



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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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 2024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经济体量居泰州市各区县首位，财力较强，工业经济发展势头良好，江苏泰兴黄桥经济开发区（以下简称“黄桥经开区”）为省级开发区，2023 年工业开票销售及税收同比继续增长，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 2024 年 5 月公司由泰兴市下属二级平台变更为泰州市下属三级平台，职能定位未发生变更，未结算项目账面成本规模较大，后期收入仍较有保证，继续获得江苏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“中鑫集团”或“担保方”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券安全性。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性仍较弱，非标融资规模较上年有所提升，面临较大的偿债压力；自营项目尚需投入规模较大，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。我们认为公司未来仍将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

2024 年 6 月 18 日

联系方式

项目负责人：吕凤鸣
lvfm@cspengyuan.com

项目组成员：李楠
linan@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	164.14	164.11	146.85
所有者权益	67.16	66.06	63.21
总债务	74.79	84.18	79.54
资产负债率	59.08%	59.74%	56.95%
现金短期债务比	0.43	0.60	0.44
营业收入	11.54	8.98	8.56
其他收益	1.34	0.99	0.97
利润总额	1.42	1.49	1.52
销售毛利率	9.86%	12.56%	9.29%
EBITDA	1.88	1.75	1.69
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.29	0.24
经营活动现金流净额	1.27	23.84	1.69

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **泰兴市经济总量居泰州市各区县首位，财力较强，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，经济总量位居泰州市首位，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；黄桥经开区为省级经济开发区，代表企业包括泰兴市东圣生物科技有限公司、长虹三杰新能源有限公司等，2023年完成工业开票销售205亿元，同比增长10.00%，完成工商税收11.2亿元，同比增长51.09%。
- **公司未结算项目账面成本规模仍较大，后期收入较有保证。**2024年5月公司由泰兴市下属二级平台变更为泰州市下属三级平台，职能定位未发生变更，仍为黄桥经开区内重要的基础设施建设主体之一，仍主要从事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，截至2023年末，公司存货中待结算的项目开发成本规模较大，未来公司收入有一定保证。
- **公司继续获得黄桥经开区管委会较大力度支持。**2023年公司获得黄桥经开区管委会的财政补贴1.34亿元，在利润总额中的占比提升至94.37%，对公司利润形成有益补充。
- **保证担保仍能有效提升本期债券安全性。**中鑫集团资信状况良好，经中证鹏元综合评定，中鑫集团主体信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产仍以项目开发成本及应收款项为主，资产流动性较弱。**2023年末，项目开发成本及应收款项占比70.19%，其中项目结算及回款时间受财政资金安排影响存在不确定性，2023年其他应收款规模大幅增加，对公司经营资金形成占用，部分民企存在被执行等情况，资产中受限资产占同期净资产比重为27.48%。
- **公司非标融资规模较上年有所增长，面临较大的偿债压力。**2023年公司非标融资规模较上年有所增加，非标融资占比继续提升至26.78%，融资成本较高，1年内到期债务规模仍较大，公司偿债压力较大，2023年末现金短期债务比为0.43，偿债指标表现欠佳。
- **自营项目尚需投入规模较大，公司存在较大资金支出压力。**截至2023年末，公司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，后期仍需投入资金35.53亿元，建成后收益情况存在一定不确定性。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至2023年末，公司合计对外提供的担保余额为67.13亿元，占同期净资产比重的99.95%，公司担保对象均为国有企业，均无反担保措施。此外，公司亦存在与江苏省国裕健康产业集团有限公司等公司的合同纠纷案件。

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
成兴国资	中鑫集团	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	453.31	180.72	36.79
泰兴国投	泰兴城投	主要从事建筑施工和安装业务	357.73	165.07	53.54
智光环保	中鑫集团	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	307.74	118.45	30.01
虹桥园工业	中鑫集团	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	264.47	107.10	7.65
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	214.74	73.60	12.29

泰兴兴黄	中鑫集团	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	164.14	67.16	11.54
------	------	--------------------------------	--------	-------	-------

注：（1）泰兴国投为泰兴市中兴国有资产经营投资集团有限公司的简称、泰兴交通为泰兴市交通产业（集团）有限公司的简称、成兴国资为泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司的简称、智光环保为泰兴市智光环保科技有限公司的简称、泰兴城投为泰兴市城市投资发展集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年/2023 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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	3/7
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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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之一，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，一方面公司与泰兴市政府的联系中等，公司控股股东仍为中鑫集团，2024 年 5 月公司实控人变更为泰州市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“泰州市国资委”）；黄桥经开区与黄桥镇实行区镇合一，主要领导由泰兴市委常委兼任，泰兴市政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司业务范围主要在黄桥经开区内，受到的外部支持也主要来自黄桥经开区。另一方面，公司对泰兴市政府非常重要，公司最主要的目标是提供公共产品和服务，同时公司也是发债主体，如果违约，将对地区金融生态环境产生实质性影响。此外，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。

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	2023-6-12	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2024年5月8日，本期债券募集资金专项账户余额为20.45万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东均未发生变化，2024年5月，公司控股股东中鑫集团控股股东变更为泰州化工新材料产业发展集团有限公司（以下简称“新材料公司”），实控人变更为泰州市国资委，截至2024年5月末，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元，控股股东仍为中鑫集团，实控人为泰州市国资委，持股比例为100.00%，公司股权结构参见附录二。2023年公司合并范围减少1家子公司，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、泰兴市祥元供应链管理有限公司（以下简称“祥元供应链”）、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2023年末，公司合并范围内共20家子公司，具体见附录四。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

2023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
江苏黄桥食品生物科技有限公司	100.00%	0.10	工程和技术研究和试验发展；工业酶制剂研发等	注销

资料来源：公司2023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

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长

4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再

融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

泰兴市矿产资源储量丰富，铁路交通布局稳步推进；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

区位特征：泰兴市矿产资源储量丰富，铁路交通布局稳步推进。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，目前正在规划建设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，2022年9月北沿江高铁江苏段正式开工，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纵贯苏北、苏中和苏南，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。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，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。泰兴市总面积1,172平方公里，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2023年末，全市年末常住人口99.08万人，较上年增加0.06万人。

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。2023年泰兴市地区生产总值为1,434.99亿元，经济体量在泰州市“三市三区”中居首位，同比增速6.5%。三次产业结构由2021年的5.6：50.3：44.1调整为2023年的5.3：49.9：44.8，第二产业始终占据主导地位。近年泰兴市人均GDP逐年提升，按2023年末泰兴市常住人口计算，2023年泰兴市人均GDP为14.48万元，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，2023年固定资产投资增长7.3%，规模以上固定资产投资增长8.6%，对经济增长贡献较大，其中，工业投资增长11.8%。2023年泰兴市房地产市场景气度下滑，全年商品房销售面积121.61万平方米，同比下降15.5%。泰兴市社会消费品零售总额逐年提升，2023年同比增长5.4%。2023年泰兴市对外贸易有所下滑，进出口总额同比下降15.8%。

表2 泰州市 2023 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	1,434.99	6.5%	14.48	97.20	102.48
靖江市	1,298.79	7.50%	19.62	82.89	88.93
医药高新区（高港区）	1,191.95	6.50%	24.68	103.18	95.10
兴化市	1,154.93	7.30%	10.29	50.91	39.26
姜堰区	876.55	6.00%	13.10	43.56	36.72
海陵区	774.45	6.80%	13.38	40.02	65.35

注：1) 泰兴市、靖江市、兴化市、姜堰区人均 GDP 依据各区（市）2023 年 GDP/2023 年末各区（市）常住人口计算；海陵区、医药高新区（高港区）人均 GDP 依据 2022 年末常住人口计算；

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	2023年		2022年		2021年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,434.99	6.5%	1,366.67	5.3%	1,273.44	9.9%
固定资产投资	-	7.3%	-	9.5%	-	7.1%
社会消费品零售总额	344.30	5.4%	326.73	0.9%	323.85	17.9%
进出口总额（亿美元）	52.06	-15.8%	61.78	2.3%	60.38	39.3%
人均 GDP（万元）	14.48		13.80		12.82	
人均 GDP/全国人均 GDP	162.05%		161.05%		158.27%	

注：“-”表示数据未公布；泰兴市人均 GDP 依据各年末常住人口计算。

资料来源：2021-2023 年泰兴市国民经济和社会发展统计公报，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，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。

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10年稳居全国化工园区10强、列第4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））。

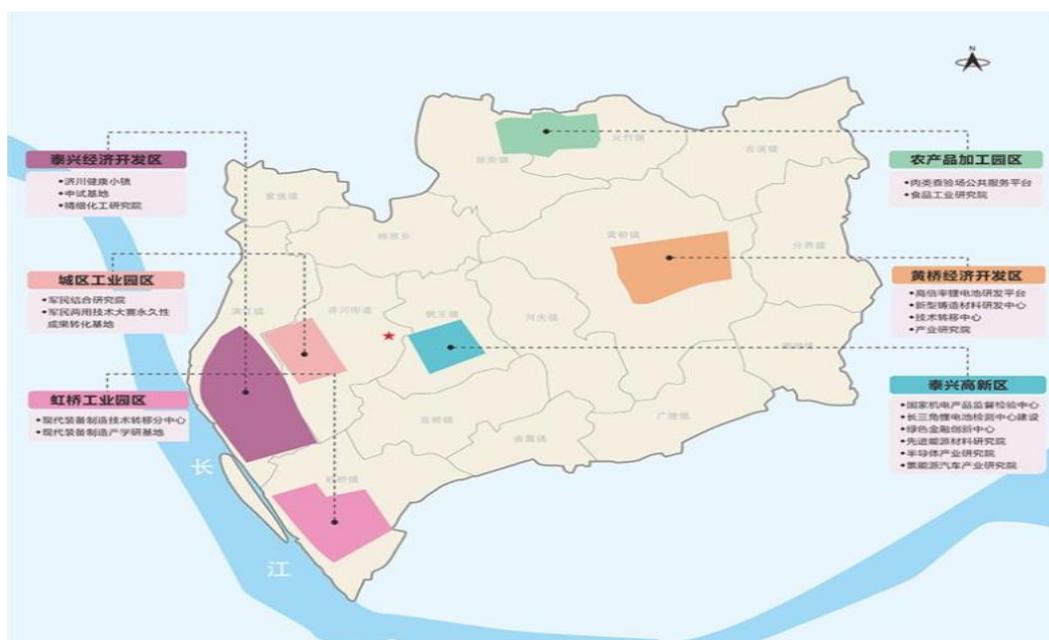
泰兴高新区主要以节能环保产业为主导，同时重点发展新能源新材料、智能制造等战略性新兴产业，区内已聚集相关企业近200家，其中代表性企业有南极机械、亚太泵阀、源远水业、鼎瀚航空等，2023年晟楠科技（837006.BJ）在北交所上市。

江苏泰兴黄桥经济开发区（以下简称“黄桥经开区”），始建于2009年，规划面积18平方公里，2018年9月经江苏省政府批准，升格为省级经济开发区。在省级开发区高质量发展综合考核评价中，黄桥经开区在全省95家省级经济开发区中位列第43名，代表企业包括泰兴市东圣生物科技有限公司、长虹三杰新能源有限公司等。2023年完成工业开票销售205亿元，同比增长10%，完成工商税收11.2亿元，同比增长51.09%。黄桥开发区位于长三角一体化发展战略经济圈的核心部位，“公、铁、水、空”现代交通体系完备，新长铁路在境内设站，随着盐泰锡常宜高铁、北沿江高铁的开工建设，黄桥的交通枢纽地位进一步凸显。黄桥经开区培育形成了高倍率锂电产业链、生物发酵与未来食品产业链、高端装备制造产业集聚三大特色产业，2023年，三大特色产业分别完成开票销售22.31亿元、9.14亿元、42.47亿元，分别占工业开票销售总额的19.8%、8.1%、37.65%。目前，黄桥经开区正加速推进“一城两园”建设，

其中：中国生物发酵与未来食品城，规划面积3,000亩，于2020年10月份获中国生物发酵产业协会批准建设。黄桥经开区按照“一院（生物发酵与未来食品产业研究院）、一所（江苏省产业技术研究院特医食品研究所）、一中心（江苏省发酵食品质量监督检验中心）”布局，分步实施“3113”工程（即：总规划面积3,000亩，总投资不低于100亿元，产值规模不低于1,000亿元，税收不低于30亿元），主攻保健食品、功能食品方向，服务推动华熙生物功能性食品产业长三角生产基地项目、华恒高端食品项目和5个公司制中试项目建设。2023年，一院一所一中心分别建成运营和挂牌成立。高倍率锂电产业园，规划面积1,537.5亩，专班服务2023年省重大项目——总投资52亿元的三元高倍率锂电研制生产项目（长虹三杰四期项目），目前已竣工，并启动五期项目建设；加快推进2023年省重大项目——九天预镀镍钢带项目建设，确保年内主体工程竣工。高端装备制造产业园，规划面积约1,500亩，目前已建成228亩的惠尔信企业低速风电轮毂总成研发制造基地，新苏贝辰、鑫常特材、神意科技等项目相继建成投产，其中，2021年省重大项目——总投资30.58亿元的惠尔信风电智能成套研发制造项目一期已经建成，总投资2.5亿美元的新苏工业机床项目成功入选2024年省重大项目。

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，1家上市企业森萱医药（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，2023年债务规模较为稳定。2023年泰兴市实现一般公共预算收入97.21亿元，同比增长8.0%，税收收入占比反弹，但较2021年仍有一定差距，财政自给能力尚可。受土地出让市场交易下滑影响，近年政府性基金收入持续下滑。2023年全市地方政府债务余额基本保持平稳，较地方政府债务限额仍有一定空间。

表4 泰兴市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	97.21	90.00	93.12
税收收入占比	72.25%	69.12%	80.66%
财政自给率	70.87%	70.14%	78.66%
政府性基金收入	102.48	120.12	139.12
地方政府债务余额	267.41	267.72	274.68

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2023年底，泰兴市投融资平台较多，主要为泰兴市城市投资发展集团有限公司（以下简称“泰兴城投”）、泰兴市中鑫投资集团有限公司（以下简称“中鑫集团”）、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人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“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，中鑫集团是泰兴市多个园区建设投融资主体合并设立的投资集团，自身无实质业务，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。2024年5月，泰州化工新材料产业发展集团有限公司（以下简称“新材料公司”）组建，股权上划至泰州市政府国有资产监督管理委员会，无偿划转中鑫集团与泰兴港口股权至其名下，负责泰州市多个产业园区的基础设施建设和土地整理等业务，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，具体见下表。

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
中鑫集团	新材料公司	526.51	58.56%	89.12	503.94	泰兴市多个园区建设投融资主体合并设立的投资集团，自身无实质业务
泰兴港口	新材料公司	209.39	43.87%	28.69	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
泰兴城投	泰兴市国资办	277.33	62.16%	62.57	322.68	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。

泰兴交控	泰兴市国资办	202.77	51.85%	22.17	161.60	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	165.07	53.85%	53.54	107.19	主要从事建筑施工和安装业务
泰兴市交通产业（集团）有限公司	泰兴交控	73.60	65.73%	12.29	117.06	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	中鑫集团	180.72	60.13%	36.79	166.37	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	中鑫集团	118.45	61.51%	30.01	137.69	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
泰兴市虹桥园工业开发有限公司	中鑫集团	107.10	59.50%	7.65	113.43	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
泰兴市兴黄综合投资开发有限公司	中鑫集团	67.16	59.08%	11.54	67.18	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

注：1）财务数据均为2023年末/2023年度，除泰兴港口财务数据为2021年末/2021年度；2）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。

资料来源：Choice、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，2023年末市政工程、土地整理及安置房项目未结算账面成本规模较大，后期收入较有保证，但项目结算周期较长，且项目回款受财政资金安排影响，收入结算进度存在一定不确定性；在建自营项目后期尚需投入较大规模资金，存在较大资金压力

2023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，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，2023年物资销售收入规模及占比均大幅提升，但毛利率很低，受此影响，2023年公司营业收入同比提升28.55%，毛利率有所降低。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
市政工程建设	4.12	35.66%	10.43%	4.19	46.65%	10.43%
土地整理开发	2.78	24.07%	13.04%	2.48	27.61%	13.04%
安置房开发	1.81	15.72%	10.43%	1.67	18.64%	10.43%
物资销售	2.36	20.45%	0.02%	0.02	0.27%	0.34%
配件加工	0.07	0.59%	0.00%	0.17	1.93%	0.00%
污水处理	0.17	1.46%	4.77%	0.17	1.88%	6.31%

标房租赁	0.18	1.55%	65.26%	0.24	2.64%	75.10%
其他	0.06	0.49%	56.34%	0.03	0.37%	11.08%
合计	11.54	100.00%	9.86%	8.98	100.00%	12.56%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）市政工程建设业务

2023年市政工程建设业务收入规模基本稳定，存货中市政工程项目成本较大，公司收入有一定持续性，但项目结算周期较长，且项目回款受财政资金安排影响，存在不确定性，在建项目后续投入规模不大，业务持续性一般

市政工程建设业务板块主要由公司本部及子公司泰兴市黄桥投资发展有限公司（以下简称“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市江桥投资建设发展有限公司（以下简称“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。2023年，公司确认市政工程建设收入4.12亿元，确认收入的项目以区域内环境整治工程、道路工程为主，项目数量较多，但项目单个体量不大。

表7 2022-2023 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）
2023	环境整治工程	0.58	0.67
	行政便民服务中心	0.49	0.56
	园区工程	0.39	0.45
	金溪路工程	0.39	0.44
	内河港泰兴区码头工程	0.35	0.40
	新城区建设项目	0.34	0.39
	村庄道路硬化提升工程	0.30	0.34
	中央公园	0.22	0.26
	宁靖盐高速工程	0.15	0.17
	中沟项目	0.14	0.16
	其他	0.34	0.40
	合计	3.69	4.24
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

¹ 实际控制人为泰兴市国资办。

农田水利建设	0.21	0.25
胜利村	0.18	0.21
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

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2023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8.53亿元，尚需投资0.48亿元。截至2023年末公司存货中未结算的市政工程项目成本合计21.08亿元，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2023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	2.71	0.34	-	泰兴兴黄
黄桥镇（经济开发区）2021年动迁项目	3.00	3.01	-	-	泰兴兴黄
金溪路北延工程	2.00	1.91	1.26	0.82	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	8.53	2.53	1.75	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）土地整理开发业务

公司土地整理开发项目趋于尾声，存货中已投入土地开发整理成本较大，未来收入较有保障，但会受委托方结算安排等因素影响，同时需关注土地出让市场行情

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。2023年公司确认收入的项目包括黄桥工业园区拆迁项目、镇区项目部、新城项目部、华庄项目部、西寺桥项目部，实现土地整理开发收入2.78亿元，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2023年末，公司土地整理开发项目趋于尾声，年末公司存货中尚未结算的土地整理开发成本为23.95亿元，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，但会受委托方结算安排

等因素影响，同时需关注土地出让市场行情对公司土地整理业务的影响。

表9 截至 2023 年末公司在整理开发的土地项目情况（单位：亿元、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	14.58	4,294.90	6.29	3.19	黄桥投资
东圣食品	0.34	0.34	114.00	-	-	黄桥投资
爱科净化项目	0.24	0.24	35.00	-	-	黄桥投资
其他	0.88	0.88	230.00	-	-	黄桥投资
合计	13.46	16.04	4,673.90	6.29	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10 截至 2023 年末公司主要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	8.84	泰兴兴黄
韩庄村项目部	3.00	2.83	2.33	泰兴兴黄&黄桥投资
新城项目部	3.00	5.46	5.18	泰兴兴黄
华庄项目部	2.50	2.81	0.98	泰兴兴黄
合计	20.50	24.99	17.33	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）安置房开发业务

公司目前安置房源主要为外购，预计于2024年安置完毕。存货中尚有一定规模安置房投入成本，未来逐步结算，可保证安置房开发收入持续性

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。2023年公司确认安置房收入1.81亿元，主要来源于韩庄安置区、金溪家园、吴韩小区。

截至2023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6.13亿元，尚需支付0.86亿元，系公司安置房源不足，与当地开发商签订合同购买的用于定向安置的商品房，预计于2024年安置完毕。截至2023年末，存货中未结算安置房项目成本合计13.79亿元，未来随着委托方逐步结算，预期仍可产生一定规模收入。

表11 截至 2023 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	1.60	3.14	3.74
韩庄安置区（1-3期）	5.62	-	0.67
合计	7.22	3.14	4.41

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 截至 2023 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	3.71	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	1.42	2.43
合计		6.98	6.13	10.08

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）其他业务

公司开展包括商品销售、配件加工、污水处理和标房租赁等多元化业务，2023年物资销售业务逐步恢复，收入大幅提升，但盈利能力很低，在建自营项目后续投入规模较大，存在较大的资金压力

公司通过设立产业型子公司等方式，拓展了商品销售、配件加工、标准厂房出租和污水处理等业务，为公司整体营业收入提供了一定补充。

2023年公司物资销售业务逐步恢复，主要由祥元供应链、江苏黄桥农业综合开发有限公司、江苏黄桥乐器文化产业园投资发展有限公司负责，营收规模大幅提升至2.36亿元，盈利能力较低。业务模式为：下游主要客户在中标央企等相关合同后，凭中标通知书与公司子公司签订采购合同，并由相应子公司与上游供应商签订采购合同，供应商将货物运到指定地点并收到签收确认后，由公司子公司垫资支付相关货款。待央企支付款项给下游主要客户后，由下游主要客户立刻支付相关货款给公司子公司，滚续操作，一般单次、单笔合同不超过1000万元。一般合同约定的账期为2-4月，一般4个月账期的收款进度为：30天内收到合同金额的50%货款、60天内收到合同金额的25%货款、120天收到合同金额的25%货款，如若是2-3个月账期，则按比例压缩付款进度。下游客户中，除前四大客户销售额较大外，其余客户销售规模较小，整体看，下游客户分散度尚可，主要客户如皋嘉弘商贸有限公司²、江苏盐城港供应链科技集团有限公司³、如皋市经开园区综合服务有限公司⁴均为其他县市优质国企，此外公司第五大客户泰兴市维凯纳乐器有限公司2024年4月列为被执行人。

表13 2023 年公司商品销售情况（单位：亿元）

销售品种	销售金额
干豆	1.30

² 实控人为如皋市人民政府。

³ 控股股东为江苏盐城港大丰港开发集团有限公司。

⁴ 2023年11月更名为苏皋（南通）产业园投资开发有限公司，实控人为如皋市人民政府。

钢材	0.91
电池组件	0.15
合计	2.36

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表14 2023 年公司商品销售前五大供应商情况（单位：亿元）

供应商名称	贸易品种	采购金额	采购占比
南通藤尔商贸有限公司	大豆	0.53	22.49%
如皋市富禾贸易有限公司	钢材、干豆	0.49	20.55%
南通瑞邦金属制品有限公司	干豆	0.31	13.11%
南通滨宇电子材料有限公司	钢材、干豆	0.29	12.46%
上海恒翔实业发展有限公司	电池组件	0.16	6.67%
合计		1.78	75.28%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表15 2023 年公司商品销售前五大客户情况（单位：亿元）

客户名称	贸易品种	销售金额	销售占比
如皋嘉弘商贸有限公司	电池组件、干豆	1.02	43.16%
江苏盐城港供应链科技集团有限公司	螺纹钢	0.30	12.72%
如皋市经开园区综合服务有限公司	螺纹钢	0.20	8.52%
南通滨宇商贸有限公司	钢材	0.03	1.39%
泰兴市维凯纳乐器有限公司	乐器	0.00	0.00%
合计		1.55	65.79%

注：泰兴市维凯纳乐器有限公司乐器销售金额为 2.21 万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。2023年公司实现营收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，2023年公司标房租赁业务收入略有下滑。

此外，截至2023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，至少尚需投入35.53亿元，建成后需关注项目收益情况。

表16 截至 2023 年末公司主要在建自营项目建设情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
新能源标准厂房工程	30.61	1.12	29.49
乐器产业园创意研发中心	6.08	3.24	2.84

泰兴市黄桥现代农业产业园种植基地建设项目	3.04	0.10	2.94
琴韵小镇	3.00	2.81	0.19
黄桥镇工业园区标准厂房项目	1.20	1.13	0.07
合计	43.93	8.40	35.53

注：黄桥镇工业园区标准厂房项目暂无预计总投资数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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的基础设施建设主体之一，2023年公司获得黄桥经开区管委会的财政补贴1.34亿元，在利润总额中的占比提升至94.37%，对公司利润形成有益补充。

六、 财务分析

财务分析基础说明

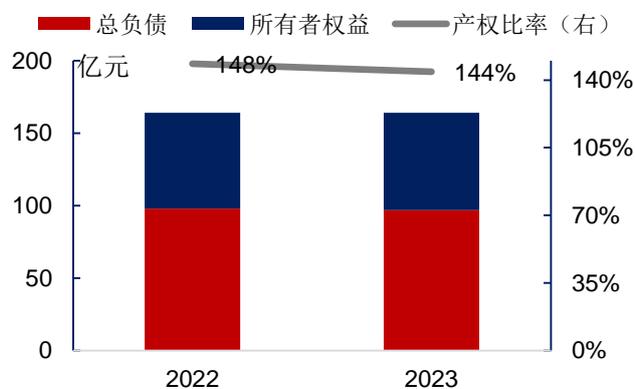
以下分析基于公司提供的经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年合并范围减少1家子公司，截至2023年末，公司合并范围内共20家子公司，具体见附录四。

资本实力与资产质量

2023年公司资本实力变化不大，资产仍以项目投入及应收款项为主，项目结算及回款时间受财政资金安排影响存在不确定性，其他应收款规模大幅提升，对公司经营资金形成占用，资产流动性较弱

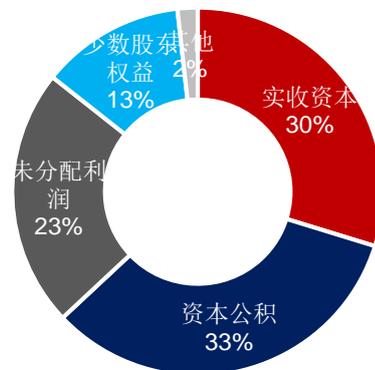
2023年公司资本实力变化不大，所有者权益仍主要以资本公积、中鑫集团实缴资本、未分配利润及少数股东权益为主，负债规模略减少，财务杠杆水平下降。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末，公司资产以项目开发成本（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）及对区域内国企及部分民企及个人的应收款项（其他应收款）为主，项目结算及回款时间受财政资金安排影响存在不确定性，其他应收款账面价值大幅提升，对公司经营资金形成占用，受限资产占同期净资产比重为27.48%，整体看，公司资产流动性较弱。

公司受限货币资金规模较大，受限比例67.70%，主要系票据保证金、借款存单质押。存货以开发成本为主，2023年末规模达到72.47亿元，其中市政工程建设成本21.08亿元、土地开发整理成本23.95亿元、安置房开发成本13.79亿元及土地使用权13.65亿元，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5.41亿元土地使用权已设立抵押、1.08亿元土地使用权尚未办理产证，未办理产证土地使用权系2023年新增土地，已缴纳土地出让金。委托代建项目结转形成对委托方的应收账款，账龄主要在2年以内，2023年末公司前五大应收对象中，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物业费，应收黄桥经开区管委会及泰兴江桥合计占比93.94%。在建工程中主要系公司自营项目，2023年末新增投资1.90亿元，主要系标准厂房、琴韵小镇、乐器产业园创意研发中心项目持续投入。

公司其他应收款主要为往来款、资产转让款和应收土地收储款及代付土地指标，存在对民企及个人应收款项，其中部分企业如泰兴市安泰精密传动机械有限公司已列为被执行人、失信被执行人、限制高消费等，2023年末其他应收款余额同比大幅提升59.05%，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（以下简称“黄桥市政”）、黄桥经开区管委会、江苏金桥建设有限公司、泰兴市祥元生态环境发展有限公司、江苏黄桥文化旅游发展有限公司，合计占比84.76%，均为区域内国有或集体所有制企业，回收风险相对可控，其中应收黄桥市政资产转让款5.90亿元、黄桥经开区管委会代付土地指标款3.09亿元。

其他资产看，固定资产中主要系无需办证的蔬菜大棚、污水管网等，2023年变化不大。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，2023年由在建工程转入0.52亿元标准厂房，均采用公允价值模式计量，2023年末账面价值为3.60亿元的投资性房地产已设立抵押，抵押比例为90.22%。长期股权投资、其他非流动资产基本无变化，以成本法核算，泰兴市祥元停车场运营管理有限公司⁵（以下简称“祥元停车场”）和泰兴市东进新思想教育咨询有限公司⁶（以下简称“东进思教咨询”）均已开展业务，暂未实现收益。

表17 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.27	8.08%	29.47	17.96%
应收账款	11.09	6.75%	8.50	5.18%

⁵ 公司持股 45.45%。

⁶ 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%。

其他应收款	31.65	19.29%	19.90	12.13%
存货	72.47	44.15%	74.13	45.17%
流动资产合计	131.48	80.10%	133.63	81.43%
固定资产	4.37	2.66%	4.48	2.73%
在建工程	9.58	5.84%	7.68	4.68%
长期股权投资	8.72	5.32%	8.73	5.32%
投资性房地产	3.98	2.43%	3.47	2.12%
其他非流动资产	4.50	2.74%	4.50	2.74%
非流动资产合计	32.66	19.90%	30.48	18.57%
资产总计	164.14	100.00%	164.11	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

受物资销售业务恢复影响，2023年公司收入同比大幅增长，毛利率同比下降；待结转的市政工程建设项目以及土地整理开发项目账面成本规模较大，后期收入较有保证；2023年政府补助继续对公司利润形成有益补充

2023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，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，2023年公司物资销售业务收入大幅提升，公司营业收入同比大幅增加，但物资销售业务毛利率很低，受此影响，公司毛利率整体有所降低。2023年末，公司基础设施、土地整理开发及保障房项目账面成本规模较大，后期收入较有保证，但受财政资金安排等因素影响，存在一定不确定性。外部支持方面，2023年公司持续获得黄桥经开区管委会的财政补贴1.34亿元，在利润总额中的占比提升至94.37%，对公司利润形成有益补充。

表18 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	11.54	8.98
营业利润	1.52	1.52
其他收益	1.34	0.99
利润总额	1.42	1.49
销售毛利率	9.86%	12.56%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司有息债务规模有所下降，非标融资规模较上年有所提升，融资结构有待进一步改善，但债务刚性及集中偿付压力均较大

2023年末，公司总债务规模同比有所下降，非标融资规模较上年有所提升。存续债务看，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19.22亿元，占总债务比重提升至26.78%。

期限构成方面，短期债务占比降至42.61%，但债务集中偿付压力仍较大。负债结构看，公司2023年末流动负债规模下降主要系应付票据减少，非流动负债规模提升系长期借款大幅增加。

2023年末公司整体有息债务体量仍较大，偿债指标表现一般。尚有银行授信余额15.67亿元，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 截至 2023 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 年以上
银行借款	3.6%-7.5%	43.02	18.09	24.93
债券融资	4.99%、8.50%	9.54	0.80	8.74
非标融资	~7.0%	19.22	9.97	9.25
合计	-	71.78	28.86	42.92

注：融资余额与总债务差额系应付票据、其他应付款中付息项。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表20 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.99	15.46%	15.86	16.18%
应付票据	2.47	2.55%	14.07	14.35%
应付账款	1.14	1.17%	0.55	0.56%
其他应付款	19.98	20.60%	13.30	13.56%
一年内到期的非流动负债	13.68	14.11%	17.76	18.11%
流动负债合计	53.62	55.29%	62.45	63.70%
长期借款	27.30	28.16%	18.20	18.56%
应付债券	8.74	9.01%	9.52	9.71%
长期应付款	7.05	7.27%	7.66	7.81%
非流动负债合计	43.36	44.71%	35.59	36.30%
负债合计	96.97	100.00%	98.04	100.00%
总债务	74.79	77.13%	84.18	85.86%
其中：短期债务	31.87	32.87%	48.98	49.96%
长期债务	42.92	44.26%	35.20	35.91%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	59.08%	59.74%
现金短期债务比	0.43	0.60
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.29

资料来源：公司 2022-2023 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

根据公司于2024年5月29日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》文件，公司过去一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。公司截至2024年5月29日存在尚未了结诉讼，均主要为合同纠纷案件，其中公司及子公司兴业标房应给付江苏省国裕健康产业集团有限公司400万元及利息，系合同纠纷案，由公司及子公司兴业标房连带偿还第三人江苏鑫海泰石油机械装备制造有限公司所欠款项，案件已判决，其余涉诉事项金额不大。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。

公司治理方面，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》，建立了现代法人治理结构，2023年公司组织架构未发生变化。由黄桥镇人民政府任命鞠建明为公司董事、何天明为公司外部董事、余斌为公司监事会主席，免去余斌公司董事职务、步国建公司外部董事职务、鞠建明公司监事会主席职务。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2024年4月1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2023年末，公司合计对外提供的担保余额为67.13亿元，占同期净资产比重的99.95%，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

公司是泰兴市重要的基础设施建设平台之一，控股股东为中鑫集团，2024年5月公司实际控制人变更为泰州市国资委，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。公司控股股东仍为中鑫集团，持股比例100.00%，2024年5月

公司实控人变更为泰州市国资委；黄桥经开区与黄桥镇实行区镇合一，主要领导由泰兴市委常委兼任，公司董事长由泰兴市政府任命，认为泰兴市政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司业务范围主要在黄桥经开区内，受到的外部支持也主要来自黄桥经开区，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。公司最主要的目标是为黄桥经开区提供公共产品和服务，包括基础设施建设及土地开发整理等，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

中鑫集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任担保仍能有效提升本期债券安全性

本期债券由中鑫集团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。

中鑫集团建立于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集团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2023年末，中鑫集团注册资本及实收资本均为50.00亿元，2024年中鑫集团100.00%股权被无偿划转至新材料公司，中鑫集团实际控制人变更为泰州市国资委。

表22 担保方营业收入及毛利率构成（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
建设项目	21.47	24.10%	16.90%	29.76	26.08%	0.20%
一级土地整理开发	12.78	14.33%	23.40%	18.14	24.67%	39.52%
蒸汽销售	12.86	14.43%	7.64%	12.93	12.14%	9.91%
贸易	21.16	23.74%	1.16%	15.77	11.44%	0.37%
物资销售	-	-	-	0.03	10.53%	1.15%
锦富技术	17.43	19.56%	16.92%	14.02	10.15%	19.26%
配件收入	0.07	0.08%	0.00%	0.18	1.76%	2.75%
污水处理	0.74	0.83%	-49.17%	1.13	1.17%	-5.26%
租金	1.57	1.76%	48.19%	1.50	1.04%	18.19%
其他	0.92	1.03%	7.17%	0.75	0.88%	46.68%
检测服务费	0.12	0.14%	45.67%	0.13	0.11%	50.16%
担保收入	0.00	0.00%	50.00%	0.00	0.00%	100.00%

合计	89.12	100.00%	12.69%	94.34	100.00%	13.77%
-----------	--------------	----------------	---------------	--------------	----------------	---------------

资料来源：中鑫集团 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

中鑫集团本部主要系集担保、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。2022-2023年，中鑫集团分别实现营业收入94.34亿元和89.12亿元，2023年上市子公司锦富技术（300128.SZ）收入及贸易收入占比提升较大。

2023年中鑫集团资产规模稍有下降，净资产规模继续提升，资产负债率较高，债务规模在高位波动，2023年经营活动现金流继续为正，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23 担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	1,270.61	1,293.60	1,180.39
所有者权益	526.51	519.27	475.34
总债务	--	644.53	608.05
资产负债率	58.56%	59.86%	59.73%
现金短期债务比	--	0.43	0.47
营业收入	89.12	94.34	95.77
其他收益	7.38	7.50	10.62
利润总额	8.96	10.61	9.80
销售毛利率	12.69%	15.25%	13.77%
EBITDA	19.71	23.28	26.96
EBITDA 利息保障倍数	--	0.52	0.56
经营活动现金流净额	42.09	31.87	-44.47

资料来源：中鑫集团 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中鑫集团主体信用等级为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

泰兴市经济体量居泰州市各区县首位，财力较强，工业经济发展势头良好，黄桥经开区为省级开发区，2023年工业发展及税收同比继续增长，为公司发展提供良好的外部基础。2023年公司物资销售业务逐步恢复，公司营业收入同比提升，委托建设、土地开发整理等项目账面成本规模较大，后期收入较有保证，2023年公司继续获得黄桥经开区管委会财政补贴，在利润总额中比重提升，支持力度较大。同时中证鹏元也关注到公司其他应收款规模大幅提升，对公司经营资金形成较大占用，受限资产比例较高，

资产流动性仍较弱；有息债务稍有提升，新增以非标融资为主，面临较大的偿债压力；自营项目尚需投入规模较大，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。整体来看，公司抗风险能力一般。中鑫集团提供的保证担保仍能有效提升本期债券安全性。

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+。

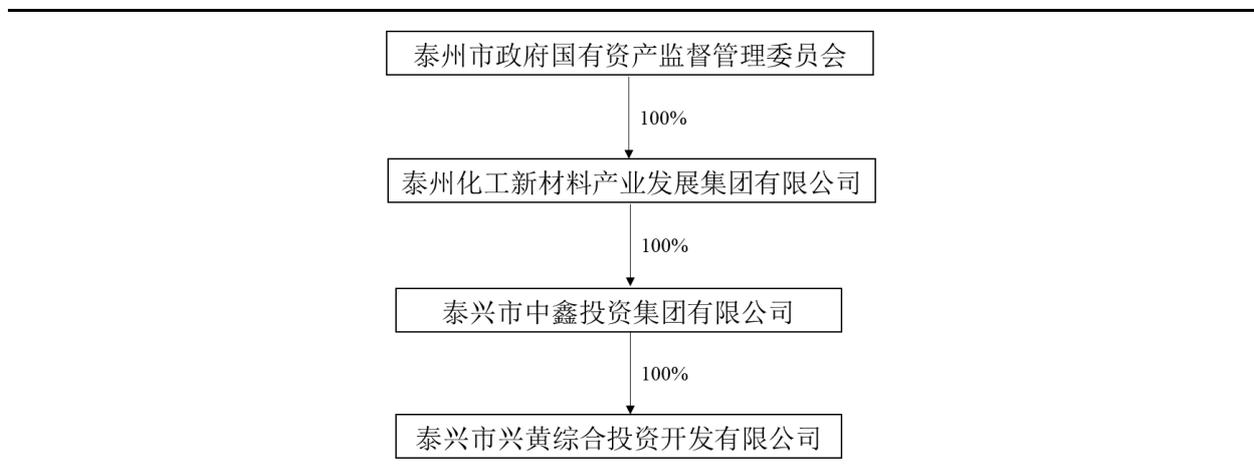
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	13.27	29.47	16.67
应收账款	11.09	8.50	8.67
其他应收款	31.65	19.90	27.68
存货	72.47	74.13	68.15
流动资产合计	131.48	133.63	127.81
固定资产	4.37	4.48	3.75
在建工程	9.58	7.68	5.66
长期股权投资	8.72	8.73	0.68
投资性房地产	3.98	3.47	3.54
其他非流动资产	4.50	4.50	4.50
非流动资产合计	32.66	30.48	19.04
资产总计	164.14	164.11	146.85
短期借款	14.99	15.86	14.50
应付票据	2.47	14.07	3.00
应付账款	1.14	0.55	0.50
其他应付款	19.98	13.30	4.87
一年内到期的非流动负债	13.68	17.76	21.04
流动负债合计	53.62	62.45	44.59
长期借款	27.30	18.20	23.97
应付债券	8.74	9.52	2.38
长期应付款	7.05	7.66	12.48
非流动负债合计	43.36	35.59	39.04
负债合计	96.97	98.04	83.64
总债务	74.79	84.18	79.54
其中：短期债务	31.87	48.98	40.88
所有者权益	67.16	66.06	63.21
营业收入	11.54	8.98	8.56
营业利润	1.52	1.52	1.50
其他收益	1.34	0.99	0.97
利润总额	1.42	1.49	1.52
经营活动产生的现金流量净额	1.27	23.84	1.69
投资活动产生的现金流量净额	-1.83	-10.12	-2.12
筹资活动产生的现金流量净额	-0.29	-10.57	-1.24
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	9.86%	12.56%	9.29%
资产负债率	59.08%	59.74%	56.95%

短期债务/总债务	42.61%	58.18%	51.39%
现金短期债务比	0.43	0.60	0.44
EBITDA (亿元)	1.88	1.75	1.69
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.29	0.24

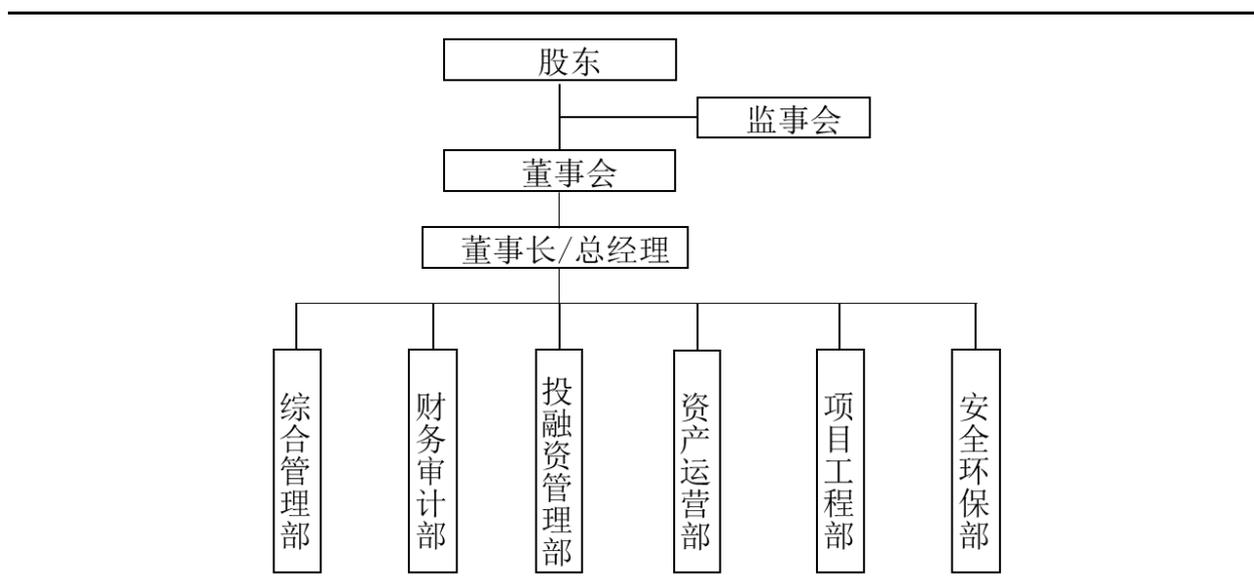
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元，%）⁷

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
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
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
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
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
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
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
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
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
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。
泰兴市祥元供应链管理有限公司	0.10	直接 100.00	供应链管理服务；金属材料销售等
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：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

⁷ 1) 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、祥元供应链、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。2) 本公司虽持股泰兴市黄桥果园场有限公司、泰兴市黄桥种猪场有限公司、泰兴市黄桥集贸市场有限公司 100% 股权，但实际本公司未参与其日常管理与经营、对其经营决策不具有重大影响，3 家公司均已于 2023 年注销，故未将其纳入合并范围。

附录五 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	是否有反担保
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	16.27	否
江苏金桥建设有限公司	12.26	否
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	9.66	否
泰兴市兴旅建设开发有限公司	5.29	否
泰兴市黄桥城市建设有限公司	3.74	否
泰兴市兴黄污水处理有限公司	3.72	否
泰兴市东进新思想教育咨询有限公司	2.94	否
泰兴市东智实业发展有限公司	2.31	否
泰兴市智光环保科技有限公司	2.25	否
泰兴市滨江管廊建设有限公司	1.30	否
泰兴市祥元资产经营管理有限公司	1.16	否
泰兴市永丰旅游发展有限公司	1.11	否
泰兴市虹桥中剑污水处理有限公司	1.08	否
泰兴市黄桥市政工程公司	0.95	否
泰兴市美丽乡村建设有限公司	0.77	否
泰兴市丰鑫农业发展有限公司	0.64	否
江苏润江农业开发有限公司	0.64	否
泰兴市黄桥公园经营管理有限公司	0.60	否
江苏美雅特装饰材料有限公司	0.34	否
泰兴市祥元生态环境发展有限公司	0.10	否
总计	67.13	

资料来源：公司 2023 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	现金类资产 / 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。