

南通产业控股集团有限公司

公司债 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 28 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1813 号

南通产业控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“19 产控 01”和“20 产控 01”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持南通产业控股集团有限公司（以下简称“南通产控”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“19产控 01”和“20产控 01”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了公司战略地位显著、政府支持力度大、产业布局进一步优化、收入规模增长、资产流动性好等优势对其信用水平良好的支撑作用。同时，中诚信国际也关注到盈利及获现能力偏弱、应收款项规模较大、债务规模上升以及管理整合情况需持续关注等因素对公司未来整体信用状况的影响。

概况数据

南通产控（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	249.61	347.07	700.00	711.11
所有者权益合计（亿元）	101.58	147.09	297.03	296.44
总负债（亿元）	148.03	199.98	402.97	414.66
总债务（亿元）	101.28	113.86	284.07	299.85
营业总收入（亿元）	36.55	51.67	62.48	19.76
净利润（亿元）	-0.43	4.82	3.44	2.99
EBIT（亿元）	2.42	10.34	9.04	--
EBITDA（亿元）	4.64	14.11	13.76	--
经营活动净现金流（亿元）	9.66	7.22	-2.69	-2.13
营业毛利率(%)	35.59	34.43	30.45	25.36
总资产收益率(%)	1.06	3.47	1.73	--
资产负债率(%)	59.31	57.62	57.57	58.31
总资本化比率(%)	49.93	43.63	48.89	50.29
总债务/EBITDA(X)	21.83	8.07	20.65	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.11	2.71	2.92	--
南通产控（本部口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	167.90	197.18	273.13	269.11
所有者权益合计（亿元）	69.87	79.84	159.63	157.31
总负债（亿元）	98.03	117.34	113.50	111.79
总债务（亿元）	81.19	79.81	76.39	76.44
净利润（亿元）	1.10	3.05	1.26	1.78
经营活动净现金流（亿元）	1.71	2.38	-2.57	4.04
资产负债率(%)	58.39	59.51	41.56	41.54
总资本化比率(%)	53.75	49.99	32.37	32.70

注：中诚信国际根据 2019-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；因公司对 2020 年度进行会计差错追溯调整，故 2020 年数据采用 2021 年度期初数。

正面

■ **战略地位显著，政府支持力度大。**公司系南通市重要的产业投资及运营主体，在资产注入、政策等多方面获得控股股东的较大支持。2021 年南通市国资委将其持有的南通苏锡通控股集团有限公司（以下简称“苏锡通控股”）51% 的国有股权无偿划转至公司。

■ **业务布局进一步优化，收入规模增长。**2021 年，公司并表南通扬子碳素股份有限公司（以下简称“扬子碳素”）和苏锡通控

股，业务向碳素制品和园区管理拓展，同时剥离与主业相关性较低的房地产及纺织业务，产业布局进一步优化，加之 2020 年末收购的金通灵科技集团股份有限公司（以下简称“金通灵”）业务收入释放及南通江天化学股份有限公司（以下简称“江天化学”）新增产能项目投产，公司营业总收入规模大幅增长。

■ **公司下属上市公司较多，资产流动性较好。**公司持有精华制药集团股份有限公司（以下简称“精华制药”，证券代码 002349.SZ）、江天化学（证券代码 300927.SZ）、金通灵（证券代码 300091.SZ）等多家上市公司股权。截至 2021 年末，公司对上述股权质押比例较低，资产流动性较好。

关注

■ **应收款项规模较大，对资金形成占用。**随着苏锡通控股并表，以苏锡通产业园管委会土地一级开发和基础设施建设款项等为主的应收账款以及以苏锡通产业园管委会及园区内国有企业往来款等为主的其他应收款规模较大，回收周期较长，截至 2022 年 3 月末，应收账款及其他应收款分别为 70.63 亿元和 88.62 亿元，对资金形成占用，后续资金回笼情况有待关注。

■ **盈利及获现能力偏弱。**2021 年，公司营业总收入大幅增长，但毛利率水平下滑，加之资产处置损失的侵蚀，盈利能力有所弱化；同时，金通灵、苏锡通控股经营业务前期垫付资金较大等因素使得经营获现能力弱化，公司整体盈利及获现能力偏弱。

■ **债务规模上行压力。**随着各业务板块的发展，公司资金需求保持较大规模，有息债务大幅增加，截至 2022 年 3 月末合并口径和本部口径分别为 299.85 亿元和 76.44 亿元，且未来仍面临一定投资支出及有息债务增长压力。

■ **关注管理整合情况。**近年来公司收并购企业较多，行业跨度较大，后续业务及财务整合亦对公司管理和经营提出更高要求。

评级展望

中诚信国际认为，南通产业控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**资本实力大幅提升，盈利能力及获现水平显著增强且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**区域宏观经济或行业环境发生重大不利变化；其他应收款大幅上升，对资金形成严重占用，导致流动性风险显著加大；失去重要子公司控制权或债务规模和融资成本快速上升导致偿债能力大幅下滑等。

同行业比较

2021 年（末）部分投资控股企业主要指标对比表						
公司名称	总债务（亿元）	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
悦达集团	384.83	730.32	266.50	63.51	184.80	3.83
南通产控	284.07	700.00	297.03	57.57	62.48	3.44

注：“悦达集团”为“江苏悦达集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	存续余额（亿元）	存续期	特殊条款
19产控 01	AA+	AA+	2021/06/25	6.00	6.00	2019/12/02~2024/12/02（3+2）	票面利率选择权，回售条款
20产控 01	AA+	AA+	2021/06/25	4.00	4.00	2020/06/09~2023/06/10（2+1）	票面利率选择权，回售条款

注：2022 年 6 月 8 日，公司公告称，根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司（以下简称“登记公司”）提供的数据，“20 产控 01”回售数量 3,700,000 张，回售金额为 3.70 亿元；公司决定于 2022 年 6 月 10 日至 2022 年 7 月 8 日按照相关规定办理回售债券的转售，拟转售债券数量不超过 3,700,000 张，将通过手工转售方式完成相关转让。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

本次跟踪的债项募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致，且已使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战

有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，

实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年以来我国经济保持增长、人口老龄化进一步加剧、医疗保健重视程度加强和居民收入水平提高，药品刚性需求旺盛，医药行业运行态势整体良好；疫情防控常态化令相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展。其中，2021年随着国内和国际新冠病毒疫苗和相关诊断试剂销售大幅增长，加之疫情防控态势良好扭转了终端药品市场的负增长状态。根据中国医药企业管理协会发布的数据显示，2021年医药工业规模以上企业实现营业收入33,049.3亿元，同比增长19.1%；实现利润总额7,006.5亿元，同比增长68.9%。各子行业中，生物制品子行业在新冠病毒疫苗销售的带动下呈现爆发式增长，营业收入和利润增速显著高于其他子行业；化学制品、中药饮片、中成药3个子行业营业收入从2020年的负增长实现了10%左右的增长；卫生材料及医药用品子行业营业收入和利润均有所下降，主要系防护服、口罩等卫生防护用品销售同比有所下降。

随着疫情的良好管控，其对医药行业的影响有所减弱，但2021年国内各地区疫情仍时有反复，且年末随着传播性更强的新冠病毒新变异种“奥密克戎”不断在各区域阶段性爆发，对个别区域的生产、生活造成了极大影响，医院等传统医疗机构门诊量和住院人数大幅下降，对医药工业和医药流通市场

形成一定冲击。疫情防控常态化令相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，针对国内医疗物资需求大且紧缺，我国不断加大医疗物资全球采购，医药和医疗用品相关行业保证生产；同时，叠加前期消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量，近年来疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模大幅增长。

以鼓风机为代表的流体机械行业整体竞争较为充分，高端市场逐渐实现进口替代；下游行业众多，且近年来需求较为旺盛，在“双碳”等政策的驱动下，预计未来设备升级改造需求仍将维持

流体机械指以流体为工质进行能量转换的机械，主要包括鼓风机、压缩机、水轮机、汽轮机、燃气轮机、膨胀机等；作为流体机械中的重要组成部分，鼓风机主要通过输入的机械能提高气体压力并排送气体。竞争格局方面，我国鼓风机行业竞争较为充分，市场化程度较高，尚未形成寡头格局。其中，由于国内鼓风机行业起步较晚，行业中大部分产品主要集中在低端领域，市场竞争日益激烈；而中高端鼓风机制造工艺较为复杂，对企业的研发能力与生产工艺要求较高，竞争相对温和，规模以上企业数量较少，目前国内市场主要以德国曼透平、日本三井物产、美国通用电气、西门子、陕鼓集团、金通灵、山东章鼓、沈鼓集团等为主，中国企业通过技术引进并不断进行技术革新和自主研发，核心技术与国外厂商在逐步缩小。

从需求端来看，各类流体机械下游需求行业众多，主要包括火力发电、钢铁冶炼、有色金属、石油化工、生物医药、建材、环保、余热回收等；随着工业化进程的推进，近年来上述行业大多都处于快速发展时期，同时随着“美丽中国”的提出，工业企业在节能降耗、脱硫脱硝、污水和固体废弃物处理、设备更新换代等方面需求较大，固定资产投资规模处于高位，为流体机械行业带来较大的发展空间。

具体来看，鼓风机是钢铁冶炼所需的重要设备

之一，使用范围覆盖矿石烧结、炼铁、炼钢、冷轧、热轧、焦化、脱硫、余热发电、污水处理等大部分工艺流程。近年来，随着供给侧改革的推进，钢铁行业维持较高的景气度；2020年以来，虽然房地产投资及房屋新开工面积持续回落，但2020~2021年分别完成固定资产投资（不含农户）51.89万亿元及54.45万亿元，分别增长2.9%和4.9%，相对稳定的投资增速及较大的规模依然为钢材下游需求提供支撑。钢材产品价格高位震荡，2021年以来钢材价格快速上涨，同时铁矿石价格升高后回落，吨钢利润骤增；随着全国钢铁企业压产政策逐渐落地，后续粗钢产量增速或将维持低位，叠加铁矿石等原燃料价格涨势放缓，预计吨钢利润仍能维持在较高水平。由于“碳中和”政策的出台，“十四五”时期环保排放要求预计将趋于严格，叠加较好的利润水平支撑，钢铁企业对脱硫脱硝、设备升级改造、新旧动能转换以及高炉煤气发电等方面的投资力度将不断加大，亦将带动相关设备需求的提升。

火力发电方面，近年来国家持续推进节能减排和煤电去产能政策，导致火电装机增速持续放缓；2021年以来，增速继续保持较低水平，同时受煤炭价格高位运行、清洁能源替代以及限电限产政策挤压等因素影响，未来国内火电机组整体运营情况仍将面临下行压力。长期来看，工业领域减排、新能源大规模投运、碳配额供给总量的收紧和免费配额的减少引起的碳交易成本上升等因素将导致火电机组发电空间被持续挤压。虽然“十四五”规划纲要给出了非化石能源占能源消费总量比重提高到20%左右的目标，但是由于我国正处于工业化、城镇化快速发展阶段，能源消费持续保持刚性增长态势，同时我国经济结构中高耗能产业比重较高，化石能源退出可能性较小，火电依旧是主要发电来源；2021年火电发电量比例仍高达71%，预计未来短期内火电仍将是重要支撑。同时，在国家节能减排、控煤电¹等大背景下，未来火电投资主要集中于大型煤电一体化、特高压外送以及淘汰落后产能后

的同规模置换项目。整体来看，虽然短期内火电装机增速仍将保持较低水平，但考虑到仍有较多老机组淘汰置换、改造升级等需求存在，其仍将带来较为稳定的鼓风机等流体机械需求。

南通市经济体量逐年增长，整体财政实力稳步增强，但随着刚性支出增加，近年财政平衡率有所下降

南通市位于江苏省东南部，长江入海口北岸，是江海交汇的港口城市，毗邻无锡市、苏州市和上海市，区位优势显著。南通市原下辖3区、5县（市）及1个国家级经济技术开发区，根据2020年7月江苏省人民政府发布苏政发[2020]60号《省政府关于调整南通市部分行政区划的通知》，撤销南通市崇川区、港闸区，设立新的南通市崇川区；同时撤销县级海门市，设立南通市海门区。行政区划调整后，南通市现下辖3区、4县（市）及1个国家级经济技术开发区，总面积仍为8,544平方公里。

南通市是我国首批对外开放的14个沿海城市之一，拥有丰富的岸线资源，包括长江岸线226公里、海岸线210公里、海岸带面积1.3万平方公里，可建万吨级深水泊位的岸线30多公里和5万吨级以上深水泊位的岸线40多公里。此外，南通市水产资源丰富，境内吕四渔场是全国四大渔场、世界九大渔场之一。

南通市依托港口资源和区位优势，逐步推进产业结构升级。目前南通市已建成纺织服装业、船舶海工及重装备业、能源及其装备业、化工医药业、电子信息业、轻工食品业六个产业板块，均已经形成千亿级产业规模，其中家纺、船舶、海洋工程等产业在国内外具有一定的产业优势，并且是全国五大修造船基地之一。同时，南通市进一步推进制造产业升级和现代服务业建设，通过发展海洋工程装备、新能源、新材料、生物技术和新医药、智能装备和节能环保等六大新兴产业，并利用铁路、港口、机场、公路等交通优势，规划发展物流园区，加快建设长三角北翼现代物流中心。

¹根据2023年煤电规划建设风险预警，从资源约束和项目建设经济性角

度来看，全国大部分区域仍为红色或橙色预警区。

2021年，南通市实现地区生产总值（GDP）11,026.90亿元，按可比价计算，同比增长8.9%，在江苏全省排名第4名，与上年持平。2021年南通市第一产业增加值485.0亿元，增长4.5%；第二产业增加值5,357.9亿元，增长9.8%；第三产业增加值5,184.0亿元，增长8.3%。三次产业增加值比例调整为4.4：48.6：47.0。

2021年，南通市一般公共预算收入为710.18亿元，同比增长11.1%，其中税收收入为572.90亿元，占比较高，是当地财政收入的重要来源；受益于南通市土地市场的活跃，2021年政府性基金收入为1,441.82亿元，同比增长8.14%。财政支出方面，2021年南通市一般公共预算支出为1,122.2亿元，增长3.9%。

从债务规模看，地方政府债务余额逐年增长，但整体风险可控。截至2021年末，南通市地方债务余额1,862.70亿元，其中一般债务余额790.74亿元，专项债务余额1,071.96亿元。

苏锡通科技产业园区定位重要，发展前景可期

苏锡通产业园成立于2020年5月，由原苏通产业园和原锡通产业园一体化融合而成，位于南通市东南部，苏通大桥北岸，海门区与主城区之间，是南通接轨上海、融入苏南的桥头堡，地理位置优越，合并后的苏锡通产业园总面积约100平方公里，人口约10万人。2021年度，苏锡通产业园实现一般公共预算收入13.91亿元，增长16.6%，增幅居全市第2位；其中地方税收12.17亿元，增长15.7%，增幅居全市第3位；税占比87.5%，居全市第2位。

苏通产业园是新加坡、奥地利与江苏省重要合作项目，是江苏省实施国家沿海开发和长三角一体化发展的重点园区，是苏州、南通两市跨江联动、合作开发的新型园区，规划面积50平方公里，自2009年开工建设以来，借鉴中新苏州工业园区的成功经验，逐步建设成为苏州工业园区经验推广辐射的示范园区。锡通产业园是无锡、南通两市响应国家和江苏省发展战略，共同参与沿海开发、实现跨

江联动的重要载体。

苏通、锡通产业园融合发展成为苏锡通产业园后，秉承了原两个产业园区的战略地位，新的苏锡通产业园成为了南通、苏州、无锡三市跨江融合发展示范区，同时也是中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏锡通联动创新区，区域战略地位更为重要。管理体制上，原两区相关事务分别由各自园区管委会负责，合并后，由原苏通园区管委会更名为苏锡通产业园管委会（原锡通产业园管委会牌子保留），作为南通市人民政府的派出机构，统一负责苏锡通产业园范围内规划布局、开发建设和招商引资等工作的统筹协调和统一管理，两园区原有的职能机构及所属事业单位整合设置，设立苏锡通产业园区党工委。财政体制方面，原苏通片区和原锡通片区对内实行合并核算，苏锡通产业园自主负责区内的财政预决算管理体制和所有支出，单独编制收支预算报市财政列入市级预算。**中诚信国际认为**，苏锡通产业园作为江苏省与新加坡、奥地利政府的重点合作项目以及和苏州、无锡三市跨江联动发展示范区，得到了政府的高度重视，苏锡通产业园优越的区位也增强了其发展潜力。

公司产权结构稳定，内控机制良好，法人治理结构较为完善；合并范围发生变化，新增园区管理、碳素制品业务，剥离房地产及纺织业务，产业布局进一步优化

跟踪期内，公司产权结构保持稳定，截至2022年3月末，公司实收资本为12.80亿元，控股股东及实际控制人南通市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南通市国资委”）持股比例为90%，江苏省财政厅持股比例为10%。

公司根据《公司法》制定《公司章程》，跟踪期内不断完善法人治理结构。公司不设股东会，南通市人民政府授权南通市国资委作为出资人，依法履行出资人职责，设立董事会和监事会，组织结构较为完善。截至2022年3月末，公司董事会成员由9人构成，均由国资委发文任命。总体来看，目前公

司日常运作规范，相关职能部门运行独立，法人治理结构较为完善。

跟踪期内，公司已制定了较为完善的内控制度，其中在资金管理方面，公司突出预算管理、流程规范，所有的资金支出依照已批准的预算及审批程序核准后支付，同时资金管理人员定期向财务部经理、财务分管领导汇报资金收付情况，明确审批权责，有效控制了公司成本费用及资金风险。总体来看，管理体制和管理模式适应自身特点和发展需要，内控机制良好。

2021年，公司新增5家子公司，主要涉及园区管理和碳素业务等。为优化产业布局，2022年4月，南通市国资委将其持有的苏锡通控股51%的国有股权无偿划转至公司，划转基准日为2021年12月31日，新增园区管理业务。截至2022年3月末，公司持有苏锡通控股51%股权，锡通科技产业园国有资产管理中心（以下简称“锡通国资中心”）仍持有其49%的股权。

公司持有原参股公司扬子碳素²31.52%的股权，通过全资子公司南通投资管理有限公司持有其15.35%的股权，是其第一大股东，但因董事席位不占多数，无法达到控制。2021年2月，根据扬子碳素股东会决议、董事会改组决议，公司合计持有扬子碳素46.87%，并达到绝对控制，2021年3月1日公司将其纳入合并报表范围，当年新增碳素业务。截至2022年3月末，扬子碳素董事会共有7名董事，其中公司委派4名，能够控制扬子碳素的经营活动、重大事项以及重要人事任免。

同时，2021年公司出表7家子公司，涉及纺织和印染、房地产开发和销售、食品经营、饲料生产和销售以及新能源开发业务。其中，2021年7月，公司将纺织业务运营主体南通纺织控股集团纺织染有限公司（以下简称“纺织染公司”）50%股权挂牌转让，交易对价为1.04亿元，纺织染公司于2021

年10月31日剥离公司合并报表范围；同时，公司将原房地产运营主体南通国城投资发展有限公司（以下简称“国城公司”）全部77.27%股权协议转让给南通城市轨道交通有限公司，交易对价为2.00亿元，国城公司于2021年5月31日出表。

随着苏锡通控股、扬子碳素并表以及剥离与主业相关性较低的业务，公司产业布局进一步优化。此外，公司系参股上市公司南通江山农药化工股份有限公司（以下简称“江山股份”）的第一大股东，持股比例为29.30%。2022年以来，江山股份第二大股东四川省乐山市福华作物保护科技投资有限公司（以下简称“福华投资”）持续减持其股份，截至2022年5月9日减持至17.20%，未来公司有望达到江山股份董事会席位的实际控制并实现并表，但仍需关注后续进展情况。**中诚信国际认为**，近年来公司收并购企业较多，行业跨度较大，后续业务及财务整合亦对公司管理和经营提出更高要求

2021年医药制造板块稳步发展，主要产品销售收入有所提升

精华制药³系公司医药制造板块的主要运营主体，截至2022年3月末公司对其持股比例为35.20%，无股权质押或冻结情况。截至2022年3月末，精华制药共拥有63个规格的药品批准文号，涵盖注射剂、片剂、胶囊剂、丸剂、颗粒剂、散剂、糖浆剂等七大类型；其中，19个规格药品被国家药监局列入OTC目录，甲类和乙类目录分别为11个和8个；46个规格药品被列入医保。

中药制剂方面，2021年精华制药调整产品结构，减少低毛利品种销售，当年中药制剂产品产销量均有所下降，但受益于加大对重点品种的营销力度，2021年王氏保赤丸实现销售收入1.40亿元，同比增长38%，季德胜蛇药片销售收入为1.04亿元，同比增长4.6%，重点产品销售情况良好，带动该板块收入同比增长。受疫情严重期间停产影响，2021

² 截至2021年末，扬子碳素总资产33.35亿元，所有者权益为16.13亿元，2021年实现主营业务收入10.80亿元，净利润0.59亿元。

³ 截至2021年末，精华制药总资产为31.98亿元，净资产为25.70亿

元；2021年实现营业总收入13.58亿元，同比增长5.97%，净利润1.40亿元，同比增长401.20%。

年化学原料药及中间体和生物制药的产销量均同比下降。化工医药中间体方面，受益于子公司江苏森萱医药股份有限公司⁴恢复全面生产以及二氧五环扩产项目建成投产，2021年精华制药化工医药中间体产品产销量均有所提升，推升板块收入规模。受益于精华制药积极开拓销售渠道，逐步开展电商业务，同加大市场布局，新增多家医院客户，当年中药材及中药饮片等产品销量提升，带动收入规模亦同比增长。由于精华制药库存管理较为严格，各主要产品产销率均保持高位。

表 1：近年来医药产品产销量及收入情况（亿元）

产量	2019	2020	2021
中药制剂（万袋/瓶）	1,939.50	2,079.80	1,847.62
化学原料药及中间体（吨）	507	494	486
化工医药中间体（吨）	8,963	10,542	13,420
中药材及中药饮片（吨）	1,493	1,918	2,654
生物制药及其他（万盒/瓶）	1,731.84	2,002.42	1,793.12
销量	2019	2020	2021
中药制剂（万袋/瓶）	1,979.42	2,111.40	2,017.79
化学原料药及中间体（吨）	483	512	454
化工医药中间体（吨）	8,191	11,003	13,337
中药材及中药饮片（吨）	2,631	2,550	2,598
生物制药及其他（万盒/瓶）	1,848.30	1,890.81	1,854.06
收入	2019	2020	2021
中药制剂	3.20	3.82	4.02
化学原料药及中间体	3.05	3.26	2.87
化工医药中间体	2.71	3.26	3.86
中药材及中药饮片	0.76	0.74	0.95
生物制药及其他	1.86	1.74	1.88

资料来源：公司提供

精华制药下游客户以医药流通企业为主，2021年前五大客户销售额占销售总额的比重为 14.24%，整体较为分散。同期，受市场供需关系变化影响，

表 3：近年来江天化学主要产品产销及收入情况（万吨/年、万吨、亿元）

	2019				2020				2021			
	产能	产量	销量	收入	产能	产量	销量	收入	产能	产量	销量	收入
甲醛	28.00	25.41	15.31	1.87	28.00	22.33	13.35	1.54	40.00	36.18	18.37	2.68
超高纯氯甲烷	2.00	1.46	1.50	0.58	2.00	1.34	1.34	0.52	2.00	1.02	1.02	0.48
多聚甲醛	4.50	4.04	4.07	2.19	4.50	3.94	3.94	1.87	8.00	5.87	5.78	3.48
均三嗪（吨）	1,000	834.70	792.00	0.22	1,000	845.24	945.41	0.31	1,000	999.00	1,086.40	0.29

注：公司甲醛产品供内部继续生产使用部分未计入销量。

资料来源：公司提供

精华制药生产药品的主要原材料采购价格有所上涨，对公司成本控制提出一定挑战；前五大供应商合计采购额占采购总额比例为 16.69%，不存在依赖单一供应商的情况。

表 2：近年来主要原材料采购价格（元/千克）

	2019	2020	2021
甲醇钠	4.74	3.75	4.17
乙醇	5.15	5.96	6.56
苯乙基酯	131.95	132.74	134.52
川贝	2,543.12	2,572.84	2,378.27
蜈蚣	1,507.71	1,271.56	1,442.49
北柴胡	46.81	44.35	42.51

资料来源：公司提供

江天化学完成 IPO 上市，新产能建成投产，业务规模进一步扩大

公司化工业务经营主体江天化学⁵于 2021 年 1 月在深交所创业板 IPO 上市，首次公开发行股票 2,005 万股，占发行后总股本的 25%，募集资金 2.68 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司直接持有江天化学 37.53% 股权，通过全资子公司南通新源投资发展有限公司间接持有其 15.02% 股权，上述股权均无质押或冻结。

江天化学为江苏省高新技术企业，2021 年，公司共申请 9 项专利，其中发明专利 1 项，实用新型专利 8 项，共获得 7 项实用新型专利授权，其中氯甲烷纯度可达 99.99%，生产的颗粒多聚甲醛的甲醛含量最高可达 98%，在细分领域具备较为突出的技术实力和研发能力。

⁴ 2021 年 11 月 15 日，北京证券交易所（以下简称“北交所”）开市，江苏森萱医药股份有限公司（以下简称“森萱医药”）成为北交所首批上市公司，股票代码为“830946.BJ”。2021 年森萱医药营业总收入为 5.64 亿元，净利润 1.38 亿元，截至 2022 年 3 月末总资产为 12.39 亿元，

净资产为 11.21 亿元，精华制药持有其 72.31% 的股权。

⁵ 截至 2021 年末，江天化学总资产为 7.77 亿元，净资产为 5.96 亿元；2021 年实现营业收入为 7.10 亿元，净利润为 0.76 亿元。

2021年初，江天化学年产3.5万吨多聚甲醛装置及其配套技改项目完全投产，多聚甲醛和甲醛的产能均有提升；受益于此，2021年多聚甲醛和甲醛产销量均明显增长，带动江天化学营业收入规模上升；其中公司根据产品市场价格情况，动态调整联产装置，将部分甲醛用于生产多聚甲醛，因此甲醛产销率水平较低。因新冠疫情对市场需求产生一定冲击，2021年超高纯氯甲烷产销量略有下滑，同时均三嗪价格下降，当年超高纯氯甲烷和均三嗪的收入规模均略有下滑。

采购方面，甲醇为江天化学甲醛、多聚甲醛等产品的主要原材料，随着新增产能投产，甲醇的采购量大幅上升，2021年采购金额占当年采购总额的74.61%。受能耗双控、限电限产等因素影响，2021年甲醇平均采购价格同比上涨38.82%，盈利空间受到挤压，对江天化学成本控制能力提出一定挑战。江天化学甲醇采购的主要供应商为国内外大型石化及煤化工企业，供应商集中度较高且供销关系持续稳定，2021年前五大供应商集中度为74.61%。但由于主要原材料均为市场化采购，与供应商签订了采购合同，不存在对部分供应商重大依赖的情形。销售方面，江天化学的主要客户群体为南通及周边地区的农药、化工、树脂企业，客户群体稳定且集中度不高，2021年前五大客户销售总额占比为28.48%。

金通灵业务稳步发展，2021年定向增发成功使其资本实力得以提升，需关注工程项目回款的及时性

及整体资金平衡能力

2021年1月，金通灵⁶向公司定向发行股票258,899,676股，募集资金8亿元，资本实力有所提升，增发完成后，公司对金通灵的持股比例增至27.88%，合计持有42.04%表决权⁷，仍为金通灵控股股东。截至2022年3月末，公司对金通灵持股比例未发生变化，其中质押部分占其所持股份的

49.77%。目前金通灵董事会由9人组成，其中南通产控占有5个席位。

表4：近年来金通灵收入构成情况（亿元）

收入	2019	2020	2021	2022.1-3
产品制造：	9.27	9.82	9.27	2.22
鼓风机	5.09	5.09	4.90	1.12
压缩机	1.53	1.57	2.18	0.86
汽轮机	0.73	0.33	0.58	0.07
锅炉销售	1.69	2.42	1.25	0.07
发电机组	0.24	0.40	0.36	0.09
系统集成：	8.95	4.05	7.53	1.52
系统集成建设类项目	6.08	2.39	5.96	1.15
系统集成运营类项目	2.87	1.66	1.57	0.37
其他收入	0.58	0.49	0.75	0.3
合计	18.80	14.36	17.55	4.04

注：以鼓风机、压缩机和汽轮机为主的流体机械产品可应用于污水处理、脱硫脱硝、食品发酵、制药、煤气回收、钢铁冶炼、火力发电等不同领域；锅炉产品涵盖燃油燃气锅炉、高效洁净煤粉锅炉、生物质锅炉、循环流化床锅炉等，下游主要为钢铁冶金、造纸、热电联产等；柴油机发电机组、移动电源车等能源发电设备则主要应用于军工领域。

资料来源：金通灵定期财务报告，中诚信国际整理

定制化的产品特征决定了金通灵主要采取以销定产的生产模式，故各产品产量与销量呈相似变化趋势，产销率处于高位。2021年以来，金通灵压缩机产能保持稳定，鼓风机、汽轮机和发电机组等流体机械产能稳步提升，产销量均实现增长，但产品价格下降令产品制造收入规模有所下滑。

表5：金通灵主要产品产销情况（台/年、台、%）

流体机械		2019	2020	2021	2022.1-3
鼓风机	产能	2,160	2,160	2,240	2,240
	产量	2,120	2,084	2,094	483
	产能利用率	98.15	96.48	93.48	86.25
	销量	2,173	2,164	2,105	504
	产销率	102.50	103.84	100.53	104.35
压缩机	产能	300	300	300	300
	产量	254	271	301	67
	产能利用率	84.67	90.33	100.33	89.33
	销量	263	277	301	64
	产销率	103.54	102.21	100.00	95.52
汽轮机	产能	12	15	20	20
	产量	6	3	18	2
	产能利用率	50.00	20.00	90	40
	销量	6	3	18	2
	产销率	100.00	100.00	100.00	100.00
发电机组	产能	130	135	150	160
	产量	67	67	157	17
	产能利用率	51.54	49.63	104.67	42.50
	销量	70	147	175	16

占金通灵总股本的14.16%，表决权委托期限为5年，有效期至2024年3月1日。

⁶ 截至2021年末，金通灵总资产为67.16亿元，所有者权益为32.91亿元；2021年实现营业总收入17.55亿元，净利润0.15亿元。

⁷ 根据公司与金通灵原股东季伟、季维东签署的《表决权委托协议》，公司获得季伟、季维东合计持有的剩余21,087.5745万股对应的表决权，

	产销率	104.48	219.40	111.46	94.12
		2019	2020	2021	2022.1~3
锅炉	产能（蒸吨）	2,700.00	3,000.00	3,100.00	3,100.00
	产量（蒸吨）	2,565.50	2,102.00	1,928.00	400.00
	产能利用率	95.02	70.07	62.19	51.61
	销量（蒸吨）	2,565.50	2,102.00	1,928.00	400.00
	产销率	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，金通灵已在全国设有 42 个办事处，客户覆盖宝钢股份、太阳纸业、略阳钢铁、中天钢铁等央企、国企及大型民企，2021 年装备制造业务前五大客户销售占比为 9.18%，客户集中度较低。金通灵海外业务主要出口东南亚和南亚地区等，2021 年外海业务收入占比为 7.36%。

除传统设备制造业务，金通灵还具备发电岛集成、高压空气站集成、MVR 系统集成、热能阶梯利用、冰蓄冷系统集成、海水制冰系统集成、污水曝气系统集成、风系统节能改造等系统集成能力以及 EMC（合同能源管理）运营资质与能力，能够根据客户需求提供 EPC（工程承包）、BOT（建设-运营-转让）、BOO（建设-拥有-经营）等服务。受益于疫情常态化，项目陆续恢复建设，随着前期项目的陆续完成以及确认收入，2021 年集成系统建设及运营业务发展较快，收入同比增长。

表 6：金通灵 EPC 业务订单及收入确认情况（个、亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
新签合同个数	1	4	7	-

表 7：截至 2022 年 3 月末在手节能环保工程类订单执行情况（万元）

EPC 项目名称	订单金额	执行进度	2022 年 1~3 月确认收入	累计确认收入	累计回款金额
新疆晶和源新材料有限公司 28 万吨高纯硅项目	60,000.00	99.57%	-	47,351.09	7,500.00
内江市星明能源有限公司 80MW 发电机组能效提升项目	31,031.00	100.00%	-	19,308.28	10,556.70
陕西略阳钢铁有限公司高炉、转炉煤气发电工程	18,664.00	91.39%	845.22	15,448.11	300.00
黑龙江鑫金源农业环保产业园股份有限公司安达生物质热电联产项目	53,941.17	54.84%	-	18,593.54	6,290.00
其他项目	115,179.81	--	7,947.23	74,891.54	45,229.05
合计	278,815.98	--	8,792.45	175,592.56	69,875.75
EMC 项目名称	订单金额	执行进度	2022 年 1~3 月确认收入	累计确认收入	累计回款金额
新疆晶和源新材料有限公司余热发电项目	66,000.00	99.45%	-	50,741.58	-

资料来源：公司提供

2021 年新增碳素业务，主要产品技术处于行业领先水平，受益于产能提升以及新产品上市等，扬子碳素收入规模同比增长，需关注原材料及产品价格波动对其盈利能力的影响

新签合同金额	3.16	8.95	8.08	-
确认收入订单	8	9	13	6
确认收入金额	4.93	2.28	5.30	0.88
当期回款金额	1.08	2.04	2.97	0.77

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月末，金通灵共有在手系统集成建设类项目 15 个，订单金额合计 27.88 亿元，主要包括高压空气站系统集成、余热余气热电联产系统集成、太阳能光热发电岛系统集成、生物质气化热电系统集成等不同领域；同期末，上述在手项目已累计确认收入 17.56 亿元、累计回款 6.99 亿元，可见回款速度远慢于收入确认。同期末，处于建设期的 EMC 项目仅有一个，项目执行进度已接近 100%，但由于设备调试尚未完成，目前暂未实现回款。此外，进入运营期的合同能源管理项目较少，2019~2021 年 EMC 项目运营收入分别为 1.95 亿元、0.65 亿元和 0.64 亿元；截至 2022 年 3 月末，太原北白及山西高义 2 个 EMC 项目处于运营期，2022 年一季度运营收入 0.14 亿元。目前运营类项目有限，但稳定长期的运营收入及相较 EPC 项目更好的回款情况仍为金通灵整体收入及现金流提供一定支撑。**中诚信国际认为**，随着在手工程项目总包及运营项目的增多，其投资规模大、建设和结算周期较长的特点导致流动资金被占用、现金流偏紧，后续回款的及时性 & 整体资金平衡能力需持续关注。

目前，扬子碳素是国内唯一能生产大型镁电解槽用石墨阳极板产品的企业，也是国内 UHP 石墨电极前三甲生产企业，所有产品的各项理化指标、实物质量均达到国内领先水平、国际先进水平。

表 8：近年来扬子碳素主要产品产销情况（吨/年、吨、元/吨）

	2019			2020			2021		
	产能	销量	销售均价	产能	销量	销售均价	产能	销量	销售均价
φ 350 超高功率石墨电极	2,906	3,053.35	17,854.68	3,287	3,330.51	10,580.14	3,918	3,801.99	15,565.33
φ 400 超高功率石墨电极	2,803	3,208.92	26,178.16	2,342	2,436.20	12,235.32	3,980	3,724.64	14,336.78
φ 450 超高功率石墨电极	6,186	6,281.99	22,651.41	5,273	4,941.71	11,026.44	7,298	7,290.94	15,203.21
φ 500 超高功率石墨电极	2,586	2,757.23	30,875.03	2,158	2,254.46	12,706.97	3,017	3,157.43	15,625.98
φ 550 超高功率石墨电极	1,248	1,090.67	41,972.33	1,639	1,645.07	15,774.89	2,019	2,081.46	16,572.25
φ 600 超高功率石墨电极	11,149	11,285.42	47,912.36	12,726	11,943.22	17,430.03	14,627	14,195.38	17,509.30
φ 650 超高功率石墨电极	1,978	1,763.92	68,974.55	1,346	1,458.78	20,816.86	163	95.82	18,584.07
φ 700 超高功率石墨电极	3,267	3,452.11	71,033.63	3,118	2,675.64	27,340.23	3,557	4,128.47	22,020.43
超高功率石墨电极接头	1,348	1,386.35	40,825.86	1,396	1,323.96	16,142.81	1,737	1,639.38	16,863.58

资料来源：公司提供

扬子碳素主要产品为冶金炼钢用的 φ 350mm-φ 700mmUHP 石墨电极等。近年来，各类品种规格的 UHP 石墨产能整体呈增长态势，产销率保持较高水平；同时，受益于原油价格上涨拉动主要产品价格提升，2021 年扬子碳素营业收入实现同比增长。其中，φ 650 超高功率石墨电极主要用于出口，受出口需求下降影响，产能逐年减少，收入贡献下降，但对扬子碳素整体盈利水平影响不大。

为调整产品结构，增强竞争实力，近年来，公扬子碳素加大研发力度以及成果转化效率，2021 年大型镁电解用石墨阳极实现批量生产，共加工 150 块，打破了大阳极板依赖进口的局面，产品质量得到客户逐步认可，客户数和订单量不断增长，未来有望成为扬子碳素新的利润增长点。

采购方面，扬子碳素产品的主要原材料为石油焦、沥青、锦州焦、益大焦和京阳焦等，2021 年以来，采购价格大幅上涨，对利润空间形成一定冲击，中诚信国际将持续关注原材料及产品价格波动对盈利能力的影响。销售方面，近年来，扬子碳素国内销售占比约为 50%，主要与宝武、鞍钢等大型钢铁企业签订了战略合作协议；海外业务主要出口至美洲、欧洲、亚洲、非洲等世界各国和地区。由于上下游供应商及客户均较为强势，扬子碳素对其一般采用现汇及 6 个月的承兑汇票方式结算，国外主要通过 TT 电汇结算。

公司已完成所有退城进郊项目的搬迁工作，未来暂无拟搬迁项目，由于退城进郊业务前期资金垫付规

模较大，需持续关注资金后续回笼情况

公司本部承担南通市政府交办的企业搬迁工作，同时也享受南通市政府的财政支持政策。根据江苏省南通市人民政府发布的《南通市人民政府关于加快姚港化工区重点三类企业搬迁调整的若干意见》等文件，先由公司代政府垫付搬迁企业的补偿资金，并承担土地平整工作（主要为土地交办前土地建筑物拆除及土地修复整治等），平整后土地由南通市土储中心挂牌出让，土地出让收益统一纳入南通市财政专户管理。根据 2018 年的相关文件，土地出让金的 15% 作为轨道交通建设资金、应缴中央、省相关规费，10% 用于弥补公司的财务费用等，剩余 75% 返还给公司用于南通市重大突破型产业建设。公司承办退城进郊项目过程中无土地一级开发收入，不计入营业总收入。

账务处理方面，公司将搬迁补偿代付资金、修复及相关费用计“其他非流动资产”中的“其他长期资产”科目，待土地招拍挂后，土地的出让收益先抵扣“其他长期资产”（搬迁补偿及相关费用），如有盈余经南通市国有资产监督管理委员会授权后列“资本公积”科目。退城进郊土地均已过户至公司名下（取得的土地使用权证为商住、商办等用途的国有划拨土地），土地计入“投资性房地产”科目，待土地招拍挂后，已出让的退城进郊土地资产将从“投资性房地产”科目中扣减。

表 9：截至 2022 年 3 月末已修复待出让老工业用地情况

	面积（亩）	规划用途	土地成本（亿元）
精华制药原料分厂	104.19	居住	2.12

万达锅炉（北）	92.93	弹性	1.65
合计	197.12	-	3.77

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月末，公司已完成所有退城进郊项目的搬迁工作，待土地场地环境调查并明确规划用途后确定是否需要治理，治理完成过后可挂牌上市，公司未来暂无拟搬迁项目。截至 2022 年 3 月

末累计未收回的搬迁款余额为 40.72 亿元（含利息），后续将通过土地出让金返还的形式收回，其他地块在进行整治及环保处理后将陆续上市拍卖，全力推进土地盘活。整体来看，土地出让收入分成款受土地挂牌出让进度影响大，拆迁补偿款回收进度较慢，待回款规模较大，中诚信国际将对公司款项回收情况保持关注。

表 10：截至 2022 年 3 月末公司尚未完成土地出让的退城进郊项目投资情况（亿元）

	建设期间	回款期间	预计总投资	累计投资	累计回款	预计回款计划	
						2022	2023
姚港化工区	2021~2023	由于该业务的特殊性，无确定的回款期间，回款根据土地治理及挂牌转让的时间确定	30.00	22.93	15.37	5.25	-
醋酸化工	2021~2023		9.00	6.73	3.13	7.00	-
大伦化工	2021~2023		6.70	2.70	-	-	-
万达锅炉	2019~2021		2.00	1.85	-	-	5.99
棉机厂	2021		1.50	1.35	-	4.00	-
钢绳	2021~2022		1.50	0.73	-	3.00	-
宝叶化工	2021~2023		1.75	1.63	-	-	-
精华制药	2021		2.70	2.42	-	-	-
待分摊融资成本	--	--	-	0.38	--	--	--
合计	--	--	55.15	40.72	18.50	19.25	5.99

资料来源：公司提供

基础设施建设业务及土地一级开发业务正常推进，需关注应收款项回收进度；滨江丽都桥语项目已进行尾盘销售，目前苏锡通控股在建及拟建项目规模较大，仍有一定资本支出压力，未来需持续关注投融资匹配情况以及项目开发进度及销售去化情况

苏锡通控股为苏锡通产业园最重要的基础设施投融资和建设主体，主要承担园区内重大项目的投资建设和运营管理、土地一级开发、房地产开发运营、物业经营管理以及市政公用事业运营等业务，主要通过南通佳润控股集团有限公司（以下简称“佳润控股”）和南通苏通控股集团有限公司（以下简称“苏通控股”）⁸两家一级子公司具体负责。

表 11：近年来苏锡通控股收入构成情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
基础设施建设	10.46	9.81	7.81	4.05
土地一级开发	7.79	6.45	8.91	0.21
供水业务	0.26	0.21	0.64	0.04
商品房销售	0.24	5.24	0.02	-
租赁业务	0.28	0.20	0.38	-

⁸ 截至 2021 年末，佳润控股总资产为 125.39 亿元，净资产为 44.31 亿元；2021 年实现营业总收入 7.66 亿元，净利润为 0.53 亿元。截至 2021 年末，苏通控股总资产为 338.47 亿元，净资产为 124.09 亿元；2021 年

其他	2.02	3.85	0.95	0.13
营业总收入	21.05	25.76	18.71	4.43

资料来源：公司提供

苏锡通控股基础设施建设业务主要通过佳润控股对园区内重点项目及园区城建计划项目等进行代建，建设资金主要由财政资金拨付，苏锡通产业园管委会在拨付建设资金的同时，向佳润控股额外支付 2%左右的代建管理费。截至 2022 年 3 月末，佳润控股主要已完工基础设施建设项目为五期房屋工程、厂房拆迁工程、天星村拆迁项目等，实际投资 61.47 亿元，累计确认收入 30.33 亿元。截至 2022 年 3 月末，佳润控股主要的在建基础设施建设项目包括张江路主污水管（张芝山竖河综合整治）工程、锡通大道（S336-竹松路）工程和张江路（北段）项目等，计划总投资 8.56 亿元，已完成投资 1.51 亿元，仍需投资 7.05 亿元，尚未确认收入。此外，公司仍有 9.82 亿元的拟建项目，投资规模较大，未来仍有一定资本支出压力。

实现营业总收入 18.71 亿元，净利润为 2.06 亿元。

土地一级开发业务方面，苏通控股作为承担苏锡通科技产业园区原苏通片区的土地开发整理工作的运营主体，需先垫付土地整理的各项成本和费用，每年年末管委会支付其当年实际发生的土地开发成本，同时按开发成本 6% 的比例给予建设管理费。此外，对整理后出让的土地，苏锡通产业园财政局将按照不超过土地出让价 45% 的比例给予苏通控股土地出让分成，具体分成比例由产业园财政局与苏通控股协商确定。2021 年以来，苏通控股未新增土地整理业务，仅为存续已平整土地的出让业务。2021 年及 2022 年一季度，苏通控股土地出让面积分别为 1,126.48 亩和 415.38 亩；同期，实现土地一级开发收入分别为 8.91 亿元和 2.45 亿元。截至 2022 年 3 月末，苏通控股存货中尚未结转的土地整理成本为 63.14 亿元，其中包括已完工未出让的土地，后续土地整理业务结转情况需持续关注。

房地产业务方面，苏锡通控股房地产业务主要由苏通控股子公司南通苏通科技产业园滨江房地产开发有限公司（以下简称“滨江地产”）负责运营。滨江地产拥有房地产开发二级资质，截至 2022 年 3 月末，滨江地产在售项目为滨江丽都桥语楼盘项目四期，滨江丽都桥语楼盘项目于 2011 年开始建设，共分四期，占地 11.80 万平方米，为住宅类项目。2019~2021 年分别确认销售收入 0.24 亿元、5.24 亿元和 0.16 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司在建项目为张芝山七期安置房住宅项目和 R20037 地块商品房住宅项目，目前尚未取得销售许可。此外，同期末公司仍有土地储备 3 块。由于目前在建拟建项目投资规模较大，未来将持续关注投资进展及资金匹配情况。

表 12：截至 2022 年 3 月末公司在建及在售房地产项目以及土地储备情况（万平方米、亿元）

项目名称	建筑规划总面积	总投资	已投资	已销售面积	已回笼资金	2022 年 4-12 月计划投资额
滨江丽都桥语楼盘项目四期	24.09	11.20	10.92	21.41	14.62	-
张芝山七期安置房	54.63	26.00	13.44	--	--	3.00
R20037 地块	8.06	8.20	3.98	--	--	0.30
地块名称	地理位置	占地面积	拿地时间	土地性质	计划投资总额	拿地成本
R21035 地块	江港路北、金英路西侧	11.03	2021.11	普通商品房	--	7.84
R21045 地块	苏锡通园区海伦路北、金英西路西侧	1.95	2021.12	保障性租赁住房	2.61	0.14
R21049 地块	海亚路南、江景路西侧	5.83	2021.12	普通商品房	--	4.19

注：其中 R21035 地块已取得相关土地证，但尚未立项；R21045 地块尚未取得相关土地证，但已立项，计划于 2023 年开工建设；R21049 地块尚未立项且未取得相关土地证。其中张芝山七期安置房建设周期为 2021 年 12 月~2024 年 10 月，R20037 地块建设周期为 2022 年 1 月~2024 年 10 月。
资料来源：公司提供

中诚信国际关注到，截至 2021 年末，苏锡通控股以苏锡通产业园管委会土地一级开发和基础设施建设款项等为主的应收账款和以苏锡通产业园管委会及园区内国有企业往来款等为主的其他应收款分别为 55.80 亿元和 81.07 亿元，规模大且期限长，对资金形成占用，需关注未来应收款项回收情况；同时目前房地产行业景气度低迷，在建及拟建项目规模较大，需持续关注未来项目投融资匹配情况及开发进度及销售去化情况。

2021 年以来公司基金投资业务稳步发展，但目前

投资项目较多，且均处于投资期，未来将持续关注基金业务投资进展以及投后效益和回款情况

公司本部承担基金投资及管理的主体职能，以投资人身份参与基金投资，主要通过全资子公司南通投资管理有限公司（以下简称“投管公司”）从事天使投资、创业投资、并购重组、母基金等股权投资业务，通过股权投资、基金投资和资本市场运作，为南通新兴产业、中小企业、拟上市企业、上市公司更好地发展提供资本与资源的支持。

表 13：截至 2022 年 3 月末公司主要在投资基金情况（亿元）

基金名称	基金管理人	成立时间	期限	基金认缴	基金实缴	公司认缴	公司实缴	行业投向	2021 年投资收益	2021 年现金分红	累计还本
南通市产业投资母基金有限公司	南通投资管理有限公司	2016	未明确	50.00	36.15	4.00	3.55	围绕南通市经济社会发展目标，重点支持创新创业、中小企业发展、产业转型升级	-	-	0.49
义乌惠商紫荆二期投资合伙企业（有限合伙）	南通投资管理有限公司	2016	3+7	10.61	9.61	1.00	1.00	先进制造、医疗健康、能源环保、信息技术等战略新兴产业领域；重点扶持企业	-	-	-
北京金信华创投股权投资中心（有限合伙）	南通投资管理有限公司	2014	2+4	5.00	5.00	0.30	0.30	TMT、能源环保、先进制造、品牌消费	0.25	0.05	0.30
南通金信华通股权投资中心（有限合伙）	南通投资管理有限公司	2015	3+2	5.02	5.02	0.80	0.80	TMT、能源环保、先进制造、品牌消费	0.02	0.02	0.80
南通红土创新资本创业投资有限公司	南通投资管理有限公司	2007	5+5	1.20	1.20	0.10	0.10	为推动南通地区创新型经济发展、培育高新技术企业和转变经济增长方式	0.01	0.01	0.30
南通松禾创业投资合伙企业（有限合伙）	南通投资管理有限公司	2009	3+3	1.50	1.50	0.30	0.30	投资境内的高成长、创新型、非上市的企业股权为主	0.03	0.03	0.26
华清本草南通股权投资中心（有限合伙）	南通投资管理有限公司	2015	3+3	6.00	6.00	0.60	0.60	创新诊断、新药研发、高端医疗器械、创新医疗服务等	-	-	0.36
南通同渡信康创业投资中心（有限合伙）	南通投资管理有限公司	2016	4+3	1.63	1.33	0.30	0.15	以医疗健康和智能科技为主，其他领域为辅，投资阶段以早中期为主	-	-	0.02
南通元清本草股权投资中心（有限合伙）	南通投资管理有限公司	2018	3+3	10.22	10.22	0.15	0.15	创新诊断、新药研发、高端医疗器械、创新医疗服务等	-	-	0.02
南通国信君安创业投资有限公司	南通投资管理有限公司	2014	4+3	2.50	2.50	0.15	0.15	高端装备制造业，包括海洋工程、船舶制造及其配套等	-	-	0.01
南通辰清本草股权投资中心（有限合伙）	南通投资管理有限公司	2021	4+3	6.37	2.54	0.50	0.20	创新诊断、新药研发、高端医疗器械、创新医疗服务等	-	-	-
南通濠智股权投资合伙企业（有限合伙）	南通投资管理有限公司	2021	3+2	1.00	0.40	0.60	0.20	新能源、新材料、智能制造、医疗生物、新一代信息技术等	-	-	-

注：除南通市产业投资母基金有限公司计入长期股权投资列示外，其他基金均计入其他非流动金融资产列示。

资料来源：公司提供

南通市产业投资母基金有限公司⁹（以下简称“南通母基金”）以产业培育为主要目的，开展具有南通特色的政府产业基金投资业务。截至 2021 年末，南通母基金对外投资二级子基金 22 支，其中母基金 2 支、直投资基金 18 支、过会待设基金 2 支，投资领域涉及电子科技、智能制造、医疗科学等多个产业领域。截至 2022 年 3 月末，二级子基金总规模 173.06 亿元、实缴 131.20 亿元，其中南通母基

金认缴 49.04 亿元、实缴 34.89 亿元、估值 49.55 亿元。截至 2021 年末，南通母基金累计收到二级子基金回款 4.57 亿元（含税），向股东分配 4.15 亿元。

投管公司对管理的基金按照市场化标准收取管理费，以实缴规模的一定比例按年收取管理费；南通母基金旗下部分基金采取“双 GP 模式”，按协议收取管理费，通过市场化的机制改革实现民营资

⁹ 公司持有其 40% 的股权，2021 年末，南通母基金总资产为 37.57 亿元，所有者权益为 34.68 亿元；2021 年无营业收入，实现净利润为

0.04 亿元。

本持股过半，符合市场化发展的主流 GP 模式，能够在充分调动 GP 积极性的基础上实现 LP 资源的有效管理。**中诚信国际认为**，公司目前在投项目较多，且均处于投资期间，未来将持续关注公司基金业务投资进展以及投后效益和回款情况。

公司在建项目涉及医药及机械设备制造领域，同时承担当地民营房企纾困工作，未来尚有一定资本支出规模

公司在建项目主要为亳州道地中药材规模化无硫加工及中药产业化生产基地建设项目和大型工业鼓风机新建项目，项目总投资规模为 10.18 亿元，截至 2022 年 3 月末已投入 5.28 亿元，未来尚有一定资本支出规模。

表 14：截至 2022 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	计划投资	
			2022	2023
亳州道地中药材规模化无硫加工及中药产业化生产基地建设项目	7.18	3.91	-	-
大型工业鼓风机新建项目	3.00	1.37	1.07	0.30
合计	10.18	5.28	1.07	0.30

注：其中亳州道地中药材规模化无硫加工及中药产业化生产基地建设项目的资金来源为 2.5 亿元融资及自有资金，但由于前期投资未能产生预期效益且亳州保和堂目前资金困难，后期不再继续投入；大型工业鼓风机新建项目资金来源为自有资金。

资料来源：公司提供

此外，2022 年 5 月 9 日，江苏中南建设集团股份有限公司（以下简称“中南建设”）发布公告称，其控股股东中南控股集团有限公司（以下简称“中南控股”）与中国华融资产管理股份有限公司江苏省分公司（简称“华融资产”）、南通市保障房建设投资有限公司、南通产控、江苏海晟控股集团有限公司共同签署了支持中南建设转型发展战略合作协议。根据协议，公司拟出资约 2.50 亿元纾困南通市本地民营房地产企业。

财务分析

以下分析基于经瑞华会计师事务所（特殊普通

合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年度审计报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年度审计报告、经南通万隆会计师事务所（普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度审计报告¹⁰以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。2019 年、2021 年及 2022 年一季度财务数据均为财务报告当期数或期末数，因公司对 2020 年度数据进行会计差错追溯调整，2020 年数据采用 2021 年期初数。中诚信国际分析时，将公司计入“其他应付款”和“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务；将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务。

扬子碳素及苏锡通控股纳入合并范围，带动营业总收入大幅增长，但毛利率水平下滑，盈利能力有所弱化

受益于扬子碳素并表事项完成，2021 年公司新增石墨电极等碳素制造业务收入，带动营业总收入规模和毛利率水平大幅增长。同期，公司剥离房地产和纺织业务，由于上述业务收入规模较小，对营业总收入和利润水平影响有限。2021 年，医药制造和化工板块主要产品产能释放以及销售情况良好，带动收入规模同比增长，但原材料价格涨幅较大令毛利水平有所下降；系统集成建设类业务收入的增加整体推动金通灵收入大幅增长，但原材料、运输费及外部加工费等成本费用上涨使得设备制造及服务板块毛利率下降。受苏锡通控股于 2021 年 12 月 31 日并表影响，2022 年一季度，公司营业总收入亦同比增长，由于苏锡通控股毛利率水平相对较低且其收入占比提升，加之原料价格上涨令碳素业务毛利率下滑，营业毛利率进一步降低。

表 15：近年来公司主要板块收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
医药制造	11.57	12.81	13.58	4.09
纺织	7.44	3.25	3.12	-
化工	5.00	4.38	7.10	1.93
房地产	8.62	9.39	5.16	-
设备制造及服务	-	14.36	17.55	4.04

合伙）变更为南通万隆会计师事务所（普通合伙）。

¹⁰根据南通市国资委对南通产控财务报表审计机构进行的招标流程结果，公司 2021 年度会计师事务所由天职国际会计师事务所（特殊普通

碳素制品	-	-	9.77	4.18
苏锡通控股板块	-	-	-	4.39
其他	3.92	7.48	6.20	1.13
营业总收入	36.55	51.67	62.48	19.76
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
医药制造	45.47	48.31	46.56	49.65
纺织	1.69	-2.22	10.51	-
化工	24.93	25.08	20.83	23.20
房地产	48.19	55.17	50.25	-
机械制造	-	21.56	18.84	18.08
碳素制品	-	-	29.21	12.56
苏锡通控股板块	-	-	-	19.89
营业毛利率	35.59	34.43	30.45	25.36

注：公司现有房地产业务收入放入苏锡通控股板块列示；其他业务包括粮食收储、融资租赁、物业管理、担保等。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司费用管控情况良好，期间费用率稳步下降。利润总额主要源自经营性业务利润和投资收益，受毛利率水平持续下滑影响，跟踪期内经营性业务利润均同比减少。投资收益主要来自于江山股份、江苏狼山钢绳股份有限公司（以下简称“狼山钢绳”）等在持有期间的收益，2021年投资收益同比下降，主要系无上年度因处置所持中航航空科技股份有限公司（以下简称“中航高科”）1%股权而实现处置收益3.15亿元所致。此外，2021年子公司南通通能精机热加工有限责任公司（以下简称“通能精机公司”）持续亏损且资不抵债，当年处置了土地房屋以及部分机器设备，确认2.60亿元资产处置损失，对利润形成一定侵蚀。上述因素共同带动公司利润总额和净利润有所回落，相关盈利指标亦有所弱化。

表 16：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	2.69	2.77	3.49	0.88
管理费用	3.87	6.49	9.01	1.81
财务费用	1.78	3.10	2.41	1.19
期间费用合计	8.34	12.35	14.92	3.88
期间费用率	22.83	23.90	23.87	19.62
经营性业务利润	3.58	5.28	3.89	1.18
资产减值损失	7.35	4.49	1.02	0.10
投资收益	4.24	6.24	4.51	2.73
资产处置收益	-0.34	0.003	-2.61	-0.60
利润总额	0.52	7.07	5.89	3.33
净利润	-0.43	4.82	3.44	2.99

¹¹ 截至2022年3月末，存货主要包括土地开发成本60.10亿元、合同履约成本27.27亿元、基础设施建设开发成本0.20亿元。

EBITDA	4.64	14.11	13.76	--
EBITDA 利润率	12.70	27.31	22.02	--
总资产收益率	1.06	3.47	1.73	--

注：中诚信国际分析时，将“研发费用”计入“管理费用”，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总资产和总负债规模随公司合并范围变动而大幅增加；利润的积累以及资本公积的增长带动权益规模提升，但债务增速较快，财务杠杆水平略有上升；应收款项回收需持续关注

经营规模的扩大使得2021年末公司总资产同比增长，其中流动资产占比为63.85%。受苏锡通基础设施建设和房地产开发等业务并表影响，土地开发成本和合同履约成本大幅增加，使得2021年末存货¹¹规模同比大幅增长；同时，应收苏锡通产业园管委会及园区内国有企业往来款等以及应收苏锡通产业园管委会土地一级开发和基础设施建设款项等令同期末其他应收款和应收账款规模均同比大幅增长，2021年计提应收账款和其他应收款的坏账准备金额分别为0.29亿元和0.18亿元。中诚信国际关注到，公司应收款项规模较大，截至2022年3月末合计占流动资产的比重为35.16%，对资金形成较大占用，未来需持续关注款项回收情况。公司账面货币资金较为充足，截至2022年3月末有19.79亿元使用受限，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金、定期存单等。

表 17：截至 2022 年 3 月末前五大其他应收款情况（亿元）

	欠款金额	欠款年限	期末占比(%)	产生原因
江苏舜旺控股有限公司	18.58	1年以内	20.70	资金往来
江苏南通苏锡通科技产业园区财政局	17.38	1年以内	19.37	资金往来
南通中奥苏通生态园产业发展有限公司	11.87	1年以内，1~2年	13.23	资金往来
南通创道贸易有限公司	5.54	1年以内，1~2年	6.17	资金往来
南通耀通大桥产业园投资有限公司	3.47	1年以内	3.87	资金往来
合计	56.84	--	63.34	--

资料来源：公司提供

表 18: 截至 2022 年 3 月末前五大应收账款情况 (亿元)

	欠款金额	欠款年限	期末占比 (%)	产生原因
江苏南通苏锡通科技产业园区管理委员会	25.64	1 年以内、1~2 年、2~3 年	34.18	业务往来
南通锡通科技产业园管理委员会	12.81	1 年以内	17.08	业务往来
锡通科技产业园财政审计局	5.53	2~3 年、5 年以上	7.38	业务往来
北京国和本草医药有限公司	0.99	2~3 年、3~4 年	1.21	货款
康美(亳州)世纪国药中药有限公司	0.56	4~5 年	0.74	货款
合计	45.53	--	60.59	--

资料来源: 公司提供

非流动资产方面, 受益于苏锡通控股并表令其联合营企业增加, 加之江山股份、狼山钢绳等联营企业权益法核算投资收益增加, 2021 年以来公司长期股权投资持续增长。其他权益工具主要为对中航高科等上市公司的股权投资, 其他非流动金融资产主要为对基金的投资, 2021 年因将南通母基金调整至长期股权投资计量, 其他非流动金融资产年末规模有所下降。2021 年, 公司对上年度合并金通灵形成的商誉进行差错调整¹², 中诚信国际对所反映出的报表质量问题保持关注。2021 年末, 长期应收款大幅增加, 主要是新增应收东方大道快速化改造工程款 1.85 亿元¹³以及应收钢铁产能指标及工程款 46.10 亿元¹⁴所致。其他非流动资产以进城退郊业务产生的搬迁支出为主, 受益于土地挂牌出让进度加快, 2021 年以来整体呈下降态势。

表 19: 截至 2021 年末主要长期股权投资情况 (亿元)

被投资企业名称	年末余额	持股比例	权益法下确认的投资损益
南通市产业投资母基金	13.46	48.00%, 所持	-0.01

¹² 2020 年末公司商誉 13.86 亿元, 其中合并金通灵形成商誉 12.14 亿元, 经公司核实, 合并金通灵公司商誉存在两个问题, 不符合企业会计准则处理原则: (1) 根据企业会计准则, 商誉=投资成本-合并日被投资企业可辨认净资产的公允价值×持股比例; 但 2020 年末审计未对金通灵公司进行公允价值的评估, 仅按照账面净资产计算商誉, 导致商誉虚高。(2) 根据天职国际事务所审计报告, 合并日确定为 2020 年 1 月 1 日, 当时公司持有金通灵 6.99% 的股权, 成本为 3.83 亿元, 在合并报表时, 天职国际事务所将定向增发后 27.88% 的股权比例和所有的成本之和 14.98 亿元计算商誉, 导致商誉的虚高。根据企业会计准则的规定, 应根据并购日的成本计算商誉, 并购之后继续受让股权, 属于购买少数股东股权, 溢价部分应冲减资本公积。针对上述问题, 公司在 2021 年度财务报告中进行了前期差错更正。

¹³ 根据苏通科技产业园综合管理办公室(原为江苏南通苏通科技产业

有限公司		股权无质押	
南通江山农药化工股份有限公司	8.85	29.30%, 所持股权无质押	2.45
江苏狼山钢绳股份有限公司	2.66	24.38%, 所持股权无质押	0.32
江苏致豪房地产开发有限公司	2.41	30.00%, 所持股权无质押	0.40
其他	6.88	--	-0.31
合计	34.26	--	2.85

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

公司负债主要由其他应付款和有息债务构成, 其中其他应付款主要为预收退城进郊土地出让金分成款, 由于苏锡通控股并表, 2021 年以来随往来款项及预收拆迁及土地补偿款的增加而呈上升态势。同期末, 受合并范围变化等影响, 公司有息债务规模保持增长趋势, 其中与项目建设进度匹配的长期债务规模上升, 截至 2022 年 3 月末短期债务占比降至 44.13%, 期限结构明显改善。

权益方面, 因完成对苏锡通控股的并购, 公司资本公积、少数股东权益增长较快; 加之利润的积累, 2021 年末所有者权益规模大幅提升。跟踪期内, 资产负债率和总资本化比率均略有上升, 但整体财务杠杆水平变化不大。

表 20: 公司主要资产、负债和资本结构情况 (亿元、%)

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	16.10	38.65	71.25	78.28
其他应收款	16.50	33.51	86.71	88.62
应收账款	3.63	12.93	72.49	70.63
存货	12.23	31.49	189.64	190.11
流动资产	74.76	142.92	446.97	452.99
可供出售金融资产	25.20	-	-	-
长期应收款	16.59	14.72	59.93	68.39
长期股权投资	36.35	27.50	34.26	39.36
其他权益工具投资	0.23	25.39	27.21	21.84
其他非流动金融资产	0.02	12.35	8.47	8.91
商誉	1.80	4.01	4.27	4.27

园区管理委员会)、苏通科技产业园财政局(以下简称“甲方”)与公司的子公司南通苏通科技产业园控股发展有限公司(以下简称“乙方”)签订的东方大道快速化改造工程协议及回购协议, 该项目采用投资、建设、移交模式进行建设, 即由甲方委托乙方按经批准的文件所包括的全部内容筹集资金进行该项目工程建设, 工程建成后由甲方按约定分期向乙方返还建设费用和资金回报。建设费用和资金回报的返还自项目竣工验收通过日(2015 年 7 月)开始, 甲方在 7 年内返还乙方建设费用和资金回报, 返还期限自 2015 年 7 月至 2022 年 6 月止。

¹⁴ 经南通市人民政府常务会议纪要第 45 号文件批准及公司 2020 年 1 月 18 日与中天钢铁集团有限公司签订的“关于海门精品钢部分公辅工程项目只合作协议”, 公司支付中天钢铁集团有限公司海门精品钢项目产能指标竞拍及建设工程款 46.10 亿元。

其他非流动资产	50.30	54.08	41.49	42.03
总资产	249.61	347.07	700.00	711.11
其他应付款	28.04	50.34	65.27	66.45
总负债	148.03	199.98	402.97	414.66
资本公积	41.58	42.57	116.07	116.20
未分配利润	17.05	21.77	28.65	30.75
少数股东权益	22.14	55.12	124.11	125.26
所有者权益	101.58	147.09	297.03	296.44
短期债务	49.08	70.19	134.86	132.32
总债务	101.28	113.86	284.07	299.85
资产负债率	59.31	57.62	57.57	58.31
总资本化比率	49.93	43.63	48.89	50.29

注：根据新金融工具会计准则，2021 年公司可将可供出售金融资产科目调整至债权投资、其他权益工具投资及其他非流动金融资产，重分类后均以公允价值计量。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年公司盈利及经营获现能力下滑，相关偿债指标有所弱化

2021 年，金通灵、苏锡通控股经营业务前期垫付资金较大使得公司经营获现能力有所弱化，同时国城公司出表，房地产回笼资金减少，经营活动净现金流由正转负；受益于收到苏锡通控股合并日现金 17.55 亿元以及土地拍卖款返还 23.44 亿元，同期投资活动现金净流入规模扩大，能够覆盖经营性现金缺口，当年筹资活动仍保持净流出态势。2022 年一季度，公司经营获现能力仍较弱，由于支付中天钢铁工程款 5.02 亿元以及理财款 3.64 亿元，投资活动净现金流由正转负，资金缺口较大程度依赖外部筹资。

偿债能力指标方面，2021 年经营活动现金流呈净流出状态，因此无法对债务本息形成有效覆盖；受有息债务规模大幅增加影响，当年总债务/EBITDA 指标大幅弱化，虽然 EBITDA 对利息的覆盖能力略有提升，但整体偿债指标明显弱化。

表 21：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、倍）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	9.66	7.22	-2.69	-2.13
投资活动净现金流	-28.51	16.81	25.74	-3.65
其中：取得投资收益收到的现金	3.06	5.34	17.86	0.88

¹⁵ 根据南通市国资委“通国资发[2021]126 号”文件，将苏锡通控股 51% 注入公司，以苏锡通控股截至 2021 年 12 月 31 日经审计净资产增加公司授权基数 60.98 亿元；根据南通市财政局对公司《关于申请拨付资金增加授权基数的请示》（[2021]请字 0817 号）的办理意见（通财工贸字[2021]27 号），公司收到南通市财政局注入资金 3 亿元，相应增加公司

筹资活动净现金流	18.41	-3.00	-10.96	15.56
经调整的经营净现金流/总债务（%）	4.55	0.79	-3.93	--
经营活动净现金流/总债务	0.10	0.06	-0.01	-0.03*
经营活动净现金流/利息支出	2.31	1.39	-0.57	--
总债务/EBITDA	21.83	8.07	20.65	--
EBITDA 利息保障系数	1.11	2.71	2.92	--

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司本部投资收益保持较高规模，所有者权益大幅增长，财务杠杆水平降低，持有的上市公司股权可为本部偿债提供一定保障

本部口径方面，公司本部利润主要来自于下属子公司的投资收益，2021 年投资收益及取得投资收益收到的现金均保持较高规模，受通能精机公司资产处置影响，资产减值损失大幅增加，对利润形成较大侵蚀。2021 年末本部资本公积大幅增加¹⁵，推升所有者权益规模。2021 年以来，公司本部有息债务规模略有减少，截至 2022 年 3 月末，短期债务占比为 46.15%，货币资金对短期债务的覆盖程度较低，但公司本部其持有的上市公司股权可为本部偿债提供一定保障。

表 22：截至 2022 年 3 月末公司本部主要持有上市公司股权

上市公司简称	持股比例（%）	持股数量（万股）	2022/03/31 持有市值（亿元）
精华制药	35.20	28,659.22	63.85
江天化学	37.53	3,010.00	4.51
金通灵	27.88	41,514.88	18.52
江山股份	29.30	8,701.98	39.86
中航高科	2.66	3,702.92	8.33
醋酸股份	7.77	1,589.37	2.59
神马电力	0.88	3,799,392	0.49
合计	--	--	138.15

注：截至 2022 年 3 月末，公司本部累计质押金通灵 20,611.48 万股，对应市值 9.19 亿元。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

表 23：近年来本部口径财务指标情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	1.71	2.38	-2.57	4.04
货币资金	7.60	10.19	9.98	8.35

授权经营基数；2021 年 9 月“通国资发[2021]145 号”文件，一印地块土地补偿与搬迁成本差额 14.88 亿元，增加公司授权基数，同时星辰材料厂地块土地补偿与搬迁成本差额 2.82 亿元，减少公司授权基数，合计调整增加公司授权基数 12.06 亿元。

货币资金/短期债务	0.20	0.23	0.24	0.24
投资收益	3.81	5.55	5.80	2.21
取得投资收益收到的现金	2.86	3.83	15.77	0.05
资产减值损失	3.75	0.44	3.37	--
净利润	1.10	3.05	1.26	1.78
短期债务	37.92	45.38	41.12	35.28
总债务	81.19	79.81	76.39	76.44
所有者权益	69.87	79.84	159.63	157.31
资产负债率	58.39	59.51	41.56	41.54
总资本化比率	53.75	49.99	32.37	32.70

注：中诚信国际分析时，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”。
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

较为充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持

截至 2022 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信总额 211.96 亿元，其中未使用额度 70.08 亿元，财务弹性较好。此外，精华制药、江天化学和金通灵为下属 A 股上市公司，股权融资渠道较为畅通。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计 48.45 亿元，占总资产的比重为 6.81%，主要系受限货币资金 19.79 亿元以及用于获得抵质押借款的固定资产、无形资产、存货、投资性房地产、应收票据以及长期股权投资等合计 28.66 亿元，受限比例较低。

截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 72.90 亿元，占净资产的比重为 24.59%。作为南通市国资委的重要运营主体，除了承担公司自身建设、融资职能外，按照南通市政府的整体规划，还为南通市内其他平台公司通过提供相关担保，使其获得银行融资资金。为防范担保风险，公司由南通市国资委制定了专门的对外担保管理办法，目前被担保企业全部为国有企业或国有控股企业，公司出现代偿的可能性较小，中诚信国际将对此保持关注。同期末，公司无影响其正常经营的重大未决诉讼。

表 24：截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

被担保方	担保余额
江苏通吕港口发展有限公司	95,741.28
南通兴东机场有限公司	84,107.48
南通锡通自来水供应有限公司	60,700.00
南通中奥苏通生态园产业发展有限公司	60,000.00
南通国有资产投资控股有限公司	57,560.00
南通共达农业有限公司	49,520.00
南通舜圣建筑工程有限公司	48,200.00

南通创道贸易有限公司	40,470.00
南通沿海开发集团有限公司	32,150.00
南通沿海集团开发有限公司	32,000.00
南通鼎通交通工程有限公司	30,100.00
若天生态环境发展（江苏）有限公司	24,550.00
南通绿路市政园林工程有限公司	24,500.00
南通高新控股集团有限公司	24,400.00
南通江山农药化工股份有限公司	20,000.00
南通通锡实业有限公司	18,370.00
南通华山实业有限公司	14,666.67
江苏舜旺控股有限公司	9,000.00
南通市经济技术开发区控股集团有限公司	3,000.00
合计	729,035.43

注：上述被担保企业性质均为国有企业。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022 年 4 月 28 日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

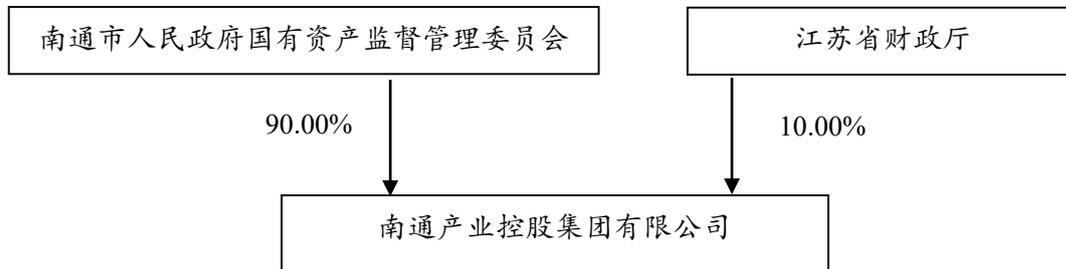
南通市经济实力持续增强，作为南通市国资委全资控股的重要产业经营和投资平台，公司获得控股股东支持力度大

近年来，南通市地方经济稳步发展，地区生产总值逐年增长，2021 年 GDP 同比增长 8.9%，产业结构持续优化，较强的经济实力为公司经营提供了良好的外部环境。公司是南通市国资委控股的主要产业经营及投资平台，自成立以来获得了控股股东业务、资金和政策等多方面的支持。根据“通国资发[2021]026 号”文件，2021 年南通市国资委将苏锡通控股 51% 股权无偿划转至公司。此外，公司承接的南通市国资委退城进郊项目获得相应政策支持和高比例的权益返还。

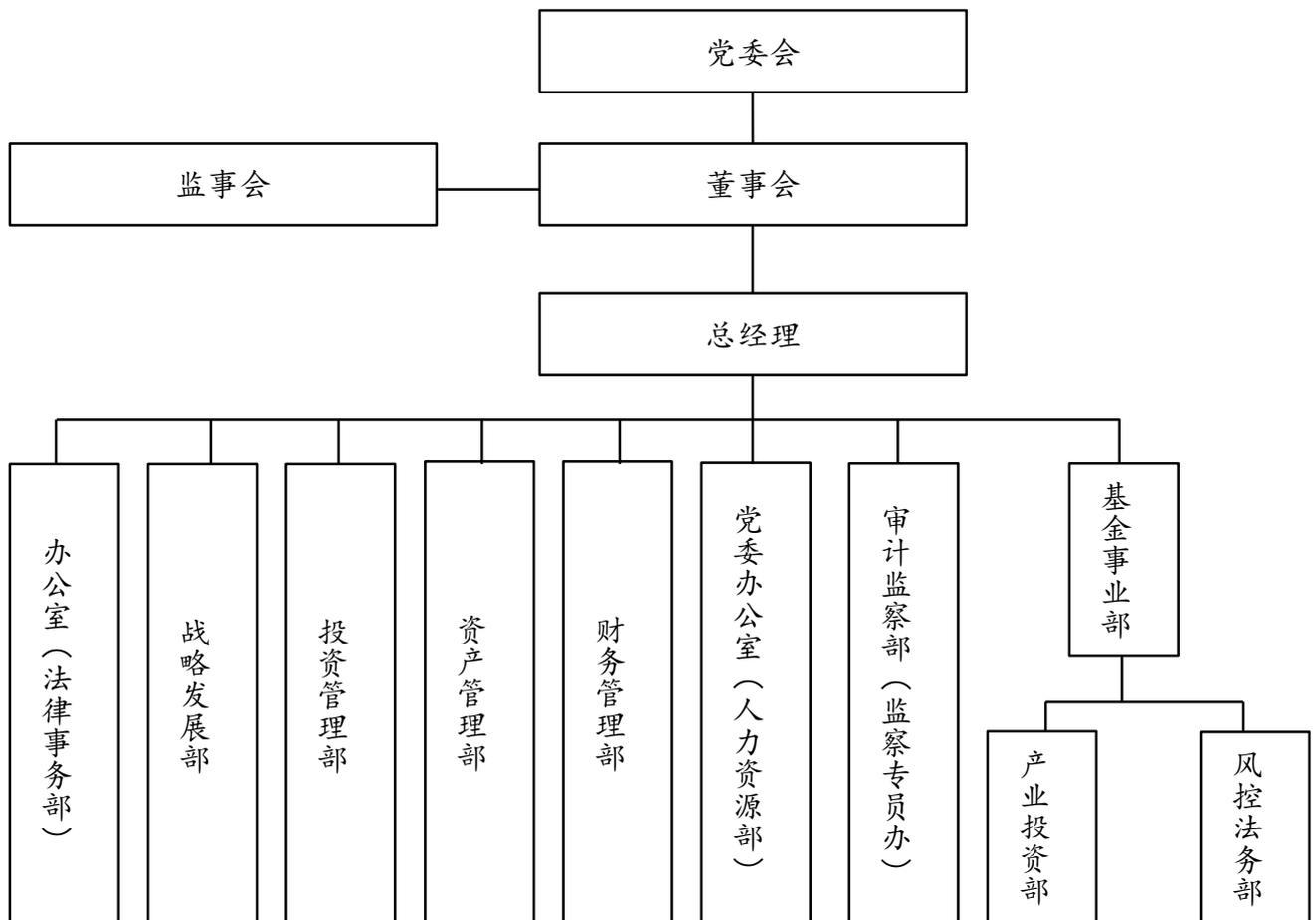
评级结论

综上所述，中诚信国际维持南通产业控股集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19 产控 01”和“20 产控 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：南通产业控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



主要子公司全称	简称	直接持股比例 (%)
精华制药集团股份有限公司	精华制药	35.20
南通江天化学品有限公司	江天化学	37.53
金通灵科技集团股份有限公司	金通灵	27.88
南通苏锡通控股集团有限公司	苏锡通控股	51.00
南通扬子碳素制品有限公司	扬子碳素	46.87



资料来源：公司提供

附二：南通产业控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	161,021.82	386,519.75	712,453.22	782,751.07
应收账款净额	36,260.10	129,265.83	724,870.73	706,346.19
其他应收款	165,020.12	335,051.42	867,143.32	886,154.85
存货净额	122,317.21	314,871.67	1,896,436.44	1,901,134.35
长期投资	619,239.75	677,231.96	728,322.33	703,117.55
固定资产	213,783.08	388,442.55	354,481.42	335,178.18
在建工程	77,433.15	46,829.55	37,155.52	42,349.98
无形资产	31,182.50	72,860.39	81,802.03	80,407.67
总资产	2,496,052.44	3,470,699.71	6,999,956.57	7,111,055.71
其他应付款	280,377.73	503,419.08	652,746.82	664,497.32
短期债务	490,816.28	701,919.55	1,348,624.43	1,323,163.30
长期债务	521,996.64	436,678.56	1,492,103.19	1,675,328.57
总债务	1,012,812.92	1,138,598.11	2,840,727.62	2,998,491.87
净债务	851,791.09	752,078.35	2,128,274.41	2,215,740.79
总负债	1,480,294.06	1,999,817.97	4,029,679.10	4,146,643.68
费用化利息支出	19,048.04	32,688.10	31,454.16	--
资本化利息支出	22,863.09	19,408.11	15,652.40	--
所有者权益合计	1,015,758.37	1,470,881.75	2,970,277.47	2,964,412.04
营业总收入	365,490.76	516,703.15	624,823.77	197,615.71
经营性业务利润	35,810.05	52,794.03	38,865.34	11,794.01
投资收益	42,433.60	62,417.98	45,086.41	27,304.01
净利润	-4,264.06	48,193.96	34,434.63	29,930.35
EBIT	24,220.13	103,386.79	90,397.62	--
EBITDA	46,401.91	141,086.88	137,593.76	--
经营活动产生现金净流量	96,623.17	72,207.89	-26,905.58	-21,269.56
投资活动产生现金净流量	-285,053.34	168,120.59	257,407.90	-36,501.24
筹资活动产生现金净流量	184,064.34	-29,962.97	-109,598.85	155,629.26
资本支出	55,376.50	32,854.71	36,337.50	17,416.22
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	35.59	34.43	30.45	25.36
期间费用率(%)	22.83	23.90	23.87	19.62
EBITDA 利润率 (%)	12.70	27.31	22.02	--
总资产收益率(%)	1.06	3.47	1.73	--
净资产收益率(%)	-0.44	3.88	1.55	4.03*
流动比率(X)	0.83	0.99	1.89	1.96
速动比率(X)	0.69	0.77	1.09	1.14
存货周转率(X)	1.63	1.52	0.39	0.31*
应收账款周转率(X)	7.86	6.14	1.44	1.10*
资产负债率(%)	59.31	57.62	57.57	58.31
总资本化比率(%)	49.93	43.63	48.89	50.29
短期债务/总债务(%)	48.46	61.65	47.47	44.13
经营活动净现金流/总债务(X)	0.10	0.06	-0.01	-0.03*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.20	0.10	-0.02	-0.06*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.31	1.39	-0.57	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	4.55	0.79	-3.93	--
总债务/EBITDA(X)	21.83	8.07	20.65	--
EBITDA/短期债务(X)	0.09	0.20	0.10	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.11	2.71	2.92	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.58	1.98	1.92	--

注：2022年一季度财务报表未经审计；中诚信国际分析时，将公司计入“其他应付款”和“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务；将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务；将“研发费用”计入“管理费用”；将“使用权资产”计入“无形资产”；带“*”指标已经年化处理。

附三：南通产业控股集团有限公司财务数据及主要指标（本部口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	75,975.43	101,858.62	99,788.89	83,500.52
应收账款净额	-	-	-	-
其他应收款	221,916.71	324,577.43	93,136.48	48,754.91
存货净额	13.22	13.22	12.62	12.62
长期投资	696,071.79	851,045.94	1,529,314.99	1,510,519.50
固定资产	65.43	80.58	1,374.32	1,378.83
在建工程	-	-	-	-
无形资产	65.10	43.97	26.82	56.62
总资产	1,679,049.65	1,971,767.80	2,731,265.55	2,691,080.79
其他应付款	199,138.92	380,186.80	323,070.56	322,198.31
短期债务	379,240.00	453,840.00	411,190.00	352,810.00
长期债务	432,670.00	344,290.00	352,680.00	411,620.00
总债务	811,910.00	798,130.00	763,870.00	764,430.00
净债务	735,934.57	696,271.38	664,081.11	680,929.48
总负债	980,322.36	1,173,406.14	1,134,992.86	1,117,937.56
费用化利息支出	-	-	-	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	698,727.29	798,361.66	1,596,272.69	1,573,143.23
营业总收入	14,021.25	5,404.24	2,004.65	-
经营性业务利润	-630.71	-16,096.37	-21,261.76	-4,746.82
投资收益	38,103.01	55,505.50	57,987.79	22,086.53
净利润	11,011.27	30,466.85	12,600.97	17,840.68
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	17,054.42	23,777.67	-25,654.45	40,439.42
投资活动产生现金净流量	-161,374.92	55,072.51	45,657.35	-49,262.59
筹资活动产生现金净流量	185,033.97	-52,961.99	-22,072.63	-7,465.20
资本支出	8,618.20	431.26	1,360.97	34.31
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	96.69	81.25	1.31	-
期间费用率(%)	96.11	364.25	1,039.65	-
EBITDA 利润率 (%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	1.71	4.21	1.05	4.50*
流动比率(X)	0.61	0.57	0.28	0.20
速动比率(X)	0.61	0.57	0.28	0.20
存货周转率(X)	35.06	76.64	153.09	-
应收账款周转率(X)	-	-	-	-
资产负债率(%)	58.39	59.51	41.56	41.54
总资本化比率(%)	53.75	49.99	32.37	32.70
短期债务/总债务(%)	46.71	56.86	53.83	46.15
经营活动净现金流/总债务(X)	0.02	0.03	-0.03	0.21
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.04	0.05	-0.06	0.46
经营活动净现金流/利息支出(X)	--	--	--	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-1.69	-2.06	-9.23	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	--	--	--	--

注：2022年一季度财务报表未经审计；中诚信国际分析时，将公司计入“其他应付款”和“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务；将“研发费用”计入“管理费用”；带“*”指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。