



2022年泰兴市兴黄综合投资开发有限公司 小微企业增信集合债2023年跟踪评级报告

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：

2022年泰兴市兴黄综合投资开发有限公司小微企业增信集合债2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
22 兴黄 01/22 泰兴兴黄债 01	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到泰兴市整体经济实力较强，在泰州市各区县中居首位，为泰兴市兴黄综合投资开发有限公司（以下简称“泰兴兴黄”或“公司”）的发展提供良好的外部基础。公司主营业务收入情况较好，在建及已完工未结算项目规模较大，后期收入来源较有保证；2022 年继续获得江苏泰兴黄桥经济开发区管理委员会（以下简称“黄桥经开区管委会”）较大力度的外部支持。泰兴市中鑫投资集团有限公司（以下简称“中鑫投资”或“担保方”）提供的保证担保有效提升了本期债券安全性。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，资产受限比例较高，债务规模较大，非标借款占比较高，存在较大的偿债压力；自营项目投入规模较大，存在较大资金支出压力，对外担保规模较大且无反担保，存在较大或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为黄桥经开区内重要的基础设施建设主体之一，有望继续获得外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 12 日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：吕凤鸣
lvfm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	164.11	146.85	153.18
所有者权益	66.06	63.21	55.71
总债务	84.18	79.54	92.60
资产负债率	59.74%	56.95%	63.63%
现金短期债务比	0.60	0.44	0.39
营业收入	8.98	8.56	8.57
其他收益	0.99	0.97	1.00
利润总额	1.49	1.52	2.12
销售毛利率	12.56%	9.29%	13.13%
EBITDA	1.75	1.69	2.25
EBITDA 利息保障倍数	0.29	0.24	0.30
经营活动现金流净额	23.84	1.69	0.06

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **泰兴市整体经济实力较强，工业经济发展势头良好。**泰兴市目前已经形成机电、化工、医药三大支柱产业和“三区三园”产业园区格局，经济体量位居泰州市首位，一般公共预算收入规模仅次于医药高新区（高港区），整体经济财政实力较强；2022年，泰兴市实现GDP1,366.67亿元，实现一般公共预算收入90亿元。泰兴市城区工业园区形成了以军民结合产业为核心，以医疗健康产业、现代文化产业、生产性服务业为支撑的“1+3”特色产业规划。
- **公司主营业务收入情况较好，在建项目账面成本规模较大，后期收入较有保证。**公司仍主要从事江苏泰兴黄桥经济开发区（以下简称“黄桥经开区”）的市政工程建设、土地整理开发和安置房建设业务，2022年公司营收同比小幅提升，截至2022年末，公司存货中待结算的项目开发成本规模较大，未来可持续为公司产生收入。
- **公司继续获得黄桥经开区管委会较大力度的外部支持。**公司作为黄桥经开区内重要的基础设施建设主体之一，2022年获得黄桥经开区管委会2.80亿元资本金注入，合计收到政府补助0.99亿元，对公司利润形成有益补充。
- **中鑫投资提供的保证担保有效提升了本期债券安全性。**中鑫投资资信状况良好，经中证鹏元综合评定，中鑫投资主体信用等级为AA+，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

- **公司资产主要以项目开发成本及项目结算形成的应收款项、对区域内国企及部分民企及个人的应收款项为主，资产流动性较弱。**公司项目结算及回款时间受财政资金安排影响存在不确定性，其他应收款对公司经营资金形成占用，资产中受限资产占同期净资产比重为51.58%。
- **公司债务规模较大，短期债务占比过半，面临较大的偿债压力。**2022年公司整体债务规模较大，非标融资规模及占比均处于较高水平，占比22.39%，短期债务占比过半，期限结构有待优化，集中偿付压力较大，整体融资成本较高，偿债指标表现有待提高。
- **自营项目投入规模较大，存在较大资金支出压力。**截至2022年末，公司尚有部分自营项目，计入在建工程及存货，包括新能源标准厂房工程、乐器产业园创意研发中心等项目，后期需投入较大规模资金37.96亿元。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至2022年末，公司对外提供的担保余额为56.91亿元，占同期净资产比重86.14%，担保对象均为国有企业，均无反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	控股股东	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
虹桥园工业	中鑫投资	主要负责泰兴市虹桥新城的基础设施建设、安置房建设等业务	273.18	110.41	6.01
泰兴交通	泰兴交控	主要从事泰兴市长途客运和城市公共交通运营及交通基础设施建设	217.96	81.96	10.65
泰兴兴黄	中鑫投资	主要负责黄桥经开区内的基础设施建设、土地开发及安置房开发业务	164.11	66.06	8.98
泰兴江桥	泰兴市国资办	主要负责黄桥经开区及黄桥镇内的基础设施建设、土地开发及安置房开发业务	119.91	46.84	5.24

注：（1）虹桥园工业为泰兴市虹桥园工业开发有限公司的简称、泰兴交通为泰兴市交通产业（集团）有限公司的简称、泰兴交控为泰兴市交通控股有限公司的简称、泰兴江桥为泰兴市江桥投资建设发展有限公司的简称、泰兴市国资办为泰兴市人民政府国有资产监督管理委员会的简称；

（2）以上各指标均为2022年/2022年末数据。

资料来源：Wind、各平台公开评级报告、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	4/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	3/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是泰兴市重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，泰兴市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为公司与泰兴市政府的联系中等以及对泰兴市政府非常重要。同时，中证鹏元认为泰兴市政府提供支持的能力很强，主要体现为很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA+/22 兴黄 01	2022-5-27	何馨逸、秦风明	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)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
22 兴黄 01/22 泰兴兴黄债 01	8.00	8.00	2022-5-27	2027-7-12

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年7月12日发行5年期8.00亿元2022年泰兴市兴黄综合投资开发有限公司小微企业增信集合债券，募集资金计划将不超过7.20亿元拟以委托贷款形式投放于经公司确认的，位于黄桥经开区管委会管辖区域的小微企业或黄桥经开区管委会同意的其他区域的小微企业，剩余不超过0.80亿元拟用于补充营运资金。截至2022年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为20.40万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2023年4月末，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元，控股股东为中鑫投资，实际控制人为泰兴市国资办，持股比例为100.00%，公司股权结构参见附录二。2022年公司子公司变化情况如下表所示，泰兴市兴黄人力资源有限公司、泰兴市祥元贸易有限公司（以下简称“祥元贸易”）、泰兴市润黄房屋拆除有限公司、泰兴市润黄建设有限公司、江苏清源活性炭有限公司成立后至基准日尚未收到实收资本。截至2022年末，公司合并范围内共21家子公司，具体见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
泰兴市润黄建设有限公司	100.00%	0.07	标准厂房建设、经营、管理；基础设施投资、建设等	划转
泰兴市润黄房屋拆除有限公司	100.00%	0.05	房屋拆除工程施工	划转
泰兴市祥元贸易有限公司	100.00%	0.01	金属材料及其制品销售等	划转
江苏清源活性炭有限公司	100.00%	0.05	活性炭销售	划转
泰兴市兴黄人力资源有限公司	100.00%	0.01	人力资源服务（不含职业中介活动、劳务派遣服务）	投资

2、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
泰兴市润黄物流园企业管理有限公司	100.00%	0.02	企业管理服务、会计及税务咨询服务、经济与商务咨询服务、工商登记代理服务	注销

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

城投行业政策环境

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，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，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，

城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

泰兴市境内矿产资源储量丰富，铁路交通有待提升；经济总量在泰州市各区县中居首位，整体经济实力较强；工业以机电、化工、医药为主导产业，并形成“三区三园”产业园区格局

区位优势：泰兴市境内矿产资源储量丰富，铁路交通有待提升。泰兴市隶属于江苏省泰州市，位于长江下游，江苏省苏中平原南部，东接南通市如皋市，南临泰州市靖江市，西濒长江，与镇江市、常州市隔江相望，是长三角经济板块和上海、南京2小时都市圈的重要组成部分。市内京沪高速、宁通高速、宁靖盐高速均在泰兴交汇，距上海虹桥机场、南京禄口机场不到2小时车程，距无锡、常州机场1小时车程，另外拥有国家一类开放港口泰兴经济开发区港口，该港口为天然良港，已建成通用、化工、建材、液化气、油品等多座码头，其中通用码头最大停靠能力为5万吨，可开展集装箱和散货的装卸业务。铁路交通方面，目前距离泰兴市最近的高铁站为常州北站，泰兴市距离常州北站约92公里，铁路交通有待提升；目前正在规划建设的铁路有北沿江高铁和盐泰锡常宜城际铁路，其中北沿江高铁已于2021年11月获批建设，该铁路起于上海，经崇明岛至南通、泰州、扬州、南京北站至合肥，在泰兴市内设黄桥站，

预计建成通车后上海至泰兴高铁时长有望缩短至1小时左右；盐泰锡常宜城际铁路是纵贯苏北、苏中和苏南的快速客运通道，该铁路起于盐城，向南经扬州、泰州于靖江跨越长江后进入江阴，经无锡、常州，终至宜兴，在泰兴将设泰兴站，并且经过泰州南站，将与北沿江高铁（泰州南站）实现互联互通。未来随着北沿江高铁和盐泰锡常宜城际铁路建成通车，上海、南京、无锡、常州等周边区域对泰兴市的辐射带动作用有望进一步提升。泰兴市矿产资源主要有天然二氧化碳气、氦气、地热浅层天然气等，储量丰富，其中黄桥二氧化碳气田是全国最大的二氧化碳气田和生产基地，二氧化碳纯度99%以上，探明储量65亿立方米，主要用于食品保护焊接、油田驱油以及化工等特殊领域，此外，黄桥境内拥有江苏地区最著名的浅层无机成因气田，其中氦地质储量超过10万立方米，甲烷地质储量248万立方米。泰兴市现辖14个乡镇、3个街道、3个省级开发区和3个市级工业园区，截至2021年末，泰兴市户籍人口为114.69万人，常住人口为99.36万人，人口呈净流出状态；年末泰兴市常住人口城镇化率62.9%，较上年提高0.64个百分点，仍略低于全国平均水平（64.72%），城镇化水平一般。

图1 泰兴市区位图



资料来源：泰州市人民政府网站，中证鹏元整理

经济发展水平：泰兴市经济总量在泰州市6个区县中居首位，整体经济实力较强，固定资产投资持续恢复向好。2022年泰兴市地区生产总值为1,366.67亿元，在全国县域经济基本竞争力百强县（市）排名上升至第20位，经济体量在泰州市“三市三区”中居首位，同比增速为5.3%，略高于泰州市4.4%的增速。三次产业结构由2020年的6.2：50.1：43.7调整为2022年的5.5：51.1：43.4，第二产业始终占据主导地位，且占比进一步提升。近年泰兴市人均GDP逐年提升，按2021年末泰兴市常住人口计算，2022年泰兴市人均GDP为13.75万元，高于同期全国人均GDP，经济发展水平较高。

近年泰兴市固定资产投资持续恢复向好，2020年受宏观经济增速下行影响，泰兴市固定资产投资同比下降5.2%，2021-2022年固定资产恢复较快，对经济增长贡献较大，其中，2022年工业投资增长11.8%，服务业投资增长4.9%。2022年泰兴市房地产市场景气度下滑，全年累计投资29.51亿元，同比下滑11.8%，

商品房销售面积同比下滑35.1%。泰兴市社会消费品零售总额逐年提升，但增速大幅放缓。近年泰兴市外贸形势回稳向好，进出口总额增速由负转正。

表2 泰州市 2022 年各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
泰兴市	1,366.67	5.3%	13.75	90.00	120.12
靖江市	1,226.18	5.3%	18.45	75.07	102.01
医药高新区（高港区）	1,153.39	2.7%	23.96	101.16	70.97
兴化市	1,085.19	4.3%	9.63	48.03	65.88
姜堰区	837.34	5.2%	12.47	41.26	51.57
海陵区	733.00	3.1%	12.62	36.92	53.04

注：1）人均GDP依据各区（市）2022年GDP/2021年末各区（市）常住人口计算，其中医药高新区（高港区）常住人口按第七次人口普查高港区和医药高新区常住人口总和计算

资料来源：各区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

表3 泰兴市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,366.67	5.3%	1,273.44	9.9%	1,127.47	3.9%
固定资产投资	-	9.5%	-	7.1%	-	-5.2%
社会消费品零售总额	326.73	0.9%	323.85	17.9%	274.73	0.2%
进出口总额（亿美元）	61.78	2.3%	60.38	39.3%	43.25	-0.2%
人均 GDP（万元）	13.75		12.82		11.34	
人均 GDP/全国人均 GDP	160.50%		158.27%		156.50%	

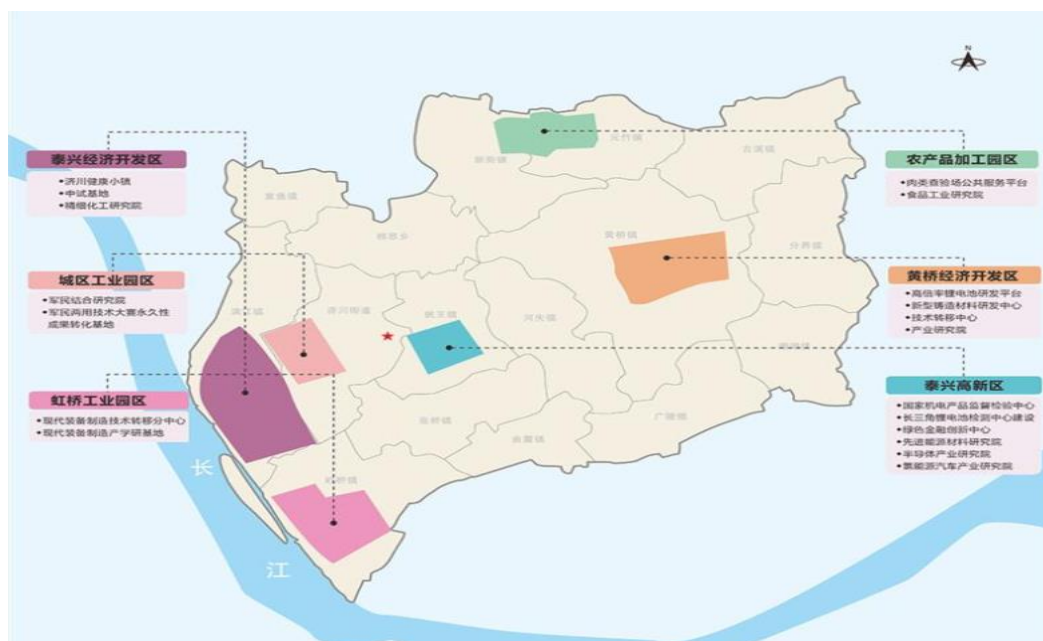
注：“-”表示数据未公布；泰兴市 2021-2022 年人均 GDP 依据 2021 年末常住人口计算、2020 年人均 GDP 按照第七次人口普查常住人口数据计算

资料来源：2020-2021 年泰兴市国民经济和社会发展统计公报、泰州统计局（数据泰州），中证鹏元整理

产业情况：泰兴市工业以机电、化工、医药为主导产业，支柱产业增长较快，目前已形成“三区三园”产业园区格局。泰兴市整体经济实力较强，在2022年全国县域经济基本竞争力百强县（市）中排名第20位，目前已经形成机电、化工、医药三大支柱产业和“三区三园”产业园区格局（江苏省泰兴经济开发区（以下简称“泰兴经开区”）、黄桥经济开发区、江苏省泰兴高新技术产业开发区（以下简称“泰兴高新区”）、泰兴虹桥工业园、泰兴市城区工业园区和泰兴市农产品加工园区）。“三区三园”中泰兴经开区已经构建以精细化工为基础、以新材料和医药日化为主导的“1+2”现代产业体系，连续9年稳居全国化工园区10强、列第5位，创成省级中日新材料产业园，区内已入驻20多个国家和地区的企业120多家，其中世界500强企业19家，上市企业两家（济川药业（600566.SH）、锦鸡股份（300798.SZ））。黄桥经济开发区主导产业主要有电动工具、电器用高倍率锂电产业、生物发酵与未来食品产业和高端智能装备研制产业，区内重点企业有长虹三杰新能源、东圣生物、惠尔信等。泰兴高新区主要以节能环保产业为主导，同时重点发展新能源新材料、智能制造等战略性新兴产业，区内已聚集相关企业近200家，其中代表性企业有南极机械、亚太泵阀、源远水业、鼎瀚航空等。泰兴虹桥工业

园区主导产业主要有高端装备制造、临港物流业、绿色智能装配建筑产业、汽车零部件及新一代智能交通装备产业，区内企业扬子鑫福造船是全国最大的民营造船企业，园区内国税开票超亿元企业15家，上市企业1家（830946.BJ）。市农产品加工园区主要聚焦于发展粮食、禽畜（食品）和果蔬加工三大特色产业板块。城区工业园区重点发展军民结合产业、医疗健康产业和现代文化产业。

图2 泰兴市重点区域产业定位图



资料来源：泰州市人民政府网站，中证鹏元整理

财政及债务水平：近年来泰兴市财政收入有所波动，财政自给能力尚可，2022 年债务规模有所压降。受留抵退税因素影响，2022 年泰兴市一般公共预算收入同比下滑 3.3%，税收收入占比也有所下滑；2022 年泰兴市财政自给率为 70.14%，财政自给水平有所减弱，但表现尚可。受国有土地使用权出让收入下滑影响，2022 年政府性基金收入同比下滑 13.66%。2022 年泰兴市地方政府债务限额为 283.44 亿元，全市地方政府债务余额为 267.72 亿元，债务规模同比有所压降。

表4 泰兴市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	90.00	93.12	85.43
税收收入占比	69.12%	80.66%	78.72%
财政自给率	70.14%	78.66%	78.85%
政府性基金收入	120.12	139.12	125.65
地方政府债务余额	267.72	274.68	232.80

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%

资料来源：泰州市政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2022 年底，泰兴市市属主要投融资平台较多，其中一级平台 4 家，分别为泰兴市城市投资发展集团有限公司（以下简称“泰兴城投”）、中鑫投资、泰兴市交通控股有限公司（以下简

称“泰兴交控”)和泰兴市港口集团有限公司(以下简称“泰兴港口”),其控股股东和实控人均均为泰兴市国资办,其中泰兴城投主要负责泰兴市内的基础设施建设,泰兴交控主要负责泰兴市全市的交通基础设施建设、公共交通运输,以及泰兴市城区工业园区的基础设施建设、土地整理等业务,中鑫投资是泰兴市多个园区建设投融资主体合并设立的投资集团,泰兴港口主要负责泰兴市西部新城的建设和开发以及泰兴市的粮食购销业务,其他投融资平台主要是以“三区三园”中特定区域为主要业务范围,开展城市基础设施建设、土地整理等业务。

表5 泰兴市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	营业总收入	总债务	职能定位
泰兴城投	泰兴市国资办	272.20	60.75%	81.73	307.59	主要负责泰兴市内的基础设施建设、建筑施工、房地产开发销售和自来水销售等业务。
中鑫投资	泰兴市国资办	519.27	59.86%	94.34	608.05	泰兴市多个园区建设投融资主体合并设立的投资集团
泰兴港口	泰兴市国资办	216.38	51.50%	33.88	101.08	泰兴市重要的基础设施建设以及市政公用事业运营主体之一,负责泰兴市西部新城的建设和开发
泰兴交控	泰兴市国资办	209.36	48.78%	19.66	168.26	主要承担泰兴市全市的交通基础设施建设、公共交通运输,以及泰兴市城区工业园区的基础设施建设、土地整理等职能
泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司	泰兴城投	161.99	51.60%	75.11	98.16	主要从事建筑施工和安装业务
泰兴交通	泰兴交控	81.96	62.39%	10.65	88.85	主要从事泰兴市长途客运和城市公共交通运营及交通基础设施建设
泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司	中鑫投资	187.73	60.86%	44.89	224.10	主要从事泰兴市城西片区的土地整理开发、基础设施建设、污水处理等业务
泰兴市智光环保科技有限公司	中鑫投资	109.53	66.20%	31.71	159.42	主要从事泰兴高新区的绿化工程施工、土石方工程和道路工程等业务
虹桥园工业	中鑫投资	110.41	59.58%	6.01	145.51	主要负责泰兴市虹桥新城的基础设施建设、安置房建设等业务
泰兴兴黄	中鑫投资	66.06	59.74%	8.98	84.18	主要负责黄桥镇内的基础设施建设、土地开发及安置房开发业务
泰兴江桥	泰兴市国资办	46.84	60.94%	5.24	66.52	主要负责黄桥经开区及黄桥镇内的基础设施建设、土地开发及安置房开发业务

注:1)财务数据中净资产、资产负债率、营业总收入均为2022年末/2022年度数据,总债务除泰兴兴黄、泰兴江桥及泰兴交控为2022年末数据外均为2021年末

资料来源:Wind、中证鹏元数据库、债券发行人公告,中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍主要负责黄桥经开区内的基础设施建设,代建业务的主要委托方系黄桥经开区管委会和泰兴江桥,2022年末公司项目账面成本规模较大,后期收入较有保证,但受结算方资金安排等影响,收入结算进度存在一定不确定性;在建项目后期尚需投入较大规模资金,存在较大资金压力

2022年公司仍主要负责黄桥经开区内的基础设施建设、土地整理开发、保障房建设等任务。公司业

务多元化发展，市政工程建设、土地整理开发和安置房开发仍然是公司最主要的收入来源，2022年公司收入规模同比上升4.96%，毛利率较高的标房租赁收入规模提升，公司毛利率提高3.27个百分点。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
市政工程建设	4.19	46.65%	10.43%	3.10	36.26%	10.43%
土地整理开发	2.48	27.61%	13.04%	1.54	17.99%	13.04%
安置房开发	1.67	18.64%	10.43%	1.24	14.48%	10.43%
物资销售	0.02	0.27%	0.34%	0.69	8.05%	0.02%
配件加工	0.17	1.93%	0.00%	1.69	19.73%	2.75%
污水处理	0.17	1.88%	6.31%	0.12	1.38%	6.00%
标房租赁	0.24	2.64%	75.10%	0.11	1.31%	49.96%
其他	0.03	0.37%	11.08%	0.07	0.79%	46.68%
合计	8.98	100.00%	12.56%	8.56	100.00%	9.29%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）市政工程建设业务

公司市政工程建设收入规模提升，在建项目后续尚需继续投入，已完工未结算及项目账面价值较大，未来收入具有一定持续性，但项目结算周期较长，资金回笼时间存在不确定性

市政工程建设业务板块主要由公司本部及子公司黄桥投资、泰兴市黄桥新农村建设有限公司（以下简称“黄桥新农村”）运营。公司代建业务的主要业主方为黄桥经开区管委会和泰兴江桥¹，根据公司与黄桥经开区管委会和泰兴江桥签订的工程施工协议，工程项目全部竣工且经验收合格后，委托方按照审计后的工程总款项（包括工程建安成本、设计费、监理费、拆迁安置、现场项目费用、资本成本）等加成15%向公司支付代建资金。实际实施中，每年可按工程进度结算部分款项，公司依据委托方出具的《建设项目中期结算确认书》确认当年市政工程建设收入。2021-2022年，公司分别确认市政工程建设收入3.10亿元和4.19亿元，确认收入的项目以学校、道路建设及农村基础设施为主，项目数量较多，但部分项目单个体量不大。

表7 2021-2022 年公司市政工程建设收入明细（单位：亿元）

年份	项目名称	确认成本	确认收入（含税）
2022	江苏省黄桥中学	0.95	1.10
	兴园路	0.49	0.57
	金溪路工程	0.48	0.55
	村庄道路硬化提升工程	0.27	0.31
	农田水利建设	0.21	0.25
	胜利村	0.18	0.21

¹ 实际控制人为泰兴市国资办。

	垃圾中转站	0.17	0.19
	其他零星项目	0.16	0.19
	火车站	0.16	0.19
	城乡消防队建设项目	0.12	0.14
	城乡一体垃圾中转工程	0.10	0.12
	其他	0.44	0.51
	合计	3.75	4.32
2021	胜利路北	0.64	0.74
	城黄路	0.41	0.47
	江苏省黄桥中学	0.40	0.46
	北环路	0.30	0.35
	清华园路	0.27	0.31
	金溪路工程	0.23	0.26
	农村公路	0.17	0.19
	其他项目	0.36	0.41
	合计	2.78	3.20

注：公司实际结算项目数量较多，上表中仅单独列示金额较大的项目，其余项目在“其他项目”中合计列示
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建市政工程项目预计总投资9.00亿元，累计已投资8.44亿元，尚需投资0.56亿元。截至2022年末公司存货中在建的市政工程项目成本合计16.75亿元，未来随着项目的逐步结算，能为公司带来持续的收入，但公司项目结算周期偏长，资金回笼时间受委托方资金安排的影响，存在一定不确定性。

表8 截至 2022 年末公司主要在建市政工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	累计确认收入	累计已收回	负责主体
新城区建设	3.00	2.70	0.00	0.00	泰兴兴黄
黄桥镇（经济开发区）2021 年动迁项目	3.00	2.94	0.00	0.00	泰兴兴黄
金溪路北延工程	2.00	1.90	0.00	0.00	泰兴兴黄
中沟项目	1.00	0.90	0.93	0.93	黄桥新农村
合计	9.00	8.44	0.93	0.93	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 截至 2022 年末公司主要已完工未结算工程建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	账面价值	负责主体
行政便民服务中心	1.10	1.16	1.16	黄桥新农村
新城中小学	1.00	0.68	0.68	泰兴兴黄
内河港泰兴区码头	0.85	0.92	0.92	泰兴兴黄
中央公园	0.60	0.89	0.89	黄桥新农村
汽车站移址新建	0.27	0.30	0.30	泰兴兴黄
合计	3.82	3.95	3.95	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，截至2022年末，公司尚有部分自营项目，计入在建工程及存货，包括新能源标准厂房工程、乐器产业园创意研发中心、琴韵小镇及黄桥镇工业园区标准厂房等项目，后期需投入较大规模资金。

表10 截至 2022 年末公司主要自营项目建设情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	账面价值	尚需投资
新能源标准厂房工程	30.61	0.37	30.24
乐器产业园创意研发中心	6.08	2.63	3.45
泰兴市黄桥现代农业产业园种植基地建设项目	3.04	0.00	2.94
琴韵小镇	2.43	2.09	0.34
黄桥镇工业园区标准厂房项目	-	1.65	1.00
合计	42.15	6.73	37.96

注：泰兴市黄桥现代农业产业园种植基地建设项目账面价值 142,000.65 元

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）土地整理开发业务

土地整理开发收入保持一定规模增长，2022年末公司主要进行中的土地整理开发项目已基本完工，存货中尚未结算土地整理开发成本较大，未来收入较有保障

公司土地开发业务主要通过公司本部及子公司黄桥投资进行运营，业务的主要委托方为黄桥经开区管委会和泰兴江桥，委托方将土地委托公司进行建设和拆迁、平整，以达到“五通一平”的土地整理要求。委托方按土地整理费用总款项（包含拆迁费用、平整费用等）加成15%的比例（实际整理成本由竣工验收合格后经审计确认）将土地整理费用支付给公司，公司每年按照委托方出具的《建设项目中期结算确认书》确认当年土地整理开发收入。2022年公司确认收入的项目包括黄桥工业园区拆迁项目及镇区项目部，2021-2022年公司分别实现土地整理开发收入1.54亿元和2.48亿元，收入规模受工程进度及委托方资金安排的影响存在一定波动。

截至2022年末，公司主要在进行的土地整理开发项目已基本完工，合计已投资额14.34亿元，年末公司存货中尚未结算的土地整理开发成本为31.38亿元，未来随着地块的逐步出让结算，公司土地整理业务收入较有保障。

表11 截至 2022 年末公司主要正在进行的土地整理开发项目情况（单位：亿元、万亩）

项目名称	预计总投资	累计总投资	已整理土地面积	累计确认收入	累计已收回	负责主体
黄桥拆迁项目	12.00	12.88	0.43	4.81	3.19	黄桥投资
东圣食品	0.34	0.34	0.01	0.00	0.00	黄桥投资
爱科净化项目	0.24	0.24	0.00	0.00	0.00	黄桥投资
其他	0.88	0.88	0.02	-	-	黄桥投资
合计	13.46	14.34	0.47	4.81	3.19	

注：上表所列土地整理开发项目为总称，每个项目实际均由多个小项目组成

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 截至 2022 年末公司已完工未结算的土地整理开发项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	账面价值	负责主体
镇区项目部	12.00	13.89	9.88	泰兴兴黄
韩庄村项目部	3.00	2.83	2.83	泰兴兴黄&黄桥投资
新城项目部	3.00	5.46	5.46	泰兴兴黄
华庄项目部	2.50	2.81	1.20	泰兴兴黄
合计	20.50	24.99	19.37	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）安置房开发业务

目前在售安置房主要系金溪家园及韩庄安置区，2022年公司新增与当地开发商签订合同购买的用于安置的商品房项目，后期尚需投入一定资金；2022年安置房开发业务收入实现小幅增长

公司拥有房地产二级开发资质，接受黄桥经开区管委会和泰兴江桥的委托，负责黄桥经开区范围内安置房建设。公司采取“以拆定建”的经营模式，即根据实际拆迁情况来统筹安置房建设，公司根据委托，办理招投标手续，选择施工单位，将具体施工发包给具有房地产开发资质的企业施工，并负责监督安置房建设的进度、安全措施、施工质量，按施工进度和合同约定支付工程进度款，项目建设完工后组织综合验收，并移交给委托方统一回购。安置房建设的启动资金主要由公司自筹解决，安置房建成后由公司与委托方统一结算，部分项目采用分期结算，公司不参与后续安置。委托方按安置房费用总成本加成15%的比例（实际成本由竣工验收合格后经审计确认），将安置房费用支付给公司。2022年公司确认安置房收入1.67亿元，主要来源于金溪家园。

截至2022年末，公司回购的安置房项目包括中远华府、恒富悦府、新城樾府，预计回购总价6.98亿元，已支付5.14亿元，尚需支付1.85亿元，系公司安置房源不足，与当地开发商签订合同购买的用于安置的商品房。截至2022年末，存货中未结算安置房项目成本合计12.93亿元，未来随着委托方逐步结算，预期仍可产生一定规模收入。

表13 截至 2022 年末公司主要在售安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	待结转成本	累计已收到销售款	已确认收入
金溪家园	1.68	3.14	3.14
韩庄安置区（1-3期）	5.59	0.00	0.00
合计	7.27	3.14	3.14

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表14 截至 2022 年末公司主要回购安置房项目情况（单位：亿元、万亩）

项目名称	项目模式	预计回购总价	已支付	建筑面积
中远华府安置房	回购	3.70	3.34	4.78
恒富悦府	回购	1.86	1.00	2.86
新城樾府安置房	回购	1.42	0.80	2.43
合计		6.98	5.14	10.08

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）其他业务

公司业务多元化发展，包括污水处理、标房租赁、商品销售、配件加工等，为公司营收提供一定补充，部分业务盈利能力不佳，2022年收入规模下降较大

公司为改善经营区域集中，业务来源较为单一等问题，近年来规划并初步开始实体化转型，通过设立产业型子公司等方式，拓展了商品销售、配件加工、标准厂房出租、生猪屠宰等业务，为公司整体营业收入提供了一定补充。

污水处理由子公司江苏黄桥污水处理有限公司（以下简称“黄桥污水”）负责，实施黄桥镇生活污水处理工程项目。根据特许经营权协议，由黄桥镇人民政府授予黄桥污水公司进行管网铺设、维护及融资等污水处理工程建设并收取污水处理服务费等，目前基本水量现有规模5万吨/日，生活污水价格1.85元/m³，由黄桥污水公司每月直接向企业收取。2021-2022年公司分别实现营收0.12亿元、0.17亿元，毛利率较低。

标房租赁业务由子公司泰兴市兴业标房建设有限公司（以下简称“标房建设”）负责，将名下标准厂房出租给黄桥经开区内企业，租赁价格根据合同作具体约定，2022年公司标房租赁业务收入翻番，规模增至0.24亿元。

2022年物资销售及配件加工业务处于业务模式转换期，营收规模下降较大。其中物资销售、配件加工业务分别实现收入0.02亿元、0.17亿元。

公司继续获得黄桥经开区管委会较大力度的外部支持

2022年，公司作为黄桥经开区内的基础设施建设主体之一，获得黄桥经开区管委会2.80亿元资本金注入，收到政府补助0.99亿元，对公司利润形成有益补充，需关注2022年子公司黄桥投资²40.00%股权被无偿划转至泰兴江桥，公司资本公积减少8.37亿元。

六、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2021年审计报告、经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年合并范围新增5家子公司，减少1家子公司，截至2022年末，公司合并范围内共21家子公司，具体见附录四。

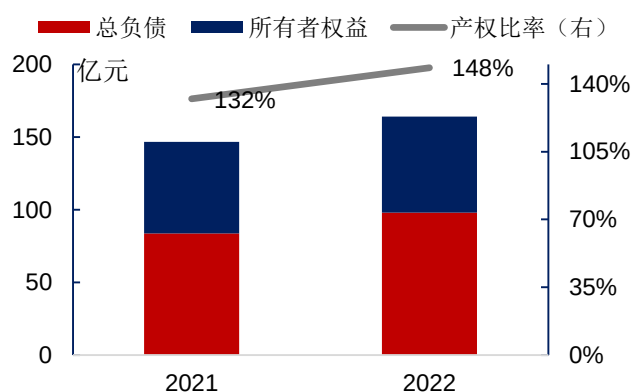
² 黄桥投资仍是公司合并范围子公司。

资本实力与资产质量

2022年公司资本实力有所提升，其中黄桥投资股权划出导致少数股东权益增加，同期负债规模有所提升，财务杠杆水平提升；同期资产中受限资产比例较高，项目结算及回款时间受财政资金安排影响存在不确定性，其他应收款对公司经营资金形成占用，资产流动性较弱

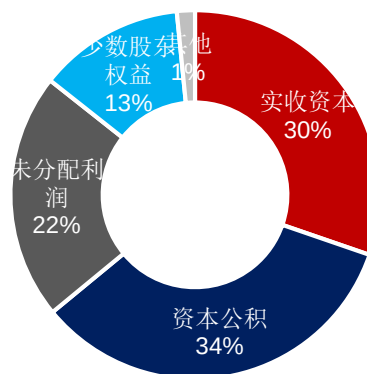
2022年公司资本实力整体进一步提升，其中划出子公司黄桥投资40.00%股权导致资本公积减少8.37亿元，少数股东权益增加8.44亿元。2022年末公司所有者权益主要以资本公积、中鑫投资实缴资本、未分配利润及少数股东权益为主。同期负债规模有所提升，财务杠杆水平提高。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图4 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末，公司资产注意要以项目开发成本（存货、在建工程）及项目结转形成的对委托方的应收款项（应收账款）、对区域内国企及部分民企及个人的应收款项（其他应收款）及货币资金为主，但其中受限货币资金24.33亿元，受限比例82.56%，主要系票据保证金、借款存单质押，项目结算及回款时间受财政资金安排影响存在不确定性，其他应收款对公司经营资金形成占用，受限资产占同期净资产比重为51.58%，整体看，公司资产流动性较弱。

存货以开发成本为主，2022年末规模达到74.13亿元，其中市政工程建设成本16.75亿元、土地开发整理成本31.38亿元、安置房开发成本12.93亿元及土地使用权12.94亿元，土地均为出让地，用途包括商务金融、批发零售、城镇住宅用地及工业用地，其中6.21亿元土地使用权已设立抵押、1.22亿元土地使用权尚未办理产证。委托代建项目结转形成对委托方的应收账款，2022年末公司应收账款中除黄桥经开区管委会、泰兴江桥系代建收入外均为房租款及部分货款，应收黄桥经开区管委会及泰兴江桥合计占比92.69%，房租款及货款应收对象以民企³为主，需注意回款时间。在建工程中主要系公司自营项目，2022年末新增投资2.02亿元，主要系标准厂房、琴韵小镇、乐器产业园创意研发中心项目投入增加。

³ 2022 年末部分民企存在被执行、限制高消费、破产重整等情况。

公司其他应收款主要为往来款和资产转让款、保证金等，存在对民企⁴及个人应收款项，其中对存在限制高消费等企业的应收规模为0.33亿元，2022年末其他应收款余额同比继续下降28.10%。年末前五名其他应收对象分别为泰兴市黄桥市政工程公司、江苏金桥建设有限公司、江苏黄桥文化旅游发展有限公司、黄桥经开区管委会、泰兴市黄桥镇财政局，合计占比88.61%，均为区域内国有或集体所有制企业，回收风险相对可控。2022年末，公司其他应收款中包含借款0.34亿元，主要系公司参与收购区域内破产清算的民营企业资产过程中产生，借款对象包括江苏双源房地产开发有限公司、中海先锋化工（泰兴）有限公司管理人、泰兴市黄能水泥制造有限公司管理人、中海黄桥热电（泰兴）有限公司管理人等，需关注相关回收风险。

其他资产看，长期股权投资同比大增8.04亿元，系新增对泰兴市祥元停车场运营管理有限公司（以下简称“祥元停车场”）、泰兴市东进新思想教育咨询有限公司⁵（以下简称“东进思教咨询”）的投资，截至2022年末，祥元停车场尚未实质开展业务，东进思教咨询主要围绕黄桥镇内旅游资源开展咨询、培训等业务，2022年实现营收0.00亿元⁶，资产主要为其他应收款、长期股权投资，2021、2022年底其他应收款分别为11.36亿元、12.97亿元，净资产分别为3.56亿元、11.58亿元。

投资性房地产主要为子公司标房建设和江苏鑫吉海投资有限公司名下已对外出租或准备出租的标准厂房，采用公允价值模式计量，2022年末账面价值为3.05亿元的投资性房地产已设立抵押，抵押比例为87.73%。

其他非流动资产中主要系黄桥古镇景区合作项目，由公司与江苏黄桥文化旅游发展有限公司签订项目合作协议共同投资，并根据协议约定享受项目投资收益。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	29.47	17.96%	16.67	11.35%
应收账款	8.50	5.18%	8.67	5.91%
其他应收款	19.90	12.13%	27.68	18.85%
存货	74.13	45.17%	68.15	46.41%
流动资产合计	133.63	81.43%	127.81	87.04%
固定资产	4.48	2.73%	3.75	2.55%
在建工程	7.68	4.68%	5.66	3.85%
长期股权投资	8.73	5.32%	0.68	0.47%
投资性房地产	3.47	2.12%	3.54	2.41%
无形资产	0.96	0.59%	0.28	0.19%

⁴ 2022 年末部分民企存在被执行、限制高消费、破产重整等情况。

⁵ 原名“泰兴市黄桥城中村建设有限公司”，2023 年 1 月 31 日对该公司持股比例由 28.5714%变更为 15%。

⁶ 11,262.14 元。

其他非流动资产	4.50	2.74%	4.50	3.06%
非流动资产合计	30.48	18.57%	19.04	12.96%
资产总计	164.11	100.00%	146.85	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司收入规模及毛利率均在提升，项目账面成本规模较大，后期收入较有保证；政府补助对公司利润形成有益补充

2022年公司仍主要负责黄桥经开区内的基础设施建设、土地整理开发、保障房建设等任务，收入主要来源于市政工程建设、土地整理开发和安置房开发收入。2022年公司收入有所上升，销售毛利率有较大提升，主要系毛利率较高的标房租赁收入规模提升；公司项目账面成本规模较大，后期收入较有保证，但受结算方资金安排等影响，存在一定不确定性；在建项目后期尚需继续投入，业务具有一定可持续性。外部支持方面，2022年公司持续获得黄桥经开区管委会的财政补贴0.99亿元，2021-2022年其他收益占利润总额的比重分别63.43%和66.77%，对公司利润形成有益补充。

表16 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	8.98	8.56
营业利润	1.52	1.50
其他收益	0.99	0.97
利润总额	1.49	1.52
销售毛利率	12.56%	9.29%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模有所上升，非标融资规模及占比均在下降但仍处于较高水平，短期债务占比过半，集中偿付压力较大，整体融资成本较高，存在较大的偿债压力

2022年末，公司总债务规模同比提升5.84%至84.18亿元，以银行借款为主，信托、融资租赁和定向债务融资工具等非标融资合计15.36亿元，占总债务比重22.39%，非标融资规模及占比均大幅下降但仍处于较高水平。期限构成方面，短期债务占总债务的58.18%，债务集中偿付压力较大。融资成本看，公司综合融资成本在6.50%以内，其中非标平均融资成本8.11%，整体看公司融资成本较高。

负债结构看，公司2022年末流动负债规模及占比大幅上升，主要系应付票据及其他应付款规模提升较快，其中其他应付款主要系与区域内其他单位的往来款增加，应付票据均为银行承兑汇票。2022年公司新发“22兴黄01/22泰兴兴黄债01（即本期跟踪债项）”，应付债券规模增长较快。

表17 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	5.31%	42.92	25.07	1.06	3.60	13.19
非标融资	8.11%	15.36	7.53	4.19	2.34	1.31
债券融资	5.80%	10.32	0.80	0.80	0.80	7.92
合计	6.12%	68.60	33.40	6.05	6.74	22.42

注：融资余额与总债务规模差额系应付票据、短期债务调整项及一年内到期的应付利息

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	15.86	16.18%	14.50	17.34%
应付票据	14.07	14.35%	3.00	3.59%
其他应付款	13.30	13.56%	4.87	5.83%
一年内到期的非流动负债	17.76	18.11%	21.04	25.16%
流动负债合计	62.45	63.70%	44.59	53.32%
长期借款	18.20	18.56%	23.97	28.66%
应付债券	9.52	9.71%	2.38	2.85%
长期应付款	7.66	7.81%	12.48	14.92%
非流动负债合计	35.59	36.30%	39.04	46.68%
负债合计	98.04	100.00%	83.64	100.00%
总债务	84.18	85.86%	79.54	95.10%
其中：短期债务	48.98	49.96%	40.88	48.87%
长期债务	35.20	35.91%	38.66	46.23%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司债务规模提升，公司资产负债率增至59.74%。短期偿债能力方面，2022年公司现金短期债务比0.60，现金类资产对短期债务的保障能力不足。2022年公司EBITDA利息保障倍数有所增加但公司盈利对债务利息的覆盖程度仍较低。

2022年末，公司尚有银行授信余额17.36亿元，有一定规模未抵押资产，但公司债务规模及债务率较高，后期融资空间有限，整体看，公司再融资能力一般。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	59.74%	56.95%
现金短期债务比	0.60	0.44
EBITDA 利息保障倍数	0.29	0.24

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

根据公开数据及公司所提供信息，中证鹏元认为公司ESG治理未见明显不利因素

环境方面，根据《关于受评对象是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，公司2022年未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚，未因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚。

社会方面，根据《关于受评对象是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司截至2023年4月末不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，公司及高级管理人员最近36个月内未因违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚，公司最近36个月未存在违反工商税收、土地、环保、海关等方面的法规而受处罚情形，公司及高级管理人员最近12个月未受到证券交易所公开谴责、通报批评等处分，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，公司不设股东会，由股东行使相应职权，2022年公司董事会成员由5人调整为7人，具体组织架构见附录三。公司高管近三年不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2023年4月4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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司合计对外提供的担保余额为56.91亿元，占同期净资产比重的86.14%，公司担保对象均为国有企业，具体明细如附录五所示。公司对外担保均无反担保措施，对外担保余额较大，存在较大的或有负债风险。

八、外部特殊支持分析

公司是泰兴市政府下属重要企业，控股股东为中鑫投资，实际控制人为泰兴市国资办，持股比例为100.00%。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，泰兴市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与泰兴市政府的联系中等。公司实际控制人系泰兴市国资办，持股比例100.00%，对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司业务主要来源于黄桥经开区管委会，公司来源于泰兴

市政府的支持次数较少；预计未来公司与政府的关系将比较稳定。

（2）公司对泰兴市政府非常重要。公司业务是为黄桥经开区提供公共产品和服务，主要包括基础设施建设及土地开发整理等，业务开展主要在黄桥经开区，对泰兴市政府贡献一般；公司在公开市场发债，违约会对当地融资环境产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

本期债券保障措施分析

中鑫投资提供的全额无条件不可撤销的连带责任担保有效提升了本期债券安全性

本期债券由中鑫投资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围包括本次债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。担保期限为本期债券存续期间及本期债券到期之日起二年。本期债券若为分期发行，担保期限就各期间分别计算，为各期债券存续期间及该期债券到期之日起二年。

中鑫投资建立于2019年12月13日，根据《市政府关于同意组建泰兴市中鑫投资集团有限公司的批复》（泰政复〔2019〕168号），泰兴市政府方同意组建中鑫投资作为市属一类国有企业，代表市政府履行出资人和持股人职责，对市政府授权范围内的国有资产进行投资、经营和管理。截至2022年末，中鑫投资注册资本及实收资本均为50.00亿元，控股股东及实际控制人均为泰兴市国资办。

表20 担保方营业收入及毛利率构成（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
建设项目	29.76	31.55%	15.82%	24.98	26.08%	0.20%
一级土地整理开发	18.14	19.22%	24.74%	23.63	24.67%	39.52%
蒸汽销售	12.93	13.70%	7.59%	11.63	12.14%	9.91%
贸易	15.77	16.72%	0.48%	10.96	11.44%	0.37%
物资销售	0.03	0.03%	1.75%	10.08	10.53%	1.15%
锦富技术	14.02	14.86%	23.38%	9.72	10.15%	19.26%
配件收入	0.18	0.19%	0.92%	1.69	1.76%	2.75%
污水处理	1.13	1.20%	-6.71%	1.12	1.17%	-5.26%
租金	1.50	1.60%	48.44%	1.00	1.04%	18.19%
其他	0.75	0.79%	18.76%	0.84	0.88%	46.68%
检测服务费	0.13	0.13%	47.08%	0.11	0.11%	50.16%
担保收入	0.00	0.00%	49.83%	0.00	0.00%	100.00%
合计	94.34	100.00%	15.25%	95.77	100.00%	13.77%

资料来源：中鑫投资 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

中鑫投资本部主要系集担保、融资、资产运营等职能为一体的国有资产运营管理平台；下属各子公

司业务主要围绕所在三区三园（江苏省泰兴经济开发区、黄桥经开区、江苏省泰兴高新技术产业开发区、泰兴虹桥工业园、泰兴市城区工业园区和泰兴市农产品加工园区）开展，具体包括园区内的基础设施建设、土地开发整理及安置房等。2021-2022年，中鑫投资分别实现营业收入95.77亿元和94.34亿元，其中建设项目、一级土地开发整理、贸易和蒸汽销售等业务收入占比较高。

受益于政府对中鑫投资无偿划拨子公司、注入资金和资产，近年中鑫投资资产规模稳步增长，截至2022年末总资产达1,293.60亿元，净资产规模达519.27亿元。中鑫投资总债务规模在高位波动，整体资产负债率略有下降，2022年经营活动现金流大幅回正，现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数整体表现一般，面临较大的偿债压力和资金压力。

表21 担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	1,293.60	1,180.39	1,152.59
所有者权益	519.27	475.34	446.45
总债务	--	608.05	617.20
资产负债率	59.86%	59.73%	61.27%
现金短期债务比	--	0.47	0.40
营业收入	94.34	95.77	145.65
其他收益	7.50	10.62	10.04
利润总额	10.61	9.80	11.13
销售毛利率	15.25%	13.77%	9.92%
EBITDA	23.28	26.96	32.69
EBITDA 利息保障倍数	--	0.56	0.69
经营活动现金流净额	31.87	-44.47	-67.25

资料来源：中鑫投资 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中鑫投资主体信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能继续有效提升本期债券的安全性。

十、结论

泰兴市整体经济实力较强，在泰州市各区县中居首位，为公司的发展提供良好的外部基础。公司主营业务收入情况较好，在建项目账面成本规模较大，后期收入确认较有保证，外部支持对公司利润形成有益补充，此外中鑫投资提供的保证担保有效提升了本期债券安全性。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，债务规模较大，非标借款占比较高，期限结构有待优化，存在较大的偿债压力，自营项目尚需投入较多资金，对外担保规模较大且无反担保措施，存在较大或有负债风险等风险因素。整体来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22兴黄01/22泰兴兴黄债01”的信用等级为AA+。

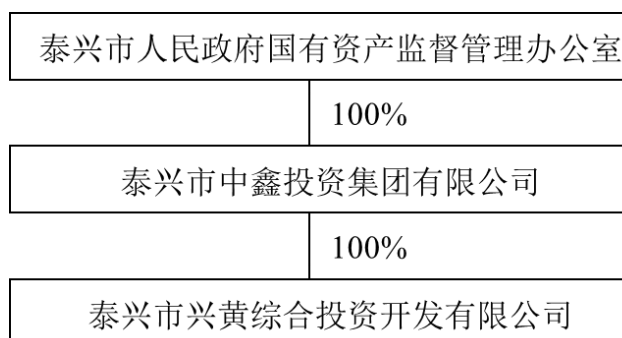
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	29.47	16.67	19.27
应收账款	8.50	5.18%	8.67
其他应收款	19.90	27.68	44.67
存货	74.13	68.15	57.82
流动资产合计	133.63	127.81	134.57
固定资产	4.48	3.75	3.90
在建工程	7.68	5.66	4.45
长期股权投资	8.73	5.32%	0.68
投资性房地产	3.47	2.12%	3.54
无形资产	0.96	0.59%	0.28
其他非流动资产	4.50	2.74%	4.50
非流动资产合计	30.48	19.04	18.60
资产总计	164.11	146.85	153.18
短期借款	15.86	14.50	16.40
应付票据	14.07	3.00	7.49
其他应付款	13.30	4.87	3.39
一年内到期的非流动负债	17.76	21.04	25.89
流动负债合计	62.45	44.59	54.51
长期借款	18.20	23.97	27.86
应付债券	9.52	2.38	3.15
长期应付款	7.48	12.31	11.58
非流动负债合计	35.59	39.04	42.96
负债合计	98.04	83.64	97.47
其中：短期债务	48.98	40.88	50.00
总债务	84.18	79.54	92.60
所有者权益	66.06	63.21	55.71
营业收入	8.98	8.56	8.57
营业利润	1.52	1.50	2.13
其他收益	0.99	0.97	1.00
利润总额	1.49	1.52	2.12
经营活动产生的现金流量净额	23.84	1.69	0.06
投资活动产生的现金流量净额	-10.12	-2.12	-7.02
筹资活动产生的现金流量净额	-10.57	-1.24	0.23
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	12.56%	9.29%	13.13%
资产负债率	59.74%	56.95%	63.63%

短期债务/总债务	58.18%	51.39%	54.00%
现金短期债务比	0.60	0.44	0.39
EBITDA（亿元）	1.75	1.69	2.25
EBITDA 利息保障倍数	0.29	0.24	0.30

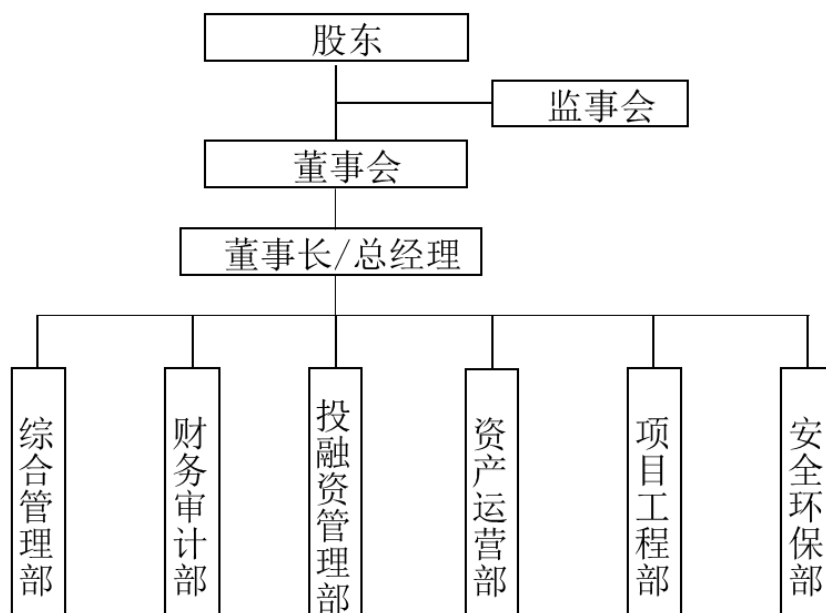
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况⁷（单位：亿元，%）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
江苏黄桥污水处理有限公司	5.00	直接 100.00	污水处理等
江苏黄桥乐器文化产业园投资发展有限公司	10.00	直接 100.00	乐器投资开发等
泰兴市兴业标房建设有限公司	11.00	直接 100.00	标准厂房建设、经营、管理等
江苏鑫吉海投资有限公司	0.50	间接 100.00	利用自有资金从事建设工程的投资，实业投资等
泰兴市润黄物流运输服务有限公司	3.00	直接 100.00	普通货运；人力装卸搬运服务等
泰兴市黄桥新农村建设有限公司	10.00	直接 100.00	整体城镇化及产业园区建设、开发、管理等
泰兴市黄桥生猪屠宰有限公司	0.50	间接 100.00	生猪屠宰、销售
泰兴市黄桥投资发展有限公司	10.00	直接 60.00	基础设施投资开发；标准厂房开发、经营；土地整理开发等
惠尔新机械泰兴有限公司	3.00	间接 100.00	精密高速数控装备、专用设备、通用设备制造、销售等
江苏黄桥智达电子商务发展有限公司	0.50	间接 100.00	电子商务开发、建设、运营管理；物业管理；房屋租赁等
泰兴市曙泰机械配件制造有限公司	0.50	直接 100.00	机械配件、法兰、船舶配件制造、销售等
泰兴市通达铁路设备制造有限公司	0.50	直接 100.00	铁路专用设备及器材配件、非公司休闲车及零配件制造、销售等
江苏黄桥农业综合开发有限公司	3.00	直接 100.00	牲畜饲养；住宿服务；餐饮服务
江苏新黄桥进出口（集团）有限公司	1.00	直接 100.00	进出口代理；货物进出口等
江苏黄桥食品生物科技有限公司	0.10	直接 100.00	工程和技术研究和试验发展；工业酶制剂研发等
江苏黄桥生物发酵与未来食品产业研究院股份有限公司	0.20	直接 64.00	食品生产；食品添加剂生产；饲料添加剂生产；保健食品生产等
泰兴市润黄建设有限公司	0.70	直接 100.00	标准厂房建设、经营、管理；基础设施投资、建设等
泰兴市润黄房屋拆除有限公司	0.50	直接 100.00	房屋拆除工程施工。
泰兴市祥元贸易有限公司	0.10	直接 100.00	金属材料及其制品销售等
江苏清源活性炭有限公司	0.05	间接 100.00	活性炭销售
泰兴市兴黄人力资源有限公司	0.10	直接 100.00	人力资源服务（不含职业中介活动、劳务派遣服务）

资料来源：2022 年审计报告

⁷ 江苏黄桥智达电子商务发展有限公司、江苏新黄桥进出口（集团）有限公司、江苏黄桥生物发酵与未来食品产业研究院股份有限公司、江苏黄桥食品生物科技有限公司、泰兴市兴黄人力资源有限公司、泰兴市祥元贸易有限公司、泰兴市润黄房屋拆除有限公司、泰兴市润黄建设有限公司、江苏清源活性炭有限公司成立后至基准日尚未收到实收资本。

附录五 截至 2022 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	是否有反担保
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	2.95	2025/3/2	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	2.60	2029/12/1	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	2.11	2023/7/7	否
泰兴市兴旅建设开发有限公司	1.50	2029/12/10	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	1.50	2024/5/27	否
泰兴市黄桥城市建设有限公司	1.48	2026/12/9	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	1.42	2023/6/30	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	1.38	2024/12/7	否
泰兴市滨江管廊建设有限公司	1.30	2024/7/15	否
泰兴市兴旅建设开发有限公司	1.25	2033/10/31	否
泰兴市智光环保科技有限公司	1.20	2024/1/20	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	1.20	2024/2/21	否
泰兴市黄桥城中村建设有限公司	1.13	2024/7/18	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	1.00	2026/12/1	否
泰兴市兴旅建设开发有限公司	1.00	2026/5/29	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	0.90	2026/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.90	2023/1/25	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.88	2031/6/28	否
泰兴市丰鑫农业发展有限公司	0.83	2026/12/10	否
泰兴市美丽乡村建设有限公司	0.80	2030/6/10	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	0.80	2024/12/3	否
泰兴市智光环保科技有限公司	0.80	2024/1/19	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	0.79	2024/2/25	否
泰兴市兴旅建设开发有限公司	0.75	2033/10/31	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	0.70	2023/6/15	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	0.60	2023/6/15	否
泰兴市黄桥城中村建设有限公司	0.59	2035/7/1	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	0.59	2023/10/17	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	0.56	2024/12/6	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.54	2025/4/20	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.54	2025/4/20	否
泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司	0.53	2023/12/2	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.52	2031/6/28	否
泰兴市虹桥中剑污水处理有限公司	0.50	2024/1/7	否
泰兴市虹桥中剑污水处理有限公司	0.50	2024/1/28	否
泰兴市兴旅建设开发有限公司	0.50	2033/10/31	否
泰兴市黄桥市政工程公司	0.50	2023/3/17	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.50	2029/12/1	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	0.50	2024/3/4	否
江苏润江农业开发有限公司	0.50	2026/11/10	否
泰兴市黄桥城市建设有限公司	0.49	2023/3/15	否
泰兴市黄桥城市建设有限公司	0.48	2023/9/16	否
江苏省黄桥中学	0.46	2023/9/15	否

泰兴市兴黄污水处理有限公司	0.45	2023/6/13	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.44	2023/12/16	否
泰兴市智光环保科技有限公司	0.43	2024/2/10	否
泰兴市虹桥中剑污水处理有限公司	0.41	2023/11/25	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	0.40	2023/9/28	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	0.40	2024/12/3	否
泰兴市黄桥城中村建设有限公司	0.40	2023/6/29	否
泰兴市永丰旅游发展有限公司	0.40	2023/12/5	否
泰兴市永丰旅游发展有限公司	0.40	2027/4/25	否
泰兴市黄桥市政工程公司	0.34	2023/1/18	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.34	2023/11/29	否
泰兴市兴黄污水处理有限公司	0.34	2025/1/27	否
江苏润江农业开发有限公司	0.33	2026/11/10	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.30	2023/12/20	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.30	2025/12/17	否
泰兴市黄桥城中村建设有限公司	0.28	2024/7/18	否
泰兴市黄桥城中村建设有限公司	0.26	2024/7/18	否
泰兴市虹桥中剑污水处理有限公司	0.25	2023/12/9	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	0.22	2028/3/15	否
泰兴市兴黄污水处理有限公司	0.20	2023/7/13	否
泰兴市黄桥市政工程公司	0.20	2023/6/27	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.20	2023/12/20	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.19	2023/12/20	否
泰兴市虹桥中剑污水处理有限公司	0.19	2023/12/30	否
泰兴市黄桥城市建设有限公司	0.16	2026/12/9	否
泰兴市黄桥公园经营管理有限公司	0.10	2023/3/29	否
泰兴市兴黄污水处理有限公司	0.10	2023/11/10	否
泰兴市兴黄污水处理有限公司	0.10	2023/4/22	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.10	2023/12/20	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.10	2023/3/25	否
泰兴市虹桥中剑污水处理有限公司	0.08	2024/2/17	否
泰兴市虹桥中剑污水处理有限公司	0.06	2023/12/3	否
泰兴市晨星电机制造有限公司	0.05	2023/4/8	否
泰兴市兴黄污水处理有限公司	0.05	2023/7/20	否
泰兴市黄桥公园经营管理有限公司	0.05	2023/6/15	否
泰兴市永丰旅游发展有限公司	0.05	2023/11/8	否
泰兴市永丰旅游发展有限公司	0.05	2023/11/8	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.02	2029/6/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.02	2029/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.02	2023/6/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.02	2027/6/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.02	2024/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.02	2026/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.02	2025/6/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.02	2028/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.02	2027/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.02	2026/6/1	否

江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.02	2023/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.02	2024/6/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.02	2025/12/1	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.02	2028/6/1	否
泰兴市黄桥城中村建设有限公司	0.02	2024/7/18	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	0.00	2024/12/6	否
泰兴市黄桥城市建设有限公司	0.60	2023/11/2	否
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	0.26	2023/10/14	否
泰兴市润泰装卸服务有限公司	0.05	2023/4/27	否
江苏金桥建设有限公司	4.90	2029/8/24	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.80	2029/3/16	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	0.60	2029/3/16	否
泰兴市兴旅建设开发有限公司	0.10	2023/5/24	否
合计	56.91		

资料来源：2022 年审计报告，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。