

2019年东台惠民城镇化建设发展有限公司 公司债券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，但不对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

2019年东台惠民城镇化建设发展有限公司¹公司债券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
19东台惠民债/PR19东台	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：东台市经济实力持续提升，东台惠民城镇化建设集团有限公司¹（以下简称“东台惠民”或“公司”）是东台市重要的基础设施建设主体之一，负责东台经济开发区（以下简称“东台经开区”）的基础设施及安置房建设业务，业务持续性较好，公司 2023 年继续获得东台经济开发区管理委员会（以下简称“东台经开区管委会”）及相关单位较大力度支持，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“担保方”或“江苏再担保”）提供的保证担保有效提升了“19东台惠民债/PR19东台”的信用水平；同时中证鹏元也关注到，2023 年公司资产流动性仍较弱，债务增速较快，存在较大规模非标债务，短期债务占比较高，面临较大的债务偿付压力，以及面临一定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。我们认为公司未来仍将为东台市重要的基础设施建设主体，工程代建及安置房业务仍保持较好的持续性，且将继续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 07 月 15 日

联系方式

项目负责人：张曼燏
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：党哲远
dangzy@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	2024.3	2023	2022	2021
总资产	270.24	269.21	202.57	111.19
所有者权益	115.74	115.54	80.90	38.74
总债务	--	143.15	111.08	67.10
资产负债率	57.17%	57.08%	60.06%	65.16%
现金短期债务比	--	0.17	0.33	0.53
营业收入	9.40	42.36	42.74	39.17
其他收益	0.00	2.11	2.20	1.55
利润总额	0.26	1.30	1.10	1.03
销售毛利率	5.31%	0.47%	0.04%	1.79%
EBITDA	--	2.00	1.75	1.88
EBITDA 利息保障倍数	--	0.32	0.45	0.72
经营活动现金流净额	1.58	2.03	-14.05	-11.23

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

¹ 2022 年 3 月，公司名称由“东台惠民城镇化建设发展有限公司”变更为“东台惠民城镇化建设集团有限公司”。

优势

- 东台市经济实力持续增强，特色产业稳步发展。**东台市是盐城市下辖重要县级市，2023年经济稳步提升，形成了新一代信息技术、新能源、高端装备、新材料、大健康五大产业为主导的产业模式，工业经济发展较好，服务业内部结构不断优化，产业结构不断升级，着力打造全国康养产业发展示范区，为经济发展提供支持。
- 公司是东台经开区重要的基础设施建设平台，业务可持续性较好，继续获得当地政府的支持。**公司控股股东及实控人均为东台市人民政府，主要负责东台经开区的基础设施及安置房建设等业务，目前公司基础设施及安置房项目储备充足，截至2023年末，公司尚未确认收入的项目建设成本规模较大。2023年，东台经开区管委会及相关单位向公司划拨33.35亿元工程资产、提供2.11亿元政府补助。
- 保证担保有效提升了“19东台惠民债/PR19东台”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“19东台惠民债/PR19东台”信用水平。

关注

- 2023年公司总债务增速较快，存在较大规模非标融资，债务偿付压力较大。**2023年公司债务规模增速较快；截至2023年末，公司非标债务融资成本仍较高；短期债务占比35.28%，期限结构有待优化，EBITDA对债务利息支出的覆盖程度及现金类资产对短期债务的覆盖程度均处于较低水平，面临较大的债务偿付压力。公司工程代建、安置房项目等资金需求较大，主要依赖对外筹资，未来或进一步推高公司财务杠杆水平。
- 资产流动性受制于东台市政府统筹安排，回款较慢。**公司资产集中在应收政府及国有企业款项、项目建设成本及土地使用权，2023年末上述资产合计占总资产的74.71%，其中项目投入成本和应收款项的回款依赖于当地政府的统筹安排，资金回笼时间不确定性较大。
- 公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。**截至2023年末，公司对外担保金额26.01亿元，占期末所有者权益的22.51%。公司对外担保均为国有企业，整体规模较大，且均为设置反担保措施。

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
东台城投	东台重要的投融资建设主体	601.67	258.52	21.88
东台国资	东台市沿海经济区重要的基础设施建设投融资主体和国有资产运营	377.33	221.68	13.52
东台惠民	东台经济开发区重要的基础设施建设投融资主体	269.21	115.54	42.36
东台城兴	东台高新区重要的基础设施建设投融资和国有资产运营主体	167.72	92.98	6.23

注：（1）东台城投为东台市城市建设投资发展集团有限公司的简称、东台国资为东台市国有资产经营集团有限公司的简称、东台城兴为东台市城兴投资发展有限公司的简称；（2）以上各指标均为2023年数据。

资料来源：iFind、中证鹏元城投数据库，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	评分要素	评分
------	----	------	----

区域状况	区域状况评分	5/7	经营&财务	经营状况	5/7
			状况	财务状况	4/7
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				-1
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

- 东台市重要的基础设施建设投融资主体之一，东台市人民政府直接持有公司 100.00% 的股份，公司承担了东台经开区的基础设施及安置房建设业务，代建及安置房业务持续性较好，近年来东台市人民政府、东台经开区管委会及相关单位给予公司较大力度支持，公司与东台市政府的联系为中等、对东台市政府非常重要，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，东台市政府提供特殊支持的意愿非常强。同时，中证鹏元认为东台市政府提供支持的能力很强，主要体现为东台市区域位置较好，经济财政持续增长，已形成了新一代信息技术、新能源、高端装备、新材料、大健康五大主导产业，工业经济发展较好、产业结构不断升级，着力打造全国康养产业发展示范区，在区县级的经济实力较强。

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
19 东台惠民债/PR19 东台	9.00	3.60	2023-6-26	2026-3-8

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2019年3月发行7年期9.00亿元公司债券，募集资金计划用于中欧（东台）科技产业园建设项目、补充公司营运资金。截至2024年3月31日，“19东台惠民债/PR19东台”募集资金专项账户余额为16.69万元。

三、 发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实控人、主营业务未发生变动。2024年2月，公司法人由孙国平变更为陈荣。截至2024年6月末，公司控股股东及实控人仍为东台市人民政府，注册资本与实收资本均为20.00亿元，公司主营业务仍为主要承担东台经济开发区基础设施建设业务，同时从事木材、煤炭等贸易业务。

2023年公司合并范围新设1家子公司，截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司为13家，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）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
东台市恒玖新能源有限公司	100.00%	5.00	发电业务、输电业务、供（配）电业务	新设

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，要大力发展战略性新兴产业，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

东台市位于上海两小时经济圈，整体经济实力较强，已形成新一代信息技术、新能源、高端装备、新材料、大健康五大主导产业，着力打造全国康养产业发展示范区，但财政自给能力较弱，地方政府债务余额快速增长

区位特征：东台市位于上海两小时经济圈，生态旅游资源丰富。东台市系江苏省辖县级市，由盐城市代管，东台市总面积3,175.67平方公里，为江苏省面积最大的县（市），下辖14个镇。境内驻有江苏省属弶港农场、新曹农场。截至2023年末，东台市户籍人口102.78万人，常住人口88.62万人，人口呈外流态势。东台市位于江苏省沿海中部，盐城市最南端，东与黄海相连，南与南通市海安县接壤，西与泰州市兴化市毗邻，北与盐城大丰区交界。随着2020年底盐通高铁的开通运行，东台进入高铁时代，融入上海2小时经济圈，成为苏北接轨上海和接受苏南产业辐射的第一站。东台市生态旅游资源丰富，先后荣获国家生态示范区、中国优秀旅游城市；国家3A景区条子泥是我国首个滨海湿地类世界自然遗产——盐城黄海湿地的核心区；国家4A级景区黄海海滨国家森林公园为中国沿海地区最大的人工森林。

图1 东台市区位图



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

经济发展水平：东台市整体经济实力较强，为盐城市唯一GDP破千亿的县级市，固定资产投资增长强劲，消费市场对当地经济发展形成较好支撑，外贸发展态势良好。近年来东台市经济体量在盐城市各区县排名中均列第一，2022年成为盐城市首个GDP突破千亿的县级市，人均GDP在盐城市排名靠前且高于全国平均水平，整体经济实力较强。东台市近年多次入选中国工业百强县（市）、中国创新百强县（市），2023年全国县域百强排名稳定保持第37位。从产业结构来看，东台市以第二、第三产业为主，三产比例由2020年的14.3:5.4:50.6调整为2023年的15.3:34.5:50.2，第一产业占比有所提升。从拉动经济增长的因素来看，2021-2023年东台市固定资产投资增长强劲，均保持两位数同比增速，是拉动其GDP增长的主要动力，2023年工业投资同比增长38.6%；近年来东台市外贸发展态势良好，进出口总额持续快速增长；东台市消费市场以批发零售业为主、稳定向好，2023年复苏明显，社会消费品零售总额339.9亿元，同比增长10.2%，对当地经济发展形成较好支撑。

表2 2023年盐城市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域	GDP	GDP 增速	人均 GDP (元)	一般公共预算 收入	政府性基金收 入
东台市	1,118.48	7.00	126,204	65.01	53.81
阜宁县	766.00	6.80	96,913	32.50	50.00
盐都区	743.27	5.00	121,350	43.33	43.27
射阳县	740.04	6.40	97,772	32.92	64.72
建湖县	732.96	6.80	120,632	41.56	67.40
亭湖区	704.28	6.20	103,116	45.56	58.94
滨海县	639.52	6.60	78,229	31.85	83.03
响水县	500.61	5.10	109,495	27.26	52.71
大丰区	-	-	-	61.99	31.06

注：“-”为未披露数据；盐都区、建湖县人均 GDP 根据 2022 年末常住人口计算所得。

资料来源：中证鹏元数据库、各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 东台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）	1118.48	7.00%	1,050.52	4.70%	986.10	8.90%
固定资产投资	-	12.90%	460.00	11.20%	418.00	-
社会消费品零售总额	339.90	10.20%	308.40	2.50%	300.90	22.50%
进出口总额（亿美元）	17.20	15.50%	15.20	7.00%	14.20	13.30%
人均 GDP（元）		126,204		118,529		110,963
人均 GDP/全国人均 GDP		141.23%		138.31%		137.03%

注：2022 年人均 GDP 根据 2022 年末常住人口计算。

资料来源：中证鹏元数据库，历年东台市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：东台市积极承接产业高位转移，制造业高质量发展，已形成新一代信息技术、新能源、高端装备、新材料、大健康五大主导产业；服务业内部结构不断优化，加快构建“1+4”发展格局。东台市积极承接产业高位转移，制造业高质量发展，已形成新一代信息技术、新能源、高端装备、新材料、大健康五大主导产业。新一代信息技术产业突破核心器件、智能终端等领域，新能源产业以储能电池、晶硅光伏为重点，新材料产业拓展特种合金、电子材料和绿色建筑材料，高端装备产业主攻规模化集聚、智能化提升，大健康产业集聚医疗器械、生物制品和健康食品。2022年，全市五大主导产业规模突破1,450亿元，占制造业比重进一步提高至85%，23条产业链实现开票销售813.2亿元、占规上比重达80%，集成电路、晶硅光伏、风电装备等3条重点产业链分别增长40.3%、39.7%、38.3%，特钢材料入选省级中小企业特色产业集群。域内5家重点工业园区（东台经济开发区、高新技术产业开发区、沿海经济区、精密制造产业园、合金材料产业园）为东台工业经济高质量发展的重要支撑，除东台经济开发区为省级开发区外，其他四家均为市级园区，经济开发区主攻固态电池、芯片封装等高附加值项目，沿海经济区坚持发展新能源、大健康、生态旅游等特色产业，高新区专注做强半导体、晶硅光伏产业，争创省级高新区。2023年，东台新开工、新竣工亿元以上产业项目分别为91个、50个，分别列盐城各县市区第一、第三，完成全口径工业开票销售1,710亿元、增长19.8%，新增规上工业企业102家、总数达760家，新增销售超亿元企业20家、总数达210家，磊达集团应税销售超130亿元。

东台市服务业内部结构不断优化，加快构建“1+4”²发展格局。东台市生产性服务业增加值占服务业增加值比例显著提升，商贸、旅游、物流、科创服务、康养等产业持续壮大。东台市服务业集聚发展态势初显，空间布局不断优化，加快构建“1+4”发展格局。现有东台科技服务业集聚区、西溪文化产

² “1”就是以东台大市区为主阵地，大力发展现代商贸业；“4”就是以高新区为主阵地，发展科创服务业；以内河港、204 国道、344 国道、610 省道沿线等为重要节点，加速培育壮大现代物流业；以沿海经济区为核心区，积极发展生态康养业；以西溪景区为孵化基地，大力发展战略性新兴产业。

业集聚区、安丰钢材市场服务业集聚区3家盐城市级及以上服务业集聚区。此外，长三角（东台）康养基地（启动区）、黄海湿地旅游综合开发、何垛河创意文化带等一批服务业龙头项目加速谋划建设。2023年高新区创成省现代服务业高质量发展集聚示范区，西溪景区创成国家级夜间文旅消费集聚区。

表4 东台市代表性企业情况

主导产业	代表性企业
信息技术	领胜城科技（江苏）有限公司、江苏金科森电子科技有限公司
新能源	江苏智泰新能源科技有限公司、东台晶澳太阳能科技有限公司
高端装备	上海电气风电设备东台有限公司、上海玻璃钢研究院东台有限公司
新材料	江苏宏泰纤维科技有限公司、东台中玻特种玻璃有限公司
大健康	中粮家佳康（江苏）有限公司、江苏盐城源耀生物科技有限公司

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

发展规划及机遇：东台市抢抓长三角一体化、沿海发展、一带一路等多重战略机遇，充分发挥黄海湿地生态优势，紧扣“绿色智造地、生态康养城”战略定位，着力做强五大主导产业，打造全国康养产业发展示范区。机遇方面，东台市作为唯一纳入长三角核心区的苏北县级市，长三角一体化、沿海发展、一带一路等多重国家区域重大战略叠加融合，为更好接轨上海、全面融入长三角区域创新和产业体系提供了战略条件；黄海湿地作为全国唯一的滨海湿地类型遗产、全省唯一的世界自然遗产，有利于东台市扩大生态优势和生态经济影响力；盐通高铁等重大基础设施建设拉近了与上海、南京和苏南的距离。规划方面，东台市围绕“绿色智造地”战略定位，着力做强新一代信息技术、新能源、高端装备、新材料、大健康五大主导产业，围绕打造“生态康养城”战略定位，全力推动长三角（东台）康养基地建设，打造全国康养产业发展示范区。着眼厚植优势，重点打造全国生态绿色发展样板区、长三角高端康养幸福宜居城市、江苏沿海电子信息产业特色基地三张东台名片。

财政及债务：近年东台市一般预算收入保持增长，政府性基金收入有所波动，财政自给能力较弱，地方政府债务余额快速增长。近年东台市一般预算收入保持增长，东台市高技术产业快速增长、服务业结构不断优化，产业对税收支撑情况较好，受2022年减税降费影响，当年一般公共预算收入中税收收入占比有所下降，2023年有所反弹。近年来东台市财政自给率均低于50%，财政自给能力较弱，在盐城市区县中排名中等，较为依赖上级政府转移支付以平衡公共预算支出。受房地产行情影响，近年东台市政府性基金收入有所波动，2022、2023年持续下降，相较于同区域其他区县，东台市财政对土地出让收入依赖相对较弱。近年东台市地方政府债务余额快速增长，截至2023年末地方政府债务余额为195.97亿元，在盐城市下属区县中居首，当年地方政府债务限额205.04亿元。

表5 东台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	65.01	60.60	60.26
税收收入占比	78.16%	72.93%	78.01%
财政自给率	43.37%	43.34%	47.15%

政府性基金收入	53.81	56.30	62.25
地方政府债务余额	195.97	178.13	164.13

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：2021-2023 东台市财政预算执行草案，中证鹏元整理

基础设施投资类企业：截至 2023 年末，东台市主要的已发债基础设施投资类企业共 4 家，如下表所示。东台城投主要负责东台市城建工作，为东台市市属核心平台。东台国资主要负责国有资产运营以及东台市沿海经济区开发建设，其中东台市沿海经济区开发建设主要由东台国资子公司东台市海滨投资发展有限公司和东台黄海森林投资发展有限公司负责。东台城兴、东台惠民（分别负责东台高新区、东台经济开发区的投融资建设。2022 年 12 月东台市组建东台市国联控股有限公司（以下简称“东台国联”），2023 年 1 月东台市预算外资金结算中心和东台城投将其持有的东台国资、东台城兴股权划至东台国联。整体来看，东台市平台分工较为明确。

表6 东台市主要基础设施投资类企业情况（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
东台城投	东台市人民政府	258.52	57.03%	21.88	248.98	主要负责国有资产运营以及东台市沿海经济区开发建设
东台国资	东台国联	221.68	41.25%	13.52	87.37	东台市沿海经济区重要的基础设施建设主体和国有资产运营，
东台城兴	东台国联	92.98	44.56%	6.23	53.52	东台高新区重要的基础设施建设投融资和国有资产运营主体
东台惠民	东台市人民政府	115.54	57.08%	42.36	143.15	东台经济开发区重要的基础设施建设主体

注：1、以上均为 2023 年度/年末数据；2、东台市交通投资建设集团有限公司发行境外美元债，未在表中陈列；3、总债务=短期借款+应付票据+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券。

资料来源：iFind、中证鹏元城投数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是东台市重要的基础设施建设主体之一，主要承接东台经开区范围内的基础设施及安置房项目，代建业务具有一定区域竞争力，但随着项目的建设推进也面临较大资金压力；2023年公司贸易业务收入规模仍较大，但盈利能力弱

公司是东台市重要的基础设施建设主体，主要承担东台经开区范围内的基础设施、安置房及贸易等业务，工程代建、安置房销售及贸易业务收入是公司营业收入的主要来源，但贸易业务利润较低，以木材销售为主。毛利率方面，由于相对毛利率水平较高的工程建设业务占比提高、安置房业务扭亏为盈，公司销售毛利率同比有所提高，但受毛利率水平较低的贸易收入仍占比较大的影响，公司销售毛利率水平仍较低。

表7 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
工程建设收入	6.43	15.18%	9.17%	4.86	11.37%	9.17%
安置房销售收入	0.64	1.51%	7.47%	3.54	8.28%	-11.60%
贸易收入	34.62	81.73%	0.01%	34.17	79.95%	0.01%
其中：木材销售收入	33.94	80.12%	0.01%	32.05	74.99%	0.01%
煤炭销售收入	0.00	0.00%	--	0.80	1.87%	0.01%
热轧卷销售收入	0.68	1.61%	0.18%	1.31	3.07%	0.15%
厂房销售收入	0.47	1.11%	-92.92%	0.00	0.00%	--
其他收入	0.21	0.50%	-0.85%	0.18	0.42%	-5.67%
合计	42.36	100.00%	0.47%	42.74	100.00%	0.04%

注：1、其他收入主要系绿化养护收入、农作物销售收入、检测费收入以及房屋租赁收入等；

2、公司厂房销售收入毛利率为负，系上年评估入账后评估价值较实际购买价格较高，出售时以评估价值作为业务成本所致。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）工程代建与安置房业务

公司工程建设业务与安置房业务整体收入同比下降，在建项目尚需投资规模较大，业务可持续性较好，但也面临较大的资金支出压力

公司工程建设业务由公司本部负责，模式为代建，由公司自筹资金进行东台经济开发区安置房、道路、污水处理、管网工程建设。其中，道路建设项目，公司主要与委托方东台圣惠力置业有限公司（东台经开区管委会下属公司，以下简称“圣惠力置业”）签订建设工程施工合同；污水处理、管网工程以及安置房建设，公司主要与江苏东台经济开发区财政金融局（以下简称“东台开发区金融局”）签订建设工程施工合同。委托方与公司结算金额均为成本加成一定比例，按照完工进度结算。2023年公司工程建设收入来自纬八路南侧机械设备制造厂房工程项目及零星工程项目。

表8 2023年公司工程建设主要收入构成情况（单位：亿元）

项目	营业收入（税前）	营业成本
零星工程	2.50	2.08
纬八路南侧机械设备制造厂房工程项目	1.45	1.21
江苏东台经济开发区城北邻里中心工程项目	1.06	0.88
开发区东路道路配套工程项目	0.85	0.71
合计	5.86	4.88

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

安置房销售业务由公司本部负责，公司具备保障房住房运营资质，且是东台经开区的唯一建设主体，公司按照东台市政府要求将相关保障房建设完成后，根据政府指导价对安置户进行定向出售，出售价按是否超出原拆迁面积分为两档：在原拆迁面积以下的部分，价格统一为1,100元/平方米，超出原拆迁面积的部分则按照略低于市场价的价格出售；同时公司与东台经开区管委会签订回迁安置房补偿协议，东台经开区管委会根据市场价与拆迁户安置差价对公司提供一定补偿，2023年之前补偿标准统一为2,400

元/平方米，2023年后补偿单价按照不同小区的市场价进行区分提高，故2023年公司安置房收入扭亏为盈；公司根据安置房定向销售金额、东台经开区管委会的回迁安置结算确认书确认收入。2023年，公司安置房收入为0.64亿元（其中东台经开区管委会结算含税金额为0.48亿元），主要来自三团安置区三期、城北新寓三期项目等项目，尚有一定可售面积；由于2023年末安置的部分住户对应款项将延期2024年进行安置收入确认，故2023年确认收入规模较上年同比下滑较多。

表9 2023年公司安置房收入主要构成情况（单位：万元，万平方米，元/平方米）

项目	营业收入	营业成本	剩余可售面积	补偿单价
滨河花苑四期	587.30	479.22	0.59	5,400
城北新寓三期	943.1	436.8	1.91	5,500
富新安置区二期	329.72	337.61	4.65	3,500
三团安置区三期	4,546.41	4,674.03	6.45	2,900
合计	6,406.53	5,927.66	13.60	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司项目建设推进情况尚可，截至2023年末，公司主要在建基础设施建设及安置房项目预计总投资分别为15.65亿元及21.33亿元，尚需投资规模分别为10.14亿元及5.11亿元，在建项目规模较大，业务可持续性较好，公司面临较大的资金压力。

表10 截至2023年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
东台经济开发区2020年基础设施项目	6.17	0.22	5.95
纬八路南侧机械设备制造厂房工程项目	5.00	2.23	2.77
开发区新建人才公寓工程项目	1.30	2.42	--
东台市城东污水处理厂扩建工程项目	1.10	0.53	0.57
开发区纬九路北侧港池道路及码头工程项目	1.00	0.27	0.73
江苏东台经济开发区城北邻里中心工程项目	0.88	0.83	0.05
东台经济开发区消防站工程	0.20	0.13	0.07
合计	15.65	6.63	10.14

注：公司存在部分在建项目已投资金额超过预计总投资金额情况，主要系项目正常投资建设推进所致；东台经济开发区2020年基础设施项目及开发区新建人才公寓工程项目已投资金额以本次报告为准。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 截至2023年末公司主要安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
新团安置区工程项目	6.30	3.93	2.37
东台经济开发区三团安置区三期工程	5.70	7.62	--
东台经济开发区富新安置区三期工程	5.00	2.28	2.72
东台经济开发区城北新寓三期工程	3.63	3.61	0.02
东台经济开发区滨河花苑四期工程	0.70	0.94	--
合计	21.33	18.38	5.11

注：公司存在部分在建项目已投资金额超过预计总投资金额情况，主要系项目正常投资建设推进所致；
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

“19东台惠民债/PR19东台”募投项目中欧（东台）科技产业园建设项目，主要为厂房建设项目，完工后由公司负责运营。项目于2017年2月开始建设，拟建设期2年，截至2023年末已完工，但工程上尚未决算，已有部分完工厂房对外出租，2023年实现租金收入99.91万元，租金收入规模较小，需关注，受外部环境收紧及当地招商引资情况不及预期等因素影响，公司募投项目租金收入与预期差距较大，未来仍存在不能实现预期收益的风险。

（二）贸易业务

2023年公司贸易业务仍以木材销售为主，毛利率水平仍极低，对公司利润贡献低

公司贸易业务由2019年1月收购的子公司东台市博斯特实业有限公司（以下简称“博斯特实业”）³负责运营。贸易业务运营模式为以销定购，锁定上下游，签订采购合同和销售合同时确定相关价款的模式，通过进销差价进行盈利。公司与供应商、客户结算均采用先发货后付款模式，公司无需垫资，整体经营风险较小。2023年公司前五大客户、供应商有所变动，但客户、供应商集中水平仍较高。整体来看，2023年公司贸易收入规模大，但毛利率水平仍极低，对公司利润贡献低。

表12 公司贸易业务销售前五名情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占比
2023 年	屹信通（厦门）供应链有限公司	51,458.98	14.86%
	修水县鸣凰贸易有限公司	43,946.88	12.69%
	遵义市新蒲发展物资贸易有限公司	24,974.30	7.21%
	兰州新区商投商贸有限公司	23,533.42	6.80%
	晨茂发（厦门）供应链有限公司	18,758.47	5.42%
合计		162,672.05	46.99%
2022 年	兰州新区商投商贸有限公司	53,766.77	15.74%
	修水县鸣凰贸易有限公司	34,891.82	10.21%
	中钧（厦门）新能源有限公司	25,813.02	7.55%
	兰州新区综合保税区商贸有限公司	24,769.37	7.25%
	诚通（广州）物资有限公司	22,448.90	6.57%
合计		161,689.89	47.32%

注：晨茂发（厦门）供应链有限公司存在被执行、限制高消费情况。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表13 公司贸易业务采购前五名情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占比
----	-------	------	----

³ 公司于2019年1月以5,000万元收购博斯特实业，取得的净资产为4,658.72万元。截至2023年末，博斯特实业净资产2.96亿元，资产负债率86.06%；2023年实现净利润-1,842.83万元。

	厦门格卓斯博新材料有限公司	52,705.74	15.23%
	广西林业集团桂谷实业有限公司	50,338.18	14.54%
2023年	江苏森工国际贸易有限公司	45,414.89	13.12%
	中国林产品集团有限公司	35,696.38	10.31%
	万高百世（厦门）新能源有限公司	25,486.15	7.36%
	合计	209,641.34	60.56%
	中国林产品集团有限公司	153,520.57	46.72%
2022年	广东邯冶物资有限公司	21,969.84	6.69%
	温州沧澜供应链有限公司	19,092.09	5.81%
	晟康（海南）供应链有限公司	17,851.51	5.43%
	厦门格卓斯博新材料有限公司	15,750.98	4.79%
	合计	228,185.00	69.45%

注：中国林产品集团有限公司存在票据违约情况。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司作为东台市重要的基础设施建设主体，2023年当地政府及相关部门在资产注入、政府补贴方面给予公司较大力度的支持，有效提升了公司资本实力及利润水平

资产注入方面，2023年东台经开区管委会向公司注入33.35亿元工程资产（东区拆迁安置补偿费用20.64亿元、磊达钢帘线东侧地块拆迁3.59亿元、土地拆迁补偿（西区）3.24亿元等项目拆迁成本，以及少量项目服务配套工程、道路、桥梁工程成本），工程及项目后期全部由公司建设、规划，且未约定未来收益的实现方式；且2023年公司收到东台经开区财政金融局的政府补助2.11亿元，有效提升了公司的资本实力和利润水平。

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、经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

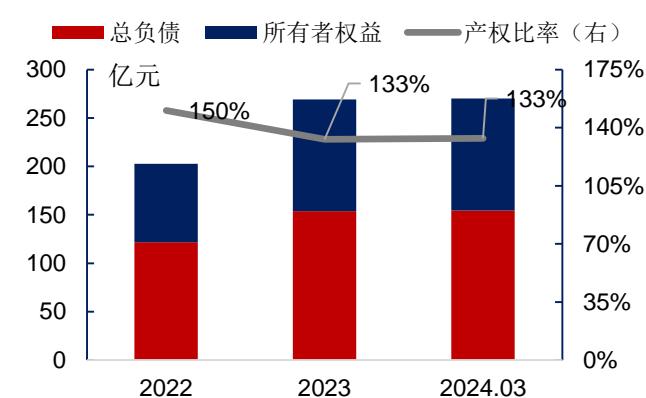
资本实力与资产质量

2023年公司资产规模快速增长，但公司资产中应收款项、基础设施项目投入成本及土地使用权占比仍较高，应收款项回收时间不确定性较大、存货中项目建设成本变现能力欠佳，资产流动性偏弱，整体资产质量一般

随着政府大规模资产注入，2023年公司资本实力不断增强，但债务融资亦规模较大；2023年末公司所有者权益较上年同期增加34.64亿元，主要系2023年东台经开区管委会向公司注入33.35亿元工程资产

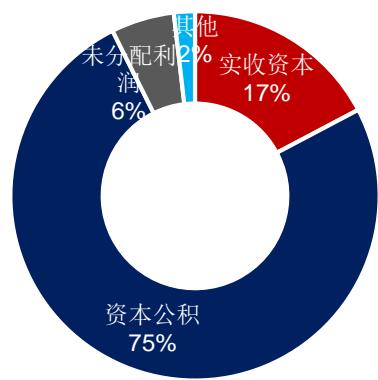
所致。2023年末公司产权比率为133.00%，公司整体财务杠杆仍处于较高水平。公司资本公积主要来自东台市人民政府、经开区政府及相关单位资金、股权以及工程资产的注入。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图3 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产以应收账款（主要系应收政府工程款）、其他应收款（主要系政府及国有企业往来款）及存货（基础设施代建项目建设成本、土地使用权）为主，2023年末上述资产合计占公司总资产的74.71%。存货主要由未结转代建项目建设成本及公司拟开发土地成本组成；其中，拟开发土地系通过政府注入、公开市场招拍挂获得的土地资产，土地用途以商住、住宅为主，截至2023年末，公司拟开发土地成本账面价值8.70亿元，较上年同期下降规模较大，主要系政府将土地收回所致，相关土地款项计冲抵其他应付款；受东台经开区管委会向公司注入33.35亿元工程资产所致，2023年公司项目建设成本同比大幅提升，但需关注，虽然大部分代建项目已签订委托代建协议，但项目收入以及应收款项的回款依赖于当地政府部门或国有单位资金的统筹安排，资金回笼时间不确定。2023年公司应收款项占总资产比例仍较高，应收对象主要为当地政府部门和国有单位。其中，应收账款主要为应收东台经开区财政金融局的工程建设款，2023年末应收款项规模较大，需关注回款情况；其他应收款主要为与其他单位的往来款，应收对象包括政府单位、地方国企等，2022年末较上年同期增长5.70亿元，主要系往来款的增加；截至2023年末前五大欠款方余额合计占比为43.32%，公司其他应收款规模较大，部分账款账龄较长，回收时间存在不确定性，对营运资金形成较大占用。2023年公司预付款项较上年同期大幅上升，系新增对东台市投资发展有限公司的回迁房订金、江苏益东资产经营管理有限公司的预付工程款。

公司在建工程仍为“19东台惠民债/PR19东台”募投项目中欧（东台）科技产业园项目。2023年末公司固定资产及投资性房地产较上年同期增长较大，主要系2023年政府划拨领讯城厂房、滨河花园三期等资产所致，相关资产冲抵应收经开区管委会的其他应收款，且2021年划拨的商铺及地下车库仍未办理权证。

表14 2023年末公司其他应收款余额前五名（单位：亿元）

债务人名称	企业性质	金额	占比
-------	------	----	----

江苏东台经济开发区财政金融局	国有	10.29	12.37%
东台荣飞建筑材料有限公司	国有	8.41	10.11%
东台市龙飞仓储有限公司	国有	6.10	7.33%
东台市新家园建设有限公司	国有	5.80	6.97%
领讯城科技（江苏）有限公司	政府	5.45	6.54%
合计	-	36.05	43.32%

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2023 年末，公司受限资产合计 28.48 亿元，占同期总资产的比重达 10.58%，净资产比重的 24.65%，受限资产规模较大，主要为公司以土地、房产等作为抵押担保向银行申请贷款及对外担保质押，公司受限货币资金为银行承兑汇票保证金及用于担保的存款等。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.23	4.90%	13.37	4.97%	14.71	7.26%
应收账款	26.28	9.73%	26.28	9.76%	25.57	12.63%
预付款项	12.73	4.71%	12.73	4.73%	0.01	0.01%
其他应收款	81.45	30.14%	82.82	30.77%	77.12	38.07%
存货	94.56	34.99%	92.02	34.18%	54.33	26.82%
流动资产合计	228.27	84.47%	227.25	84.41%	171.76	84.79%
固定资产	15.43	5.71%	15.43	5.73%	9.57	4.72%
在建工程	11.33	4.19%	11.33	4.21%	10.94	5.40%
投资性房地产	15.02	5.56%	15.02	5.58%	10.12	5.00%
非流动资产合计	41.97	15.53%	41.97	15.59%	30.81	15.21%
资产总计	270.24	100.00%	269.21	100.00%	202.57	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023 年公司收入较为稳定且可持续性较好，但总体代建收入回款存在一定滞后，贸易业务对公司盈利能力贡献低，未来需关注基础设施的项目进度及回款情况；其他收益对利润总额贡献较大

公司主要承担了东台经开区基础设施及安置房代建业务，同时兼顾建材贸易业务。2023 年公司实现营业收入 42.36 亿元，相比上年规模稳定，结构上贸易业务占比仍较大，但公司利润主要来自工程代建业务。目前公司存在较大规模的在建基础设施代建项目，且存货中未结转项目成本规模较大，公司工程代建及安置房业务持续性较好；但贸易业务盈利能力弱，且代建业务回款情况受政府财政影响存在不确定性，未来需关注基础设施项目建设进度及回款情况。由于毛利率水平相对较高的工程建设业务占比提高、安置房业务扭亏为盈，提升了 2023 年公司整体毛利率，但受毛利率水平较低的贸易收入仍占比较大的影响，公司销售毛利率水平仍较低。

政府补助对公司利润贡献度较高，2023年政府补助占当年利润总额的162.31%。

表16 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2024年1-3月	2023年	2022年
营业收入	9.40	42.36	42.74
营业利润	0.26	1.30	1.08
其他收益	0.00	2.11	2.20
利润总额	0.26	1.30	1.10
销售毛利率	5.31%	0.47%	0.04%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

2023年公司债务增速仍较快，存在较大规模非标融资，债务期限结构与现金短期债务比表现欠佳，面临较大的债务偿付压力

2023年公司融资规模增速较快，总债务与负债规模均保持较高规模，长短期债务均涨幅较大，其中短期债务占比进一步提高，债券期限结构仍欠佳。其中，公司债务以银行借款、非标融资、债券融资及银行承兑汇票为主，且银行借款以保证借款为主，2023年公司新发行“23惠民01”、“23惠民02”、“23东台惠民MTN001”三支债券，票面利率在4.00%-6.50%；2023年末公司短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款及长期应付款中存在21.18亿元非标融资借款，非标融资以存量为主，非标规模同比有所压降但仍较大。

此外，公司应付账款主要为应付材料款；其他应付款中存在较大规模公司与政府、事业单位、国有企业的往来款等，偿付存在一定弹性。

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	17.55	11.36%	15.86	10.32%	15.95	13.11%
应付票据	4.80	3.11%	5.40	3.51%	5.30	4.36%
其他应付款	7.92	5.12%	5.69	3.70%	5.12	4.20%
一年内到期的非流动负债	21.98	14.22%	28.83	18.76%	10.32	8.48%
流动负债合计	56.94	36.85%	60.55	39.40%	42.11	34.61%
长期借款	60.14	38.93%	55.94	36.40%	36.97	30.39%
应付债券	31.69	20.51%	31.62	20.57%	37.71	31.00%
长期应付款	5.26	3.41%	5.10	3.32%	4.42	3.64%
非流动负债合计	97.56	63.15%	93.12	60.60%	79.56	65.39%
负债合计	154.50	100.00%	153.67	100.00%	121.67	100.00%
总债务	--	--	143.15	93.16%	111.08	91.30%
其中：短期债务	--	--	50.50	32.86%	31.98	26.28%

长期债务	--	--	92.65	60.29%	79.11	65.02%
------	----	----	-------	--------	-------	--------

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债指标方面，2023年末公司资产负债率仍保持在较高水平，考虑到公司资产中存在一定规模公益性资产⁴，实际债务率较账面更高，且公司利息支出仍处于较高水平，公司EBITDA对债务利息支出的覆盖程度及现金类资产对短期债务的覆盖程度均表现较弱。

公司资金需求主要来自工程项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，2024年公司预计还本付息规模仍较大。截至2023年末，公司银行授信尚未使用额度72.79亿元，相对公司债务规模，备用授信规模一般；整体而言，公司面临较大的债务偿付压力。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
资产负债率	57.17%	57.08%	60.06%
现金短期债务比	--	0.17	0.33
EBITDA 利息保障倍数	--	0.32	0.45

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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，根据公开数据及公司所提供的信息，公司 ESG 治理未见明显不利因素，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司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。

社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》、《中国共产党章程》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，具体组织架构见附录三。公司设党支部，党支部设书记1名，原则上由董事长担任，党组织研究讨论是董事会、经理层决策重大问题的前置程序。公司设董事会，成员5人，其中职工董事1名，职工董事由职工代表大会等民主选举产生，非职工董事由股东决定，对股东负责；设董事长1人，由股东制定，同时为公司法定代表人。公司设监事会，成员5人，其中股东委派3名，职工代建监事2名，监事会设监事主席1人，由公司监事过半数选举产生，监事每届任

⁴ 2021-2022 年政府向公司划拨 3.45 亿元商品及地下车库，9.53 亿元管网设施，未办理权证且未产生收益。

期三年，届满可连选连任。公司设经理，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。2024年2月，公司法人由孙国平变更为陈荣。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。但公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

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（2024年5月6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，公司对外担保余额合计26.01亿元，占期末所有者权益的22.51%。公司对外担保均为国有企业，整体对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险，详见附录五。

其他

根据东台市经济财政数据，公司个体信用级别为a+，考虑到公司是东台经开区重要的基础设施建设主体，遂根据东台经开区2023年经济财政数据进行测试，公司个体信用级别为a，因此将公司个体信用级别下调1个子级。

八、 外部特殊支持分析

公司是东台市人民政府下属重要企业，东台市人民政府直接持有公司100.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，东台市人民政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与东台市人民政府的联系为中等。东台市人民政府直接持有公司100.00%的股份，对经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司成立以来收到东台市人民政府注入资金等一定力度的支持，一定程度提高了公司的资本实力；但公司工程代建及安置房收入均来源于东台经开区管委会；预计未来公司与东台市人民政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对东台市人民政府非常重要。公司是东台市重要的基础设施及安置房建设主体，公司利润主要来自基础设施代建及安置房业务，最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务；但公司不是当地核心平台，具有一定可替代性，对东台市政府和经济的贡献很大；公司已发债，若公司发生债务违约，会对东台市金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、 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“19东台惠民债/PR19东

台”的信用水平

“19东台惠民债/PR19东台”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，保证担保的范围包括“19东台惠民债/PR19东台”本金及利息、以及违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，保证期间为被担保债券存续期及债券到期之日起二十四个月。

江苏再担保前身为成立于2009年的江苏省信用再担保有限公司，初始注册资本为30.00亿元，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2023年末，江苏再担保实收资本为120.40亿元，股东数合计34家，控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，其持股比例为26.29%，其他股东主要为江苏省各级地方政府和国有企业。

表19 截至2023年末江苏再担保前十大股东情况

股东名称	出资额（亿元）	持股比例
江苏省财政厅	31.66	26.29%
江苏金信金融控股集团有限公司	10.41	8.64%
江苏省国信集团有限公司	8.80	7.31%
南通联信投资有限公司	7.50	6.23%
淮安市淮融投资有限公司	5.14	4.27%
泰州市信融投资有限公司	4.15	3.45%
宿迁市人民政府	3.62	3.01%
江苏黄海汇信投资有限公司	3.56	2.96%
无锡惠开投资管理有限公司	3.47	2.88%
江苏国经控股集团有限公司	3.30	2.74%
合计	81.60	67.78%

资料来源：江苏再担保 2023 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开展情况较好，特别是直接担保业务规模不断增长。截至 2022 年末，江苏再担保的担保余额为 2,779.72 亿元，其中融资担保业务余额和再担保业务余额分别为 1,634.08 亿元和 1,097.71 亿元；分别占担保余额的 58.79% 和 39.49%。

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2022年末江苏再担保直接融资担保业务余额为878.37亿元，同比增长10.54%，在融资担保余额中的占比为53.75%，被担保企业主体信用级别均在AA级及以上。但同时，也需关注江苏再担保直接融资担保业务类型以江苏省内城投债担保为主，2023

年以来城投债发行政策收紧，加大了江苏再担保未来直接融资担保业务展业难度，或将面临一定转型压力。

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2022年末江苏再担保间接融资担保余额为721.95亿元，同比增长85.87%。

2020年以来，为更好的对接国家担保基金业务，江苏再担保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2022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，纳入再担保体系的机构达到143家。近年来国担基金对江苏再担保的授信额度逐步追加，截至2022年末国担基金的授信额度增至1,780亿元。目前，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。2022年末江苏再担保的再担保余额为1,097.71亿元，较2021年末增长88.31%。

表20 江苏再担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	2,312.98	1,300.42	1,221.50
当期解除担保额	1,347.17	1,066.09	1,056.62
期末担保余额	2,779.72	1,813.91	1,579.59
其中：融资担保余额	1,634.08	1,212.10	1,031.79
直接融资担保余额	878.37	794.60	628.90
间接融资担保余额	721.95	388.42	385.72
再担保余额	1,097.71	582.94	542.46
非融资担保余额	47.93	18.88	5.34
融资担保责任余额*	874.18	789.04	626.99
融资担保责任余额放大倍数*	7.61	7.78	7.31

注：*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

2022年，江苏再担保当期担保代偿额为4.31亿元，同比增长90.41%；当期担保代偿率为0.32%，同比小幅上升，但仍保持在较低水平。从代偿回收情况看，截至2022年末近三年累计代偿回收率为44.25%，较2021年末上升10.46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。江苏再担保按照期末担保责任余额的1%差额计提担保赔偿准备金，按当期担保收入的50%差额计提未到期责任准备金。截至2023年末，江苏再担保担保风险准备金余额合计40.51亿元，拨备覆盖率为371.46%。

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%。

表21 江苏再担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
资产总额	355.58	333.33	264.83
货币资金	49.23	46.23	37.93
应收代偿款	3.28	3.65	3.00
所有者权益合计	209.31	190.89	158.59
营业总收入	39.30	27.71	22.62
净利润	12.22	9.45	7.23
净资产收益率	6.11%	5.41%	4.90%
当期担保代偿额	-	4.31	2.26
当期担保代偿率	-	0.32%	0.21%
累计担保代偿率*	-	0.52%	0.21%
累计代偿回收率*	-	44.25%	33.79%
拨备覆盖率	371.46%	525.90%	637.09%

注：*均不含再担保业务，为母公司口径；累计担保代偿率和累计代偿回收率为使用江苏再担保提供的近三年累计数据计算；“-”表示该数据暂无法取得。

资料来源：江苏再担保 2021-2023 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

得益于资本的持续注入，近年来江苏再担保资产规模持续增长。截至2023年末，江苏再担保资产总额同比增长6.67%至355.58亿元。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2023年末，江苏再担保货币资金为49.23亿元，其中受限资金为7.53亿元，主要包括部分定期存款、应计利息和监管资金。

江苏再担保投资资产主要由委托贷款以及债券投资组成。江苏再担保委托贷款主要投向江苏省内国有企业和工商企业以及部分江苏再担保的在保客户。截至2023年末，江苏再担保委托贷款本金余额为59.92亿元，同比上升31.33%。江苏再担保债券投资主要投向江苏省内地方国有企业，信用等级集中于AA至AAA。截至2023年末，江苏再担保债券投资本金余额同比上升36.27%至34.94亿元。投资资产规模快速增长，投资资产信用风险需关注。

江苏再担保主要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”）发放贷款及垫款。截至2023年末，江苏再担保发放贷款及垫款余额为38.06亿元，同比增加3.24%。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2023年末，江苏再担保发放的贷款及垫款共计提减值准备0.84亿元。

江苏再担保融资租赁业务主要由子公司江苏省再保融资租赁有限公司开展，客户主要为江苏省内地方国有企业。截至2023年末，江苏再担保应收融资租赁款余额同比下降3.50%至77.88亿元；根据融资租赁业务风险情况共计提减值准备1.03亿元。在宏观经济增长承压的背景下，需关注江苏再担保的融资租赁资产质量的变化情况。

江苏再担保负债主要由银行借款、应付债券以及担保赔偿准备金构成。截至2023年末，江苏再担保负债总额146.26亿元，同比增长2.62%。随着业务规模上升，江苏再担保短期借款以及长期借款规模均有所上升。截至2023年末，江苏再担保短期借款和长期借款分别同比上升34.29%和5.78%至13.60亿元和44.63亿元。江苏再担保应付债券主要为非标融资，受非标融资到期还款影响，截至2023年末，江苏再担保应付债券规模同比下降31.64%至17.66亿元。随着新增担保业务规模上升，江苏再担保准备金规模有所上升，截至2023年末担保赔偿准备金以及未到期责任准备金规模合计同比上升8.99%至40.06亿元。

得益于增资扩股和经营积累，江苏再担保净资产规模持续增长，截至2023年末所有者权益为209.31亿元，同比增长9.67%，其中实收资本120.40亿元，同比上升7.80%。截至2022年末，江苏再担保母公司口径直保业务融资担保责任余额放大倍数为7.61倍，随着担保业务的持续发展，未来面临一定的资本补充压力。

2023年，江苏再担保调整部分财务报表项目列示和核算方式，将之前不纳入营业总收入核算的投资收益纳入营业总收入核算，导致2023年营业总收入较2022年同比大幅增长41.83%至39.30亿元。按照2023年审计报告中的可比口径，江苏再担保2023年营业总收入同比增长7.69%。江苏再担保收入主要由已赚取保费构成，得益于担保业务规模扩张，2023年江苏再担保已赚取保费同比上升8.61%至17.77亿元，在营业收入中的占比为45.22%。除已赚取保费外，江苏再担保营业总收入主要由利息收入和投资收益构成，2023年上述收入在营业收入中的占比分别为22.42%和24.07%。2023年江苏再担保计提信用减值损失7.61亿元，较上年增长197.73%，主要系应收代偿款以及债权投资减值计提规模大幅上升所致。近年来江苏再担保净利润持续增长，2023年江苏再担保实现净利润12.22亿元，同比增长7.80%；净资产收益率同比上升0.70个百分点至6.11%，整体盈利能力有所增强。

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2023年末的120.40亿元，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，江苏再担保的直接融资担保业务以江苏省内城投债为主，未来或面临一定的展业难度和转型压力；投资资产规模快速增长，投资资产信用风险需关注等风险因素。

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，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“19东台惠民债/PR19东台”的信用水平。

十、 结论

东台市生态旅游资源丰富，区域位置较好，第三产业占比较高，整体经济实力尚可，五大主导产业稳定发展，服务业内部结构不断优化，区域仍存在较大的发展空间。公司是东台市重要的基础设施建设主体，主要负责东台市经开区基础设施及安置房建设以及贸易等业务。虽然公司资产流动性较弱，且面临较大的资金与较大的偿债压力，但公司存货中存在较大规模未结算代建项目成本，且存在较大规模在建项目，代建及安置房业务持续性较好，贸易和其他业务对公司营业收入形成补充，东台经开区管委会在财政补贴、资产注入等方面给予公司较大支持。整体来看，公司抗风险能力尚可。此外，江苏再担保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“19东台惠民债/PR19东台”的信用水平。

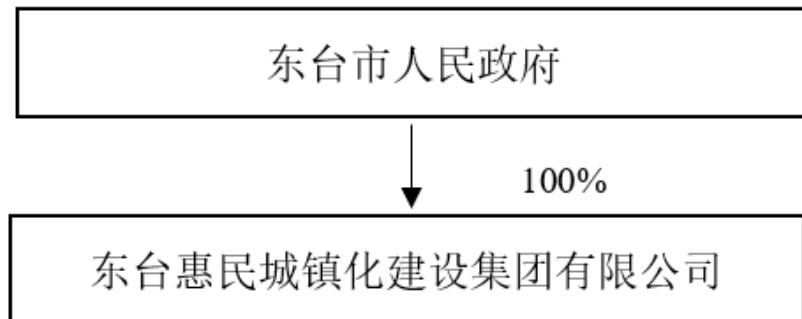
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19东台惠民债/PR19东台”信用等级为AAA。

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）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	13.23	13.37	14.71	14.73
应收账款	26.28	26.28	25.57	16.90
其他应收款	81.45	82.82	77.12	25.46
存货	94.56	92.02	54.33	38.68
流动资产合计	228.27	227.25	171.76	95.77
固定资产	15.43	15.43	9.57	0.04
在建工程	11.33	11.33	10.94	10.30
投资性房地产	15.02	15.02	10.12	5.02
非流动资产合计	41.97	41.97	30.81	15.42
资产总计	270.24	269.21	202.57	111.19
短期借款	17.55	15.86	15.95	5.59
应付票据	4.80	5.40	5.30	7.59
其他应付款	7.92	5.69	5.12	2.14
一年内到期的非流动负债	21.98	28.83	10.32	6.41
流动负债合计	56.94	60.55	42.11	24.76
长期借款	60.14	55.94	36.97	14.34
应付债券	31.69	31.62	37.71	27.79
长期应付款	5.26	5.10	4.42	5.37
非流动负债合计	97.56	93.12	79.56	47.69
负债合计	154.50	153.67	121.67	72.45
所有者权益	115.74	115.54	80.90	38.74
营业收入	9.40	42.36	42.74	39.17
营业利润	0.26	1.30	1.08	1.02
其他收益	0.00	2.11	2.20	1.55
利润总额	0.26	1.30	1.10	1.03
经营活动产生的现金流量净额	1.58	2.03	-14.05	-11.23
投资活动产生的现金流量净额	-1.48	-31.20	-48.41	-0.60
筹资活动产生的现金流量净额	-1.72	26.57	64.47	13.70
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	5.31%	0.47%	0.04%	1.79%
资产负债率	57.17%	57.08%	60.06%	65.16%
短期债务/总债务	--	35.28%	28.79%	29.20%
现金短期债务比	--	0.17	0.33	0.53
EBITDA（亿元）	--	2.00	1.75	1.88
EBITDA利息保障倍数	--	0.32	0.45	0.72

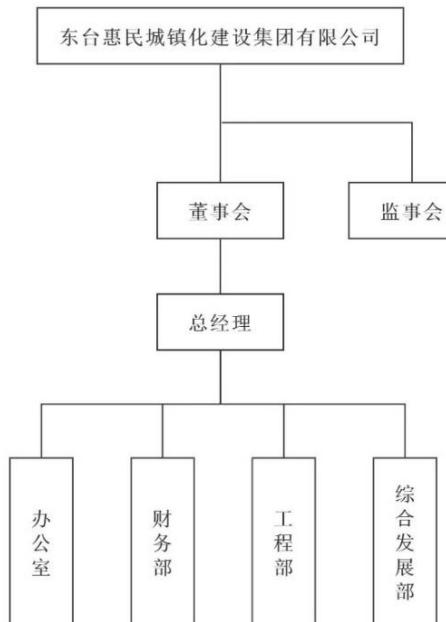
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
东台惠民绿化有限公司	0.10	90.00%	绿化
东台市开博市政工程有限公司	0.10	98.41%	市政施工
江苏开创检测技术有限公司	0.30	99.00%	检测
东台民之惠贸易有限公司	1.00	100.00%	贸易
东台惠民农业发展有限公司	1.00	100.00%	农业养殖
江苏东台顺通港务发展有限公司	8.00	80.00%	运输服务
东台市博斯特实业有限公司	0.50	100.00%	批发零售
东台市新风景美丽乡村建设有限公司	1.00	100.00%	园林绿化工程施工等
江苏碳云新材料产业研究院有限公司	0.20	99.00%	检验检测服务等
东台市惠民房地产开发有限公司	1.00	100.00%	房地产开发
东台市盛名新材料科技有限公司	0.50	100.00%	高性能玻璃纤维研发、生产
江苏惠振诚精密机械有限公司	0.10	100.00%	机械设备及配件销售等
东台市恒玖新能源有限公司	5.00	100.00%	发电业务、输电业务、供(配)电业务

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至 2023 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	企业性质
东台成泰新实业有限公司	5,000.00	2024 年 12 月 11 日	国有
	2,400.00	2025 年 11 月 30 日	
	3,000.00	2024 年 4 月 1 日	国有
	4,900.00	2024 年 3 月 11 日	
	10,000.00	2030 年 6 月 21 日	
东台东新农林发展有限公司	7,000.00	2024 年 7 月 20 日	国有
	9,500.00	2024 年 9 月 21 日	
	6,000.00	2028 年 12 月 19 日	
东台经济开发区为民资产经营有限公司	5,000.00	2024 年 10 月 20 日	国有
	9,000.00	2024 年 1 月 4 日	
	4,500.00	2024 年 4 月 22 日	
东台骏骐建材有限公司	3,800.00	2025 年 7 月 11 日	国有
	2,900.00	2024 年 4 月 24 日	
东台荣飞建筑材料有限公司	3,000.00	2024 年 1 月 16 日	国有
	3,000.00	2024 年 11 月 6 日	
东台市博特机械配件有限公司	1,000.00	2028 年 2 月 1 日	国有
东台市常桂机械配件有限公司	500	2028 年 2 月 1 日	国有
东台市城东污水处理有限公司	7,000.00	2024 年 11 月 23 日	国有
东台市城乡公共交通运输有限公司	6,500.00	2025 年 4 月 15 日	国有
	3,300.00	2025 年 4 月 15 日	
东台市地北供水有限公司	2,500.00	2024 年 1 月 4 日	国有
	4,000.00	2025 年 2 月 20 日	
	1,000.00	2025 年 2 月 20 日	
东台市公路工程有限责任公司	4,800.00	2024 年 1 月 10 日	国有
	3,000.00	2024 年 5 月 8 日	
	14,710.00	2025 年 8 月 18 日	
东台市华昊绿化工程有限公司	1,000.00	2028 年 12 月 18 日	国有
	4,100.00	2024 年 9 月 27 日	
东台市惠民物业有限公司	900	2024 年 12 月 27 日	国有
东台市建之平绿化有限公司	930	2028 年 2 月 24 日	国有
东台市金兑餐饮服务管理有限公司	980	2025 年 2 月 15 日	国有
东台市凯宏绿化工程有限公司	9,153.48	2028 年 1 月 10 日	国有
	4,576.74	2028 年 2 月 10 日	
	4,576.74	2028 年 2 月 10 日	
东台市凯宏绿化有限公司	4,500.00	2028 年 5 月 26 日	国有
东台市里下河文旅投资开发有限公司	3,200.00	2027 年 12 月 5 日	国有

东台市民生公交有限公司	3,000.00	2024年12月15日	国有
东台市溱湖旅游发展有限公司	900	2024年5月3日	国有
东台市水韵园林绿化工程有限公司	3,000.00	2028年12月6日	国有
东台市通运物流有限公司	4,900.00	2025年2月15日	国有
	4,900.00	2024年10月5日	
东台市通之能绿化有限公司	750	2024年3月20日	国有
东台市徐杨建筑材料有限公司	1,000.00	2024年6月13日	国有
东台市莹之永建筑材料有限公司	1,000.00	2024年6月14日	国有
东台市正典汽车租赁服务有限公司	9,800.00	2025年2月15日	国有
	5,000.00	2024年5月25日	
	6,110.00	2024年10月14日	
东台通达投资有限公司	690	2024年10月21日	国有
	440	2024年10月28日	
	100	2024年11月4日	
东台通能电子有限公司	3,500.00	2024年3月18日	国有
东台小戴河科创发展有限公司	1,000.00	2024年10月20日	国有
	6,000.00	2031年4月20日	
江苏益东资产经营管理有限公司	4,300.00	2024年8月3日	国有
领讯城科技（江苏）有限公司	24,226.05	2028年3月30日	国有
	18,213.28	2028年4月3日	
合计	260,056.29	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×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	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+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。