



2023年第一期江苏长荡湖旅游控股有限公司绿色债券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年第一期江苏长荡湖旅游控股有限公司绿色债券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：金坛区近年在工业拉动下经济快速增长，区域发展前景较好。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，公司代建业务收入增幅较大，且盈利稳定。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，且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，公司重要子公司部分股权无偿划出，代建业务回款仍欠佳，总债务规模增长较快，偿债压力较大，且抵质押资产规模进一步扩大，对融资弹性形成了较大限制，并且公司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。

评级日期

2024年06月20日

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

项目组成员：顾盛阳
gushy@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	190.77	153.04	134.59
所有者权益	71.90	67.09	61.74
总债务	103.68	82.27	70.08
资产负债率	62.31%	56.16%	54.13%
现金短期债务比	0.80	1.02	0.76
营业收入	20.50	21.05	20.64
其他收益	0.00	1.90	1.99
利润总额	1.69	2.43	2.62
销售毛利率	9.62%	6.28%	6.28%
EBITDA	2.43	2.96	3.05
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.83	0.94
经营活动现金流净额	-16.12	-4.97	-15.25

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告和 2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **常州市经济稳居江苏省内地级市中上游水平，下属金坛区工业产业发展较好，经济实力较强。**常州市地处长三角中轴枢纽，区位及交通优势显著，具备雄厚的工业基础；金坛区近年经济快速增长，光伏、新能源汽车以及医药等产业发展较好，随着南沿江城际铁路建成通车和金坛站开通运营，金坛区加速融入南京都市圈及上海大都市圈，对加快区域经济发展具有较大积极意义。
- **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 2023 年末，存货中尚有 54.09 亿元的开发成本未结算，未来随着项目工程结算，短期内工程项目收入仍具备一定保障。
- **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

- **工程项目业务板块重要子公司 30%股权划出。**2024 年 4 月，公司发布公告将其在常州长荡湖水利投资建设有限公司（以下简称“水利投资”）的 30% 股权无偿划转至常州江润环保科技有限公司。水利投资是公司工程项目业务板块重要负责主体之一，股权划转后，公司对其持股比例下降至 70%。
- **2023 年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确定，存货即时变现能力较差，对营运资金占用明显。此外，2023 年末公司受限资产合计账面金额为 75.34 亿元，占总资产的比重达 39.49%。
- **经营活动现金净流出规模较大，仍面临较大的资金平衡压力。**2023 年主营业务盈利能力仍偏弱，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，经营活动现金流对项目建设支出的保障程度仍较弱。
- **债务规模增长较快，面临较大的偿债压力。**2023 年，受项目建设资金需求及往来资金拆借影响，公司加大债务融资。截至 2023 年末，总债务规模增至 103.68 亿元，资产负债率增至 62.31%，偿债压力有所加大。
- **存在较大的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额合计为 43.09 亿元，占同期末所有者权益的比重为 59.93%。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	274.97	104.01	13.12
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	190.77	71.90	20.50
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	156.82	53.86	9.62
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建设等工作	110.13	59.29	3.86

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 2023 年（末）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
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	4/7
				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				0
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

- 公司是金坛区建设主体之一，主要负责金坛区长荡湖旅游度假区及其东部地区乡村片区的工程项目建设业务。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：一方面，公司是金坛区政府下属二级平台，金坛区政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力；另一方面，公司在金坛区职能定位明确，负责区域内工程项目建设，对金坛区经济发展贡献很大，此外，公司作为公开发债主体，如果违约将对金坛区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。
- 同时，中证鹏元认为金坛区政府提供支持的能力很强，主要体现为，近年金坛区工业经济发展势头强劲，财政收入质量保持较好，随着南沿江城际铁路建成通车和金坛站开通运营，金坛区加速融入南京都市圈及上海大都市圈，对加快区域经济发展具有较大积极意义。

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	2023/06/06	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2024年3月21日，本期债券募集资金专项账户余额为1.00亿元。

三、发行主体概况

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东部地区乡村片区的工程项目建设业务。公司股权情况未发生变化，截至2024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。公司注册资本和实收资本未发生变化，均为20.00亿元。

2023年公司无偿划出子公司常州长荡湖智慧能源有限公司59%股权，合并范围子公司减少至3家，具体见附录四。2024年4月公司发布《江苏长荡湖旅游控股有限公司关于无偿划转资产的公告》，公司将其在水利投资的30%股权无偿划转至常州江润环保科技有限公司¹。2024年5月，上述股权划工商变更已完成。水利投资2023年财务表现如下所示。

表1 2023年水利投资财务情况（单位：亿元）

总资产	净资产	营业收入	净利润
83.95	35.59	9.31	0.54

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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

¹ 2024年4月，中证鹏元已针对该事项出具《中证鹏元关于关注江苏长荡湖旅游控股有限公司无偿划转资产事项的公告》。

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

常州市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、宁杭高速、沿江高速、312国道等公路经过，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2023年末，全市常住人口为537.50万人，同比增长0.16%。

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）

经济发展水平：常州市经济实力较强，2023年GDP规模突破万亿，GDP总量在江苏地级市中排第五，增长率位列苏南地区第一，人均GDP在江苏省各地级市中排第四，民营经济较为发达。近年常州市经济持续增长，2023年常州市GDP总量10,116.36亿元，同比增长6.8%，增速位列苏南五市第一。区域内产业结构以二、三产业为主导，2023年三次产业增加值比例为1.8:48.0:50.2，民营经济较为发达，民营经济增加值占GDP比重达66.8%，对全市经济的贡献率为71.3%。从经济驱动因素来看，消费市场恢复较好，社零总额同比增长6.8%；固定资产投资同比增长2.5%，其中制造业投资全年增长2.2%，对投资增长贡献较大，基础设施投资同比增长0.1%，房地产投资下降2.9%，房地产景气度持续承压；2023年全市对外贸易规模有所下滑，其中出口同比下降0.3%。按常住人口计算，常州市2023年人均GDP达18.84万元，居全省第3，显著高于全国平均水平，整体经济实力较强。

表2 2023年江苏省部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
苏州市	24,653.40	4.6%	19.06	2,456.81	1,401.17
南京市	17,421.40	4.6%	18.30	1,619.98	1,254.30
无锡市	15,456.19	6.0%	20.63	1,195.42	1,075.83
南通市	11,813.30	5.8%	15.30	680.16	982.91
常州市	10,116.36	6.8%	18.84	680.30	1,396.20
徐州市	8,900.44	7.1%	9.32	545.96	697.82
扬州市	7,423.26	6.0%	16.19	347.57	651.63
盐城市	7,403.87	5.9%	11.07	482.73	810.19
泰州市	6,731.66	6.8%	14.94	449.13	493.01

注：扬州市人均GDP根据2023年末常住人口计算得到。

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3 常州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）	101,16.36	6.8%	9,550.1	3.5%	8,807.6	9.1%
固定资产投资	-	2.5%	-	2.2%	-	4.1%
社会消费品零售总额	3,050.1	6.8%	2,856.2	-1.9%	2,911.4	20.2%
进出口总额	3,183.6	-1.3%	3,228.5	7.5%	3,017.8	24.9%
人均GDP（万元）	18.84		17.80		16.57	
人均GDP/全国人均GDP	210.74%		207.67%		203.32%	

资料来源：常州市 2021-2023 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，以新能源汽车及汽车核心零部件为首的战略新兴产业十大产业对工业经济形成较强支撑。常州工业基础雄厚，国家工业41个大类中常州有37个，近年处于中国先进制造业城市50强城市榜单前列，新能源汽车及汽车核心零部件、新能源、新材料、新一代信息技术、新医药及生物技术、轨道交通、航空装备、节能环保、智能制造装备、智能电网十大战略新兴产业逐步扩大。2023年常州市工业开票收入21,638.1亿元，同比增长1.6%，规模以上工业增加值增长8.8%（按可比价格计算），规模以上工业总产值增长6.5%。其中全年实现新能源领域制造业产值7,680.7亿元，同比增长15.0%，对全市规模以上工业产值增长贡献率达98.9%；其中新能源整车、新型电力装备、光伏行业产值分别增长126.6%、11.0%和6.1%。截至2023年末，常州市在A股上市的公司共68家，以机械设备、电气设备行业为主，代表企业有天合光能（688599.SH）、恒立液压（601100.SH）、星宇股份（601799.SH）、新城控股（601155.SH）等。

未来发展规划：“十四五”时期，常州市将围绕“两大战略定位、五大产业板块、七大主要任务、八大重点工程”，助推常州市建成“国际化智造名城、长三角产业中轴”，五大产业板块包括：①聚焦常州市重点特色产业，聚力发展高端装备、新能源、新材料产业；②聚焦新能源汽车及汽车核心零部件、绿色精品钢、高端纺织服装等优势基础产业，积极运用新技术、培育新业态，纵深推进产业结构不断优化，促进优势基础产业提档升级；③培育培强新兴潜力产业，大力发展新一代电子信息产业、生物医药及新型医疗器械等产业，重点突破集成电路、新一代信息技术、生物药、新型医疗器械等产业；④实施未来前沿产业培育计划，聚焦空天信息、民用航空等前沿领域，加强科技攻关与前瞻布局，积极开发商业化应用场景，抢占产业竞争发展制高点；⑤重点推动数字技术和生产性服务业发展，充分发挥数字技术赋能作用，推动制造业数字化、智能化转型发展；大力发展生产性服务业，为制造业生产流程优化、技术革新和发展方式转变提供强有力支持。

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尚可。近年常州市一般公共预算收入有所波动，其中2022年同比下滑8.18%，但若剔除留抵退税因素影响同比微增1.6%，2023年同比增长7.7%，增幅位列苏南第1，2023年税收贡献度有所回升，财政自给能力尚可。此外，综合财力对土地出让收入依赖度较高，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15.86%。

表4 常州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	680.30	631.78	688.11
税收收入占比	86.04%	79.54%	82.79%
财政自给率	79.58%	83.17%	89.15%
政府性基金收入	1,396.20	1,414.95	1,467.75
地方政府债务余额	1,899.75	1,607.64	1,415.34

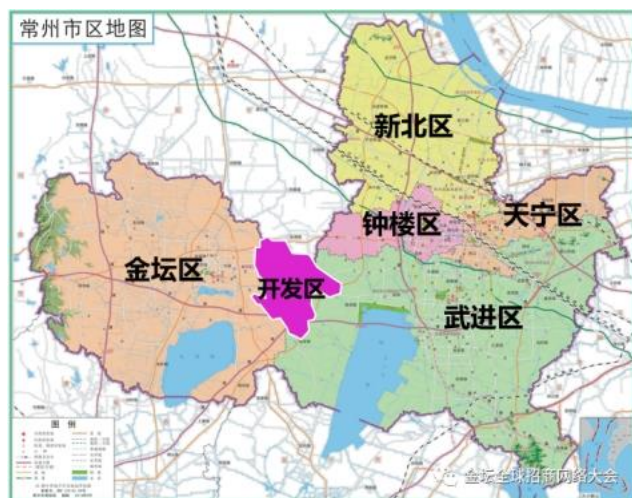
注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：常州市 2021-2023 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，随着区域内城际铁路开通运营，金坛区将加速融入南京和上海两大都市圈。近年金坛区工业经济发展势头强劲，带动区域经济快速增长，当前经济发展水平整体较高，但同时区域政府债务扩张较快

区位优势：金坛区隶属于常州市，随着南沿江城际铁路建成通车和金坛站开通运营，金坛区加速融入南京都市圈及上海大都市圈。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。2023年末金坛区常住人口为59.56万人。

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连通，可长年航行500-1000吨级的货船；铁路建设方面，2023年金坛站的开通运营实现了金坛境内高铁直达，南沿江城际铁路建成通车，金坛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，近年维持较高经济增速。近年金坛区经济快速发展，并于2021年突破GDP千亿元大关，经济体量在常州市各区县处于中游水平。2023年金坛区GDP增速位列常州全市第二，高于全国GDP增速3.0个百分点。根据金坛区政府工作报告，2023年金坛区首度跻身常州高质量发展考核第一等次，并位列全国市辖区高质量发展百强第33名。投资是2023年拉动金坛区经济增长的主要因素，2023年金坛区固定资产投资实现6.2%的增速，增速放缓，但仍远高于全国固定资产投资增速3%。同期金坛区社会消费品零售总额恢复增长，但受国际市场需求不振及2022年高基数影响，进出口总额出现大幅下滑。按2023年末常住人口计算，金坛区2023年实现人均GDP为21.88万元，位列全市第2，是同期全国人均GDP的245.11%，经济发展水平较高。

表5 2023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	3,222.84	4.9%	18.71	216.20	370.00
新北区	2,118.65	8.1%	23.46	144.38	147.50
溧阳市	1,557.22	9.7%	19.31	105.03	259.76
金坛区	1,302.92	8.2%	21.91	57.66	192.60
天宁区	972.40	5.0%	14.37	50.00	57.00
钟楼区	940.00	5.0%	14.10	50.83	37.49

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6 金坛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）	1,302.92	8.2%	1,216.40	6.8%	1,101.09	9.5%
固定资产投资	-	6.2%	-	8.2%	-	7.2%
社会消费品零售总额	266.57	0.5%	265.28	-4.0%	262.5	13.2%

进出口总额	338.60	-11.9%	384.30	43.6%	272.9	23.9%
人均 GDP（万元）		21.91		20.46		18.57
人均 GDP/全国人均 GDP		245.22%		238.72%		229.34%

资料来源：金坛区政府官网，中证鹏元整理

产业情况：金坛区致力于打造以新能源、新基建、新能源汽车、新医药、新智能等“五新产业”为主导的现代产业体系，工业发展势头强劲。金坛区产业结构以二、三产业为主，工业经济对当地经济增长发挥了较大的支撑作用。金坛区以金坛经开区、华罗庚高新区为基地，近年积极打造以新能源、新基建、新能源汽车、新医药、新智能等“五新产业”为主导的现代产业体系。目前金坛区新能源汽车产业链规上企业已突破100家，成功引进中航锂电、蜂巢能源、北电爱思特、爱思开、贝特瑞等行业龙头企业，是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。2023年裕能石英、贝特瑞新能源等11家重点企业纳税超亿元，中创新航、东方日升等4家企业销售突破百亿大关，重点企业税收贡献提升。2023年，金坛区新能源、新基建、新能源汽车、新医药、新智能“五新产业”呈现3升2降趋势。其中，新能源产业完成产值428.07亿元，同比增长35.1%，并入选2023年度省级中小企业特色产业集群认定名单；新能源汽车产业完成产值837.38亿元，同比增长2.4%；新智能产业完成产值498.93亿元，同比增长19.9%，成为拉动经济发展的重要增长极。新基建和新医药产业同比分别下降8.1%和4.5%。整体来看，2023年全区规模以上工业总产值2,215.71亿元，同比增长9.8%（2021-2022年对应增速为36.2%、28.4%），增速全市排位第3，工业发展势头强劲。

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，整体财税结构有待优化。在留抵退税因素影响下，2022年金坛区一般公共预算收入出现下滑，2023年一般公共预算收入同比增长12.5%，但仍低于2021年一般公共预算收入60.03亿元。金坛区一般公共预算收入中税收占比较高，但财政自给率在常州市各区县中排名靠后，财政自给能力较弱。需注意近年区域财政收入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，2021-2023年复合增长率达20.27%，但相对于金坛区的财政实力，债务规模仍可控。

表7 金坛区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	57.66	51.27	60.03
税收收入占比	91.42%	80.03%	82.74%
财政自给率	60.69%	56.67%	66.55%
政府性基金收入	192.60	222.17	249.54
地方政府债务余额	180.68	156.65	124.91

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：金坛区政府官网，中证鹏元整理

投融资平台：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，经过近年平台整合，目前金坛区人民政府直接控股常州市金坛区建设资产经营有限公司、江苏金坛建设发展有限公司（以下简

称“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金坛建设和金坛投资进行管理。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”）、长荡湖控股等；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，金坛控股定位为产业园区建设和产业项目投资主体。

金坛区公有资产管理委员会直接控股江苏金坛国发国际投资发展有限公司（以下简称“金坛国发”）、常州溪城现代农业发展有限公司（以下简称“溪城农业”）和常州市茅山投资控股有限公司（以下简称“茅山控股”）等，其中金坛国发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，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建设等工作。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8 金坛区主要投融资平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
金坛建设	常州市金坛区人民政府	359.65	64.13%	65.20	477.27	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
金坛国发	常州市金坛区公有资产管理委员会办公室	331.07	59.83%	55.93	290.20	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
金坛控股	江苏金坛投资集团有限公司	212.67	63.60%	48.75	283.44	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	104.01	62.17%	13.12	78.61	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	71.90	62.31%	20.50	103.68	负责长荡湖旅游度假区及其周边区域的项目建设
溪城农业	常州市金坛区公有资产管理委员会办公室	53.86	65.65%	9.62	82.29	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
茅山控股	金坛建设	59.29	46.16%	3.86	35.67	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

注：1、净资产、资产负债率、营业收入、总债务为2023年（末）数据；2、总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是金坛区建设主体之一，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。当前公司在手代建项目建设均已进入尾声，已完工待结算建设投入仍能对未来业务收入形成一定支撑。

本期债券募投项目为自营项目，建设进展偏慢，且未来收益有赖于区域旅游发展状况

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。2023年公司主要收入来源仍为工程项目，代建工程业务盈利较为稳定。公司贸易业务收入改用净额法，净额纳入其他收入。

表9 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
代建工程收入	202,154.42	98.59%	8.65%	148,397.85	70.49%	8.51%
贸易收入	-	-	-	61,280.16	29.11%	0.06%
其他收入	2,891.25	1.41%	77.59%	840.20	0.40%	66.47%
合计	205,045.68	100.00%	9.62%	210,518.21	100.00%	6.28%

注：2023年其他收入包含景区门票、苗木销售收入及净额法记账的贸易收入等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在手代建项目均已基本完工，存货中尚未结算开发成本规模较大，短期内收入持续性仍有一定保障。自营募投项目建设进展偏慢，仍需关注区域旅游发展状况，项目未来收益或存在一定不确定性

公司工程项目业务实施主体仍为公司本部和子公司水利投资。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”）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，长荡湖度假区办公室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10 2023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	9.59	8.57	水利投资	长荡湖度假区办公室
河海大学常州校区工程	11.88	9.90	公司本部	长荡湖度假区办公室
合计	21.48	18.47	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司工程项目收入规模有所增长，但受委托方财政资金安排影响，回款进度仍较慢。截至2023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）。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）亦已完工，但部分款项尚未与施工方结算，未来仍会有少量投入。公司无其他拟建代建项目。截至2023年末存货中尚有

54.09亿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11 截至 2023 年末，公司主要在手代建项目（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	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	71.43	水利投资
河海大学长荡湖大学科技园（一期）	64.98	50.21	公司本部
合计	121.86	121.64	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023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，截至2023年末，累计已投资0.90亿元，项目建设进度较慢，且需关注区域旅游发展状况，未来收益或存在一定不确定性。

贸易业务收入大幅下滑，景区门票、苗木销售等业务收入对公司收入形成一定补充

跟踪期内，公司贸易收入大幅下滑，2023年公司贸易业务采购总额为24,903.85万元，销售总额为24,994.40万元，2023年收入结算方式变更，采用净额法处理，故营业收入很小，归入其他项。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。2023年公司唯一销售客户为常州源美新材料科技有限公司²，贸易业务对单一客户仍存在较大依赖。公司其他收入为景区门票收入及苗木销售收入等，对公司收入形成一定补充。

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年连审审计报告和2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司无偿划出子公司常州长荡湖智慧能源有限公司59%股权，合并范围子公司减少至3家。

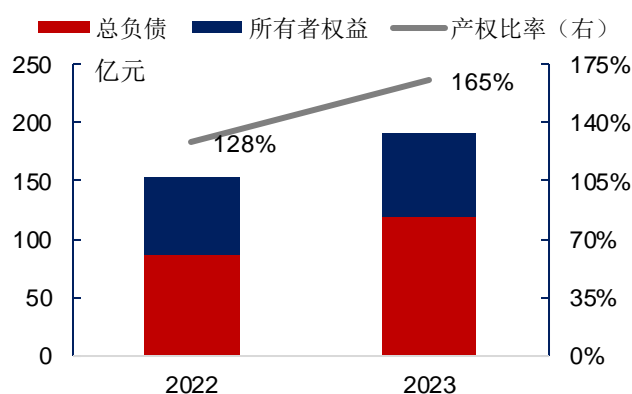
资本实力与资产质量

² 常州源美新材料科技有限公司为金坛区公有资产管理委员会办公室下属二级子公司，经营范围包括：光亮铜杆、铜线材、铜杆、铜丝、合金复合铜线、线束、绞线的研究、生产、加工及销售等。

公司资产规模持续增长，其中应收项目结算款和应收区域内国企往来款规模大幅增加，对公司营运资金占用进一步加大。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

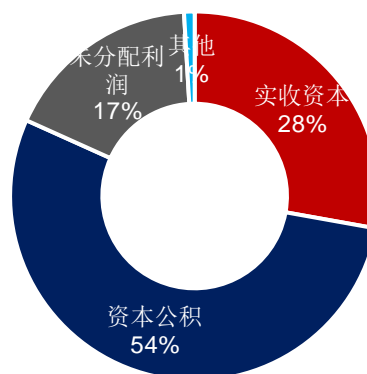
受项目建设资金需求及区域内往来资金需求影响，2023年公司加大债务融资，总负债规模大幅增长，推升公司财务杠杆。截至2023年末，公司所有者权益仍主要由实收资本、资本公积及未分配利润为主。

图4 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告和 2023 年审计报告，中证鹏元整理

图5 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

公司资产规模持续增长，主要系项目建设推进并向区域内国有企业增加往来借款所致。截至2023年末，公司存货包括54.09亿元开发成本及24.69亿元待开发土地。开发成本为公司代建项目建设投入，待开发土地中新增5块位于长荡湖旅游度假区及周边区域的商住用地为主，新增土地均通过出让方式取得。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，2023年净增加7.85亿元。

2023年公司其他应收款净增加27.41亿元，区域内国企往来借款对公司营运资金占用加大。并且同期末其他应收款中4.00亿元应收款账龄在3年以上，账龄较长，回收时间仍存在较大不确定性。但考虑到公司其他应收款应收对象以区域内国有企业为主，款项回收风险可控。公司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2023年末，公司15.00亿元货币资金因用作票据及信用证保证金而受限，37.46亿元应收账款、18.99亿元土地使用权和3.90亿元债权投资因用于抵质押融资而受限，合计受限规模较2022年末的65.12亿元进一步增加。

整体来看，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	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.77	9.84%	18.52	12.10%
应收账款	37.53	19.67%	29.68	19.39%
其他应收款	47.49	24.89%	20.08	13.12%
存货	78.78	41.29%	76.96	50.29%
流动资产合计	183.20	96.04%	145.30	94.94%
债权投资	3.90	2.04%	3.90	2.55%
其他非流动资产	3.65	1.91%	3.69	2.41%
非流动资产合计	7.56	3.96%	7.74	5.06%
资产总计	190.77	100.00%	153.04	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告和 2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务整体盈利性仍较弱，政府补贴减少后，利润总额有所下滑

2023 年公司代建项目结算收入增幅较大，但由于贸易业务下滑同时改用净额法确认收入，贸易收入大幅下滑，公司整体收入规模较上年略有下降。公司待结算项目投入规模较大，短期内仍能对未来收入形成支撑；但在手代建项目建设均已进入尾声，长期来看，业务持续性存在一定不确定性。同期，其他收益规模很小，利润总额有所下滑。受收入结构变化影响，公司销售毛利率有所提升，但整体盈利性仍较弱。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	20.50	21.05
营业利润	1.69	2.44
其他收益	0.00	1.90
利润总额	1.69	2.43
销售毛利率	9.62%	6.28%

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告和 2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模持续增长，财务杠杆进一步抬升，并且代建项目回款较慢，经营活动现金流持续净流出，债务偿还压力较大

受项目建设资金需求及往来资金拆借影响，2023 年公司加大债务融资，总债务规模进一步增长。公司债务主要来自于银行借款，短期银行借款利率区间在 2.90%-5.00% 间，长期银行借款利率区间在 4.60%-5.68% 间。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 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	1 年以内（含）	1-3 年（含）	3 年以上	合计
银行借款	11.88	11.03	69.79	92.70
应付票据	9.00	0.00	0.00	9.00
债券融资	0.00	0.00	1.98	1.98
合计	20.88	11.03	71.77	103.68

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	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.20	6.06%	9.35	10.88%
应付票据	9.00	7.57%	6.99	8.13%
应付账款	0.93	0.79%	1.11	1.29%
其他应付款	11.60	9.76%	0.79	0.92%
一年内到期的非流动负债	4.68	3.94%	1.90	2.21%
流动负债合计	36.06	30.34%	21.92	25.50%
长期借款	80.82	67.99%	64.02	74.48%
应付债券	1.98	1.67%	0.00	0.00%
非流动负债合计	82.80	69.66%	64.03	74.50%
负债合计	118.86	100.00%	85.95	100.00%
总债务	103.68	87.23%	82.27	95.72%
其中：短期债务	20.88	17.57%	18.24	21.22%
长期债务	82.80	69.66%	64.03	74.50%

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告和 2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至2023年末，公司现金类资产对短期债务覆盖有所减弱，且财务杠杆进一步抬升，受利息支出增加影响，EBITDA对利息的保障程度有所下降，公司债务压力加大。此外，2023年公司经营回款仍较慢，经营活动现金净流出规模扩大。截至2023年末，公司无未使用银行授信，剩余可抵押资产有限，对融资弹性形成了较大限制。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	62.31%	56.16%
现金短期债务比	0.80	1.02
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.83

资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告和 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 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

根据公司于 2024 年 5 月 27 日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》和公开信息查询。

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。

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 9 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；公司公开发行的债券按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至 2023 年末，公司对外担保余额合计为 43.09 亿元，占同期末所有者权益的比重为 59.93%。公司担保对象均为国有企业，均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表 17 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方名称	担保余额	到期日
	28,000.00	2031/10/30
江苏长荡湖现代农业有限公司	14,800.00	2032/1/1
	41,500.00	2037/3/20
	35,000.00	2028/12/21
常州金坛金土地建设投资发展有限公司	34,856.00	2028/12/21
	7,500.00	2028/12/21
	144.00	2028/12/21

	21,896.00	2028/12/21
	1,050.00	2028/12/21
	7,500.00	2028/12/21
	7,500.00	2028/12/21
	4,692.00	2028/12/21
	225.00	2028/12/21
	7,500.00	2028/12/21
	4,692.00	2028/12/21
	225.00	2028/12/21
	1,000.00	2024/9/24
	48,400.00	2029/3/21
	48,400.00	2029/3/21
江苏金东投资发展有限公司	19,939.13	2029/3/21
	17,600.00	2029/3/21
	17,600.00	2029/3/21
	7,250.59	2029/3/21
	1,250.00	2028/11/18
	1,250.00	2030/5/18
	1,250.00	2026/11/18
	1,250.00	2028/5/18
	1,250.00	2029/5/18
	1,250.00	2027/11/18
	1,250.00	2027/5/18
常州金坛新广建设投资发展有限公司	1,250.00	2029/11/18
	1,000.00	2030/11/18
	1,000.00	2026/5/18
	1,000.00	2025/5/18
	1,000.00	2025/11/18
	1,000.00	2024/11/18
	14,000.00	2036/5/15
江苏长荡湖现代农业有限公司	14,670.00	2030/12/22
常州源美新材料科技有限公司	10,000.00	2024/9/21
合计	430,939.72	--

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及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，近年在工业拉动下经济实现快速增长。2023年金坛区铁路短板补齐，未来发展势头向好。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。工程项目业务板块重要负责主体水利投资30%股权划出后，公司对其持股下降至70%。受项目建设资金需求及区域内国企资金拆借影响，公司债务规模攀升，且财务杠杆加大，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，对融资弹性形成较大限制。但公司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。并且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。

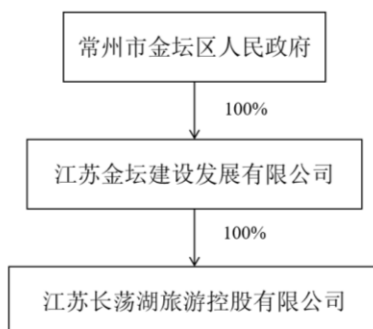
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23长荡湖绿债01/G23长荡1”的信用等级为AAA。

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）	2023年	2022年	2021年
货币资金	18.77	18.52	11.03
应收账款	37.53	29.68	23.67
其他应收款	47.49	20.08	23.38
存货	78.78	76.96	69.15
流动资产合计	183.20	145.30	127.47
固定资产	0.01	0.01	0.01
非流动资产合计	7.56	7.74	7.12
资产总计	190.77	153.04	134.59
短期借款	7.20	9.35	8.44
应付票据	9.00	6.99	4.00
应付账款	0.93	1.11	0.25
其他应付款	11.60	0.79	0.72
一年内到期的非流动负债	4.68	1.90	2.28
流动负债合计	36.06	21.92	17.49
长期借款	80.82	64.02	55.36
应付债券	1.98	0.00	0.00
非流动负债合计	82.80	64.03	55.36
负债合计	118.86	85.95	72.85
总债务	103.68	82.27	70.08
其中：短期债务	20.88	18.24	14.72
所有者权益	71.90	67.09	61.74
营业收入	20.50	21.05	20.64
营业利润	1.69	2.44	2.66
其他收益	0.00	1.90	1.99
利润总额	1.69	2.43	2.62
经营活动产生的现金流量净额	-16.12	-4.97	-15.25
投资活动产生的现金流量净额	-0.10	-0.42	0.30
筹资活动产生的现金流量净额	15.54	6.05	13.59
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	9.62%	6.28%	6.28%
资产负债率	62.31%	56.16%	54.13%
短期债务/总债务	20.14%	22.17%	21.01%
现金短期债务比	0.80	1.02	0.76
EBITDA（亿元）	2.43	2.96	3.05
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.83	0.94

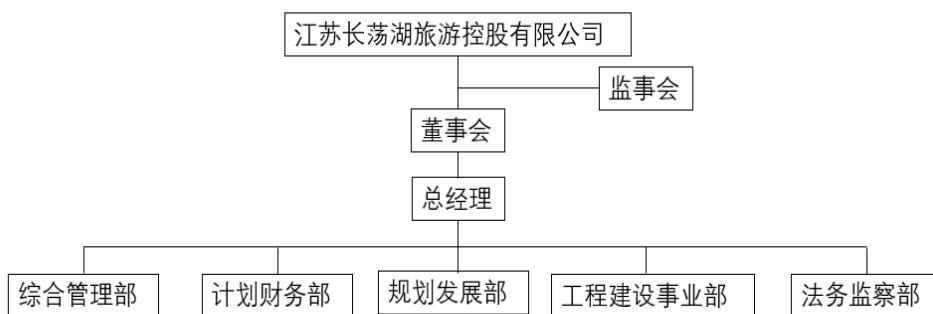
资料来源：公司 2021-2022 年连审审计报告和 2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023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;农副水产品、饲料、包装材料等	购置

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。