

南通产业控股集团有限公司

2025 年度第一期中期票据

信用评级报告

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〔2024〕8692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主体信用状况及其拟发行的南通产业控股集团有限公司 2025 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定南通产业控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，南通产业控股集团有限公司 2025 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年十二月十九日

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。

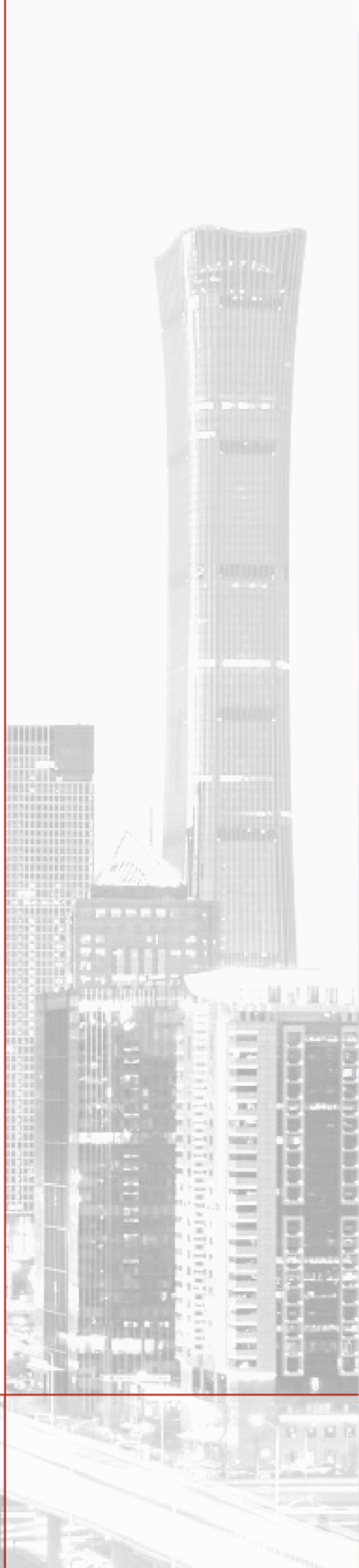
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

八、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 年度第一期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/12/19

债项概况 本期债项发行规模为 10.00 亿元，期限为 3 年；募集资金用于偿还南通产业控股集团有限公司（以下简称“公司”）有息债务。偿还方式为按年付息，到期一次还本。

评级观点 公司作为南通市重要的产业投资及运营主体，区域优势明显。管理方面，公司内控体系建设与内部管理制度健全，下属上市公司金通灵科技集团股份有限公司（以下简称“金通灵”）因 2017 年至 2022 年年报存在虚假记载被监管机构处罚，公司内控管理能力有待提升。经营方面，公司业务布局多元，控股产业在细分领域具有显著的竞争优势。其中，公司旗下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；化工板块主要产品产能利用率较高，经营稳健；医药制造业务拥有中成药王氏保赤丸等独家产品，盈利能力强。同时，需关注宏观经济放缓及下游需求减弱对设备制造及碳素业务经营业绩的不利影响。财务方面，公司资产质量较高，应收类款项对资金形成较大占用，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；公司经营性利润处于较低水平，利润总额对投资收益及政府补助存在依赖，整体盈利能力指标表现良好；债务结构以长期为主，债务负担可控，偿债指标表现较强；对外担保存在一定代偿风险。公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力一般，考虑到公司作为南通市重要的产业投资及运营主体，行业地位突出，融资渠道畅通，能够对本期债项的偿付提供有效支持。

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。**南通市交通便利，区位优势突出，产业集聚效应明显。2021—2023 年，南通市实现地区生产总值 GDP 分别为 11026.9 亿元、11379.6 亿元和 11813.3 亿元，持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司控股产业在细分领域具有显著的竞争优势。**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。
- **能够获得有力的政府支持。**2021 年，南通市国资委将苏锡通控股 51% 股权无偿划转至公司，同年，南通市财政局向公司注入资金 3.00 亿元（计入资本公积）。2023 年，南通市财政局将持有的南通市产业投资母基金有限公司（以下简称“南通母基金”）50% 股权对应的全部表决权委托给公司行使，公司将南通市母基金纳入合并范围，2023 年底南通母基金所有者权益 37.56 亿元，同年，公司获得财政专项补助、各类粮食储备补贴收入、担保扶持奖励等合计 2.95 亿元（计入其他收益）。

- **公司本部持有多家上市公司股权，未质押部分市值高。**截至 2024 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，股票简称：江山股份、江天化学、精华制药等），持有的主要上市公司股票市值合计 64.71 亿元，未质押部分市值合计 60.27 亿元。

关注

- **子公司金通灵净利润亏损面持续扩大。**受宏观经济放缓、下游需求减少影响，2021—2023 年，公司设备制造及服务业务经营主体金通灵营业总收入持续减少，同时受运营成本增加及计提减值影响导致净利润亏损面持续扩大。2023 年，金通灵因 2017 年至 2022 年年报存在虚假记载被监管机构处罚，公司内控管理能力有待提升。
- **应收类款项账龄偏长期，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，账龄偏长期，对资金形成较大占用。
- **存在一定代偿风险。**2023 年底，公司对外担保金额 72.56 亿元（除担保业务外），占期末净资产比例为 23.05%，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 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		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				+1
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

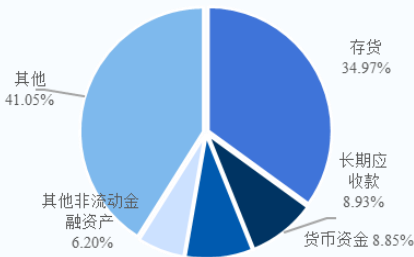
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	79.85	64.29	73.82	86.55
资产总额（亿元）	693.94	669.32	710.99	739.94
所有者权益（亿元）	293.14	291.88	314.73	315.85
短期债务（亿元）	134.86	77.35	112.83	115.55
长期债务（亿元）	149.61	203.85	179.61	200.02
全部债务（亿元）	284.47	281.20	292.43	315.57
营业总收入（亿元）	61.79	77.45	74.89	20.39
利润总额（亿元）	5.02	4.46	5.14	2.26
EBITDA（亿元）	12.89	17.60	16.86	--
经营性净现金流（亿元）	-2.69	3.26	13.08	-3.52
营业利润率（%）	28.21	26.02	26.19	25.25
净资产收益率（%）	0.91	1.45	1.10	--
资产负债率（%）	57.76	56.39	55.73	57.31
全部债务资本化比率（%）	49.25	49.07	48.16	49.98
流动比率（%）	188.29	273.56	230.20	235.93
经营现金流动负债比（%）	-1.15	2.05	6.58	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.83	0.65	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	2.74	1.72	1.54	--
全部债务/EBITDA（倍）	22.07	15.98	17.34	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	273.13	250.55	258.50	256.62
所有者权益（亿元）	159.63	165.22	167.30	166.33
全部债务（亿元）	76.39	68.76	72.38	71.61
营业总收入（亿元）	0.20	0.05	0.53	0.01
利润总额（亿元）	0.58	6.14	1.58	0.01
资产负债率（%）	41.56	34.05	35.28	35.18
全部债务资本化比率（%）	32.37	29.39	30.20	30.10
流动比率（%）	28.27	29.14	31.66	27.81
经营现金流动负债比（%）	-3.47	8.87	2.52	--

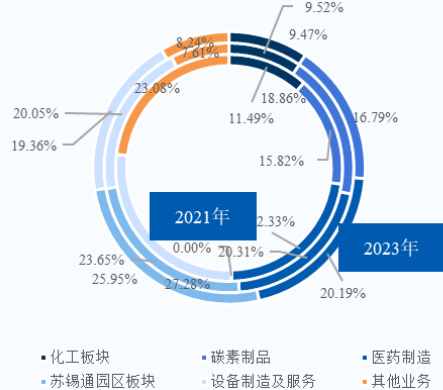
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径及本部其他应付款、其他流动负债中有息部分已调整至短期债务，长期应付款中有息部分已调至长期债务

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

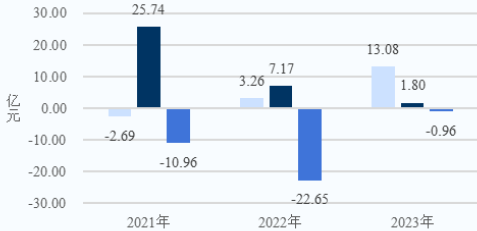
2023 年底公司资产构成



2021—2023 年公司营业总收入构成

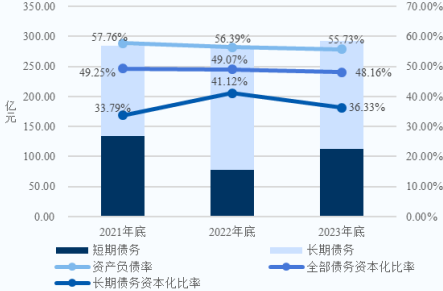


2021—2023 年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2021—2023 年底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	控股股东	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	资产负债率	全部债务资本化 比率	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	南通市国资委	710.99	314.73	74.89	5.14	55.73%	47.28%	18.11	2.57
无锡产发	AAA	无锡市国资委	1091.10	414.48	781.52	21.61	62.01%	50.66%	7.83	4.10
青岛国信	AAA	青岛市国资委	1162.10	355.67	102.21	18.60	69.39%	66.73%	13.19	2.70

注：无锡产发为无锡产业发展集团有限公司简称；青岛国信为青岛国信发展（集团）有限责任公司简称；国资委为国有资产监督管理委员会简称

资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/08/27	刘祎恒、候珍珍、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	--
AAA/稳定	2023/12/21	候珍珍、闫旭	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	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘祎恒 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、主体概况

南通产业控股集团有限公司（以下简称“公司”）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，为做强做优做大国有企业，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 2024 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，收入主要来源于工业及苏锡通园区，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为一般工商企业。

截至2024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2023年底，公司合并资产总额710.99亿元，所有者权益314.73亿元（含少数股东权益140.99亿元）；2023年，公司实现营业总收入74.89亿元，利润总额5.14亿元。

截至2024年3月底，公司合并资产总额739.94亿元，所有者权益315.85亿元（含少数股东权益141.64亿元）；2024年1—3月，公司实现营业总收入20.39亿元，利润总额2.26亿元。

公司注册地址：南通市工农路 486 号；法定代表人：张剑桥。

二、本期债项概况

公司拟发行“南通产业控股集团有限公司 2025 年度第一期中期票据”（以下简称“本期债项”），本期债项发行规模为 10.00 亿元，期限为 3 年。本期债项募集资金拟用于偿还公司有息债务。偿还方式为按年付息，到期一次还本。

本期债项无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年前三季度，国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业、物价总体稳定。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月政治局会议精神，用好超长期国债支持“两重、两新”工作，加快专项债发行使用，降低实体经济融资成本，加快资本市场落实新“国九条”。

2024 年前三季度国内生产总值 949746 亿元，同比增长 4.8%。经济增速有所波动，但仍保持在 5.0% 增长目标附近。经济运行出现一些新的情况和问题，房地产调控和化债方案持续加码。信用环境方面，前三季度，稳健的货币政策加大逆周期调节力度，两次下调存款准备金率，开展国债买卖操作，两次下调政策利率，支持房地产白名单企业和居民贷款，有序推进融资平台债务风险化解。下阶段，货币政策将加强逆周期调节力度，提振社会通胀预期，支持房地产融资，稳定资本市场；合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放。

展望四季度，按照 9 月政治局会议安排，宏观政策将加大逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困。抓住有利时机，强化存量政策和增量政策协同发力，巩固和增强经济回升向好势头，努力完成全年经济社会发展目标任务。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年三季度报）》](#)。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见《[2023年城市基础设施建设行业分析](#)》。

（2）医药制造业

2023年，受医保控费力度加大、新药研发力度加大、疫情相关用品需求下降、行业内部调整等因素影响，医药制造企业营业收入和利润总额同比有所下降。医药行业是对政策依赖较高的行业，仿制药一致性评价政策的推进、带量采购政策的落地执行等均对行业产生了深刻影响。近年来，中国医药行业政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革，控费仍是行业主旋律，鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求，积极推动仿制药发展，鼓励优质中医药企业发展。2023年开展的医疗反腐行动长期有益行业健康发展。未来，预计国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望逐渐复苏。详见《[医药制造业 2024 年度行业分析](#)》。

（3）化工行业

2023年以来，化工行业成本压力减轻，化工产品价格中枢走低，化工行业整体收入同比下降，但终端需求表现各异，导致细分化工行业利润分化明显。具体来看：（1）炼化：2023年，原油价格平稳运行且价格中枢下降，有利于炼油厂利润修复。未来，中国炼化项目新增产能有限，但成品油需求增速或将放缓，“降油增化”“调整产业结构”仍是炼化行业主旋律。（2）盐化工：2023年，纯碱及烧碱作为基础原料产能利用率仍保持较高水平；PVC受下游房地产行业需求收缩影响，供需矛盾依然突出，价格持续走低，企业亏损明显。2024年，PVC、烧碱、纯碱仍有新增产能投放，但PVC下游需求无明显恢复迹象，供过于求问题显著。（3）化肥：2023年，氮肥、磷肥、钾肥产品价格中枢下移。2024年，尿素产品新增供给较多，尿素产品供给宽松。中国钾肥企业集中度较高且钾矿资源储量较低，未来扩产难度较大，但钾肥需求缺口较大，进口量或将持续增加。（4）合成纤维：2023年，化学纤维终端需求有所改善，整体利润有所修复。其中，涤纶长丝和氨纶行业产能扩张明显，2024年行业整体供大于求的市场情况仍然存在。粘胶短纤行业受近年来利润亏损影响，业内扩产意愿很低，2024年行业盈利性将主要取决于需求状况。（5）聚烯烃：2023年聚烯烃产能仍然呈现扩张趋势，中国聚烯烃行业通用产品供应格局偏弱，2024年，中国聚烯烃仍处于产能扩张周期，进一步限制产品价格和开工率，企业盈利空间有限。（6）橡胶助剂：2023年，中国轮胎产量同比大幅增长，带动橡胶助剂总产量有所增长，但产品价格和销售收入较上年略有下降，未来行业集中度有望提高。详见《[2024年化工行业分析](#)》。

（4）股权投资行业

受复杂的外部环境影响，2023年中国股权投资市场整体延续下行态势。募资端，2023年中国股权投资市场新募基金数量及新募基金总规模同比均有所下降，国有资金主导地位持续提升；投资端，2023年中国股权投资市场投资案例数及投资总金额同比均有所下降，硬科技领域仍是投资布局主线，半导体及电子设备行业投资规模位居前列，机械制造、汽车领域表现强劲。退出端，受国内IPO节奏收紧影响，2023年中国股权投资市场退出案例数同比下滑，随着越来越多的行业逐渐进入调整与整合阶段，叠加IPO项目溢价降低、上市不确定性持续增强的影响，股权投资机构开始更多地关注并考虑通过回购、股权转让、并购等实现收益变现。进入2024年，一季度股权投资市场募资端延续下滑态势，投资端出现回升，投资趋势以国家战略性新兴产业为导向，股权投资市场复苏节奏较为缓慢，未来仍将面临较多考验。完整版行业分析详见《[股权投资行业运行分析](#)》。

2 区域环境分析

南通市交通便利，区位优势突出，产业集聚效应明显。2021—2023年，南通市地区生产总值持续增长，工业经济稳中有进，固定资产投资保持增长，公司外部发展环境良好。

南通地处中国华东地区、江苏东南部，东抵黄海、南濒长江，是国务院批复确定的中国长三角北翼经济中心、现代化港口城市，是扬子江城市群的重要组成部分、上海大都市圈北翼门户城市、中国首批对外开放的14个沿海城市之一。全市陆域面积8001平方千米，海域面积8701平方千米，下辖3市1县3区，拥有1个国家级高新区、4个国家级开发区和1个综合保税区、5个国家一类水运和航空开放口岸。

南通市产业集聚效应明显。南通市重点发展船舶海工、高端纺织、电子信息（新一代信息技术）、智能装备、新材料、新能源和新能源汽车、生命科学等（3+3+N）具有高端引领作用的先进制造业集群；培育发展钢铁新材料、石化新材料、纺织新材料、绿

色能源、高端粮油食品等沿海临港高端绿色产业基地。其中，船舶海工产业是南通市“3+3+N”支柱产业，聚集了惠生清洁能源科技集团股份有限公司和招商局重工（江苏）有限公司等高新技术企业。南通市拥有全国最大家纺交易中心，纺织产业是南通最大的传统支柱产业。高端装备产业以高端成套设备、关键零部件为特色，呈现产业集聚发展等特点。电子信息方面，南通市形成以集成电路、下一代信息网络、新型电子元器件、云计算和大数据等行业为代表的新一代信息技术产业体系。新能源方面，南通市重点在风电、光伏、氢能、储能等领域推进绿色能源体系建设，形成风力发电及风力发电设备制造、太阳能光热、光伏产品制造、生物发电及环保节能锅炉制造、新能源汽车、新型动力电池等关键零部件制造、智能电网设备、储能设备制造等产业结构。

2021—2023年，南通市实现地区生产总值GDP分别为11026.9亿元、11379.6亿元和11813.3亿元，持续增长。根据《2023年南通市国民经济和社会发展统计公报》，2023年，南通市GDP比上年增长5.8%。其中，第一产业增加值519.6亿元，增长2.9%；第二产业增加值5728.1亿元，增长7.1%；第三产业增加值5565.5亿元，增长4.7%。全年三次产业结构比例为4.4：48.5：47.1。按常住人口计算，人均地区生产总值15.3万元，增长5.7%。工业经济稳中有进，全年规模以上工业增加值比上年增长8.8%，其中轻工业增长5.1%，重工业增长10.5%。固定资产投资保持增长，全年固定资产投资比上年增长2.6%；分领域看，制造业投资增长2.6%；基础设施投资增长7.4%；房地产开发投资下降4.5%。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司作为南通市重要的产业投资及运营主体，业务布局较为多元，控股产业在细分领域具有显著的竞争优势。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，主营业务包括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）及金融服务业务，业务布局较为多元。

图表 1 • 公司主要控股经营行业信用风险评价

行业		2023 年综合得分
公用事业	城市基础设施投资	3
工业制造	医疗保健	3
材料	化工	3
综合投资	股权投资型	4

注：联合资信将行业信用风险由低到高分六个等级，分别为 1~6，其中 1 为行业信用风险最低，6 为行业信用风险最高。
 资料来源：联合资信行业信用风险评价结果

苏锡通园区板块业务由南通子公司苏锡通控股负责经营，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。

公司工业领域经营主体主要为南通江天化学股份有限公司（以下简称“江天化学”）、精华制药集团股份有限公司（以下简称“精华制药”）、金通灵科技集团股份有限公司（以下简称“金通灵”）和南通扬子碳素股份有限公司（以下简称“扬子碳素”），分别负责化工板块、医药制造、设备制造及服务及碳素制品业务。其中，江天化学从事精细化学品的研发、生产和销售，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。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，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。

截至2024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，股票简称：江山股份、江天化学、精华制药等），持有的主要上市公司股票市值合计64.71亿元，未质押部分市值合计60.27亿元。

图表 2 • 截至 2024 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	8.40	37.53%	--	--
精华制药	22.12	34.39%	--	--
江山股份	15.88	28.12%	--	--
金通灵	8.93	27.88%	49.77%	4.44
醋化股份	2.14	9.43%*	--	--

中航高科	7.24	2.66%	--	--
合计	64.71	--	--	4.44

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

2 人员素质

公司高级管理人员管理经验较为丰富；员工结构符合公司业务设置，可满足公司现有业务运营需要。

截至 2024 年 3 月底，公司高级管理人员 7 名，包括总经理、副总经理（5 名）、纪委书记，均拥有丰富的企业管理运营经验。公司在职人员 4941 人。从学历来看，本科及以上学历占 31.00%，专科占 38.99%，专科以下占 30.01%；从年龄构成看，30 岁以下占 22.99%，31~40 岁占 33.11%，41 岁以上占 43.90%。

董事长张剑桥先生，1974 年生，曾任通州市国土资源局办公室副主任、监察室主任；南通市人民政府办公室计划财经处处长，挂职宿迁市人民政府办公室副主任、党组成员，宿迁市人民政府金融工作办公室副主任，宿迁市宿豫区委常委、常务副区长；南通市应急管理办公室主任；南通市人民政府金融工作办公室副主任、党组成员；南通市地方金融监督管理局副局长、党组成员等职。2020 年 3 月至今，任公司董事长兼党委书记。

总经理顾建国先生，1966 年生，曾任南通国有资产投资控股有限公司总经理，南通城市建设集团有限公司党委委员、副总经理。2019 年 1 月至今，任公司副董事长兼总经理。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2024 年 12 月 11 日，公司本部无关注类和不良类信贷信息记录。

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2024 年 12 月 15 日，联合资信未发现公司曾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。

六、管理分析

1 法人治理

公司已建立相对完善的法人治理结构。

法人治理结构方面，公司设立了董事会和监事会，实际运行情况良好。截至 2024 年 3 月底，公司董事会成员 9 人，其中，职工董事 1 人，由职工代表大会选举产生，其他董事根据国有企业领导管理权限和《公司法》规定程序依法委派；监事会成员 5 人，其中，职工监事 2 名，职工监事由职代会选举产生，其他监事由南通市国资委依法委派。

2 管理水平

公司逐步完善内控体系建设，内部管理制度健全，能够满足公司日常经营和管理需要。但下属子公司众多，涉及行业领域多元，增加了公司管理难度，公司内控管理能力有待提升。

公司制定并不断完善内部控制制度。对子公司的管理方面，公司通过委派子公司的高级管理人员对子公司加强管理和控制，并依据公司的经营策略和风险管理政策，制定了《南通产业控股集团有限公司子公司管理制度》，进一步明确了公司及下属各全资及控股子公司资金预算、投资资金、融资资金、营运资金管理及相关原则、程序和相关规定，明确要求子公司在经营运作、风险管理、人事、财务、资金、担保、投资、内审、信息等事项上，履行公司报告流程和审议程序，及时向公司分管负责人报告重大业务事项，同时定期向公司上报财务和经营情况书面资料。公司职能部门共同负责对子公司进行绩效考核和管理，从而保证了对子公司日常营运和经营风险的控制。公司通过建立重大经营及财务数据报告等制度，及时准确掌握下属全资和控股子公司经营动态，并由公司定期考核。但联合资信关注到，公司下属子公司众多，涉及行业领域多元，增加了公司管理难度。2023 年，下属上市公司金通灵因 2017 年至 2022 年年报存在虚假记载被监管机构处罚，公司内控管理能力有待提升。

七、重大事项

下属上市公司金通灵因 2017 年至 2022 年年报存在虚假记载被监管机构处罚，且经营业绩持续下滑，需关注公司本部向其提供的资金回收情况。

2023 年 6 月 27 日，金通灵因涉嫌信息披露违法违规收到中国证券监督管理委员会下发的《立案告知书》。2023 年 11 月 22 日，金通灵收到《深圳证券交易所关于对金通灵科技集团股份有限公司的关注函》，金通灵因 2017 年至 2022 年通过伪造工程形象进度确认表、发货单等调节 EPC 总承包项目完工进度（履约进度），以及通过未发货提前确认收入、对销售退回不冲减收入等方式虚增营业收入和利润总额事项被深圳证券交易所启动纪律处分。2024 年 1 月 2 日，金通灵收到江苏证监局下发的《行政处罚决定书》。截至 2023 年底，公司（合并口径）因收购金通灵产生的商誉 2.44 亿元已全部计提减值；为保持金通灵流动性，截至本报告出具日，公司本部已向金通灵提供短期借款（3.00 亿元）及借款担保（8.43 亿元）。2023 年，金通灵净利润亏损面进一步扩大至 5.56 亿元，短期内经营业绩改善的难度较大，需关注公司本部对其提供的资金回收情况。

八、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，公司经营格局有所调整，营业总收入波动增长，综合毛利率有所下降。

2021—2023 年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长 10.09%，主要系 2021 年末合并苏锡通控股，2022 年开始增加苏锡通园区收入所致；2023 年，公司营业总收入同比下降 3.31%，主要系碳素制品和设备制造及服务收入同比减少所致。从收入构成看，苏锡通园区板块（基础设施建设及土地一级开发）和工业板块（含化工业务、医药、设备制造与服务、碳素制品）为公司最主要的收入来源。2023 年，苏锡通园区板块收入较上年增长 6.07%，主要系基础设施建设业务确认收入增加所致；化工板块和医药板块收入同比变化不大，设备制造及服务业务受宏观环境、市场供求关系持续走弱的影响，收入同比下降 6.60%；碳素制品业务收入同比减少 13.94%，主要系受宏观经济增速放缓、下游需求减少影响所致；其他业务主要包括融资租赁、担保及物业管理等，收入同比增长 7.52%。

2021—2023 年，公司综合毛利率有所下降，主要系 2022 年房地产业务板块剥离、设备制造与服务毛利率下降所致。2023 年，综合毛利率较上年基本持平，其中化工板块和医药制造板块毛利率较上年提升 1.89 个百分点和 1.96 个百分点，设备制造及服务、碳素制品毛利率较上年分别减少 1.13 个百分点和 2.50 个百分点，苏锡通园区板块毛利率同比基本持平。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 20.39 亿元，较上年同期增长 13.16%，主要系苏锡通园区板块结转收入增加所致；同期，综合毛利率 25.80%，较上年同期变化不大。

图表 3 • 2021—2023 年公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入（亿元）	占比	毛利率	收入（亿元）	占比	毛利率	收入（亿元）	占比	毛利率
化工板块	7.10	11.49%	20.83%	7.37	9.52%	18.20%	7.09	9.47%	20.28%
纺织板块	3.12	5.06%	10.51%	--	--	--	--	--	--
医药制造	13.80	22.33%	47.41%	15.73	20.31%	46.73%	15.12	20.19%	48.70%
房地产板块	5.16	8.35%	50.25%	--	--	--	--	--	--
设备制造及服务	16.86	27.28%	16.08%	15.53	20.05%	8.31%	14.50	19.36%	8.30%
粮食储备	2.59	4.20%	5.64%	2.78	3.58%	7.34%	2.82	3.77%	2.81%
碳素制品	9.77	15.82%	29.21%	14.61	18.86%	21.02%	12.57	16.79%	18.52%
苏锡通园区板块*	--	--	--	18.32	23.65%	29.98%	19.43	25.95%	29.10%
其他	3.38	5.47%	70.18%	3.12	4.03%	66.84%	3.35	4.48%	68.90%
合计	61.79	100.00%	30.80%	77.45	100.00%	26.90%	74.89	100.00%	27.20%

注：上表中 2021 年及 2022 年数据为追溯调整后数据；苏锡通控股于 2021 年底纳入公司合并范围，公司 2021 年仅合并其资产负债表，不合并其收入和利润表，故苏锡通园区板块 2021 年无收入

资料来源：联合资信根据公司资料整理

图表 4 • 公司下属主要经营主体 2023 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	所在业务板块	持股比例	资产总额	所有者权益	营业总收入	2023 年 净利润	2022 年净 利润
南通江天化学股份有限公司	化工板块	37.53%	10.01	6.86	7.09	0.69	0.64
精华制药集团股份有限公司	医药制造	34.39%	31.91	28.04	15.12	2.76	2.13
金通灵科技集团股份有限公司	设备制造及服务	27.88%	52.63	17.28	14.50	-5.56	-3.88
南通扬子碳素股份有限公司	碳素制品	46.87%	32.71	16.41	12.57	0.71	0.71
南通苏锡通控股集团有限公司	苏锡通园区板块	51.00%	346.67	122.47	19.43	2.22	1.46
公司（合并口径）	--	--	710.99	314.73	74.89	3.46	4.33

注：金通灵 2022 年净利润为追溯调整后数据
 资料来源：联合资信根据公司资料整理

2 业务经营分析

（1）苏锡通园区板块

2021—2023 年，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 2023 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控股（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。2022 年和 2023 年佳润控股基础设施建设业务确认收入分别为 7.72 亿元和 8.60 亿元；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 45% 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。2021 年以来，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出让业务。2021—2023 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	2021 年	2022 年	2023 年
土地出让面积（亩）	1126.48	1303.18	1292.31
土地一级开发收入（亿元）	8.91	8.67	8.62

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2023 年底，苏通控股土地一级开发应收账款 23.43 亿元，存货中尚未结算的土地开发成本 55.82 亿元。截至 2023 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 120.73 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	2016-2023 年	2019-2033 年	是	125.00	120.73	35

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）工业

2021—2023 年，公司化工板块经营稳健，主要产品甲醛和多聚甲醛产能利用率处于较高水平，收入和利润保持稳定；医药制造业务保持一定规模的研发投入，受益于高毛利率的中药制剂收入规模及占比提升，盈利水平持续提升，医药制造业务盈利能

力强；受宏观经济增速放缓、下游需求减少影响，公司设备制造及服务业务收入持续下降，受运营成本增加及计提资产减值影响，净利润亏损面进一步扩大；碳素制品业务收入波动增长，上下游集中度均很高。

公司工业领域经营主体包括精华制药、金通灵、扬子碳素和江天化学，分别负责医药制造、设备制造及服务、碳素制品和化工板块业务。

化工板块

公司化工板块经营主体江天化学（股票代码 300927.SZ）于 2021 年完成 IPO 上市，首次公开发行股票 2005 万股，占发行后总股本的 25%，募集资金 2.68 亿元，主要用于扩建产能。截至 2023 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。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、混凝土外加剂等多个领域。

化工板块经营模式为以销定产。从产能利用率情况看，2023 年，甲醛设计产能 40 万吨，产能利用率 96.83%；多聚甲醛设计产能 8 万吨，产能利用率 87.63%；超高纯氯甲烷设计产能 2 万吨，产能利用率 25.53%，产能利用率偏低，主要系下游需求较低所致。

化工业务采购原材料主要为甲醇等，上游供应商主要为国内外大型石化及煤化工企业，上游供应商集中度较高，2023 年，江天化学向前五名供应商采购额占年度采购额的 54.73%。上游供应商结构基本保持稳定，能够保证供货的及时性 & 价格稳定性等。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。

从销量来看，2021—2023 年，甲醛、超高纯氯甲烷及多聚甲醛销量均存在一定波动。2023 年，受益于公司拓展新客户，加大多聚甲醛销售力度，多聚甲醛销量同比大幅提升；同时，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，甲醛销量同比有所下降；超高纯氯甲烷销量同比大幅下降，主要系下游客户需求不振所致。2021—2023 年，江天化学营业总收入和净利润基本保持稳定，2023 年营业总收入为 7.09 亿元，净利润为 0.69 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。2023 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 30.74%。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。

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	2021 年				2022 年				2023 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	5.87	5.78	3.48	8.00	5.33	5.28	3.15	8.00	7.01	6.92	4.04
甲醛（折 37%浓度）	40.00	36.18	18.37	2.68	40.00	37.24	22.87	3.07	40.00	38.73	20.31	2.42
超高纯氯甲烷	2.00	1.02	1.02	0.48	2.00	1.24	1.27	0.66	2.00	0.51	0.50	0.22

资料来源：联合资信根据公司资料整理

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。2021—2023 年，精华制药研发投入规模基本稳定，2023 年为 0.64 亿元，占营业总收入比重为 4.27%。

2021—2023 年，精华制药以销定产，部分医药产品销售量及生产量小幅波动，但销售量和生产量总体呈增长态势。同期，精华制药营业总收入变化不大，2023 年为 15.12 亿元，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 4.91 亿元、3.40 亿元、4.49 亿元、2.23 亿元和 0.09 亿元；净利润持续大幅提升，2023 年为 2.76 亿元，主要系高毛利率的王氏保赤丸等中药制剂收入规模及占比持续提升所致。

图表 8 • 医药产品产销量及库存情况

项目	项目	单位	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
中药制剂	销售量	盒/瓶	20177916.00	20258413.00	22182766.00	5545691.00
	生产量	盒/瓶	18476184.00	21347795.00	22639683.00	5659920.00
	库存量	盒/瓶	1335824.00	2425206.00	2882123.00	720530.00

化工医药中间体	销售量	吨	13337.37	16750.28	16718.86	4179.72
	生产量	吨	13420.36	16850.12	17096.70	4274.18
	库存量	吨	1254.99	1354.83	1732.67	433.17
化学原料药及中间体	销售量	吨	454.00	565.00	515.00	128.75
	生产量	吨	486.00	594.00	540.00	135.00
	库存量	吨	168.00	197.00	222.00	55.50
中药材及中药饮片	销售量	吨	2598.00	3037.00	3682.00	920.50
	生产量	吨	2654.00	2787.00	3436.00	859.00
	库存量	吨	964.00	714.00	468.00	117.00
生物制药及其他	销售量	盒/瓶	18540632.00	17013206.00	302829.00	75707.00
	生产量	盒/瓶	17931173.00	14640313.00	317360.00	79340.00
	库存量	盒/瓶	2534489.00	161596.00	176127.00	44031.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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，上游供应商较为分散，2023 年，精华制药向前五名供应商采购额占年度采购额的 14.99%。

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。2023 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 15.94%。

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。2021 年，金通灵向公司定向发行股票 258899676 股，募集资金 8.00 亿元；截至 2023 年底，公司持有其 27.88%股权。

2021—2023 年，受宏观环境及市场供求关系持续走弱的影响，鼓风机、压缩机、汽轮机及锅炉等流体机械产品销售减少，金通灵产品制造业务收入下降，系统集成服务收入基本保持稳定。同期，金通灵营业总收入持续减少，2023 年为 14.50 亿元；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；受毛利润减少及计提资产减值影响，金通灵净利润持续亏损，分别为-0.67 亿元、-3.88 亿元和-5.56 亿元。

2021—2023 年，金通灵计提减值损失（损失以“-”列示）规模逐年扩大，分别为-0.21 亿元、-2.66 亿元及-3.19 亿元，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、子公司高邮市林源科技开发有限公司（以下简称“林源公司”）持续亏损，金通灵持续计提商誉减值准备，2021—2023 年分别计提商誉减值准备-0.01 亿元、-1.17 亿元和-1.11 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；林源公司主要从事生物质发电、承包建设能源工程等业务。截至 2023 年底，金通灵商誉账面价值为 4.20 亿元，均为收购上述两家子公司产生，若未来上海运能和林源公司未来不能实现预期收益，金通灵仍面临一定商誉减值风险。

图表 9 • 设备制造及服务业务经营情况

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入（亿元）	毛利率	收入（亿元）	毛利率	收入（亿元）	毛利率
产品制造	9.27	18.16%	6.58	10.88%	6.23	7.91%
鼓风机	4.90	7.01%	3.93	7.14%	3.58	7.33%
压缩机	2.18	31.00%	1.34	20.27%	1.32	22.36%
汽轮机	0.58	30.53%	0.21	-52.26%	0.08	-23.00%
锅炉销售	1.25	20.27%	0.76	21.21%	1.05	20.70%
发电机组	0.36	41.82%	0.34	33.31%	0.20	-132.47%
系统集成：	8.28	19.61%	8.95	9.78%	8.28	6.63%
系统集成建设类项目	5.96	23.59%	6.46	7.86%	6.42	5.04%

系统集成运营类项目	1.57	7.25%	1.53	12.32%	0.85	12.65%
其他收入	0.75	13.82%	0.96	18.71%	1.00	11.68%
合计	17.55	18.84%	15.53	10.25%	14.50	7.18%

注：上表中 2021 年及 2022 年数据取自金通灵年报数据，未进行追溯调整，收入与毛利率合计数与公司合并口径中设备制造及服务业务存在差异

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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 13.37%，供应商集中度较低。

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。2023 年前五大客户销售额占年度销售总额的比重为 35.58%，客户集中度较高。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 2023 年底，金通灵应收账款余额为 10.76 亿元，其中，应收款账龄在 1 年以内的仅占 38.15%，1~2 年占 21.85%，其余在 2 年以上，已累计计提坏账准备 3.48 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。

碳素制品业务

公司碳素业务经营主体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，技术处于行业领先水平。扬子碳素主要生产用于冶金炼钢用的 $\phi 350\text{mm}-\phi 750\text{mm}$ UHP 石墨电极，以及碳素材料异型产品、锂电池材料用高端石墨粉、石墨碳套、坩埚、石墨系列材料抗氧化剂、耐火材料离型剂等系列产品。2023 年，扬子碳素产品在国内销售额占比约为 52.14%，并已与宝武、鞍钢等大型钢铁企业签订了战略合作协议；海外业务销售额占比约 47.86%，主要出口至美洲、欧洲、亚洲、非洲等世界各国和地区。

2021—2023 年，扬子碳素营业总收入分别为 9.77 亿元、14.61 亿元和 12.57 亿元，波动增长，2023 年营业总收入同比有所下降，主要系受宏观经济增速放缓、下游需求减少的影响所致；2023 年，扬子碳素实现净利润 0.71 亿元，同比基本持平。

碳素业务上游供应商主要为能源、新材料等民营生产制造型企业，2023 年，向前五大供应商采购金额占年度采购总额的 14.00%，下游客户主要为钢铁冶炼企业、贸易企业等，2023 年，向前五大客户销售额占年度销售总额的 45.37%，上下游集中度均很高。扬子碳素对国内客户一般采用现汇及 6 个月的银行承兑汇票方式结算，国外客户主要通过 TT 电汇结算。

(3) 金融服务业务

公司基金业务所投项目部分已进入退出期，剩余项目估值可覆盖本金并有盈余。2021—2023 年，受担保费率下降影响，众合担保收入和净利润有所减少，代偿金额上升，担保业务客户主要为中小微企业，宏观经济放缓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。

公司金融业务包括基金投资、担保业务及融资租赁业务。

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，公司将南通市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 2023 年底，南通母基金资产总额 41.77 亿元，所有者权益 37.56 亿元。

截至 2023 年底，公司对南通母基金认缴 25.00 亿元，实缴 16.67 亿元。南通母基金对外投资二级子基金 20 支，二级子基金总规模 165.88 亿元，实缴 138.68 亿元，其中南通母基金认缴 46.19 亿元，实缴 37.25 亿元。截至 2023 年底，在投项目部分已进入退出期，南通母基金累计收到二级子基金回款 11.77 亿元，向股东分配 10.29 亿元，剩余项目的估值可以覆盖本金，并有盈余。

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“众合担保”，公司持股 35.27%），担保对象主要为中小微企业。2021—2023 年，众合担保担保发生额及期末担保余额持续增长，但担保费率持续下降。受此影响，众合担保收入和净利润均有所减少。2023 年众和担保实现收入 1.01 亿元，净利润 0.71 亿元。2021—2023 年，众合担保代偿金额大幅增长，2023 年代偿金额 1.39 亿元，主要为新增新松机器人担保项目代偿款 0.95 亿元，众合担保已要求被担保方提供反担保措施（被担保

方位于开发区的土地抵押，估值 1.11 亿元，已办理抵押登记）。考虑到被担保对象主要为中小微企业，宏观经济放缓背景下众合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	2021 年	2022 年	2023 年
期末担保余额	640294.14	988810.30	1014898.48
当年担保发生额	707019.43	1113263.13	1188607.21
当年代偿额	369.75	651.08	13886.15
当年代偿回收金额	1028.8	1323.12	1281.46
担保费率	0.90%	0.83%	0.54%
当年实现担保收入	5611.77	6129.46	5508.58

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

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 70%）。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。2023 年，国润融资实现收入 1.14 亿元，净利润 0.41 亿元；当期投放 10.44 亿元。2021—2023 年，国润融资融资租赁投放额波动增长，期末融资租赁余额持续增长，期末逾期规模持续减少，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	2021 年	2022 年	2023 年
期末融资租赁余额	156500.34	159900.31	189076.58
当年融资租赁投放额	83283.78	78352.20	104441.24
当年实现融资租赁收入	11209.42	13056.76	11375.42
期末逾期金额	1080.00	638.20	590.00
计提减值金额	22.00	638.20	590.00

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（4）退城进郊搬迁业务

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 2024 年 3 月末，公司未收回的搬迁款余额为 17.45 亿元（含利息）。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。

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	23.09	4.13
醋酸化工	2021—2023 年	3.90	3.90
大伦化工	2021—2023 年	2.84	2.84

万达锅炉	2019—2021 年	1.94	1.94
棉机厂	2021 年	1.40	1.40
钢绳	2021—2022 年	0.77	0.77
宝叶化工	2021—2023 年	1.71	1.71
待分摊融资费用	--	0.76	0.76
合计	--	36.41	17.45

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 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。

3 经营效率

公司整体经营效率指标表现尚可。

从经营效率指标看，2021—2023 年，公司存货规模持续增长，存货周转次数有所下降；销售债权周转次数及总资产周转次数基本稳定。

与所选公司比较，由于苏锡通产业园区业务板块产生的存货、应收款规模较大，公司存货周转次数和销售债权周转次数较低，总资产周转次数处于中等水平。整体看，公司经营效率指标表现尚可。

图表 13 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	无锡产发	青岛国信
销售债权周转次数（次）	1.50	6.34	4.62
存货周转次数（次）	0.23	13.64	0.91
总资产周转次数（次）	0.11	0.72	0.10

资料来源：联合资信根据公开数据整理

4 未来发展

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，南通江山农药化工股份有限公司（以下简称“江山股份”，公司持股 28.12%，未纳入合并范围）将抓住草甘膦回暖的机遇，提高市场销量，提高阻燃剂等新品的市场占有率，与主产品形成组合销售优势。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资项目回款，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。

九、财务分析

公司提供了 2021—2023 年的财务数据，南通万隆会计师事务所（普通合伙）对上述财务数据进行了审计，其中对 2021 年及 2022 年财务数据出具了带强调事项¹的无保留意见的审计结论，对 2023 年财务数据出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2024 年一季度财务数据未经审计。

2021 年，公司合并范围内增加 5 家子公司，减少 7 家子公司；2022 年，公司合并范围内 10 家子公司，减少 10 家子公司；2023 年，公司合并范围内新增 10 家子公司，减少 3 家子公司；2024 年一季度，公司合并范围未发生变化。公司财务数据可比性较强²。

1 资产质量

2021—2023 年末，公司资产规模波动增长，资产构成以货币资金、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）及股权类资产为主，应收类款项账龄偏长，对资金形成较大占用。整体看，公司资产质量较好，流动性一般。

¹ 强调事项：公司 2024 年对已审计的 2021 年及 2022 年财务数据进行了重新修订，南通万隆会计师事务所（特殊普通合伙）重新出具了审计报告。

² 本报告所使用的 2021 年数据为 2021 年审计报告期末数，2022 年和 2023 年数据为 2023 年审计报告的期初数和期末数。

2021—2023 年末，公司资产规模波动增长，年均复合增长 1.22%。截至 2023 年底，公司合并资产总额 710.99 亿元，较上年底增长 6.23%，以流动资产为主（流动资产占 64.36%），资产结构较上年底变化不大。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 739.94 亿元，较上年底增长 4.07%，资产结构较上年底变化不大。

截至 2023 年底，公司资产主要以货币资金、苏锡通园区业务产生的存货、应收类款项（包括应收账款、其他应收款及长期应收款）及股权类资产为主。公司货币资金 62.94 亿元，较上年底增长 12.30%；存货 248.63 亿元，较上年底增长 12.78%，主要由苏锡通园区业务产生的房地产开发成本（51.78 亿元，主要为安置房等）、待开发土地使用权（78.30 亿元）、土地开发成本（55.82 亿元）以及其他业务产生的合同履约成本（41.85 亿元）构成，累计计提跌价准备 3.42 亿元，计提比例很低。应收类款项方面，2023 年底，公司应收账款账面价值 40.99 亿元，较上年底下降 10.39%，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等；从账龄看，1 年以内占 38.67%，1~2 年占 25.08%，其余为 3 年及以上，应收账款账龄偏长；累计计提坏账 5.39 亿元，计提比例一般；应收账款前五大欠款方合计金额占比为 68.20%，集中度很高。其他应收款 64.84 亿元，较上年底下降 12.44%，主要为与政府及其控制企业之间的资金往来款（50.01 亿元），从账龄看，1 年内的占 41.15%，1~2 年占 27.92%，3 年及以上占 30.93%，账龄偏长，计提坏账准备 1.46 亿元，计提比例较低。长期应收款 63.48 亿元，较上年底变化不大，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，中天钢铁集团系民营企业，长期应收款存在一定回收风险。投资资产方面，2023 年底，其他非流动金融资产 44.11 亿元，较上年底增长 239.77%，主要系南通母基金并表后其投资项目纳入公司合并报表核算所致；长期股权投资 22.01 亿元，主要为持有的江山股份等公司股权，较上年底下降 44.70%，主要系南通母基金并表后作为子公司核算所致；公司其他非流动资产 18.82 亿元，较上年底增长 7.30%，主要为退城进郊业务垫付的款项；其他权益工具投资 19.73 亿元，主要为持有的上市公司（如中航航空科技股份有限公司）及非上市公司股权，较上年底下降 4.18%，主要系上市公司股价波动所致。投资性房地产 26.26 亿元，较上年底增长 5.27%；固定资产 29.16 亿元，较上年底变化不大。

资产受限方面，2023 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值 61.54 亿元，主要用于借款抵押等，占同期末资产总额的 8.66%，受限资产规模较低。

图表14 • 公司各类资产变化情况（单位：亿元）



图表15 • 2023年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (万元)	受限原因
货币资金	123768.51	专户资金及借款质押、圈存资金
投资性房地产	125694.14	借款质押
长期应收款	48234.14	借款抵押
长期股权投资	74549.60	借款抵押
固定资产	40786.79	借款抵押
存货	109994.20	借款质押
应收票据	25572.14	银行承兑汇票保证金及背书转让不终止确认票据
无形资产	12505.06	借款抵押
一年内到期的非流动资产	53232.93	借款质押
应收款项融资	1086.08	质押用于开具银行承兑汇票
合计	615423.59	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 资本结构

(1) 所有者权益

2021—2023 年末，受合并南通母基金的影响，公司权益规模有所增长，权益结构稳定性一般。

2021—2023 年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 3.62%，主要系 2023 年合并南通母基金使得少数股东权益增加所致。截至 2023 年底，公司所有者权益 314.73 亿元，较上年底增长 7.83%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 55.21%，少数股东权益占比为 44.79%。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 15.89%、30.06%、2.33%和 6.03%。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益 315.85 亿元，较上年底变化不大。少数股东权益占比高，公司所有者权益结构稳定性一般。

(2) 负债

2021—2023 年末，公司负债规模波动下降，负债结构较为均衡；债务规模波动增长，债务结构偏长期，债务负担可控。

2021—2023 年末，公司负债规模波动下降，年均复合下降 0.57%。截至 2023 年底，公司负债总额 396.26 亿元，较上年底增长 4.99%，负债结构相对均衡（流动负债占 50.16%），以银行借款、往来款、发行债券为主。公司短期借款 28.95 亿元，较上年底增长 9.04%；其他应付款 48.91 亿元，较上年底增长 15.77%，主要系往来款增加所致；一年内到期的非流动负债 69.15 亿元，较上年底增长 152.82%，主要系一年内到期应付债券增加所致；其他流动负债 13.32 亿元，较上年底下降 28.98%，主要系偿还短期债券所致；长期借款 122.30 亿元，较上年底变化不大；应付债券 56.88 亿元，较上年底下降 30.80%。截至 2024 年 3 月底，公司负债总额 424.10 亿元，较上年底增长 7.02%，主要系长期借款增加所致，非流动负债占比上升，但负债结构仍相对均衡（流动负债占 48.30%）。

2021—2023 年末，公司债务规模波动增长，年均复合增长 1.39%。截至 2023 年底，公司全部债务 292.43 亿元，较上年底增长 3.99%，以长期债务（占 61.42%）为主。其中，银行借款约占 65%，应付债券约 34%，其他约占 1%；从债务指标来看，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 55.73%、48.16%和 36.33%，较上年底分别下降 0.66 个百分点、下降 0.90 个百分点和下降 4.79 个百分点，债务负担可控。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 315.57 亿元，较上年底增长 7.91%，以长期债务（占 63.38%）为主；从债务指标来看，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 57.31%、49.98%和 38.77%，较上年底分别上升 1.58 个百分点、1.81 个百分点和 2.44 个百分点。

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入波动增长，经营性利润处于较低水平；利润总额较为稳定，但对政府补助和投资收益存在依赖性，投资收益受被投资企业经营业绩影响存在波动。

2021—2023 年，公司实现营业总收入波动增长，毛利润变化不大，费用总额波动增长，经营性利润波动下降且处于较低水平。同期，利润总额较为稳定，其他收益（主要为财政专项补助、担保扶持奖励和各类粮食储备补贴收入）和投资收益仍是利润重要来源。其中，投资收益主要为按照权益法核算的长期股权投资收益，2023 年投资收益减少较多主要系被投资企业江山股份经营业绩同比下滑所致；减值损失主要为计提的商誉减值准备、坏账准备和存货跌价损失，2022 年减值损失规模大，主要为计提商誉减值准备（主要为公司收购金通灵过程中产生的商誉，已全部计提完毕）。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 20.39 亿元，同比增长 13.16%；利润总额 2.26 亿元，同比下降 19.17%。

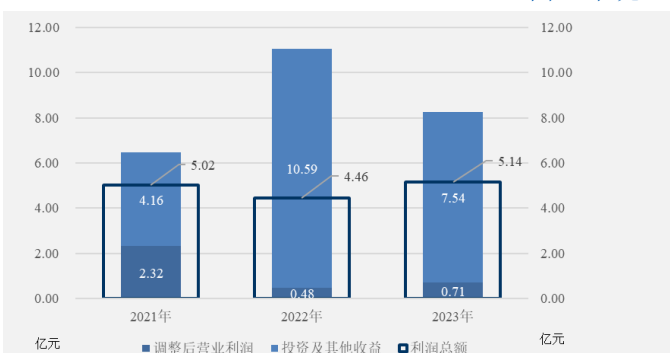
图表16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	61.79	77.45	74.89
毛利润	19.10	20.99	20.51
期间费用	15.11	19.68	18.90
投资收益	4.51	8.36	2.72
减值损失	-1.10	-6.10	-2.81
利润总额	5.02	4.46	5.14
营业利润率	28.21%	26.02%	26.19%
总资本收益率	1.01%	2.10%	1.78%
净资产收益率	0.91%	1.45%	1.10%

注：期间费用=财务费用+管理费用+研发费用+销售费用
减值损失=资产减值损失+信用减值损失，损失以“-”号填列
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表17 • 2021—2023年公司利润构成及变化趋势

（单位：亿元）



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4 现金流

2021—2023 年，公司经营获现能力有所提升，投资活动现金流持续净流入，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。

2021—2023 年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，2023 年回升显著主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加，经营获现能力有所提升，2024 年 1—3 月，公司经营活动现金流转为净流出，主要系季节性原因所致。2021—2023 年，公司投资活动现金流持续净流入，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。

图表 18 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	61.66	139.78	134.23	36.98
经营活动现金流出小计	64.35	136.52	121.15	40.50
经营活动现金流量净额	-2.69	3.26	13.08	-3.52
投资活动现金流入小计	78.92	36.68	27.34	7.85
投资活动现金流出小计	53.18	29.52	25.54	9.64
投资活动现金流量净额	25.74	7.17	1.80	-1.79
筹资活动前现金流量净额	23.05	10.43	14.88	-5.30
筹资活动现金流入小计	95.35	150.80	118.13	44.70
筹资活动现金流出小计	106.31	173.45	119.09	13.74
筹资活动现金流量净额	-10.96	-22.65	-0.96	30.96
现金收入比	86.99%	124.01%	107.82%	75.17%
现金及现金等价物净增加额	12.05	-12.04	14.04	25.67

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

5 偿债指标

公司偿债指标表现较强；间接融资渠道较为畅通；对外担保规模大，存在一定或有风险。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	188.29%	273.56%	230.20%
	速动比率	115.27%	135.23%	105.12%
	经营现金/流动负债	-1.15%	2.05%	6.58%
	经营现金/短期债务（倍）	-0.02	0.04	0.12
	现金短期债务比（倍）	0.59	0.83	0.65
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	12.89	17.60	16.86
	全部债务/EBITDA(倍)	22.07	15.98	17.34
	经营现金/全部债务（倍）	-0.01	0.01	0.04
	EBITDA 利息倍数	2.74	1.72	1.54
	经营现金/利息支出（倍）	-0.57	0.32	1.19

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021—2023 年末，公司流动比率和速动比率有所波动，但仍处于较高水平，经营活动现金流相关指标有所改善，现金类资产对短期债务覆盖能力尚可。2021—2023 年，EBITDA 波动增长，对利息支出基本具备覆盖能力。

2023 年底，公司获得银行授信总额 251.84 亿元，未使用授信余额 104.54 亿元，间接融资渠道较为畅通；拥有多家上市公司，具备直接融资渠道。

2023 年底，公司对外担保金额 72.56 亿元（除担保业务外），占期末净资产比例为 23.05%，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。

截至 2023 年底，公司涉及重大未决诉讼事项共 3 起，全部由子公司金通灵经营过程中产生，诉讼标的额约 4000 万元，公司已足额计提预计负债。

6 公司本部财务分析

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，直接持有的上市公司股权未质押部分市值高；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；债务结构较为均衡，债务负担较轻，存在一定利息偿付压力。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 258.50 亿元，较上年底增长 3.17%，资产以非流动资产（占比 93.46%）为主。现金类资产（4.70 亿元，货币资金+交易性金融资产）、长期股权投资（145.72 亿元，包括对下属子公司的投资 119.43 亿元及对联营企业的投资）、长期应收款（52.41 亿元，主要为应收的中天钢铁集团钢铁产能指标及工程款）、其他权益工具投资（11.51 亿元，主要为股权类资产）、其他非流动资产（17.83 亿元，主要为退城进郊业务垫付的款项）较上年底变化均不大。截至 2024 年 3 月底，公司本部持有的主要上市公司股票市值合计 64.71 亿元，未质押部分市值合计 60.27 亿元。

截至 2023 年底，公司本部负债总额 91.20 亿元，较上年底增长 6.89%，全部债务 72.38 亿元，债务结构较为均衡（短期债务占 51.63%），资产负债率为 35.28%，全部债务资本化比率 30.20%，本部债务负担较轻。

截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 167.30 亿元，较上年底变化不大。

2023 年，公司本部营业总收入为 0.53 亿元，同比变化不大；利润总额为 1.58 亿元，较上年减少 4.75 亿元。同期，本部投资收益为 3.05 亿元，主要为子公司按成本法核算的长期股权投资收益（1.32 亿元）、江山股份等按权益法确认的长期股权投资收益（1.02 亿元），较上年减少 5.67 亿元，主要系江山股份经营业绩下滑所致；财务费用 1.78 亿元。

图表 20 • 2022—2023 年公司本部取得投资收益收到的现金情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年
取得投资收益收到的现金	5.65	2.47

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 21 • 2022—2023 年公司本部投资收益表现（单位：万元）

项目	2022 年	2023 年
成本法核算的长期股权投资收益	7820.76	13186.38
权益法核算的长期股权投资收益	62711.29	10244.82
处置长期股权投资产生的投资收益	13803.51	-93.85
交易性金融资产持有期间的投资收益	1.28	1.23
其他非流动金融资产持有期间的投资收益	12.80	949.85
债权投资持有期间的利息收益	1586.06	348.53
持有其他权益工具投资期间取得的股利收入	1282.02	2032.97
处置交易性金融资产的投资收益	-97.46	3789.95
合计	87120.26	30459.88

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

偿债能力方面，2023 年，公司本部经营活动现金流持续净流入（2023 年为 1.35 亿元），投资活动现金流由净流出转为净流入（2023 年为 0.12 亿元），考虑有息债务到期偿还，本部仍存在外部融资需求。本部取得投资收益收到的现金（2.47 亿元）对分配股利、利润或偿付利息支付的现金（3.15 亿元）覆盖能力偏弱。

十、ESG 分析

公司主营业务面临一定的环境风险，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，对其持续经营无重大负面影响。

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。公司子公司宁夏森萱药业有限公司（以下简称“宁夏森萱”）于 2024 年 4 月 15 日收到平罗县人民政府 2024 年 4 月 12 日出具的《县政府关于责令宁夏森萱药业有限公司停业的决定》，因涉嫌违反《中华人民共和国水污染防治法》第三十九条规定排放水污染物，宁夏森萱被平罗县人民政府责令停业整顿。

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。2023 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。

十一、外部支持

1 支持能力

公司实际控制人具有很强的综合实力，财政自给率在江苏省处于中等偏上水平，支持能力强。

公司控股股东及实际控制人均为南通市国资委。2021—2023年，南通市财政收入稳步增长。全年完成一般公共预算收入710.2亿元、613亿元、680.2亿元；其中税收收入572.9亿元、412.59亿元和538.8亿元；全年一般公共预算支出1122.2亿元、1147.2亿元和1180.9亿元。2023年，南通市财政自给率为57.60%，在江苏省处于中等偏上水平。

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、政府补助方面持续获得政府有力支持。

资产划拨方面，2021 年，南通市国资委将苏锡通控股 51%股权无偿划转至公司，公司资本实力大幅提升。根据通财工贸字〔2021〕27 号文件，南通市财政局向公司注入资金 3.00 亿元，相应增加资本公积。

2022 年，根据通财工贸字〔2022〕34 号文件，公司收到南通市财政局注入资本金 0.68 亿元。

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，委托后公司持有南通母基金 100%投票权，公司将南通市母基金纳入合并范围。截至 2023 年底，南通母基金资产总额 41.77 亿元，所有者权益 37.56 亿元。

2023 年 9 月 5 日，南通市国资委将其持有的南通粮油集团有限公司（以下简称“粮油集团”）38.56%股权授权公司之全资子公司南通粮食集团有限公司（以下简称“粮食集团”）进行管理，粮食集团将粮油集团作为参股企业进行管理，2023 年底粮油集团股权账面价值为 1.02 亿元。

2023 年，公司获得财政专项补助、各类粮食储备补贴收入、担保扶持奖励等合计 2.95 亿元，计入其他收益。

十二、债项偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司债务结构影响不大。

公司本期债项发行金额为 10.00 亿元，发行金额分别占 2024 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 5.00%和 3.17%，对公司现有债务结构影响不大。

截至 2023 年末，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.73%、48.16%和 36.33%，考虑募集资金拟用于偿还公司有息债务，本期债项发行后上述指标变化不大。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力一般。考虑到公司作为南通市重要的产业经营及投资平台，行业地位突出，融资渠道畅通，能够对本期债项的偿付提供有效支持。

2023 年，公司经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额对本期债项发行后的长期债务覆盖倍数分别为 0.64 倍和 0.06 倍。考虑到公司作为南通市重要的产业经营及投资平台，行业地位突出，融资渠道畅通，能够对本期债项的偿付提供有效支持。

图表 22 • 本期债项偿还能力测算

项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	210.02
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.64

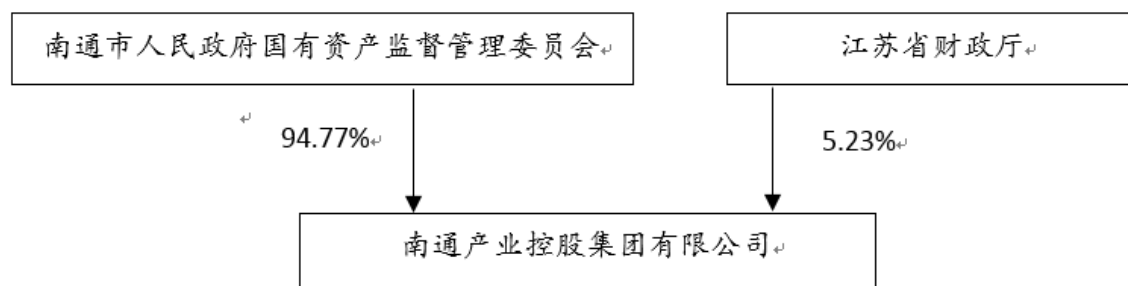
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.06
发行后长期债务/EBITDA（倍）	12.45

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入截至 2024 年 3 月末长期债务后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司提供资料及审计报告整理

十三、评级结论

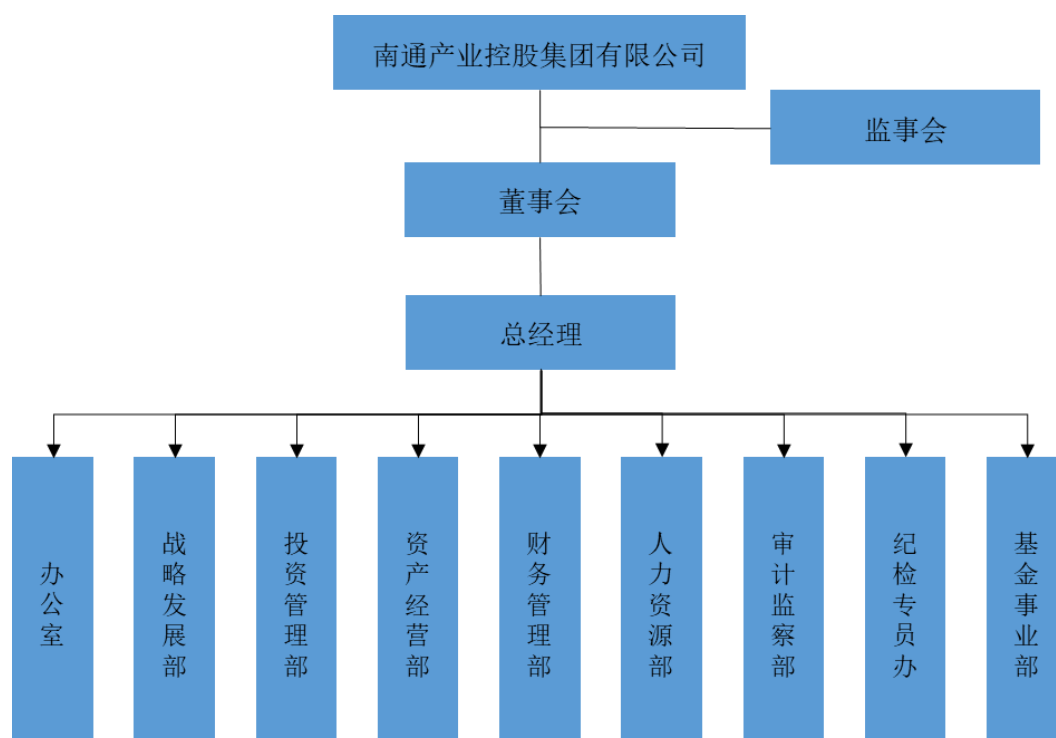
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	主营业务	持股比例
南通江天化学股份有限公司	化工	37.53%
精华制药集团股份有限公司	医药制造	34.39%
金通灵科技集团股份有限公司	设备制造及服务	27.88%
南通扬子碳素股份有限公司	碳素制品生产	46.87%
南通苏锡通控股集团有限公司	苏锡通园区（基础设施建设、土地整理	51.00%
南通佳润控股集团有限公司	基础设施建设	苏锡通控股全资子公司
南通苏通控股集团有限公司	土地整理	苏锡通控股全资子公司
南通众和融资担保集团有限公司	担保业务	35.27%
南通国润融资租赁有限公司	融资租赁业务	70.00%

注：审计报告未披露子公司注册资本金情况
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	79.85	64.29	73.82	86.55
应收账款（亿元）	70.85	45.74	40.99	51.09
其他应收款（亿元）	86.65	74.06	64.84	66.76
存货（亿元）	170.91	220.45	248.63	248.91
长期股权投资（亿元）	34.32	39.80	22.01	22.25
固定资产（亿元）	35.45	28.46	29.16	28.50
在建工程（亿元）	3.72	5.46	9.40	10.22
资产总额（亿元）	693.94	669.32	710.99	739.94
实收资本（亿元）	12.80	50.00	50.00	50.00
少数股东权益（亿元）	121.19	120.62	140.99	141.64
所有者权益（亿元）	293.14	291.88	314.73	315.85
短期债务（亿元）	134.86	77.35	112.83	115.55
长期债务（亿元）	149.61	203.85	179.61	200.02
全部债务（亿元）	284.47	281.20	292.43	315.57
营业总收入（亿元）	61.79	77.45	74.89	20.39
营业成本（亿元）	42.69	56.47	54.37	15.13
其他收益（亿元）	0.85	2.95	3.58	0.16
利润总额（亿元）	5.02	4.46	5.14	2.26
EBITDA（亿元）	12.89	17.60	16.86	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	53.75	96.05	80.75	15.33
经营活动现金流入小计（亿元）	61.66	139.78	134.23	36.98
经营活动现金流量净额（亿元）	-2.69	3.26	13.08	-3.52
投资活动现金流量净额（亿元）	25.74	7.17	1.80	-1.79
筹资活动现金流量净额（亿元）	-10.96	-22.65	-0.96	30.96
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.34	1.20	1.50	--
存货周转次数（次）	0.46	0.29	0.23	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.11	0.11	--
现金收入比（%）	86.99	124.01	107.82	75.17
营业利润率（%）	28.21	26.02	26.19	25.25
总资本收益率（%）	1.01	2.10	1.78	--
净资产收益率（%）	0.91	1.45	1.10	--
长期债务资本化比率（%）	33.79	41.12	36.33	38.77
全部债务资本化比率（%）	49.25	49.07	48.16	49.98
资产负债率（%）	57.76	56.39	55.73	57.31
流动比率（%）	188.29	273.56	230.20	235.93
速动比率（%）	115.27	135.23	105.12	114.41
经营现金流动负债比（%）	-1.15	2.05	6.58	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.83	0.65	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	2.74	1.72	1.54	--
全部债务/EBITDA（倍）	22.07	15.98	17.34	--

注：公司 2024 年一季度财务报表未经审计；合并口径及本部其他应付款、其他流动负债中有息部分已调整至短期债务，长期应付款中有息部分已调至长期债务
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.02	2.78	4.70	4.88
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	9.31	5.30	9.29	10.02
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	130.20	142.79	145.72	145.99
固定资产（亿元）	0.14	0.13	0.12	0.12
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	273.13	250.55	258.50	256.62
实收资本（亿元）	12.80	50.00	50.00	50.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	159.63	165.22	167.30	166.33
短期债务（亿元）	41.12	19.71	37.37	47.83
长期债务（亿元）	35.27	49.05	35.01	23.78
全部债务（亿元）	76.39	68.76	72.38	71.61
营业总收入（亿元）	0.20	0.05	0.53	0.01
营业成本（亿元）	0.20	0.06	0.06	0.00
其他收益（亿元）	0.01	0.01	0.35	0.00
利润总额（亿元）	0.58	6.14	1.58	0.01
EBITDA（亿元）	2.71	8.40	3.48	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.65	0.10	0.17	0.01
经营活动现金流入小计（亿元）	1.49	4.83	2.02	0.04
经营活动现金流量净额（亿元）	-2.57	2.93	1.35	-0.33
投资活动现金流量净额（亿元）	4.57	0.00	0.12	1.92
筹资活动现金流量净额（亿元）	-2.21	-10.13	0.46	11.83
财务指标				
销售债权周转次数（次）	308.41	--	--	--
存货周转次数（次）	153.09	44.92	46.16	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	323.83	203.95	31.77	100.00
营业利润率（%）	-23.47	-123.91	76.07	-178.76
总资本收益率（%）	1.36	3.70	1.54	--
净资产收益率（%）	0.79	3.91	1.11	--
长期债务资本化比率（%）	18.10	22.89	17.31	12.51
全部债务资本化比率（%）	32.37	29.39	30.20	30.10
资产负债率（%）	41.56	34.05	35.28	35.18
流动比率（%）	28.27	29.14	31.66	27.81
速动比率（%）	28.26	29.14	31.66	27.80
经营现金流动负债比（%）	-3.47	8.87	2.52	--
现金短期债务比（倍）	0.24	0.14	0.13	0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	1.39	3.84	1.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	28.21	8.19	20.82	--

注：公司 2024 年一季度财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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%
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+应收款项融资中的应收票据

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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

南通产业控股集团有限公司（以下简称“贵公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。