



射阳县沿海投资有限公司2022年农村产业 融合发展专项债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



射阳县沿海投资有限公司 2022年农村产业融合发展专项债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2022-07-25

评级观点

- 中证鹏元评定射阳县沿海投资有限公司（以下简称“沿海投资”或“公司”）本次拟发行总额不超过 5.60 亿元（含）农村产业融合发展专项债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定是考虑到射阳县经济发展态势较好，公司作为射阳县主要基础设施建设主体之一，业务具有一定持续性，近年获得较大力度的外部支持，同时江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”或“担保方”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力，偿债压力有所加大，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 5.60 亿元（含）

发行期限：7 年

偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3-7 个计息年度末分别偿还本金的 20%

发行目的：用于大型沼气项目、年存栏 15,000 头母猪养殖项目建设及补充营运资金

增信方式：保证担保

担保主体：江苏省信用再担保集团有限公司

未来展望

- 公司业务具有一定持续性，将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	145.41	151.22	134.84
所有者权益	86.84	86.71	85.80
总债务	52.56	46.51	31.17
资产负债率	40.28%	42.66%	36.37%
现金短期债务比	0.63	0.85	0.68
营业收入	5.41	11.02	8.93
其他收益	1.22	2.16	1.13
利润总额	0.82	0.91	0.66
销售毛利率	21.56%	8.45%	11.52%
EBITDA	2.38	2.86	2.23
EBITDA 利息保障倍数	0.68	1.50	1.15
经营活动现金流净额	-7.72	5.07	11.88
收现比	88.43%	100.44%	192.61%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **射阳县是江苏省海域面积最大的县，农业特色产业发展较好，主导产业正加速成型，经济发展态势较好。**射阳县是江苏省海域面积最大的县，是传统农业大县，农业特色产业发展较好，近年聚力转型升级，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型，经济实力稳步增强。
- **公司业务具有一定持续性。**公司作为射阳县主要基础设施建设主体之一，主要从事射阳港经济开发区内基础设施建设，在建、拟建基础设施项目尚有一定规模，工程施工业务具有一定可持续性。此外，公司自营项目较多，待项目投产后预计能够给公司带来一定的业务收入。
- **公司获得较大力度的外部支持。**近年公司在财政补贴方面获得了较大的外部支持。2019-2021 年公司分别收到射阳县财政局划拨的补助 1.13 亿元、2.16 亿元和 1.22 亿元，较大程度提升了公司利润水平。
- **江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以其他应收款、存货和投资性房地产为主，其中其他应收款回收时间具有一定不确定性，存货和投资性房地产主要为土地资产，投资性房地产中的土地全部系滩涂地，土地资产难以集中变现，且部分用于抵押，流动性及融资能力存在较大限制，整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2021 年末，公司主要在建及拟建项目（含基础设施及自营项目）尚需投入资金规模较大，公司面临较大的资金压力，同时自营项目（如年产 600 套风机叶片项目等）投产后收益能力能否达到预期存在较大不确定性，面临一定的经营风险。
- **公司偿债压力有所加大。**近年公司总债务规模较大且增长较快，现金类资产对短期债务的保障程度较弱，公司偿债压力有所加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保余额占同期末净资产的比重为 27.40%，被担保人均均为当地国有企业，但均未采取反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	4
	GDP 规模	3		资产负债率	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	4
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	中等			
	业务竞争力	4			



业务持续性和稳定性	6		
业务多样性	4		
业务状况等级	中等	财务风险状况等级	较小
指示性信用评分			aa-
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			1
公司主体信用等级			AA



一、发行主体概况

公司系由射阳县人民政府出资组建的有限责任公司，于2011年1月24日成立，初始注册资本为2.00亿元。2011年5月20日，公司增加注册资本8.00亿元，第一期出资由新股东射阳县海涂开发有限责任公司（以下简称“海涂开发”）于2011年5月20日以土地使用权出资7.00亿元，第二期出资由射阳县人民政府于2013年12月27日以人民币出资1.00亿元，出资完成后公司注册资本为10.00亿元。2016年12月29日，海涂开发将所持公司7.00亿元股份无偿转让给射阳县人民政府。截至2022年4月末，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元，唯一股东及实际控制人均为射阳县人民政府。公司股权结构见附录二。

公司主要负责射阳港经济开发区内的沿海项目投资，主要包括港口基础设施建设、港口资源开发、资产租赁、水利项目建设等。截至2021年末，公司纳入合并报表范围的子公司7家，具体情况见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：2022年射阳县沿海投资有限公司农村产业融合发展专项债券；

发行规模：不超过5.60亿元（含）；

债券期限和利率：本期债券为7年期固定利率债券；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第3-7个计息年度末分别偿还本金的20%；

增信方式：本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过5.60亿元（含），资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
射阳金源能源有限公司新建大型沼气项目	1.00	0.68	68.00%
射阳口达牧业有限公司新建年存栏 15,000 头母猪养殖项目	3.80	2.60	68.42%
补充营运资金	-	2.32	-
合计	-	5.60	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）射阳金源能源有限公司新建大型沼气项目

1、项目建设内容

射阳金源能源有限公司新建大型沼气项目（以下简称“大型沼气项目”）位于江苏省射阳县农牧渔业总公司三管区附近，项目规划占地面积 90 亩，主要房屋建筑物面积 1,348 平方米，其中预处理车间



540 平方米、进料泵房 48 平方米、固液分离间 120 平方米、锅炉及热水泵房 120 平方米、综合办公楼 400 平方米、门卫 40 平方米以及消防及生产用水泵房 80 平方米。主要建设设施包括进粪池 2 座、水解除砂池 2 座、水解酸化池匀浆进料池 2 座、一体化厌氧罐 6 座、固液分离系统 1 套、脱硫系统 1 套、增温系统 1 套、沼气提纯压缩系统 1 套、电气控制系统 1 套以及其他相应的配套室外工程和管道工艺设施。

2、项目批复情况

大型沼气项目已获批复情况详见表 2。

表2 大型沼气项目已获批复情况

批准文件类型	审批机构	批准文号	批准时间
江苏省投资项目备案证	盐城射阳县发改委	射发改备〔2017〕169 号	2017.12.25
关于《射阳金源能源有限公司大型沼气项目环境影响报告表》的批复	射阳县环境保护局	射环表复〔2018〕140 号	2018.09.21
射阳县建设用地规划许可证	射阳县规划局	射建证 D 字 0914765 号	2018.09.28
建设用地批准书	射阳县国土资源局	射国土资出〔2018〕46 号	2018.10.09
建设工程规划许可证	射阳县规划局	射建证字 0919691	2018.10.23
建筑工程施工许可证	射阳县住房和城乡建设局	320924201901090101	2019.01.09
江苏省社会稳定风险评估评审报告表	-	-	2021.04.14

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目建设进度

大型沼气项目总投资为 10,000.00 万元，所需资金由公司通过自筹资金和企业债券等融资方式筹集。项目已于 2019 年 3 月开工，截至 2022 年 5 月末，本项目已投资 6,347.08 万元。

4、项目经济效益预测

大型沼气项目建设完成后由公司负责运营，根据公司提供的《射阳金源能源有限公司大型沼气项目收入测算表》，项目计算期为 10 年，在本期债券存续期内，可实现经营收入合计为 11,341 万元，静态税后投资回收期为 6.75 年（含建设期），所得税税后财务内部收益率为 12.92%。

（二）射阳口达牧业有限公司新建年存栏 15,000 头母猪养殖项目

1、项目建设内容

射阳口达牧业有限公司新建年存栏 15,000 头母猪养殖项目（以下简称“母猪养殖项目”）位于江苏省盐城市射阳县种牛场内，项目总占地面积 590.25 亩，总建筑面积 170,000 平方米，建设猪舍、办公用房及相关配套设施设备，购置自动料线、自动化供水设备、环境自动控制设备、电加温设备、自动化清粪设备等。主要建筑有 2,500 平方米的配怀舍 12 座、4,400 平方米的分娩舍 6 座、640 平方米的配种舍 6 座、1,800 平方米的隔离舍 1 座、1,050 平方米的后备舍 3 座、50 平方米的配电房 6 座、7,500 平方米的办公宿舍区、850 平方米的员工运动区及 56,500 平方米的环保处理区等，以及配套排水、供电、道路、绿化等附



属配套工程项目，投产后可养殖 15,000 头母猪。

2、项目批复情况

母猪养殖项目已获批复情况详见表 3。

表3 母猪养殖项目已获批复情况

批准文件类型	审批机构	批准文号	批准时间
江苏省投资项目备案证	盐城射阳县发改委	射发改备〔2019〕75 号	2019.05.05
关于《射阳口达牧业有限公司年存栏 15000 头母猪养殖项目环境影响报告书》的审批意见	射阳县环境保护局	射环审〔2019〕1 号	2019.02.19
射阳县设施农用地备案表	射阳县自然资源和规划局	SSN32092420190038	2019.06.23
江苏省社会稳定风险评估评审报告表	-	-	2021.04.14

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目建设进度

母猪养殖项目总投资为 38,000.00 万元，所需资金由公司通过自筹资金和企业债券等融资方式筹集。本项目已于 2019 年 12 月开工，截至 2022 年 5 月末，本项目已投资 12,184.00 万元。

4、项目经济效益预测

母猪养殖项目建设完成后由公司负责运营，根据公司提供的《射阳口达牧业有限公司年存栏 15,000 头母猪养殖项目收入测算表》，项目计算期为 10 年，在本期债券存续期内，可实现营业收入合计为 188,599 万元，静态税后投资回收期为 6.80 年（含建设期），所得税税后财务内部收益率为 14%，但由于受行业周期影响，未来收益存在较大不确定性。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。



固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0% 左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2019-2020 年，城投公司融资环境逐步宽松，但城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累；2021 年随着经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势

2019 年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019 年 5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资。

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松。具体来看，自 2 月起，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券



发行“绿色通道”。3月，中共中央政治局常务会议提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

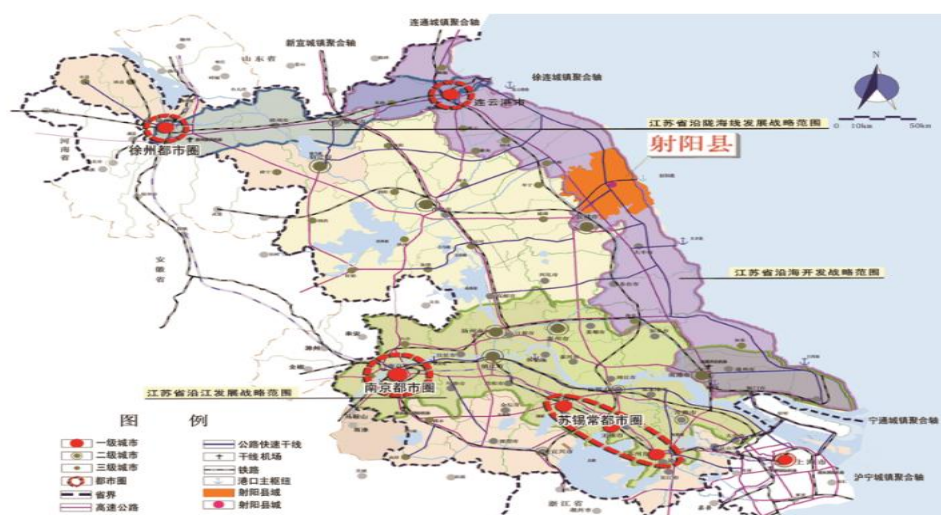
射阳县是江苏省海域面积最大的县，是传统农业大县，射阳县经济总量在盐城市处于中游，近年聚力转型升级，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型；财政自给率较低，政府债务余额规模较大

区位特征：射阳县东临黄海，海域面积较大，交通便捷，具有一定区位优势。射阳县是江苏省盐城市下辖县，县域总面积7,730平方公里，其中海域面积5,130平方公里，是江苏省海域面积最大的县，全县土地总面积2,605.72平方公里，其中陆地面积1,948.23平方公里、水域面积482.09平方公里，列江苏省第四位，海岸线总长100.4公里，射阳县是国家级生态示范区，兼具湿地、海洋、森林三大生态景观，空气质量优良天数、林木覆盖率较高。射阳县下辖13个镇、2个省级经济开发区江苏射阳经济开发区（以下简称“射阳经开区”）和江苏射阳港经济开发区（以下简称“射阳港经开区”），根据第七次人口普查数据，射阳县常住人口75.94万人。

射阳位于江苏沿海中部，东临黄海，西至淮安，北靠连云港，南至南通，中国大陆南北地理分界线的东部起点处，是长江经济带和“一带一路”等国家重大发展战略的交汇区域，具有一定区位优势。公路方面，境内有G15沈海高速公路连通南北，临海高等级公路纵贯全境，2021年末公路总里程3,672公里，

其中高速公路58公里，西坝大桥、兴新线建成通车，盐城射阳高速正在建设之中，沈海高速四明互通获省批准建设；铁路方面，射阳县境内有射阳高铁站，已正式开通北京、济南、青岛等方向高铁动车；水运方面，射阳港实现货物吞吐量747万吨，5万吨级进港航道已经开工建设，3.5万吨级进港航道维护疏浚项目快速推进。

图 1 射阳县空间区位图



资料来源：公开资料

经济发展水平：射阳市经济总量在盐城市下属区县处于中游，固定资产投资是拉动射阳县地方经济增长的主要动力。近年射阳市经济总量保持增长，在盐城市下属区县处于中游。2019年，新能源、新材料等新兴产业高速增长以及进出口贸易增长，对经济拉动作用明显，2020年受疫情因素影响，经济增速有所下滑，2021年射阳经济明显反弹，全年实现地区生产总值663.31亿元、增长8.1%。射阳县近年固定资产投资维持高速增长，远景能源、长风海工、光明银宝、题桥纺织、科阳精密等一批龙头项目建成投资，固定资产投资年均增长12%，项目审批数、固定资产投资额增速连续多年位居盐城市前列，同时射阳县进出口呈现高速增长态势，江苏杰龙科技集团坦桑尼亚油脂深加工项目入选江苏省唯一中非合作典型案例。

表4 盐城市各区县 2021 年经济财政指标情况（单位：亿元）

区域	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
东台市	986.10	8.90%	11.10	60.26	62.25
大丰区	759.21	6.60%	11.76	58.05	51.49
盐都区	682.59	7.70%	8.20	42.52	48.61
建湖县	665.52	8.50%	10.92	34.53	60.61
射阳县	663.30	8.10%	8.73	33.87	67.32
阜宁县	645.45	7.20%	8.13	30.43	74.20
亭湖区	623.66	9.20%	7.82	45.00	63.49
滨海县	565.14	8.40%	6.89	26.56	56.11



响水县 446.33 6.00% 9.72 25.30 50.34

注：“-”表示数据未公布，2021年人均GDP根据第七次人口普查数据中常住人口计算所得。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报、政府工作报告和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表5 射阳县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	663.30	8.1%	592.36	4.1%	563.87	6.6%
固定资产投资	-	13.2%	-	13.1%	-	9.7%
社会消费品零售总额	274.27	23.4%	222.30	1.3%	205.00	7.9%
进出口总额（亿美元）	8.70	15.9%	7.50	12.0%	6.70	41.5%
人均 GDP（元）	87,346.24		78,003.38		64,185.54	
人均 GDP/全国人均 GDP	107.87%		103.18%		110.03%	

注：“-”表示数据未公布；2021 年人均 GDP 根据第七次人口普查数据中常住人口计算所得。

资料来源：2019-2020 年射阳县国民经济和社会发展统计公报、盐城市统计局官网、射阳县人民政府官网，中证鹏元整理

产业情况：射阳县是传统农业大县，农业特色产业发展较好，近两年新兴产业提速明显，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型。射阳县是传统农业大县，近年来不断推动现代农业建设。射阳大米、菊花、蚕桑、白蒜、食用菌等8个特色农产品发展较好，其中“射阳大米”连续14年获得上海市十大农产品畅销品牌、中国百强农产品区域公用品牌等荣誉称号，全县现有绿色食品企业12家21个产品，有机食品3家3个产品，地理标志农产品1个，全国原料基地1个，省级绿色优质基地4个。2021年新建高标准农田11.7万亩，新增全国农村创业园区（基地）2家、农业产业化国家重点龙头企业1家，获评全国农村创业创新典型县、全国首批绿色种养循环农业试点县、全国平安渔业示范县、国家级电子商务进农村综合示范县。

射阳县产业包括纺织加工、机械制造、食品健康以及目前在重点培植的电子产业。在产业转型方面，射阳县将新能源和电子信息两大产业作为重点培育的新兴产业，着力做大做强产业集群，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型。其中风电新能源包括远景能源、长风海工，纺织类代表企业有题桥纺织，电子信息有科阳精密等，2021年射阳县开工比亚迪刀片电池、恒百胜新材料、亨通电缆等亿元以上项目72个，实现百亿级项目历史性突破。新竣工创维商显、建华建材、德凯纺织等亿元以上项目49个，同期建成并运营射阳港风电产业研究院，获批筹建省级海上风电装备产业计量测试中心，落户国家可再生能源“创新使命”基地、丹麦保利泰克等科创平台，工业投资总量、制造业投资总量、重大项目开工数均列盐城市第一位。

财政及债务水平：近年来射阳县财力稳步提升，但财政自给率较低，地产政府债务余额持续增长。2021 年，射阳县实现一般公共预算收入 33.87 亿元。财政自给率为 32.85%，财政自给能力较低，政府性基金收入近年则有所波动。随着基础设施建设及城市更新改造的不断推进，近年射阳县地方政府债务余额规模不断扩大，2021 年末地方政府债务余额达 175.33 亿元。

表6 射阳县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
----	--------	--------	--------



一般公共预算收入	33.87	30.90	28.60
税收收入占比	80.10%	77.96%	80.49%
财政自给率	32.85%	32.13%	31.20%
政府性基金收入	67.32	71.48	50.02
地方政府债务余额	175.33	163.46	132.53

资料来源：射阳县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

投融资平台：射阳县主要投融资主体有 5 家，分别为射阳县城市投资发展有限责任公司（以下简称“射阳城投”）、射阳城市建设发展集团有限公司（以下简称“射阳城建”）、沿海投资、江苏裕华投资开发集团有限公司（以下简称“江苏裕华”）和射阳县三维交通投资有限公司（以下简称“三维交通”）。射阳城投和射阳城建是主要平台，射阳城建成立时间早，负责射阳县公益性工程项目的建设以及担保等类金融业务，还经营热电联产销售，成品油零售，重油贸易及房地产开发等市场化业务，市场化业务收入占比较高。沿海投资主要负责射阳港经开区的沿海项目的投资建设，主要为港口资源开发和水利建设。江苏裕华主要从事射阳经开区内的工业厂房及道路、管网等市政项目的建设。三维交通是射阳县新组建的交通类基础设施建设平台，主要从事县域内交通基础设施工程建设及公共交通运营服务。

表7 射阳县主要投融资主体情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
射阳城投	射阳县人民政府	63.40	34.62%	3.89	29.62	主要从事公益性工程项目的建设以及担保等类金融业务
射阳城建	射阳县人民政府	78.87	57.99%	24.17	84.62	主要从事基础设施建设、热电联产销售、贸易及房地产等业务
沿海投资	射阳县人民政府	86.84	40.28%	5.41	52.56	主要从事射阳港经济开发区内基础设施建设
江苏裕华	射阳县人民政府	55.06	49.32%	14.21	44.09	主要从事射阳经开区基础设施建设
三维交通	射阳县人民政府	-	-	-	-	主要从事县域内交通基础设施建设和公共交通运营服务

注：“-”表示数据未公布，射阳城投、射阳城建、沿海投资财务数据为 2021 年末/2021 年度，江苏裕华财务数据为 2020 年末/2020 年度。

资料来源：Wind、债券发行人公告，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司控股股东为射阳县人民政府，射阳县人民政府授权射阳县国有资产监督管理委员会（以下简称“射阳县国资委”）对公司国有资产进行监督管理，重大事项报射阳县人民政府批准，不设股东会。但公司依法设立了董事会、监事会及其他高级管理人员职位，相关人员主要由射阳县国资委委派。公司对下属部门采取扁平化管理模式，本着提高管理效率和精简机构的原则，设立了 5 个职能部门，分别为办公室、人力资源部、财务融资部、工程管理部 and 资产管理部，由上述职能部门负责公司的日常经营运作。截至 2021 年末，公司组织结构图见附录三。

六、经营与竞争



公司作为射阳县主要基础设施建设主体之一，主要从事射阳港经济开发区的基础设施代建、港口资源开发、资产租赁等业务，同时兼营化工品、铁精粉等商品贸易业务。近年公司营业收入大幅波动，主要系商品贸易收入大幅波动所致。从各业务近年收入及毛利率情况来看，商品贸易收入规模最大，但波动大且业务盈利能力弱；工程施工业务收入小幅波动，该业务利润为成本固定加成10%，2019及2020年该业务毛利率保持稳定，2021年该业务毛利率有所下滑，主要系受以前年度工程施工业务收入税金由委托方承担，自2021年起该业务收入税金由公司自行承担所致；公司土地租赁收入稳定，且业务毛利率保持较高水平，主要系公司未对租赁的划拨地进行摊销，因此该业务实际成本发生较小。总体来看，受毛利率低的商品贸易收入业务波动的影响，近年公司销售毛利率波动也较大。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	18,043.24	6.36%	17,246.50	9.09%	17,755.00	9.09%
土地租赁	11,577.25	89.43%	8,000.00	83.14%	8,000.00	97.64%
商品贸易	24,416.59	0.56%	84,854.79	1.13%	63,414.28	1.22%
其他	25.39	71.52%	138.34	100.00%	129.99	68.36%
合计	54,062.46	21.56%	110,239.63	8.45%	89,299.27	11.52%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司作为射阳港经济开发区主要基础设施建设主体，在建、拟建项目尚有一定规模，未来业务发展具有一定可持续性，同时公司自营项目较多，目前尚未实现收益，且尚需投资规模较大，后续面临较大资金压力

公司主要负责射阳县射阳港经济开发区内的基础设施代建业务，根据射阳县人民政府于2014年12月22日出具的《关于委托盐城发特集团公司承担工程建设职能的通知》，为加快推动射阳港口、港城、港区的建设步伐，射阳县人民政府委托盐城发特集团公司（以下简称“发特集团”或“委托方”，实际控制人为射阳县人民政府）作为射阳县人民政府代表，完成射阳港经济开发区的工程建设任务。同时发特集团与公司签订《委托建设协议》，即发特集团委托公司作为指定建设工程项目的建设主体，公司按照委托方的要求建设，并在建成后移交给委托方，委托方按照协议约定向公司支付项目回购款的投资建设模式。公司每年按照项目建设进度确认工程结算单，根据工程结算单与委托方进行项目结算，工程结算单以设计部门评审认可的工程概算额为基础，由委托方、公司、监理人三方确认并出具。委托方支付的项目回购款包括项目投资建设成本及投资收益，投资收益由投资成本加成10%比例确定。

近年公司工程施工业务收入小幅波动，2019及2020年该业务毛利率保持稳定，2021年业务毛利率同比有所下降主要系受以前年度工程施工业务收入税金由委托方发特集团承担，自2021年起该业务税金由公司自行承担所致。近年确认收入的项目包括金海大道项目、金港大厦土建工程、港区绿化工程、污水厂污水管网建设项目等。

表9 2019-2021 年公司工程代建收入确认情况（单位：万元）



年份	项目名称	确认成本	确认收入（不含税）
2021 年	物联商务用房	4,658.14	4,974.71
	污水厂污水管网建设项目	4,306.28	4,598.94
	污水厂厂区增建项目	3,785.90	4,043.20
	纬三路拓宽改造工程、大件路南延工程	1,049.77	1,121.11
	绿化	872.37	931.66
	道路	794.45	848.44
	其他	1,428.12	1,525.18
	合计	16,895.03	18,043.24
2020 年	绿色加速器	2,569.89	2,826.88
	绿化	2,131.23	2,344.36
	道路	1,634.45	1,797.90
	射阳港港口股份有限公司建设标准厂房	1,533.03	1,686.33
	供水	1,255.46	1,381.01
	土地复垦	626.65	689.31
	新港污水处理厂配套污水管网（润海）	611.66	672.82
	碧海路北延旭日路北延道路工程	595.37	654.91
	金港大厦土建工程	454.89	500.38
	纬三路拓宽改造工程、大件路南延工程	438.94	482.83
	农水路拓宽	405.00	445.51
	其他	3,422.06	3,764.26
	合计	15,678.63	17,246.50
2019 年	金海大道项目	3,739.13	4,113.04
	金港大厦土建工程	1,918.79	2,110.66
	口达项目	1,834.22	2,017.64
	射阳港农村公路路网完善工程	679.27	747.20
	连云港路西延工程	614.31	675.74
	碧海路北延旭日路北延道路工程	593.25	652.58
	迎宾大道一标绿化工程	585.58	644.14
	农水路拓宽工程	470.29	517.32
	南部园区供水工程	449.67	494.64
	其他	5,256.39	5,782.05
	合计	16,140.90	17,755.01

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建、拟建基础设施项目包括金海大道项目、金港大厦土建工程、新能源产业职工服务中心项目、联检综合楼等，计划总投资合计23.83亿元，已投资1.30亿元，公司在建、拟建基础设施项目尚有一定规模，业务发展具有一定可持续性。

表10 截至 2021 年末公司主要在建、拟建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目类型	项目名称	计划总投资	已完成投资
在建	金海大道项目	1.50	0.51



	金港大厦土建工程	1.20	0.36
	射阳港农村公路路网完善工程	0.25	0.12
	连云港路西延工程	0.15	0.10
	碧海路北延旭日路北延道路工程	0.40	0.20
	金港大厦暖通工程	0.12	0.01
	小计	3.62	1.30
拟建	渔工贸一、二、三支路	0.59	0.00
	旅游服务中心装饰装潢	0.97	0.00
	联检综合楼	3.00	0.00
	射阳智慧风电产业园风电叶片试验平台厂房项目	2.00	0.00
	新能源产业职工服务中心项目	12.00	0.00
	射阳港经济开发区逸民路道路拓宽改造工程、沿河路（学校-禾润路）改扩建工程、新建长风桥工程项目	0.65	0.00
	射阳港经济开发区南部园区污水管网工程项目	1.00	0.00
	小计	20.21	0.00
	合计	23.83	1.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除承接地方基础设施代建业务外，近年公司也在探索参与地方经济建设，寻找能实现收益的、可持续性发展的投资项目，截至2021年末，公司在建自营项目主要包括盐射高速公路项目、年产600套风机叶片项目及本期债券募投项目等，其中，盐射高速公路项目由公司与江苏交通控股有限公司（以下简称“江苏交通”）于2019年合资设立的江苏盐射高速公路有限公司负责投资建设，该项目投资预算24.50亿元，项目资本金9.80亿元，公司出资6.86亿元，持股70.00%，江苏交通出资2.94亿元，持股30%，已投资10.09亿元；年产600套风机叶片项目系公司为株洲时代新材料科技股份有限公司（以下简称“株洲科技”）开发的量身定制厂房及产品堆场，计划总投资10.80亿元，其中厂房建筑面积约62,000平方米，堆场面积38,000平方米，资金全部由公司自筹，建设完成后租赁给株洲科技，根据公司与株洲科技签订的租赁合同，厂房租金单价为每月每平方米20元，堆场租金单价为每月每平方米10元，租赁期限为10年。

总体来看，公司自营项目较多，待项目投产后预计能够给公司带来一定的业务收入。但同时需注意，自营项目尚需投资规模达27.38亿元，叠加在建及拟建的基础设施类项目，投资缺口达49.91亿元，面临较大资金支出压力。此外，自营项目投产后收益能力能否达到预期存在较大不确定性，面临一定的经营风险。

表11 截至 2021 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资
盐射高速公路	24.50	10.09
年产 600 套风机叶片项目	10.80	1.75
大型沼气项目	1.00	0.63
母猪养殖项目	3.80	0.68



生猪屠宰加工项目	0.55	0.12
合计	40.65	13.27

注：大型沼气项目和母猪养殖项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司拥有的划拨地面积较大，且大部分已对外出租，近年土地租赁收入较稳定，是公司营业收入的重要来源

公司子公司海涂开发名下拥有21.68万亩滩涂地，全部系由政府划拨注入，土地性质为划拨，目前公司主要通过将土地以委托开发经营的模式委托给受托方进行综合开发利用。根据公司与受托方签订的土地委托开发经营协议，公司将指定区域土地经营管理权委托给受托方进行开发，由受托方在法律规定的范围内进行合法经营，并承担经营开发中的全部成本，受托方须于每年年末缴纳下一年度的土地租金，但从实际经营情况看，公司土地租金收入到账存在一定滞后性。由于对外出租的划拨地没有使用权到期日，故未计提摊销，公司租赁业务成本费用较少，因此土地租赁业务毛利率持续保持较高水平。

根据公司签订的委托协议，土地委托开发经营受托方包括射阳县射阳港渔工贸开发公司（以下简称“渔工贸公司”）、射阳县向阳农牧渔业有限公司及射阳县金三角滩涂发展有限公司，上述三家承包单位均与公司续签了租赁合同，委托期限延续至2023年，出租面积分别为8.60万亩、1.30万亩和6.10万亩，出租价格均为0.05万元/亩，未来土地租赁收入较有保障。

由于滩涂地富含较多矿物成分，可用于种植水稻、小麦、果树、蔬菜等，也可开发用于养殖贝类、藻类、鱼虾、珊瑚礁等，可利用方式较多，因此土地出租规模较大，近年公司土地租赁收入较为稳定。2019-2021年土地出租面积均为16万亩，租赁收入均为0.80亿元，出租土地全部系农业用地，出租价格均为0.05万元/亩。此外，2021年公司还实现对外出租金港商务大厦部分办公楼、新能源及装备产业园以及科技孵化园等部分厂房所实现的租赁收入0.36亿元，承租方主要包括株洲科技等。

公司商品贸易业务规模较大，但该业务毛利率较低，对利润总额贡献度不大

公司商品贸易业务主要由子公司江苏沿海供应链管理有限公司（以下简称“供应链公司”）和射阳融顺商贸有限公司（以下简称“融顺商贸”）负责，其中2021年1月，公司转让所持有的供应链公司51%的股权，不再纳入公司合并报表范围。该业务主要依托射阳港经济开发区良好的区位优势、资源优势，为下游客户采购、运输原材料，提供供应链管理服务。公司根据下游客户订单需求，向上游供货商预付相应货款，以销定采，货物由上游供货商直接运至下游客户，公司不参与中间运输、储存等环节，经销的商品主要包括铁精粉、原油、化学品等。近年公司商品贸易业务收入规模波动较大，2020年度商品贸易业务收入较上年增幅33.81%，主要系公司新增子公司融顺商贸从事贸易业务，收入规模得以扩张；2021年商品贸易业务收入较上年大幅下降，主要供应链公司不再纳入公司合并报表范围所致。整体来看，公司仅作为中间商提供供应链服务，并不对采购产品进行加工，因此商品贸易业务毛利率较低，对利润总额提升有限。

表12 2019-2021 年公司贸易业务前五大客户情况（单位：万元）



年份	客户名称	销售金额	销售占比
2021 年	射阳远能风电设备有限公司	10,871.82	41.38%
	广西商品通供应链服务有限公司	2,667.35	10.15%
	大连柏霖贸易有限公司	2,605.82	9.92%
	金圆控股集团有限公司	1,685.66	6.42%
	射阳金鹤纤维素有限公司	1,272.52	4.84%
	合计	19,103.17	72.71%
2020 年	江苏浩弘能源实业有限公司	29,652.92	34.95%
	广州市明鑫金属材料有限公司	19,570.78	23.06%
	江苏乾正能源科技有限公司	12,258.16	14.45%
	上海耀大金属材料有限公司	9,263.96	10.92%
	上海国多贸易有限公司	7,040.88	8.30%
	合计	77,786.70	91.67%
2019 年	江苏浩弘能源实业有限公司	15,459.00	24.38%
	杭州唐川供应链管理有限公司	13,741.03	21.67%
	盐城国投石化有限公司	12,950.60	20.42%
	启鸿供应链有限公司	7,780.26	12.27%
	江苏乾正能源科技有限公司	5,013.23	7.91%
	合计	54,944.11	86.64%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得较大力度的外部支持

公司主要承担了射阳县射阳港经济开发区内重大基础设施项目的建设，在资金补贴方面获得了较大的外部支持。2019-2021 年公司分别收到射阳县财政局划拨的补助 1.13 亿元、2.16 亿元和 1.22 亿元，较大程度提升了公司盈利水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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，报告均采用新会计准则编制。近年公司合并报表范围变化情况如下表所示。截至2021年末，纳入公司合并范围的子公司共7家，详见附录四。

表13 公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况					
时间	子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
2020 年	射阳融顺商贸有限公司	100.00%	0.20	电动工具、电子产品、建筑装饰材料等销售	投资设立
2019 年	江苏盐射高速公路有限公司	70.00%	9.80	高速公路建设、管理	投资设立



2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

时间	子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
2021 年	江苏沿海供应链管理有限公司	51.00%	2.00	供应链管理	股权划出

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模有所波动，资产整体流动性较弱

近年公司资产规模有所波动，资产以流动资产为主。流动资产方面，近年公司货币资金规模波动较大，2021年末公司受限的货币资金5.46亿元，占货币资金总额的57.17%，货币资金使用受限比例较高，主要包括各类保证金、质押的定期存款等。应收账款主要系应收代建款，近年应收账款账面价值有所增长，2021年末应收账款中应收发特集团的代建款占应收账款总额的99.82%。预付款项主要系公司预付的商品贸易采购货款及项目建设款，近年公司预付款项规模波动较大，其中2021年末公司预付款项规模较2020年末大幅下降，主要系商品贸易部分已完结业务确认货物交割，账目处理上预付款项与预收款项相互冲减所致。其他应收款主要系公司与其他单位之间的往来款项，近年其他应收款规模较大且增长较快，应收对象主要为当地政府下属企业，回收风险总体可控，但回收时间具有一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用。公司存货主要为待开发土地，近年规模小幅增长，2021年末公司存货中共有60宗土地使用权，全部系通过出让方式获得的土地，主要是商服用地，账面价值21.42亿元。目前公司尚未对存货土地进行经营开发，主要用于融资抵押，截至2021年末，已用于抵押的土地合计15.30亿元，主要系对外担保抵押，土地资产受限比例高，存货流动性及后续再融资能力弱。

非流动资产方面，投资性房地产全部系公司拥有的滩涂地，用途全部为农业用地，由政府无偿划拨注入，截至2021年末账面价值较以前年度无变化，滩涂地面积合计约21.68万亩，已出租面积16.00万亩。固定资产主要为金港大厦、厂房等资产，近年规模变化不大，其中已对外抵押3.09亿元。在建工程主要系公司投资建设的自营项目，随着自营项目的陆续投入，近年公司在建工程账面价值呈快速增长态势，2021年末已用于抵押的在建工程账面价值为0.20亿元。截至2021年末，公司使用受限资产账面价值合计24.30亿元，占同期末总资产比重为16.71%。

总体上看，近年公司资产规模有所波动，但资产以其他应收款、存货和投资性房地产为主，其中其他应收款回收时间具有一定不确定性，存货和投资性房地产主要为土地资产，投资性房地产中土地全部系滩涂地，土地资产难以集中变现，且部分用于抵押，流动性及融资能力存在较多限制，整体资产流动性较弱。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.55	6.57%	17.75	11.74%	8.04	5.97%



应收账款	3.15	2.17%	2.49	1.65%	2.30	1.70%
预付款项	0.09	0.06%	15.12	10.00%	14.51	10.76%
其他应收款	39.31	27.03%	27.34	18.08%	26.35	19.54%
存货	21.43	14.74%	20.80	13.76%	20.59	15.27%
流动资产合计	74.80	51.44%	84.28	55.73%	72.73	53.94%
投资性房地产	48.43	33.31%	48.43	32.03%	48.43	35.92%
固定资产	5.57	3.83%	5.66	3.74%	5.31	3.94%
在建工程	14.39	9.90%	10.74	7.10%	6.17	4.58%
非流动资产合计	70.61	48.56%	66.94	44.27%	62.11	46.06%
资产总计	145.41	100.00%	151.22	100.00%	134.84	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

受商品贸易业务规模波动影响，近年公司收入及毛利率均呈较大波动，财政补助对公司利润贡献较大

近年公司工程施工业务小幅波动，土地租赁收入稳定，且业务毛利率保持较高水平，商品贸易收入波动大且业务盈利能力弱，使得近年公司收入及毛利率均呈较大波动。截至2021年末，公司在建、拟建基础设施项目尚有一定规模，同时公司自营项目较多，待项目投产后预计能够给公司带来一定的业务收入，工程施工业务具有一定持续性。业务回款方面，近年公司收现比持续下降，经营回款表现整体趋弱。

2019-2021年公司分别收到射阳县财政局拨付的补助1.13亿元、2.16亿元和1.22亿元，占利润总额的比重分别为171.21%、237.36%和148.78%，财政补助对公司利润贡献较大。

表15 公司主要盈利指标（单位：亿元）

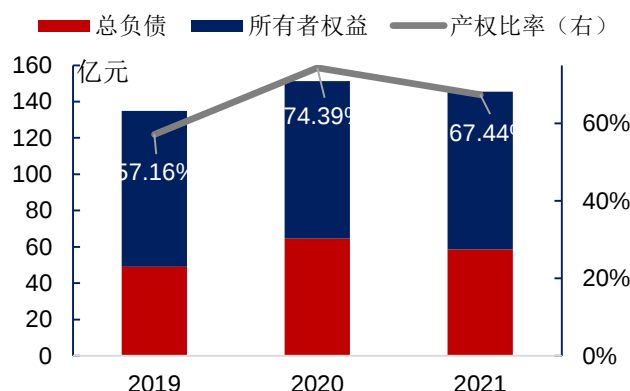
指标名称	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	5.41	11.02	8.93
收现比	88.43%	100.44%	192.61%
营业利润	0.81	0.91	0.66
其他收益	1.22	2.16	1.13
利润总额	0.82	0.91	0.66
销售毛利率	21.56%	8.45%	11.52%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

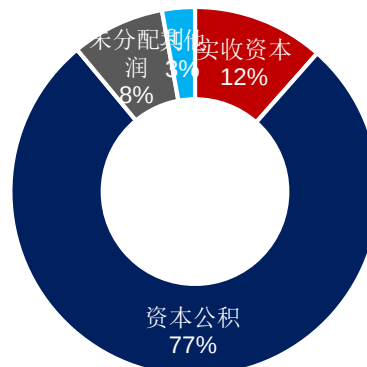
资本结构与偿债能力

公司总债务规模增长较快，偿债压力有所加大

近年负债总额有所波动，所有者权益规模呈小幅增长态势，公司所有者权益以资本公积为主，其中资本公积主要系政府注入的资金和资产，近年公司产权比率亦有所波动，由于公司所有者权益中包括较大规模的摊涂地，公司所有者权益对负债的实际保障程度不佳。

图2 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图3 2021 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债占比逐年提高，负债构成逐步调整以非流动负债为主。流动负债方面，近年公司短期借款规模呈一定波动态势，应付票据规模亦有所波动，主要系银行承兑汇票。预收款项主要系商品贸易业务产生的预收货款，其中2021年末公司预收款项账面余额较2020年末大幅下降至零，主要系商品贸易部分已完结业务确认货物交割，账目处理上预收款项与预付款项相互冲减所致。其他应付款主要系公司与射阳县其他国有企业间的拆借款，近年其他应付款规模有所波动。公司一年内到期的非流动负债系即将到期的长期借款、长期应付款和应付债券，近年账面余额持续增长。

非流动负债方面，近年公司长期借款及应付债券规模持续增长，长期借款主要为抵押借款和保证借款，应付债券均系发行的私募债，票面利率均为7.50%。公司长期应付款主要系应付的融资租赁借款及商业保理，其中2020年末公司新增长期应付款规模1.54亿元，主要系增加融资租赁借款所致；此外，2021年末公司新增商业保理借款1.00亿元，同期末账面余额0.98亿元的长期应付款调整至一年内到期的非流动负债。

表16 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

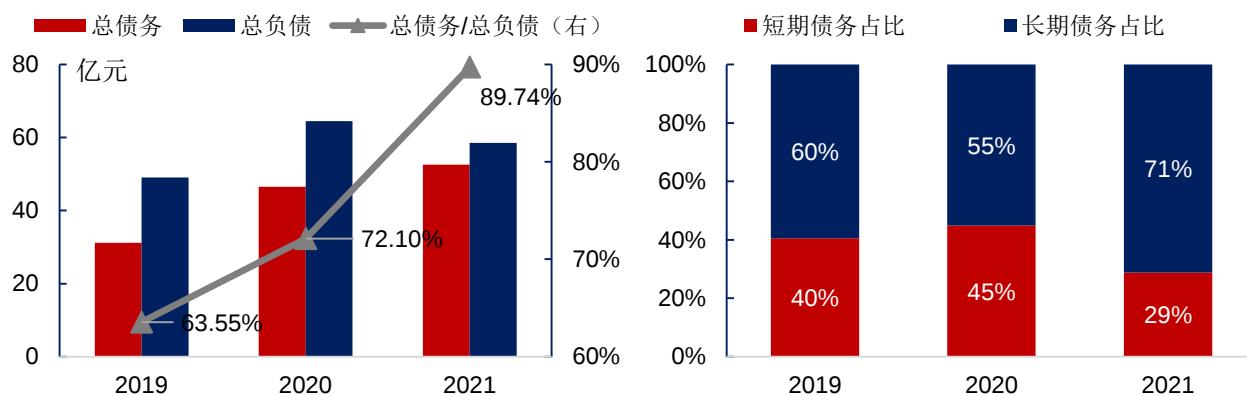
项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.38	9.18%	7.90	12.25%	5.05	10.30%
应付票据	6.20	10.58%	11.95	18.52%	6.77	13.80%
预收款项	0.00	0.00%	9.57	14.83%	9.81	20.01%
其他应付款	5.42	9.25%	6.59	10.22%	5.00	10.19%
一年内到期的非流动负债	3.58	6.11%	1.02	1.59%	0.80	1.62%
流动负债合计	21.16	36.14%	38.60	59.83%	30.22	61.61%
长期借款	13.53	23.11%	8.78	13.61%	4.86	9.90%
应付债券	22.32	38.11%	15.31	23.74%	13.41	27.34%
长期应付款	1.55	2.64%	1.54	2.39%	0.00	0.00%
非流动负债合计	37.40	63.86%	25.91	40.17%	18.83	38.39%
负债合计	58.57	100.00%	64.51	100.00%	49.04	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务规模为52.56亿元，较2019年末增长68.63%，占负债总额的比重达89.74%。从债务期限结构看，总债务以长期债务为主，但整体来看，公司总债务规模增长较快，偿债压力有所加大。

图 4 公司债务占负债比重

图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，近年公司资产负债率和现金短期债务比均有所波动，且货币资金受限占比较高，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。近年公司EBITDA利息保障倍数总体有所下滑，其中2021年公司EBITDA对利息的保障能力较上年大幅下降。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年	2019 年
资产负债率	40.28%	42.66%	36.37%
现金短期债务比	0.63	0.85	0.68
EBITDA 利息保障倍数	0.68	1.50	1.15

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年7月5日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保余额为23.79亿元，占同期末净资产的比重为27.40%，被担保人均均为当地国有企业，但对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险。截至2021年末公司对外担保情况见附录五。



九、抗风险能力分析

射阳县是江苏省海域面积最大的县，是传统农业大县，农业特色产业发展较好，近年聚力转型升级，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型，经济实力稳步增强。公司作为射阳县主要基础设施建设主体之一，主要从事射阳港经济开发区内基础设施建设，虽然公司在建、拟建基础设施项目对资金有较大需求，近年公司总债务规模增长较快，公司偿债压力有所加大，但工程施工业务具有一定持续性，且公司自营项目较多，待项目投产后预计能够给公司带来一定的业务收入。此外，近年公司在财政补贴方面持续获得了较大力度的外部支持。总体来看，公司抗风险能力尚可。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源和风险主要包括以下几个方面：

1、本期债券募投项目的经营收入。根据公司出具的募投项目收入测算表，大型沼气项目和母猪养殖项目在本期债券存续期内分别可实现经营收入11,341.00万元和188,599.00万元，所得税税后财务内部收益率为12.92%和14%，能为本期债券的按时还本付息提供一定的保障。但需要关注的是，受宏观经济、项目进度、市场需求等因素影响，募投项目存在不能按期竣工或运营效果未达预期的风险。

2、公司日常经营形成的收益。2019-2021年公司分别实现营业收入8.93亿元、11.02亿元和5.41亿元，分别实现利润总额0.66亿元、0.91亿元和0.82亿元，截至2021年末，公司在建、拟建基础设施项目尚有一定规模，工程施工业务具有一定保障。但我们也注意到，公司营业收入主要来源于工程施工业务，该业务受政府规划影响较大，项目收入结算较易受财政支付安排影响，且近年公司经营收现能力整体趋弱。

本期债券保障措施分析

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有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券的本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本30.00亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省级再担保机构。经过多次增资和股权变更，截至2021年末，江苏再担保注册资本和实收资本均为98.98亿元，控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，持股比例为22.11%，其他股东主要为江苏省地方各级政府和国有企业。



表18 截至 2021 年末江苏再担保股权结构

股东名称	出资额（万元）	持股比例
江苏省财政厅	218,892.43	22.12%
江苏金信金融控股集团有限公司	48,992.79	4.95%
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	4.45%
无锡惠开投资管理有限公司	34,677.07	3.50%
江苏国信控股集团有限公司	33,000.00	3.33%
常高新集团有限公司	33,000.00	3.33%
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	3.33%
南京溧水国资经营集团有限公司	32,984.98	3.33%
泰州市国鑫发展投资有限公司	32,661.86	3.30%
宿迁市人民政府	27,522.94	2.78%
仪征市国有资产管理中心	22,984.98	2.32%
丹阳市金融控股集团有限公司	22,000.00	2.22%
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理委员会	22,000.00	2.22%
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	2.22%
如皋市人民政府	22,000.00	2.22%
常州钟楼新城投资建设有限公司	22,000.00	2.22%
扬州经济技术开发区开发（集团）有限公司	22,000.00	2.22%
其他股东	296,037.85	29.91%
合计	989,754.90	100.00%

资料来源：江苏再担保 2021 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保是江苏省财政厅直接管理的省级再担保机构，主要在江苏省内经营直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款和典当等业务，其子公司江苏省融资再担保有限责任公司（以下简称“江苏融资再担”）承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能。担保业务收入、融资租赁业务收入和利息收入是江苏再担保的三大收入来源，2021年分别占营业总收入的64.46%、19.10%和9.15%。江苏再担保的担保业务收入以直接担保业务收入为主，利息收入主要来自信托产品、委托贷款、小额贷款、典当业务等。随着各项业务的发展，近年江苏再担保营业总收入实现较快增长。

表19 2019-2021 年江苏再担保营业总收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	14.58	64.46%	11.40	52.85%	10.25	56.13%
其中：直接担保费收入	11.03	48.76%	9.59	44.46%	7.86	43.04%
再担保费收入	3.55	15.69%	1.81	8.39%	2.39	13.09%
融资租赁业务收入	4.32	19.10%	4.33	20.07%	3.34	18.29%
利息收入	2.07	9.15%	5.38	24.94%	4.24	23.22%
其他	1.20	5.31%	0.00	0.00%	0.01	0.05%
其他业务收入	0.46	2.03%	0.46	2.13%	0.40	2.19%
合计	22.62	100.00%	21.57	100.00%	18.26	100.00%

资料来源：江苏再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保的担保业务包括直保业务和再担保业务，客户主要集中于江苏省内，受益于江苏省经济发展情况良好，担保业务承接情况较好，特别是直保业务规模不断增长。截至 2021 年末，江苏再担保担保业务担保余额为 1,813.91 亿元，其中直保余额占比为 67.86%；再担保业务余额为 582.94 亿元，占期末担保余额的 32.14%。

表20 江苏再担保担保业务开展情况（合并口径）（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
期末担保余额	1,813.91	1,579.59	1,414.71
其中：直保余额	1,230.98	1,037.13	832.84
融资担保业务	1,212.10	1,031.79	827.87
直接融资担保	794.60	628.90	550.40
间接融资担保	388.42	385.72	269.49
非融资担保业务	18.88	5.34	4.98
再担保余额	582.94	542.46	581.87
当期新增担保额	1,300.42	1,221.50	880.93
当期解除担保额	1,066.09	1,056.62	831.87
期末直保责任余额*	789.04	626.99	509.60
当期担保代偿额	2.26	1.37	2.64
当期担保代偿率	0.21%	-	-
融资担保放大倍数*	7.78	7.31	6.90
累计担保代偿率	0.21%	0.20%	0.21%
累计代偿回收率	33.79%	28.68%	28.70%

注：*为母公司口径。

资料来源：江苏再担保提供，中证鹏元整理

江苏再担保直接融资担保业务保持较快发展。直接融资担保方面，江苏再担保的直接融资担保业务以债券担保为主。截至2021年末江苏再担保直接融资担保余额为1,212.10亿元，同比增长17.48%，占同期末直保业务余额的98.47%，担保债券主要为江苏省内主体信用级别AA级及以上的地方国有企业发行的城投债。

间接融资担保方面，在宏观经济下行背景下，中小企业经营压力上升，为了控制风险，近年江苏再担保优化间接融资担保业务结构，收缩大额贷款担保业务的同时，积极创新业务和产品，推动普惠类贷款担保业务发展。近年江苏再担保间接融资担保业务规模有所上升，截至2021年末江苏再担保间接融资担保余额为388.42亿元，同比增长0.70%。

再担保业务方面，江苏再担保于2010年正式开展再担保业务，引入地方政府参股，目前在江苏省内13个地级市均设立了分公司，实现省内业务全覆盖。2020年，为更好的对接国家担保基金业务，江苏再担保正逐步将自身再担保业务转移至子公司江苏融资再担进行统一管理。截至2021年末，江苏再担保的再担保余额为582.94亿元，同比上升7.46%。



担保业务质量方面，2021年江苏再担保当期担保代偿额为2.26亿元，同比增加64.96%；当期担保代偿率为0.21%。从代偿回收情况看，截至2021年末累计代偿回收率为33.79%，较2019年末提升5.09个百分点，但回收情况仍有待提升。截至2021年末应收代偿款账面余额为4.06亿元，较年初减少19.76%；已计提1.05亿元减值准备，占应收代偿款账面余额的25.86%。在宏观经济下行压力增大以及疫情反复等因素影响下，需持续关注担保项目的风险情况和代偿回收情况。

资产方面，得益于资本的持续增加，近年来江苏再担保总资产规模快速增长，截至2021年末总资产规模为264.83亿元，2019-2021年年复合增长率为24.03%。资产结构方面，江苏再担保资产主要由货币资金、交易性金融资产、发放贷款与垫款、长期应收款和其他权益工具投资组成构成。截至2021年末，江苏再担保的货币资金为37.93亿元，其中受限资金为2.65亿元，主要包括拟用于代偿项目的银行存款以及因质押、保理、监管等原因导致使用受限的货币资金。截至2021年末，江苏再担保交易性金融资产为45.99亿元，较上年末出现大幅增长，主要系2021年采用新金融工具准则，信托产品、资管计划等被调整至该科目同时对外投资力度增加所致。发放贷款及垫款主要包含小额贷款和典当两部分，截至2021年末，江苏再担保发放贷款及垫款账面价值为26.45亿元，同比增加26.17%，主要系小额贷款业务快速发展所致。截至2021年末，江苏再担保非流动资产规模为98.21亿元，较2019年增长29.51%，主要包括长期应收款、债权投资和其他权益工具投资等。截至2021年末，江苏再担保不良类融资租赁资产余额为1.20亿元，占融资租赁资产总额的2.04%，已累计计提坏账准备1.11亿元。在宏观经济下行的背景下，江苏再担保的融资租赁资产质量需持续关注。

负债和所有者权益方面，截至2021年末，江苏再担保负债总额为106.24亿元，较2019年上升57.05%，其中包括短期借款12.95亿元、担保赔偿准备金18.14亿元、未到期责任准备金7.04亿元、长期借款15.22亿元和应付债券5.61亿元，合计占总负债的比例为55.94%。得益于增资扩股、永续债发行和经营积累，江苏再担保净资产规模持续提升，截至2021年末所有者权益158.59亿元，较2019年末增长23.18%，其中实收资本98.98亿元，较2019年末增长31.74%。截至2021年末江苏再担保融资担保放大倍数为7.78，整体而言，融资担保放大倍数仍处于较高水平。

盈利能力方面，得益于业务规模扩张，近年来江苏再担保收入和利润规模均持续增长，2021年江苏再担保实现营业总收入22.62亿元，同比增长4.87%；实现净利润7.23亿元，同比增长32.18%。2021年江苏再担保实现投资收益5.73亿元，同比大幅上涨887.93%，主要系2021年采用新金融工具准则，信托产品及资管计划等利息收入被重分类至投资收益所致。资产减值方面，2021年江苏再担保计提资产减值损失0.11亿元，较上年下降0.79亿元。近年来江苏再担保营业利润、利润总额、净利润均实现持续增长，2021年江苏再担保净资产收益率同比有所提升，整体上盈利能力有所增强。

表21 2019-2021年江苏再担保主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业总收入	22.62	21.57	18.26
投资收益	5.73	0.58	0.92



营业利润	10.75	8.07	6.42
利润总额	10.80	8.09	6.40
净利润	7.23	5.47	4.81
资产减值损失	0.11	0.90	1.29
信用减值损失	1.35	0.00	0.00
净资产收益率	4.90%	4.54%	5.35%

资料来源：江苏再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，子公司江苏融资再担保承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能，在资本补充、业务拓展、政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的大力支持，自2009年成立以来，多次获得多家国资股东的增资，注册资本从最初的10.00亿元增加到2021年末的98.98亿元，资本实力进一步增强。

综上，江苏再担保子公司江苏融资再担保承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能，在资本补充、业务拓展、政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的大力支持，担保业务规模较大，近年来营业收入和净利润保持增长态势，资本实力持续增强，现金类资金规模较大，代偿能力极强；同时中证鹏元也注意到在疫情反复、宏观经济下行压力较大的背景下，江苏再担保面临的代偿风险以及代偿款的回收风险或有所增加，融资租赁资产质量需要持续关注等风险因素。经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。



跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

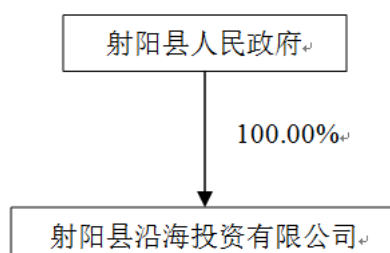


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	9.55	17.75	8.04
其他应收款	39.31	27.34	26.35
存货	21.43	20.80	20.59
流动资产合计	74.80	84.28	72.73
投资性房地产	48.43	48.43	48.43
非流动资产合计	70.61	66.94	62.11
资产总计	145.41	151.22	134.84
短期借款	5.38	7.90	5.05
应付票据	6.20	11.95	6.77
一年内到期的非流动负债	3.58	1.02	0.80
流动负债合计	21.16	38.60	30.22
长期借款	13.53	8.78	4.86
应付债券	22.32	15.31	13.41
长期应付款	1.55	1.54	0.00
非流动负债合计	37.40	25.91	18.83
负债合计	58.57	64.51	49.04
总债务	52.56	46.51	31.17
营业收入	5.41	11.02	8.93
所有者权益	86.84	86.71	85.80
营业利润	0.81	0.91	0.66
其他收益	1.22	2.16	1.13
利润总额	0.82	0.91	0.66
经营活动产生的现金流量净额	-7.72	5.07	11.88
投资活动产生的现金流量净额	-2.81	-5.33	-6.25
筹资活动产生的现金流量净额	11.44	2.12	-4.72
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	21.56%	8.45%	11.52%
收现比	88.43%	100.44%	192.61%
资产负债率	40.28%	42.66%	36.37%
现金短期债务比	0.63	0.85	0.68
EBITDA（亿元）	2.38	2.86	2.23
EBITDA 利息保障倍数	0.68	1.50	1.15

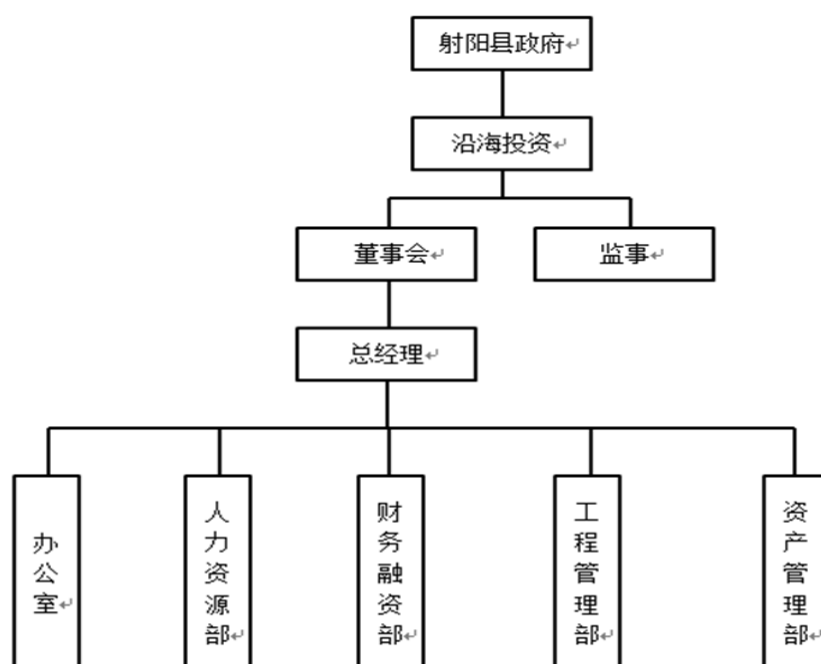
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供



附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
射阳县海涂开发有限责任公司	0.50	100.00%	滩涂开发、利用、管理
射阳金港能源发展有限公司	0.50	100.00%	热力供应
射阳金源能源有限公司	0.20	100.00%	生物质能源
射阳迈景环保科技有限公司	0.10	100.00%	环保装备制造
射阳口达牧业有限公司	1.15	100.00%	养殖业
江苏盐射高速公路有限公司	9.80	70.00%	高速公路建设、管理
射阳融顺商贸有限公司	0.20	100.00%	电动工具、电子产品、建筑装饰材料等销售

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日
江苏盐城港射阳港开发集团有限公司	1.50	2027/12/10
	0.70	2022/07/17
	0.53	2027/12/10
	0.50	2027/12/10
	0.43	2022/11/07
	0.27	2023/11/20
	0.27	2027/12/10
	0.20	2027/12/10
	0.33	2023/05/15
	0.11	2022/12/15
	2.64	2034/01/12
	0.26	2023/04/26
	0.55	2023/09/25
	0.84	2025/01/10
射阳县新港污水处理有限公司	0.38	2022/10/14
	0.25	2022/12/21
	0.25	2022/11/17
	0.15	2022/03/03
	0.15	2022/05/06
	0.05	2022/03/10
	0.50	2025/12/20
盐城市纺织染整产业园实业开发有限公司	0.50	2024/06/20
	0.50	2027/12/20
	0.47	2024/12/20
	0.42	2023/06/20
	0.33	2026/06/20
	0.20	2022/06/15
	0.16	2030/12/20
	0.16	2030/12/20
	0.10	2025/12/20
	0.10	2022/07/13
	0.10	2022/07/15
	0.10	2022/03/05
	0.08	2025/12/20
	0.05	2022/03/01
	0.05	2022/03/01

	0.05	2022/08/11
	0.04	2024/12/20
	0.04	2030/12/20
射阳县金三角滩涂发展有限公司	0.38	2022/10/21
	0.29	2023/04/28
	0.38	2022/10/29
	3.39	2024/10/25
	0.10	2022/08/15
射阳县口达食品有限公司	0.08	2022/03/14
	0.05	2022/11/25
	0.05	2022/08/05
江苏鹤乡菊海现代农业产业园发展有限公司	0.10	2022/04/14
	0.10	2022/04/15
	0.20	2022/05/11
江苏金海岛农业科技发展有限公司	0.50	2022/12/29
	0.20	2022/05/31
江苏射阳锦城港口有限公司	0.40	2022/01/16
	0.10	2022/08/20
江苏欣农贸易有限公司	0.08	2022/06/22
	0.10	2023/07/15
盐城发特集团公司	0.20	2022/11/10
	0.05	2022/03/10
盐城市射阳港市政工程建设有限公司	0.28	2022/10/27
盐城市射阳港园林绿化建设有限公司	0.28	2022/10/27
盐城欣丰利农业科技发展有限公司	0.50	2022/12/12
射阳县养老中心有限公司	0.08	2022/06/23
射阳县新港供水有限公司	0.09	2024/03/05
射阳县农业水利投资开发集团有限公司	0.65	2026/01/14
江苏省晋民实业发展有限公司	0.40	2022/04/15
江苏三维运输有限公司	0.05	2022/07/29
江苏三维交通集团有限公司	0.41	2031/05/01
合计	23.79	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。