

南通产业控股集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕7464号

联合资信评估股份有限公司通过对南通产业控股集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南通产业控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“25 南通产业 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年七月二十九日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受南通产业控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

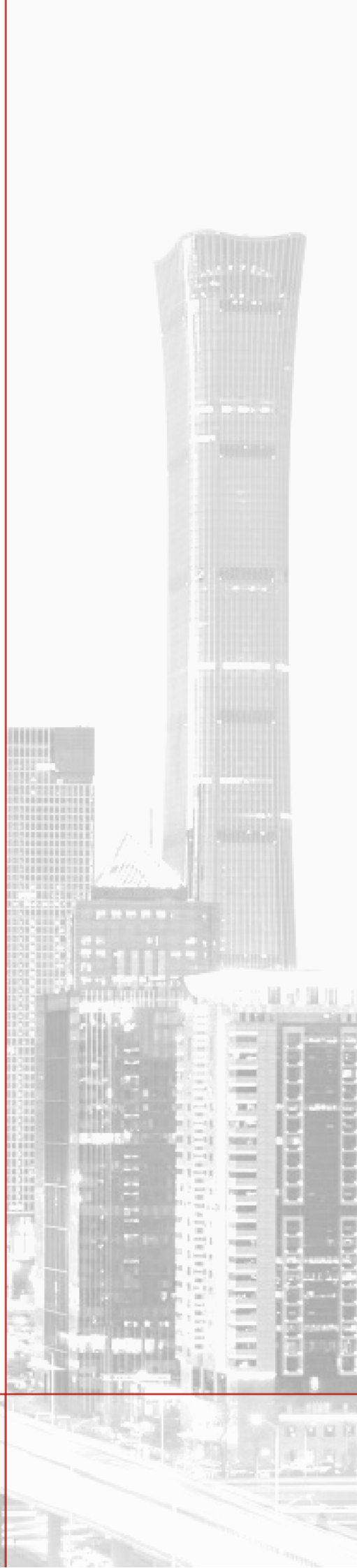
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



南通产业控股集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
南通产业控股集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/29
25 南通产业 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

南通产业控股集团有限公司（以下简称“公司”或“南通产控”）作为南通市重要的产业投资及运营主体，区域地位显著。跟踪期内，公司内控体系及主要管理制度无重大变化，维持以苏锡通园区板块（基础设施建设及土地一级开发）、工业板块（含化工业务、医药、设备制造与服务、碳素制品）和类金融为主的经营格局，控股产业在细分领域保持显著的竞争优势。园区业务方面，子公司负责苏锡通园区内的基础设施建设业务及土地一级开发业务，区域专营优势突出；工业板块方面，医药制造业务拥有中成药王氏保赤丸等独家产品，盈利能力保持较强水平；设备制造及碳素业务受宏观经济调整及下游需求减弱影响，收入规模同比下降，下属上市公司金通灵科技集团股份有限公司经营性利润持续亏损，加之资产减值和未决诉讼计提预计损失的综合影响，2024 年净利润发生大额亏损，对公司整体经营业绩拖累较大。财务方面，公司资产规模保持增长，园区业务形成的应收类款项对资金占用较大，资产流动性一般，本部直接持有多家上市公司股权，未质押部分市值高，资产质量良好；有息债务规模保持稳定，债务负担可控；偿债指标表现尚可，同时考虑公司是南通市重要的产业投资及运营主体，公司综合偿债能力较强；对外担保规模较大，存在一定代偿风险。

个体调整：无。

外部支持调整：公司作为南通市重要的产业投资及运营主体，在资产划拨、资本金注入及政府补助方面持续获得政府支持。

评级展望

未来，公司将加大开拓新兴市场力度，提升上市公司市场占有率及盈利能力，同时围绕南通市主导产业及公司主业，布局产业链基金，强化投融资管理，提升风险防控能力。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司资产质量弱化，盈利能力显著下降；财务杠杆大幅上升且流动性压力加剧，财务状况明显恶化；公司地位下降，股东及相关各方对公司的支持明显减弱。

优势

- **外部发展环境良好，政府支持力度大。**南通市交通便利，区位优势突出，产业集聚效应明显。2024 年，南通市实现地区生产总值 GDP 为 12421.9 亿元，保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。2024 年，公司持续获得股东经营性资产划入，当年增加授权经营基数 1.45 亿元；收到财政资本金注入 5670.00 万元（计入资本公积）；获得财政专项补助、各类粮食储备补贴收入、担保扶持奖励等合计 5.03 亿元（计入其他收益）。
- **公司控股产业在细分领域保持显著的竞争优势。**公司旗下子公司南通苏锡通控股集团有限公司（以下简称“苏锡通控股”）主要负责苏锡通产业园区内的基础设施建设业务及土地一级开发业务，区域专营优势突出。化工板块经营主体南通江天化学股份有限公司（以下简称“江天化学”）已获得专精特新中小企业认定，主要产品产能利用率较高，经营稳健；医药制造业务经营主体精华制药集团股份有限公司（以下简称“精华制药”）生产的中成药王氏保赤丸（国家机密级配方、工艺）及季德胜蛇药片（国家绝密级配方、工艺）均为独家品种，医药制造业务盈利能力强。
- **公司本部持有多家上市公司股权，未质押部分市值高。**截至 2025 年 3 月底，公司本部直接持有多家上市公司股权（含控股子公司），持有的主要上市公司股票市值合计 89.34 亿元，未质押部分市值合计 83.58 亿元。

关注

- **2024 年，公司控股产业经营性利润转亏，子公司金通灵净利润亏损持续扩大，法院对其启动预重整。**受宏观经济放缓、下游需求减少影响，公司控股的部分产业盈利能力有所下滑，导致 2024 年合并口径经营性利润转亏，其中设备制造及服务业务经营主体金通灵同时受运营成本增加、计提减值及未决诉讼计提预计损失影响，净利润亏损持续扩大。2025 年 4 月 3 日，南通市中

级人民法院决定对金通灵启动预重整，目前预重整事项处于招募重整投资人等工作阶段。截至 2025 年 3 月末，公司本部对金通灵提供借款 3.12 亿元，提供担保余额 8.83 亿元。金通灵启动预重整，对金通灵未来订单获取及生产经营预计将产生一定不良影响，公司本部对其拆借款及担保存在或有负债风险。

- **应收类款项账龄偏长，对资金形成较大占用。**公司资产中应收类款项（包括应收账款、其他应收款及长期应收款）占比高，构成主要为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、与园区内企业之间的往来款及应收钢铁产能指标及工程款，账龄偏长，对资金形成较大占用。
- **存在一定代偿风险。**2025 年 3 月底，公司对外担保金额 87.82 亿元（除担保业务外），占期末净资产比例为 26.17%，被担保对象主要为苏锡通产业园区内国有企业，未设置反担保措施，存在一定代偿风险。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505

评级模型 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		3
		偿债能力		3
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素：政府支持				+3
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

主要财务数据

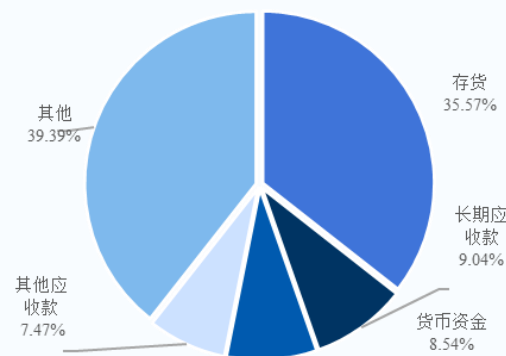
合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	64.29	73.82	73.64	88.24
资产总额（亿元）	667.84	710.99	733.47	756.05
所有者权益（亿元）	290.77	314.73	312.66	312.84
短期债务（亿元）	77.35	112.83	148.43	145.80
长期债务（亿元）	203.85	179.61	141.89	161.36
全部债务（亿元）	281.20	292.43	290.32	307.16
营业总收入（亿元）	77.60	74.89	72.84	18.72
利润总额（亿元）	4.83	5.14	0.36	1.12
EBITDA（亿元）	17.96	16.86	12.35	--
经营性净现金流（亿元）	3.26	13.08	15.90	4.92
经调整的营业利润率（%）	4.77	5.55	4.27	3.51
现金及现金等价物净增加额（亿元）	-12.04	14.04	-1.07	11.90
资产负债率（%）	56.46	55.73	57.37	58.62
全部债务资本化比率（%）	49.16	48.16	48.15	49.54
流动比率（%）	273.20	230.20	183.20	187.56
经营现金流入量/流动负债（倍）	0.88	0.68	0.40	--
现金短期债务比（倍）	0.83	0.65	0.50	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	1.76	1.54	1.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.66	17.34	23.51	--

公司本部口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	250.55	258.50	260.36	271.16
所有者权益（亿元）	165.22	167.30	169.95	169.83
全部债务（亿元）	58.76	66.38	62.32	73.13
营业总收入（亿元）	0.05	0.53	0.19	0.00
利润总额（亿元）	6.14	1.58	0.29	0.17
资产负债率（%）	34.05	35.28	34.73	37.37
全部债务资本化比率（%）	26.23	28.41	26.83	30.10
流动比率（%）	29.14	31.66	21.68	34.58
经营现金流入量/流动负债（%）	8.87	2.52	0.23	--

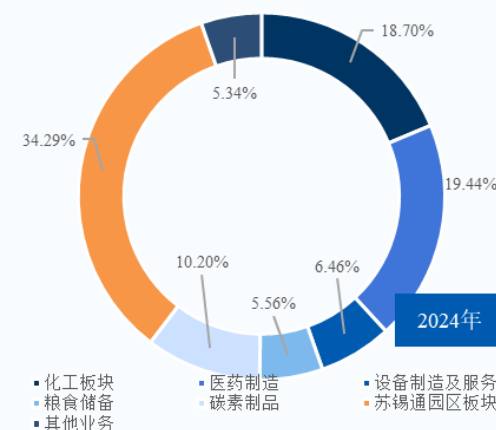
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 公司其他流动负债和其他应付款中有息债务已调至短期债务；长期应付款和其他非流动负债中有息债务已调至长期债务计量

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

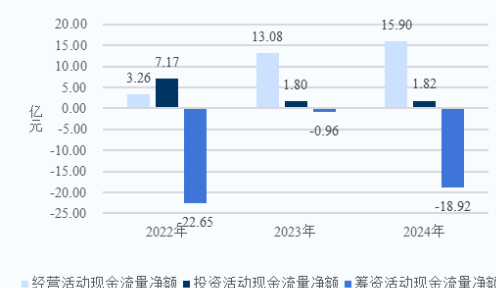
2024 年底公司资产构成



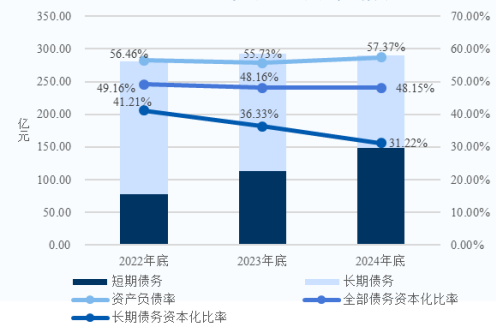
2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
25 南通产业 MTN001	10.00	10.00	2028-01-03	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
25 南通产业 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024-12-19	刘祎烜 徐璨	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘祎烜 liuyixuan@lhratings.com

项目组成员：徐 璨 xucan@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于南通产业控股集团有限公司（以下简称“公司”或“南通产控”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

南通产控前身为 2005 年 3 月由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”）作为出资人成立的南通工贸国有资产经营有限公司，注册资本为 6.80 亿元。2008 年 6 月，公司更为现名。根据南通市国资委通国资发〔2021〕126 号文件，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，2022 年 4 月 26 日，苏锡通控股完成工商变更登记，成为公司的控股子公司。根据南通市国资委 2022 年 4 月 29 日出具《关于同意增加南通产业控股集团有限公司注册资本至 50 亿元的批复》，同意公司以资本公积和未分配利润转增注册资本共 37.20 亿元，转增后公司注册资本变更为 50.00 亿元；同时，公司股权结构调整为南通市国资委持股 94.77%，江苏省财政厅持股 5.23%。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 50.00 亿元，南通市国资委持有公司 94.77% 的股权，江苏省财政厅持有公司 5.23% 的股权。公司控股股东及实控人为南通市国资委。

公司以苏锡通园区内的基础设施建设和土地一级开发、工业（含化工、医药制造、设备制造及服务、碳素制品等）及金融服务业为主营业务，按照联合资信行业分类标准划分为多元产业投资控股企业。

截至 2025 年 3 月底，公司本部内设办公室、战略发展部、投资管理部、财务管理部等职能部门；公司合并范围共 17 家一级子公司。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 733.47 亿元，所有者权益 312.66 亿元（含少数股东权益 135.84 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 72.84 亿元，利润总额 0.36 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 756.05 亿元，所有者权益 312.84 亿元（含少数股东权益 135.86 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 18.72 亿元，利润总额 1.12 亿元。

公司注册地址：南通市工农路 486 号；法定代表人：张剑桥。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券如下表，募集资金已按指定用途使用完毕且未到付息日。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
25 南通产业 MTN001	10.00	10.00	2025-01-03	3 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 多元控股行业

多元产业投资控股企业以控股多领域子公司实现跨行业经营，通过战略投资管理分散风险，促进协同效益与整体价值增值，母公司主要收益来源为股权分红、资本运作收益及管理服务费，行业内企业面临不同业务经济周期交织、扩张带来高杠杆压力、跨行业管理难度大、盈利模式和资本结构存在差异等挑战。从企业规模看，行业内企业梯度较为分明，大型控股集团资产庞大，中小企业竞争力相对较弱。从政策环境看，反垄断审查、产业准入规范、央企市值管理与 ESG 标准等均对企业决策与运营形成影响。展望 2025 年，流动性合理充裕、利率缓慢下降有利融资环境改善，行业整合与优化趋势加强；数字化与产业协同成为提高效率的重要手段，政府背景的地方产业投资平台继续承担区域产业引导职能，整体行业迎来新的发展机遇，但需强化合规与资本效率管理。完整版行业分析详见[《多元产业投资控股行业分析》](#)。

2 区域环境分析

南通市经济运行稳中有进，为公司提供了良好的外部发展环境。

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。南通市是首批对外开放的 14 个沿海城市之一，拥有丰富的岸线资源，目前已建成纺织服装业、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。

跟踪期内，南通市经济体量逐年增长，2024 年南通市实现地区生产总值（GDP）12,421.9 亿元，在江苏全省排名第 4 名，同比增长 6.2%。2024 年南通市第一产业增加值 532.1 亿元，增长 2.7%；第二产业增加值 5,906.8 亿元，增长 6.9%；第三产业增加值 5,983.0 亿元，增长 5.7%。全年三次产业结构比例为 4.3：47.5：48.2。

六、跟踪期主要变化

（一）控股产业布局概况

跟踪期内，公司营业总收入及综合毛利率同比均略有下降，主要系部分产业受宏观经济调整导致行业需求下降影响。

跟踪期内，公司以苏锡通园区板块（基础设施建设及土地一级开发）、工业板块（含化工业务、医药、设备制造与服务、碳素制品）和类金融为主的经营格局保持稳定。2024 年，公司营业总收入规模同比减少 2.74%，其中，苏锡通园区板块收入同比变动不大；医药制造业务收入同比减少 7.28%，主要系医药行业竞争加剧，经营主体化学原料药及化工医药中间体收入同比减少所致；碳素制品业务受下游需求下降影响，收入同比减少 13.29%；化工业务和设备制造及服务业务收入同比变动不大。类金融业务方面，公司下属南通市产业投资母基金持续对外投资，投资标的部分已进入退出期，剩余项目估值可覆盖本金并有盈余；担保及融资租赁业务规模持续增长。

毛利率方面，2024 年公司综合毛利率同比下降 0.95 个百分点，主要来自化工、碳素制品及苏锡通园区业务毛利率下降。受下游需求疲软及行业竞争加剧综合影响，化工板块及碳素制品板块利润空间被持续挤压，毛利率分别同比下滑 4.79 个百分点和 4.01 个百分点，其他业务板块毛利率同比变动不大。

2025 年一季度，公司营业总收入同比减少 8.19%，其中，设备制造及服务业务同比减少 67.65%，主要系市场需求持续减少，订单量持续下降所致；碳素制品收入持续减少 36.54%，其他业务板块收入同比变动不大。同期，公司综合毛利率同比上升 1.07 个百分点，主要来自苏锡通园区板块毛利率上升，其他业务板块毛利率变动不大。

图表 2 • 2023—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
化工板块	7.09	9.47%	20.28%	6.88	9.45%	15.49%	3.50	18.71%	5.41%
医药制造	15.12	20.19%	48.70%	14.02	19.25%	49.68%	3.64	19.42%	51.83%
设备制造及服务	14.50	19.36%	8.30%	14.07	19.32%	8.15%	1.21	6.44%	4.31%
粮食储备	2.82	3.77%	2.81%	3.79	5.21%	2.21%	1.04	5.54%	-3.12%
碳素制品	12.57	16.79%	18.52%	10.90	14.96%	14.51%	1.91	10.20%	16.20%
苏锡通园区板块	19.43	25.95%	29.10%	19.90	27.33%	26.96%	6.42	34.29%	28.56%
其他	3.35	4.48%	68.90%	3.27	4.48%	89.09%	1.01	5.40%	78.65%
合计	74.89	100.00%	27.20%	72.84	100.00%	26.25%	18.72	100.00%	26.87%

注：其他业务主要包括融资租赁、担保及物业管理等
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年底，公司合并口径资产及负债主要集中在园区业务经营主体苏锡通及公司本部，其他工业板块经营主体资产及负债规模较为分散；2024 年公司营业总收入主要来自工业板块下属各经营实体，净利润主要来自园区板块、医药板块及一次性搬迁收益。其中，金通灵净利润亏损进一步扩大，并已启动预重整，对公司合并口径经营业绩拖累大。

图表 3 • 公司下属主要经营主体 2024 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	简称	所在业务板块	是否上市 或发债	持股比例	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	2023 年 净利润
南通江天化学股份有限公司	江天化学	化工板块	上市公司	37.53%	21.99	9.63	6.88	2.98	0.69
精华制药集团股份有限公司	精华制药	医药制造	上市公司	34.39%	33.08	25.83	14.02	2.47	2.76
金通灵科技集团股份有限公司	金通灵	设备制造及服务	上市公司	27.88%	44.83	8.00	14.07	-10.70	-5.56
南通扬子碳素股份有限公司	扬子碳素	碳素制品	否	46.87%	32.07	11.93	10.90	-0.53	0.71
南通苏锡通控股集团有限公司	苏锡通	苏锡通园区板块	发债	51.00%	358.39	118.69	19.90	1.13	2.22
南通市产业投资母基金有限公司	南通母基金	基金业务	否	50.00%	43.37	37.94	--	0.55	-0.02
公司本部	--	--	--	--	260.36	169.95	0.19	0.78	1.86
公司（合并口径）	--	--	--	--	733.47	312.66	72.84	-2.35	3.46

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年底，公司合并口径资产及负债主要集中于园区板块经营主体苏锡通，其他工业板块经营主体资产规模较分散，本部资产构成主要为子公司股权资产及应收类款项，此外，公司本部承担对集团内部分位于市区的国有企业退城进郊等工作，尚未回收的搬迁补偿款规模较大。

跟踪期内，公司各主营业务板块由下属子公司运营。江天化学作为公司化工板块运营主体，2024 年营业收入同比变动不大，受益于计入营业外收入的收购子公司一次性利得（2.55 亿元），其净利润同比大幅增长，但上述收益不具备持续性；精华制药为公司医药制造板块运营主体，收入及净利润规模同比均略有下滑；金通灵作为公司设备制造及服务业务运营主体，主要产品包括鼓风机、压缩机、汽轮机和锅炉等流体机械，受宏观环境及市场供求关系持续走弱影响，金通灵主业盈利能力持续下滑，收入规模持续减少，经营性利润亏损。此外，受商誉减值（2.61 亿元）、存货跌价准备（0.99 亿元）等资产减值及未决诉讼计提预计损失（3.97 亿元）等营业外支出的综合影响，金通灵净利润亏损同比进一步扩大。2025 年 4 月 3 日，南通市中级人民法院决定对金通灵启动预重整，目前预重整事项处于招募重整投资人等工作阶段。扬子碳素作为公司碳素制品业务运营主体，2024 年，宏观经济调整及下游需求减弱使得碳素业务承压，收入规模持续下降，净利润转为亏损；苏锡通作为公司园区板块运营主体，收入及利润总额规模同比变动不大，净利润受所得税规模大幅增长影响同比大幅减少。

（二）基础素质分析

公司作为南通市重要的产业投资及运营主体，跟踪期内区域职能定位延续，控股产业布局保持稳定，但受多数产业为竞争性行业且与宏观经济关联度较高影响，控股产业盈利能力有所弱化，部分产业在细分领域仍保持竞争优势。公司本部直接持有多家

上市公司股权，未质押部分市值高。

公司系南通市重要的产业投资及运营主体，承担区域内产业类国有资产投资运营职能，区域重要性强。跟踪期内，公司控股产业格局稳定，以竞争性行业为主，且多数产业与宏观经济关联度高，受宏观经济调整影响，控股产业盈利能力有所弱化。

园区板块方面，子公司苏锡通业务主要包括苏锡通产业园区内的基础设施建设业务及土地一级开发业务，区域专营优势突出。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，总面积约 100 平方公里，人口约 10 万人。苏锡通产业园是南通、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，区域战略地位重要。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。

工业板块方面，子公司江天化学从事精细化学品的研发、生产和销售，主要化工产品为甲醛、超高纯氯甲烷、多聚甲醛及均三嗪，应用于合成树脂、胶黏剂、混凝土外加剂等多高端精细化学领域，是江苏省高新技术企业，拥有多项专利技术，并通过“江苏省专精特新中小企业”认定。江天化学以甲醇产品为锚点，拓展旗下有精细化学产业链，通过技术研发及产品结构拓展，公司产业链完整程度尚可，主要产品甲醛（折37%浓度）、多聚甲醛（折96%含量）具备多项专利技术，产能规模及上下游较为稳定。

子公司精华制药主营业务为传统中成药制剂、化学原料药及中间体、化工医药中间体、中药材及中药饮片、生物制药等的研发、生产和销售。跟踪期内，精华制药持续强化内部管理，维持中成药制剂及中药饮片、化学原料药及中间体双轮驱动态势，产业链完整度较高，上下游较为稳定。精华制药中成药产品中王氏保赤丸（国家机密级配方、工艺）、季德胜蛇药片（国家绝密级配方、工艺）均为独家品种。2024年精华制药共获得授权发明专利17项、实用新型专利9项，2024年2月1日，王氏保赤丸商标“南通牌”正式成为“中华老字号”，季德胜蛇药片商标“季德胜牌”获评“江苏老字号”。销售方面，精华制药持续拓展商业分销，强化各地区市场覆盖，积极拓展药师帮、京东健康、阿里健康等头部平台，王氏保赤丸、季德胜蛇药片、正柴胡饮颗粒实现销售过亿元，首次实现3个过亿单品。

截至2025年3月底，公司本部直接持有多家上市公司股权，持有的主要上市公司股票市值合计89.34亿元（上年同期为64.71亿元），未质押部分市值合计83.58亿元。

图表 4 • 截至 2025 年 3 月底公司持有的主要上市公司市值情况

证券简称	公司所持股票参考市值（亿元）	持股比例	质押比例	质押部分参考市值（亿元）
江天化学	14.68	37.53%	--	--
精华制药	20.24	34.39%	--	--
江山股份	18.67	28.96%	--	--
金通灵	11.58	27.88%	49.77%	5.76
醋化股份	2.11	9.43%	--	--
中航高科	8.82	2.66%	--	--
国轩高科	0.77	0.21%		
华能国际	5.62	0.00%		
捷捷微电	6.56	2.52%		
威派格	0.29	0.84%		
合计	89.34	--	--	5.76

注：公司与一致行动人南通国泰创业投资有限公司合计持有醋化股份的股权比例为 9.43%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》（统一社会信用代码：9132060077150829H），截至 2025 年 6 月 10 日，公司本部无未结清及已结清的不良信贷信息记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至 2025 年 7 月 28 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（三）管理水平

跟踪期内，公司董事、高级管理人员及主要管理制度无重大变化。

(四) 经营分析

跟踪期内，苏锡通园区板块基础设施建设业务收入较为稳定，苏锡通园区已基本建设完成，未来资金支出压力较小。截至 2024 年底，公司尚未结算的土地开发成本规模大，随着后期逐步结算回款，公司仍能实现一定规模的土地开发收入。

公司苏锡通园区板块经营主体为苏锡通（公司持股 51%，苏锡通科技产业园国有资产管理中心持股 49%），主要承担苏锡通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，通过下辖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”）两家全资子公司开展业务。

基础设施建设业务主要由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，财政根据其资金状况逐年支付。2024 年佳润控股基础设施建设业务确认收入 9.41 亿元，同比增长 9.42%；苏锡通园区已基本建设完成，在建及拟建基础设施建设项目规模较小。

土地一级开发业务由苏通控股作为承担苏锡通科技产业园区原苏通片区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，每年年末苏锡通产业园管委会结算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，管委会后续根据资金情况陆续拨款。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 4~5% 的比例给予苏通控股土地出让分成，具体分成比例由苏锡通产业园财政局与苏通控股协商确定。跟踪期内，苏通控股未新增土地整理业务，确认收入来源为存续已平整土地的土地出让业务，按与财政结算清单确认收入，现金回流与收入实现的节奏略有差异。2022—2024 年，苏通控股平均每年土地出让面积保持在 1000 亩以上，土地一级开发收入基本稳定。

图表 5 • 苏通控股土地出让情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
土地出让面积（亩）	1303.18	1292.31	1351.45
土地一级开发收入（亿元）	8.67	8.62	8.67

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2024 年底，苏通控股土地一级开发应收账款 20.43 亿元，存货中尚未结算的土地开发成本 51.24 亿元。截至 2024 年底，苏通控股主要整理土地（园区一、二期国有农用地）合计总投资 125.00 亿元，已投资 120.19 亿元，较上年变化不大，主要系在开发项目已基本完成，后续仅为零星支出，未来投资压力不大。

图表 6 • 苏通控股在开发土地明细

地块名称	整理期间	回款期间	是否签订合同或协议	计划总投资（亿元）	累计投资（亿元）	面积（平方公里）
园区一、二期国有农用地	2016-2024 年	2019-2033 年	是	125.00	120.19	35

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

跟踪期内，公司化工板块原材料采购成本增速快于主要原材料市场价格增速，主要供应商及各产品产能保持稳定，主要产品甲醛和多聚甲醛产能利用率处于较高水平；受行业需求持续下行，竞争压力增加，主要产品销售价格下行，导致经营性利润持续下降，销售集中度尚可；医药制造业务受制于主要产品需求下降影响，产品产销量同比下降，收入及利润规模随之下降；设备制造及服务业务收入持续下降，受计提资产减值及诉讼支出影响，净利润亏损面进一步扩大，需关注业务主体进入预重整流程后对其经营业务产生的不利影响及公司本部对其拆借及担保的或有负债风险。

(1) 化工板块

公司化工板块经营主体为江天化学（股票代码 300927.SZ），截至 2024 年底，公司直接持有江天化学 37.53% 股份，通过全资子公司南通新能源投资发展有限公司间接持有其 15.02% 股权，上述股权均未质押。

化工业务采购原材料主要为甲醇等，2024 年，甲醇市场整体回暖，年平均出厂价格同比上涨 3.5%，公司 2024 年原材料采购成本同比增长 7.32%，略高于主要原材料市场价格增速。上游供应商主要为国内外大型石化及煤化工企业，2024 年，江天化学向前五名供应商采购额占年度采购额的 34.99%，同比有所下降，上游供应商结构基本保持稳定，能够保证供货的及时性。对于上游供应商，江天化学一般预付部分货款，货到后待检查质量和数量合格后支付剩余货款，大部分采用银行承兑汇票支付，采购原材料等物资的运费 80% 由供应商支付。

化工板块经营模式为以销定产。从产能利用率情况看，截至 2024 年底，甲醛设计产能 40 万吨，产能利用率 100.88%，同比有所提升；多聚甲醛设计产能 8 万吨，产能利用率 89.25%，同比变动不大；超高纯氯甲烷设计产能 2 万吨，产能利用率 12.84%，同比持续下降，主要系配合政府进行产能搬迁。

从销量来看，2024 年，公司加大多聚甲醛销售力度，多聚甲醛销量同比持续提升，但受销售价格下行影响，多聚甲醛销售收

入同比减少 8.35%至 3.70 亿元；由于甲醛为多聚甲醛的原材料，在提高多聚甲醛产量过程中增加了甲醛的使用，甲醛产量同比有所增加，产销率同比变动不大，收入同比增长 6.90%至 2.59 亿元。化工业务下游客户主要为南通及周边地区的大型化工企业。2024 年，江天化学向前五名销售客户合计销售额占公司年度销售额的 36.90%，集中度尚可。对于下游客户，江天化学一般预收一部分定金，待所有产品运输到收货方，由收货方确认后再进行结算，一般采用银行承兑汇票支付。但受行业需求持续下行，竞争压力增加，公司化工板块主要产品价格持续下行，产品利润空间进一步缩小，2024 年江天化学实现营业利润 0.56 亿元，同比减少 37.44%。

图表 7 • 化工板块主要产品产能、产量、销量及收入情况

业务板块	2022 年				2023 年				2024 年			
	产能（万吨/年）	产量（万吨）	销量（万吨）	收入（亿元）	产能（万吨/年）	产量（万吨）	销量（万吨）	收入（亿元）	产能（万吨/年）	产量（万吨）	销量（万吨）	收入（亿元）
多聚甲醛（折 95%含量）	8.00	5.33	5.28	3.15	8.00	7.01	6.92	4.04	8.00	7.14	7.11	3.70
甲醛（折 37%浓度）	40.00	37.24	22.87	3.07	40.00	38.73	20.31	2.42	40.00	40.35	21.57	2.59
超高纯氯甲烷	2.00	1.24	1.27	0.66	2.00	0.51	0.50	0.22	2.00	0.26	0.28	0.12

资料来源：联合资信根据公开资料整理

(2) 医药制造业务

公司医药制造经营主体为精华制药（股票代码 002349.SZ）。精华制药主营业务为传统中成药制剂、化学原料药及中间体、化工医药中间体、中药材及中药饮片、生物制药等的研发、生产和销售。2024 年，精华制药研发投入规模基本稳定，2024 年为 0.62 亿元，占营业总收入比重为 4.42%。

公司医药制造业务采购原材料主要为甲醇钠、乙醇、苯乙基脂、川贝、蜈蚣、北柴胡等，2024 年精华制药主要原材料市场价格变动不一，其中，乙醇及北柴胡价格有所下降，蜈蚣及川贝价格有所波动，甲醇钠及苯乙基脂价格持续上行，同期，公司直接原材料采购价格同比下降 9.13%。上游供应商较为分散，2024 年精华制药向前五名供应商采购额占年度采购额的 15.51%，同比变动不大，主要供应商较为稳定且依赖程度较低。

跟踪期内，精华制药以销定产的经营模式未发生重大变化，部分医药产品产销量受需求影响有所下滑。同期，精华制药营业总收入同比减少 7.25%，其中中药制剂、化学原料药及中间体、化工医药中间体、中药材及中药饮片和其他产品收入分别为 4.86 亿元、3.06 亿元、3.76 亿元、2.26 亿元和 0.09 亿元；净利润同比减少 10.49%至 2.47 亿元，主要系化工医药中间体和化学原料药及中间体销量下降带动主营业务利润减少所致。

精华制药下游客户主要为医药商业企业，医药商业企业最终将产品销售到医疗机构或者药店。其中，中成药销售采用专业化的学术推广为主的销售模式，精华制药通过参加各个省份的药品招标，中标后进入药品集中采购平台，医疗机构通过采购平台向医药商业企业采购精华制药中标的药品。2024 年，精华制药向前五名销售客户合计销售额占公司年度销售额的 15.72%，同比变动不大。

图表 8 • 医药产品产销量及库存情况

项目	项目	单位	2022 年	2023 年	2024 年
中药制剂	销售量	万盒/万瓶	2025.84	2218.28	1937.56
	生产量	万盒/万瓶	2134.78	2263.97	1987.33
	库存量	万盒/万瓶	242.52	288.21	337.98
化工医药中间体	销售量	吨	16750.28	16718.86	15082.25
	生产量	吨	16850.12	17096.70	15082.25
	库存量	吨	1354.83	1732.67	15082.25
化学原料药及中间体	销售量	吨	565.00	515.00	390.00
	生产量	吨	594.00	540.00	414.00
	库存量	吨	197.00	222.00	246.00
中药材及中药饮片	销售量	吨	3037.00	3682.00	3267.00
	生产量	吨	2787.00	3436.00	3478.00
	库存量	吨	714.00	468.00	679.00
生物制药及其他	销售量	万盒/万瓶	1701.32	30.28	27.01
	生产量	万盒/万瓶	1464.03	31.74	16.81
	库存量	万盒/万瓶	16.16	17.61	7.41

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（3）设备制造及服务业务

公司设备制造及服务业务经营主体为金通灵（股票代码 300091.SZ），主业包括以鼓风机、压缩机、汽轮机和锅炉等流体机械为主的设备制造，以及围绕核心产品形成的系统集成服务两大板块。

从上游供应商情况看，金通灵供应商主要为生产企业及贸易企业，前五大供应商采购额占年度采购总额的比例为 15.53%，供应商集中度较低。跟踪期内，金通灵鼓风机、压缩机、汽轮机及锅炉等流体机械产品订单完成量增长，系统集成服务受订单规模减少影响，收入规模有所下降。

从下游客户情况看，设备制造及服务业务产品主要服务于国家基础设施项目及新能源、节能环保产业，客户主要为民营制造业企业，2024 年产品制造业务收入同比上升。2024 年，前五大客户销售额占年度销售总额的比重为 30.09%，客户集中度尚可。与下游客户结算方面，产品验收合格后一般以合同金额的 10%货款作为质保金，质保金于项目工程整体安装调试并经检验合格后 1~2 年内收回；总包类工程一般采取分期付款的方式，结算周期较长。同时，设备制造及服务业务的部分客户付款审批流程时间较长，导致金通灵应收账款周转速度较慢。截至 2024 年底，金通灵应收账款余额为 11.77 亿元，其中，应收账款账龄在 1 年以内的仅占 35.09%，1~2 年占 22.60%，其余在 2 年以上，累计计提坏账准备 3.89 亿元，应收账款账龄偏长，计提坏账准备高，未来仍面临一定回款风险。

2024 年，金通灵营业总收入持续减少，2024 年同比减少 2.95%；受运营成本增加的影响，金通灵产品制造和系统集成毛利率持续减少。此外，金通灵计提减值损失（损失以“-”列示）规模持续扩大，主要为计提的商誉减值、坏账准备、存货跌价准备等。商誉减值方面，因其收购的子公司上海运能能源科技有限公司（以下简称“上海运能”）收入和利润未达预期，金通灵持续计提商誉减值准备，2024 年计提商誉减值准备 2.61 亿元。上海运能从事系统集成建设业务，主要包括余热发电、生物质能发电等能源发电工程的成套设备供应及技术服务。截至 2024 年底，金通灵商誉账面价值为 1.60 亿元，均为收购上述子公司产生，若未来收购标的未来不能实现预期收益，金通灵仍面临一定商誉减值风险。截至 2025 年 3 月末，公司本部对金通灵提供借款 3.12 亿元，提供担保余额 8.83 亿元。2025 年 4 月 3 日，南通市中级人民法院决定对金通灵启动预重整，对金通灵未来订单获取及生产经营预计将产生一定不良影响，公司本部对其拆借款及担保存在或有负债风险。

图表 9 • 设备制造及服务业务经营情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
产品制造收入	6.58	6.23	7.79
鼓风机	3.93	3.58	4.20
压缩机	1.34	1.32	1.50
汽轮机	0.21	0.08	0.49
锅炉销售	0.76	1.05	1.44
发电机组	0.34	0.20	0.16
系统集成收入	8.95	8.28	6.28
系统集成建设类项目	6.46	6.42	4.42
系统集成运营类项目	1.53	0.85	0.59
其他收入	0.96	1.00	1.27
合计	15.53	14.50	14.07

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司基金业务部分所投项目已进入退出期，剩余项目估值可覆盖本金并有盈余；担保业务经营规模稳步提升，担保费率持续下行，担保业务客户主要为中小微企业，单一客户集中度不高，需关注宏观经济调整背景下存在一定代偿风险；期末融资租赁业务余额持续增长，坏账准备计提较为充分。

（1）基金业务

公司基金业务运营主体为全资子公司南通投资管理有限公司（以下简称“投管公司”）和子公司南通市产业投资母基金有限公司（以下简称“南通母基金”）。南通母基金由南通市人民政府（授权南通市财政局履行出资人职责）持股 50%，公司直接持股 42%，通过投管公司间接持股 8%。2023 年 9 月，根据公司与南通市财政局签订的《股东投票权（表决权）委托协议》，南通市财政局将持有的南通市母基金 50%股权对应的全部表决权委托给公司行使，公司将南通母基金纳入合并范围。南通母基金设立于 2016

年，作为 LP 开展政府产业基金投资业务，投资领域主要涉及电子科技、智能制造、医疗科学等多个产业。截至 2024 年底，南通母基金资产总额 43.37 亿元，所有者权益 37.94 亿元，其负债主要为代财政局出资款项形成的其它非流动负债。

截至 2024 年底，公司对南通母基金认缴 21.00 亿元，实缴 13.07 亿元。南通母基金对外投资二级子基金 21 支，二级子基金总规模 265.88 亿元，实缴 222.75 亿元，其中南通母基金认缴 51.69 亿元，实缴 42.27 亿元。截至 2024 年底，随着部分在投项目进入退出期，南通母基金累计收到二级子基金回款 13.86 亿元，并向股东分配 11.76 亿元，其中 2024 年回款 2.08 亿元，向股东分配 1.47 亿元，剩余项目的估值可以覆盖本金并有盈余。

(2) 担保业务

公司担保业务主要运营主体为子公司南通众和融资担保集团有限公司（以下简称“众和担保”，公司持股 35.27%），担保对象主要为中小微企业。众和担保开展担保业务具备一定政策性，其业务纳入再担保体系框架，与江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏省再担保”）签订《比例再担保合同》及《风险补偿合作协议》，主要约定风险共担机制和风险补偿机制。风险共担方面，对于纳入江苏省再担保体系的担保项目，由众和担保与江苏省再担保按 50:50 比例实行风险共担，截至 2024 年末，该模式下在保余额 4000 万元，通过引入再担保机制，实现了风险的转移与分散；风险补偿方面，针对未纳入比例再担保的部分项目，通过风险补偿方式构建缓释机制，众和担保按承保金额的 0.1%向江苏省再担保交纳再担保费，并在次年收取返还款项，金额为交费金额的 1.1 倍，2024 年末，该模式已覆盖众和担保在保项目 21.14 亿元。

跟踪期内，众和担保担保发生额及期末担保余额均持续增长，但担保费率持续下降，当年实现担保收入 6723.53 万元，同比增长 22.06%。截至 2024 年末，众合担保融资担保放大倍数为 5.59 倍，单一最大客户集中度为 7.79%，主要客户所在行业包括制造业、批发零售、建筑、租赁和商务服务业及交通运输业。

2024 年，众和担保发生代偿金额 0.46 亿元，主要为南通市城山建设工程有限公司 1003.18 万元、三众建设 651.8 万元和自然人曹进荣 231.67 万元，其他代偿标的较为分散。截至 2024 年底，众和担保存量待回收代偿规模 1.52 亿元，担保损失准备金 2.72 亿元，考虑到被担保对象主要为中小微企业，宏观经济调整背景下众和担保存在一定代偿风险。

图表 10 • 担保业务经营情况（单位：万元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
期末担保余额	988810.30	1014898.48	1184661.34
当年担保发生额	1113263.13	1188607.21	1380128.41
当年代偿额	651.08	13886.15	4618.15
当年代偿回收金额	1323.12	1281.46	2004.63
担保费率	0.83%	0.54%	0.50%
当年实现担保收入	6129.46	5508.58	6723.53

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(3) 融资租赁业务

公司融资租赁业务主要运营主体为子公司南通国润融资租赁有限公司（以下简称“国润融资”，公司持股 82%）。融资租赁业务客户所处行业主要为电力、热力、燃气及水生产和供应业、建筑业等，行业集中度一般。2024 年，国润融资实现收入 1.46 亿元，净利润 0.49 亿元。2024 年，国润融资融资租赁投放额持续增长，当期投放 11.79 亿元，期末融资租赁余额持续增长，当期末新增逾期，并已足额计提减值准备。

图表 11 • 融资租赁业务经营情况（单位：万元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
期末融资租赁余额	159900.31	189076.58	196543.60
当年融资租赁投放额	78352.20	104441.24	117895.00
当年实现融资租赁收入	13056.76	11375.42	14578.11
期末逾期金额	638.20	590.00	590.00
计提减值金额	638.20	590.00	590.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司本部承担对集团内部分位于市区的国有企业退城进郊等工作，公司尚未回收的搬迁补偿款规模较大，后续将通过政府补偿资金的形式收回，但回款时间存在不确定性。

公司是南通市国有独资企业及产业管理运营平台，本部还承担对集团内部分位于市区的国有企业退城进郊等工作。根据南通市发展规划，近年来，南通市对市区内污染较大的企业进行搬迁，通过搬迁对南通市产业的空间布局进行调整。公司本部在企业退城进郊过程中，承办集团内企业搬迁安置及补偿工作，在相关授权搬迁土地转让后，获取部分补偿资金。

业务模式上，先由公司代政府垫付搬迁企业的补偿金，并承担土地平整工作，待搬迁土地平整后，交由南通市土储中心进行招拍挂，土地出让收益统一纳入南通市财政专户管理。公司将整理完成的土地交由南通市土储中心后，南通市财政局即支付补偿金给公司，存在缺口的以财政收入补足。

会计核算上，公司本部承办退城进郊项目过程中不确认营业收入。退城进郊项目主要分为两部分会计处理：搬迁过程中产生的搬迁补偿代偿资金及相关费用列“其他非流动资产”科目核算；退城进郊项目土地资产在交付土地储备中心之前账面成本列“投资性房地产”科目。项目土地整理完成后交付土地储备中心，相应的土地资产即从“投资性房地产”科目中扣减。南通市财政局即支付补偿金给公司，抵扣企业搬迁及土壤治理工作的成本，如有盈余经南通市国资委授权后列“资本公积”科目。

截至 2025 年 3 月末，公司未收回的搬迁款余额为 18.53 亿元（含利息），2024 年无收回金额。未收回搬迁补偿款余额后续均将通过政府补偿资金的形式收回。由于该业务的特殊性，无确定的回款期间，回款情况将根据土地治理及挂牌转让的时间确定。截至 2025 年 3 月末，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。

图表 12 •退城进郊业务投资及回款情况（单位：亿元）

项目	建设期间	已投资金额	未收回金额
姚港化工区	2021—2023 年	24.89	4.28
醋酸化工	2021—2023 年	4.05	4.05
大伦化工	2021—2023 年	2.95	2.95
万达锅炉	2019—2021 年	2.02	2.02
棉机厂	2021 年	1.46	1.46
钢绳	2021—2022 年	0.80	0.80
宝叶化工	2021—2023 年	1.77	1.77
待分摊融资费用	--	1.20	1.20
合计	--	39.13	18.53

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司未来发展规划较清晰，可行性较高。

公司未来将加大开拓新兴市场，提升市场化盈利能力。其中，精华制药继续拓展“五朵金花”市场，布局中成药等级医院与商业分销市场。金通灵加大推进已投项目回款，缓解企业资金压力。江天化学以多聚甲醛替代进口为重点，加强定制化产品开发，拓展欧美、日韩等海外市场，提升市场占有率。扬子碳素加大新产品石墨阳极板销售规模，形成多产品销售格局。产业基金方面，公司计划围绕南通市主导产业及公司主业，布局产业链基金，聚焦先进制造、生物医药、新材料新能源等主导产业。

（五）财务分析

公司提供了 2024 年合并财务报告，南通万隆会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2024 年末，公司合并范围一级子公司合计 17 家，较上年末减少 1 家，增加 1 家；截至 2025 年 3 月末，公司合并范围一级子公司较上年末无变化。公司合并范围变化对公司财务数据影响较小。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年底，公司资产规模保持增长，资产结构以流动资产为主。其中，苏锡通园区业务形成的存货、应收类款项（包括应收账款、其他应收款及长期应收款）规模较大。整体看，公司货币资金较充裕，资产质量较好，流动性一般。

截至 2024 年末，公司资产总额维持增长态势，较上年末增长 3.16%，资产结构仍以流动资产为主（占 63.33%）。截至 2024 年末，公司流动资产较上年末变动不大。其中，货币资金规模较上年末变动不大，以银行存款为主；应收账款主要来自苏锡通园区运营业务，账面余额较上年末增长 19.06%，按账龄计 1 年以内占 52.64%、1~2 年占 21.62%、2 年以上占 25.74%，计提坏账准备 5.89

亿元，应收账款前五大占余额比例 70.17%，集中度高，其中分别应收江苏南通苏锡通科技产业园区管理委员会和江苏南通苏锡通科技产业园财政局 29.82 亿元和 5.53 亿元；其他应收款（合计）较上年末减少 14.98%，主要为与政府及其控制企业之间的资金往来款（占 77.85%），计提坏账准备 1.83 亿元；存货较上年末增长 4.93%，期末余额主要由苏锡通园区业务产生的房地产开发成本（59.32 亿元，主要为安置房等）、待开发土地使用权（93.30 亿元）、土地开发成本（51.24 亿元）以及其他业务产生的合同履约成本（37.63 亿元）构成，累计计提跌价准备 5.25 亿元，计提比例较低。

非流动资产较上年末增长 6.13%。其中，长期应收款较上年末增长 4.40%，主要为应收融资租赁款及应收中天钢铁集团有限公司（以下简称“中天钢铁集团”）钢铁产能指标及工程款（51.84 亿元），未来将由中天钢铁集团于 2024—2034 年分期偿还，截至 2024 年末，已回款 9.20 亿元，中天钢铁集团系民营企业，长期应收款存在一定回收风险¹。投资资产方面，其他非流动金融资产较上年末变动不大，仍为以公允价值计量的股权直投和基金份额投资；长期股权投资较上年末变动不大，权益法确认长期股权投资收益 0.97 亿元，同比减少 13.39%；其他权益工具投资较上年末增长 8.84%，主要系新增对江苏捷捷微电子股份有限公司的投资（4.17 亿元），其他权益工具计量方式为公允价值计量，其变动计入其他综合收益；其他非流动资产较上年末增长 44.25%至 27.15 亿元，主要系增加大额存单及定期存款 3.57 亿元和重分类的合伙企业投资 3.65 亿元，公司其他非流动资产仍主要由以各类化工产业搬迁支出为主的其他长期资产（18.18 亿元）构成。

截至 2025 年 3 月末，公司资产规模及结构较上年末变动不大。资产受限方面，2025 年 3 月底，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值 98.00 亿元，主要用于借款抵押等，占同期末资产总额的 12.96%，受限资产规模较低。

图表 13• 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	457.57	64.36%	464.52	63.33%	482.21	63.78%
货币资金	62.94	8.85%	62.63	8.54%	75.32	9.96%
应收账款	40.99	5.77%	49.33	6.73%	54.79	7.25%
其他应收款（合计）	64.84	9.12%	55.13	7.52%	55.31	7.32%
存货	248.63	34.97%	260.89	35.57%	258.00	34.12%
非流动资产	253.42	35.64%	268.95	36.67%	273.84	36.22%
长期应收款	63.48	8.93%	66.28	9.04%	69.47	9.19%
长期股权投资	22.01	3.10%	22.81	3.11%	23.38	3.09%
其他权益工具投资	19.73	2.77%	21.47	2.93%	20.82	2.75%
其他非流动金融资产	44.11	6.20%	42.40	5.78%	44.20	5.85%
其他非流动资产	18.82	2.65%	27.15	3.70%	26.78	3.54%
资产总额	710.99	100.00%	733.47	100.00%	756.05	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

图表 14• 2025 年 3 月末公司受限资产明细（单位：万元）

资产名称	受限金额	受限原因
货币资金	146981.00	定期存单、保证金、借款质押等
应收票据	2012.33	质押、背书转让不终止确认
应收款项融资	589.25	质押用于开具银行承兑汇票
存货	227761.22	借款抵押
一年内到期的非流动资产	40489.83	借款质押
长期应收款	154169.84	借款质押
投资性房地产	147446.99	借款抵押

¹ 中天钢铁应收款形成系 2020 年 1 月 18 日，公司与中天钢铁集团签署《中天钢铁集团与产控集团关于海门精品钢部分公辅工程项目之合作协议书》，协议约定由公司在不超过人民币 70 亿元范围内代中天钢铁集团直接向项目总包单位、分包单位支付本项目的工程款，截至本报告出具日，公司共计共签订的 13 个标段协议总额 62.45 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司已支付工程款 59.90 亿元。

固定资产	81141.23	借款抵押
无形资产	11961.83	借款抵押
长期股权投资	59390.63	借款质押
应收账款	52338.38	借款质押
合同资产	55695.31	借款质押
合计	979977.84	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2024 年末，公司权益规模较为稳定，权益结构稳定性一般；有息债务规模变动不大，短期债务占比上升，债务负担整体可控。

截至 2024 年末，公司所有者权益合计 312.66 亿元，较上年末变动不大，其中，归属于母公司所有者权益占比为 56.55%，少数股东权益占比为 43.45%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 15.99%、30.93%、2.56% 和 6.14%。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益较上年底变化不大。

截至 2024 年底，公司负债主要由应付账款等经营性负债和有息债务构成，其中全部债务 290.32 亿元，较上年底变化不大，占负债总额的 68.99%，以银行长短期借款、债券融资及票据借款为主，综合融资成本约为 3.5%。债务结构方面，短期债务 148.43 亿元，较上年底增长 31.56%；长期债务 141.89 亿元，较上年底下降 21.00%。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.37%、48.15%和 31.22%，较上年底分别提高 1.64 个百分点、下降 0.02 个百分点和下降 5.12 个百分点。

截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 307.16 亿元，较上年底增长 5.80%。其中，短期债务 145.80 亿元，较上年底变化不大；长期债务 161.36 亿元，较上年底增长 13.72%。从债务指标来看，截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.62%、49.54%和 34.03%。

2024 年，公司营业总收入小幅下降，经营性利润转为亏损状态，加之减值损失计提大幅增长以及计提诉讼有关预计损失，公司利润总额大幅减少，对政府补助和投资收益依赖度提高，净利润在所得税影响下转为亏损。

2024 年，公司营业总收入规模同比小幅下降，毛利润同比减少 12.09%，费用规模同比小幅增长，公司经营性利润转为亏损状态。非经营性损益方面，公司投资收益同比增长 29.86%，主要来自处置其他非流动金融资产产生的投资收益 1.98 亿元，不具备持续性；各类减值损失计提规模同比大幅增长，其中资产减值损失-4.00 亿元，主要来自存货跌价损失（2.45 亿元）、固定资产及在建工程减值损失，信用减值损失同比变动不大；其他收益同比增长 40.49%，主要为各类政府补贴款，其中，财政专项补助 3.11 亿元。营业外收入同比大幅增长至 3.10 亿元，主要系新增收购子公司一次性利得 2.55 亿元。营业外支出主要为金通灵未决诉讼预计损失 3.97 亿元。公司利润总额在经营性利润下滑及减值损失的综合影响下同比减少 92.99%，净利润在所得税费用（2.71 亿元）影响下转为亏损 2.35 亿元。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入同比减少 8.19%；利润总额 1.12 亿元，同比减少 50.63%，主要系营业收入减少带动营业利润规模下降及减值损失当期无转回的综合影响所致。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	77.60	74.89	72.84	18.72
毛利润	21.21	20.51	18.03	4.93
期间费用	19.48	18.90	19.06	4.16
投资收益	8.36	2.72	3.53	0.68
其他收益	2.95	3.58	5.03	0.16
减值损失	-6.16	-2.81	-4.94	-0.08
利润总额	4.83	5.14	0.36	1.12
营业利润率	26.27%	26.19%	23.70%	25.01%
调整后营业利润率	4.77%	5.55%	4.27%	3.51%
总资本收益率	2.12%	1.78%	0.84%	--
净资产收益率	1.49%	1.10%	-0.75%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2024 年，公司筹资活动前现金持续净流入，当期公司加大债务偿还力度，导致现金及现金等价物未获积累。考虑到未来公司在工业领域等仍需进一步投入以及债务到期偿还，公司存在对外融资需求。

2024 年，公司经营活动现金流持续净流入，经营活动现金流入及流出规模均同比减少，主要系苏锡通及金通灵销售商品提供劳务收到的现金及购买商品接受劳务支付的现金同比减少所致；投资活动现金持续净流入，筹资活动现金净流出规模大幅增长，主要为当期增加债务偿还力度所致。考虑到未来公司在工业领域等仍需进一步投入以及债务到期偿还，公司存在对外筹资需求。2025 年一季度，公司经营活动现金流转为净流出，主要系季节性原因所致；投资活动现金流转为净流出，公司对外融资需求有所增加。

图表 16 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	139.78	134.23	101.65	33.13
经营活动现金流出小计	136.52	121.15	85.75	28.21
经营现金流量净额	3.26	13.08	15.90	4.92
投资活动现金流入小计	36.68	27.34	27.61	3.72
投资活动现金流出小计	29.52	25.54	25.78	10.63
投资活动现金流量净额	7.17	1.80	1.82	-6.91
筹资活动前现金流量净额	10.43	14.88	17.72	-2.00
筹资活动现金流入小计	150.80	118.13	117.44	54.39
筹资活动现金流出小计	173.45	119.09	136.36	40.50
筹资活动现金流量净额	-22.65	-0.96	-18.92	13.88
现金收入比	83.77%	107.82%	88.86%	67.43%
现金及现金等价物净增加额	-12.03	14.04	-1.07	11.90

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2 偿债指标变化

公司偿债指标表现尚可，同时考虑公司是南通市重要的产业投资及运营主体，综合偿债能力较强；公司对外担保规模大，子公司金通灵涉及多起重大诉讼，存在或有负债风险。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	273.20%	230.20%	183.20%
	速动比率	135.61%	105.12%	80.31%
	经营现金/流动负债	2.05%	6.58%	6.27%
	经营现金/短期债务（倍）	0.04	0.12	0.11
	现金短期债务比（倍）	0.83	0.65	0.50
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	17.96	16.86	12.35
	全部债务/EBITDA（倍）	15.66	17.34	23.51
	经营现金/全部债务（倍）	0.01	0.04	0.05
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.76	1.54	1.03
	经营现金/利息支出（倍）	0.32	1.19	1.33

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2024 年末，公司流动比率及速动比率均有所下降，经营活动现金流量净额对流动负债的保障能力变动不大，现金类资产对短期债务覆盖能力偏弱；2024 年，公司 EBITDA 同比减少，EBITDA 对利息覆盖情况尚可但覆盖能力同比有所下降。截至 2025 年 3 月底，公司获得银行授信总额 330.62 亿元，尚未使用额度 113.55 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。公司下属控股多家上市公司，具备直接融资渠道。考虑公司作为南通市重要的产业投资及运营主体，区域重要性强，公司综合偿债能力较强。

截至 2025 年 3 月底，公司对外担保金额 87.82 亿元（除担保业务外），占期末净资产比例为 26.17%，集中度较低，被担保对象主要为苏锡通产业园区内国有企业，未设置反担保措施，存在一定代偿风险。

重大诉讼方面，公司涉及重大未决诉讼事项全部由子公司金通灵经营过程中产生。

金通灵于 2024 年 9 月 9 日、11 月 29 日分别披露了《关于公司累计诉讼、仲裁情况的公告》，金通灵及其控股子公司作为被告涉及诉讼、仲裁案件 34 件，累计金额 23725.68 万元，可能对金通灵造成较大金额损失或者或有负债，同时对金通灵业务拓展等方面造成不利影响。

金通灵于 2024 年 12 月 16 日收到江苏省南京市中级人民法院送达的《民事裁定书》（〔2024〕苏 01 民初 2864）等有关材料，涉及 10 名自然人投资者以证券虚假陈述责任纠纷为由对金通灵、相关中介机构、相关当事人提起了民事诉讼。2024 年 12 月 31 日，江苏省南京市中级人民法院决定适用特别代表人诉讼程序审理本案。目前尚未开庭审理，金通灵最终涉诉金额存在不确定性。

2024 年 12 月，检察机关对金通灵及季伟、袁学礼等 6 人违规披露重要信息；欺诈发行股票案一案已经收到公安机关移送起诉的材料。2025 年 7 月，金通灵收到检察机关的《起诉书》，金通灵和季伟等三人应当以欺诈发行股票罪追究刑事责任，季伟、袁学礼等 6 人应当以违规披露重要信息罪追究刑事责任。截至本报告出具日，本次诉讼尚未审理，判决结果存在不确定性。

3 公司本部主要变化情况

公司本部为控股平台，承担部分融资职能。本部资产规模较上年底变化不大，构成以股权资产及应收类款项为主；本部利润主要来源于控股及参股企业投资收益，稳定性一般；本部债务负担较轻，现金类资产及所持上市企业股权参考价值对全部债务具备保障能力，本部偿债压力不大。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 260.36 亿元，较上年底变动不大，资产以非流动资产（占比 93.71%）为主。现金类资产（5.22 亿元，货币资金+交易性金融资产）、长期股权投资（147.70 亿元，包括对下属子公司的投资 135.55 亿元及对联营企业的投资）、长期应收款（52.93 亿元，主要为应收的中天钢铁集团钢铁产能指标及工程款）较上年底变化均不大。截至 2025 年 3 月底，公司本部持有的主要上市公司股票市值合计 89.34 亿元，未质押部分市值合计 83.58 亿元。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 90.42 亿元，较上年底变动不大；全部债务 62.32 亿元，债务结构较为均衡（短期债务占 80.58%）；资产负债率为 34.73%，全部债务资本化比率 26.83%，本部债务负担较轻。公司本部所有者权益为 169.95 亿元，较上年底变化不大。

2024 年，公司本部营业总收入为 0.19 亿元，同比减少 64.18%；利润总额为 0.29 亿元，较上年减少 81.69%。同期，本部投资收益为 2.25 亿元，同比减少 26.28%，主要为子公司按成本法核算的长期股权投资收益（1.29 亿元）、江山股份等按权益法确认的长期股权投资收益（0.85 亿元）。

偿债能力方面，2024 年，公司本部经营活动现金流持续净流入（2024 年为 0.18 亿元），投资活动现金净流入 5.23 亿元，对外筹资需求不大。本部取得投资收益收到的现金（2.23 亿元）对分配股利、利润或偿付利息支付的现金（2.81 亿元）具备一定保障。现金类资产及所持上市企业股权参考价值对全部债务具备保障能力，本部偿债压力不大。

七、ESG 分析

公司主营业务面临一定环境风险，其中金通灵因 2017 年至 2022 年年报存在虚假记载被监管机构处罚。整体来看，公司 ESG 表现一般。

环境方面，公司化工业务、医药制造等工业板块面临一定的环境风险，业务主体江天化学、精华制药和金通灵均为环境保护部门公布的重点排污单位。跟踪期内，精华制药子公司宁夏森萱药业有限公司涉嫌违反《中华人民共和国水污染防治法》，平罗县人民政府责令停业整顿、石嘴山市生态环境局罚款 90 万元，已于 2024 年 7 月 19 日完成整改并复工复产；江天化学及金通灵均无处罚信息。

社会责任方面，公司积极履行作为国有企业社会责任，已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，人员稳定性高。2024 年，未发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司法人治理结构完善，内部规章制度和内控制度健全。金通灵因 2017 年至 2022 年年报存在虚假记载被监管机构处罚。公司未设立 ESG 相关专门委员会。

八、外部支持

1 支持能力

南通市经济持续发展，财政自给率在江苏省处于中等偏上水平，支持能力强。

2024 年南通市的主要财力指标回升，一般公共预算收入同比增长 3.05%，在江苏省内排名第 4 位，其中税收收入 525.8 亿元，占比下降 4.19 个百分点；支出结构向民生倾斜，教育、住房保障支出分别增长 1.7% 和 10.4%，交通运输支出增长 19.6%，重点支持北沿江高铁等重大基建项目，财政自给率为 59.4%。受房地产和土地市场行情遇冷的影响，2024 年南通市政府性基金收入同比下降 15.09%，未来房地产和土地市场行情的回暖情况有待持续关注。再融资环境方面，2024 年末，南通市政府债务余额居于江苏省前列。区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较低，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境尚可。

2 支持可能性

公司是南通市重要的产业经营及投资平台，在资产划拨、资本金注入及政府补助方面持续获得政府有力支持。

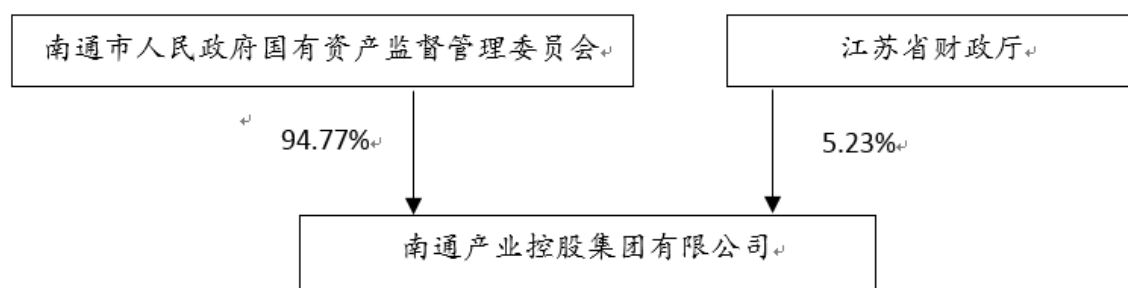
资产划拨方面，2024 年，根据南通市国资委《关于增加南通产业控股集团有限公司授权资产的通知》（通国资发〔2024〕55 号）文件，将市国资委所持江苏省盐业集团南通有限公司 39.6% 股权，授权产控集团经营，增加授权经营基数 1.12 亿元；根据南通市国资委《关于增加南通产业控股集团有限公司授权资产的通知》（通国资发〔2024〕108 号）文件，将南通市保障房建设投资集团有限公司名下南通贸促国际会展有限公司 100.00% 股权，授权产控集团经营，增加授权经营基数 241.80 万元。根据南通市国资委《关于调整江苏省财政厅对江苏大生集团有限公司持股比例的通知》（通国资发〔2024〕95 号），市国资委将所持大生集团 5.3022% 的股权划拨至国融公司持有，增加授权经营基数 0.31 亿元。

资本金注入及补贴方面，2024，公司收到财政注入资本金 5670.00 万元，计入资本公积；当年获得财政专项补助、各类粮食储备补贴收入、担保扶持奖励等合计 5.03 亿元计入其他收益。

九、评级结论

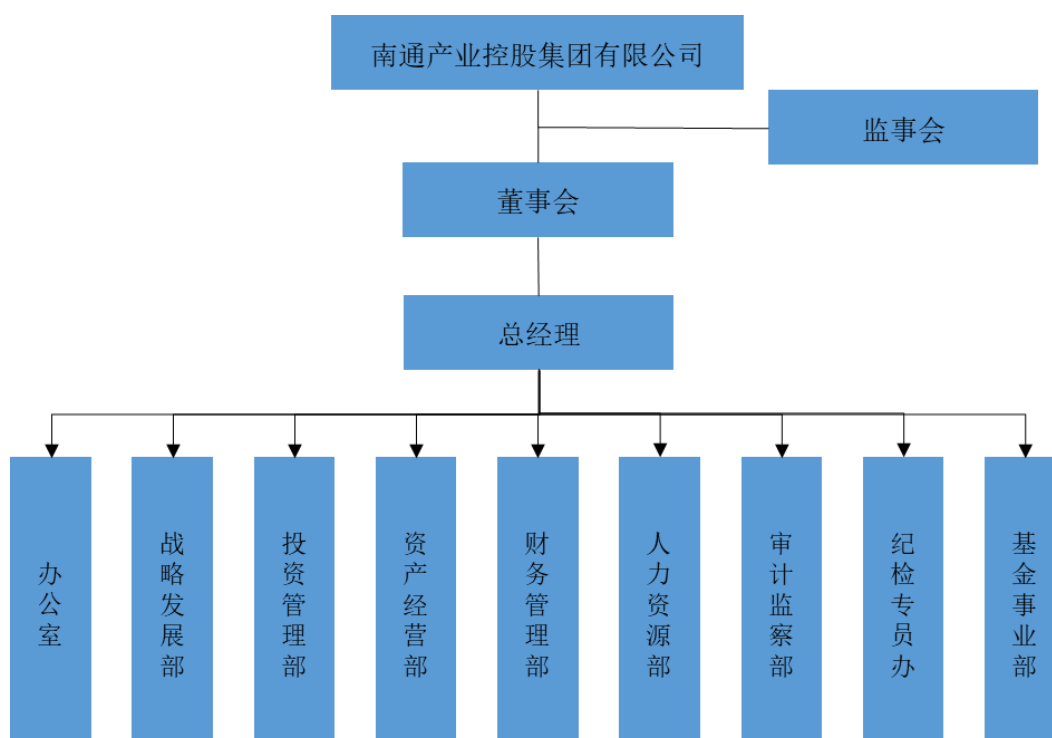
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“25 南通产业 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	64.29	73.82	73.64	88.24
应收账款（亿元）	46.33	40.99	49.33	54.79
其他应收款（亿元）	73.86	64.60	54.79	55.31
存货（亿元）	218.87	248.63	260.89	258.00
长期股权投资（亿元）	39.80	22.01	22.81	23.38
固定资产（亿元）	28.45	29.16	28.34	28.69
在建工程（亿元）	5.41	9.34	10.35	10.72
资产总额（亿元）	667.84	710.99	733.47	756.05
实收资本（亿元）	50.00	50.00	50.00	50.00
少数股东权益（亿元）	119.82	140.99	135.84	135.86
所有者权益（亿元）	290.77	314.73	312.66	312.84
短期债务（亿元）	77.35	112.83	148.43	145.80
长期债务（亿元）	203.85	179.61	141.89	161.36
全部债务（亿元）	281.20	292.43	290.32	307.16
营业总收入（亿元）	77.60	74.89	72.84	18.72
营业成本（亿元）	56.39	54.37	54.81	13.79
其他收益（亿元）	2.95	3.58	5.03	0.16
利润总额（亿元）	4.83	5.14	0.36	1.12
EBITDA（亿元）	17.96	16.86	12.35	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	65.00	80.75	64.73	12.63
经营活动现金流入小计（亿元）	139.78	134.23	101.65	33.13
经营活动现金流量净额（亿元）	3.26	13.08	15.90	4.92
投资活动现金流量净额（亿元）	7.17	1.80	1.82	-6.91
筹资活动现金流量净额（亿元）	-22.65	-0.96	-18.92	13.88
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.19	1.49	1.44	--
存货周转次数（次）	0.29	0.23	0.22	--
总资产周转次数（次）	0.11	0.11	0.10	--
现金收入比（%）	83.77	107.82	88.86	67.43
营业利润率（%）	26.27	26.19	23.70	25.01
总资本收益率（%）	2.12	1.78	0.84	--
净资产收益率（%）	1.49	1.10	-0.75	--
长期债务资本化比率（%）	41.21	36.33	31.22	34.03
全部债务资本化比率（%）	49.16	48.16	48.15	49.54
资产负债率（%）	56.46	55.73	57.37	58.62
流动比率（%）	273.20	230.20	183.20	187.56
速动比率（%）	135.61	105.12	80.31	87.21
经营现金流动负债比（%）	2.05	6.58	6.27	--
现金短期债务比（倍）	0.83	0.65	0.50	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	1.76	1.54	1.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.66	17.34	23.51	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 公司其他流动负债和其他应付款中有息债务已调至短期债务；长期应付款有息债务已调至长期债务计量
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.78	4.70	5.22	15.11
应收账款（亿元）	--	--	--	--
其他应收款（亿元）	5.30	9.25	8.42	8.01
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	142.79	145.72	147.70	148.21
固定资产（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程（亿元）	--	--	--	--
资产总额（亿元）	250.55	258.50	260.36	271.16
实收资本（亿元）	50.00	50.00	50.00	50.00
少数股东权益（亿元）	--	--	--	--
所有者权益（亿元）	165.22	167.30	169.95	169.83
短期债务（亿元）	9.71	31.37	50.22	48.33
长期债务（亿元）	49.05	35.01	12.10	24.80
全部债务（亿元）	58.76	66.38	62.32	73.13
营业总收入（亿元）	0.05	0.53	0.19	0.00
营业成本（亿元）	0.06	0.06	0.06	0.00
其他收益（亿元）	0.01	0.35	0.00	0.00
利润总额（亿元）	6.14	1.58	0.29	0.17
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.10	0.17	0.06	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	4.83	2.02	0.67	0.80
经营活动现金流量净额（亿元）	2.93	1.35	0.18	0.67
投资活动现金流量净额（亿元）	0.00	0.12	5.23	-0.96
筹资活动现金流量净额（亿元）	-10.13	0.46	-4.88	10.17
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	44.92	46.16	45.15	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	203.95	31.77	31.14	100.00
营业利润率（%）	-123.91	76.07	46.07	100.00
总资本收益率（%）	3.86	1.58	1.07	--
净资产收益率（%）	3.91	1.11	0.46	--
长期债务资本化比率（%）	22.89	17.31	6.65	12.74
全部债务资本化比率（%）	26.23	28.41	26.83	30.10
资产负债率（%）	34.05	35.28	34.73	37.37
流动比率（%）	29.14	31.66	21.68	34.58
速动比率（%）	29.14	31.66	21.68	34.58
经营现金流动负债比（%）	8.87	2.52	0.23	--
现金短期债务比（倍）	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：公司 2025 年一季度财务报表未经审计。
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×100%
调整后营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加-期间费用) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持