



# 张家港经开区控股集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行 公司债券(第一期)2023 年度跟踪 评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1259 号

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 26 日

## 本次跟踪发行人及评级结果

张家港经开区控股集团有限公司

AA<sup>+</sup>/稳定

## 本次跟踪债项及评级结果

“22 张经 01”

AA<sup>+</sup>

## 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为张家港经济技术开发区（以下简称“张家港经开区”或“经开区”）保持较好的经济财政实力及增长潜力，张家港经开区控股集团有限公司（以下简称“张经开控股”或“公司”）作为张家港经开区重要的城市基础设施建设、土地开发整理和安置房建设等业务运营主体，业务开展与当地政府维持紧密关系，在业务和资金等方面可获得的支持强。同时，需关注公司债务规模持续增长、杠杆比率提升，资产流动性较弱，和资本支出压力较大对其经营和整体信用状况造成的影响。

## 评级展望

中诚信国际认为，张家港经开区控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

## 调级因素

**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；重要子公司股权划出；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。

## 正面

- **区域经济实力不断增长。**作为张家港市唯一的国家级经开区，张家港经开区发展态势良好，2022年实现地区生产总值1,250.69亿元，按可比价增长2.0%，同时财政收入稳定增长，强的区域经济实力为公司发展提供了良好的外部条件。
- **公司职能定位重要，政府支持力度大。**公司是张家港经开区内重要的土地整理开发、基础设施建设和安置房建设的运营主体，区域地位稳定，能够得到政府持续的支持。
- **土地整理业务可持续性较强。**公司土地开发整理业务与张家港经开区规划相关度较高，未来三年内经开区拟整理土地面积合计5,900亩，该业务可持续性较强。

## 关注

- **债务规模持续增长，杠杆比率提升。**近年来随着项目建设集中开展以及对外投资规模扩张，公司债务规模增长较快，杠杆比率有所增加。
- **资产流动性较弱。**公司工程施工业务成本主要沉淀在存货和其他应收款科目，截至2023年3月末，上述科目合计占当期末流动资产比重为32.03%，相关业务的结算和回款依赖经开区财政安排，资产流动性较弱。
- **资本支出压力较大。**公司土地开发整理业务、在建及拟建的安置房建设项目均有一定的投资需求，公司面临较大的资本支出压力。

项目负责人：刘冠如 grliu@ccxi.com.cn

项目组成员：华志鹏 zhphua@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

## ● 财务概况

张经开控股（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	275.31	334.98	407.60	411.99
经调整的所有者权益合计（亿元）	148.76	140.73	141.65	141.04
负债合计（亿元）	126.55	194.26	265.95	270.95
总债务（亿元）	114.08	177.19	202.35	201.54
营业总收入（亿元）	11.61	10.79	13.66	10.20
经营性业务利润（亿元）	0.11	0.89	1.17	-0.42
净利润（亿元）	1.40	1.16	1.06	-0.56
EBITDA（亿元）	2.26	4.96	5.21	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-28.85	-3.70	11.90	-10.03
总资本化比率（%）	43.40	55.73	58.82	58.83
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.44	0.81	0.71	--

注：1、中诚信国际根据张经开控股提供的其经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020~2022年财务报表审计报告和2023年一季度未经审计的财务报表审计报告整理，其中2020年、2021年财务数据分别采用了2021年、2022年财务报表期初数，2022年和2023年1~3月财务数据分别采用2022年和2023年一季度财务报表期末数；2、中诚信国际将公司其他流动负债中有息负债调整至短期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## ● 同行业比较（2022年数据）

项目	张经开控股	扬经开	淄博高新国投	南通高新
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	张家港经济开发区	扬州经济技术开发区	淄博高新技术产业开发区	南通高新技术产业开发区
GDP（亿元）	1,250.69	730.20	336.70	1,283.22
一般公共预算收入（亿元）	81.67	24.66	48.30	52.73
经调整的所有者权益合计（亿元）	141.65	272.95	161.74	173.69
总资本化比率（%）	58.82	59.52	55.08	58.42
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.71	0.22	1.12	1.09

注：扬经开系“扬州经济技术开发区开发（集团）有限责任公司”的简称，“淄博高新国投”为“淄博国有资本投资有限公司”简称，“南通高新”为“南通高新控股集团有限公司”简称。

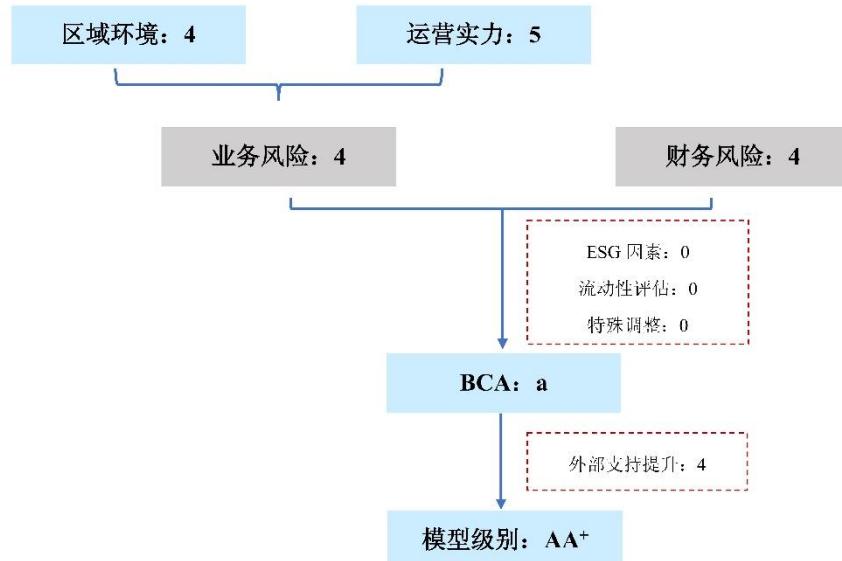
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## ● 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 张经 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/28	8	8	2022/02/24-2025/02/24	-

## ● 评级模型

张家港经开区控股集团有限公司评级模型打分(2023\_01)



## ● 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险:

中诚信国际认为，作为张家港经开区内重要的城市基础设施建设、土地开发整理和安置房建设等业务运营主体，张经开控股保持强的区域专营性和业务持续性，但公司的业务回款依赖财政安排，资金回收存在一定滞后；且公司安置房及土地开发整理等业务后期仍有较大的投资计划，将面临一定的资本支出压力；此外，公司股权投资集中度高，需对未来项目退出情况予以关注。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对张经开控股个体基础信用等级无影响，张经开控股具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和中等的财务风险。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为，随着主营业务的开展和对外投资的增加，跟踪期内，公司资产规模呈增长趋势，但应收款项和基建成本占比比较大，影响资产流动性，整体资产质量一般。公司经营活动现金流与经开区管委会财政安排相关，经营获现能力有限，无法满足投资支出的缺口，对外部融资依赖度较高，杠杆比率有所增加。

### ■ 外部支持:

中诚信国际认为，张家港经开区具备强劲的经济财政实力和增长能力，经开区政府对公司有强的支持能力。张经开控股系张家港经开区重要的城市基础设施建设、安置房建设和土地整理业务运营主体，经开区政府对其支持意愿强，公司成立以来持续获得政府在业务、资金等方面的支持。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 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

根据公司发布的《张家港经开区控股集团有限公司公司债券年度报告（2022 年）》，截至 2022 年末，“22 张经 01”已按照募集说明书约定，在募集资金扣除发行费用后全部用于偿还公司债券“21 张经 D1”本金。

## 重大事项说明

跟踪期内，公司控股股东由张家港经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）变更为张家港经开区国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“张经开国投”）。张经开国投前身系张家港经开区（杨舍镇）区镇下属公司张家港华夏新能源科技有限公司，成立于 2015 年 12 月，张经开国投初始注册资本为 10 亿元。2022 年 11 月 24 日，为更好地整合区域资源，经开区管委会将公司 100% 股权划转至张经开国投。股东变更后，公司股权层级有所下移，但原有职能定位未受到影响，作为张经开国投下属最重要子公司继续负责张家港经开区城市基础设施建设、土地开发整理、安置房建设、对外股权投资等业务运营。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

## 区域环境

张家港市为苏州市所辖县级市，以境内天然良港——张家港而命名，张家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。全市总面积 999 平方公里，其中陆域面积 777 平方公里，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（金港街道、后塍街道、德积街道）、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。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%。

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。从 1994 年至今，张家港市综合实力一直位居全国百强县（市）前列，2022 年实现地区生产总值 3,302.4 亿元，同比增长约 1.3%。

表 1：2022 年苏州市下辖区县经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
苏州全市	23,958.34	-	18.65	-	2,329.18	-
昆山市	5,006.66	1	23.71	2	430.18	1
工业园区	3,515.61	2	30.56	1	387.40	2
<b>张家港市</b>	<b>3,302.40</b>	<b>3</b>	<b>22.93</b>	<b>3</b>	<b>219.07</b>	<b>3</b>
常熟市	2,773.97	4	16.45	6	220.00	5

吴江区	2,331.97	5	14.96	7	226.06	4
苏州高新区(虎丘区)	1,766.17	6	21.03	4	182.06	7
太仓市	1,653.57	7	19.71	5	177.80	8
吴中区	1,590.17	8	11.35	9	210.39	6
相城区	1,105.32	9	12.24	8	145.68	9
姑苏区	912.50	10	9.58	10	61.84	10

注：部分地市的人均GDP系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和合理的产业结构为张家港市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算收入稳步提升，自给度较高，税比较高且保持稳定；政府性基金收入是张家港市政府财力的重要补充，近年来持续增长。2022年，受组合式税费支持政策叠加经济下行反复等多重因素影响，全市完成一般公共预算收入219.07亿元，还原留抵退税后同口径收入254.78亿元，同比下降5.8%，主要系当年钢铁、房地产等行业税收规模降幅较大；同年完成政府性基金收入144.36亿元，受土地市场遇冷影响，同比下降22.2%。再融资环境方面，张家港市广义债务率处于苏州市中上游水平，但区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

**表 2：近年来张家港市地方经济财政实力**

项目	2019	2020	2021	2022
GDP(亿元)	2,547.26	2,686.60	3,030.21	3,302.40
GDP增速(%)	6.1	3.9	8.0	1.3
人均GDP(万元)	21.60	21.22	21.08	22.87
固定资产投资增速(%)	12.5	20.0	5.4	-1.7
一般公共预算收入(亿元)	247.00	250.30	264.13	219.07
政府性基金收入(亿元)	134.12	168.38	185.46	144.36
税收收入占比(%)	86.16	83.10	84.44	79.79
公共财政平衡率(%)	111.25	107.29	108.07	95.19

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%；2、2022年税收收入占比为往期同口径。

资料来源：张家港财政局，中诚信国际整理

张家港经开区成立于1993年，于2008年9月与张家港市杨舍镇实行一体化管理，2011年升级为国家级经开区，区域面积153平方公里，总人口53万人，户籍人口28万。经过多年的开发建设，经开区初步形成了以半导体、绿色能源、智能装备三大主导产业为核心，以国际商贸、服务外包、软件动漫、总部经济等现代服务业为特色的现代产业体系，区内引进以彩虹玻璃基板、骏马钢帘线等为主的“新材料”企业，以爱康集团、张家港永能光电为主的新能源企业，以光束汽车、采埃孚为主的汽车制造企业，形成了较好的产业聚集优势。

经济及财政实力方面，依托区位优势和较好的产业基础，近年来张家港经开区地区生产总值保持较好的上升趋势。2022年，张家港经开区实现地区生产总值1,250.69亿元，按可比价同比增长2.0%；财政方面，受留抵退税等政策影响，2022年经开区财政税收收入同比大幅减少，但财政平衡率仍保持较高水平。此外，经开区土地出让收入保持平稳的增长趋势，政府性基金收入为财政实力提供较好的补充。总体来看，得益于经开区内骨干企业的稳定发展，经开区经济和财力仍保持较强活力，为公司发展提供了良好外部环境。再融资环境方面，张家港经开区广义债务率处于全国中下游水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，债券市

场发行利差普遍低于全国平均水平，净融资额仍呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 3：2020~2022 年经开区经济及财政情况（亿元）

	2020	2021	2022
地区生产总值	1,019.90	1,156.08	1,250.69
固定资产投资	298.02	312.62	-
一般公共预算收入	101.47	109.32	81.67
税收收入	97.28	104.63	77.51
政府性基金收入	12.42	13.06	15.85
公共财政平衡率（%）	256.24	256.26	258.20

资料来源：公司提供

## 运营实力

中诚信国际认为，公司仍作为张家港经开区重要的城市基础设施建设主体，从事土地开发整理和安置房建设等业务，保持很强的业务竞争力；经开区内待开发面积较大，公司在建及拟建工程规模较大，主要业务运营模式和对手方保持稳定，业务持续性和稳定性较好，此外，公司亦能通过对外投资获得一定的投资收益。但值得注意的是，公司工程业务面临较大的资金支出压力，同时项目回款进度取决于财政安排，存在一定不确定性。

表 4：2020 年~2023 年 3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
安置房业务	7.18	61.83	0.60	4.62	42.82	1.03	5.38	39.39	0.86	0.56	5.23	-84.12
工程施工业务	1.93	16.60	2.75	5.05	46.80	2.89	2.69	19.69	2.50	--	--	--
钢料贸易业务	--	--	--	--	--	--	3.93	28.77	0.46	5.73	53.65	0.50
房地产开发业务	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2.86	26.74	-0.52
其他业务	2.50	21.57	97.42	1.11	10.29	91.90	1.66	12.15	52.60	1.54	14.38	83.06
<b>营业收入/毛利率</b>	<b>11.61</b>	<b>100.00</b>	<b>21.85</b>	<b>10.79</b>	<b>100.00</b>	<b>2.05</b>	<b>13.66</b>	<b>100.00</b>	<b>7.36</b>	<b>10.69</b>	<b>100.00</b>	<b>7.67</b>

注：1、其他业务收入主要包括股权投资、租金等业务收入。2、2023 年 1~3 月公司房地产开发业务收入主要系子公司宿迁市悦丰开发建设有限公司出售张家港大厦居住楼和商业楼，目前项目已出售完成，该业务收入不具备可持续性。3、公司钢料贸易为公司 2022 年 3 月设立张家港市悦丰再生资源有限公司（现已更名为“张家港市悦丰绿能科技有限公司”，以下简称“悦丰绿能”）从事废钢等材料的贸易业务。经开区管委会对下属国资公司进行业务资源调整规划，公司于 2023 年 4 月将悦丰绿能全部转让至张经开国投，后期公司将不再从事贸易业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 土地开发整理（工程施工）板块

公司是经开区内重要的土地开发整理主体，业务开展与园区未来规划紧密度较高，区域垄断优势明显，但面临较大的资本支出压力。

跟踪期内，公司土地整理业务运营主体和运营模式未发生变化，仍由公司本部和子公司张家港生态科技城发展有限公司（以下简称“生态科技城”）按照经开区经济发展情况及规划建设的总体要求，对区域内的相关土地进行整理开发。

业务经营方面，公司土地整理业务已完工结算项目主要包括张家港新能源产业园、旺西路西延项目等，跟踪期内土地整理业务收入主要来自前期完工项目结转。2020 年~2023 年 3 月累计投资

9.40 亿元，确认收入为 9.67 亿元，已全部实现回款。同时，截至 2022 年末，公司土地整理业务前期形成的其他应收款项已全部回收到位。目前公司土地整理业务经营重点为城北新城和沙洲湖科创园地块的开发，随着开发进程的不断完善，经开区内土地整理节奏有所放缓，但仍保持一定规模的资金支出需求，截至 2023 年 3 月末，公司计入“在建工程”科目的土地整理项目累计已投资 35.37 亿元。拟建项目方面，公司土地整理业务与经开区土地规划紧密相关，业务运营根据经开区规划确认在建及拟建项目的推进节奏，2023~2025 年，经开区拟整理的土地面积合计 5,900 亩。根据公司往期土地每亩开发成本估算，未来三年土地整理开发业务面临的资金需求约为 29 亿元，存在一定的资金支出压力。

**表 5：公司土地整理情况（亩、亿元）**

	2020	2021	2022	2023.1-3
土地整理面积	1,630	1,858	796	211
土地整理支出	8.42	9.59	4.11	1.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 6：公司主要在整理地块情况（亿元）**

项目名称	建设周期	已投资额
沙洲湖科创园东侧（51 号地块）	2020.05-2025.05	2.62
沙洲湖科创园南侧（55 号地块）	2019.08-2024.08	2.15
经开区福新路南侧（29 号地块）	2019.03-2024.03	1.23
市二中北校区西侧（60 号地块）	2019.05-2024.05	0.29

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 7：张家港经开区土地出让计划**

时间	出让土地面积（亩）
2023 年	2,000
2024 年	1,900
2025 年	2,000
<b>合计</b>	<b>5,900</b>

注：表中数据仅为初步规划，具体实施可能存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 安置房板块

**受财政结算进度影响，跟踪期内公司安置房业务收入规模有所上升，同时该业务在建拟建项目数量较多，业务持续性较好，但同时需关注未来资本支出压力。**

跟踪期内，公司仍承担区域内安置房建设任务，根据经开区管委会建设规划确定投资建设计划，实施主体为子公司张家港市悦丰投资开发建设有限公司（以下简称“悦丰投资”）。根据公司和经开区管委会签订的《委托投资建设拆迁安置房协议书》，由悦丰投资按照出让程序通过招投标形式从土地储备中心取得土地，并负责安置房项目的投资建设，跟踪期内业务模式未发生变化。

业务运营方面，在开发建设持续推进背景下，张家港经开区内仍保持着较大的拆迁安置需求。2019 年以来，公司主要已完工安置房项目总投资 36.83 亿元，已投资和计划总销售额规模较大。

跟踪期内，公司安置房销售去化进程有所加快，已销售部分资金回收情况良好，但整体仍存在较大的去化压力。在建和拟建项目方面，公司主要在建项目包括振兴花苑三期、北街花苑等，仍需投入资金 16.51 亿元，同时拟建安置房项目为福东苑西区二期和南新花苑四期，预计未来仍需投

入资金 10.98 亿元，公司仍有较大的资金支出需求。整体看，公司大部分在建安置房项目集中于 2023 年完工，拟建项目亦计划于 2023 年 4 月开工，需关注公司短期内存在的出资压力和完工安置房后续出售情况。

**表 8：截至 2023 年 3 月末公司主要已完工安置房项目情况（亩、万平方米、套、亿元）**

项目名称	占地面积	建筑面积	房屋套数	总投资	预计总销售额	已销售额
北海花苑三期	18.0	3.00	170	0.75	0.83	0.38
福新花苑二期	35.0	5.86	378	3.25	3.58	2.47
勤星花苑一期	37.0	6.28	528	3.25	3.58	2.36
西溪花苑三期	50.0	8.88	552	3.15	4.45	1.76
李巷花苑二期	6.0	0.70	50	0.21	0.23	0.11
兴东花苑五期	31.7	5.00	280	1.50	1.65	0.81
北海花苑四期	24.4	6.02	420	2.17	2.83	2.62
学府花苑二期	54.0	8.35	528	3.00	3.87	3.28
福新苑三期	40.0	6.50	424	1.95	2.15	1.40
塘市花苑五期	23.0	4.50	302	1.35	1.81	1.46
新民花苑三期	64.5	9.60	600	2.92	4.59	1.40
振兴花苑二期	81.0	7.57	432	2.02	3.63	1.23
福东苑西区	148.0	17.00	1300	10.02	11.02	1.44
兴东花苑四期	32.0	4.04	300	1.29	1.42	0.18
<b>合计</b>	<b>644.60</b>	<b>93.30</b>	<b>6,264</b>	<b>36.83</b>	<b>45.62</b>	<b>20.89</b>

注：合计数误差主要系四舍五入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 9：截至 2023 年 3 月末公司主要在建安置房项目情况（万平方米、套、亿元）**

项目名称	建筑面积	房屋套数	总投资	累计投资	预计完工时间
振兴花苑三期	13.38	836	4.80	1.87	2023.05
新庄花苑二期	9	521	2.43	0.84	2024.11
李巷花苑二期	2.5	150	0.75	0.51	2023.12
李巷花苑三期	12	769	3.60	0.89	2023.12
北街花苑	12.64	776	4.50	2.02	2023.04
勤星苑二期	10.44	616	3.70	1.42	2023.06
南新花苑三期	8.4	590	2.49	1.25	2023.05
李巷花苑四期	7.24	474	3.21	0.17	2025.07
<b>合计</b>	<b>75.6</b>	<b>4,732</b>	<b>25.48</b>	<b>8.97</b>	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 10：截至 2023 年 3 月末公司拟建安置房项目情况（万平方米、套、亿元）**

项目名称	建设面积	房屋套数	预计总投资	已投资金额	建设周期
福东苑西区二期	25.0	1,556	10.00	4.00	2023.04~2025.07
南新花苑四期	11.9	620	5.00	0.02	2023.04~2025.07
<b>小计</b>	<b>36.9</b>	<b>2,176</b>	<b>15.00</b>	<b>4.02</b>	--

注：南新花苑已投资金额为前期规费，福东苑西区已投资金额为预付土地款。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 基础设施建设板块

公司负责经开区内全部的基础设施建设项目，业务量较多且较为分散，承接较有保障，但项目沉淀资金较多，需关注结算和回款情况。

跟踪期内，公司基础设施建设业务经营模式未发生变化，在工程项目实际执行中，公司仍将基础设施建设成本计入在建工程科目，于每年年末根据财政支付计划转入其他应收款，作为对经开区管委会的应收款项。

业务运营方面，公司基础设施建设项目数量较多且金额分散，跟踪期内公司计入在建工程的基建业务成本持续增长。截至 2023 年 3 月末，公司主要已完工基建项目总投资 44.95 亿元，已结算回款 35.31 亿元，剩余款项预计于三年内回款到位。公司在建项目以厂房改造、污水管网工程等为主，未来仍需投资 9.60 亿元。总体看，公司作为经开区内重要的基础设施建设主体，在区域建设中发挥重要作用，业务经营与经开区管委会关联度较高，但项目回款取决于财政资金安排，存在一定不确定性，形成较大规模的资金沉淀。

**表 11：公司已完工基础设施建设项目情况（亿元）**

项目名称	总投资额	已结算额	竣工时间
给排水工程-东莱等片区管道敷设改造工程	3.47	3.38	2016.01
环境绿化工程-绿地养护、树木移植等绿化工程	2.24	2.14	2016.01
道路桥梁工程-道路桥梁延伸改造、路灯安装等工程	3.90	3.90	2016.02
电力工程-老沙锡路、福新路等路段配电、电力线路迁移	1.52	1.52	2016.01
其他基建工程-新光汽配、澳洋呢绒等项目片区配套工程	5.80	5.80	2016.03
新乘花苑二期工程	2.00	1.50	2018.06
福新桥及连接线工程	1.15	1.15	2018.05
塘市中小学（中学部）	1.50	1.50	2019.03
塘市中小学（小学部）	1.19	1.19	2019.03
华灿光厂区二期土地平整	0.79	0.79	2018.11
彩虹蓝领公寓	1.00	0.99	2020.03
创业园公寓 1-4#	1.30	1.30	2020.06
福前小学工程	1.50	1.50	2020.08
加特可厂房改造项目	1.20	0.78	2021.06
汤联白领公寓一期 2.5.6#楼	1.50	0.87	2021.08
环境绿化工程-东莱黎明中心河绿化工程	2.61	1.69	2021.08
道路桥梁工程-新沙河生态廊道景观桥梁等工程	3.54	1.42	2021.12
电力工程-老沙锡公路配电等工程	1.37	0.55	2021.12
给排水工程-国泰北路东侧排水沟等工程	2.27	0.91	2021.01
日本汽车零部件标准型厂房项目	2.09	0.83	2021.12
创业园公寓 3 号楼装修工程	0.60	0.24	2021.12
新沙河（西塘公路-虎泾口）河两侧绿化工程	2.40	0.96	2022.06
<b>合计</b>	<b>44.95</b>	<b>35.31</b>	--

注：合计数误差主要系四舍五入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 12：公司在建基础设施建设项目情况（亿元）**

项目名称	总投资额	已投资额	建设期间
加特可厂房改造项目二期	5.40	5.38	2020.01-2022.12
新能源汽车产业基地项目	2.30	2.15	2019.12-2022.12
张家港市城东区域污水管网工程	1.86	1.22	2021.01-2023.08
棋杆路（南湖路-老沙锡路）两侧景观绿化工程	2.91	2.60	2020.12-2022.12
彩虹路北侧 110KV 线路迁改工程	1.44	1.36	2021.04-2022.10
易华润新材料研发中心生产基地迁建项目地块“九通一平”专项工程	1.71	1.07	2021.06-2023.06
经开区南泾河跃进河整治工程	1.39	0.87	2021.06-2023.06
晨阳太宇圩滨河绿化廊带（旧公园改造）工程	0.65	0.54	2021.06-2022.12
杨舍老镇政府改造项目	1.25	0.39	2021.09-2023.12
东横河（国泰路-百桥路）景观廊道工程	0.60	0.50	2021.07-2022.12
经开区市政污水管道工程	0.75	0.45	2021.07-2023.06
恩斯克 35KV 进线工程	0.45	0.37	2021.09-2022.12
“科堡项目配套工程(东升路)”	0.03	0.02	2021.10-2023.05
下穿南沿江城际通道（晨阳、东莱 4 个通道，总面积 13,166 平方米）	0.39	0.23	2021.07-2022.12
下穿南沿江城际通道（智慧科学城 5 个通道，总面积 18,087 平方米）	0.75	0.44	2021.07-2023.12
公厕革命	0.42	0.37	2021.11-2022.12

东横河（百桥路-西二环）景观廊道工程	0.13	0.08	2021.10-2023.06
金塘路休闲廊带（金港大道-南湖路）景观绿化工程	0.17	0.10	2021.11-2023.06
经开区 2021 年人行道改造提升工程	0.22	0.12	2021.12-2023.08
光束汽车 110KV 进线和保安电源 10KV 新建通道工程	0.48	0.24	2022.03-2023.06
2020-2021 年经开区市政道路桥梁养护及道口开设工程	0.26	0.08	2022.01-2023.06
天棚电源有限公司 35KV 变电站增容工程（外部）	0.72	0.17	2022.04-2023.12
110KV 易华进线工程	1.06	0.25	2022.09-2024.03
晨阳集镇区排水达标区创建排水管网改造工程	0.99	0.10	2022.09-2024.06
杉金光电技术（张家港）有限公司新装 500KVA 临变工程	1.46	0.24	2022.07-2024.12
2021-2022 年度经开区污水管道疏通工程	1.10	0.13	2022.09-2024.12
新建标准厂房	0.52	0.36	2020.09~2024.12
<b>合计</b>	<b>29.41</b>	<b>19.81</b>	--

注：合计数误差主要系四舍五入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 股权投资板块

**公司在经开区管委会引导下进行对外投资，已初具规模，但所投项目投资周期较长，短期内收益仍有限，且单一项目占比较大，需关注未来项目退出和收益实现情况。**

公司对外股权投资的运营主体主要为子公司张家港市悦丰金创投资有限公司（以下简称“悦丰金创”），悦丰金创为张家港经开区最重要的国有创新型投资平台，系经开区管委会为了便于区（镇）招商引资、对外投资工作的开展而专门成立的投资公司，主要从事股权投资、支持落地项目以及提供其他企业经济服务，通过政府引导、市场机制和金融创新等一系列举措，实现国有资本平台运作的市场化和专业化，推动国有资本的高效配置和流动，战略地位显著。

业务运营方面，悦丰金创建立了较为完善的投资管理和风险控制机制，主要通过直接投资和基金投资两种形式开展股权投资业务，围绕张家港经开区重点培育的“3+4”<sup>1</sup>现代产业体系开展投资，其中产业直投对象主要为种子期或成长期项目，被投企业展业区域集中于张家港经开区。悦丰金创依托区域内信息优势和项目资源优势，通过与基金投资联动、政府指导以及自主挖掘等方式发现潜在项目，以自有资金投资于区域内企业，后续通过被投资企业未来上市、被上市公司并购、转让第三方、股东回购等方式实现退出。基金投资方面，悦丰金创则参与了不同阶段和产业方向的市场化基金出资，在基金投资的项目实现退出后按出资份额获得收益分配。

具体投资看，公司在投项目集中于芯片、集成电路、光电与半导体以及氢能源等行业，投资阶段以种子期和成长期为主，对所投项目持股比例均未超过 50%，且单笔投资金额低于 2,000.00 万元的投资笔数超过 80%；但公司前五大产业直投项目的总投资额占其直投总额的比重高达 98.93%，投资对象主要为杉杉集团有限公司<sup>2</sup>（以下简称“杉杉集团”）、苏州晶台光电有限公司等，且最大单一投资标的（杉杉集团）在投资组合中的占比超过 50%，集中度较高，存在一定投资风险。基金投资方面，公司主要作为 LP 对市场化基金进行出资。此外，非上市公司股权投资在公司资产中占比较高，资产流动性较弱。截至 2023 年 3 月末，公司投资基金大部分处于投资期，跟踪期内

<sup>1</sup> “3”是智能装备、新能源汽车和光电半导体，“4”是航空航天、氢能、新经济及医药产业。

<sup>2</sup> 公司第一大产业直投对象，其与张家港经开区、全球偏光片头部企业韩国 LG 化学合资合作 LCD 偏光片生产基地项目，截至 2022 年 6 月末已完成出资 35.00 亿元，投资方式为公司入股杉杉集团，杉杉集团将该资金定向增资宁波杉杉股份有限公司（以下简称“杉杉股份”），杉杉股份再对项目公司杉金光电（苏州）有限公司以增资方式取得其 70% 股权。该项目总投资 30 亿元，用地约 154 亩，拟投建 1 条全新 1490mm 宽幅和 1 条全新 2250mm 超宽幅 LCD 用偏光片生产线，已于 2021 年 12 月开始主体厂房施工，2022 年四季度完成主体厂房建设，2023 年一季度试生产，达产后预计将年产 5,000 万平方米 TFT-LCD 用偏光片。

实现投资收益约 0.8 亿元，主要来自投资对象义乌和谐锦弘股权投资合伙企业（有限合伙）、张家港博华创业投资合伙企业（有限合伙）等项目的收益分配。

**表 13：截至 2023 年 3 月末悦丰金创在投产业直投项目情况（%、万元）**

行业	项目名称	投资阶段	持股比例	投资金额	累计减值	退出情况
	华引芯（武汉）科技有限公司	种子期	1.47	500.00	--	--
芯片、集	张家港数字沙洲产业发展有限公司	种子期	50.00	500.00	--	--
成电路、	张家港市集成电路产业发展有限公司	种子期	20.00	50.00	--	--
大数据	华引芯（张家港）半导体有限公司	种子期	17.50	1,050.00	-0.84	--
	苏州闻颂智能科技有限公司	种子期	26.67	1,000.00	-185.39	
	深圳市巴科光电科技股份有限公司	种子期	14.29	5,500.00	-166.85	--
	苏州锴威特半导体股份有限公司	种子期	0.95	1,000.00	--	--
光电与半导体	苏州恒嘉晶体材料有限公司	种子期	1.34	400.00	--	收回 1,600.00 万元本金， 实现收益 245.52 万元
	深圳市晶台股份有限公司	成长期	5.46	7,040.00	-2,414.77	--
	苏州晶台光电有限公司	成长期	17.24	25,000.00	--	--
	杉杉集团有限公司	成长期	16.23	350,000.00	--	--
	苏州市氢能产业创新中心有限公司	成长期	55.00	5,500.00	--	--
	中科洁净能源创新研究院苏州有限公司	种子期	13.75	250.00	-12.00	--
	上海骥翀氢能科技有限公司	种子期	1.52	1500.00	--	--
氢能源	江苏国富氢能技术装备股份有限公司	种子期	0.32	1,000.00	--	--
	江苏铧德氢能源科技有限公司	种子期	14.81	700.00	122.80	收回 50.00 万元本金，未 实现收益
	江苏合志新能源材料技术有限公司	种子期	6.00	165.00	--	--
	张家港悦丰氢能科技有限公司	成长期	100.00	3,750.00	--	
<b>合计</b>		--	--	<b>404,905.00</b>	<b>-2,657.05</b>	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 14：截至 2023 年 3 月末悦丰金创在投基金项目情况（亿元、%）**

基金名称	基金管理人	成立时间	基金期限	总规模/实缴规模	公司认缴比例	公司认缴规模	公司实缴规模
张家港悦金产业投资基金 合伙企业（有限合伙）	南京大唐泰科投资 管理有限公司	2018/03/21	4+4+1+1	6.00/6.00	75.03	4.50	4.50
义乌和谐锦弘股权投资合 伙企业（有限合伙）	西藏锦凌创业投资 管理有限公司	2017/06/02	5+2+1+1	108.02/108.02	7.41	8.00	8.00
张家港博华创业投资合伙 企业（有限合伙）	北京博华资本有限 公司	2018/06/06	4+4+1+1	20.00 /19.76	10.00	2.00	2.00
张家港市惠科股权投资合 伙企业（有限合伙）	中信聚信（北京） 资本管理有限公司	2020/08/25	4+3+1+1	6.02 /6.02	11.62	0.70	0.70
苏州国发苏创科技创业投 资企业（有限合伙）	苏州国发资产管理 有限公司	2018/04/27	9+1	4.19 /4.18	9.91	0.42	0.42
张家港智创高新技术产业 基金合伙企业（有限合伙）	南京大唐泰科投资 管理有限公司	2019/08/07	3+2	4.00/2.00	24.99	1.00	0.50
韩投（张家港）股权投资合 伙企业（有限合伙）	韩投伙伴(上海)创业 投资管理有限责任 公司	2019/12/16	5+3+1+1	5.00/5.00	45.00	2.25	2.25
苏州芯动能科技创业投资 合伙企业（有限合伙）	北京芯动能投资管 理有限公司	2020/04/22	4+4+1+1	12.50/12.20	16.00	2.00	2.00
<b>合计</b>		--	--	<b>165.73/163.18</b>	--	<b>20.87</b>	<b>20.87</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，随着项目建设的推进和对外投资的扩张，公司资产规模保持增长，但存货和其他应收款规

**模较大，资产流动性不足；公司业务经营和投资活动对外部融资依赖较大，财务杠杆率不断提高，EBITDA 对债务本息覆盖能力较弱，偿债指标有待改善。**

## 资本实力与结构

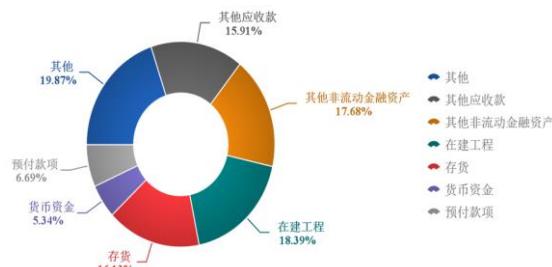
**公司承担区域内重要的工程项目建设任务和对外投资任务，跟踪期内资产规模持续扩张，以工程投入和投资支出为主，其中工程投入成本结算和款项回收依赖经开区管委会财政安排，以非上市股权为主的投资标的流动性较弱，整体来看，公司资产收益性尚可，但流动性不足，资产质量一般。**

作为张家港经开区内重要的基础设施建设等项目主体和主要的国有资产运营主体，公司地位突出，近年来匹配经开区开发规划和产业战略发展，积极参与项目建设和对外投资。跟踪期内，在安置房、代建项目集中建设和对杉杉集团等投资项目出资增加的推动下，公司加大融资规模，资产规模保持快速增长趋势。

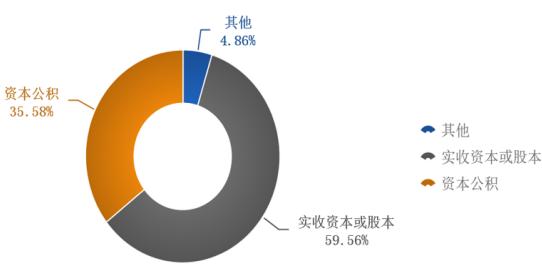
公司资产以业务经营形成的工程建设成本（存货及在建工程）、应收类款项、预付款项和对外投资成本为主，流动资产和非流动资产占总资产比重相近，且公司未来仍将保持这一业务布局，预计资产结构将保持相对稳定。公司保有一定规模的货币资金用于日常经营和债务偿付，截至 2023 年 3 月末，货币资金规模为 21.99 亿元，其中 6.60 亿元为使用受限的银行承兑汇票保证金。公司存货主要系安置房建设和土地整理成本<sup>3</sup>，规模随着经开区开发进程推进呈快速增长趋势，但结算和回款进度滞后，对资产流动性造成一定影响。同期末，公司其他应收款规模为 65.53 亿元，主要应收对象为经开区管委会和其下属国资企业，其中应收张家港市经济开发区财政局款项占总体其他应收款规模的 65.33%，款项包括基建项目款项和其他往来款，回收具有保障，但具体回收节奏仍取决于财政资金安排，形成较大的资金占用。公司期末预付款项规模为 27.58 亿元，主要系对经开区内预计成立的新能源产业基地扶持基金预付款项，未来将根据经开区规划用于新能源产业基地投资。非流动资产方面，因将承接的基础设施建设项目业务成本计入在建工程科目，2022 年末公司在建工程规模为 69.68 亿元，规模较大且回款存在滞后，对其资产变现能力造成一定影响；近年来公司对外投资规模快速增加，但投资对象以非上市公司股权和基金为主，相关资产难以在短期内变现，目前投资业务收益主要来自基金投资形成收益分配<sup>4</sup>。此外，公司还拥有经开区内馨苑度假村、华夏再制造产业园等多个租赁物业资产，同时近年来拓展购入区外虹桥商业广场等商业物业，租金收入呈上升趋势，资产收益性亦有所提升。整体看，公司资产收益性尚可，但流动性不足，资产质量一般。

<sup>3</sup> 截至 2023 年 3 月末，公司存货规模 66.45 亿元，其中约 35 亿元为安置房建设成本，约 30 亿元为土地整理及配套基础设施建设成本。

<sup>4</sup> 2020 年~2022 年，公司业务收入中投资收益规模分别为 1.79 亿元、0.33 亿元和 0.63 亿元。

**图 1：截至 2023 年 3 月末公司资产分布情况**


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**图 2：截至 2023 年 3 月末公司权益情况**


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

所有者权益方面，公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，跟踪期内公司自有资本实力基本保持稳定。负债方面，如前所述，由于近年来安置房建设、土地整理等业务进入集中建设期，同时投资业务规模亦不断扩展，公司保持较大规模的资本支出需求，持续加强债务融资力度，公司负债规模呈快速增长趋势，财务杠杆率亦不断攀升。基于后续安置房等业务仍存在较大的投资需求，预计公司债务规模将继续增长。

**表 15：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）**

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	275.31	334.98	407.60	411.99
非流动资产占比	56.67	53.22	52.47	52.51
经调整的所有者权益合计	148.76	140.73	141.65	141.04
资产负债率	45.97	57.99	65.25	65.77
总资本化比率	43.40	55.73	58.82	58.83

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

公司收到往来款净流入规模持续增加，2022 年经营活动现金流由净流出转为净流入，但公司对外投资和偿还存量债务仍主要依赖外部融资，需关注融资监管政策变化等因素对其融资能力的影响。

近年来公司收入规模受业务结算周期影响呈现波动，同时土地整理和安置房业务回款节奏有所放缓，销售商品、提供劳务收到的现金规模持续缩减，且现金流入降速较快，收现比亦呈现下降趋势。2022 年，公司收现比小于 1，收入质量一般并呈弱化趋势。

公司经营活动净现金流主要受项目建设收支、与其他与经营活动有关的现金收支影响，2020 年以来，公司收到经开区管委会往来款现金流入规模保持增长趋势。受此影响，2022 年公司经营活动现金流表现较大规模的净流入状态，经营获现能力有所增强。2023 年一季度，公司安置房等建设业务产生的购买商品、接受劳务支付的现金规模较大，但由于项目回款集中于年末，当期经营活动现金净流出规模较大。

近年来公司积极发展投资业务，持续推行租赁物业购置和代建项目投资，并保持较大规模的对外投资支出，但基金等股权投资尚未进入回报期，投资活动现金流入规模依然较小，近三年公司投资活动现金流呈现持续的净流出状态。根据公司自身发展计划及投资业务的定位，预计未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

如前所述，公司经营活动获现能力有所增强，但投资支出现金保持较大规模，叠加债务偿还金额逐年快速增长，进一步加剧了公司对外部融资的需求。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，近年来债券发行规模和借款金额规模皆呈上涨趋势，短期债券融资发行在债务到期接续中作用提升明显。整体看，公司在资本市场的再融资能力尚可，但仍需关注其短期债券的到期承接情况和融资监管政策变化等因素对其融资能力的影响。

**表 16：近年来公司现金流情况（亿元、X）**

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-28.85	-3.70	11.90	-10.03
投资活动产生的现金流量净额	-31.96	-28.87	-23.18	-3.93
筹资活动产生的现金流量净额	40.99	46.83	18.19	-0.21
现金及现金等价物净增加额	-19.82	14.25	6.90	-14.17
收现比	1.67	1.06	0.77	0.89

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**跟踪期内，随着建设业务的发展和对外投资的增多，公司债务持续上升，且随着公司前期业务形成的债务进入偿债高峰期，公司近两年面临较大的即期债务偿付压力；公司 EBITDA 无法对利息支出形成有效覆盖；得益于往来款的净流入，公司经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力有所提升。**

如前所述，随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升。公司债务以银行借款、债券发行为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，债务类型及渠道较多元；但随着存量债务临近到期，公司近两年均面临较大的还本付息压力，需关注债务到期承接情况和公司融资能力的稳定性。

**表 17：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）**

	金额	1 年以内	1~2 年	3 年及以上
银行借款	95.44	29.49	11.56	54.39
债券融资	100.70	33.5	32.2	35.00
<b>合计</b>	<b>196.14</b>	<b>62.99</b>	<b>43.76</b>	<b>89.39</b>

注：以上债务统计口径不含应付票据。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 构成主要为业务经营产生的利润总额和费用化的利息支出。近年来利润总额受营业收入和长期股权投资收益影响呈现一定下滑，利息支出规模则随着债务的扩张快速增长，带动整体 EBITDA 规模呈现增长趋势，但 EBITDA 对利息覆盖能力始终较弱。此外，2022 年受益于往来款流入规模的增长，公司经营性活动净现金流对利息覆盖能力显著增强，但该资金流入依赖经开区管委会资金安排，需关注经营性现金流的稳定性。

**表 18：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）**

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	114.08	177.19	202.35	201.54
短期债务占比（%）	18.67	39.35	36.75	33.69
EBITDA	2.26	4.96	5.21	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.44	0.81	0.71	--

经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	-5.67	-0.60	1.63	--
---------------------	-------	-------	------	----

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产规模为 10.96 亿元，主要为受限的票据保证金 6.60 亿元、应收账款质押 9.41 亿元和抵押的无形资产及在建工程 1.55 亿元。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额为 39.36 亿元，占同期末净资产的比例为 27.91%，被担保企业皆为张家港经开区内国有企业，但担保规模较大，面临一定的或有负债风险。此外，截至 2023 年 3 月末，公司不涉及重大未决诉讼事项。

**表 19：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（万元）**

被担保对象	担保截止时间	担保金额
张家港市杨舍镇城乡一体化开发有限公司	2023.07	7,000
	2024.08	3,985
	2025.12	33,000
	2026.03	10,000
	2030.01	43,000
	2031.12	100,000
张家港市杨舍镇新型城镇化建设投资有限公司	2023.07	6,500
	2023.07	5,000
	2024.08	10,985
	2025.05	54,150
	2042.06	70,000
	2043.03	50,000
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>393,620</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《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 6 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>5</sup>

### 假设

——2023 年，公司仍作为张家港经开区重要的安置房建设、土地整理业务主体，各工程业务稳步推进。同时由于一季度贸易业务拓展的影响，预计公司全年整体营收将高于往年水平，但贸易业务盈利空间较小，预计公司全年盈利水平较往年基本保持稳定。

——2023 年，公司自营和经营性项目投资仍保持一定资金需求，新增股权投资规模较 2022 年有所下降。

——2023 年，随安置房建设，对外投资等业务的推进，公司债务规模将继续增长。

### 预测

<sup>5</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

**表 20：公司重点财务指标预测情况**

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率 (%)	55.73	58.82	54.30~66.37
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.81	0.71	0.57~0.85

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

## 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 15.39 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 189.93 亿元，尚未使用授信额度为 74.38 亿元，备用流动性规模尚可。此外，张家港经开区经济基础较好，且区内企业流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；作为张家港经开区重要的安置房建设、土地整理业务主体，公司可持续获得政府的资金支持。同时得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，截至 2023 年 3 月末，公司在手未使用批文额度包括 20.00 亿元的非公开定向债务融资工具发行额度、15.40 亿元的中期票据发行额度、10.10 亿元的超短期融资券发行额度以及 20.00 亿元的私募公司债发行额度等，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

公司流动性需求主要来自于项目建设和到期债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于在建及拟建的安置房项目、土地整理项目和拟出资的对外投资项目，资金需求约 25 亿元。此外，公司还面临一定的短期债务偿还压力，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 67.89 亿元（含应付票据），同时债务高企带来利息支出规模不断增长，预计公司未来一年利息支出规模将达 8 亿元左右。综上所述，公司未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖，但短期债务偿还对债券市场融资较为依赖，仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

## ESG 分析<sup>6</sup>

**中诚信国际认为，公司承担张家港经开区城市开发职能，战略定位清晰，公司治理和社会责任方面表现尚可，但环境治理和绿色可持续发展方面尚待观察。**

环境方面，公司的土地整理、保障房建设及基础设施建设业务可能会面临碳排放等环境风险，目前尚未受到监管处罚，在环境管理、资源管理、可持续发展和排放物管理等方面表现有待观察。

社会方面，公司通过健全员工管理，加强安全生产，近年未发生安全生产事故和员工劳动纠纷，未发生社会争议事件，同时公司承担经开区内基础设施建设、安置房建设等，在社会责任方面表

<sup>6</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

现尚可。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。公司治理结构和运行情况良好，业务发展的战略定位清晰，在公司治理方面表现尚可。

## 外部支持

**中诚信国际认为，张家港经开区政府对公司的支持能力强，主要体现在以下方面：**

张家港经开区于 1993 年经江苏省人民政府批准设立，2011 年升级为国家级开发区，与张家港城关镇杨舍镇实行“区镇一体”管理体制，近年来不断优化产业空间布局，先后引进了一系列世界级企业，发展质量和效益不断提升，近三年对张家港市全市 GDP 贡献超过 40%、一般公共预算收入贡献接近 40%，为其经济、财政实力增长提供了有力支撑。同时，张家港经开区整体债务状况良好，2022 年政府显性债务率 7.50%远低于国际 100%警戒标准，但考虑到区域内融资平台的隐性债务未纳入地方直接债务，未来仍需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

**同时，张家港经开区政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：**

- 1) 区域重要性强：公司是张家港经开区内重要的安置房建设、土地整理和基础设施建设主体，负责经开区内所有的安置房建设和土地整理任务，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度高：公司实控人为张家港经开区管委会，并根据经开区管委会规划承担安置房项目建设、重大基础设施项目投融资和对外投资任务，股权结构和业务开展均与当地政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得资本金注入、项目建设专项资金拨付、运营补贴等方面有良好记录。

**表 21：张家港经开区平台比较（亿元、%）**

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业收入	净利润	债券余额
张家港经开区国有资产投资运营集团有限公司	张家港经开区管委会 100%	张家港经开区内最重要的安置房建设、土地整理主体，同时负责对外投资、物业管理和服务等业务	--	--	--	--	--	--
子公司：张家港经开区控股集团有限公司	张经开国投 100%	具体负责张家港经开区内安置房建设、土地整理和对外投资等业务	407.60	141.65	65.25	13.66	1.06	98.70
张家港市杨舍镇资产经营公司	张家港市杨舍镇集体资产管理委员会 100%	负责经开区内拆迁安置资金归集，国有资产运营等	--	--	--	--	--	--

注：以上财务数据为 2022 年数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

**综上，中诚信国际认为，张家港经开区管委会对公司具有强的支持能力，同时对公司支持意愿强，可为公司带来强的外部支持。**

## 同行业比较

中诚信国际认为，张经开控股的外部经营环境强于淄博高新国投、扬经开，与南通高新相当，业务风险与可比公司无显著差异，财务风险处于中等水平，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，张家港经开区作为国家级经开区，区域内经济发展水平较高，且财政自给能力强。同时，张家港经开区在经济发展上与张家港市政府保持较好的联系，基于张家港经开区与市政府较好的协同性和其作为国家级经开区突出的职能定位，张家港经开区的行政地位与扬州经济技术开发区、淄博高新技术产业开发区和南通高新技术产业开发区相当。从经济财政实力、债务压力和市场融资环境综合来看，张家港经开区处于可比组较高水平。张经开控股与淄博高新国投、扬经开、南通高新均为经开区或高新区管委会实际控制的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对它们均有强或较强的支持意愿。

其次，张经开控股的业务风险与可比对象相比并无显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，同时公司的安置房项目建设和土地整理等核心业务发展突出，但也存在未来投资压力较大，项目资金平衡等问题。

然后，张经开控股的财务风险在同业中处于中等水平。公司财务杠杆水平与可比组相当，但资产及所有者权益规模在同业处于偏低水平。此外，公司即期偿债压力较大，但可用银行授信规模对债务覆盖能力尚可，公司本身畅通的再融资渠道可为降低财务风险提供一定支撑。

**表 22：2022 年同行业对比表**

	张经开控股	扬经开	淄博高新国投	南通高新
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	张家港经济开发区	扬州经济开发区	淄博高新技术产业开发区	南通高新技术产业开发区
GDP（亿元）	1,250.69	730.20	378.26	1,283.22
GDP 增速（%）	2.0	8.00	12.1	3.2
人均 GDP（万元）	22.25	--	15.81	16.04
一般公共预算收入（亿元）	81.67	24.66	48.00	52.73
公共财政平衡率（%）	258.20	--	118.21	100.00
政府债务余额（亿元）	8.43	--	113.80	48.73
控股股东及持股比例	张家港经开区国有资本投资运营集团有限公司 100.00%	扬州市政府 100%	淄博高新技术产业开发区财政局 100.00%	南通市人民政府 (南通高新技术产业开发区管理委员会履行出资人职责) 100.00%
职能及地位	作为张家港经开区重要的土地开发和基础设施建设主体，主要负责经开区范围内土地开发整理、安置房建设以及基础设施建设等业务。  定位为城市综合运营商。除传统土地平整和配套基建、道路、地下管网及安置房建设之外，重点聚焦工业地产开发、商业地产开发、科创地产开发和房地产开发等业务。		作为淄博高新区内唯一的基础设施建设国有资产管理主体，从事基础设施建设、土地整理、房地产（保障房、商品房）建设及水务运营等业务。	公司作为南通高新区最重要的开发建设投融资主体，负责南通高新区内的土地综合开发、基础设施建设、安置房开发建设等业务。
核心业务及收入占比	安置房建设	园 区 开 发	汽车销售 28.87%、 土地整理 41.78%	

	39.40%、工程施工 19.70%	73.78%、房屋开发 5.41%、商品销售 15.86%	出租 23.10%、工程建设 17.68%、贸易收入 7.88%、土地整理 7.72%	基础设施建设 40.19%、不动产租赁 8.64%、贸易业务 8.06%、安置房销售 0.47%
总资产(亿元)	407.60	754.17	613.60	445.79
经调整的所有者权益合计(亿元)	141.65	272.95	162.31	173.69
总债务(亿元)	177.85	401.26	252.41	244.51
总资本化比率(%)	58.82	59.52	60.86	58.54
营业总收入(亿元)	13.66	23.55	31.48	20.38
净利润(亿元)	1.06	1.76	2.67	2.01
EBITDA(亿元)	5.21	5.14	6.99	8.12
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.71	0.22	1.71	1.09
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	11.90	-61.08	25.24	-11.44
可用银行授信余额(亿元)	78.03	349.30	71.41	103.53
债券融资余额(亿元)	98.70	209.28	73.63	116.33

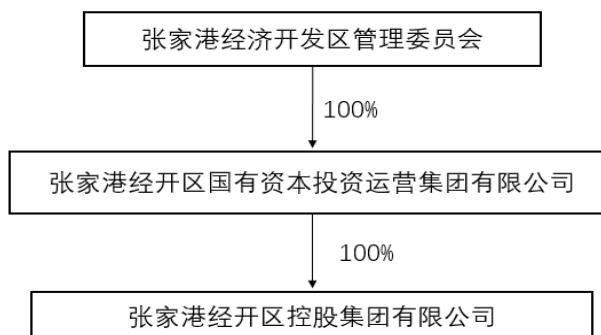
注：扬经开可用银行授信余额和债券融资余额为 2023 年 3 月末数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

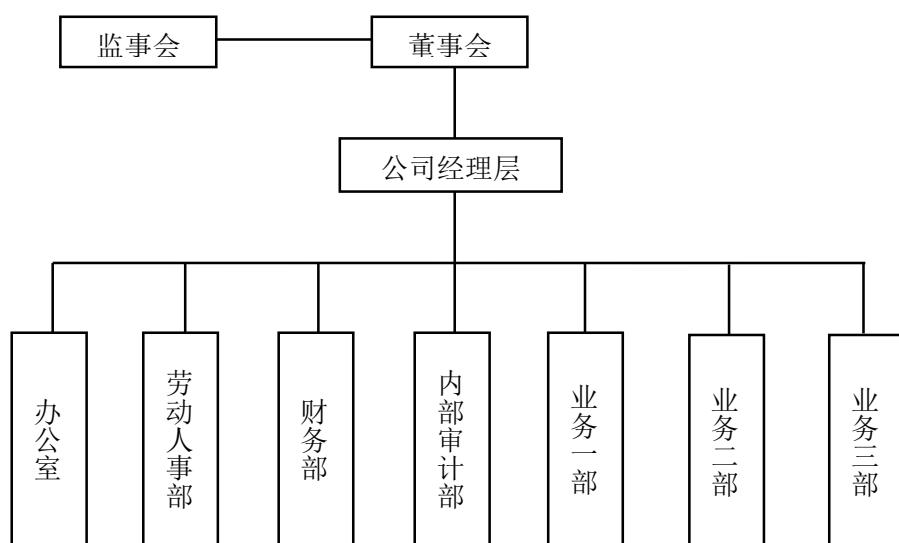
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持张家港经开区控股集团有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“22 张经 01”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

## 附一：张家港经开区控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



序号	一级子公司名称	业务性质	持股比例 (%)
1	张家港市悦丰投资开发建设有限公司	房地产开发	100.00
2	张家港市悦丰物业管理有限责任公司	物业	100.00
3	张家港市悦丰外商投资企业服务中心	服务	100.00
4	张家港生态科技城发展有限公司	国有企业	90.00
5	张家港市晨丰污水处理有限公司	污水处理	100.00
6	宿迁市张家港开发区投资开发建设有限公司	房地产开发	80.00
7	张家港市馨苑度假村	住宿餐饮	100.00
8	张家港经开区人力资源开发有限公司	服务	100.00
9	张家港市高薪投资发展有限公司	投资建设	100.00
10	张家港市科技苑有限公司	服务	100.00
11	张家港市高新技术创业服务有限公司	服务	100.00
12	张家港市沙洲湖创业投资有限公司	投资建设	100.00
13	张家港市悦丰金创投资有限公司	投资	100.00
14	张家港市悦祥新能源科技有限公司	研发	100.00
15	张家港华夏再制造产业投资发展有限公司	投资	100.00



资料来源：公司提供

## 附二：张家港经开区控股集团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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	91,748.28	294,780.06	360,807.18	219,874.06
非受限货币资金	83,248.28	225,780.06	294,807.18	153,874.06
应收账款	60,726.99	55,688.94	93,669.61	107,167.16
其他应收款	448,755.19	481,798.87	532,294.88	655,283.39
存货	448,473.68	536,075.34	642,161.41	664,514.04
长期投资	523,287.75	611,183.67	856,430.94	864,387.69
在建工程	543,569.97	650,648.74	739,328.02	757,523.81
无形资产	23,277.71	30,290.04	35,426.72	35,196.27
资产总计	2,753,122.01	3,349,848.55	4,075,985.13	4,119,899.54
其他应付款	90,544.17	129,048.24	294,322.20	343,636.73
短期债务	213,013.53	697,155.34	743,582.89	678,944.74
长期债务	927,755.53	1,074,713.89	1,279,962.67	1,336,415.26
总债务	1,140,769.05	1,771,869.23	2,023,545.56	2,015,360.00
负债合计	1,265,545.39	1,942,594.22	2,659,483.86	2,709,487.35
利息支出	50,893.63	61,432.07	73,072.58	--
经调整的所有者权益合计	1,487,576.61	1,407,254.33	1,416,501.27	1,410,412.20
营业收入	116,078.31	107,883.65	136,617.26	102,019.03
经营性业务利润	1,141.58	8,894.04	11,683.52	-4,210.07
其他收益	--	34,199.31	44,074.02	47.39
投资收益	12,337.88	7,158.34	-2,841.35	403.38
营业外收入	14,013.44	35.51	33.60	0.02
净利润	14,016.45	11,577.92	10,629.21	-5,624.41
EBIT	15,642.68	41,150.01	42,766.57	--
EBITDA	22,583.16	49,619.05	52,116.34	--
销售商品、提供劳务收到的现金	193,632.64	114,849.65	105,169.16	91,274.29
收到其他与经营活动有关的现金	692,956.32	682,494.42	870,311.17	67,894.52
购买商品、接受劳务支付的现金	117,753.93	158,722.95	171,923.43	86,588.20
支付其他与经营活动有关的现金	1,050,937.88	668,838.98	689,520.35	167,815.15
吸收投资收到的现金	250.00	5,250.00	0.00	0.00
资本支出	190,554.83	164,822.20	101,421.21	32,127.60
经营活动产生的现金流量净额	-288,489.02	-36,994.54	118,966.51	-100,323.68
投资活动产生的现金流量净额	-319,607.60	-288,733.69	-231,836.05	-39,277.60
筹资活动产生的现金流量净额	409,931.42	468,260.01	181,896.66	-2,110.59
现金及现金等价物净增加额	-198,165.19	142,531.78	69,027.12	-141,711.87
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	21.85	5.38	7.36	8.03
期间费用率(%)	18.87	26.65	29.20	10.67
应收类款项/总资产(%)	18.51	16.05	15.36	18.51
收现比(X)	1.67	1.06	0.77	0.89
资产负债率(%)	45.97	57.99	65.25	65.77
总资本化比率 (%)	43.40	55.73	58.82	58.83
短期债务/总债务(%)	18.67	39.35	36.75	33.69
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	-5.67	-0.60	1.63	--
总债务/EBITDA(X)	50.51	35.71	38.83	--
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.07	0.07	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.44	0.81	0.71	--

注：1、中诚信国际根据张经开控股提供的其经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020~2022年财务报表审计报告和2023年一季度未经审计的财务报表审计报告整理；2、中诚信国际将公司其他流动负债中有息负债调整至短期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	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
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
资产负债率	负债总额/资产总额
资本结构	总资本化比率
	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金
	货币资金-受限货币资金
	利息支出
	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比
	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
	营业毛利率
	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计
	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
盈利能力	期间费用率
	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)
	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)
	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
现金流	收现比
	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出
	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数
	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数
	经营活动产生的现金流量净额/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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下, 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。
aa	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下, 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。
bbb	在无外部特殊支持下, 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。
bb	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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。
ccc	在无外部特殊支持下, 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。
cc	在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下, 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。

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>	受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
<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。

中长期债项等级符号	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, 信用风险极低。
<b>AA</b>	债券安全性很强, 受不利经济环境的影响较小, 信用风险很低。
<b>A</b>	债券安全性较强, 较易受不利经济环境的影响, 信用风险较低。
<b>BBB</b>	债券安全性一般, 受不利经济环境影响较大, 信用风险一般。
<b>BB</b>	债券安全性较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高信用风险。
<b>B</b>	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境, 信用风险很高。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境, 信用风险极高。
<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。

短期债项等级符号	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>	还本付息能力较强, 安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般, 安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低, 有很高的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力极低, 违约风险极高。
<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。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86 (10) 6642 8877

传真：+86 (10) 6642 6100

网址：[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86 (10) 6642 8877

Fax: +86 (10) 6642 6100

Web: [www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)