

# 江苏扬子江国际冶金工业园资产经营有限公司

## 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：张晨奕 [cyyzhang@ccxi.com.cn](mailto:cyyzhang@ccxi.com.cn)

项目组成员：华志鹏 [zhphua@ccxi.com.cn](mailto:zhphua@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 27 日

## 声 明

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

# 信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 1674 号

**江苏扬子江国际冶金工业园资产经营有限公司：**

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

维持贵公司的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；

维持“22 治园债 01/22 治园 01”的信用等级为 AAA。

特此通告

**中诚信国际信用评级有限责任公司**

**二零二二年六月二十七日**

**评级观点：**中诚信国际维持江苏扬子江国际冶金工业园资产经营有限公司（以下简称“冶金园公司”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22治园债 01/22治园 01”的债项信用等级为 **AAA**，上述债项级别考虑了江苏再担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际肯定了持续增长的区位经济为公司发展提供了良好的外部环境，平台地位重要、政府支持力度较大、租金收入对营业收入形成有效补充以及有效的偿债保障措施等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到业务回款存在一定滞后、经营性现金流持续净流出、对外担保规模较大及业务资金平衡面临压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

冶金园公司（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	126.48	159.75	164.64	189.26
所有者权益合计（亿元）	45.42	79.50	95.27	94.92
总债务（亿元）	62.09	60.96	61.32	80.80
营业总收入（亿元）	15.91	13.68	11.97	2.00
净利润（亿元）	2.68	3.06	1.15	-0.39
EBITDA（亿元）	4.14	5.15	2.10	-
经营活动净现金流（亿元）	-3.87	-19.08	-3.04	-10.23
资产负债率(%)	64.09	50.23	42.13	49.85
江苏再担保（合并口径）	2019	2020	2021	
总资产（亿元）	172.17	223.61	264.83	
所有者权益（亿元）	104.52	136.37	158.59	
在保责任余额（亿元）	1,414.71	1,579.59	1,813.91	
净利润（亿元）	4.81	5.53	7.23	
平均资本回报率（%）	5.35	4.59	4.90	
累计代偿率（%）	--	--	0.21	

注：1、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、长期应付款中的带息债务；2、公司提供的 2022 年一季报未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。3、担保及再担保相关业务数据均为江苏再担保本部口径；年新增担保额包含直接担保和再担保年新增担保额；累计代偿率、累计损失率和累计回收率均为三年累计指标；4、2019~2021 年末在保责任余额根据《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度权重重折算。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000\_2019\_02)

江苏扬子江国际冶金工业园资产经营有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)* 收现比(X)*	1.19 1.03	7 8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X) 受限资产占总资产的比重(X)	1.15 0.14	8 7
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元) 总资本化比率(X) 资产质量	95.27 0.39 6	7 8 6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	7	7
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			a
BCA			a
支持评级调整			3
评级模型级别			AA

### 打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、财务政策及财务报表质量、流动性等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，可能与评估模型级别存在差异。

\*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

## 正面

■ **区域经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。**张家港市冶金工业园区作为省级特色工业园区，依托沙钢集团、韩国浦项钢铁等核心企业，形成冶金、新型建材等产业链，园区经济平稳增长，2021 年园区实现生产总值 675.51 亿元。持续增强的区域经济实力为公司发展奠定良好基础。

■ **平台地位重要，政府支持力度较大。**作为冶金工业园区内安置房建设、土地开发整理和基础设施建设等业务的唯一运营主体，公司得到当地政府较大力度支持。2019~2021 年，冶金工业园管委会先后以现金、实物形式对公司增资共计 30.16 亿元。其中 2021 年，管委会明确公司子公司锦丰城乡公司为财政下拨化债资金统一接收方，当期资本公积增加 14.49 亿元。

■ **公司持有物业较多，租金收入对营业收入形成有效补充。**公司现有物业基本处于园区核心发展区域，截至 2022 年 3 月末账面价值达 35.76 亿元，且整体出租率较高，随着可出租物业的不断增加，租金收入对公司营收贡献增大。

■ **有效的偿债保障措施。**江苏再担保对本期公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，上述担保措施增强了对相关债券还本付息的保障。

## 关注

■ **业务回款具有一定滞后性。**公司安置房等项目一般在竣工验收后，与委托方按年度分期结算，结算期一般为 3~5 年；土地整理业务一般待土地出让后才可陆续回笼资金，政府结算存在滞后。截至 2022 年 3 月末，公司存货余额为 93.27 亿元，主要为上述两类业务的开发成本，对公司资金形成较大占用。

■ **经营性现金流持续净流出。**近年公司项目资金支出规模较大，但项目回款缓慢，经营性现金流呈现持续的净流出。

■ **对外担保规模较大。**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保金额为 43.64 亿元，占净资产 45.98%，均为对冶金工业园管委会下辖集体企业的担保，整体担保规模较大，需关注或有负债风险。

■ **业务资金平衡面临压力。**2020 年以来，公司安置房业务模式由委托代建变更为直接向安置户出售，定价策略以盈亏平衡为主导，业务盈利能力或将减弱，且截至 2022 年 3 月末，公司在建及拟建的安置房项目尚需投资 39.87 亿元，面临一定投资压力。2021 年，公司开始承担区域内城市更新项目，计划总投资约 24 亿元（不含安置房），款项回收依赖未来资产经营出租收入，未来业务的资金平衡情况需要保持关注。

## 评级展望

中诚信国际认为，江苏扬子江国际冶金工业园资产经营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**区域经济实力显著增强，公司获得优质资产注入，资产质量显著提升，资本实力显著增强等。

■ 可能触发评级下调因素。区域经济环境恶化；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；财务指标出现明显恶化；再融资环境恶化，导致流动性紧张等。

### 评级历史关键信息

江苏扬子江国际冶金工业园资产经营有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	22 治园债 01 (AAA) /22 治园 01 (AAA)	2021/12/22	张晨奕、华志鹏	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	-	2017/09/20	仇芃、丁宸	--	-

注：中诚信国际原口径

### 同行业比较

2021 年张家港市平台企业主要指标对比表（亿元、%）						
公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	营业收入	净利润	经营活动净现金流
直属公有	992.79	325.48	67.22	56.00	5.59	9.91
金城投资	808.02	274.78	65.99	54.73	5.03	11.77
张家港城投	656.93	204.53	68.87	19.38	2.57	0.05
经开控股	334.98	140.73	57.99	10.79	1.16	-3.70
金港资产	545.99	171.10	68.66	33.65	5.10	7.22
张保实业	240.88	108.13	55.11	8.16	3.43	0.17
<b>冶金工业园</b>	<b>164.64</b>	<b>95.27</b>	<b>42.13</b>	<b>11.97</b>	<b>1.15</b>	<b>-3.04</b>

注：“直属公有”为“张家港市直属公有资产经营有限公司”简称；“金城投资”为“张家港市金城投资发展有限公司”简称；“张家港城投”为“张家港市城市发展集团有限公司”简称；“经开控股”为“张家港经开区控股集团有限公司”简称；“金港资产”为“张家港保税区金港资产经营有限公司”简称；“张保实业”为“张家港保税区张保实业有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
22 治园债 01 /22 治园 01	AAA	AAA	2021/12/22	7.00	7.00	2022/01/20~2029/01/20	回售,票面利率选择权,提前偿还

## 跟踪评级原因

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

## 募集资金使用情况

公司于2022年1月18日发行的公司债（简称“22冶园债01/22冶园01”），债券期限为7年期，票面利率采用单利按年计息。本期公司债券募集资金7亿元，募集资金拟用于支付安置房项目款（锦丰镇大南六村（二期）拆迁安置房项目0.09亿元，永盛花苑安置小区项目5.00亿元，剩余资金拟补充公司营运资金，截止2022年3月末，募集资金已按募集说明书使用完毕。

锦丰镇大南六村（二期）拆迁安置房项目：项目已于2019年末开工，预计于2022年中上旬完工。项目计划总投资1.30亿元，截至2022年3月末，已支付的投资款1.14亿元，包括公司自有资金约0.24亿元，本期债券0.9亿元。

永盛花苑安置小区项目：项目已于2019年末开工，预计于2022年中上旬完工。该项目预计总投资10.00亿元，其中项目资本金3.00亿元，主要来自公司自有资金，债务资金7.00亿元，计划为本期债券资金5.00亿元及定向融资工具2.00亿元，其中定向融资工具已于2019年发行，资金已到位。截至2022年3月末，项目一二期工程已完工，总投资8亿元，包括自有资金1亿元、定向融资工具2亿元以及本期债券5亿元；三期工程计划总投资2亿元，已支付的投资款约1.18亿元。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或

会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

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

**宏观风险：**2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

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

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

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

## 近期关注

**张家港市是港口工业强市，经济总量和财政实力持续增强，连续多年位居全国百强县第三位**

张家港市为苏州市所辖县级市，全市总面积 999 平方公里，其中陆域面积 777 平方公里。张家港港是首批对外开放的国家一类口岸，拥有 63.6 公

里的沿江岸线、65 个万吨级以上泊位，是全国首个货物吞吐量超亿吨的县域口岸，在江苏省率先开通电子口岸，并成为全球首个国际卫生港口。根据苏州市第七次全国人口普查结果，截至 2020 年 11 月 1 日，张家港市常住人口 143 万人，占苏州市全市常住人口的比重为 11.23%。目前张家港市下辖 7 镇 3 街道、1 个现代农业示范园区、1 个双山香山旅游度假区，拥有 2 个国家级开发区——张家港保税区、张家港经济技术开发区（杨舍镇），1 个省级高新区——张家港高新区和 1 个省级产业工业园——扬子江冶金工业园（锦丰镇）等一批重点功能区。

图 1：张家港市地图



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

从 1994 年至今，张家港市综合实力一直位居全国百强县（市）前三，冶金、纺织、机电、化工和食品五大行业产值占规模以上工业总产值比重达到 90%以上。凭借良好的区位、港口优势，张家港市不断推进产业结构优化升级，明确以冶金新材料、智能装备、化工新材料、高端纺织 4 条特色优势产业链，以及新能源、数字经济、生物医药及高端医疗器械、先进特色半导体 4 条新兴领域产业链为重点，建立产业链“链长制”推进体系。2021 年，张家港市聚力做强“4+4”重点产业链，全年新引超 10 亿元重要节点项目 28 个，167 个三级重大项目完成投资 420 亿元，同时企业质态持续提升，龙头企业沙钢集团连续 13 年入围“世界 500 强”，荣获“省长质量奖”；4 家企业入围“中国企业 500 强”，9 家企业入围“中国民营企业 500 强”；14 家企业入围“中国服务业企业 500 强”，列全国县（市）

第一；新增上市企业 8 家，直接融资超 183 亿元。

经济运行方面，2021 年，张家港市实现地区生产总值 3,030.21 亿元，成为全国第 3 个县级 GDP 总量突破 3000 亿元的县市，按可比价计算同比增长 8.0%，人均地区生产总值达 21.08 万元。其中，第一产业增加值 29.75 亿元，同比增长 2.1%；第二产业增加值 1,550.88 亿元，同比增长 6.3%；第三产业增加值 1,449.58 亿元，同比增长 9.8%。同期，全社会固定资产投资完成 554.67 亿元，同比增长 5.4%；实现社会消费品零售总额 800.06 亿元，同比增长 16.2%；累计完成进出口总额 434.60 亿美元，同比增长 29.6%。

**表 1：2019~2021 年张家港市经济发展情况**

项目	2019	2020	2021
地区生产总值（亿元）	2,547.26	2,686.60	3,030.21
地区生产总值增速(%)	6.1	3.9	8.0
固定资产投资（亿元）	--	526.25	554.67
固定资产投资增速(%)	12.5	20.0	5.4

资料来源：2019~2021 年张家港市国民经济和社会发展统计公报

财政实力方面，2021 年，张家港市完成一般公共预算收入 264.13 亿元，在苏州市下辖区县中排名第三，同比增长 5.5%，其中税收收入占比为 84.44%；同期一般公共预算支出为 244.40 亿元，同比增长 4.8%，财政平衡率为 108.07%，财政平衡情况良好。政府性基金收支情况方面，当年全市完成政府性基金收入 185.46 亿元，同比增长 10.1%；政府性基金支出 155.20 亿元，同比下降 14.5%。

**表 2：2019~2021 年张家港市财政收支情况（亿元）**

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	247.00	250.30	264.13
其中：税收收入	212.81	208.00	223.02
政府性基金收入	134.12	168.38	185.46
一般公共预算支出	222.03	233.30	244.40
财政平衡率(%)	111.25	107.29	108.07

注：财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2019~2020 年财政决算草案及 2022 年财政预算草案，中诚信国际整理

债务情况方面，2021 年，张家港市政府债务限额 199.93 亿元，其中一般债务和专项债务限额分别

为 72.53 亿元和 127.40 亿元；年末，全市政府债务余额 181.86 亿元，其中一般债务和专项债务余额分别为 66.50 亿元和 115.35 亿元，均在限额以内。

总体来看，近年来张家港市凭借其良好的区位优势和前瞻性的产业结构调整，经济及地方综合财政实力不断增强。

**扬子江国际冶金工业园是省级特色工业园区，产业结构合理，入驻企业实力较强，近年来园区维持稳定的经济增长，财政实力亦稳步提升，未来发展前景良好**

扬子江国际冶金工业园位于江苏省张家港市北部片区中心，系 2003 年 1 月由江苏省人民政府批准设立的省级特色工业园区，规划面积 36.80 平方公里。张家港市锦丰镇面积 114 平方公里，总人口 18 万人，2013 年 10 月，经苏州市编委批准，冶金工业园、锦丰镇实行“区政合一”管理体制。

冶金工业园（锦丰镇）内拥有长江岸线 15 公里、码头 5 座。园区建设方面，2022 年，冶金工业园（锦丰镇）内“中韩（张家港）创新合作园”获评江苏省第三批国际合作园区，冶金工业园（锦丰镇）在建或规划建设园区包括沿江优特钢产业基地、张家港医疗器械高新产业园、医疗美谷、信义（江苏）产业基地、稻兴科技超高清视频产业基地、玖隆物流园六大专业园区。

依托沙钢集团、韩国浦项钢铁等核心企业，冶金工业园（锦丰镇）不断整合资源综合优势，优化经济结构，区域现有各类工业企业 1,800 多家。其中冶金产业以沙钢集团、韩国浦项钢铁、联合铜业等企业为核心，形成以黑色金属、有色金属、稀有金属的冶炼、加工为主的江苏省首家千万吨级钢铁生产基地和最大的板材生产基地。高端医疗器械方面，园区以爱得科技、远闻科技、艾迪尔医疗、欣荣博尔特等 10 家规上企业为代表，生产三类植入材料、人工器官、骨科器械等产品，年产值达 10.94 亿元；新型建材方面，以信义玻璃、爱丽家居 2 家

企业为龙头，形成镀膜玻璃、玻璃深加工、塑料地砖等新型建材产业集聚，年产值 29.12 亿元；智能装备方面，区域内主要企业包括苏闽金属、中环海陆等，产品涉及环保专用设备、数据电缆制造、高端锻件制造等类型，年产值达 27.00 亿元。

**表 3：近年冶金工业园经济及财政情况（亿元）**

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
地区生产总值	668.00	596.90	675.51	141.77
固定资产投资	77.50	94.00	92.45	12.64
一般公共预算收入	48.50	37.22	42.63	9.59
税收收入	46.79	35.81	40.61	9.20
一般公共预算支出	15.34	17.24	16.89	5.14
政府性基金收入	1.6	2.51	0.78	0.00
财政平衡率（%）	316.17	215.89	252.40	186.58

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

经济水平方面，沙钢集团对区域的经济总量和税收收入贡献较大。2021 年及 2022 年 1~3 月，冶金工业园（锦丰镇）分别实现地区生产总值 675.51 亿元和 141.77 亿元。2020 年，受疫情冲击和钢铁行业下行等多重因素影响，冶金工业园（锦丰镇）实现的地区生产总值和一般公共预算收入同比均有所下滑，但冶金工业园（锦丰镇）实力仍较强，2021 年以来复工复产后，整体有所恢复，财政平衡率保持较高水平。

### 跟踪期内，公司产权结构及公司治理情况未发生重大变化

截至 2022 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 51.00 亿元，张家港市人民政府授权江苏扬子江国际冶金工业园管理委员会持股比例为 100%，为公司控股股东和实际控制人。跟踪期内，公司股权结构未发生重大变化。

跟踪期内，公司管理体制与管理模式亦未发生明显变化。

**公司为园区内唯一的安置房建设主体，业务具有专营优势，2021 年安置房销售情况较好，但在建及拟建项目尚需投资金额较大，需关注未来安置房业务**

### 投融资压力

公司是冶金工业园内唯一的安置房建设主体，由全资子公司张家港市锦丰城乡开发投资有限公司（以下简称“锦丰城乡公司”）负责。具体业务模式为：江苏扬子江国际冶金工业园管理委员会（以下简称“冶金工业园管委会”）每年根据区域建设规划、政府财政预算情况拟定安置房建设计划，由张家港市锦丰镇资产经营公司（以下简称“镇资产经营公司”）负责具体拆迁安置工作，由锦丰城乡公司负责具体项目的实施；受镇资产经营公司委托，锦丰城乡公司自筹资金，在张家港市土地储备中心按照“招拍挂”流程摘牌土地后，根据委托方的要求建设安置房，并分批次将完工决算后的安置房移交委托方。结算方面，安置房项目在竣工验收后，锦丰城乡公司按照 15% 的成本加成比例（2016 年 7 月 1 日前为 10%）与委托方按年度分期结算，结算周期一般为 3~5 年，公司在收到结算资金后确认收入。

2020 年 5 月，公司安置房业务模式有所变更，由委托代建模式变更为公司直接向安置户销售。具体来看，项目前期锦丰城乡公司利用自有资金或外部融资独立获取土地、开展方案设计和工程施工，待安置房竣工验收后由城乡开发公司以等于账面建设成本的销售价格直接对安置户进行定向销售，其中拆迁办先将拆迁补偿款支付给城乡开发公司，销售房款与拆迁补偿款的差额由安置户进行补足。盈利模式方面，若销售价格仍无法弥补建设成本，冶金工业园管委会将补足至安置房项目建设成本。

2021 年及 2022 年一季度，公司安置房销售收入分别为 9.09 亿元和 1.69 亿元，其中直销部分规模分别为 0.72 亿元、1.20 亿元和 0.65 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司已完成书院六村、合兴花苑、悦来五村、大南六村、大南新村、大南五村、厚生小区、悦来花苑等 20 余个安置房项目的建设，总占地面积 2,811.5 亩，建筑面积 303.87 万平方米；公司累计投资 86.48 亿元，共确认收入 77.80 亿元，其中采用回购模式项目总投资 75.1 亿元，已确认收入 75.7 亿元。

**表 4：截至 2022 年 3 月末公司在建、拟建安置房项目情况（亩、万平方米、亿元）**

	项目名称	业务模式	用地面积	建筑面积	计划开工时间	计划完工时间	计划总投资	已完成投资
在建项目	悦隆花苑	自行销售	120.00	30.00	2020 年	2023 年	14.00	0.36
	星火村安置用房	自行销售	3.3	0.43	2020 年	2022 年	0.23	0.13
	永盛花苑三期	自行销售	29.00	3.20	2020 年	2022 年	2.00	1.18
	大南六村二期	自行销售	32.00	2.60	2019 年	2022 年	1.30	1.14
	港邻花苑	自行销售	75.00	17.00	2020 年	2022 年	6.80	2.07
	雁鸿新村一期	自行销售	58.17	7.93	2021 年	2023 年	3.00	1.21
<b>小计</b>			<b>315.47</b>	<b>61.16</b>	-	-	<b>27.33</b>	<b>6.09</b>
拟建项目	悦兴花苑东侧安置小区	自行销售	21.00	4.30	2023 年	2026 年	1.90	-
	合兴新建安置小区	自行销售	110.00	21.90	2023 年	2026 年	9.00	-
	雁鸿新村二期	自行销售	60.00	13.20	2022 年	2024 年	5.80	-
	<b>小计</b>		<b>191.00</b>	<b>39.40</b>	-	-	<b>16.70</b>	-
<b>合计</b>			<b>506.47</b>	<b>100.56</b>	-	-	<b>44.03</b>	<b>6.09</b>

注：雁鸿新村一、二期为 2021 年公司新增城市更新项目内容，完工后仍为政府回购。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司在建的安置房包括悦隆花苑等 6 个项目，均采用自行销售模式，总占地面積共计 315.47 亩，建筑面积合计 61.16 万平方米，总投资 27.33 亿元，已完成投资 6.09 亿元，计划 2022 年~2024 年内将陆续完工。

拟建安置房项目方面，公司计划总投资为 16.70 亿元，包括合兴新建安置小区、悦兴花苑东侧安置小区和雁鸿新村二期 3 个项目，用地面積合计 191.00 亩，建筑面积 39.40 万平方米，预计于 2021 年开工，建设周期均为 3 年。

**中诚信国际**认为，公司承担了冶金工业园內的全部安置房建设任务，且部分项目由项目委托方统一回购，为公司提供了较好的盈利水平。但中诚信国际也关注到，随着安置房项目的持续推进，公司在未来一段时间也面临一定的资本支出压力。此外，2020 年后公司该业务模式转变为定向销售，盈利能力或将减弱。

**目前园区内可供出让的土地储备规模充足，土地整理业务的可持续性较好，2021 年土地出让相关款项作为化债资金池注入公司资本公积**

公司土地整理业务根据冶金工业园（锦丰镇）整体的发展情况及规划建设的总体要求，对区域内相关土地进行开发整理，达到“八通一平”的条件。整理好的土地在张家港市土地储备中心进行“招拍

挂”，土地出让后，张家港市财政将土地出让金扣除必要的规費后全额返还冶金工业园，工业园园区財政根据土地整理合同的约定按照 15%的成本加成比例（2016 年 7 月 1 日前为 10%）向公司拨付相关款项。对于土地出让收益不足的项目、长期储备用地及公益性项目，园区財政仍按 15%的成本加成比例与公司结算。

目前冶金工业园內大部分土地已整理完成，剩余待开发的主要系沙洲新城区域的部分商住用地和旅游用地，近年公司土地整理面積按区域规划情況呈现波动。同时，受区域土地出让进度影响，园区土地出让規模存在波动，2021 年，受益于区域招商引资，当期出让規模大幅增加至 2,333.12 亩，以工业用地为主。

**表 5：近年公司土地整理项目情况（亩、亿元）**

项目名称	2019	2020	2021	2022.1~3
土地整理面積	100.00	50.00	100.00	-
土地整理支出	0.24	0.12	0.24	-
出让土地面積	1,230.65	977.38	2,333.12	171.65
土地整理收入	5.95	5.02	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地整理收入方面，公司整理的土地需待土地完成出让后，財政按计划向公司拨付相关资金，公司收到资金后确认相关收入，受相关手续影响整体周期较长。2021 年土地出让規模较大，但受政策调

整影响，公司未确认土地整理收入，当期土地出让收入作为化债资金池以资本公积形式注入公司（当期公司资本公积增加 14.49 亿元，主要系冶金工业园土地出让收入）。

截至 2022 年 3 月末，公司共完成土地整理 22,645.47 亩，其中商住用地 7,527.49 亩、工业及其配套公益性用地 15,117.98 亩，总投资 19.91 亿元；累计已完成土地出让 10,314.99 亩，其中商住土地 2,883.69 亩、工业用地及配套土地 4,923.23 亩、公益性（安置房）用地 2,498.07 亩；共取得土地整理收入 88.92 亿元<sup>1</sup>，均已实现回款。

从储备情况来看，截至 2021 年末，经公司整理的冶金工业园可供出让的土地面积为 12,059.74 亩，其中工业用地 3,341.29 亩，商业及经营性用地 4,443.78 亩，公益性（安置房）用地 832.83 亩，其他公益性用地 3,441.84 亩。2022 年冶金工业园计划出让 700 亩土地（包括工业用地 250 亩、商业用地 200 亩及公益性用地 250 亩），根据工业用地 28 万元/亩、商业 500 万元/亩及公益性 38 万元/亩的价格估算，预计可形成约 12 亿元左右的土地出让价款。

### 公司已完工基础设施代建项目资金结算较为及时，2021 年新增基础设施建设项目列入城市更新开发成本，后续城市更新项目的建设、运营及资金的回收情况均需持续关注

公司为冶金工业园发展提供配套工程建设，受冶金工业园管委会委托承担园（镇）范围内的市政公用设施建设、道路桥梁建设、管网建设和绿化生态建设等。业务模式方面，冶金工业园管委会根据园区规划，与公司签订代建协议；公司自行筹措项目建设资金，项目建成并竣工验收后，由冶金工业园管委会回购，业务结算毛利率为 15%（2016 年 7 月 1 日前为 10%）；管委会分期支付代建款项，回购期一般为 3 年。

截至 2022 年 3 月末，公司已完工的基础设施代建项目包括合兴幼儿园、锦丰客运站、地税大楼、

<sup>1</sup> 累计已完成土地出让面积和取得土地整理收入的统计口径为 2012 年至 2022 年 3 月末。土地整理收入不含 2021 年资本公积增

南中心河道路及其配套等项目，累计总投资 3.96 亿元，已确认收入 3.92 亿元，资金已全部回笼。

2021 年，冶金工业园为加快融入张家港市城北主城区，围绕合兴、锦丰等片区老镇区改造和城市功能提升，拟实施冶金园城市更新项目，并明确公司（及子公司沙洲置业）为冶金园城市更新项目实施主体，项目内容包括“散乱污”清退、产业载体、配套设施、区域基础设施建设等。

**表 6：城市更新项目投资计划表（亿元）**

费用名称	投资规模
1、工程费用	19.24
1.1、产业载体	2.33
1.1.1、产业研究院	0.19
1.1.2、高品质特殊钢冶金与制备实验室	0.14
1.1.3、产业总部集聚载体	2.00
2、配套设施	11.06
2.1、酒店商业项目	1.72
2.2、白领公寓	1.03
2.3、配套商业	0.87
2.4、安置房（北地块）	2.77
2.5、安置房（南地块）	4.64
2.6、停车场	0.03
3、区域基础设施	5.84
3.1、道路、桥梁工程	5.58
3.2、河道整治	0.07
3.3、绿化景观提升	0.19
4、工程建设其它费用	8.02
4.1、“散乱污”清退	6.41
4.2、土地费	0.00
4.3、其他费用	1.61
5、预备费	1.25
6、建设期利息	1.67
<b>合计</b>	<b>30.18</b>

注：1、上表投资规模为预测估算数据；2、安置房项目为上述安置房业务板块中雁鸿新村一、二期项目；酒店为下文商品房开发业务中向阳酒店项目，总投资规模以实际数据为准。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

经营模式方面，公司负责对片区内“散乱污”区域进行清退，支付拆迁补偿款，并在清退完成后进行厂房、商业配套及基础设施等建设工作。子公司沙洲置业则负责相关载体建成后的运营出租或出售等工作。

加部分。

根据项目可研报告<sup>2</sup>，财务效益方面，城市更新项目建设期为2022~2024年，建设完成后涉及营业收入主要来自厂房、商业等载体的经营租赁和安置房销售，资金平衡情况需保持关注。

**表7：城市更新项目主要租赁资产情况  
(万平方米, 元/平方米/月)**

可租赁资产	可租赁面积	预计租金
产业研究院	0.55	60.00
高品质特殊钢冶金与制备实验室	0.61	35.00
酒店项目	2.30	200.00
白领公寓(商业部分)	1.25	200.00
配套商业	1.58	200.00
产业总部集聚载体	3.20	60.00

注：仅列示项目中主要资产情况，租金及单价为预测估算数。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目资金方面，项目预计总投30.18亿元，投资资金来源包括20%的项目资本金和80%的银行贷款。目前，公司已取得工商银行城市更新贷款授信规模24亿元，预计2022~2024年分三年进行提款和投资，2024年~2038年为还款期。

除上述项目外，公司还承担杨锦公路快速衔接线、信义光伏外线工程和其他零星基础设施建设项目，截至2022年3月末，公司主要在建项目计划总投资10.22亿元，已投资2.72亿元；拟建项目方面，公司拟建路桥修建、停车场改造、绿化升级、老旧小区改造等项目计划总投资1.61亿元，仍面临一定资金支出压力。

**中诚信国际认为**，公司主要通过自有资金、银行贷款等来满足基础设施建设的资金需求。目前公司基础设施代建业务中完工项目资金结算较为及

时，但在建及拟建项目规模较大，后续仍有一定投融资压力，且城市更新资金平衡主要依靠厂房出租和商业配套运营出售等，后续资金回收情况需要保持关注。

**公司现有各项物业基本处于园区核心发展区域，随着政府陆续拨付新的物业资产，公司的租金来源进一步丰富，目前整体出租率较高**

公司在冶金工业园的开发中，除承担安置房建设、土地整理及基础设施代建等原有职能外，还承担园区资产经营管理，以及配合城市规划，参与部分工商业配套及公用建筑等项目的开发及经营管理工作。

公司对自身拥有的相关资产进行出租，取得租金收入。目前公司拥有的资产包括锦丰科技创业园、大南水街、商务大楼及交易大楼等，以商铺、写字楼为主，合计可供出租面积为48.84万平方米，包括2020年以来，公司收到的书院门面房(可供出售面积为7.94万平方米)等政府划拨资产，截至2022年3月末合计账面价值为35.76亿元。签约客户方面，公司的商铺签约客户主要分布在商品零售、生活配套、餐饮娱乐和文化休闲等行业，写字楼签约客户以商贸型和政府机关类客户为主。租金方面，根据位置的不同，商铺年租金在200~590元/平方米不等，写字楼年租金在300~550元/平方米不等，租期一般为1年，租金每年以5%递增。结算方面，根据租赁合同，公司预收租金，与租户按年度进行结算。2021年及2022年1~3月，公司实现租金收入分别为1.34亿元和0.31亿元，公司可出租资产不断丰富，租金收入规模呈上升趋势。

**表8：公司下属租赁资产情况 (亿元、万平方米、元/平方米/年)**

资产名称	性质	资产账面价值	可供出租面积	出租率	租金
交易大楼	写字楼	1.35	2.29	100.00%	320
商务大楼	写字楼	1.00	1.61	100.00%	457
大南水街	商业街	8.91	4.16	82.00%	183-657
锦丰科创园	工业区标准型厂房及宿舍等配套	6.56	17.53	93.00%	135~195
汽车检测线	商业用房	0.60	0.40	100.00%	200

<sup>2</sup> 资料来源系公司提供《张家港冶金工业园（锦丰镇）城市更新项目可行性研究报告》，所涉及数据为预测估算数，实际执行或有差异。

长顺创谷	厂房	1.89	4.74	100.00%	276
钢贸楼	门面房及办公房	0.67	1.25	100.00%	358
沙洲大厦	写字楼	2.72	1.53	38.42%	547.5
金沙洲学校	商业用房	5.15	6.58	100.00%	138
原农商行房屋	商业用房	0.16	0.24	100.00%	436
书院一村二村等 门面房	商业用房	6.24	7.94	90.00%	70-350
冶研院研发楼	厂房	0.51	0.57	100.00%	135~195
<b>合计</b>	-	<b>35.76</b>	<b>48.84</b>	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**中诚信国际认为，公司在冶金工业园的开发过程中，通过自建及外购等方式获得部分优质资产，现有各项物业基本处于园区核心发展区域，整体出租率较高，可为公司带来稳定的现金流。**

### **公司已完商品房项目出售情况良好，对营业收入形成较好补充，但整体规模较小，业务持续性需关注**

公司商品房开发业务主要由子公司江苏扬子江沙洲置业有限公司（以下简称“沙洲置业”）负责。沙洲置业于 2019 年末开始进行商品发开发项目建设，目前主要已完工项目为青茂源商业广场，总投资为 1.03 亿元，可售面积为 1.52 万平方米。该项目作为张家港市内最大农产品批发市场青草巷批发市场的延伸补充，紧邻杨锦公路，交通便利，辐射居民范围较广，商业价值较高。截至 2022 年 3 月末，项目已售面积为 1.12 万平方米，累计确认收入 1.53 亿元，销售情况良好。

在建和拟建项目方面，截至 2022 年 3 月末，沙洲置业在建项目包括青藤源商业广场和向阳酒店，其中青藤源商业广场计划总投资 1.14 亿元，已投资 0.61 亿元；向阳酒店项目，计划总投资 1.55 亿元，目前已投资 0.32 亿元用于土地费用支付。公司暂无拟建商品房开发项目，该板块后续资金支出及回收情况需持续关注。

总体看，公司未来工作重心集中在城市更新项目，包含区域内安置房和基础设施代建，以及为推动园区招商引资，配合当地政府开展部分工商业载体投资及运营，后续仍面临一定的投融资需求。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告，以及未经审计的 2022 年一季报。公司财务报表均按照新会计准则编制，数据均采用期末数。

### **跟踪期内公司土地整理业务未确认收入，营业收入和利润总额规模同比下降，公司盈利能力有所弱化**

2021 年，公司实现主营业务收入 11.96 亿元，较上年下降 8.56%，公司当期虽然新增商品房开发业务，对收入来源形成良好补充，且当期安置房销售情况回升，但土地整理业务未确认收入，收入总规模呈现下降。

毛利率方面，公司安置房建设、土地整理及基础设施建设三大业务的主要项目均采用委托代建的业务模式，成本加成比率均为 15%，受此影响，近年来公司业务毛利率整体较为稳定。2020 年 5 月后，公司安置房业务转为定向销售模式，毛利率较回购模式有所下降。公司租赁及服务业务方面，公司租赁业务资产计入投资性房地产，采取公允价值计量且不计提折旧摊销，同时租赁产生的相关费用大多记入管理费用或由承租方承担，该业务毛利率较高。公司商品房开发业务已实现销售，相关项目区位较好，商业价值较高，2021 年业务毛利率为 20.43%。

2022 年 1~3 月，公司实现营业总收入 2.14 亿元，当期营业毛利率为 15.14%。毛利率下降原因主要系公司当期安置房销售中采用直接销售模式的

收入占比较高。

**表 9：公司主要业务板块收入和毛利率构成(亿元、%)**

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
安置房建设	7.92	6.94	9.09	1.69
土地整理	5.94	5.02	-	-
租赁及服务	1.06	1.02	1.34	0.31
基础设施代建	0.94	0.10	-	-
商品房开发	-	-	1.53	-
<b>合计</b>	<b>15.87</b>	<b>13.08</b>	<b>11.96</b>	<b>2.00</b>
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
安置房建设	15.01	13.45	13.02	9.22
土地整理	15.00	14.95	-	-
租赁及服务	49.32	46.63	51.26	49.74
基础设施代建	14.91	14.80	-	-
商品房开发	-	-	20.43	-
<b>主营业务毛利率</b>	<b>17.32</b>	<b>16.62</b>	<b>18.26</b>	<b>15.14</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2021 年公司期间费用合计为 1.17 亿元，三费均同比有所降低，期间费用率保持较低水平，2021 年降至 9.74%。

利润总额方面，2021 年公司利润总额为 1.42 亿元，主要由经营性业务利润和公允价值变动收益构成。公司资产构建或取得成本较低，在近年来资产普遍增值的背景下，公司陆续形成一定规模的公允价值变动收益，其中 2021 年投资性房地产公允价值变动收益为 0.88 亿元；2021 年公司收到政府补贴等其他收益较少，实现经营性业务利润 0.77 亿元。

**表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
期间费用合计	0.87	1.38	1.17	0.70
期间费用率(%)	5.46	10.08	9.74	34.91
经营性业务利润	2.82	0.81	0.77	-0.39
其中：其他收益	1.12	0.003	0.002	0.01
公允价值变动收益	0.65	2.91	0.88	-
投资收益	0.04	-0.005	-0.11	-0.003
营业外损益	-0.06	0.10	-0.04	0.002
利润总额	3.43	3.95	1.42	-0.39
总资产收益率(%)	3.35	3.56	1.28	0.30*

注：带“\*”号为年化数据。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内受益于股东资金和资产的注入，公司资产和权益规模大幅增长，资本实力得以增强；但资产以应收款项和存货为主，流动性较弱**

得益于股东注资和划拨资产，公司所有者权益规模大幅提升。随着公司各项业务持续推进，资产规模亦大幅增长，截至 2021 年末，公司总资产为 164.64 亿元，同比增长 3.06%。2021 年，冶金工业园管委会明确公司全资子公司锦丰城乡开发公司作为接受财政下拨化债资金（主要系预算内财力及土地出让收入）统一接收方，形成化债资金池，增加公司资本公积 14.49 亿元。

**表 11：近年公司所有者权益构成情况（亿元）**

项目	2019	2020	2021	2022.3
实收资本	31.00	51.00	51.00	51.00
资本公积	1.80	12.56	27.15	27.18
未分配利润	12.57	14.69	15.60	15.22
少数股东权益	0.00	0.07	0.09	0.09
<b>所有者权益合计</b>	<b>45.42</b>	<b>79.50</b>	<b>95.27</b>	<b>94.92</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，受益于股东支持，截至 2021 年末，公司资产负债率为 42.13%，总资本化比率为 39.16%，较 2020 年末分别下降 8.10 个百分点和 4.14 个百分点。2022 年一季度，公司因项目建设需求加大融资力度，财务杠杆率有所回升。

公司资产仍以流动资产为主，截至 2021 年末，流动资产为 121.98 亿元，较上年增长 2.93%，占总资产的 74.09%，主要由存货、其他应收款和货币资金构成。随着沙洲新城土地开发项目的不断推进，公司存货规模保持高位，2021 年末规模为 93.27 亿元，主要由开发产品和开发成本构成。其中开发产品（24.38 亿元）主要包括安置房完工项目（10.25 亿元）、道路及其他基建业务项目（13.85 亿元）；开发成本（68.89 亿元）主要包括基础设施和土地整理成本（58.10 亿元）以及房产开发成本（9.28 亿元）。其他应收款主要为应收冶金工业园管委会及张家港市锦丰镇内其他平台公司，性质主要为往来款。2022 年 3 月末，公司流动资产增加主要系对张家港市锦丰公用事业投资管理有限公司和冶金工业园管委会的往来款较期末大幅增加。中诚信国际将持续关注公司应收往来款的回款情况。

**表 12: 截至 2022 年 3 月末公司其他应收款前五大欠款方情况 (亿元)**

欠款方	款项性质	账龄	期末余额
张家港市锦丰公用事业投资管理有限公司	往来款	1 年以内	10.87
江苏扬子江国际冶金工业园管理委员会	往来款	1 年以内	6.10
张家港市怡锦农业投资开发有限公司	往来款	1 年以内	4.43
张家港市锦丰城镇投资建设有限公司	往来款	1 年以内	4.02
张家港市锦丰经济发展有限公司	往来款	2 年以内	2.69
<b>合计</b>		-	<b>28.11</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司非流动资产主要为投资性房地产，系公司自持并运营物业，均采用公允价值计量，截至 2021 年末，投资性房地产账面价值较上年末小幅增长至 37.81 亿元。

**总体看**，公司资产集中于存货，主要为区域内的安置房、基础设施代建及土地整理成本，整体资产流动性偏弱。

**表 13: 近年来公司主要资产情况 (亿元)**

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	5.51	6.66	2.76	6.44
其他应收款	22.06	20.75	22.93	38.63
存货	67.19	89.01	93.27	97.54
<b>流动资产合计</b>	<b>98.18</b>	<b>118.51</b>	<b>121.98</b>	<b>146.25</b>
投资性房地产	23.74	36.77	37.81	37.82
<b>非流动资产合计</b>	<b>28.30</b>	<b>41.24</b>	<b>42.66</b>	<b>43.01</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司总负债为 69.37 亿元，较上年下降 13.56%，以非流动负债中的长期借款和应付债券为主，与公司安置房建设等业务性质相匹配。公司流动负债主要为短期借款和其他应付款，其中短期借款为保证借款和信用借款，近年来规模较小；2021 年末，公司其他应付款大幅减少，主要系公司收到财政下拨的化债资金后，偿还区域内单位往来款项。

截至 2022 年 3 月末，公司资产总额和负债总额分别为 189.26 亿元和 94.34 亿元，保持增长态势。具体结构方面，公司当期对区域内平台资金拆借增加，其他应收款规模较年初增加明显；负债增加主

要系当期公司增加银行借款和发行一期额度为 7 亿元的企业债券。

**表 14: 近年来公司主要负债情况 (亿元)**

项目	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	5.81	3.50	2.39	4.90
应付票据	2.28	-	-	4.60
其他应付款	13.78	15.44	2.78	6.45
<b>流动负债合计</b>	<b>25.36</b>	<b>23.17</b>	<b>7.79</b>	<b>20.26</b>
长期借款	34.81	33.90	37.99	43.37
应付债券	18.95	20.88	20.93	27.92
<b>非流动负债合计</b>	<b>55.69</b>	<b>57.07</b>	<b>61.58</b>	<b>74.08</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总债务方面，截至 2021 年末，公司总债务为 61.32 亿元，较上年小幅增加，短期债务/总债务为 11.76%，以长期债务为主的债务结构符合公司各项业务建设周期长、回款慢的特点，债务期限结构较为合理。

**总体看**，公司总资产和所有者权益规模大幅增长，以长期债务为主的债务结构符合公司经营特点，债务期限结构较为合理。

### 公司项目回款缓慢，经营活动净现金流表现为持续净流出；EBITDA 对债务本息覆盖能力有所减弱

公司经营活动产生的现金流量净额表现为持续净流出，2021 年净流出规模同比大幅减少，主要系 2020 年公司项目支出金额较大，但项目回款缓慢。同时公司与政府及当地平台企业的资金往来较为频繁，近年来公司收到及支付其他与经营活动有关的现金均保持在较高水平。投资活动现金流方面，公司自营项目存在部分购置及投资建设的资金投入需求，相关现金流量净额表现为负。筹资活动现金流方面，2019 年~2021 年公司融资筹资性现金流均保持净流入，2020 年因项目投资需求较大，融资现金净流入规模同比增长明显。2022 年 1~3 月，公司增大融资力度，融资现金流呈现 14.12 亿元净流入。

偿债能力方面，近年来公司 EBITDA 规模受利润总额影响较大，2021 年，公司未确认土地收入，EBITDA 规模减少至 2.10 亿元，对债务本息覆盖能

力减弱。2021 年，公司短期债务规模继续减少，货币资金对短期债务覆盖能力增强，但整体偿债能力仍有待提升。

**表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	-3.87	-19.08	-3.04	-10.23
投资活动净现金流	-1.92	-2.39	-1.24	-0.02
筹资活动净现金流	3.77	23.45	0.38	14.12
收现比	1.07	1.07	0.99	1.11
EBITDA	4.14	5.15	2.10	-
总债务/EBITDA	15.00	11.83	29.14	-
EBITDA 利息倍数	1.78	1.61	1.04	-
货币资金/短期债务	0.68	1.08	1.15	0.68

注：公司未提供 2022 年一季度现金流量补充表，故 EBITDA 等相关指标失效。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务到期分布方面，2022 年~2025 年及以后，公司到期债务分别为 11.09 亿元(其中银行借款 7.09 亿元，债券融资 4.00 亿元)、21.84 亿元、4.37 亿元和 39.68 亿元，近两年面临较大的债务即期偿还压力，需关注偿债资金安排情况。公司 2022 年到期债务主要通过财政化债资金、银行借款到期续贷等形式进行偿还。

**表 16：公司到期债务分布情况（亿元）**

项目	2022.4~12	2023	2024	2025 及以后
到期金额	11.09	21.84	4.37	39.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**充足的外部授信能够对整体偿债能力提供支持，但对外担保规模较大，面临一定或有负债风险**

**授信情况：**截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信总额度为 73.15 亿元，已使用额度为 48.97 亿元，尚未使用额度 24.18 亿元，备用流动性较充足。

**受限情况：**资产受限情况，截至 2022 年 3 月末，公司因抵押借款受限的资产规模为 26.57 亿元，占净资产的比例为 27.99%，受限资产主要为投资性房地产。

**诉讼情况：**截至 2022 年 3 月末，公司不存在对其持续经营产生重大不利影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

**对外担保情况：**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保金额为 43.64 亿元，占净资产的比重为 45.98%，均系对冶金工业园管委会下辖集体企业提供的担保，其中担保金额最大的张家港市百富农村集体资产管理有限公司主要负责园区内“三优三保”项目，公司为其国开行等银行借款提供担保。公司整体担保规模较大，需关注或有负债风险。

**表 17：截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）**

被担保人	担保期限	担保金额
张家港市锦丰城镇投资建设有限公司	2021~2022	0.70
张家港市怡锦农业投资开发有限公司	2019~2022	3.88
张家港市锦丰镇资产经营公司	2018~2025	0.80
张家港市锦恒投资发展有限公司	2021~2022	0.80
张家港市锦兴旅游发展有限公司	2020~2022	1.10
张家港市锦丰公用事业投资管理有限公司	2020~2022	1.10
张家港市百富农村集体资产管理有限公司	2019~2030	35.06
张家港金源环保科技有限公司	2021~2033	0.20
<b>合计</b>		<b>43.64</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》(报告编号：2022050610510033863915) 及相关资料，截至 2022 年 5 月 6 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**公司是冶金工业园内从事土地整理、安置房建设和基础设施代建的唯一主体，可获得冶金工业园管委会在资金、政策等方面的支持**

公司是江苏扬子江国际冶金工业园内重要的开发建设平台，是区域内从事土地整理、安置房建设和基础设施代建的唯一主体，可获得冶金工业园管委会在资金、政策等方面的支持。

2021 年，冶金工业园管委会明确公司全资子公

司锦丰城乡开发公司作为接受财政下拨化债资金（主要系预算内财力及土地出让收入）统一接收方，形成化债资金池，增加公司资本公积 14.49 亿元。同期，公司还收到菜场改造专项补贴及市场化转型补助合计 1,026.38 万元计入资本公积，公司自身资本实力增加明显。

2021 年，根据《关于明确冶金园城市更新项目实施主体及相关事项的通知》，冶金园管委会明确了公司及子公司沙洲置业为项目开发的实施主体，公司相关业务收入持续性和稳定性得到保障。

## 偿债保证措施

江苏再担保为“22 冶园债 01/22 冶园 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

江苏再担保成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 30 亿元，是由江苏省人民政府、江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司和江苏雨润食品产业集团共同出资组建的国有控股企业。2017 年 1 月，江苏再担保名称由“江苏省信用再担保有限公司”变更为“江苏省信用再担保集团有限公司”。近年来，江苏省各级地方政府不断对江苏再担保进行增资，在历经多次增资和股权转让后，截至 2021 年末，公司实收资本增至 98.98 亿元，其中江苏省财政厅为公司第一大股东和实际控制人。

在业务方面，江苏再担保按照“政策性导向、市场化运作、公司化管理”的原则，实施规范化管理、市场化运作，切实为江苏省中小企业的发展提供服务和支持，致力于更好地服务江苏省地方经济发展。江苏再担保及其子公司目前的主要业务为直接担保、再担保、融资租赁、小额贷款、资产管理及投资等业务。截至 2021 年末，江苏再担保总资产为 264.83 元，所有者权益为 158.59 亿元；在保余额为 1,813.91 亿元；融资担保责任余额为 789.04 亿元，融资担保放大倍数为 7.78 倍。

作为江苏省政府直属的省级担保平台，江苏再担保在业务运营、资金来源等方面得到省政府的大

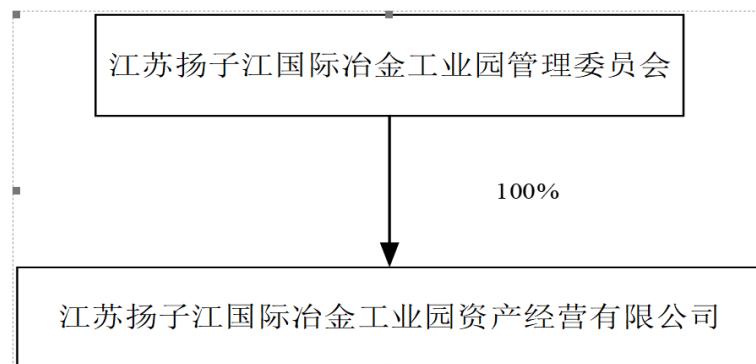
力支持，其开展的担保、再担保业务对于促进江苏省经济和金融发展具有重要意义和作用。中诚信国际认为，江苏省政府具有很强的意愿和能力在必要时对江苏再担保给予支持。

综合上述，中诚信国际维持江苏省信用再担保集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为江苏再担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够为本期债券提供保障。

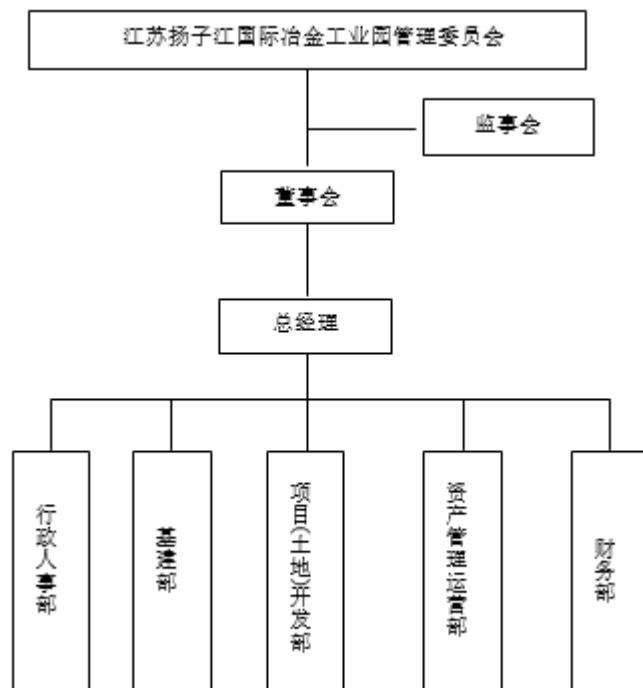
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持江苏扬子江国际冶金工业园资产经营有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“22 冶园债 01/22 冶园 01”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：江苏扬子江国际冶金工业园资产经营有限公司股权结构图及组织结构图 (截至 2022 年 3 月末)



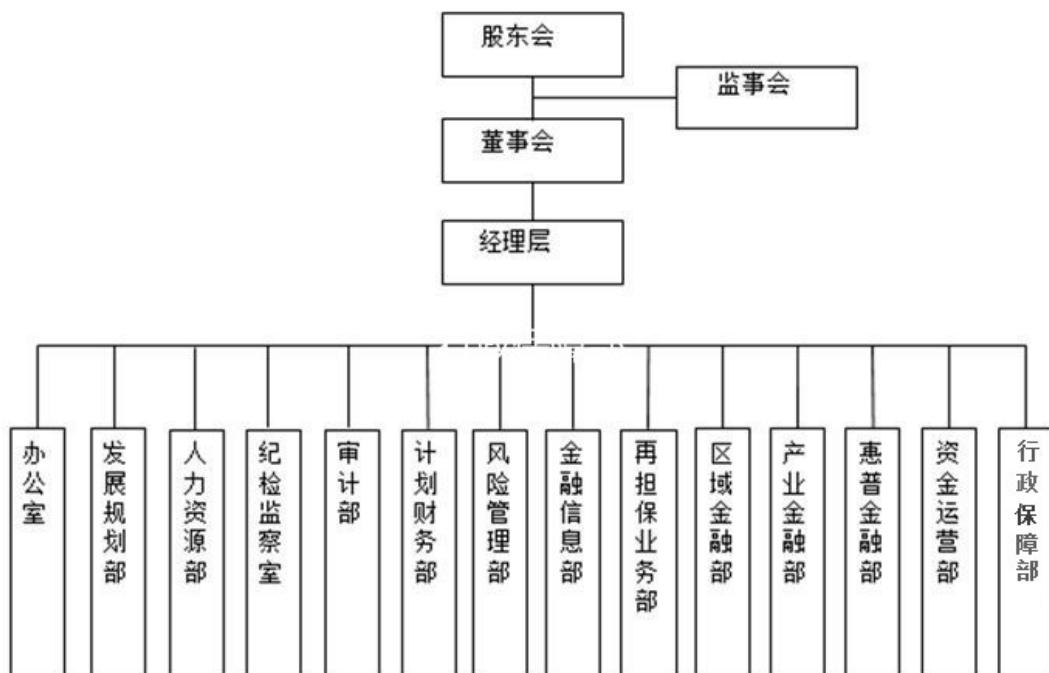
子公司名称	注册资本 (万元)	主营业务
江苏扬子江国际冶金工业园投资发展有限公司	50,000.00	投资、开发、管理、收益
张家港市锦丰城乡开发投资有限公司	130,000.00	城乡一体化投资、开发、收益；房地产开发与经营
张家港市沙洲新城管理服务有限公司	500.00	企业管理咨询、信息咨询
张家港晒乐旅游投资开发有限公司	400.00	旅游项目投资开发等
张家港市锦丰市场管理有限公司	10,000.00	市场服务管理
江苏金沙洲旅游投资发展有限公司	50,000.00	对旅游项目的投资、管理等
江苏扬子江国际冶金工业园人力资源开发有限公司	3,000.00	人力资源管理
江苏医路通管理有限公司	1,000.00	信息咨询
江苏扬子江沙洲置业有限公司	8,000.00	房地产开发、经营
张家港锦阳医疗器械产业园发展有限公司	60,000.00	租赁、商务服务
江苏港禾机械有限公司	1,388.00	机械制造
江苏扬子江国际冶金工业园光电研究有限公司	2,000.00	技术服务
江苏医路通检验检测技术服务有限公司	10,000.00	检验检测服务
江苏扬子江国际冶金工业园招商管理有限公司	1,000.00	企业管理咨询、财务咨询、社会经济咨询服务
张家港市锦阳污水处理有限公司	4,800.00	各类工程建设活动、检验检测服务、污水处理及其再生利用



资料来源：公司提供

## 附二：江苏省信用再担保集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）

序号	前十大股东名称	持股比例(%)
1	江苏省财政厅	22.12
2	江苏省国信集团有限公司	4.45
3	江苏国经控股集团有限公司	3.33
4	常州高新集团有限公司	3.33
5	启东国有资产投资控股有限公司	3.33
6	宿迁市人民政府	2.78
7	丹阳市人民政府	2.22
8	扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	2.22
9	扬州广陵国有资产投资运营有限公司	2.22
10	如皋市人民政府	2.22
11	常州市钟楼新城投资建设有限公司	2.22
12	扬州经济技术开发区开发总公司	2.22
合计	--	52.66



资料来源：江苏再担保提供

### 附三：江苏扬子江国际冶金工业园资产经营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据 (单位: 万元)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	55,060.84	66,631.80	27,563.10	64,401.78
应收账款	2,765.50	3,293.82	4,015.89	2,847.09
其他应收款	220,553.22	207,492.55	229,340.37	386,347.76
存货	671,944.38	890,095.02	932,747.62	975,434.93
长期投资	27,583.90	27,537.71	31,728.68	32,944.50
在建工程	2,298.32	8,620.22	4,876.78	5,492.68
无形资产	4,434.33	286.30	10.64	8.67
总资产	1,264,752.55	1,597,479.99	1,646,411.07	1,892,596.49
其他应付款	137,780.01	154,357.27	27,794.21	64,549.99
短期债务	80,900.00	61,716.60	23,900.00	95,000.00
长期债务	540,014.78	547,858.33	589,299.93	712,994.68
总债务	620,914.78	609,574.93	613,199.93	807,994.68
总负债	810,541.08	802,450.04	693,695.22	943,433.12
费用化利息支出	6,521.30	11,548.98	6,501.93	5,233.01
资本化利息支出	16,731.32	20,443.59	13,662.14	2,789.88
实收资本	310,000.00	510,000.00	510,000.00	510,000.00
少数股东权益	-3.29	706.00	907.69	862.49
所有者权益合计	454,211.47	795,029.95	952,715.86	949,163.36
营业总收入	159,106.14	136,824.56	119,678.51	19,963.80
经营性业务利润	28,169.12	8,125.83	7,688.54	-3,893.76
投资收益	364.52	-46.19	-1,098.92	-34.18
净利润	26,807.39	30,635.51	11,456.32	-3,902.49
EBIT	40,862.99	51,006.16	20,703.21	1,330.52
EBITDA	41,405.98	51,507.39	21,040.24	#VALUE!
销售商品、提供劳务收到的现金	170,469.35	145,976.54	118,623.08	22,110.09
收到其他与经营活动有关的现金	77,513.14	48,242.12	11,609.22	36,347.81
购买商品、接受劳务支付的现金	238,429.08	343,912.07	119,148.21	1,707.68
支付其他与经营活动有关的现金	35,094.73	25,842.75	22,075.29	154,974.06
吸收投资收到的现金	0.00	280,000.00	700.00	350.00
资本支出	19,204.55	36,143.69	7,132.44	880.43
经营活动产生现金净流量	-38,723.99	-190,812.78	-30,407.25	-102,266.52
投资活动产生现金净流量	-19,178.55	-23,915.75	-12,428.50	-2,130.43
筹资活动产生现金净流量	37,688.71	234,499.50	3,767.05	141,235.63
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	17.32	18.42	18.26	15.14
期间费用率(%)	5.46	10.08	9.74	34.91
应收类款项/总资产(%)	17.66	13.19	14.17	20.56
收现比(X)	1.07	1.07	0.99	1.11
总资产收益率(%)	3.35	3.56	1.28	0.30*
资产负债率(%)	64.09	50.23	42.13	49.85
总资本化比率(%)	57.75	43.40	39.16	45.98
短期债务/总债务(%)	13.03	10.12	3.90	11.76
FFO/总债务(X)	0.10	0.04	0.02	-0.51
FFO 利息倍数(X)	2.70	0.70	0.67	-12.75
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-1.67	-5.96	-1.51	-12.75
总债务/EBITDA(X)	15.00	11.83	29.14	-
EBITDA/短期债务(X)	0.51	0.83	0.88	-
货币资金/短期债务(X)	0.68	1.08	1.15	0.68
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.78	1.61	1.04	-

注：1、公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款和长期应付款中付息债务调整至短期债务；3、公司未提供 2022 年一季度补充现金流量表数据，故相关指标失效；4、带 “\*” 为年化数据。

## 附四：江苏省信用再担保集团有限公司担保财务数据及主要指标

财务数据（金额单位：百万元）	2019	2020	2021
<b>资产</b>			
货币资金	5,275.14	3,257.57	3,793.13
存出担保保证金	0.00	0.00	0.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	--	4,011.27	4,598.58
可供出售金融资产	1,980.49	0.00	0.00
持有至到期投资	250.00	0.00	0.00
长期股权投资	43.05	42.48	379.35
<b>资产合计</b>	<b>17,216.78</b>	<b>22,360.88</b>	<b>26,483.29</b>
<b>负债及所有者权益</b>			
担保损失准备金合计	1,956.30	2,198.64	2,565.34
实收资本	7,513.10	8,816.72	9,897.55
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,452.17</b>	<b>13,636.86</b>	<b>15,859.22</b>
<b>利润表摘要</b>			
担保业务收入	1,024.61	1,139.65	1,457.91
担保赔偿准备金支出	(211.82)	(164.88)	(447.36)
提取未到期责任准备	(197.30)	(77.46)	(132.37)
利息净收入	403.91	527.29	169.41
投资收益	92.15	58.07	573.02
业务及管理费用	(350.11)	(412.14)	(439.08)
税金及附加	(13.97)	(19.57)	(22.37)
税前利润	639.89	814.50	1,080.01
<b>净利润</b>	<b>480.68</b>	<b>552.97</b>	<b>722.53</b>
<b>担保组合</b>			
在保余额	141,470.99	157,958.60	181,391.49
在保责任余额	50,960.00	62,699.24	78,904.00
财务指标	2019	2020	2021
<b>年增长率 (%)</b>			
总资产	19.62	29.88	18.44
担保损失准备金合计	14.41	12.39	16.68
所有者权益	38.87	30.47	16.30
担保业务收入	56.00	11.23	27.93
业务及管理费用	23.94	17.72	6.54
税前利润	26.99	27.29	32.60
净利润	27.02	15.04	30.66
在保责任余额	--	11.65	14.83
<b>盈利能力 (%)</b>			
平均资产回报率	3.04	2.79	2.96
平均资本回报率	5.35	4.59	4.90
<b>担保项目质量 (%)</b>			
累计代偿率	--	--	0.21
担保损失准备金/在保责任余额	3.84	3.51	3.25
最大单一客户在保余额/核心资本	19.05	16.11	12.86
最大十家客户在保余额/核心资本	142.62	96.24	70.46
<b>资本充足性 (%)</b>			
净资产(百万元)	10,452.17	13,636.86	15,859.22
核心资本(百万元)	10,501.35	12,416.29	15,555.11
净资产放大倍数(X)	4.88	4.60	4.98
核心资本放大倍数(X)	4.85	5.05	5.07
<b>流动性 (%)</b>			
高流动性资产/总资产	30.20	31.73	30.69
高流动性资产/在保责任余额	10.20	11.32	10.30

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告整理。

## 附五：江苏扬子江国际冶金工业园资产经营有限公司基本财务指标的计算公式

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

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

## 附六：江苏省信用再担保集团有限公司基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
盈利能力	业务及管理费用	销售费用+管理费用
	平均资本回报率	净利润/[(当期末所有者权益总额+上期末所有者权益总额)/2]
	平均资产回报率	净利润/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]
资产质量	累计代偿率	累计代偿额/累计解除担保额
	担保损失准备金	未到期责任准备金+担保赔偿准备金
流动性	高流动性资产	货币资金+交易性金融资产中的高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分
资本充足性	核心资本	所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-按成本计量的可供出售权益工具
	核心资本担保放大倍数	在保责任余额/核心资本

## 附七：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>AA</b>	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>CCC</b>	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：每一个信用等级均不进行微调。