



2022年建湖县开发区建设投资有限公司公司债券2023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年建湖县开发区建设投资有限公司公司债券2023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 建开 01/22 建湖开投债	AAA	AAA

评级日期

2023 年 6 月 27 日

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：建湖县外贸和工业经济发展动能强劲，经济实力稳步增强，建湖县开发区建设投资有限公司（以下简称“建湖开投”或“公司”）作为建湖县经济开发区（以下简称“建湖县经开区”）主要的基础设施建设和安置房建设主体，公司待结算代建成本仍具规模，具有一定的持续性，业务收入来源仍较为多样，且继续获得较大力度的外部支持。此外，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“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仍能有效提升本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到了公司应收款项占比较高且部分期限较长，资产流动性仍然较弱，在建项目尚需投资规模较大，且债务规模持续攀升，持续给公司带来较大的资金支出压力和偿债压力，以及存在较大的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，公司在未来较长时期内将维持现有平台地位，水域承包及委托代建业务盈利能力稳定，具有一定持续性，且将持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	241.49	232.50	201.59	213.33
所有者权益	99.41	99.17	85.12	81.24
总债务	128.55	119.23	106.55	123.63
资产负债率	58.83%	57.35%	57.78%	61.92%
现金短期债务比	0.30	0.25	0.47	0.54
营业收入	1.70	6.59	6.35	5.64
其他收益	0.15	0.80	0.50	0.50
利润总额	0.32	1.49	1.57	1.08
销售毛利率	46.86%	45.08%	44.32%	50.31%
EBITDA	--	4.71	4.93	4.56
EBITDA 利息保障倍数	--	0.49	0.63	0.48
经营活动现金流净额	0.89	1.11	3.18	-8.14

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：洪烨
hongy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **建湖县外贸和工业经济发展动能强劲，经济总量和财政收入增长势头良好。**建湖县临近盐城主城区，具有相对区位优势，在外贸等因素的有力拉动下，近两年经济总量和财政收入均保持中高速增长，2022 年建湖县实现地区生产总值 710.40 亿元，经济总量和人均 GDP 在盐城市各区县中分别排名第 4 和第 2；建湖县近年工业经济发展势头强劲，近年来已形成高端装备制造、新能源和电子信息三大产业集群。建湖县经开区作为全县产业培育及招商引资的主阵地，具有较好的发展前景。
- **营业收入保持增长，收入来源多样，业务仍具有一定的持续性。**公司是建湖县经开区主要的基础设施建设和安置房建设主体，同时经营水域养殖承包、商品销售、房产租赁等业务，业务较为多元，其中水域养殖承包业务租金规模较大且成本较低，是公司稳定的收入和盈利来源；近年来公司代建收入保持增长，待结算成本尚具规模，未来有一定收入来源。
- **公司继续获得较大力度外部支持。**2022 年，公司收到建湖经济开发区管理委员会（以下简称“建湖经开区管委会”）拨付资金增加资本公积 1.46 亿元；此外，公司获得财政补贴 0.99 亿元，有效提升了公司盈利水平。
- **第三方保证担保有效提升了本期债券安全性。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为 AAA，其为本期债券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安全性。

关注

- **部分资产回款存在不确定性，整体资产流动性较弱。**公司资产中存货、其他应收款占比较高，对营运资金造成较大占用，其他应收款存在一定款项回收风险，公司代建项目回款时间具有一定不确定性，同时货币资金及土地受限比例较高，整体资产流动性较弱。
- **在建项目待投资规模较大，公司仍面临资金支出压力较大。**公司项目建设资金仍主要由自筹解决，截至 2022 年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，未来随项目建设持续推进将面临较大资金支出压力。
- **公司债务负担较重，仍面临较大偿债压力。**公司总债务规模仍然较大且短期债务占比偏高，现金类资产对短期债务保障程度很弱，短期偿债压力较大，部分非标融资成本较高，EBITDA 对利息支出的保障程度较弱，需持续关注公司债务结构的优化情况及再融资情况。
- **较大或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额合计 74.21 亿元，占同期末所有者权益的 74.83%，被担保对象均为地方国有企业，均无反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
建湖城投	建湖县重要的投资和建设主体，以土地整理、保障性住房建设等为主业	475.13	199.53	18.15
建湖新农投	主要从事建湖县农村耕地整理及土地指标转让、工程建设等业务	280.55	112.63	13.91
建湖开投	主要从事江苏省建湖县经济开发区的安置房建设、水域养殖承包等业务	232.50	99.17	6.59
建湖高新投	主要从事建湖高新区内的基础设施代建业务	130.09	55.79	6.70
建湖近投	近湖街道重要的基础设施建设主体，主要从事近湖街道的道路、安置房等工程建设业务。	37.35	23.68	4.58

注：（1）建湖城投为建湖县城市建设投资集团有限公司的简称、建湖新农投为建湖县新农村建设投资有限公司的简称、建湖高新投为建湖县高新投资发展有限公司的简称、建湖近投为建湖县近湖建设投资有限公司的简称（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：iFinD、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

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	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	4/7
	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，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

- 公司是盐城市建湖县主要的基础设施建设和安置房建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，建湖县政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为公司与建湖县政府的联系为中等的以及对建湖县政府非常重要。同时，中证鹏元认为建湖县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	AAA/22 建开 01/22 建湖开投债	2022-6-27	顾春霞、高爽	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
AA/稳定	AA/PR 建开债/14 建湖开投债	2014-6-18	毕柳、刘书芸	城投公司评级方法（py_ff_2012V1.0）	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 建开 01/22 建湖开投债	5.00	5.00	2022-6-27	2029-3-30

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3月发行7年期5亿元企业债，募集资金计划用于建湖县电子产业园及配套用房建设项目建设和补充流动资金。截至2023年3月28日，“22建开01/22建湖开投债”募集资金专项账户余额为12,762.74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未发生变化，截至2022年末，公司控股股东和实际控制人仍为建湖县人民政府，注册资本及实收资本均为20.00亿元。公司仍是建湖县经开区主要的基础设施建设主体和安置房建设主体，主营业务包括基础设施建设、安置房建设、水域养殖承包、绿化道路等工程建设、商品销售、租赁、绿化工程和太阳能发电等。2022年公司合并范围新增3家子公司。截至2022年12月末，公司纳入合并范围的子公司共19家，详见附录五。

表1 公司 2022 年合并报表范围变化情况

2022 年新纳入合并范围的子公司	合并方式
建湖县瑞发建设发展有限公司	出资设立
建湖县开恒农业有限公司	出资设立
建湖县瑞强建设发展有限公司	出资设立

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。

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

建湖县临近盐城市区，区域以高端装备制造、新能源和电子信息为主导产业，在外贸和工业经济的有力支撑下，近两年经济总量和财政收入增长态势良好，但财政自给能力较弱，政府债务负担偏重

区位特征：建湖县临近盐城市区，具有相对区位优势，农业资源齐备，交通便利。建湖县隶属盐城市，位于江苏省东北部、盐城市中西部，南邻盐都区、东接亭湖区和射阳县，北靠阜宁县，西与扬州、淮安接壤。全县总面积 1,157 平方公里，下辖近湖街道、钟庄街道等 3 个街道，上冈镇、建阳镇、颜单镇等 11 个镇，以及江苏建湖经济开发区（省级）、江苏省建湖高新技术产业开发区（省级）、城南新区和九龙口旅游度假区（AAAA）。城区距离盐城南洋国际机场 50 公里，距离淮安涟水机场 80 公里，新长铁路、盐徐高速公路、建阜高速公路从境内通过，自 2019 年末徐宿淮盐铁路开通运营后，建湖县正式跨入高铁时代，交通网络逐渐完善。建湖县农业资源比较丰富，是全国重点商品粮基地之一，素有“饭稻羹鱼”之称。2021 年建湖县常住人口 60.93 万人，较 2010 年的 74.16 万人减少 17.84%，人口流失趋势明显。

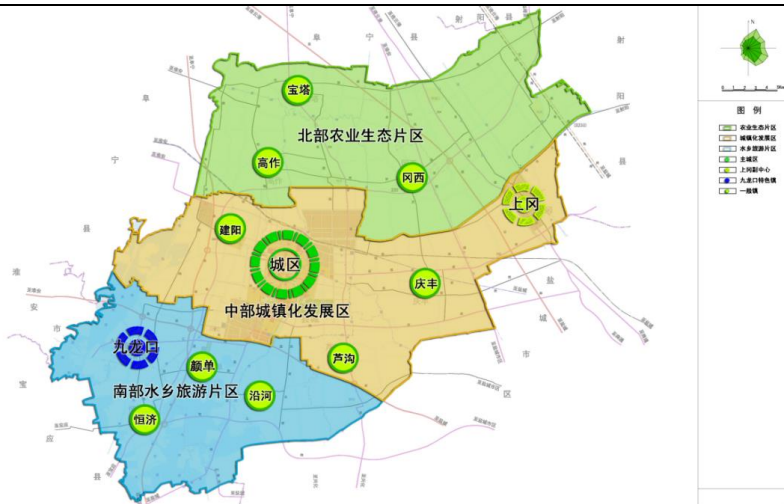
江苏省建湖经济开发区（以下简称“建湖县经开区”）为江苏省级经济开发区，地处建湖县城东郊，总面积 92.96 平方公里，规划面积 40 平方公里，下辖 21 个村（居）。位于建湖县东北部的上冈镇，是建湖县面积最大、人口最多的乡镇，被称为县域东部经济发展龙头的上冈产业园坐落于此，以现代物流服务业及先进制造业为主导产业。上冈镇距离盐城市区仅 20 公里、盐城北站 10 公里，能够承接盐城市区的部分产业转移，具有相对区位优势。2021 年 5 月，盐城市人民政府专门印发《关于同意建湖县加强市级以上工业园区建设方案的批复》，同意建湖县实施“一区多园”发展模式，以建湖县经开区为发展主体，整合上冈产业园，并对整合后的园区行政区域实行统一规划、统一招商引资、统一统计考核。经过园区布局优化调整和整合，新开发区发展空间和承载能力有望得到极大提升。

图 1 建湖县中心城区用地结构



资料来源：建湖县自然资源和规划局

图 2 建湖县域空间结构规划图



资料来源：建湖县自然资源和规划局

经济发展水平：建湖县经济总量（GDP）在盐城市 9 个区县中排名中游，但人均 GDP 水平靠前。近两年建湖县经济增长态势良好，2022 年建湖县实现地区生产总值 710.4 亿元，在盐城市 9 个区县中排名第 4。近三年建湖县人均 GDP 高于全国平均水平，在盐城市各区县中排名靠前。从需求端驱动因素来看，外贸是区域经济增长的主要引擎，进出口总额连续三年两位数增长，发展势能强劲；此外，2022 年建湖县新签约、新开工、新竣工超亿元产业项目 123 个、121 个、56 个，随着总投资 102.3 亿元的耀宁锂电池及系统总成项目成功落户，百亿级重特大产业项目亦实现了历史性突破，重大产业项目招引使得固定资产投资增速同比大幅提升，而在全中国消费市场低迷的背景下，2022 年建湖县社零总额亦实现逆势增长。此外，全县工业经济表现也较为亮眼，2022 年全口径工业开票销售、规上工业开票销售分别达 750 亿元、525 亿元，同比增长 23.9%、21.9%。

表2 2022 年盐城市县级行政区经济财政指标情况（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
------	-----	--------	------------	----------	---------

东台市	1,050.00	-	11.82	60.60	56.30
大丰区	816.63	4.6%	12.65	58.16	79.10
盐都区	714.81	2.6%	8.59	42.82	31.29
建湖县	710.4	4.9%	11.66	37.65	69.23
射阳县	709.67	4.1%	9.35	30.76	64.32
阜宁县	700.17	4.8%	8.82	30.50	54.80
亭湖区	669.51	6.0%	8.28	45.32	34.06
滨海县	605.93	4.3%	7.39	28.96	78.46
响水县	-	-	-	25.35	69.65

注1：人均GDP= GDP/第七次全国人口普查常住人口；

注2：响水县未公告2022年GDP及其增长率的官方数据；

资料来源：各市/县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，DM，中证鹏元整理

表3 建湖县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）	710.4	4.9%	665.52	8.5%	593.88	3.3%
固定资产投资	-	15.0%	-	4.3%	-	-32.0%
社会消费品零售总额	241.80	4.5%	231.35	23.1%	187.94	-1.6%
进出口总额（亿美元）	-	23.7%	5.66	32.4%	4.30	10.7%
人均 GDP（元）	116,593		109,219		97,462	
人均 GDP/全国人均 GDP	136.05%		134.88%		134.53%	

注：1、“-”表示数据未披露；

2、2021年及2022年人均GDP根据第七次人口普查常住人口计算。

资料来源：建湖县人民政府、建湖县统计局、盐城2020年统计年鉴，中证鹏元整理

产业情况：建湖县以高端装备制造、新能源和电子信息为主导产业，三大产业集群对工业经济贡献突出。建湖县经开区作为全县产业培育和重大项目招商引资重要载体，近年制造业投资、高技术投资和进出口增长较快，已形成新能源产业、高端装备制造产业、电子信息产业等三大产业集群，高端装备产业围绕机电一体化发展方向，零配件向部件、整机领域拓展，石油装备、工程机械、农业机械等整机制造能力显著提升，已形成盾构机、数控机床、减速机等年产 60 万台套的生产规模。新能源产业以江苏润阳光伏科技有限公司为引领，相继有光伏设备制造、切片、电池、组件、变电器、支架等太阳能产业链关键项目落户，正打造百亿光伏产业。电子信息产业以节能电光源产业依托，加快向 LED 封装、芯片封测、集成电路、5G 通讯设备等环节延伸。2022 年三大主导产业实现开票销售 399.2 亿元，同比增长 23.3%，占规上工业比重提高到 76%，优势产业集聚水平进一步提升。

发展规划及机遇：2019-2030 年，建湖县将定位江苏沿海重要的现代制造业基地和现代物流基地、全国重要的生态农业基地，总体规划形成“一主一副一特多点”、“两轴两带、双核六组团”的空间布局结构，即以建湖县城为主、上冈为县域东部副中心，建成九龙口旅游特色小镇，建阳、颜单等 9 个一般镇承担农村公共服务中心职能，“双核”由旧城中心和城南中心构成组合型城市中心，“六组团”即城北、

城中、城南、城东、高新和开发区六大片区组团的空间格局。近期建湖县将重点建设城南新区，突出其行政中心、商务中心、文化中心、会展中心、体育中心五大公共中心功能，旧城区突出人居、商业功能。远景建湖县重点向北跨过徐宿淮盐铁路向钟庄发展，同时适度向西拓展至 233 省道，向南至盐徐高速，向东至 231 省道，形成团块状的城市形态。

建湖县经开区着力推动产业集群化、特色化、高端化发展。发展布局上，在东部打造面向高知型人才汇聚、产学研高度统一的创新创业平台；在南部加快智造园安置区规划建设，确保串场河东侧搬迁企业如期落地、开工建设；在西部加快上冈现代科技园 A 区建设，大力发展高端装备、汽车零部件生产等先进制造产业；在北部依托黄沙港航道，大力发展物流集群产业。

财政及债务水平：建湖县财政实力位于盐城辖内各区县中游水平，近年保持高速增长，但财政自给能力较弱，且政府债务负担偏重。受益于优势产业发展良好贡献稳定的税源，加之非税收入明显增长，建湖县 2022 年实现一般公共预算收入 37.65 亿元，同比增长 9.0%，其中税收收入占比明显下滑，收入质量一般，且财政自给率近年低位窄幅波动，财政自给能力较弱。在 2022 年全国土地市场低迷的背景下，建湖县政府性基金收入仍维持增长态势，但增速明显放缓。区域债务方面，近三年建湖县地方政府债务持续扩张，年均复合增长率为 15.33%，政府债务负担较其综合财力而言偏重。

表4 建湖县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	37.65	34.53	31.66
税收收入占比	69.35%	77.99%	73.90%
财政自给率	32.70%	32.93%	34.65%
政府性基金收入	69.23	60.61	49.95
地方政府债务余额	177.76	167.74	133.65

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：建湖县政府网站，DM，中证鹏元整理

投融资平台：建湖县县属发债平台主要有 5 家，建湖城投为核心平台，主营全县范围内的土地整理、土地资产经营、保障性住房建设等业务，资产及债务规模均最大；建湖新农投主要从事农村耕地整理及土地指标转让、工程建设等；建湖开投主要负责开发区范围的基础设施及安置房建设、开发区厂房建设；建湖高新投为高新区的基础设施建设主体；建湖近投为建湖县新农村建设投资有限公司的子公司，为近湖街道的项目建设主体，资产规模较小。

表5 建湖县主要县属投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
建湖城投	江苏双湖投资控股集团有限公司	199.53	58.00%	18.15	223.49	建湖县重要的投资和建设主体，以土地整理、保障性住房建设等为主业
建湖新农投	建湖县人民政府	112.63	59.85%	13.91	119.33	主要从事建湖县农村耕地整理

建湖开投	建湖县人民政府	99.17	57.35%	6.59	106.55	及土地指标转让、工程建设等业务 主要从事江苏省建湖县经济开发区的安置房建设、水域养殖承包等业务
建湖高新投	建湖县人民政府	55.79	57.12%	6.70	61.62	主要从事建湖高新区内的基础设施代建业务
建湖近投	建湖新农投	23.68	36.61%	4.58	10.15	近湖街道重要的基础设施建设主体，主要从事近湖街道的道路、安置房等工程建设业务。

注：1、2022年4月，政府将建湖城投的股权整合至江苏双湖投资控股集团有限公司。2、总债务数据均为2021年数据，建湖近投总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券，未考虑其他债务调整项。3、其他财务数据均为2022年数据。

资料来源：iFinD，中证鹏元数据库，中证鹏元整理。

五、经营与竞争

公司仍是建湖县经开区主要的基础设施建设主体和安置房建设主体，主要承接建湖县经开区内基础设施和回迁安置房建设业务，同时还经营水域养殖承包、商品销售、房产租赁等业务，业务范围较为多元，2022年营业收入保持增长

公司仍是建湖县经开区主要的基础设施建设主体和安置房建设主体，主营业务包括基础设施建设、安置房建设、水域养殖承包、商品销售、租赁、绿化工程和太阳能发电等。2022年，公司收入6.59亿元，主要收入来源仍为委托代建业务和水域养殖承包业务，合计占比超过75%。各业务板块中，水域养殖承包收入较为稳定，委托代建、租赁和绿化工程收入有所上升，商品销售和安置房销售有所下滑。

毛利率方面，2022年公司销售毛利率较上年小幅上升，其中，委托代建、水域养殖承包、租赁和安置房销售毛利率相对稳定，绿化工程业务毛利率有所上升，商品销售毛利率有所下滑。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
委托代建业务	21,780	33.07%	10.16%	20,418	32.16%	11.93%
水域养殖承包业务	28,555	43.36%	85.24%	28,555	44.97%	85.24%
商品销售收入	5,548	8.42%	-6.38%	6,925	10.91%	2.04%
租赁收入	3,773	5.73%	55.60%	3,508	5.53%	54.16%
绿化工程收入	3,560	5.41%	18.73%	1,798	2.83%	14.90%
安置房销售收入	1,456	2.21%	9.83%	1,586	2.50%	10.04%
其他收入	1,188	1.80%	49.24%	702	1.11%	-157.67%
合计	65,860	100.00%	45.08%	63,492	100.00%	44.32%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）委托代建业务

2022年公司代建收入保持增长，主要代建项目已基本完工，待结算成本尚具规模，未来有一定收

入来源：自营项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力

公司的委托代建业务主要为市政基础设施工程项目以及回迁房项目建设。2010年，公司与建湖经开区管委会签订回迁房投资建设与转让收购协议书，负责建湖县经开区回迁房建设，项目建成后移交建湖经开区管委会，建湖经开区管委会按项目投资成本加成10%与公司结算收入，付款期限不超过五年。2015年，公司与建湖经开区管委会签订项目代建协议，负责建湖县经开区范围内的道路工程建设，项目竣工并完成交付手续后，根据实际发生的项目支出按不超过18%的加成比例确认收入，由建湖经开区管委会安排支付，付款期限不超过五年。2022年公司代建收入主要来自道路工程项目，确认收入金额2.04亿元，明细情况详见下表。2022年公司委托代建收入保持增长，毛利率小幅下滑。

表7 2021-2022 年公司委托代建业务收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	结转成本金额	确认收入金额
2022年	光谷大厦、逸湖北区及商务大楼工程	57.51	61.41
	钟庄标杆小区	429.30	458.48
	逸湖续建、高桥二期、建华三期	773.76	824.22
	姜成、建华二期	0.42	0.44
	高桥小区	64.70	69.10
	道路工程	18,241.12	20,366.30
	合计	19,566.81	21,779.95
2021年	光谷大厦、逸湖北区及商务大楼工程	20.53	21.51
	钟庄标杆小区	108.02	113.16
	逸湖续建、高桥二期、建华三期	41.73	43.72
	姜成、建华二期	2,392.57	2,506.50
	道路工程	15,419.78	17,732.74
	合计	17,982.63	20,417.63

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司代建的回迁房建设，绿化、道路、水利等工程项目处于收尾阶段，尚需投资规模不大，公司未结算的代建成本尚具一定规模，后续收入较有保障，已签订协议的代建项目为回迁房建设项目和道路工程项目，其他尚未签订回购协议，回购时间具有一定不确定性。

（二）安置房销售业务

受安置房销售和结算进度影响，2022年收入有所下滑，2022年末待销售面积仍较大，未来可带来一定收入

公司安置房收入主要来自自建安置房销售，销售对象为建湖经开区管委会，考虑到项目主要涉及拆迁安置户，故销售单价较低。根据江苏建湖经济开发区财政审计局（以下简称“建湖经开区财审局”）通知，政府对拆迁安置房的亏损进行补贴，保证公司盈利水平，补贴资金计入公司其他应收款科目。截至2022年末，公司暂无在建、拟建的安置房项目，主要在售安置房项目包括王墩小区、新东中心村、新

东回迁、建华5期以及滨河小区等，总建筑面积66.53万平方米，待销售面积17.55万平方米。2022年公司实现安置房销售收入0.15亿元，主要来自新东中心村、建华5期等项目。截至2022年末，公司待售安置房余额为7.5亿元，未来可带来一定收入。此外，安置房项目中的门面房公司拟用于出租，未来可形成一定的租金收入。

公司安置房销售后由政府代为安置，与建湖经开区管委会结算收入，受安置房销售和结算进度影响，未来安置房销售收入可能存在一定波动。

表8 截至 2022 年末公司主要在售安置房销售情况（单位：平方米）

项目名称	2022 年销售面积	待销售面积	总建筑面积
王墩小区	138	4,390	59,505
新东回迁	1,536	41,605	115,988
新东中心村	8,860	75,210	152,795
建华 5 期	2,323	32,651	212,741
滨河小区	831	21,599	124,231
合计	13,688	175,455	665,261

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）水域养殖承包业务

水域养殖承包业务承包期限较长，承包方较为固定，收入规模较大且毛利率水平较高，仍是公司较为稳定的收入和盈利来源

公司水域养殖承包收入为出租承包水域养殖权获得的收入，为公司主要的收入来源之一，该水域为建湖县政府于2014年划入公司的资产，截至2022年末账面余额为7.77亿元。公司拥有的水域总面积为21.57万亩，已全部对外承包，承包对象为建湖县同德土地股份专业合作社（以下简称“同德合作社”）和建湖县东郑土地股份专业合作社（以下简称“东郑合作社”），承包期限至2042年末止，年承包租金平均为1,390元/亩。同德合作社和东郑合作社将水域分包给村镇养殖户并收取租金，主要养殖鱼、虾、蟹等水产，其中九龙口大闸蟹为知名建湖特产，水域资产价值优良。公司将该水域计入无形资产，按30年摊销，摊销成本为水域养殖承包业务成本的主要部分。由于水域使用权的使用年限较长，承包方较为固定，因此业务持续性和盈利能力较好，2022年实现收入2.86亿元，毛利率稳定在85.24%，收入及毛利率均与2021年持平；水域承包租金的收款模式为年终一次性结算缴清，2022年租金已按时到位。

（四）商品销售、租赁、绿化工程及其他收入

公司商品销售业务收入波动较大，盈利能力弱，需关注下游客户信用资质及回款风险；公司租赁、绿化工程及其他收入2022年较快增长，占比有所提升，对公司收入形成较好补充

公司商品销售业务主要由盐海电镀零件、钢材和叠合板等建筑材料销售及少量苗木销售构成，开展业务的主体包括江苏盐海电镀中心有限公司（以下简称“盐海电镀”）和江苏开汇贸易有限公司（以下

简称“开汇贸易”）等子公司，下游客户主要为各类贸易企业、生产性企业、工程施工企业及苗木种植及销售企业。零部件生产、销售主要由子公司盐海电镀负责，产品涉及铝制品、锁模墙板等，业务模式为以销定购。钢材、叠合板等建筑材料销售主要由子公司开汇贸易负责，主要为当地工程项目建设提供混凝土等建筑材料。信用政策方面，公司与客户按合同约定时间进行结算，需关注下游客户信用资质及回款风险。2022年，公司商品销售业务收入0.55亿元，收入水平有所下滑。

表9 2021-2022 年公司商品销售主要收入明细情况（单位：万元）

业务	2022 年	2021 年
盐海电镀零件销售	2,308	2,567
钢材、叠合板等建筑材料	3,213	4,057
苗木销售	28	302
合计	5,548	6,925

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的租赁业务收入主要为高标准厂房的出租、子公司建湖兴业农业发展有限公司（以下简称“兴业农业”）的土地出租以及下属子公司建湖开瑞后勤管理服务有限公司（以下简称“开瑞后勤”）的汽车租赁，2021-2022年租赁收入明细见下表。近年来公司租金收入稳中有增，整体出租情况较为稳定。

表10 公司租赁收入明细情况（单位：万元）

项目	2022 年		2021 年	
	收入	成本	收入	成本
高标准厂房租赁	1,771.70	22.19	1,903.46	44.09
土地租赁	1,689.57	1,615.63	1,590.56	1,523.27
其他租赁	312.02	37.58	14.08	40.75
合计	3,773.29	1,675.40	3,508.10	1,608.11

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司前期自建的高标准厂房项目、电子产业园及配套项目已进入竣工扫尾阶段，完工后将用于出租和出售，当前主要在建自建项目为建湖上冈现代科技园A区厂房工程、开发区光伏产业园二期、开发区新能源产业园基础设施工程（一标）和电子产业园二期等，公司主要在建自建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力。

表11 截至 2022 年末公司主要在建自建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	性质
建湖上冈现代科技园 A 区厂房工程	138,000	10,950	在建
光伏产业园二期	105,000	3,901	在建
开发区新能源产业园基础设施工程(一标)	80,000	18,302	在建
电子产业园二期	31,000	133	在建
合计	354,000	33,287	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司工程施工业务以绿化工程为主，由子公司建湖开美花木有限公司（以下简称“开美花木”）、江苏开智园林建设工程有限公司（以下简称“开智园林”）和江苏开吉建设工程有限公司（以下简称“开吉建设”）负责经营。由子公司对外承接工程建设业务，按合同价款一定比例按合同约定时间完成结算。2022年该项业务收入有所上升，毛利率亦有所提高。

公司其他业务收入占比较低，主要为太阳能发电收入⁷、装卸收入、后勤餐饮费收入等，其中太阳能发电业务毛利率较为稳定，其他业务毛利率波动较大。

整体上看，公司收入来源仍较为多样，租赁、绿化工程和其他业务收入整体呈现上升趋势，为公司的收入和利润提供了较好的补充。

建湖经开区管委会通过资金拨付和财政补贴等形式继续给予公司较大支持

2022年，公司收到建湖经开区管委会拨付资金增加资本公积1.46亿元，此外，公司获得财政补贴0.99亿元，财政补贴主要为经营补贴0.80亿元和拆迁补偿0.19亿元。建湖经开区管委会对公司的资金支持持续保持较大力度，一定程度上提高了公司的资本实力，同时有效提升了公司盈利水平。

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、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围新增3家子公司，详见前文表1。

资本实力与资产质量

公司资产规模有所增长，净资产规模受益于土地价值重估及政府资产注入持续上升；公司资产主要由存货、其他应收款及投资性房地产构成，整体流动性较弱

2022年公司所有者权益保持增长，除了持续获得建湖县开发区管委会资产注入外，2022年公司将部分存货中的土地转入投资性房地产评估增值，并增加公司其他综合收益11.71亿元；同期公司外部融资持续增加，负债规模有所增长，公司产权比率波动上升。2023年3月末，公司所有者权益中资本公积金

⁷ 太阳能发电业务由全资子公司建湖县开投开阳新能源科技有限公司负责运营，运营主体基于公司在建工程中的开投开阳光伏发电工程。目前发电主要供应范围为建湖经开区和县政府部分区域办公用电，近年收入较为稳定，毛利率水平较高。未来随着项目持续建设，将会逐步释放产能。

额为51.82亿元。

图 3 公司资本结构

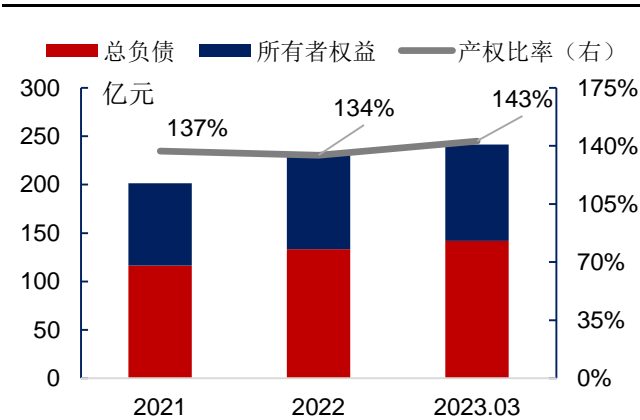
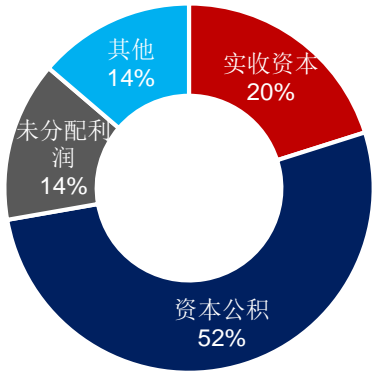


图 4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司资产规模整体保持增长趋势。公司资产主要由其他应收款、存货以及投资性房地产构成，2022年末合计占总资产的73.75%。公司资产中应收款项规模较大，回收时间具有一定不确定性，对营运资金造成严重占用，且部分贸易应收款存在一定坏账风险，货币资金和土地受限比例较高，整体资产流动性较弱。

截至2022年末，公司其他应收款余额为72.70亿元，计提坏账准备0.98亿元，其他应收款主要为公司与建湖经开区财审局、地方国有企业以及建湖经开区内的企业之间的往来款项。2022年末应收账款7.82亿元，主要为公司对建湖经开区财审局的应收工程款6.79亿元。公司应收类款项整体余额较大，且部分款项账期较长，对公司运营资金形成较为明显的占用，部分民企存在被执行情况，需持续关注该部分款项的回款情况。2022年公司将存货中账面价值18.69亿元的土地转入投资性房地产，经重新评估公允价值后增值15.61亿元。公司存货资产2022年末为64.47亿元，主要包括回迁房建设成本、商业土地及资产收储成本、道路、绿化、水利等基础设施工程、高标准厂房建设成本等。2022年末，公司货币资金同比下降较为明显，且受限比例为81.97%，货币资金受限比例较高；公司存货、投资性房地产及在建工程中的土地合计账面价值50.51亿元，受限比例为80.49%，土地资产的流动性较弱。

公司无形资产主要为出租的水域养殖承包权，每年摊销金额为0.42亿。2022年公司其他非流动资产增加18.74亿，主要系根据新会计准则，公司将原先对建湖县永达建设发展有限公司、建湖县兴达资产经营管理有限公司、建湖县恒安物流有限公司的债转股的出资款由长期股权投资转入等原因所致。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.10	6.25%	13.64	5.87%	22.12	10.97%

应收账款	8.13	3.37%	7.82	3.36%	8.75	4.34%
其他应收款	77.12	31.93%	72.70	31.27%	69.86	34.66%
存货	66.69	27.62%	64.47	27.73%	64.51	32.00%
流动资产合计	171.84	71.16%	162.87	70.05%	171.32	84.98%
长期股权投资	4.19	1.73%	4.19	1.80%	16.21	8.04%
在建工程	3.05	1.26%	2.93	1.26%	2.52	1.25%
无形资产	7.66	3.17%	7.77	3.34%	8.19	4.06%
投资性房地产	34.29	14.20%	34.29	14.75%	0.00	0.00%
其他非流动资产	19.64	8.13%	19.64	8.45%	0.70	0.35%
非流动资产合计	69.64	28.84%	69.63	29.95%	30.27	15.02%
资产总计	241.49	100.00%	232.50	100.00%	201.59	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入有所增长，其中委托代建业务及水域养殖承包业务收入较为稳定，整体毛利率小幅提升，营业利润主要由水域养殖承包业务贡献，政府补贴对公司利润贡献较大

公司营业收入近年来保持一定增长趋势，主要系公司委托代建业务保持稳定增长，而商品销售、租赁收入、绿化工程收入、其他收入整体亦持续上升所致。公司毛利率整体小幅提升，主要系委托代建、水域养殖承包业务占比较高且毛利率较为稳定所致，虽然商品销售、其他业务收入毛利率存在较大波动，但对公司整体盈利水平影响相对有限。此外，2022年公司收到政府补助0.99亿元，占公司利润总额的比重为66.74%，对公司利润贡献较大。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年 1-3 月	2022 年	2021 年
营业收入	1.70	6.59	6.35
营业利润	0.32	1.49	1.56
其他收益	0.15	0.80	0.50
利润总额	0.32	1.49	1.57
销售毛利率	46.86%	45.08%	44.32%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务结构以中短期负债为主，部分非标融资成本偏高，整体债务负担较重，需持续关注债务结构优化及再融资情况

公司债务主要由银行借款、债券融资和非标融资构成，截至2022年末，公司总债务合计119.23亿元，其中，短期债务54.06亿元，占比较高，短期偿债压力较大，同时部分非标融资成本偏高，需持续关注再融资情况及债务结构变化情况。

其他负债方面，公司应付账款主要系应付施工方的工程款，其他应付款主要系与其他单位的往来款，规模较2021年有所上升。应交税费主要为年末未缴纳的增值税1.65亿元和企业所得税3.02亿元，较2021年末有所上升；公司2022年新增3.90亿递延所得税负债，主要原因系土地评估增值而产生的税款。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	17.77	12.51%	17.73	13.30%	14.21	12.20%
应付票据	4.03	2.83%	4.63	3.47%	6.16	5.29%
应付账款	1.91	1.34%	1.95	1.46%	0.95	0.81%
应交税费	4.70	3.31%	4.71	3.53%	4.36	3.74%
其他应付款	2.44	1.72%	2.97	2.23%	1.94	1.67%
一年内到期的非流动负债	28.68	20.19%	31.71	23.78%	24.07	20.67%
流动负债合计	60.10	42.30%	64.26	48.19%	56.72	48.70%
长期借款	57.09	40.18%	44.08	33.06%	33.88	29.09%
应付债券	13.79	9.70%	13.79	10.34%	25.87	22.22%
长期应付款	7.20	5.07%	7.31	5.48%	0.00	0.00%
递延所得税负债	3.90	2.75%	3.90	2.93%	0.00	0.00%
非流动负债合计	81.97	57.70%	69.07	51.81%	59.75	51.30%
负债合计	142.08	100.00%	133.33	100.00%	116.47	100.00%
总债务	128.55	90.48%	119.23	89.43%	106.55	91.48%
其中：短期债务	50.48	35.53%	54.06	40.55%	46.80	40.18%
长期债务	78.07	54.95%	65.17	48.88%	59.75	51.30%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年末公司资产负债率为57.35%，与上年基本持平，2022年末公司货币资金规模有所下降，且受限比率较高，而短期债务规模较大，导致现金短期债务比持续下滑，且EBITDA利息保障倍数持续处于较低水平，公司债务压力较大。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
资产负债率	58.83%	57.35%	57.78%
现金短期债务比	0.30	0.25	0.47
EBITDA 利息保障倍数	--	0.49	0.63

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，过去一年公司在空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放方面未受到政府部门处罚，但公司的工程建设业务可能会面临一定环境风险。

社会方面，过去一年未因违规经营、违反政策法规受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，不存在拖欠员工工资、社保、工作环境严重影响员工健康问题，未发生安全事故。

治理方面，公司仍是建湖县开发区主要的基础设施建设主体和安置房建设主体，公司按照《公司法》及有关法律、法规的规定制定章程，建立并逐步完善法人治理结构。公司由一名股东出资设立，不设股东会，股东的职权包括决定公司的经营方针和投资计划、委派非职工代表担任的董事和监事、决定有关董事和监事的报酬事项、审议批准董事会和监事会的报告等。公司设董事会，由 3 名董事组成，其中 2 人由建湖县国资办委派，1 人由公司职工代表大会选举产生。董事会设董事长 1 人，由建湖县国资办从董事会成员中指定。董事任期三年，经委派可连任。董事会的职权包括：执行建湖县国资办的决定、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司年度财务预算决算方案等。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，总经理列席董事会会议，对董事会负责。公司设监事会，由 5 名监事组成，其中 3 人由建湖县国资办委派，2 人由公司职工代表大会选举产生。监事任期每届三年，任期届满，经委派和选举可连任。监事会主席由建湖县国资办从监事会成员中指定。监事可以列席董事会决议，并对董事会决议事项提出质询或建议。公司结合自身的实际情况，建立了符合公司发展需要的内部管理机构，下设 6 个职能部门，详见附录四。2022 年 6 月，汪向军不再担任董事长；刘万桃聘任为董事长，不再担任董事；周玉聘任为职工董事，不再担任监事；陈平聘任为董事和副总经理，不再担任职工董事；江涛、钟柱、陈勇、王雷聘任为外部董事；孙中华聘任为监事；陈浩、韩立勇聘任为副总经理。2022 年 12 月，陈平、钟柱不再担任董事；王栋聘任为董事和总经理；刘万桃不再担任总经理；蔡玉霞聘任为外部董事。

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12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，公司对外担保余额合计74.21亿元，占同期末所有者权益的74.83%，被担保对象均为地方国有企业。考虑到公司对外担保规模较大，且均无反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。公司对外担保明细情况详见附录六。

八、外部特殊支持分析

公司是盐城市建湖县政府下属重要企业，建湖县政府直接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公

司面临债务困难时，建湖县政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与建湖县政府的联系为中等的。公司为建湖县人民政府全资持有的一级平台公司。建湖县政府会对公司日常经营管理进行指导，管理层人员主要由建湖县政府任命，公司投资融资等重大决策需要报建湖县政府审批，建湖县政府对公司的经营战略和业务运营有强大影响力。公司代建项目与经开区管委会签订协议，自建安置房自2019年交由经开区管委会进行代为安置，与经开区管委会结算。近年来，公司财政拨款和财政补贴均来自建湖县经开区管委会或建湖县经开区财政审计局，无来自建湖县政府的支持。

（2）公司对建湖县政府较为重要。公司是建湖县经开区主要的基础设施建设和安置房建设主体，在基础设施建设方面对建湖县政府的贡献很大，但也有相当一部分业务是市场化的。公司是建湖县经开区的主要平台，但并非建湖县最大的城投公司。此外，公司已发债，若违约会对建湖县金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、本期债券偿还保障分析

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仍能有效提升本期债券的安全性

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，担保范围包括债券本金及利息、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，初始注册资本为30亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属再担保机构。2019年12月，江苏省人民政府将其持有江苏再担保的全部股权无偿划转至江苏省财政厅。经过多次增资扩股和股权变更，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。2022年江苏省财政厅以及江苏金信金融控股集团有限公司等2家省内国有企业以基金份额和现金出资等方式合计对江苏再担保增资17.86亿元，其中12.72亿元计入注册资本，剩余以资本溢价形式计入资本公积，截至2022年末江苏再担保注册资本为108.70亿元，实收资本为111.69亿元，其中2.99亿元尚未进行工商变更。江苏再担保控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，其持股比例为27.73%，其他股东主要为江苏省各级地方政府和国有企业。

表16 截至 2022 年末江苏再担保前十大股东情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
江苏省财政厅	309,743.12	27.73%
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	3.94%
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	2.95%
常高新集团有限公司	33,000.00	2.95%
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	2.95%

宿迁市人民政府	27,522.94	2.46%
丹阳市鑫盛产业集团有限公司	22,000.00	1.97%
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理委员会	22,000.00	1.97%
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	1.97%
如皋市人民政府	22,000.00	1.97%
合计	568,266.06	50.88%

资料来源：江苏再担保 2022 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保作为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”）承担着构建完善江苏省政府性融资担保体系的职能。江苏再担保的担保业务包括直接担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，江苏再担保的担保业务承接情况较好，特别是直接担保业务规模不断增长。截至 2021 年末，江苏再担保的担保余额为 1,813.91 亿元，其中融资担保业务余额和再担保业务余额分别为 1,212.10 亿元和 582.94 亿元；分别占期末担保余额的 66.82%和 32.14%。

表17 江苏再担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年
当期担保发生额	1,300.42	1,221.50
当期解除担保额	1,066.09	1,056.62
期末担保余额	1,813.91	1,579.59
其中：融资担保余额	1,212.10	1,031.79
直接融资担保余额	794.60	628.90
间接融资担保余额	388.42	385.72
再担保余额	582.94	542.46
非融资担保余额	18.88	5.34
融资担保责任余额*	789.04	626.99
融资担保责任余额放大倍数*	7.78	7.31

*均不含再担保业务，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主要为债券担保，重点服务于江苏省内城投类企业的资本市场融资。近年来，江苏再担保直接融资担保业务保持较快发展，截至2021年末江苏再担保直接融资担保业务余额为794.60亿元，同比增长26.35%，占期末融资担保余额的65.56%，被担保企业主体信用级别均在AA级及以上。近年来江苏再担保持续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，加快发展创新业务和产品，并推动普惠类贷款担保业务发展。2020年以来，江苏再担保相继推出了“增额保”、“鑫科保”、“泰信保”、“信保贷”、“东吴贷”等普惠类以及科创类担保产品。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%。

2020年以来，为更好的对接国家担保基金业务，公司逐步将本部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年末江苏融资再担的再担保业务已实现江苏省13个地级市的全覆盖。近年来国担基金对江苏再担保的授信额度逐步追加，截至2021年末国担基金的授信额度增至1,180亿元。目前，公司再担保业务主要包括风险补偿、风险分担和比例再担保三种模式。2021年末江苏再担保的再担保余额为582.94亿元，较2020年末增长7.46%，其中比例再担保模式和风险补偿模式下的再担保余额分别为424.54亿元和158.33亿元，分别占比72.83%和27.16%。

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2020年末下降4.89个百分点。在宏观经济增速放缓等外部因素影响下，需持续关注担保项目的风险代偿及回收情况。

为提升资金利用效率和收益，江苏再担保在兼顾资产安全性和流动性的前提下开展投资业务，江苏再担保资金业务主要包括银行理财、委托贷款、权益投资和信托及债权投资，另有部分债券和不良债权投资。近年来江苏再担保投资资产规模快速上升，截至2022年末投资资产合计156.45亿元，其中银行理财、委托贷款以及债权类投资分别占比28.27%、26.21%和25.37%。

得益于资本的持续注入，近年来江苏再担保总资产规模快速增长，截至2022年末总资产规模为333.33亿元，较2021年末增长25.86%。江苏再担保资产主要由货币资金、投资资产、发放贷款与垫款和应收融资租赁款构成。截至2022年末，江苏再担保的货币资金为46.23亿元，其中受限资金为3.74亿元，主要因质押、保理以及拟用于代偿项目而受限。截至2022年末，江苏再担保投资资产为156.45亿元，主要包括银行理财、委托贷款以及债权类投资，占投资资产的比例分别为28.27%、26.21%和25.37%。整体来看江苏再担保投资资产规模较大，对盈利提供了显著帮助，但需关注投资业务面临的信用以及市场等风险。近年来江苏再担保小额贷款及典当业务快速发展，截至2022年末，江苏再担保发放贷款及垫款净额为36.56亿元，同比增加38.20%，主要为通过子公司江苏信保科技小额贷款股份有限公司（以下简称“信保科贷”）发放的贷款及垫款，占比为98.81%。信保科贷按照风险特征对贷款业务进行风险五级分类，截至2022年末信保科贷发放的贷款及垫款不良率为1.09%，处于较低水平。截至2022年末，江苏再担保应收融资租赁款余额为80.70亿元，同比增长37.16%，并根据融资租赁业务风险情况合计计提减值准备1.14亿元。在宏观经济增长承压的背景下，江苏再担保的融资租赁资产质量需持续关注。

江苏再担保负债构成主要以长、短期债务和应付债券为主，截至2022年末，江苏再担保负债合计142.44亿元，较2021年末增长34.07%，主要系融资租赁业务规模增长带动总债务规模增长所致。2022年随着新增担保业务规模大幅上升，江苏再担保计提的未到期责任准备金和担保赔偿准备金规模显著增长，2022年末未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为8.96亿元和27.80亿元，同比分别增长19.36%和53.24%。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增长，截至2022年末所有者权益190.89亿元，较2021年末增长20.36%，其中实收资本111.69亿元，较2021年末增长12.84%。

得益于业务规模快速扩张，江苏再担保收入和利润规模均持续增长，2022年江苏再担保营业总收入为27.71亿元，同比增长22.50%；实现净利润9.45亿元，同比增长30.66%。2022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、净利润均持续增长，

2022年江苏再担保净资产收益率同比有所提升，整体盈利能力有所增强。

表18 江苏再担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	333.33	264.83	223.4
货币资金	46.23	37.93	62.13
应收代偿款	3.65	3.00	5.06
所有者权益合计	190.89	158.59	136.36
营业总收入	27.71	22.62	21.57
净利润	9.45	7.23	5.47
净资产收益率	5.41%	4.90%	4.54%
累计担保代偿率*	-	0.21%	0.20%
累计代偿回收率*	-	33.79%	38.68%
拨备覆盖率	1,013.14%	632.11%	434.77%

注：*均不含再担保业务，为母公司口径

资料来源：江苏再担保 2020-2022 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

从外部支持来看，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，近年来在江苏省内重点项目融资、普惠金融以及扶持省内实体经济发展等方面发挥了重要作用，同时子公司江苏融资再担保承担着构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能。基于上述职能及地位重要性，江苏再担保在资本补充、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有力支持。近年来多次获得多家国资股东的增资，实收资本从最初的10.00亿元增加到2022年末的111.69亿元，资本实力持续增强。

综上，江苏再担保在江苏省内具有较重要的职能定位，在资本补充、业务拓展及政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的有力支持；同时江苏再担保资本实力强、业务发展稳健、近年来营业收入和净利润保持增长态势，且现金类资产规模较大，对其代偿能力提供了重要保障；同时中证鹏元也注意到在宏观经济增长承压的背景下，江苏再担保面临的代偿风险以及代偿款的回收风险或将有所增加；随着融资租赁业务规模的持续增长，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，评级展望为稳定，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，有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

建湖县以高端装备制造、新能源和电子信息为主导产业，在外贸和工业经济的有力支撑下，经济总量和财政收入增长态势良好，公司作为建湖县经开区最主要的投融资平台，业务仍具有一定的区域专营性。公司资产整体流动性较弱，短期偿债压力较大，部分非标融资成本较高，在建项目尚需投资规模仍较大，对公司未来资金支出产生一定压力，但考虑到公司代建业务待结算成本仍尚具规模，其他业务收入来源多样，业务具有持续性，且获得政府的支持力度较大，近年来资产实力不断得到提升，整体抗风

险能力尚可。同时，江苏再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍有效提升了本期债券的信用水平。

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，维持本期债券信用等级为AAA。

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）	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	15.10	13.64	22.12	40.11
其他应收款	77.12	72.70	69.86	69.95
存货	66.69	64.47	64.51	55.84
流动资产合计	171.84	162.87	171.32	181.60
固定资产	0.26	0.27	2.07	2.67
在建工程	3.05	2.93	2.52	3.25
投资性房地产	34.29	34.29	0.00	0.00
非流动资产合计	69.64	69.63	30.27	31.73
资产总计	241.49	232.50	201.59	213.33
短期借款	17.77	17.73	14.21	17.83
应付账款	1.91	1.95	0.95	0.75
一年内到期的非流动负债	28.68	31.71	24.07	24.01
流动负债合计	60.10	64.26	56.72	69.52
长期借款	57.09	44.08	33.88	40.09
应付债券	13.79	13.79	25.87	22.08
长期应付款	7.20	7.31	0.00	0.40
非流动负债合计	81.97	69.07	59.75	62.58
负债合计	142.08	133.33	116.47	132.10
总债务	121.35	119.23	106.55	123.63
其中：短期债务	50.48	54.06	46.80	61.45
所有者权益	99.41	99.17	85.12	81.24
营业收入	1.70	6.59	6.35	5.64
营业利润	0.32	1.49	1.56	1.08
其他收益	0.15	0.80	0.50	0.50
利润总额	0.32	1.49	1.57	1.08
经营活动产生的现金流量净额	0.89	1.11	3.18	-8.14
投资活动产生的现金流量净额	0.00	-4.73	0.91	-16.47
筹资活动产生的现金流量净额	0.93	3.91	-9.56	30.22
财务指标	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	46.86%	45.08%	44.32%	50.31%
资产负债率	58.83%	57.35%	57.78%	61.92%
短期债务/总债务	41.60%	45.34%	43.92%	49.71%
现金短期债务比	0.30	0.25	0.47	0.54
EBITDA（亿元）	--	4.71	4.93	4.56
EBITDA 利息保障倍数	--	0.49	0.63	0.48

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

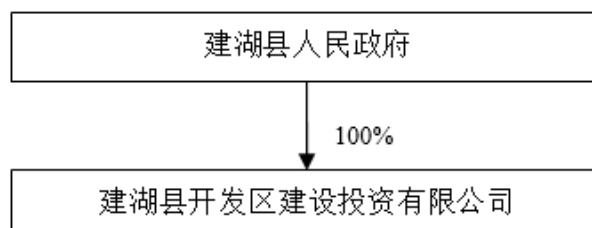
附录二 苏州再担保主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	14.28	9.12	7.68
交易性金融资产	1.54	1.83	0.00
一年内到期的非流动资产	2.39	1.29	0.00
债权投资	3.65	6.35	0.00
长期股权投资	3.38	3.41	1.10
资产总额	29.61	25.74	23.61
短期借款	0.45	0.49	0.49
长期借款	0.75	0.00	0.76
长期应付款	2.95	0.76	0.79
未到期责任准备金	0.86	0.82	0.66
担保赔偿准备金	6.52	5.66	4.66
负债总额	12.34	9.16	7.80
实收资本	15.00	15.00	15.00
未分配利润	1.65	0.92	0.29
所有者权益合计	17.27	16.58	15.82
营业收入	2.05	1.85	1.60
手续费及佣金收入	1.88	1.71	1.45
投资收益	0.76	0.89	0.65
净利润	0.84	0.79	0.37
经营和财务指标（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
净资产收益率	4.96%	4.90%	2.34%
期末担保余额	470.64	338.79	271.31
其中：直接融资担保余额	83.35	88.55	70.50
间接融资担保余额	64.81	37.35	26.89
非融资担保余额	67.93	47.17	42.79
再担保余额	254.56	165.72	131.12
融资担保责任余额*	88.28	92.36	76.30
融资担保责任余额放大倍数*	5.94	6.37	5.54
累计担保代偿率	0.22%	0.26%	0.28%
累计代偿回收率	83.81%	79.65%	55.72%
拨备覆盖率		10,121.70%	1,417.95%

注：*不含再担保业务

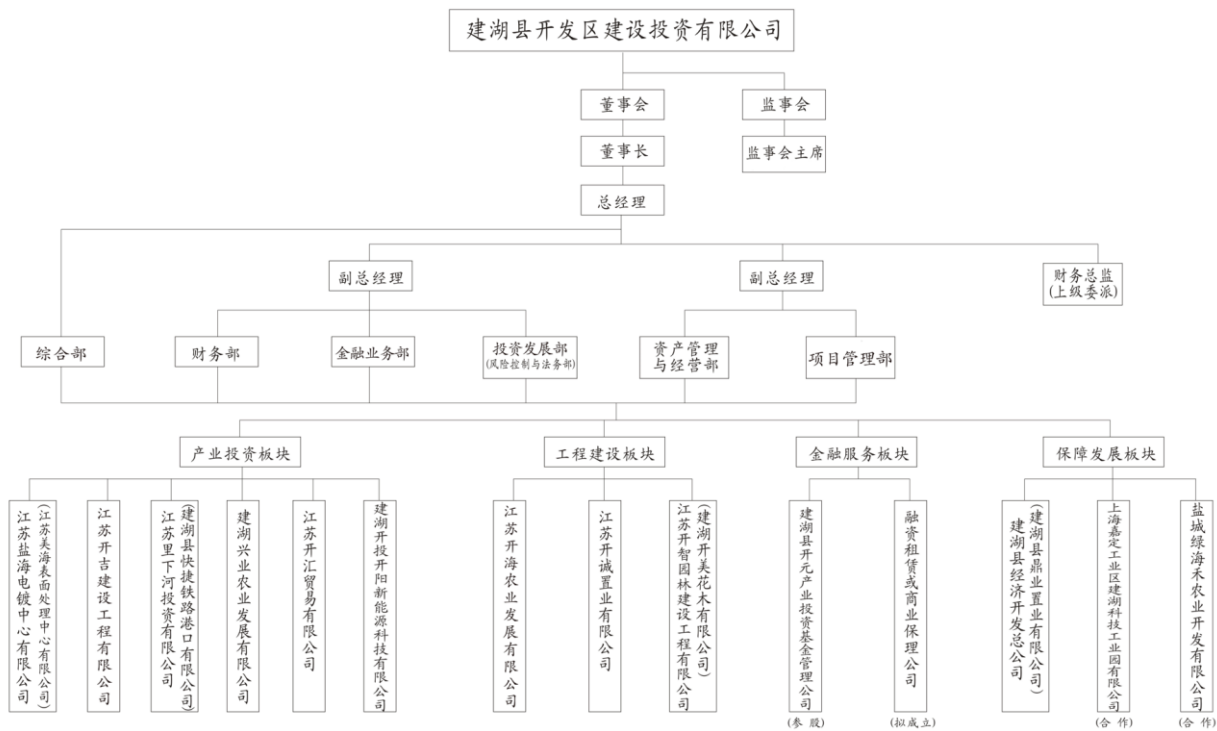
资料来源：苏州再担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
建湖县城东污水处理厂	1,000.00	100.00%	污水处理
江苏里下河投资有限公司	5,000.00	100.00%	港口物流、仓储、装卸
建湖县快捷铁路港口有限公司	9,370.00	100.00%	铁路运输及货物仓储服务等
建湖兴业农业发展有限公司	12,000.00	83.33%	农作物种植和销售、园林绿化工程
建湖开投开阳新能源科技有限公司	2,000.00	100.00%	新能源技术研发
江苏盐海电镀中心有限公司	10,000.00	100.00%	电镀配件生产、销售
江苏开汇贸易有限公司	2,000.00	100.00%	电力照明设备、石油机械、矿山机械、建筑工程机械、机械零部件、纺织原料及制成品、建筑材料等销售
建湖开美花木有限公司	8,100.00	100.00%	花卉、林木种植、销售;盆景销售;绿化养护;普通货物仓储服务(除危险品及爆炸品)
江苏美海表面处理研发中心有限公司	1,000.00	100.00%	金属表面处理技术研发
江苏开智园林建设工程有限公司	3,000.00	100.00%	园林绿化工程施工;林木、花卉、盆景、草坪种植、销售
江苏开诚置业有限公司	2,000.00	100.00%	房地产开发经营;物业管理;搬运装卸服务(除港口装卸)
建湖开瑞后勤管理服务有限公司	2,000.00	100.00%	城市生活垃圾经营性服务;住宿服务
浙江舟山开汇能源有限公司	5,000.00	100.00%	汽油、乙醇汽油、甲醇汽油、石油原油等的批发无仓储;石油制品等的批发、零售
江苏开海农业科技发展有限公司	5,008.00	100.00%	谷物种植技术研发、推广;农产品、化肥、农膜、盆景销售;绿化管理;房屋建筑工程、地基与基础工程、建筑装修装饰工程等工程施工
江苏开吉建设工程有限公司	4,068.00	100.00%	房屋建筑工程、地基与基础工程、建筑装修装饰工程等工程施工
建湖县瑞祥农业有限公司	10,000.00	100.00%	农副产品种植、销售
建湖县瑞发建设发展有限公司	20,000.00	100.00%	建筑工程施工;建筑劳务分包
建湖县开恒农业有限公司	10,000.00	100.00%	林木种子生产经营;农作物种子经营;水产养殖
建湖县瑞强建设发展有限公司	10,000.00	100.00%	建筑工程施工;建筑劳务分包

资料来源：2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录六 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保人	担保金额	担保余额	是否有反担保
建湖县城市建设投资有限公司	35.39	31.52	否
建湖县新农村建设投资有限公司	10.40	8.41	否
建湖县惠湖实业发展有限公司	5.39	4.96	否
江苏双湖控股集团有限公司	12.90	3.90	否
建湖县兴颜资产管理有限公司	2.50	2.50	否
建湖县湖阳农业发展有限公司	4.05	2.28	否
建湖县沙庄文旅发展有限公司	2.15	2.05	否
建湖县旅游发展有限公司	2.01	2.00	否
盐城东汇农业发展有限公司	1.91	1.91	否
建湖县高新投资发展有限公司	1.80	1.80	否
盐城双湖实业投资集团有限公司	1.29	1.29	否
江苏博旺农业发展有限公司	1.45	1.23	否
建湖县城南建设投资有限公司	1.50	1.13	否
建湖县欣盛建设投资有限公司	1.10	1.10	否
建湖县聚发灯具灯饰产业园有限公司	1.03	1.03	否
江苏恒源现代渔业发展公司	0.96	0.82	否
建湖县鸿源农业发展有限公司	0.70	0.70	否
建湖县东诚旅游农业有限公司	0.60	0.60	否
建湖县农村供水有限公司	0.54	0.54	否
建湖县丰乔农业发展有限公司	0.90	0.54	否
建湖县九龙口旅游建设投资有限公司	1.20	0.52	否
建湖县园林建设工程有限公司	0.50	0.50	否
建湖县上冈污水处理有限公司	1.50	0.50	否
建湖志高农业发展公司	0.48	0.45	否
盐城三江水产集团有限公司	0.59	0.44	否
顺鑫水利工程有限公司	0.48	0.38	否
建湖万玉农业发展有限公司	0.49	0.35	否
建湖融达新能源材料产业园服务有限公司	0.25	0.23	否
建湖宝祥农业发展有限公司	0.25	0.20	否
建湖县悦湖贸易发展有限公司	0.15	0.15	否
建湖县春林绿化工程建设有限公司	0.10	0.10	否
江苏悦湖工业发展有限公司	0.10	0.10	否
合计	94.64	74.21	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录七 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

附录八 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。