荡湖商贸作为贸易中间商，从上游供应商购买电解铜、铝锭等商品，再转销给下游客户以实现盈利，公司与上下游均为当月结算，并综合采用电汇、银行转账或票据等结算方式。2022年公司贸易收入规模较为稳定，但盈利性仍较低。第一大客户常州源美新材料科技有限公司的销售额占比85.09%，公司贸易业务对单一客户仍存在较大依赖。

表11 2022年贸易业务下游销售客户（单位：亿元）

序号	客户名称	企业性质	销售金额	销售占比
1	常州源美新材料科技有限公司	国企	5.89	85.09%
2	常州儒祥金属材料科技有限公司	国企	1.03	14.91%
	合计	-	6.92	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍能获得长荡湖度假区办公室给予的货币注资及政府补助等方面较大力度的外部支持

作为金坛区建设主体之一，公司近年来持续收到金坛区相关政府部门较大力度的外部支持。2022年，长荡湖度假区办公室将应收公司3.00亿元往来款作为注资增加公司资本公积，并给予公司合计1.90亿元代建项目补贴款，公司资本实力和利润水平得到有效提升。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经苏亚金诚会计事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围未发生变化。

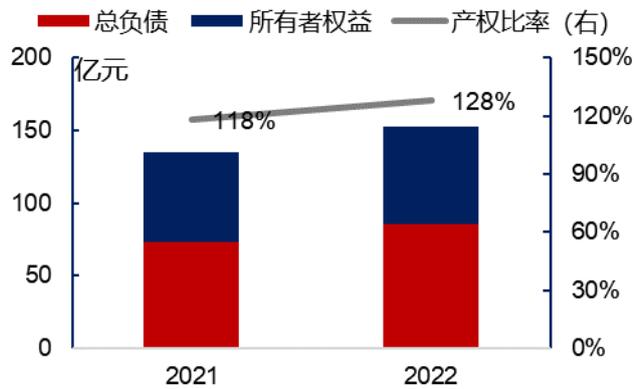
资本实力与资产质量

公司资产规模持续增长，增量货币资金及项目建设投入主要来自于政府部门注资及债务融资。应收项目结算款和应收区域内国企往来款规模仍较大，对公司资金仍形成较大占用。项目结算及回款时间取决于建设进度及委托方资金安排，资产受限规模进一步扩大，公司资产即时变现能力仍较差

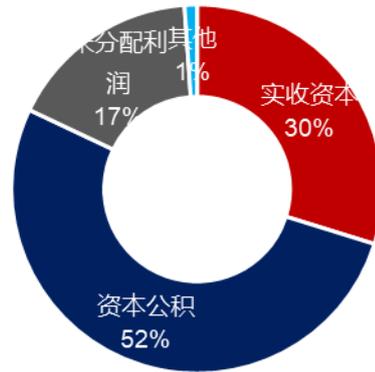
2022年，得益于长荡湖度假区办公室的注资，公司净资产实力进一步提升，截至2022年末，公司所有者权益仍主要由资本公积和实收资本构成。同时由于公司项目建设资金需求较大，总负债规模亦有所增长。截至2022年末，公司产权比例上升至约128%，净资产对负债保障程度有所减弱。

图 4 公司资本结构

图 5 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理



资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理

公司资产规模持续增长，主要系项目建设持续推进及融资力度加大所致，资产结构以流动资产为主。截至2022年末，公司存货包括54.16亿元开发成本及22.79亿元待开发土地。开发成本为公司代建项目建设投入，待开发土地仍以出让所得的位于长荡湖旅游度假区及周边区域的商住用地为主。公司应收账款均为应收长荡湖度假区办公室财政审计局的项目结算款，2022年净增加6.01亿元。

其他资产方面，其他应收款仍以应收区域内国有企业往来款为主，其中4.00亿元其他应收款账龄在3年以上，账龄较长，回收时间仍存在较大不确定性。债权投资仍为长荡湖水利专项建设基金B类，其他非流动资产仍为尚无开发计划的出让所得的长荡湖度假区周边区域商住用地。

资产受限方面，截至2022年末，公司14.07亿元货币资金因用作票据及借款保证金而受限，28.16亿元应收账款、18.99亿元土地使用权和3.90亿元债权投资因用作质押资产而受限，合计受限规模较2021年末的50.06亿元进一步增加。

整体看来，公司资产仍以应收款项、项目建设成本和土地资产为主，应收账款坏账风险相对较小，但回收时间存在不确定性，项目建设成本变现取决于项目建设进度及委托方资金安排，受限资产规模较大，公司整体资产即时变现能力仍较差。

表12 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元)

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.52	12.10%	11.03	8.19%
应收账款	29.68	19.39%	23.67	17.58%
其他应收款	20.08	13.12%	23.38	17.37%
存货	76.96	50.29%	69.15	51.38%
流动资产合计	145.30	94.94%	127.47	94.71%
债权投资	3.90	2.55%	3.40	2.53%
固定资产	0.01	0.01%	0.01	0.01%

在建工程	0.10	0.06%	0.00	0.00%
其他非流动资产	3.69	2.41%	3.69	2.74%
非流动资产合计	7.74	5.06%	7.12	5.29%
资产总计	153.04	100.00%	134.59	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务整体盈利性仍较弱，但政府补贴仍能对利润形成有效支撑

2022年公司营业收入仍主要来自于代建项目结算收入和贸易业务收入。由于代建项目采用成本加成模式计算，业务盈利性较为稳定；贸易业务盈利能力仍较弱。公司待结算项目投入规模较大，仍能对未来收入形成支撑。2022年，其他收益占利润总额比重为78.19%，仍能对利润形成有效支撑。

表13 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	21.05	20.64
营业利润	2.44	2.66
其他收益	1.90	1.99
利润总额	2.43	2.62
销售毛利率	6.28%	6.28%

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模持续增长，财务杠杆仍处于较高水平，存在较大偿债压力；并且经营活动现金流持续净流出，代建项目回款较慢且仍存在较大建设资金需求，或将进一步推升未来债务压力

受项目建设资金需求影响，2022年公司加大债务融资，总债务规模持续增长。公司债务主要来自于银行借款，短期银行借款利率约4.55%，长期银行借款利率约5.02%，公司其他借款资金主要来自于农银金穗（苏州工业园区）投资管理有限公司和江苏信保科技小额贷款股份有限公司，借款成本约在5.59%。2023年3月，公司发行本期债券，发行规模为2.00亿元，票面利率为4.99%。从债务期限结构来看，仍以长期债务为主。

表14 截至 2022 年末公司总债务期限情况（单位：亿元）

债务类型	1年以内（含1年）	1-3年（含3年）	3年以上	合计
银行借款	11.10	2.78	44.74	58.61
应付票据	6.99	0.00	0.00	6.99
其他借款	0.15	0.00	16.50	16.65
租赁负债	0.00	0.02		0.02
合计	18.24	64.03		82.27

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.35	10.88%	8.44	11.59%
应付账款	1.11	1.29%	0.25	0.34%
应付票据	6.99	8.13%	4.00	5.49%
其他应付款	0.79	0.92%	0.72	0.99%
一年内到期的非流动负债	1.90	2.21%	2.28	3.13%
流动负债合计	21.92	25.50%	17.49	24.01%
长期借款	64.02	74.48%	55.36	75.99%
非流动负债合计	64.03	74.50%	55.36	75.99%
负债合计	85.95	100.00%	72.85	100.00%
总债务	82.27	95.72%	70.08	96.20%
其中：短期债务	18.24	21.22%	14.72	20.21%
长期债务	64.03	74.50%	55.36	75.99%

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2022年末，公司现金类资产对短期债务覆盖有所改善，但财务杠杆仍处于较高水平，且受利息支出增加影响，EBITDA对利息的保障程度进一步下降，公司面临较大的债务压力。此外，2022年公司经营活动现金流仍为净流出状态，代建项目投入回款较慢，且在建项目尚需投入规模较大，存在较大的外部融资需求。

截至2022年末，公司银行授信余额合计7.00亿元，剩余授信额度均来自于农发行和国开行。并且剩余可抵押资产有限。作为金坛区建设主体之一，预计其债务融资渠道将保持畅通，并且能够持续获得较大力度的外部支持，但仍需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	56.16%	54.13%
现金短期债务比	1.02	0.76
EBITDA 利息保障倍数	0.83	0.94

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

根据公司出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，环境方面，公司过去一年未因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚，过去一年未因废水排放而受到政府部门处罚，过去一年未因废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会方面，公司过去一年未因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚，过去一年未发生产品质量或安全问题，过去一年不存在拖欠员工工资及社保、工作环境严重影响员工健康及员工安全事故。

治理方面，目前公司已依据《公司法》及有关法律、行政法规的规定，制定了《公司章程》，建立了法人治理结构和内部控制制度，且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。2022年12月，公司法定代表人由陶俊变更为徐留军。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月7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。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额合计为34.96亿元，占同期末所有者权益的比重为52.11%。公司担保对象均为国有企业，无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表17 截至2022年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日
	4.84	2029/3/21
	4.84	2029/3/21
	3.50	2028/12/21
	3.49	2028/12/21
	2.19	2028/12/21
	0.75	2028/12/21
	0.75	2028/12/21
常州金坛金土地建设投资发展有限公司	0.75	2028/12/21
	0.75	2028/12/21
	0.47	2028/12/21
	0.47	2028/12/21
	0.11	2028/12/21
	0.02	2028/12/21
	0.02	2028/12/21
	0.01	2028/12/21
江苏长荡湖现代农业有限公司	3.00	2031/10/30

	3.00	2037/3/20
	1.48	2032/1/1
江苏金东投资发展有限公司	1.76	2029/3/21
	1.76	2029/3/21
常州源美新材料科技有限公司	1.00	2023/7/4
合计	34.96	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是常州市金坛区政府下属重要企业之一，金坛区政府间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，金坛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）公司与金坛区政府的联系是中等的。公司所有权由金坛区政府间接全资持有，穿透来看金坛区政府对公司的经营战略和业务运营具有强大的影响力。从业务层面来看，公司主要负责长荡湖旅游度假区及周边区域的项目建设，业务及资金支持主要来自长荡湖管委会。展望未来，预计公司与金坛区政府的联系将保持稳定。

（2）公司对金坛区政府非常重要。公司以政府工程项目业务为核心收入来源，在生态环境治理及旅游业发展等基础设施建设领域对政府贡献很大，但对于整个金坛区而言公司仍有被替代的可能性。此外，若公司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。

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的连带责任保证担保有效提升本期债券的安全性

根据江苏再担保于2020年8月4日出具的担保函，江苏再担保为本期债券的本息兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围为本期债券的本金及利息，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，保证的期间为本期债券存续期及债券到期日之日起两年。若本期债券持有人在担保函约定的保证期间未要求江苏再担保承担保证责任，江苏再担保免除保证责任。本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，在不增加担保人义务的前提下继续承担本担保函下的保证责任。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本为30亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属再担保机构。2019年12月，江苏省人民政府将其持有江苏再担保的全部股权无偿划转至江苏省财政厅。经过多次增资扩股和股权变更，截至2021年末，江苏再担保注册资本和实收资本均为98.98亿元。2022年江苏省财政厅以及江苏金信金融控股集团有限公司等2家省内国有企业以基金份额和现金出资等方式合计对江苏再担保增资17.86亿元，其中12.72亿元计入注册资本，剩余以资本

溢价形式计入资本公积，截至2022年末江苏再担保注册资本为108.70亿元，实收资本为111.69亿元，其中2.99亿元尚未进行工商变更。江苏再担保控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，其持股比例为27.73%，其他股东主要为江苏省各级地方政府和国有企业。

表18 截至 2022 年末江苏再担保前十大股东情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
江苏省财政厅	309,743.12	27.73%
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	3.94%
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	2.95%
常高新集团有限公司	33,000.00	2.95%
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	2.95%
宿迁市人民政府	27,522.94	2.46%
丹阳市鑫盛产业集团有限公司	22,000.00	1.97%
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	1.97%
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	1.97%
如皋市人民政府	22,000.00	1.97%
合计	568,266.06	50.88%

资料来源：江苏再担保 2022 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保作为江苏省财政厅直接管理的省级再担保机构，主要在江苏省内经营直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款和典当等业务，其子公司江苏省融资再担保有限责任公司（以下简称“江苏融资再担”）承担着构建完善江苏省政府性融资担保体系的职能。江苏再担保的担保业务包括直接担保业务和再担保业务，客户主要集中于江苏省内，受益于江苏省经济发展情况良好，江苏再担保的担保业务承接情况较好，特别是直接担保业务规模不断增长。截至 2021 年末，江苏再担保的担保余额为 1,813.91 亿元，其中融资担保业务余额和再担保业务余额分别为 1,212.10 亿元和 582.94 亿元；分别占期末担保余额的 66.82%和 32.14%。

表19 江苏再担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年
当期担保发生额	1,300.42	1,221.50
当期解除担保额	1,066.09	1,056.62
期末担保余额	1,813.91	1,579.59
其中：融资担保余额	1,212.10	1,031.79
直接融资担保余额	794.60	628.90
间接融资担保余额	388.42	385.72
再担保余额	582.94	542.46
非融资担保余额	18.88	5.34
融资担保责任余额*	789.04	626.99
融资担保责任余额放大倍数*	7.78	7.31

*均不含再担保业务，为母公司口径。

资料来源：江苏再担保提供，中证鹏元整理

江苏再担保直接融资担保业务主要为债券担保，重点服务于江苏省内城投类企业的资本市场融资。近年来，江苏再担保直接融资担保业务保持较快发展，截至2021年末江苏再担保直接融资担保业务余额为794.60亿元，同比增长26.35%，占期末融资担保余额的65.56%，被担保企业主体信用级别均在AA级及以上。近年来江苏再担保持续优化间接融资担保业务结构，收缩大额贷款担保业务的同时，加快发展创新业务和产品，并推动普惠类贷款担保业务发展。2020年以来，江苏再担保相继推出了“增额保”、“鑫科保”、“泰信保”、“信保贷”、“东吴贷”等普惠类以及科创类担保产品。截至2021年末江苏再担保间接融资担保余额为388.42亿元，同比增长0.70%。

2020年以来，为更好的对接国家担保基金业务，公司逐步将本部再担保业务转移至子公司江苏融资再担进行统一管理。截至2021年末江苏融资再担的再担保业务已实现江苏省13个地级市的全覆盖。近年来国担基金对江苏再担保的授信额度逐步追加，截至2021年末国担基金的授信额度增至1,180亿元。目前，公司再担保业务主要包括风险补偿、风险分担和比例再担保三种模式。2021年末江苏再担保的再担保余额为582.94亿元，较2020年末增长7.46%，其中比例再担保模式和风险补偿模式下的再担保余额分别为424.54亿元和158.33亿元，分别占比72.83%和27.16%。

2021年江苏再担保当期担保代偿额为2.26亿元，同比增加64.96%；当期担保代偿率为0.21%。从代偿回收情况看，截至2021年末累计代偿回收率为33.79%，较2020年末下降4.89个百分点。在宏观经济增速放缓等外部因素影响下，需持续关注担保项目的风险代偿及回收情况。

为提升资金利用效率和收益，江苏再担保在兼顾资产安全性和流动性的前提下开展投资业务，江苏再担保资金业务主要包括银行理财、委托贷款、权益投资和信托及债权投资，另有部分债券和不良债权投资。近年来江苏再担保投资资产规模快速上升，截至2022年末投资资产合计156.45亿元，其中银行理财、委托贷款以及债权类投资分别占比28.27%、26.21%和25.37%。

得益于资本的持续注入，近年来江苏再担保总资产规模快速增长，截至2022年末总资产规模为333.33亿元，较2021年末增长25.86%。江苏再担保资产主要由货币资金、投资资产、发放贷款与垫款和应收融资租赁款构成。截至2022年末，江苏再担保的货币资金为46.23亿元，其中受限资金为3.74亿元，主要因质押、保理以及拟用于代偿项目而受限。截至2022年末，江苏再担保投资资产为156.45亿元，主要包括银行理财、委托贷款以及债权类投资，占投资资产的比例分别为28.27%、26.21%和25.37%。整体来看江苏再担保投资资产规模较大，对盈利提供了显著帮助，但需关注投资业务面临的信用以及市场等风险。近年来江苏再担保小额贷款及典当业务快速发展，截至2022年末，江苏再担保发放贷款及垫款净额为36.56亿元，同比增加38.20%，主要为通过子公司江苏信保科技小额贷款股份有限公司（以下简称“信保科贷”）发放的贷款及垫款，占比为98.81%。信保科贷按照风险特征对贷款业务进行风险五级分类，截至2022年末信保科贷发放的贷款及垫款不良率为1.09%，处于较低水平。截至2022年末，江苏再担保应收融资租赁款余额为80.70亿元，同比增长37.16%，并根据融资租赁业务风险情况合计计提减

值准备1.14亿元。在宏观经济增长承压的背景下，江苏再担保的融资租赁资产质量需持续关注。

江苏再担保负债构成主要以长、短期债务和应付债券为主，截至2022年末，江苏再担保负债合计142.44亿元，较2021年末增长34.07%，主要系融资租赁业务规模增长带动总债务规模增长所致。2022年随着新增担保业务规模大幅上升，江苏再担保计提的未到期责任准备金和担保赔偿准备金规模显著增长，2022年末未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为8.96亿元和27.80亿元，同比分别增长19.36%和53.24%。得益于增资扩股、永续债发行和经营积累，江苏再担保净资产规模持续增长，截至2022年末所有者权益190.89亿元，较2021年末增长20.36%，其中实收资本111.69亿元，较2021年末增长12.84%。

得益于业务规模快速扩张，江苏再担保收入和利润规模均持续增长，2022年江苏再担保营业总收入为27.71亿元，同比增长22.50%；实现净利润9.45亿元，同比增长30.66%。2022年江苏再担保计提资产减值损失0.11亿元，较上年下降0.79亿元。近年来江苏再担保营业利润、利润总额、净利润均持续增长，2022年江苏再担保净资产收益率同比有所提升，整体盈利能力有所增强。

表20 江苏再担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	333.33	264.83	223.4
货币资金	46.23	37.93	62.13
应收代偿款	3.65	3.00	5.06
所有者权益合计	190.89	158.59	136.36
营业总收入	27.71	22.62	21.57
净利润	9.45	7.23	5.47
净资产收益率	5.41%	4.90%	4.54%
累计担保代偿率*	-	0.21%	0.20%
累计代偿回收率*	-	33.79%	38.68%
拨备覆盖率	1,013.14%	632.11%	434.77%

注：*均不含再担保业务，为母公司口径

资料来源：江苏再担保 2020-2022 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

从外部支持来看，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，近年来在江苏省内重点项目融资、普惠金融以及扶持省内实体经济发展等方面发挥了重要作用，同时子公司江苏融资再担保承担着构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能。基于上述职能及地位重要性，江苏再担保在资本补充、业务拓展、政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的有力支持。近年来多次获得多家国资股东的增资，实收资本从最初的10.00亿元增加到2022年末的111.69亿元，资本实力持续增强。

综上，江苏再担保在江苏省内具有较重要的职能定位，在资本补充、业务拓展及政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的有力支持；同时江苏再担保资本实力强、业务发展稳健、近年来营业收入和净利润保持增长态势，且现金类资产规模较大，对其代偿能力提供了重要保障；同时中证鹏元也注意到在宏观经济增长承压的背景下，江苏再担保面临的代偿风险以及代偿款的回收风险或将有所增加；随着融资租赁业务规模的持续增长，融资租赁资产质量需要持续关注等风险因素。

经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级仍为AAA，评级展望仍为稳定，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，仍能有效提升本期债券的信用水平。

十、结论

金坛区为常州市下辖行政区，近年在工业的拉动下经济快速增长，2022年金坛区实现GDP1,216.40亿元，增速位列常州全市第一。未来随着铁路短板补齐，发展势头较好。跟踪期内，公司仍主要负责长荡湖旅游度假区及周边区域的工程项目建设。受项目建设资金需求影响，公司债务规模持续攀升。2022年财务杠杆小幅抬升，公司面临的偿债压力加大。公司主营业务回款情况仍欠佳，抵质押受限资产规模进一步扩大。但预计公司未来仍将持续获得较大力度的外部支持，可对债务偿付形成一定支撑。江苏再担保提供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。

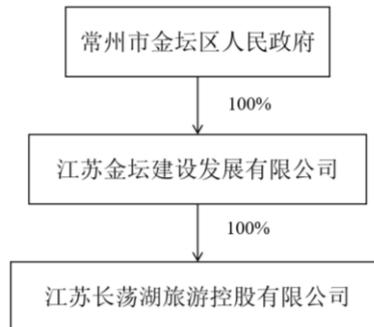
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23长荡湖绿债01/G23长荡1”的信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	18.52	11.03	8.81
应收账款	29.68	23.67	18.16
其他应收款	20.08	23.38	11.33
存货	76.96	69.15	60.80
流动资产合计	145.30	127.47	99.86
固定资产	0.01	0.01	0.02
在建工程	0.10	0.00	0.00
非流动资产合计	7.74	7.12	7.13
资产总计	153.04	134.59	106.99
短期借款	9.35	8.44	2.74
应付账款	1.11	0.25	0.23
一年内到期的非流动负债	1.90	2.28	0.00
流动负债合计	21.92	17.49	9.53
长期借款	64.02	55.36	49.55
应付债券	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	64.03	55.36	49.55
负债合计	85.95	72.85	59.09
其中：短期债务	18.24	14.72	6.39
总债务	82.27	70.08	55.94
所有者权益	67.09	61.74	47.90
营业收入	21.05	20.64	15.72
营业利润	2.44	2.66	2.70
其他收益	1.90	1.99	1.84
利润总额	2.43	2.62	2.70
经营活动产生的现金流量净额	-4.97	-15.25	-11.56
投资活动产生的现金流量净额	-0.42	0.30	0.09
筹资活动产生的现金流量净额	6.05	13.59	7.27
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	6.28%	6.28%	8.14%
资产负债率	56.16%	54.13%	55.23%
短期债务/总债务	22.17%	21.01%	11.42%
现金短期债务比	1.02	0.76	1.40
EBITDA（亿元）	2.96	3.05	3.05
EBITDA 利息保障倍数	0.83	0.94	1.04

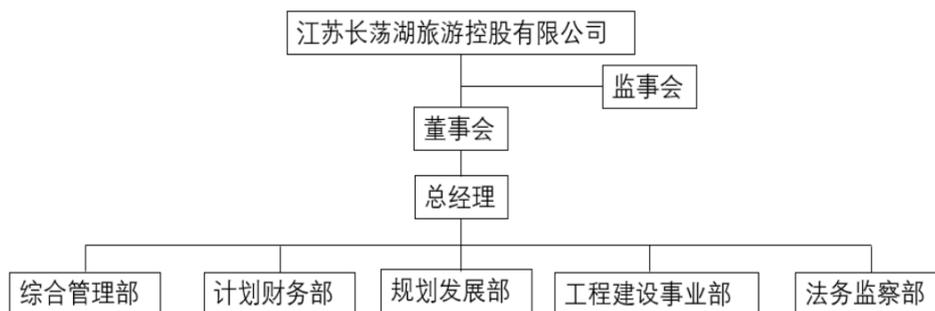
资料来源：公司 2020-2021 年连审审计报告和 2021-2022 年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



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 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	取得方式
常州长荡湖水利投资建设有限公司	100.00 %	水利基础设施项目投资、开发、建设、经营管理等	设立
常州长荡湖旅游发展有限公司	100.00 %	旅游项目投资、经营和管理；道路客运经营；会务服务等	设立
常州长荡湖商贸有限公司	100.00 %	食品经营；农副产品、饲料、包装材料、电子产品、酒店用品、工艺品、建筑材料等	购置
常州长荡湖智慧能源有限公司	59.00 %	发电业务、输电业务、供（配）电业务等	设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 江苏再担保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	46.23	37.93	62.13
应收代偿款	3.65	3.00	5.06
发放贷款及垫款	36.56	26.45	20.96
交易性金融资产	38.43	45.99	-
债权投资	29.07	20.77	-
其他权益工具投资	15.91	16.87	0.00
长期应收款	47.40	41.32	36.69
资产总额	333.33	264.83	223.40
短期借款	10.13	12.95	15.71
未到期责任准备金	8.96	7.51	6.19
担保赔偿准备金	27.80	18.14	15.80
长期借款	25.02	15.22	11.64
应付债券	11.47	5.61	3.94
负债合计	142.44	106.24	87.05
实收资本	111.69	98.98	88.17
其他权益工具	30.00	24.90	25.00
所有者权益合计	190.89	158.59	136.36
营业总收入	27.71	22.62	21.57
投资收益	6.31	5.73	0.58
业务及管理费	5.27	4.12	3.50
利润总额	12.58	10.80	8.09
净利润	9.45	7.23	5.47
经营和财务指标（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
期末担保余额	-	1,813.91	1,579.59
其中：融资担保余额	-	1,212.10	1,031.79
直接融资担保余额	-	794.60	628.90
间接融资担保余额	-	388.42	385.72
再担保余额	-	582.94	542.46
非融资担保余额	-	18.88	5.34
融资担保责任余额*	-	789.04	626.99
融资担保责任余额放大倍数*	-	7.78	7.31
当期担保代偿率*	-	0.21%	0.08%
累计担保代偿率*	-	0.21%	0.20%
累计代偿回收率*	-	33.79%	38.68%
拨备覆盖率	1,013.14%	632.11%	434.77%
净资产收益率	5.41%	4.90%	4.54%

注：*均不含再担保业务，为母公司口径。

资料来源：江苏再担保 2020-2022 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

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。