



# 2023年高邮市经济发展集团有限公司公司 债券2023年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2023年高邮市经济发展集团有限公司公司债券2023年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
23 邮集 01/23 高邮集团债	AAA	AAA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：高邮市是全国百强县，跟踪期内，高邮市工业基础及经济发展水平仍较好，江苏省高邮经济开发区（以下简称“高邮经开区”）是省级经济开发区，高邮市经济发展集团有限公司（以下简称“高邮经发”或“公司”）是高邮经开区重要的基础设施建设主体，也承接了部分高邮市北部片区的基础设施建设项目，2022 年公司代建业务收入有所增长，预计未来该业务可持续性较好，且跟踪期内，江苏省高邮经济开发区管理委员会（以下简称“高邮经开区管委会”）对公司的支持力度仍较大，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有效提升了本期债券的信用水平。同时中证鹏元关注到，公司资产流动性仍较弱，面临一定的资金压力支出，总债务规模虽明显压降但仍偏大，且对外担保金额较大，面临一定的或有负债风险。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为高邮经开区重要的基础设施建设主体，也承接了部分高邮市北部片区的基础设施建设项目，代建业务可持续性较好，且预计持续受到外部支持。

## 评级日期

2023 年 6 月 28 日

## 联系方式

项目负责人：张伟亚  
zhangy@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬  
zhenglf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	152.93	164.88	131.95
所有者权益	63.70	62.42	55.82
总债务	65.67	92.49	69.38
资产负债率	58.35%	62.14%	57.70%
现金短期债务比	0.58	0.89	0.67
营业收入	6.56	5.72	5.36
其他收益	0.57	0.43	0.56
利润总额	1.50	1.22	1.16
销售毛利率	20.00%	21.13%	20.49%
EBITDA	1.87	1.93	1.77
EBITDA 利息保障倍数	1.72	0.71	0.76
经营活动现金流净额	1.87	31.59	23.33

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **高邮市为全国百强县和全国工业百强县，跟踪期内，高邮市工业基础仍较好。**高邮市为全国百强县，位于长三角中心区域，区位优势明显，2022年GDP总量突破千亿，增速高于全国平均水平，在扬州市各区县中排名靠前，整体经济发展水平较高；江苏省高邮经济开发区（以下简称“高邮经开区”）为省级经济开发区，重点发展光储充、电子信息、生命健康等产业。
- **2022年公司代建业务收入仍有所增长，带动公司营业收入上涨，预计代建业务未来可持续性较好。**公司为高邮经开区重要的基础设施建设主体，2022年公司代建业务收入同比增长16.13%，截至2022年末公司代建项目尚需投资11.98亿元，公司存货中的工程成本为16.43亿元，整体来看，公司代建业务收入来源具备一定保障。
- **跟踪期内公司仍获得的持续的外部支持。**2022年高邮经开区管委会在财政补贴方面仍给予了公司一定力度的支持，2022年公司获得高邮经开区管委会补贴收入0.57亿元，在一定程度上提升了公司利润水平。
- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级仍为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的信用水平。

## 关注

- **公司资产流动性仍较弱。**公司资产仍以土地、代建项目和安置房建设成本、出租的商品房和应收政府往来款为主，其中代建项目及应收往来款、应收账款的回款取决于交易对手方的安排，回款时间具有不确定性；此外，公司对外出租房产规模较大，租金收入较低，需关注未来的投资回报情况。
- **公司仍面临一定的资金压力。**截至2022年末，公司主要在建及拟建基础设施项目、保障房项目尚需投资规模较大，考虑到公司资产变现取决于政府回款安排，公司仍面临一定的资金压力。
- **公司面临较大的长短期债务压力。**2022年公司应付票据规模缩减带动了总债务规模的下降，但公司资产流动性较弱，对总负债的保障能力始终较差，且公司短期债务规模较大，货币资金受限比例较高，短期偿债指标表现较弱，整体来看，公司面临的长短期偿债压力仍较大。
- **公司仍存在一定的或有负债风险。**截至2022年末，公司对高邮市及高邮经开区国企的担保余额合计为17.02亿元，占公司净资产的26.72%，且均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

## 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
高邮建投	主要负责高邮市城区范围内的基础设施建设和棚户区改造项目	381.05	159.36	14.51
高邮水投	主要从事高邮市供水和污水处理相关业务	156.18	74.81	10.95
高邮总公司	业务范围均主要在高邮经开区，但高邮经发还承担了部分高邮市北部片区的基础设施建设业务	139.76	92.46	7.63
高邮经发		152.93	63.70	6.56
高邮交投	主要承担交通类基础设施建设项目	211.84	74.70	12.79

注：（1）高邮建投为高邮市建设投资发展集团有限公司的简称、高邮水投为高邮市水务产业投资集团有限公司的简称、高邮总公司为高邮市经济发展总公司的简称、高邮交投为高邮市交通产业投资集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为2022年度/末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022v1.0

外部特殊支持评价方法和模型

cspy\_ffmx\_2022v1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	5/7		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				-2
个体信用状况					<b>a-</b>
外部特殊支持					4
主体信用等级					<b>AA</b>

### 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

- 公司是高邮经开区地区重要的基础设施建设平台，同时也承接了部分高邮市北部片区的基础设施建设项目，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，高邮市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与高邮市政府的联系非常紧密以及对高邮市政府非常重要。同时，中证鹏元认为高邮市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、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/23 邮集 01/23 高邮集团 债	2023-02-09	马琳丽、郑丽芬	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
23 邮集 01/23 高邮集团债	8.40	8.40	2023-02-09	2030-04-03

## 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2023年4月发行7年期8.40亿元企业债，募集资金拟将5.04亿元用于高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房工程项目建设及运营，3.36亿元用于补充营运资金。截至2023年5月31日，“23邮集01/23高邮集团债”募集资金专项账户余额为4.96亿元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人变更均未发生变化，截至2022年末，公司注册资本和实收资本仍均为15.00亿元，公司控股股东仍为高邮市国有资产管理中心，实控人仍为高邮市人民政府。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，公司仍主要负责高邮经开区范围内的基础设施建设、棚户区改造及安置房建设等业务，是高邮经开区重要的基础设施建设主体，同时公司也承接了部分高邮市北部片区的基础设施建设项目。2022年，公司注销高邮中万鼎泰建设实业有限公司（以下简称“高邮鼎泰”），留存收入转资本公积448.05万元；截至2022年末，公司合并范围详见附录四。

**表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）**

### 1、跟踪期内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	不再合并原因
高邮中万鼎泰建设实业有限公司	100.00%	0.20	批发业	注销

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

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

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对

于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

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

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

**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。

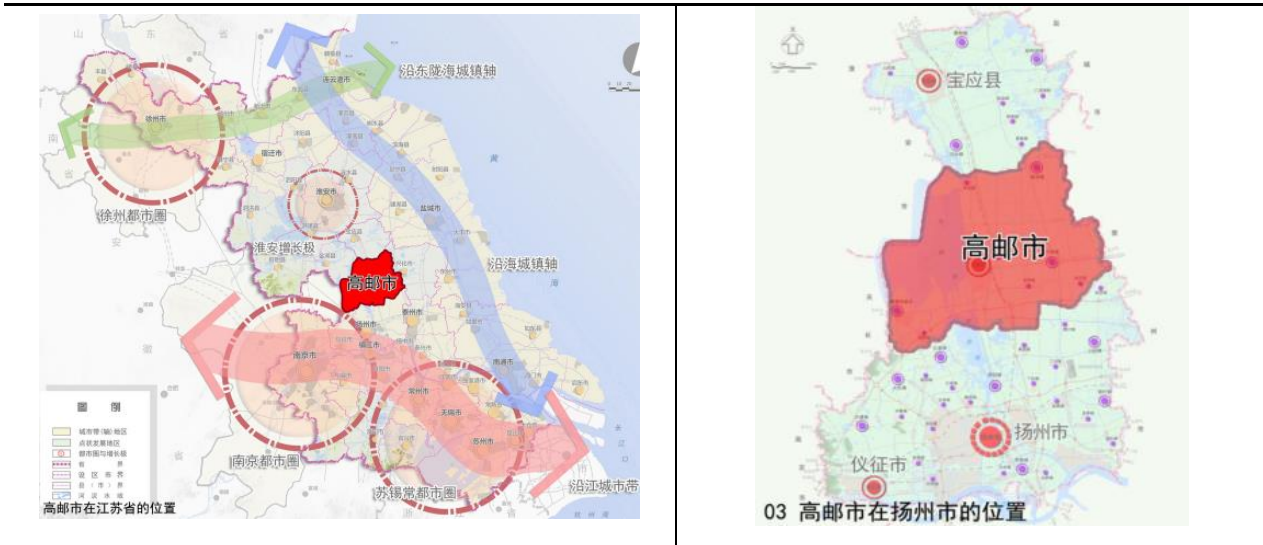
## 区域经济环境

高邮市位于长三角中心区域，为全国百强县和全国工业百强县，区位优势明显且交通便利，机械设备、电线电缆和纺织服务为三大支柱产业；高邮市一般公共预算收入保持增长，但财政自给程度较低

**区位特征：**高邮市为扬州市下辖的县级市，位于上海和南京都市圈的交汇处，区位优势明显，市内水陆空交通便利。高邮市位于江苏省中部，是扬州市下辖的县级市，东邻兴化市，南连江都区、邗江区、仪征市，西接天长市（安徽省）、金湖县，北接宝应县，是连接苏南、苏北、鲁南、皖东的纽带，市区西南经扬州市达南京市165千米，东南经无锡市、苏州市抵上海市331千米，全市总面积1,963平方千米，下辖9个镇（街道），1个乡（菱塘回族乡），2个省级开发区（高邮经济开发区、高邮高新技术产业开发区），1个新区（高邮城南经济新区），2021年末常住人口70.99万人。

高邮市地处长江三角洲，位于上海和南京都市圈的交汇处，区位优势明显，市内公路、铁路、航空以及水运等交通网络体系较为发达。京沪高速公路和市内外的公路网使高邮市交通便捷，开车3小时内可到上海、苏州、南京、扬州等地；市内设有高邮站、高邮北站等2个高铁站，距扬州站0.5小时车程；高邮城区距扬州泰州国际机场30分钟、南京禄口国际机场1.5小时、上海浦东国际机场2.5小时；水路方面，高邮港是扬州港分港区，岸线长1,500米，在全国内河码头中最长。



**图1 高邮市区位图**


资料来源：高邮市城镇住房发展规划（2021-2025年）

**经济发展水平：**高邮市为全国百强县，2022年GDP总量突破千亿，增速高于全国平均水平，在扬州市各区县中排名靠前，整体经济发展水平较高。近年高邮市地区生产总值保持增长，经济结构以第二、三产业为主，2022年高邮市GDP总量突破千亿，GDP增速高于全国GDP增速1.8个百分点。根据赛迪顾问发布的《2022中国县域经济百强研究》，高邮市排名第63位，较上年提升8位。2022年高邮市人均GDP为14.26万元，为全国人均GDP的166.43%，经济发展水平较高。2020-2021年，高邮市固定资产投资增速持续下滑，其中2020年主要系第二产业投资下降所致，2021年主要系第三产业投资下降所致。2022年，高邮市76个扬州市级重大项目开工、年度投资完成率达117.7%，得益于此，高邮市固定资产投资增速较上年大幅提升。高邮市社会消费品零售总额增速波动较大，其中2020年增速为负，2021年增速在低基数基础上回升，2022年小幅增长。高邮市进出口规模不大，对经济增长的贡献有限。

**表2 2022年扬州市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
江都区	1,256.02	3.1%	13.52	55.87	76.32
邗江区	1,145.52	3.1%	13.25	45.49	46.21
<b>高邮市</b>	<b>1,014.81</b>	<b>4.8%</b>	<b>14.26</b>	<b>40.09</b>	<b>54.02</b>
仪征市	1,002.93	4.6%	18.62	46.65	102.35
宝应县	881.65	4.6%	12.99	24.48	44.29
广陵区	800.00	4.5%	-	31.75	64.25

注：“-”表示数据未公布，人均GDP根据2022年常住人口数据计算所得根据。

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、政府工作报告、政府网站等，中证鹏元整理

**表3 高邮市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
----	-------	-------	-------

	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,014.81	4.8%	929.3	7.8%	838.2	3.4%
固定资产投资	-	11.9%	-	0.3%	-	7.6%
社会消费品零售总额	188.7	1.9%	185.2	7.9%	171.6	-2.5%
进出口总额 （亿美元）	7.9	17.0%	6.7	29.0%	5.4	6.5%
人均 GDP（万元）		14.26		13.09		11.24
人均 GDP/全国人均 GDP		166.43%		161.70%		155.11%

注：“-”表示数据未公布。

资料来源：2020-2021年高邮市国民经济和社会发展统计公报，2022年高邮市政府工作报告，政府网站等，中证鹏元整理

**产业情况：高邮市为全国工业百强县，产业布局为“3+3”体系，工业基础较好。**在中国信息通信研究院《中国工业百强县（市）、百强区发展报告》中，高邮市排名第56位。高邮市实行工业“3+3”体系，产业定位为巩固提升机械装备、电线电缆、纺织服装三大基本产业，加速集聚光储充、智慧照明、电子信息三大新兴产业。机械装备方面，高邮市是江苏省高端装备制造业特色基地，汤庄镇为“江苏省液压机械制造名镇”，卸甲镇是江苏省电动工具出口基地，代表企业有扬州戴卡轮毂制造有限公司、江苏航天水力设备有限公司、扬州市秦邮特种金属材料有限公司、江苏金飞达电动工具有限公司等；电线电缆方面，高邮市是国家火炬计划特种电缆特色产业基地，重点企业有扬州曙光电缆公司、光明电缆公司等；纺织服装方面，高邮市是中国羽绒服装制造名城，现有波司登、雅鹿、经纬纺织、永辉丙纶等纺织服装生产企业，其中波司登在高邮市建有大型研发、生产、物流基地。2022年高邮市规模以上工业企业实现开票1,314亿元，工业总产值同比增长13.9%，规模以上工业增加值增长9%。高邮市工业基础较好，有利地支撑了全市经济的发展。

**财政及债务水平：高邮市一般公共预算收入持续增长且收入质量尚可，但财政自给程度较低。**近年高邮市一般公共预算收入保持增长。2022年，税收收入占比有所下滑，但整体收入质量尚可。高邮市财政自给水平较低，在扬州市仅优于宝应县；政府性基金收入保持增长，2022年规模在扬州市辖各区县中排名靠后。2022年，高邮市土地市场交易总额及成交面积均大幅下滑，近三年住宅用地出让额及均价连年下降，土地出让以综合用地和商业/办公用地为主。区域债务方面，2020-2022年高邮市政府债务余额保持小幅增长。

**表4 高邮市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	40.09	39.00	37.91
税收收入占比	77.03%	81.71%	81.77%
财政自给率	42.31%	44.25%	45.59%
政府性基金收入	54.02	36.91	31.02
地方政府债务余额	103.63	94.87	94.40

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：2020-2022年高邮市财政预决算文件，中证鹏元整理

**表5 高邮市土地市场交易情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）**

用地性质	2022年			2021年			2020年		
	成交用地面积	土地出让金	成交楼面均价	成交用地面积	土地出让金	成交楼面均价	成交用地面积	土地出让金	成交楼面均价
住宅用地	22.98	3.68	1,106	20.44	5.99	1,702	44.92	20.48	2,411
综合用地（含住宅）	46.39	24.02	2,860	21.10	11.06	2,260	0.93	0.11	483
商业/办公用地	23.99	12.88	3,047	111.40	58.53	4,027	52.04	25.43	2,811
工业用地	53.54	1.52	289	68.57	1.93	240	68.60	1.96	230
其他用地	--	--	--	2.91	0.37	1,280	17.24	0.53	307
<b>合计</b>	<b>146.90</b>	<b>42.10</b>	<b>--</b>	<b>224.42</b>	<b>77.88</b>	<b>--</b>	<b>183.73</b>	<b>48.51</b>	<b>--</b>

注：土地出让金年度合计数与政府性基金收入中土地出让收入差异较大，可能系存在土地成交与财政入库年度跨期影响  
资料来源：中指数据库，中证鹏元整理

**高邮经开区位于高邮市城区北部，为省级经济开发区，重点发展光储充、电子信息、生命健康等产业。**高邮经开区是1993年11月由江苏省政府批准设立的省级经济开发区，位于高邮市城区北部，区域总面积101.5平方千米，规划开发面积50平方千米，其中建成区面积20多平方千米，辖14个村、6个社区，现常住人口8.77万人。高邮经开区以光储充为特色主导产业、以电子信息、生命健康为两个战略性新兴产业，内设光储充产业园、电子信息产业园、生命健康产业园和清水潭旅游度假区等特色园区，目前重点项目有总投资100亿元的中节能20GW高效太阳能电池智能制造项目、总投资50亿元的中环艾能高效光伏电池、切片、组件项目和总投资5,000万美元的赛得能源IBM无钴新型GT锂离子电池项目。

**表6 高邮经开区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）	205.89	8.00%	183.13	10.3%	160.00	4.46%
规模以上工业总产值	554.50	-	397.60	24.70%	309.62	20.20%
固定资产投资	96.20	-	78.20	10.0%	71.60	9.16%

注：“-”表示数据未获取。

资料来源：高邮经开区，中证鹏元整理

**表7 高邮经开区主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	7.98	6.96	6.35
财政自给率	-	188.85%	200.59%

注：“-”表示数据未获取；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：2020-2021年高邮市财政预决算文件及高邮经开区，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至2022年末，高邮市主要城投公司有7家，分别为公司、高邮国控、高邮建投、高邮水投、高邮总公司、高邮交投和鑫邮投发，其中高邮国控持有高邮建投、高邮交投和鑫邮投发3家公司100.00%股权；高邮建投持有高邮水投100.00%股权。上述7家公司的实际控制人均为高邮市人民政府。

**表8 高邮市（含开发区）主要城投平台情况（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
高邮国控	高邮国资中心	276.95	59.31%	31.18	273.25	高邮市最大的基础设施建设及国有资产控股平台
高邮建投	高邮国控	159.36	58.18	14.51	133.26	主要负责高邮市城区范围内的基础设施建设和棚户区改造项目
高邮水投	高邮建投	74.81	52.10	10.95	58.77	主要从事高邮市供水和污水处理相关业务
高邮总公司	高邮国资中心	92.46	33.85	7.63	35.51	业务范围均主要在高邮经开区，但高邮经发还承担了部分高邮市北部片区的基础设施建设业务
高邮经发	高邮国资中心	63.70	58.35%	6.56	92.49	主要负责高邮市城南经济新区范围内的拆迁、土地整理、安置房开发建设等基础设施建设业务
高邮交投	高邮国控	74.70	64.74	12.79	102.98	主要承担交通类基础设施建设项目
鑫邮投发	高邮国控	61.35	54.21%	5.41	26.00	主要负责高邮市城南经济新区范围内的拆迁、土地整理、安置房开发建设等基础设施建设业务

注1：高邮国控为高邮市国有资产投资管理控股（集团）有限公司的简称、鑫邮投发为江苏鑫邮投资发展集团有限公司的简称；

注2：所有平台公司总债务数据为2021年末数据，此外高邮国控、鑫邮投发财务数据为2021年度/末数据；其余平台公司财务数据为2022年度/末数据；高邮水投和高邮总公司总债务未考虑其他债务调整项。

资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

跟踪期内，公司主要业务代建业务收入有所增长且毛利率水平保持稳定，带动公司营业收入同步增长，且该业务可持续性较好；公司棚户区改造项目投资规模较大，但回款有限，同时需关注到公司在建项目未来需持续投资，公司面临一定的投资压力

跟踪期内，公司仍为高邮经开区重要的基础设施建设主体，由高邮经开区及其下属国企单位委托的待代建业务收入有所增长且毛利率较为稳定，截至2022年末，公司主要在建代建项目尚需投资11.98亿元，待结算已投资的工程成本为16.43亿元，公司代建业务的可持续性较好；公司棚户区拆迁改造项目投资规模较大，且回款金额较少，项目回款不及预期；贸易业务收入逐年下滑，但毛利水平较低，整体来看，在代建业务收入增长带动下，公司营业收入逐年增长，且盈利能力较为稳定，但公司项目建设尚需一定规模的资金，预计未来面临一定的资金压力。

**表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建业务	5.57	84.98%	14.17%	4.80	83.84%	14.17%
贸易业务	0.34	5.22%	1.39%	0.39	6.86%	0.18%

政府购买服务	0.39	5.90%	100.00%	0.41	7.23%	100.00%
其他	0.26	3.91%	51.03%	0.12	2.07%	97.08%
<b>合计</b>	<b>6.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.00%</b>	<b>5.72</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.13%</b>

注：公司棚户区改造收入在政府购买服务中计量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （一）代建业务

跟踪期内，代建业务仍为公司收入的主要来源，2022年该业务收入规模持续增长，毛利率水平较为稳定；截至2022年末，公司代建项目尚需投资规模和存货中的已投资待结算规模较大，公司代建业务可持续性较好

跟踪期内，公司代建业务仍主要由公司本部、子公司高邮开盛市政建设投资有限公司（以下简称“开盛市政”）和子公司高邮市援农建设发展有限公司（以下简称“援农建设”）等公司负责，代建业务委托方主要为高邮经开区管委会和高邮市兴区建设有限公司（以下简称“兴区建设”），其中兴区建设的实际控制人为高邮经开区管委会，2022年公司代建业务模式未发生变化。公司作为高邮经开区重要的基础设施建设主体，公司就具体项目与高邮经开区管委会或者其关联单位签订委托代建协议，并根据协议约定承担项目代建任务，按照协议约定，委托方根据代建方已完成的工程投资额与代建费用确定代建结算金额，并与代建方签署代建结算确认协议，代建费用均为工程投资额的20%。

实际执行中，公司代建项目主要按照完工进度确认收入，2022年，公司代建业务收入为5.57亿元，营业收入同比增长16.13%，且毛利水平相对较为稳定，同期公司代建业务毛利率仍为14.17%。

**表10 近年公司代建收入明细情况（单位：万元）**

项目	项目名称	确认成本	确认收入
2022年	苏大实验室	47,830.01	55,724.29
	<b>合计</b>	<b>47,830.01</b>	<b>55,724.29</b>
2021年	邮城经开高效农业示范园区项目	16,965.88	19,766.07
	生态湿地工程	9,368.66	10,914.94
	高邮经济开发区段屏淮路改造工程	6,778.43	7,897.20
	高邮市内基础设施建设	3,518.65	4,099.40
	河闸及村河道清淤水利工程、高邮市建制村庄生活污水处理设施建设工程	2,618.18	3,050.31
	高邮经济开发区洞庭湖路东延工程	1,232.26	1,435.64
	兴欣路及兴欣东路提升改造工程	706.03	822.56
<b>合计</b>	<b>41,188.09</b>	<b>47,986.12</b>	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在代建项目有苏州大学高邮实验学校工程、邮城经开高效农业示范园区项目，拟代建项目为高邮经济开发区台湾工业园一期厂房及附属用房项、高邮市智慧停车升级改造项目和高邮经济开发区102MWp屋顶分布式光伏发电项目，合计总投资22.72元，尚需投资12.14亿元，尚

需投资规模较大；截至2022年末，公司存货中的工程成本为16.43亿元，整体来看，公司代建业务的可持续性较好。

**表11 截至 2022 年末公司主要在建和拟建代建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	已投资	是否签订代建协议
苏州大学高邮实验学校工程	8.00	4.78	是
邮城经开高效农业示范园区项目	5.03	5.19	是
高邮经济开发区城市基础设施建设项目	0.80	0.77	是
高邮经济开发区台湾工业园一期厂房及附属用房项目（拟建）	2.49	-	否
高邮市智慧停车升级改造项目（拟建）	2.03	-	否
高邮经济开发区 102MWp 屋顶分布式光伏发电项目（拟建）	4.37	-	否
<b>合计</b>	<b>22.72</b>	<b>10.74</b>	<b>-</b>

注 1：高邮经济开发区台湾工业园一期厂房及附属用房项目（拟建）的预计总投资金额根据该项目可行性研究报告有所修改；

注 2：“邮城经开高效农业示范园区项目”的已投资规模受实际情况影响，大于总投资规模。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）保障性住房

公司保障性住房业务投资规模较大，未来收入较有保障，但跟踪期内棚户区改造项目未收到回款，安置房收入仍较小，且公司存在较大的资金支出压力

跟踪期内，公司子公司高邮市飞扬新城镇建设有限公司（以下简称“飞扬新城镇”）仍主营棚户区改造业务。2018年5月，飞扬新城镇与高邮市住房保障和房产管理局签订《政府购买协议》，约定飞扬新城镇为2018年度高邮市部分棚户区（城中村）改造项目的实施主体，负责对文游台村、花王村、奥林村和服装城周边等4个地块进行拆迁安置补偿，项目总投资11.12亿元，政府回购总价款为15.70亿元，政府按照协议约定在15年内分期支付资金，公司需要投入的资金已经支付。2022年，公司确认政府购买服务收入3,866.61万元，收入同比下滑，但毛利率仍为100%<sup>1</sup>。回款方面，2022年该业务未收到政府回款，该项目应回款金额计入长期应收款，近年来随着项目建设持续推进，长期应收款规模持续增加，截至2022年末，公司长期应收款为9.64亿元，项目实际回款进度不及预期。

**表12 高邮市部分棚户区（城中村）改造项目政府资金支付计划（单位：万元）**

回购时间	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年及以后	合计
回购金额	26,900	11,000	10,100	10,000	9,500	9,400	80,100	157,000

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司安置房业务仍主要由扬州欣满园建设发展有限公司（以下简称“欣满园公司”）负

<sup>1</sup> 公司确认的政府购买收入系根据项目回购总价款减去总投资后的差额，在15年内按实际利率法分年摊销计算所得，摊销利率为5.09%，项目应回购金额计入长期应收款科目。

责，欣满园公司承接了珠光锦苑定向销售安置房项目和高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房项目，根据高邮市发展和改革委员会2019年10月出具的批复文件，珠光锦苑定向销售安置房项目总建筑面积75,131.23平方米，其中地上建筑面积56,490.23平方米，建设内容为1-5#为安置房，6#为社区用房，项目涉及安置房393套，需定向销售给高邮经开区内因招商引资、项目建设过程中土地房屋被征收的拆迁户，销售价格执行“一房一价”政策，备案均价为7,826元/平方米，项目实际销售给拆迁户的价格低于备案价，高邮经开区管委会承诺，项目实际售价与备案价之间的差额由其进行补差，但当前已售房产尚未结算补差款。根据高邮市行政审批局于2020年12月出具的批复文件，高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房项目总建筑面积104,801.78平方米，其中地上建筑面积79,199.61平方米，建设内容为5幢住宅安置房和1幢附属用房。截至2022年末，公司保障房项目概算总投资12.26亿元，尚需投资4.99亿元。2022年，公司安置房销售收入仍在其他收入中计量，收入规模相对有限，目前仅珠光锦苑项目开始售卖。

**表13 截至 2021 年末公司保障房项目投资情况（单位：万平方米、亿元）**

项目名称	总建筑面积	地上建筑面积	预计总投资	已投资
珠光锦苑定向销售安置房项目	7.51	5.65	4.26	3.91
高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房项目*	10.48	7.92	8.00	3.36
<b>合计</b>	<b>17.99</b>	<b>13.57</b>	<b>12.26</b>	<b>7.27</b>

注：\*为本期债券募投项目；上表中已投资数据统计口径为财务实际累计支付的金额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （三）贸易业务

#### 跟踪期内，公司贸易业务盈利仍较弱，对公司的利润贡献有限

跟踪期内，公司贸易业务仍由子公司高邮市集采供贸易有限公司（以下简称“集采供公司”）负责，是2020年公司新增的业务板块，集采供公司成立于2019年11月，目前主营进口板坯、钢材和电解铝等贸易业务，通过产品进销差价获取收入。公司以销定采，2022年，公司贸易收入为3,423.12万元，且公司贸易业务全部收入来自江苏海德森能源有限公司，销售商品为电解铝。从毛利率角度来看，公司商品贸易业务毛利率水平相对较低，2022年公司贸易业务毛利率仅为1.39%。

#### 跟踪期内，公司仍获得一定力度的财政补贴

作为高邮经开区重要的基础设施建设主体，跟踪期内，高邮经开区政府在财政补贴方面给予了公司大力支持，2022年公司获得高邮经开区管委会补贴收入0.57亿元，用于基础设施的补贴，在一定程度上提升了公司利润水平。中证鹏元关注到，跟踪期内，高邮市人民政府收回公司账面价值0.22亿元土地。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

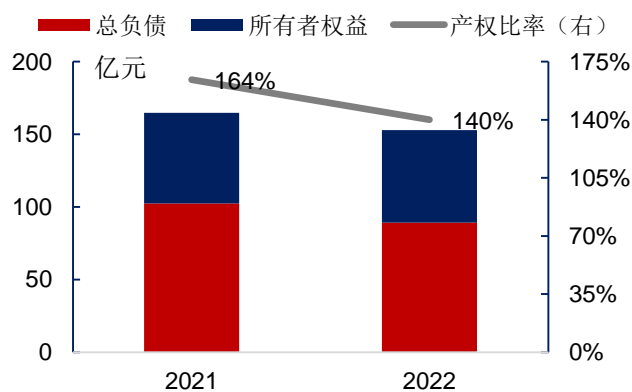
以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。跟踪期，公司注销子公司高邮鼎泰，截至2022年末，详见附录四。

### 资本实力与资产质量

跟踪期内，公司资产仍以土地、代建项目和安置房建设成本、对外租赁的商业用房和与当地政府的往来款和应收账款为主，货币资金受限比例较大，整体来看，公司资产流动性仍较弱；且公司出租的房产租金收入较低，出租回报率不足

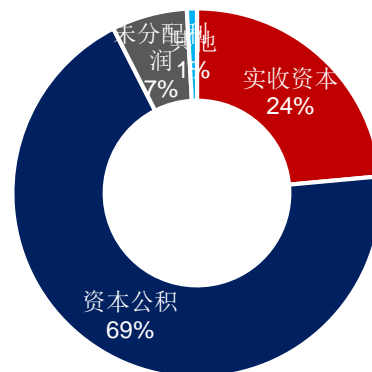
2022年，受益于经营积累，公司所有者权益有所增长，截至2022年末，所有者权益为63.70亿元，主要系实收资本和资本公积，占所有者权益的比重为92.51%，股权结构较为稳定。截至2022年末，受到期偿还应付票据影响，公司总负债规模有所下降，产权比例亦随之下降，但整体来看，公司所有者权益对总负债的保障程度仍处于较低水平。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年 12 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产仍以存货（土地、安置房成本和代建项目建设成本）、货币资金、投资性房地产（对外租赁的商业用房）、应收款项（往来款和应收代建业务款）和无形资产（土地使用权）为主，截至2022年末，上述资产占总资产的比重为86.63%。公司存货由待开发土地、工程成本和开发成本构成，随着公司持续购置土地和推进项目的建设，近年来存货规模持续增长；截至2022年末，待开发土地成本为39.03亿元，主要系出让购置，以其他商服用地和商务金融用地为主，公司未办证土地规模为2.62亿元，已缴纳土地出让金，公司土地暂无开发计划；公司开发成本主要为珠光锦苑定向销售安置房项目和高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房项目投入的建设成本，2022年末，存货中的建设成本5.61亿元，回款依



托安置房销售情况；公司代建项目及自营项目计入工程成本，其中自营项目仅东湖温泉，账面价值为0.66亿元，其余均为代建项目，回款主要依托委托方的安排，回款时间具有一定不确定性；截至2022年末，公司因借款及对外担保受限的存货规模为11.16亿元，占比18.28%。2022年公司偿还较大规模应付票据，当期末，公司货币资金同比下滑68.07%，且受限货币资金为13.85亿元，占货币资金的比重为81.25%，受限规模较大。公司投资性房地产主要为对外出租的商业用房，2022年末公司投资性房地产同比下滑1.37%主要系将位于波司登大道3号的工业用地出售所致；2022年，公司投资性房地产公允价值下滑69.38万元，规模相对较小；公司部分其他业务收入为租赁收入，收入规模较小，出租资产回报率不足。公司其他应收款主要为应收当地政府及国企的往来款，从期限结构来看，其他应收款以一年以内和一至两年为主，截至2022年末，应收1年以内、1至2年的应收款占比分别为61.22%和33.46%，应收期限相对较短；截至2022年末，公司前五大其他应收款对象详见下表。公司应收账款主要为应收代建项目款，应收对象主要为高邮经开区管委会和高邮市兴区建设有限公司，占比为98.70%；公司应收账款以2年以内应收账款为主，2022年末占比为79.28%<sup>2</sup>。整体来看，公司应收款项的交易对手主要为当地政府和国企，且期限以2年以内为主，整体来看回收风险相对较小，但回款时间存在一定不确定性。公司无形资产以土地使用权为主，主要系购买取得的商务金融用地，2022年摊销金额为0.27亿元，摊销规模较少；截至2022年末，公司土地使用权因借款和对外抵押而受限规模为8.70亿元，占无形资产的比重为82.25%，受限比例相对较大。

**表14 2022年末公司前五大其他应收账款对象情况（单位：亿元）**

单位名称	余额	账龄	占其他应收款总额的比例（%）
江苏省高邮经济开发区管理委员会财务审计局	2.98	1年以内、1-2年、2-3年	19.53
扬州润邮物资贸易有限公司	2.36	1年以内、1-2年	15.47
江苏振邮科技产业投资管理有限公司	1.92	1年以内	12.56
高邮市邮通水务有限公司	1.91	1年以内、1-2年	12.51
高邮市清水潭旅游投资开发有限公司	0.93	1年以内	6.12
<b>合计</b>	<b>10.10</b>		<b>66.19</b>

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

其他资产方面，公司长期应收款系飞扬新城镇棚户区改造项目对应的政府购买服务款项，该科目采用摊销法计量，2022年末长期应收款规模有所增加，该款项应收对象为高邮经开区管委会，截至2022年末，公司应收款项和长期应收款占总资产的比重为24.37%，规模较大，且应收对象较为集中，回款时间具有一定不确定性。

**表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比

<sup>2</sup>该比重计算不考虑坏账准备。

货币资金	17.05	11.15%	53.39	32.38%
应收账款	12.56	8.21%	7.46	4.53%
其他应收款	15.08	9.86%	14.78	8.97%
存货	61.07	39.93%	42.07	25.52%
<b>流动资产合计</b>	<b>112.37</b>	<b>73.47%</b>	<b>123.24</b>	<b>74.74%</b>
长期应收款	9.64	6.30%	9.23	5.60%
投资性房地产	16.15	10.56%	16.37	9.93%
无形资产	10.58	6.92%	10.86	6.58%
<b>非流动资产合计</b>	<b>40.57</b>	<b>26.53%</b>	<b>41.64</b>	<b>25.26%</b>
<b>资产总计</b>	<b>152.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>164.88</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产仍以土地、代建项目建设和安置房建设成本、货币资金、对外租赁的商业用房和与当地政府的往来款和应收账款为主，但公司大部分土地无相关开发计划，代建项目建设成本和与当地政府的往来款、应收账款回款情况取决于政府安排，公司资产流动性较弱；对外出租的商业用房租金收入较低，投资性房地产出租回报率不足。

## 盈利能力

跟踪期内，代建业务仍为公司营业收入主要来源，代建业务收入增加带动营业收入上涨，公司毛利率水平保持稳定，营业利润和总利润水平上升

2022年，受公司代建项目收入增加影响，公司营业收入有所增加，代建业务仍是公司营业收入的主要来源，2022年，公司代建业务收入占比84.98%；截至2022年末，公司主要代建业务尚需投资12.14亿元，截至2022年末，公司存货中的工程成本为16.43亿元，公司代建业务的可持续性较好。代建业务属于政府委托代建业务，近年来毛利率水平稳定不变，公司整体营业毛利率仍相对稳定，在营业收入持续上涨的背景下，公司营业利润及利润总额均持续增长。公司其他业务收入主要计量安置房销售收入及租赁收入，近年来金额较小，但毛利率相对较高，对公司营业利润提供了较好补充。

从政府补助方面看，2022年，政府仍对公司提供经营补助，2022年公司补贴为0.57亿元，在一定程度上提升了公司利润水平。

**表16 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）**

指标名称	2022年	2021年
营业收入	6.56	5.72
营业利润	1.51	1.22
其他收益	0.57	0.43
利润总额	1.50	1.22
销售毛利率	20.00%	21.13%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 偿债能力

跟踪期内，公司总负债规模有所下滑，但仍处于较高水平，整体来看，公司长短期偿债压力均较大，且随着公司持续推进项目建设，公司杠杆水平面临一定的上行压力

跟踪期内，公司总负债仍主要由有息负债和其他应付款组成，受2022年公司偿还应付票据影响，公司负债规模有所下滑。2022年末，公司有息债务主要以银行借款为主，包括质押借款（8.55亿元），保证借款（24.89亿元）和抵押借款（12.84亿元），融资成本为4.05%~6.615%；银行借款期限相对较长，主要集中在2年以上。公司非标借款为融资租赁款，计入长期应付款科目计量，借款成本介于7.60%~9.20%，且非标融资将于未来三年持续偿还，截至2022年末，公司暂无债券融资，2023年4月，公司发行本期债券，期限为7年，票面利率为4.20%，公司债务规模进一步扩大。

此外，公司其他应付款主要系应付当期国企的往来款，均属于无息借款，2022年末，公司其他应付款同比大幅增长232.55%主要系当期新增对高邮市鑫磊房屋拆迁服务有限公司、高邮市邮通水务有限公司<sup>3</sup>的往来款所致。

**表17 截至 2022 年 12 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	4.05%~6.615%	46.28	17.76	0.00	12.18	16.34
非标融资	7.60%~9.20%	5.36	1.92	2.84	0.60	0.00
<b>合计</b>	-	<b>51.64</b>	<b>19.68</b>	<b>2.84</b>	<b>12.78</b>	<b>16.34</b>

注 1：截至 2022 年末，公司无债券融资，2023 年 3 月 15 日公司发行“23 中邮 01” 8.40 亿元；

注 2：2022 年末融资余额与下表总债务之间的差额主要系应付票据所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	13.55	15.19%	17.84	17.41%
应付票据	14.03	15.72%	35.43	34.58%
其他应付款	18.76	21.02%	5.64	5.51%
一年内到期的非流动负债	6.13	6.87%	10.24	9.99%
<b>流动负债合计</b>	<b>57.15</b>	<b>64.05%</b>	<b>73.35</b>	<b>71.59%</b>
长期借款	28.52	31.96%	23.83	23.25%
长期应付款	3.44	3.85%	5.16	5.03%
<b>非流动负债合计</b>	<b>32.08</b>	<b>35.95%</b>	<b>29.11</b>	<b>28.41%</b>
<b>负债合计</b>	<b>89.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>102.46</b>	<b>100.00%</b>
总债务	65.67	73.59%	92.49	90.27%
其中：短期债务	33.71	37.78%	63.51	61.98%

<sup>3</sup> 上述两家公司的实控人均均为江苏省高邮经济开发区管理委员会，与公司实控人一致。

长期债务	31.96	35.81%	28.98	28.29%
------	-------	--------	-------	--------

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2022年公司杠杆水平有所下滑，但考虑到公司资产流动性较弱，公司资产对负债的保障能力仍处于较低水平。2022年，公司营业收入及利润水平有所提升，且总债务规模有所下滑，EBITDA对利息的保障能力有所提升；从短期偿债指标来看，受2022年偿还应付票据影响，公司货币资金储备有所下滑，当期现金短期债务比有所下滑，整体来看，公司面临的长短期偿债压力均较大。

近年来，公司与当地国企间的往来款规模较大，经营活动现金流始终为正值，但中证鹏元关注到，2022年，公司经营活动收现比为0.24，低于2021年经营活动收现比1.31，经营活动产生的现金流入主要系往来款；2022年，公司持续购置土地和对外投资，公司投资活动产生的现金流呈现净流出状态；且公司持续偿还债务，融资活动产生的现金流呈现净流出，整体来看，跟踪期内，公司增加对当地国企的往来款置换部分有息债务，整体偿付压力仍较大；预计未来公司为保障经营和偿还债务，将持续增借往来款或金融机构借款，公司杠杆水平面临一定上行压力。

**表19 公司偿债能力指标**

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	58.35%	62.14%
现金短期债务比	0.58	0.89
EBITDA 利息保障倍数	1.72	0.71

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### ESG 风险因素

#### 公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，根据《高邮市经济发展集团有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，截至2023年6月19日，近一年内公司未因环境因素受到相关部门的处罚，公司未因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚，公司未发生产品质量或安全问题。

社会方面，根据《高邮市经济发展集团有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，截至2023年6月19日，近一年内公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，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，根据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，公司目前设个综合办公室、项目建设部、投融资部、会计核算部等四个部门，总体而言，公司建立的治理结构和组织架构基本满足其日常经营需要。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月25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，公司对当地国有的担保余额合计为8.48亿元，占公司净资产的13.31%，且均无反担保措施，整体来看，公司面临一定的或有负债风险。

**表20 截至 2022 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保金额	担保期限	是否有反担保
高邮市兴区建设有限公司	0.20	2022.5.25~2023.4.22	否
高邮市润园供水服务有限公司	0.27	2022.9.30~2023.9.28	否
	0.43	2020.5.19~2025.5.19	否
高邮市润邮建设投资有限公司	0.40	2016.1.7~2023.3.20	否
	0.35	2020.1.22~2028.11.1	否
	3.10	2022.9.20~2032.9.13	否
高邮市清水潭旅游投资开发有限公司	0.33	2016.8.26~2024.6.25	否
	0.50	2022.12.13~2023.12.13	否
高邮市好地方运河文化旅游开发集团有限公司	2.50	2022.7.01~2037.6.27	否
高邮绿水生态建设有限公司	0.40	2022.12.15~2023.12.15	否
<b>合计</b>	<b>8.48</b>	--	--

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、外部特殊支持分析

公司是高邮经开区重要的基础设施建设主体，同时也承接了部分高邮市北部片区的基础设施建设项目，高邮国资中心持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，高邮市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与高邮市政府的联系非常紧密。公司由高邮国资中心100%控股，高邮市政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司业务范围涉及高邮经开区，并延伸至高邮市北部片区，近年公司资产注入和补贴收入主要来自高邮经开区管委会，同时高邮市政府也通过股权注入等方式给予了公司一定支持，预计未来公司与高邮市政府的联系将比较稳定。

（2）公司对高邮市政府非常重要。虽然公司不是高邮市最核心的城投平台，但作为区域内主要的城投平台之一，公司在基础设施建设方面对高邮市政府的贡献很大，近年营业收入主要来自基础设施代

建业务，若公司发生债务违约，预计将对高邮市地区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连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

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，保证担保的范围包括本期债券的本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。江苏再担保承担保证责任的期限为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“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21 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办公室	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%
<b>合计</b>	<b>568,266.06</b>	<b>50.88%</b>

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22 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23 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了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

跟踪期内，公司仍是高邮经开区重要的基础设施建设主体，2022年，公司获得一定力度的外部支持，且政府主要业务代建业务受高邮经开区及下属国有企业委托，2022年业务收入有所增长，截至当年末，公司代建项目尚需投资规模及存货中工程成本规模均较大，代建业务可持续性较好。虽然公司资产流动性较弱，需投资项目规模较大，面临一定的资金压力和较大的长短期偿债压力，且公司面临一定的或有负债风险，但考虑到公司在高邮经开区的业务定位及竞争力较好以及政府仍持续对公司进行外部支持，整体而言，公司抗风险能力较好。此外，江苏再担保主体信用等级为公司提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

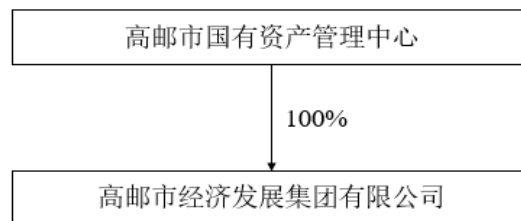
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23邮集01/23高邮集团债”的信用等级为AAA。

## 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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	17.05	53.39	26.14
存货	61.07	42.07	37.22
流动资产合计	112.37	123.24	92.64
投资性房地产	16.15	16.37	16.36
无形资产	10.58	10.86	9.84
非流动资产合计	40.57	41.64	39.31
资产总计	152.93	164.88	131.95
短期借款	13.55	17.84	13.24
应付票据及应付账款	14.42	35.75	15.41
应付票据	14.03	35.43	15.40
其他应付款	18.76	5.64	3.18
一年内到期的非流动负债	6.13	10.24	11.09
流动负债合计	57.15	73.35	46.36
长期借款	28.52	23.83	19.76
长期应付款	3.44	5.16	4.69
非流动负债合计	32.08	29.11	29.77
负债合计	89.23	102.46	76.13
其中：短期债务	33.71	63.51	39.73
总债务	65.67	92.49	69.38
所有者权益	63.70	62.42	55.82
营业收入	6.56	5.72	5.36
营业利润	1.51	1.22	1.16
其他收益	0.57	0.43	0.56
利润总额	1.50	1.22	1.16
经营活动产生的现金流量净额	1.87	31.59	23.33
投资活动产生的现金流量净额	-2.35	-2.51	-19.28
筹资活动产生的现金流量净额	-3.42	-25.34	-2.87
<b>财务指标</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	20.00%	21.13%	20.49%
资产负债率	58.35%	62.14%	57.70%
短期债务/总债务	51.34%	68.66%	57.26%
现金短期债务比	0.58	0.89	0.67
EBITDA（亿元）	1.87	1.93	1.77
EBITDA 利息保障倍数	1.72	0.71	0.76

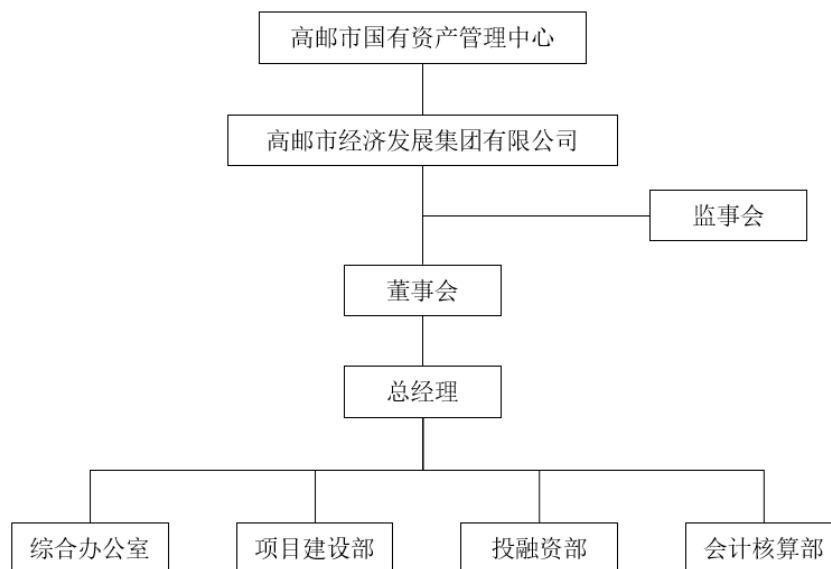
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 12 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 2022 年 12 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2022 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	业务性质	取得方式
高邮市集采供贸易有限公司	100.00%	批发业	出资设立
高邮开盛市政建设投资有限公司	100.00%	土木工程建筑业	划拨
高邮市飞扬新城镇建设有限公司	100.00%	建筑装饰、装修和其他建筑业	出资设立
高邮市润发建设开发有限公司	100.00%	土木工程建筑业	划拨
扬州欣满园建设发展有限公司	100.00%	房屋建筑业	购入
*高邮中万鼎泰建设实业有限公司	100.00%	批发业	出资设立
江苏睿博投资管理有限公司	100.00%	资本市场服务	出资设立
高邮市援农建设发展有限公司	100.00%	土木工程建筑业	划拨
高邮市惠源区域供水投资有限公司	100.00%	商务服务业	划拨
高邮市邮源污水处理有限公司	100.00%	生态保护和环境治理业	出资设立
高邮市隆华建设投资有限公司	100.00%	房屋建筑业	出资设立
江苏隆科科技产业园运营管理有限公司	100.00%	商务服务业	出资设立
高邮市东湿旅游度假有限公司	100.00%	其他服务业	划拨
高邮市恒能产业投资合伙企业（有限合伙）	69.90%	资本市场服务	出资设立

注：公司于 2022 年 12 月注销高邮中万鼎泰建设实业有限公司，故公司 2022 年的审计报告仅合并了该公司的利润表及现金流量表。

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录五 江苏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	46.23	37.93	62.13
应收代偿款	3.65	3.00	5.06
发放贷款及垫款	36.56	26.45	20.96
交易性金融资产	38.43	45.99	-
债权投资	29.07	20.77	-
其他权益工具投资	15.91	16.87	0.00
长期应收款	47.40	41.32	36.69
资产总额	333.33	264.83	223.40
短期借款	10.13	12.95	15.71
未到期责任准备金	8.96	7.51	6.19
担保赔偿准备金	27.80	18.14	15.80
长期借款	25.02	15.22	11.64
应付债券	11.47	5.61	3.94
负债合计	142.44	106.24	87.05
实收资本	111.69	98.98	88.17
其他权益工具	30.00	24.90	25.00
所有者权益合计	190.89	158.59	136.36
营业总收入	27.71	22.62	21.57
投资收益	6.31	5.73	0.58
业务及管理费	5.27	4.12	3.50
利润总额	12.58	10.80	8.09
净利润	9.45	7.23	5.47
经营和财务指标（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
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
当期担保代偿率*	-	0.21%	0.08%
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%
净资产收益率	5.41%	4.90%	4.54%

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

## 附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

## 附录七 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。