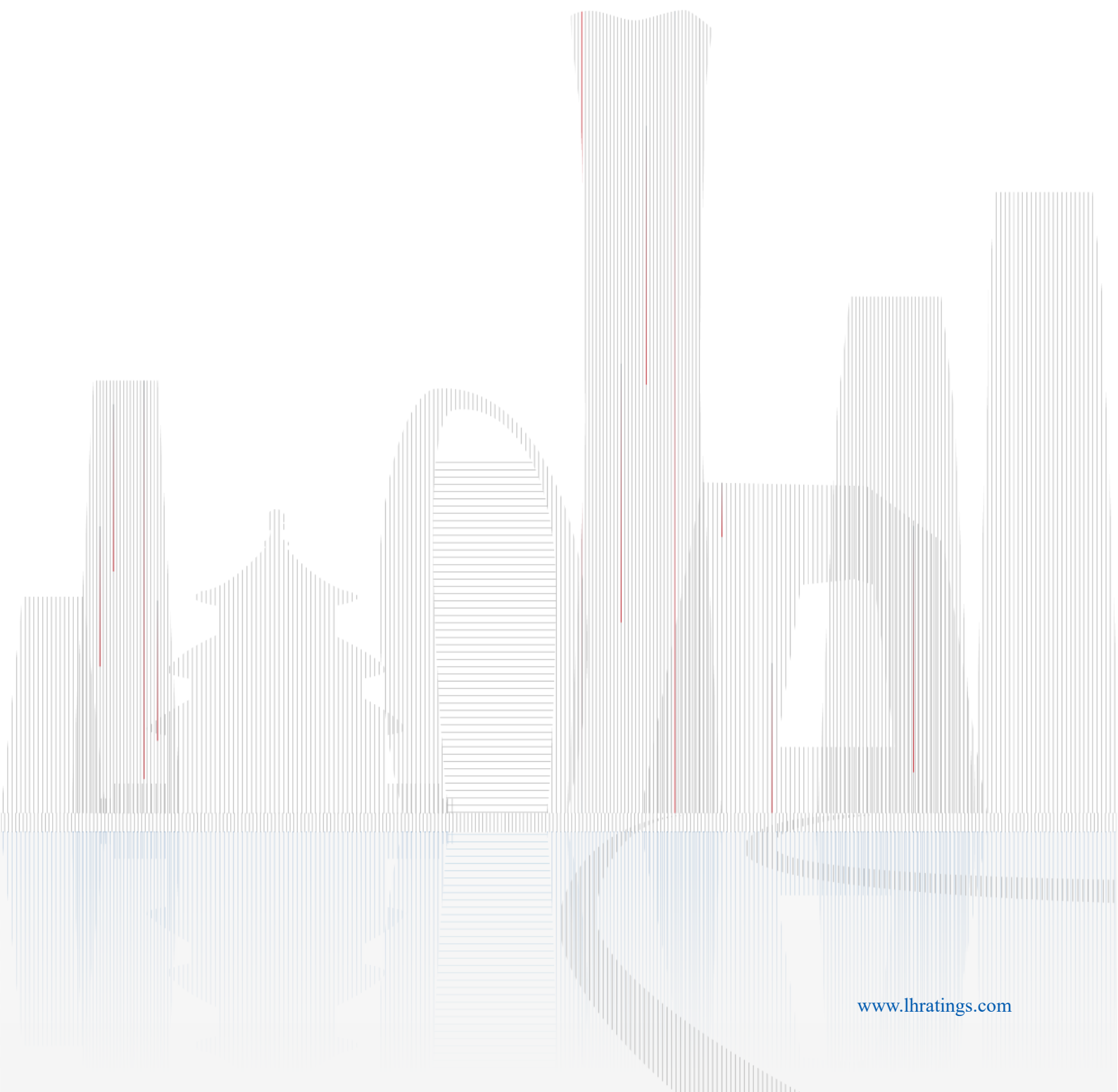


南通产业控股集团有限公司

2026 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〔2026〕6617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

二〇二六年七月二十八日

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。

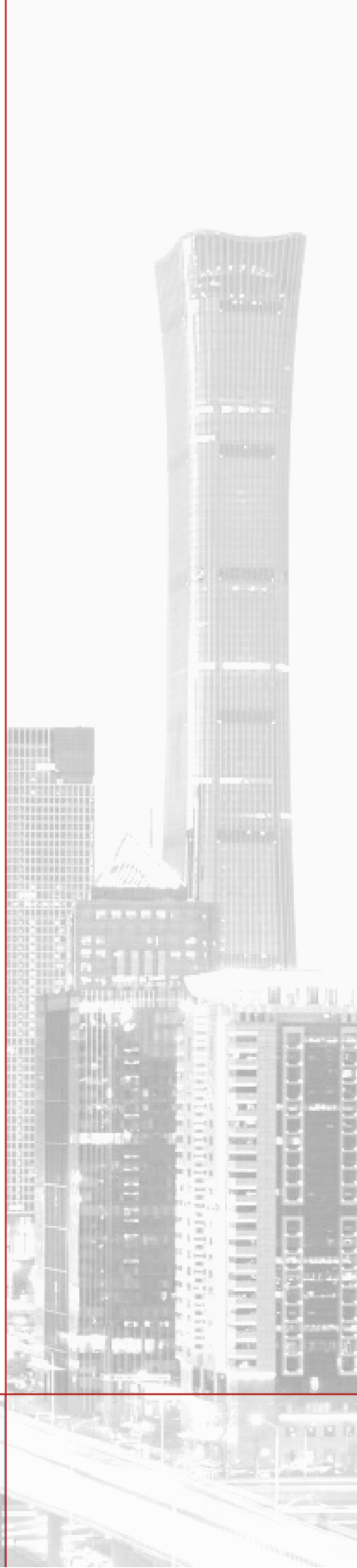
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

2026 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	2026/07/28
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”）是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，公司总经理及董事发生变化，主要管理制度无重大变化；公司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、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竞争优势，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，在宏观经济调整背景下，公司控股产业综合盈利能力有所弱化，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综合影响，2025 年净利润发生大额亏损。2026 年 2 月，金通灵完成重整事项后不再纳入公司合并范围，未来公司经营业绩有望修复。整体看，公司经营风险很低。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及存货、土地一级开发形成的其他应收款规模大，土地整理业务存在一定规模资金占用，土地出让易受政府政策和进度影响，收入确认及土地出让款返还进度存在不确定性且存在一定减值风险，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，债务结构有所改善，债务负担可控，偿债指标表现弱化，考虑到公司是南通市重要的产业投资及运营主体，再融资能力很强，综合偿债能力较强；对外担保规模较大，存在一定代偿风险。整体看，公司财务风险较低。

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。此外，金通灵完成重组事项，不再纳入公司合并范围，未来公司业绩有望修复。公司评级展望为稳定。

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。2025 年，南通市实现地区生产总值 GDP 12801.5 亿元，保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。2025 年，公司收到财政注入资本金 2000.00 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 3.85 亿元计入其他收益。
- **公司控股产业在细分领域保持竞争优势。**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”）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，跟踪期内外延收购业绩释放，收入规模同比大幅增长；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 2026 年 3 月底，公司本部直接持有多家上市公司股权市值合计 104.25 亿元，未质押部分市值合计 99.33 亿元。

关注

- **主业盈利能力有待提升。**受多数产业为竞争性行业且与宏观经济关联度较高影响，在宏观经济调整背景下，公司控股产业综合盈利能力有所弱化，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综合影响，2025 年净利润发生大额亏损。
- **资产流动性较弱。**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，资产流动性较弱。
- **存在一定代偿风险。**2026 年 3 月底，公司对外担保金额 82.34 亿元，占期末净资产比例为 27.17%，集中度较低，其中，公司对南通兴东机场有限公司两笔担保合计 8.01 亿元，其他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、模型及结果

评级方法与模型 [多元控股企业信用评级方法与模型 V4.1.202606](#)

债项评级方法 [债项评级基本方法 V3.0.202207](#)

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	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	资产质量和盈利能力		2
		资本结构		3
		偿债能力		3
指示评级				a ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+4
模型级别				AAA

个体信用状况变动和外部支持变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《多元控股企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

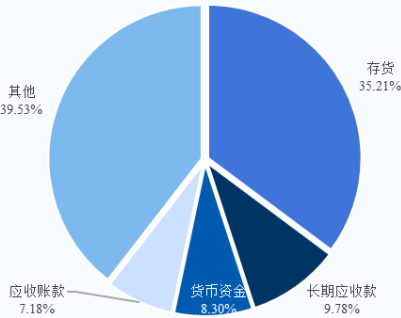
主要财务数据

合并口径				
项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	75.14	75.02	76.92	51.24
资产总额（亿元）	710.99	733.47	740.93	699.48
所有者权益（亿元）	314.73	312.66	303.10	298.75
短期债务（亿元）	112.83	148.43	112.86	100.89
长期债务（亿元）	179.61	141.89	176.76	184.89
全部债务（亿元）	292.43	290.32	289.62	285.78
营业总收入（亿元）	74.89	72.84	84.12	18.82
利润总额（亿元）	5.14	0.36	-2.97	4.09
EBITDA（亿元）	16.86	12.35	8.05	--
经营性净现金流（亿元）	13.08	15.90	9.67	-4.45
经调整的营业利润率（%）	5.55	4.27	2.75	8.13
总资产报酬率（%）	2.45	1.71	1.09	--
资产负债率（%）	55.73	57.37	59.09	57.29
全部债务资本化比率（%）	48.16	48.15	48.86	48.89
流动比率（%）	230.20	183.20	195.91	215.18
经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.68	0.40	0.56	--
现金短期债务比（倍）	0.67	0.51	0.68	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	1.54	1.03	0.77	--
全部债务/EBITDA（倍）	17.34	23.51	35.98	--

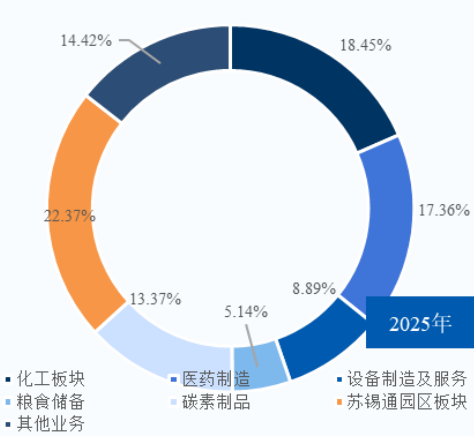
公司本部口径				
项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	258.50	260.36	271.77	255.78
所有者权益（亿元）	167.30	169.95	171.06	157.94
全部债务（亿元）	66.38	62.32	73.33	71.02
营业总收入（亿元）	0.53	0.19	0.36	0.02
利润总额（亿元）	1.58	0.29	1.75	-2.69
资产负债率（%）	35.28	34.73	37.06	38.25
全部债务资本化比率（%）	28.41	26.83	30.01	31.02
流动比率（%）	31.66	21.68	22.93	16.47
经营现金流动负债比（%）	2.52	0.23	0.53	--

注：1. 公司 2026 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

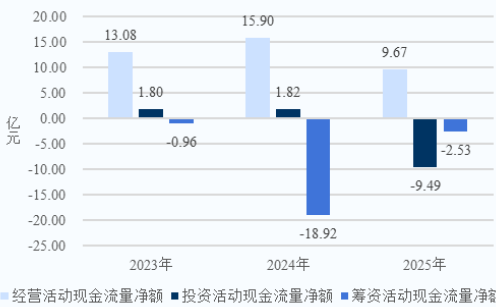
2025 年底公司资产构成



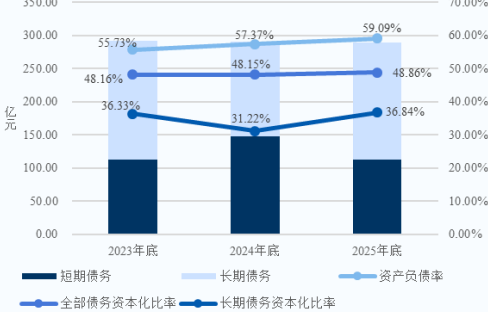
2025 年公司收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 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	2025-07-29	刘祎烜 徐璨	多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505	阅读全文
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：王煜彤 wangyt@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

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，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”）51% 的国有股权无偿划转至公司，2022 年 4 月 26 日，苏锡通完成工商变更登记，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%；根据 2025 年南通市国资委《关于调整江苏省财政厅对南通产业控股集团有限公司持股比例的通知》，南通市国资委将所持本公司 0.3729% 的股权划拨至省财政厅持有。截至 2026 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 94.40% 的股权，江苏省财政厅持有公司 5.60% 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控股企业。

截至2026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2025年底，公司合并资产总额740.93亿元，所有者权益303.10亿元（含少数股东权益126.81亿元）；2025年，公司实现营业总收入84.12亿元，利润总额-2.97亿元。截至2026年3月底，公司合并资产总额699.48亿元，所有者权益298.75亿元（含少数股东权益120.35亿元）；2026年1—3月，公司实现营业总收入18.82亿元，利润总额4.09亿元。

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正常付息。

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

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动承压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 多元控股行业

多元控股企业是指通过控股或参股方式，持有并管理跨越多个行业板块的子公司或业务单位的企业集团。通过对不同行业子公司的战略性持股与管理，多元控股企业既可分散风险，又能促进协同增效与价值增值，从而推动集团整体的可持续发展。

多元控股企业的母公司以投资管理为核心，通过持有各子公司股权，参与子公司的战略决策与重要运营，同时为子公司提供资本支持、资源整合和战略指导，借此在多个行业间分散经营风险。多元控股企业母公司主要收入来源包括：（1）股权分红和投资收益：子公司实现盈利后按比例分配的股利，以及母公司通过股权处置获得的资本利得；（2）资产运作收益：在必要时通过出售或转让股权、合资退出等方式实现的一次性增值；（3）管理服务费：部分多元控股企业母公司对子公司收取管理或咨询费用，但该类收益整体占比较小。

多元控股企业数量众多，头部公司资产总量庞大，大型多元控股企业通常拥有千亿元以上的资产规模。对于一般多元控股企业，行业结构呈现“一超多强”局面，少数几家最大的控股集团处于主导地位，其余为中小规模的控股企业。多元控股企业在跨行业、多元化布局过程中，不仅要应对市场与监管带来的外部压力，还需关注内部运营与战略执行方面的多重风险。

（1）激烈竞争与行业周期波动

由于行业进入门槛低、参与主体众多，头部控股集团凭借资源和资本优势，在市场波动期更容易获取优质资产和业务机会；而中小规模企业则可能因资源不足而面临市场份额被边缘化的局面。同时，不同子行业的经济周期交织影响，上行阶段助推扩张，下行阶段则因标的业绩承压和现金流回收放缓而带来整体经营波动。

（2）融资成本攀升与高杠杆压力

当外部环境处于宏观利率上行、融资环境趋紧的情形下，多元控股企业的募资难度普遍较大。同时，为了实现外延式并购和快速扩张，多元控股企业承担了较高的负债水平，一旦并购标的未能实现预期业绩，就可能出现合并口径收入和利润未如预期、商誉减值等情形，进而对再融资形成抑制，短期内陷入偿债和流动性双重压力。

（3）跨领域管理与协同效率挑战

多元控股企业的业务布局通常涵盖多个行业板块，需要在不同领域建立专业化管理和风险监控体系。若管理层缺乏相应行业经验或盲目扩张至无协同效应的板块，将导致决策滞后、资源错配，不仅浪费管理成本，也可能使集团整体盈利稳定性受到影响。

（4）盈利模式与资本结构差异

各子公司在盈利水平、杠杆率和偿债期限上存在显著差异，这要求多元控股企业母公司在资源配置和财务管理上既要保持整体协同，也要针对单一板块风险进行精细化控制，以防某一业务单元的波动对集团财务健康产生连锁反应。

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8544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，2025 年南通市实现地区生产总值（GDP）12801.5 亿元，在江苏全省排名第 4 名，同比增长 5.3%。2025 年南通市第一产业增加值 540.3 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 5902.6 亿元，增长 4.5%；第三产业增加值 6358.5 亿元，增长 6.2%；全年三次产业结构比例为 4.2：46.1：49.7。

六、跟踪期主要变化

（一）重大事项

担保业务运营主体子公司不再纳入合并范围，划出主体资产及收入占合并口径比重较小，划出后对净利润将产生一定影响。

根据南通市国资委《关于无偿划转产控集团众和担保公司等股权的通知》（通国资发〔2026〕30 号）文件，公司将持有南通众和融资担保集团有限公司（以下简称“众和担保”）35.2738%的股权和南通国信融资担保有限公司（以下简称“国信担保”）42%的股权无偿划转至南通科创投资集团有限公司（以下简称“科创集团”）。众和担保作为公司担保业务主要运营主体，其业务纳入再担保体系框架，具备一定政策性，截至 2024 年末担保业务余额 118.47 亿元，2024 年实现保费收入 6723.53 万元。本次划转已于 2026 年 2 月完成工商变更，本次划转完成后，公司不再运营担保业务。

图表 2• 划转主体 2024 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	持股比例	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	公司净资产减少比例
南通众和融资担保集团有限公司	35.2738%	19.34	15.71	1.05	0.45	5.02%
南通国信融资担保有限公司	42%	0.40	0.36	0.02	0.00	0.12%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2026 年 2 月，子公司金通灵科技集团股份有限公司（以下简称“金通灵”）因经营困难及流动性风险完成重整，不再纳入合并范围，未来公司业绩有望修复。

公司设备制造及服务业务主体金通灵受宏观环境、市场供求关系持续走弱及特别代表人诉讼综合影响，主业经营困难，流动性严重不足，已无法清偿到期债务且明显缺乏清偿能力。2025 年 3 月 28 日，债权人向南通市中级人民法院申请对金通灵进行重整及预重整，南通市中级人民法院于 2025 年 4 月 3 日决定对金通灵启动预重整，同年 12 月 31 日裁定受理对金通灵的重整申请。根据金通灵重整计划，产业投资人汇通达网络股份有限公司（以下简称“汇通达”）以 9.94 亿元受让 7.11 亿股转增股票，本次重整后汇通达持股比例为 25%，为金通灵控股股东；财务投资人以 13.84 亿元受让 4.96 亿股转增股票；原控股股东南通产控持有股份数不变，持股比例由 27.88%降至 14.61%，仍为金通灵股东，丧失对金通灵控制权。本次重整事项于 2026 年 2 月 3 日由江苏省南通市中级人民法院裁定批准，同年 2 月 13 日裁定终结金通灵重整程序。截至 2026 年 2 月 9 日，管理人账户已收到全体投资人的全部重整投资款 23.79 亿元。根据中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的标准无保留意见审计报告，截至 2025 年末，金通灵资产总额 41.22 亿元，所有者权益-8.10 亿元；2025 年实现营业总收入 7.48 亿元，净利润-13.71 亿元。

（二）控股产业布局概况

跟踪期内，公司控股产业格局基本稳定，营业总收入在化工板块外延并购及新增一次性船舶贸易收入带动下同比有所增长，受新增业务毛利率偏低影响，公司综合毛利率同比有所下降。

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、碳素制品）和类金融为主的经营格局保持稳定。2025 年，公司营业总收入规模同比增长 15.49%，其中，化工业务同比大幅增长 125.58%，主要系业务主体南通江天化学股份有限公司（以下简称“江天化学”）2024 年底并购三大雅精细化学品（南通）有限公司（以下简称“三大雅”）后于 2025 年业绩全年纳入合并范围，新增高吸水性树脂（SAP）业务带动化工板块收入大幅增长；苏锡通园区板块收入同比小幅下降 5.43%，主要系当期土地出让面积下降；医药制造、碳素制品及粮食储备等业务收入同比变动不大；受运营主体金通灵进入预重整程序，业务拓展及项目获取能力下降，加之存量项目推进放缓综合影响，2025 年设备制造及服务业务收入同比大幅下降 46.84%；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，部分投资标的已进入退出期，剩余项目估值可覆盖本金并有盈

余；融资租赁业务规模持续增长，担保业务主体不再纳入合并范围；其他业务收入同比大幅增长，主要系当年新增 8 亿元船舶贸易业务收入，该业务不具备持续性。

毛利率方面，2025 年公司综合毛利率同比下降 5.99 个百分点，主要系化工业务新增低附加值高吸水性树脂拉低化工业务毛利率，加之低毛利率的船舶贸易业务拉低其他业务毛利率综合所致。其他细分板块毛利率同比变动不大。

2026 年一季度，公司营业总收入及毛利水平同比均变动不大。

图表 3 • 2023—2025 年及 2026 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			2026 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	收入	占比	毛利率
化工板块	7.09	9.47%	20.28%	6.88	9.45%	15.49%	15.52	18.45%	6.61%	3.87	20.59%	8.86%
医药制造	15.12	20.19%	48.70%	14.02	19.25%	49.68%	14.60	17.36%	51.89%	3.80	20.18%	55.39%
设备制造及服务	14.50	19.36%	8.30%	14.07	19.32%	8.15%	7.48	8.89%	8.79%	--	--	--
粮食储备	2.82	3.77%	2.81%	3.79	5.21%	2.21%	4.32	5.14%	1.61%	1.20	6.36%	3.11%
碳素制品	12.57	16.79%	18.52%	10.90	14.96%	14.51%	11.25	13.37%	15.09%	3.32	17.63%	7.93%
苏锡通园区板块	19.43	25.95%	29.10%	19.90	27.33%	26.96%	18.82	22.37%	21.19%	5.17	27.48%	28.20%
其他	3.35	4.48%	68.90%	3.27	4.48%	89.09%	12.13	14.42%	16.72%	1.46	7.76%	69.96%
合计	74.89	100.00%	27.20%	72.84	100.00%	26.25%	84.12	100.00%	20.26%	18.82	100.00%	27.78%

注：其他业务主要包括融资租赁、担保及物业管理等，由于担保业务主体不再纳入合并范围，自 2026 年起其他收入不再包含担保收入
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 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；2025 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、医药板块及公司本部，除金通灵外，其他主要经营实体经营稳健。未来，随着金通灵完成重整事项并不再纳入合并范围，其经营业绩的拖累影响将不再延续。

图表 4 • 公司下属主要经营主体 2025 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	截至 2026 年 3 月末持股比例	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	2024 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%	21.02	9.69	15.52	0.20	2.98
精华制药集团股份有限公司	精华制药	医药制造	上市公司	33.75%	35.70	31.49	14.60	2.62	2.47
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	15.54%	41.22	-8.10	7.48	-13.71	-13.91
南通扬子碳素股份有限公司	扬子碳素	碳素制品	否	46.87%	28.53	11.92	11.25	0.30	-0.53
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%	362.21	129.42	18.82	1.20	1.76
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%	44.83	38.78	--	0.60	0.55
公司本部	--	--	--	--	271.77	171.06	0.36	2.05	0.78
公司（合并口径）	--	--	--	--	740.93	303.10	84.12	-5.10	-2.35

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 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，公司本部承担对公司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。

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，2025 年受益于外延并购全年业绩体现，营业收入同比大幅增长，但受营业外收入中收购子公司一次性利得（2024 年为 2.55 亿元）不具备延续性影响，其净利润同比大幅下降，剔除非经营性损益影响后，净利润同比小幅增长；精华制药为公司医药制造板块运营主体，2025 年收入及净利润规模同比均小幅增长；金通灵作为公司设备制造及服务业务运营主体，受重整事项影响主营业务开展困难，收入规模持续减少，经营性利润大额亏损，此外，受商誉减值（1.60 亿元）、存货跌价准备（0.94 亿元）等资产减值及未决诉讼计提预计损失（4.77 亿元）等营业外支出的综合影响，金通灵净利润继续大额亏损，对公司合并口径经营业绩拖累影响大；苏锡通作为公司园区板块运营主体，2025 年收入同比小幅下滑，期间费用及资产减值损失规模均同比下降，受发生资产处置损失（1.38 亿元）影响，苏锡通净利润同比减少 31.63%。

（三）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，在宏观经济调整背景下，公司控股产业综合盈利能力有所弱化，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较高，受宏观经济调整影响，控股产业综合盈利能力有所弱化。

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，主要化工产品为高吸水性树脂（SAP）、甲醛、超高纯氯甲烷、多聚甲醛及均三嗪。SAP 应用于卫生用品、农业、环境保护等领域；甲醛化工产品应用于合成树脂、胶黏剂、混凝土外加剂等高端精细化学领域。江天化学多聚甲醛生产线采用全球领先的喷雾干燥技术，产品具备分子量分布均匀、溶解速度快、弄好滴、收率高等特点，实现进口替代；甲醛产品同时拥有“银法”和“铁钼法”两种甲醛工艺技术，可根据客户不同需求定向配置产品；江天化学拥有 SAP 产业化自主知识产权，可满足客户多样化市场需求，市场地位稳固。江天化学作为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，同时，江天化学地处南通经济技术开发区化工园区，运输便捷，园区公用配套设施完善，专业污水处理厂、蒸汽供应、公共管廊等配套齐全。但 2025 年以来，精细化工行业竞争持续加剧，行业景气度低迷，下游客户需求萎缩，公司甲醛化工产品销量持续萎缩，加之外延收购三大雅持续推进其消化库存，持续压缩江天化学利润空间，主营产品毛利率均同比下滑。

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，形成覆盖上游中药材种植与加工、中游原料药与中间体制造、下游制剂生产与大健康产品开发的纵向一体化产业布局，在上游建立 3.7 万亩 GAP 药材基地实现关键中药材的自主供应。同时依托化学原料药与中间体的技术优势，推动苯巴比妥、氟尿嘧啶等品种获得欧洲 CEP 认证，并实现二氧戊环、甲基胂等特色中间体的规模化生产与出口，突显成本与规模优势。下游制剂板块核心产品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。2025 年精华制药共获得授权发明专利 17 项、实用新型专利 20 项。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。

截至 2026 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 104.25 亿元（上年同期为 89.34 亿元），未质押部分市值合计 99.33 亿元。

图表 5 • 截至 2026 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	14.64	37.53%	--	--
精华制药	20.50	33.75%	--	--
江山股份	36.21	28.96%	--	--
金通灵	13.20	15.54%	37.28%	4.92
醋化股份	2.02	7.77%	--	--
中航高科	7.90	2.66%	--	--
华能国际	5.71	0.52%	--	--
捷捷微电	4.07	1.84%	--	--
合计	104.25	--	--	4.92

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（自主查询版）》（统一社会信用代码：91320600771508291H），截至 2026 年 6 月 11 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 2026 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。

（四）管理水平

跟踪期内，公司总经理及董事发生变化，主要管理制度无重大变化。

根据公司 2026 年 1 月和 2 月分别发布的《公司关于总经理、副董事长发生变动的公告》和《公司关于董事发生变动的公告》，南通市国资委委派成刚先生任公司党委副书记、副董事长、董事、总经理。任命吴益平、王丽红、孟亮、薛飞等四人为公司董事。

成刚先生，1974 年 5 月生，大学本科学历。历任海安县壮志乡团委干事、书记，县委组织部副科级组织员、科长，县党代表联络办公室副主任，海安县雅周镇党委副书记、镇长、党委书记，雅周科技产业（铸锻热机械）园党工委副书记、管委会主任、党工委书记，南通市保障房建设投资有限公司副总经理，南通市中央创新区建设投资有限公司党委副书记、副总经理，公司党委副书记、董事，南通粮食集团有限公司党委书记、董事长。现任公司党委副书记、副董事长、董事、总经理。

跟踪期内，公司主要管理制度未发生重大变化。

（五）经营分析

跟踪期内，受土地出让面积同比下滑影响，苏锡通园区板块收入同比有所下降。截至 2025 年底，苏锡通园区已基本建设完成，未来资金支出压力较小，尚未结算的土地开发成本及应收款合计规模大，土地出让易受政府政策和进度影响，收入确认及土地出让款返还进度存在不确定性且存在一定减值风险。

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。2025 年佳润控股基础设施建设业务确认收入 6.47 亿元，同比减少 31.24%；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。2023—2025 年，苏通控股平均每年土地出让面积保持在 1000 亩左右，2025 年土地出让面积同比下滑，带动土地一级开发收入同比减少 28.14%。

图表 6 • 苏通控股土地出让情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
土地出让面积（亩）	1292.31	1351.45	997.38
土地一级开发收入（亿元）	8.62	8.67	6.23

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 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，较上年底变化不大，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。截至 2025 年底，苏通控股存货中尚未结算的土地开发成本 47.86 亿元，土地一级开发应收账款 18.35 亿元。整体看，苏通控股土地整理业务存在一定规模资金占用，回收期长，土地出让易受政府政策和进度影响，收入确认及土地出让款返还进度存在不确定性且存在一定减值风险。

图表 7 • 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资料整理

跟踪期内，公司传统甲醛化工业务行业景气度继续下行，竞争压力增加，甲醛化工业务经营规模与盈利能力同比继续下行，受益于外延收购主体全年业绩释放，主要产品增加高吸水性树脂，产销同比有所提升，一定程度抵消甲醛板块业绩下行影响。

公司化工板块经营主体为江天化学（股票代码 300927.SZ），截至 2026 年 3 月底，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。跟踪期内，江天化学外延收购三大雅全年业绩释放，新增产品高吸水性树脂，该产品主要应用于卫生用品、农业保水、医用材料等领域，与公司传统甲醛化工业务形成了“工业消费型化学品+民用消费型化学品”的双轮格局。截至 2025 年末，三大雅资产总额 6.52 亿元，所有者权益 5.34 亿元，2025 年实现收入 9.78 亿元，实现净利润-736.84 万元。

江天化学成本主要为原材料，2025 年原材料成本占营业成本的 85.07%，占比同比提升 4.41 个百分点。公司传统甲醛化工业务采购原材料主要为甲醇等，2025 年，甲醇市场整体低迷，公司当年甲醇采购金额及采购量同比分别下降 8.95%和 2.74%；同年，公司高吸水性树脂主要原材料为丙烯酸，公司当年采购量及采购金额分别为 7.79 万吨和 4.90 亿元。上游供应商主要为国内外大型石化及煤化工企业，2025 年，江天化学向前五名供应商采购额占年度采购额的 43.33%，同比有所上升，受产品结构变化影响，主要供应商较上年同期有所变化。采购结算方面，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，采购原材料等物资运费的 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 2025 年底，受合并三大雅影响，公司产品综合产能增加至 68.83 万吨，2025 年综合产能利用率为 83.02%，同比有所下滑。从销量来看，2025 年，甲醛消费市场供需双弱，持续低迷，产品市场价格持续下行，当年公司传统甲醛化工收入同比减少 13.12%至 5.66 亿元；2025 年高吸水性树脂成为公司化工业务主要增量来源，跟踪期内国内供需市场整体稳定，高吸水性树脂当年实现收入 9.84 亿元，占板块收入的 63.37%。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，2025 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 65.71%，集中度较高，受产品结构变化影响，主要客户同比有所变化。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 8 • 化工板块产能、产量、销量及收入情况

业务板块	2023 年				2024 年				2025 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）
化学品及新材料	50.30	46.35	25.88	6.96	50.30	47.89	29.07	6.74	68.83	57.14	41.92	15.52

资料来源：联合资信根据公开资料整理

跟踪期内，医药制造业务主营产品及业务模式无重大变化，受主要产品需求回升影响，主要产品销量均同比增长，收入及利润规模随之上升。

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。2025 年，精华制药研发投入规模基本稳定，2025 年为 0.65 亿元，占营业总收入比重为 4.45%。

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，2025 年精华制药主要原材料市场价格除北柴胡同比下降外，均呈上升趋势，公司直接原材料采购成本同比增长 11.44%至 0.81 亿元。上游供应商较为分散，2025 年精华制药向前五名供应商采购额占年度采购额的 13.74%，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同比有所回升。2025 年，精华制药营业总收入同比增长 4.13%，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 5.43 亿元、3.08 亿元、3.67 亿元、2.33 亿元和 0.09 亿元，同比均实现增长，其中中药制剂收入同比增长 11.78%；净利润同比增长 5.81%至 2.62 亿元，主要系化工医药中间体和化学原料药及中间体销量增长带动主营业务利润增加所致。

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。2025 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 16.87%，同比变动不大。

图表 9 • 医药产品产销量及库存情况

项目	项目	单位	2023 年	2024 年	2025 年
中药制剂	销售量	万盒/万瓶	2218.28	1937.56	2132.64
	生产量	万盒/万瓶	2263.97	1987.33	2006.44
	库存量	万盒/万瓶	288.21	337.98	211.78
化工医药中间体	销售量	吨	16718.86	15082.25	18570.04
	生产量	吨	17096.70	14675.40	20069.90
	库存量	吨	1732.67	1325.82	2825.68
化学原料药及中间体	销售量	吨	515.00	390.00	428.00
	生产量	吨	540.00	414.00	370.00
	库存量	吨	222.00	246.00	188.00
中药材及中药饮片	销售量	吨	3682.00	3267.00	4430.00
	生产量	吨	3436.00	3478.00	4810.00
	库存量	吨	468.00	679.00	1059.00
生物制药及其他	销售量	万盒/万瓶	30.28	27.01	31.02
	生产量	万盒/万瓶	31.74	16.81	34.31
	库存量	万盒/万瓶	17.61	7.41	10.71

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；期末融资租赁业务余额继续增长，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 2025 年底，南通母基金资产总额 44.83 亿元，所有者权益 38.78 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 2025 年底，公司对南通母基金认缴 25.00 亿元，实缴 13.07 亿元，较上年末增长 29.53%。南通母基金对外投资二级子基金 20 只，二级子基金总规模 165.48 亿元，实缴 138.88 亿元，其中南通母基金认缴 45.79 亿元，实缴 37.33 亿元。截至 2025 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 17.15 亿元，较上年底增长 23.74%，并向股东分配 14.46 亿元，其中 2025 年回款 3.30 亿元，向股东分配 2.70 亿元，剩余项目的估值可以覆盖本金并有盈余。

（2）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。2025 年，国润融资实现收入 1.60 亿元，净利润 0.42 亿元。2025 年，国润融资融资租赁投放额继续增长，当期投放 16.86 亿元，期末融资租赁余额继续增长。资金来源方面，国润融资业务资金以融资为主，截至 2025 年末融资余额 20.13 亿元，融资中银行融资、非银融资和直接融资占比分别为 70.0%、11.9% 和 18.1%，综合融资成本 3.8%，融资租赁业务综合收益率约为 7%~8%。当期未新增逾期，并已足额计提减值准备。

图表 10 • 融资租赁业务经营情况（单位：万元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
期末融资租赁余额	206106.80	219763.80	250842.00
当年融资租赁投放额	108376.00	124014.00	168592.00
当年实现融资租赁收入	11375.42	14578.11	15980.30
期末存量逾期余额	4616.5	4761	4435

逾期率（不良率）	2.30%	2.20%	1.76%
拨备覆盖率	172.30%	173.90%	195.00%

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，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，本部还承担对公司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，承办公司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 2026 年 3 月末，公司未收回的搬迁款余额为 17.11 亿元（含利息），2025 年收回 1.42 亿元。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 2026 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 11 • 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	3.61
醋酸化工	2021—2023 年	4.05	3.94
大伦化工	2021—2023 年	2.95	2.89
万达锅炉	2019—2021 年	2.02	1.66
棉机厂	2021 年	1.46	1.43
钢绳	2021—2022 年	0.80	0.76
宝叶化工	2021—2023 年	1.77	1.73
待分摊融资费用	--	1.20	1.09
合计	--	39.13	17.11

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。

（六）财务分析

公司提供了 2025 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 2026 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2025 年末，公司合并范围一级子公司合计 18 家，较上年末增加 1 家；截至 2026 年 3 月末，公司合并范围一级子公司较上年末减少 3 家至 15 家。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 2025 年底，公司资产规模保持稳定，资产结构仍以流动资产为主。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，土地出让易受政府政策和进度影响，收入确认及土地出让款返还进度存在不确定性且存在一定减值风险。整体看，公司货币资金较充裕，资产质量良好，流动性较弱。

截至 2025 年末，公司资产总额较上年末变动不大，资产结构仍以流动资产为主（占 62.97%）。其中，货币资金规模较上年末变动不大，以银行存款为主，受限比例较高，主要由各类保证金、定期存单和参与金通灵重整支付的保证金（5.51 亿元）构成；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 7.86%，按账龄计 1 年以内占 56.79%、1~2 年占 29.09%，计提坏账准备 6.30 亿元，应收账款前五大占余额比例 71.97%，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 31.71 亿元和 7.37 亿元，考虑到欠款方多为政府机构，上述应收款发生回收风险的可能性较低，但回收周期存在不确定性；其他应收款（合计）较上年末减少 15.33%，主要为与政府及其控制企业之间的资金往来款（占 71.31%），计提坏账准备 1.99 亿元；存货较上年末变动不大，期末余额主要由苏锡通园区业务产生的房地产开发成本及开发产品（分别为 30.72 亿元和 34.99 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（47.86 亿元）以及其他业务产生的合同履约成本（35.86 亿元）构成，累计计提跌价准备 5.07 亿元，计提比例较低。

非流动资产较上年末变动不大。其中，长期应收款较上年末增长 9.39%，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（51.88 亿元），中天钢铁集团于 2024—2034 年分期偿还，截至 2025 年末，已回款 17.22 亿元（2025 年回款 8.02 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 1.93 亿元，同比大幅增长 98.97%，主要来自南通江山农药化工股份有限公司确认的投资收益 1.53 亿元；其他权益工具投资较上年末变动不大，2025 年实现股利收入 0.36 亿元；其他非流动资产较上年末变动不大，仍主要由以各类化工产业搬迁支出为主的其他长期资产（17.09 亿元）构成。

截至 2026 年 3 月末，公司资产规模及结构较上年末下降 5.59%，主要系偿还债务及经营性负债导致现金类资产减少所致。

资产受限方面，2026 年 3 月底，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值 70.29 亿元，主要用于借款抵押及各类保证金等，占同期末资产总额的 10.05%，受限资产规模较低。

图表 12 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	457.57	64.36%	464.52	63.33%	466.59	62.97%	418.30	59.80%
货币资金	62.94	8.85%	62.63	8.54%	61.47	8.30%	40.61	5.81%
应收账款	40.99	5.77%	49.33	6.73%	53.21	7.18%	51.52	7.36%
其他应收款（合计）	64.84	9.12%	55.13	7.52%	46.67	6.30%	42.22	6.04%
存货	248.63	34.97%	260.89	35.57%	260.89	35.21%	255.24	36.49%
非流动资产	253.42	35.64%	268.95	36.67%	274.34	37.03%	281.19	40.20%
长期应收款	63.48	8.93%	66.28	9.04%	72.50	9.78%	85.85	12.27%
其他非流动金融资产	44.11	6.20%	42.40	5.78%	42.72	5.77%	47.92	6.85%
其他非流动资产	18.82	2.65%	27.15	3.70%	27.56	3.72%	27.82	3.98%
资产总额	710.99	100.00%	733.47	100.00%	740.93	100.00%	699.48	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

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 2026 年 3 月末，公司已支付工程款 60.05 亿元。

图表 13 • 2026 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	67083.64	原粮及成品粮贷款轮换价差保证金、保证金、定期存单利息受限、项目监管资金
应收票据	1594.70	质押、背书转让不终止确认
存货	205625.86	借款抵押
一年内到期的非流动资产	96216.34	借款质押
长期应收款	157555.66	借款质押
投资性房地产	137280.36	借款抵押
固定资产	7766.74	借款抵押
无形资产	1360.56	借款抵押
长期股权投资	28427.92	借款质押
合计	702911.78	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 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，债务结构有所优化，债务负担整体可控。

截至 2025 年末，公司所有者权益合计 303.10 亿元，较上年末减少 3.06%，其中，归属于母公司所有者权益占比为 58.16%，少数股东权益占比为 41.84%。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 16.50%、31.96%、2.54% 和 6.14%。其中，2025 年底，受利润亏损、向少数股东分红和扬子碳素收购少数股东股权综合影响，公司少数股东权益较上年末下降 6.65%。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益较上年底变化不大。

截至 2025 年底，公司负债总额为 437.83 亿元，较上年末变动不大，仍主要由应付账款等经营性负债和有息债务构成，其中，应付账款较上年末增长 22.16%，主要为新增应付材料款；其他应付款（合计）较上年末增长 20.70% 至 78.46 亿元，主要系新增往来款及金通灵特别代表人诉讼款 8.83 亿元；全部债务 289.62 亿元，较上年底变化不大，占负债总额的 66.15%，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 3.59%。债务结构方面，短期债务 112.86 亿元，较上年底下降 23.96%；长期债务 176.76 亿元，较上年底增长 24.57%，债务结构有所优化。从债务指标来看，截至 2025 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 59.09%、48.86% 和 36.84%，较上年底分别上升 1.72 个百分点、0.72 个百分点和 5.62 个百分点。

截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 285.78 亿元，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务 100.89 亿元，较上年底下降 10.61%；长期债务 184.89 亿元，较上年底增长 4.60%。从债务指标来看，截至 2026 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 57.29%、48.89% 和 38.23%，较上年底分别下降 1.80 个百分点、提高 0.03 个百分点和 1.39 个百分点。

2025 年，公司营业总收入同比增长，主营业务盈利能力有所下降，加之减值损失计提规模较大、一次性收益不延续以及计提诉讼有关预计损失，公司利润总额转为亏损，对政府补助和投资收益依赖度高，净利润在所得税影响下亏损扩大。考虑到金通灵不再纳入合并范围，公司业绩有望修复。

2025 年，公司营业总收入规模同比增长 15.49%，但毛利润规模同比减少 12.09%，费用规模受益于财务费用下降同比减少 7.96%，经调整的营业利润率继续走低。非经营性损益方面，公司投资收益同比变动不大，主要来自权益法核算的长期股权投资收益 1.93 亿元；各类减值损失计提规模同比有所下降，其中资产减值损失-2.83 亿元，主要来自金通灵的存货跌价损失（1.27 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；其他收益同比下降 23.38%，主要为各类政府补贴款，其中，财政专项补助 2.69 亿元。营业外收入同比大幅下降，主要系江天化学收购子公司一次性利得不延续所致。营业外支出主要为金通灵未决诉讼预计损失 4.71 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转为亏损，净利润在所得税费用（2.12 亿元）影响下亏损扩大至 5.10 亿元。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入同比变动不大，金通灵不再纳入合并范围，期间费用同比显著减少，此外，投资收益同比大幅增长，主要系金通灵计入长期股权投资后相关处置及联营企业投资收益增长所致，带动公司利润总额同比大幅增至 4.09 亿元。

图表 14 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	74.89	72.84	84.12	18.82
毛利润	20.51	18.03	17.19	5.00
期间费用	18.90	19.06	17.54	3.37
管理费用	6.92	6.83	7.43	1.26
财务费用	5.99	6.30	4.45	1.02
投资收益	2.72	3.53	3.31	2.95
公允价值变动净收益	0.12	0.27	1.04	0.01
其他收益	3.58	5.03	3.85	0.13
减值损失	-2.81	-4.94	-3.44	-0.38
利润总额	5.14	0.36	-2.97	4.09
经调整的营业利润率	5.55%	4.27%	2.75%	8.13%
总资本收益率	1.78%	0.84%	0.14%	--
净资产收益率	1.10%	-0.75%	-1.68%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2025 年，公司筹资活动前现金仍为净流入，现金及现金等价物小幅下降。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。

2025 年，公司经营活动现金流持续净流入，受化工板块新增业务及新增船舶贸易业务，公司经营活动现金流入及流出规模均同比增长，经营活动现金净流入规模有所收窄；受精华制药增加理财产品投资、收购股权资产及其他对外资本支出规模增长影响，公司投资活动现金转为净流出，筹资活动前现金流净额持续为正；筹资活动现金净流出规模大幅减少，现金及现金等价物持续消耗。2026 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；投资活动现金持续净流出，公司对外融资需求有所增加。

图表 15 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	134.23	101.65	132.24	38.71
经营活动现金流出小计	121.15	85.75	122.57	43.16
经营现金流量净额	13.08	15.90	9.67	-4.45
投资活动现金流入小计	27.34	27.61	25.79	7.55
投资活动现金流出小计	25.54	25.78	35.28	17.80
投资活动现金流量净额	1.80	1.82	-9.49	-10.25
筹资活动前现金流量净额	14.88	17.72	0.18	-14.70
筹资活动现金流入小计	118.13	117.44	171.20	29.29
筹资活动现金流出小计	119.09	136.36	173.73	27.69
筹资活动现金流量净额	-0.96	-18.92	-2.53	1.60
现金收入比	107.82%	88.86%	91.48%	70.54%
现金及现金等价物净增加额	14.04	-1.07	-2.48	-13.12

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

2025 年，受盈利下降等因素影响，公司偿债指标表现弱化，并处于一般水平。考虑到公司是南通市重要的产业投资及运营主体，再融资能力很强，综合偿债能力较强；公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年
短期偿债指标	流动比率	230.20%	183.20%	195.91%
	速动比率	105.12%	80.31%	86.37%
	经营现金流入量/流动负债（倍）	0.68	0.40	0.56
	经营现金/短期债务（倍）	0.12	0.11	0.09
	现金短期债务比（倍）	0.67	0.51	0.68
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	16.86	12.35	8.05
	全部债务/EBITDA（倍）	17.34	23.51	35.98
	经营现金/全部债务（倍）	0.04	0.05	0.03
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.54	1.03	0.77
	经营现金/利息支出（倍）	1.19	1.33	0.93

注：经营现金指经营活动现金流净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年末，公司流动比率及速动比率均有所提升，经营活动现金流入量对流动负债的保障能力有所提升，但仍偏弱，现金类资产对短期债务覆盖能力偏弱；2025 年，受利润亏损影响，公司 EBITDA 同比减少，EBITDA 对利息覆盖情况偏弱且覆盖能力同比有所下降。截至 2026 年 3 月底，公司获得银行授信总额 332.70 亿元，尚未使用额度 96.22 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，再融资能力很强，公司综合偿债能力较强。

截至 2026 年 3 月底，公司对外担保金额 82.34 亿元，占期末净资产比例为 27.17%，集中度较低，其中，公司对南通兴东机场有限公司两笔担保合计 8.01 亿元，其他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，截至 2026 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大诉讼²。

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 2025 年底，公司本部资产总额 271.77 亿元，较上年底增长 4.38%，资产以非流动资产（占比 94.62%）为主。现金类资产（8.74 亿元，货币资金及交易性金融资产）、长期股权投资（149.20 亿元，包括对下属子公司的投资 136.41 亿元及对联营企业的投资）、长期应收款（63.47 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 2026 年 3 月底，公司本部持有的主要上市公司股票市值合计 94.47 亿元，未质押部分市值合计 89.55 亿元。

截至 2025 年底，公司本部负债总额 100.71 亿元，较上年底增长 11.39%；全部债务 73.33 亿元，债务结构较为均衡（短期债务占 53.03%）；资产负债率为 37.06%，全部债务资本化比率 30.01%，本部债务负担较轻。公司本部所有者权益为 171.06 亿元，较上年底变化不大。2025 年，公司本部营业总收入为 0.36 亿元，利润总额为 1.75 亿元，同比大幅增长，主要系本部财务费用下降及投资收益同比增长 35.99%至 3.05 亿元所致，主要系江山股份权益法下确认投资收益同比增长 0.96 亿元所致。

偿债能力方面，2025 年，本部取得投资收益收到的现金（2.34 亿元）对当期分配股利、利润或偿付利息支付的现金（2.92 亿元）覆盖能力尚可，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。

² 重大诉讼为公司作为被告方，案值超过 5000 万元的诉讼。

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。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 50 万元，已于 2024 年 7 月 19 日完成整改并复工复产。

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。2025 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，支持能力非常强。

2025 年，南通市主要财力指标回升，一般公共预算收入 730.0 亿元，同比增长 4.2%，在江苏省内各地级市排名第 4 位，其中税收收入 546.0 亿元，占比增长 3.8 个百分点，财政自给率为 61.4%，同比有所提升。受房地产和土地市场行情遇冷影响，2025 年南通市政府性基金收入同比下降 5.8%，同比降幅有所收窄，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，2025 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，整体再融资环境良好。

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。

南通市国资委直接持有公司 94.40% 的股权，作为南通市重要的产业投资及运营主体，公司承担区域内产业类国有资产投资运营职能，区域重要性强，社会贡献较大；公司董事为政府委派，政府管控程度高。

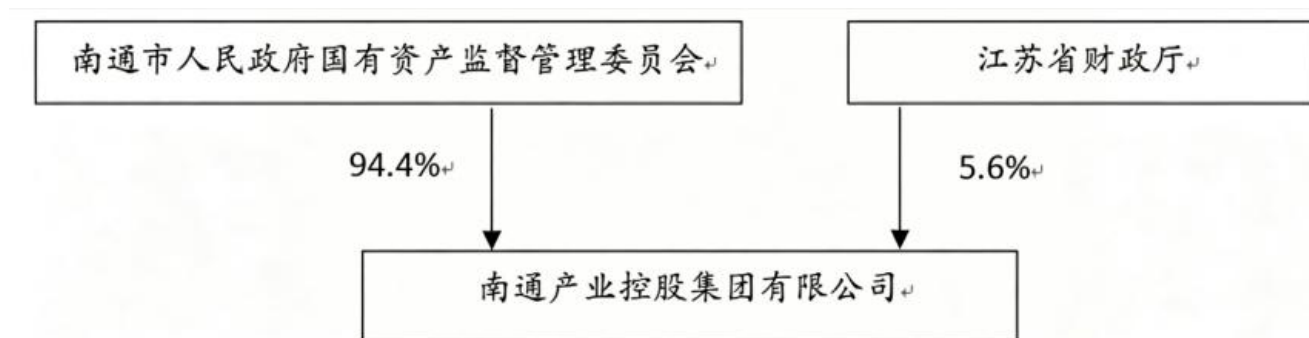
资产划拨方面，2024 年，根据南通市国资委《关于增加南通产业控股集团有限公司授权资产的通知》（通国资发〔2024〕55 号）文件，将南通市国资委所持江苏省盐业集团南通有限公司 39.6% 股权，授权南通产控经营，增加授权经营基数 1.12 亿元；根据南通市国资委《关于增加南通产业控股集团有限公司授权资产的通知》（通国资发〔2024〕108 号）文件，将南通市保障房建设投资有限公司名下南通贸促国际会展有限公司 100.00% 股权，授权南通产控经营，增加授权经营基数 241.80 万元。根据南通市国资委《关于调整江苏省财政厅对江苏大生集团有限公司持股比例的通知》（通国资发〔2024〕95 号），南通市国资委将所持江苏大生集团有限公司 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，2025 年，公司收到财政注入资本金 2000.00 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 3.85 亿元计入其他收益。

九、评级结论

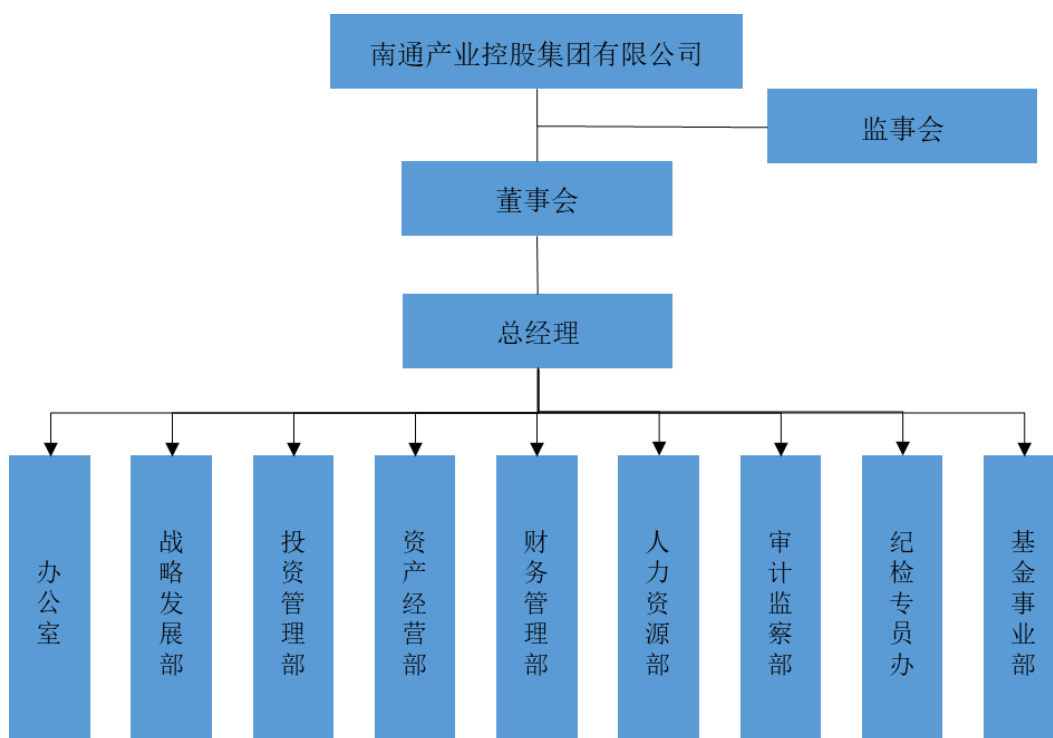
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“25 南通产业 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 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 2026 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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	75.14	75.02	76.92	51.24
应收账款（亿元）	40.99	49.33	53.21	51.52
其他应收款（亿元）	64.84	55.13	46.67	42.22
存货（亿元）	248.63	260.89	260.89	255.24
长期股权投资（亿元）	22.01	22.81	23.36	31.26
固定资产（亿元）	29.16	28.34	28.60	18.61
在建工程（亿元）	9.40	10.40	9.87	6.16
资产总额（亿元）	710.99	733.47	740.93	699.48
实收资本（亿元）	50.00	50.00	50.00	50.00
少数股东权益（亿元）	140.99	135.84	126.81	120.35
所有者权益（亿元）	314.73	312.66	303.10	298.75
短期债务（亿元）	112.83	148.43	112.86	100.89
长期债务（亿元）	179.61	141.89	176.76	184.89
全部债务（亿元）	292.43	290.32	289.62	285.78
营业总收入（亿元）	74.89	72.84	84.12	18.82
营业成本（亿元）	54.37	54.81	66.93	13.82
其他收益（亿元）	3.58	5.03	3.85	0.13
利润总额（亿元）	5.14	0.36	-2.97	4.09
EBITDA（亿元）	16.86	12.35	8.05	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	80.75	64.73	76.95	13.27
经营活动现金流入小计（亿元）	134.23	101.65	132.24	38.71
经营活动现金流量净额（亿元）	13.08	15.90	9.67	-4.45
投资活动现金流量净额（亿元）	1.80	1.82	-9.49	-10.25
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.96	-18.92	-2.53	1.60
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.49	1.44	1.49	--
存货周转次数（次）	0.23	0.22	0.26	--
总资产周转次数（次）	0.11	0.10	0.11	--
现金收入比（%）	107.82	88.86	91.48	70.54
经调整的营业利润率（%）	5.55	4.27	2.75	8.13
总资本收益率（%）	1.78	0.84	0.14	--
总资产报酬率（%）	2.45	1.71	1.09	--
长期债务资本化比率（%）	36.33	31.22	36.84	38.23
全部债务资本化比率（%）	48.16	48.15	48.86	48.89
资产负债率（%）	55.73	57.37	59.09	57.29
流动比率（%）	230.20	183.20	195.91	215.18
速动比率（%）	105.12	80.31	86.37	83.88
经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.68	0.40	0.56	--
现金短期债务比（倍）	0.67	0.51	0.68	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	1.54	1.03	0.77	--
全部债务/EBITDA（倍）	17.34	23.51	35.98	--

注：1. 公司 2026 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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.70	5.22	8.78	3.25
应收账款（亿元）	--	--	--	--
其他应收款（亿元）	9.29	8.54	4.60	4.59
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	145.72	147.70	149.20	137.71
固定资产（亿元）	0.12	0.01	1.41	1.41
在建工程（亿元）	--	--	--	--
资产总额（亿元）	258.50	260.36	271.77	255.78
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）	167.30	169.95	171.06	157.94
短期债务（亿元）	31.37	50.22	38.89	34.11
长期债务（亿元）	35.01	12.10	34.44	36.91
全部债务（亿元）	66.38	62.32	73.33	71.02
营业总收入（亿元）	0.53	0.19	0.36	0.02
营业成本（亿元）	0.06	0.06	0.10	0.00
其他收益（亿元）	0.35	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	1.58	0.29	1.75	-2.69
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.17	0.06	0.30	0.05
经营活动现金流入小计（亿元）	2.02	0.67	0.86	0.05
经营活动现金流量净额（亿元）	1.35	0.18	0.34	-0.13
投资活动现金流量净额（亿元）	0.12	5.23	-4.83	-2.89
筹资活动现金流量净额（亿元）	0.46	-4.88	8.02	-2.66
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	20.71	--
存货周转次数（次）	46.16	45.15	79.79	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	31.77	31.14	83.68	253.09
经调整的营业利润率（%）	-257.69	-993.35	-399.47	-1802.21
总资本收益率（%）	1.58	1.07	1.36	--
总资产报酬率（%）	--	--	--	--
长期债务资本化比率（%）	17.31	6.65	16.76	18.94
全部债务资本化比率（%）	28.41	26.83	30.01	31.02
资产负债率（%）	35.28	34.73	37.06	38.25
流动比率（%）	31.66	21.68	22.93	16.47
速动比率（%）	31.66	21.68	22.92	16.47
经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.04	0.01	0.01	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.10	0.23	0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：公司 2026 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	
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%
总资产报酬率	EBITDA / 平均资产总额×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%
经调整的营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-其他业务成本-期间费用+其他收益) / 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%
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断