



2024 年度盐城市海兴集团有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20241867M-01

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2024 年 6 月 27 日至 2025 年 6 月 27 日。主体评级有效期内，中诚信国际将对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 27 日

评级对象 盐城市海兴集团有限公司

主体评级结果 AA+/稳定

评级观点

中诚信国际认为盐城市经济和财政实力稳定增长，产业转型升级为盐城市带来长期发展动力，潜在支持能力很强；盐城市海兴集团有限公司（以下简称“海兴集团”或“公司”）作为盐城市海兴控股集团有限公司（以下简称“海兴控股”）下属最重要的子公司，承担盐城市重要基础设施建设等职能，对盐城市政府的重要性较强，与盐城市政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计，随着公司各板块业务的发展，资产规模将保持增长；同时，需关注公司偿债指标弱化、贸易业务经营风险、房产开发业务租售压力、盈利稳定性受土地评估增值的影响较大对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，盐城市海兴集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：区域经济实力显著增强，公司资本实力显著增强，资产质量显著提升或盈利能力大幅增长且具有可持续性。

可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；重要子公司股权划出或公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化导致流动性紧张等。

正面

- **盐城市区域经济持续增强。**随着产业转型升级，主导产业为盐城市经济发展带来强劲动力，工业经济跨越发展，近年来持续增强的区域经济为公司的发展提供了良好的外部条件。
- **职能定位较重要，持续获得政府支持。**公司承担盐城市重要基础设施建设等职能，现有业务以黄海新区内基础设施建设、港城投资与开发、产业投资等为主，职能定位较重要，获得当地政府在资产划拨、运营补贴等方面给予的持续支持。2023年，公司获得政府补贴0.41亿元，资产划拨2.51亿元。

关注

- **偿债指标有所弱化。**随着业务的持续发展，2023年公司债务融资规模持续增长，利息支出增大导致当年EBITDA利息保障倍数有所下滑，同时短期债务占比上升，相关偿债指标有所弱化。
- **贸易业务经营风险。**2023年公司贸易业务规模同比下滑，且下游客户江苏德龙镍业有限公司（以下简称“德龙镍业”）逾期支付货款形成较大规模的应收账款，上下游购销渠道单一，将持续面临业务波动风险及风控压力。
- **房产开发业务租售压力。**公司安置房及标准厂房等房产项目尚未实现租售占比较大，同时在建项目仍需一定投入，相关项目未来的运营及资金平衡情况需持续关注。
- **盈利稳定性受土地评估增值的影响较大。**近年来公司来自土地资产评估增值的公允价值变动收益波动较大，并对利润总额产生较大影响，盈利稳定性不足。

项目负责人：徐晓东 xdxu@ccxi.com.cn

项目组成员：曾永健 yjzeng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

海兴集团（合并口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	530.45	585.24	603.54
经调整的所有者权益合计（亿元）	293.58	299.96	302.85
负债合计（亿元）	236.87	285.29	300.69
总债务（亿元）	195.88	237.83	244.45
营业总收入（亿元）	43.83	50.42	45.50
经营性业务利润（亿元）	2.95	1.97	4.46
净利润（亿元）	0.98	7.88	2.00
EBITDA（亿元）	7.26	9.69	8.39
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.04	-7.70	8.14
总资本化比率(%)	40.02	44.22	44.66
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.79	0.84	0.58

注：1、中诚信国际根据海兴集团提供的其经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

同行业比较（2023 年数据）

项目	海兴集团	盐城东方	东方新城
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	盐城市	盐城市	常州市
GDP（亿元）	7,403.87	7,403.87	10,116.36
一般公共预算收入（亿元）	482.73	482.73	680.30
经调整的所有者权益合计（亿元）	302.85	241.79	185.89
总资本化比率（%）	44.66	66.98	65.58
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.58	0.60	0.26

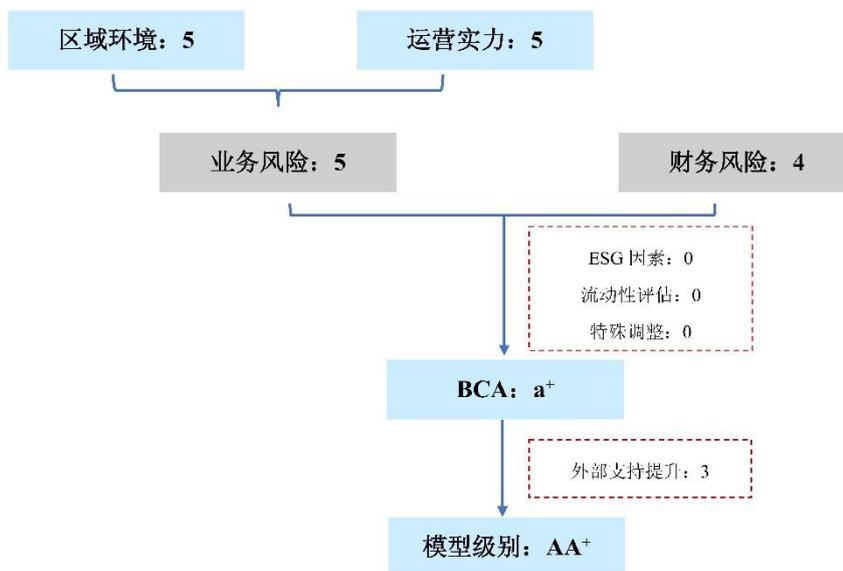
中诚信国际认为，盐城市与常州市均为江苏省下辖地级市，常州市经济财政实力相对优于盐城市；公司与可比公司的定位均为当地重要的基投主体之一，业务运营实力相当；公司资产和权益规模高于比较组平均水平，总体资本实力较强，财务杠杆适中，但利息覆盖能力较低，财务融资能力接近。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有【较强】的支持意愿。

注：盐城东方系“盐城东方投资开发集团有限公司”的简称；东方新城系“常州东方新城建设集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

评级模型

盐城市海兴集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注:

个体信用状况 (BCA): 中诚信国际认为,受债务规模增长及利息支出增加等因素影响,公司短期债务占比上升,相关偿债指标有所弱化,个体信用状况由 aa⁻调整至 a⁺。

外部支持: 盐城市政府有很强的支持能力,对公司有较强的支持意愿,主要体现在盐城市的区域地位,以及较强劲的经济财政实力和增长能力;海兴集团承担盐城市重要基础设施建设等职能,现有业务以黄海新区内基础设施建设、港城投资与开发、产业投资等为主,获得当地政府在资产划拨、运营补贴等方面给予的持续支持,具备较强的重要性及与政府高度的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

评级对象概况

海兴集团成立于 2009 年 9 月，系由盐城市人民政府设立的国有独资企业，并委托盐城市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“盐城市国资委”）行使国有资产出资人职责，初始注册资本 1.00 亿元，同年 11 月增资至 20.00 亿元。2019 年 3 月，根据盐国资[2019]43 号文，盐城市人民政府将盐城市灌东经济开发投资有限公司（以下简称“灌东经开”）100%股权无偿划入公司。2024 年 1 月，根据盐政复[2024]8 号文件，盐城市人民政府将公司 100%股权无偿划入盐城市海兴控股集团有限公司（以下简称“海兴控股”）；2024 年 3 月，公司股权变更事项完成工商变更登记。

海兴控股原名盐城市新滩经济开发投资有限公司（以下简称“新滩投资”），成立于 2012 年，初始注册资本 0.30 亿元，由盐城市人民政府出资设立。2024 年 2 月，海兴控股更名为现名，同期注册资本增至 30.00 亿元，股东及实际控制人为盐城市人民政府，并由盐城市国资委受托行使国有资产出资人职责。2024 年 3 月 2 日，根据盐政发[2024]8 号文，盐城市人民政府将公司原市属一档企业建制转移至海兴控股。2024 年 3 月，海兴控股完成重组整合，下设公司等 5 家一级子公司；作为盐城市重要的城市建设投资和国有资产经营主体之一，海兴控股承担盐城市重要的基础设施建设等职能，统一负责全市沿海战略资源的整合、开发和利用。

根据 2023 年 8 月盐政复[2023]38 号文，公司主要从事盐城市重要基础设施建设等，包括并不限于滨海港工业园区（黄海新区）港口、港产、港城投资开发和建设，职能范围有所扩大。公司作为海兴控股旗下最重要的一级子公司，经上述股权变更后，公司仍承担盐城市重要基础设施建设等职能，现有业务以黄海新区内基础设施建设、港城投资与开发、产业投资等为主。

表 1：截至 2023 年末公司主要子公司情况（亿元、%）

全称	简称	持股比例	截至 2023 年末			2023 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
盐城市灌东经济开发投资有限公司	灌东经开	67.00 ¹	280.18	182.35	82.10	11.33	1.91
盐城市海兴国港实业有限公司	国港实业	100.00	19.89	-0.25	101.24	8.88	-0.18
江苏海兴园林绿化有限公司	海兴园林	100.00	1.34	0.23	34.92	0.23	0.003

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济与行业政策

2024 年一季度中国经济增长好于预期，GDP 同比增长 5.3%，环比增长 1.6%，皆较上年四季度有所加快。从生产角度看，第二产业特别是制造业对经济增长的贡献率较上年显著提升，第三产业的贡献率边际回落。从支出角度看，最终消费对经济增长的贡献率为 73.7%，但较上年四季度有所下行，货物和服务净出口的贡献率由负转正，资本形成的贡献率保持稳定。

中诚信国际认为，当前经济增长好于预期主要来自于工业生产的加快，其背后是出口回升以及设

¹ 根据 2023 年 9 月盐国资复[2023]73 号文，子公司灌东经开 33.00%股权无偿划转给盐城市交通投资建设控股集团有限公司（以下简称“盐城交投集团”）下属控股孙公司--盐城市新盐交通投资集团有限公司（以下简称“新盐交通”）持有；2023 年 11 月 10 日完成工商变更登记，变更后，公司对灌东经开的持股比例从 100.00%下降至 67.00%。该事项涉及区域国企交叉持股，根据盐国资复[2024]8 号文，盐城交投集团将其下属子公司盐城市交通控股集团有限公司（以下简称“盐城交控”）49.00%股权无偿划转给公司股东海兴控股下属子公司盐城市国港冷链物流有限公司所有；2024 年 3 月 11 日，盐城交控股权划转事项完成工商变更登记。

备更新政策效应显现之下制造业投资显著加快，特别是装备制造与高技术制造主要行业的投资增速普遍超过 10%，民间投资增长也略有改善。但与此同时，经济保持较高增长的可持续性依然不够牢固。从外部环境看，美欧对于中国出口“新三样”发起贸易挑战，装备制造出口面临不确定性；从增长动能看，消费特别是服务消费恢复性增长的势头有所放缓，房地产开发投资依然在大幅下滑，新旧动能转换仍需时间；从微观预期看，GDP 平减指数延续为负，微观感受与宏观数据之间的偏差仍存；从债务压力看，在名义增长较低背景下宏观杠杆率或将进一步上行，加剧了经济金融的脆弱性，制约了稳增长政策的发力空间。

中诚信国际认为，中国宏观政策将持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。财政政策继续“加力提效”，坚持用好政策空间，优化政策工具组合，其中新增专项债的加快发行以及超长期特别国债的落地，将持续支撑二至四季度的基建投资，结构性减税降费将重点支持新质生产力持续蓄能。货币政策保持宽松并更加注重“精准有效”，在保持流动性合理充裕的同时兼顾价格水平预期目标的实现，并引导社会综合融资成本稳中有降。此外，大规模设备更新和消费品以旧换新政策或将持续推动生产与消费形成良性循环。

综合以上因素，中诚信国际维持对于 2024 年中国经济同比增长 5%左右的预期。从中长期来看，新质生产力有助于推动新旧动能平稳转换与经济高质量发展，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

基础设施投融资（以下简称“基投”）行业政策松紧周期随着经济环境的变化而有所调整，2023 年在“一揽子化债政策”的指引下，以地方政府发行特殊再融资置换债和银行参与经营性债务置换为抓手，多部门联动加大存量债务化解力度。2024 年一季度，基投行业政策延续“控增化存”的主基调，2024 年全国政府工作报告提出要“统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实‘一揽子化债’方案”，化债政策要求得到进一步的落实，统筹兼顾债务风险化解和基投行业转型与高质量发展实现稳步推进。

在本轮政策影响下，基投企业融资成本延续下行趋势，弱区域、弱资质基投企业的流动性压力有所缓释，但受新增融资渠道全面收紧的影响，相关主体利息支出压力仍较大。目前各地化债进度及成效出现一定的分化，加之地方财政收支平衡压力仍较大，弱区域弱资质的基投企业短期内能获得的支持力度有限，非标融资纠纷和负面舆情频现，仍面临较大的非标融资滚续压力，且高成本的境外融资偿债付息压力亦不容忽视。

2024 年二季度基投行业政策主基调预计将延续且细节将进一步落实，未来地方债务管理措施将更加全面化和系统化。政策将加速驱动基投企业转型，对转型企业自身实力提出更高的要求，转型中的政企关系演化亦有必要动态审视；在政策影响下，基投企业发展或将因资源禀赋和政策差异而加速分化，资源优势突出区域和政策支持领域的基投企业具备更好的转型发展优势，而弱区域短期化债政策的“利好”与长期基本面的“羸弱”之间的冲突仍较为突出，或将面临转型发展资源优势不足和存量债务风险防范化解的双重难题，其信用风险缓释较大程度上依赖于当前化债政策的后续执行力度和持续时间。

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

盐城市是江苏沿海中心城市，江苏省委、省政府确定的“重点发展沿江、大力发展沿海、发展东陇海线”的三沿战略及“海上苏东”发展战略实施的核心地区，国家沿海发展和长三角一体化两大战略的交汇点，总面积 16,931 平方公里，辖 3 个区（盐都区、亭湖区、大丰区）、代管 6 个县及县级市（建湖县、射阳县、阜宁县、滨海县、响水县、东台市），设有 1 个国家级开发区（盐城经济技术开发区）、1 个省级高新区（江苏省盐南高新技术产业开发区）。截至 2023 年末，盐城市常住人口 668.9 万人，常住人口城镇化率 66.27%，较上年提高 0.87 个百分点。

近年来盐城市加强培育引导，推动产业转型升级，着力构建“5+2”战略性新兴产业²和 23 条重点产业链³，实现工业经济跨越发展，促进区域经济持续增长。2023 年通威、晶澳、蜂巢等百亿级项目建成投产，新一代信息技术产业规模突破千亿，当年实现工业实时开票销售 10,074.1 亿元，工业经济总量迈上万亿台阶。2023 年，盐城市实现地区生产总值 7,403.87 亿元，按可比价格计算较上年增长 5.9%，增速高于全省增速水平；同年，盐城市人均 GDP 11.07 万元，居省内第 9 位。

表 2：2023 年江苏省下属地市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
江苏全省	128,222.20	--	15.05	--	9,930.18	--
苏州市	24,653.40	1	19.06	2	2,456.81	1
南京市	17,421.40	2	18.30	4	1,619.98	2
无锡市	15,456.19	3	20.63	1	1,195.42	3
南通市	11,813.27	4	15.30	7	680.16	5
常州市	10,116.36	5	18.84	3	680.30	4
徐州市	8,900.44	6	9.87	11	545.96	6
扬州市	7,423.26	7	16.19	6	347.57	9
盐城市	7,403.87	8	11.07	9	482.73	7
泰州市	6,731.66	9	14.94	8	439.70	8
镇江市	5,264.07	10	16.33	5	320.71	10
淮安市	5,015.06	11	11.03	10	316.61	11
宿迁市	4,398.07	12	8.84	13	302.00	12
连云港市	4,363.61	13	9.49	12	256.02	13

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和产业结构的优化升级为盐城市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算收入逐年有所增长，2023 年盐城市一般公共预算收入增长 6.5%，同时上年大规模增值税留抵退税因素减弱后，当年税收收入占比有所回升。受社会保障和就业、教育、农林水等刚性支出较大影响，盐城市财政自给能力较弱。政府性基金收入是盐城市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，具有一定波动性。再融资环境方面，盐城市广义债务率超 500%，区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比偏高，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境尚可。

² 新能源汽车及核心零部件、新能源、新一代信息技术、新材料、大健康和数字经济、海洋经济。

³ 晶硅光伏、风电装备、不锈钢、动力电池、大气污染防治设备等 5 条地标性产业链，精密结构件、印制电路板、石油机械、粮油果蔬加工等 8 条优势产业链，光电显示、集成电路、工业互联网等 10 条潜力产业链，形成“5+8+10”产业链梯次培育格局。

表 3：近年来盐城市地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	6,617.40	7,079.80	7,403.87
GDP 增速（%）	7.7	4.6	5.9
人均 GDP（元）	98,593	105,647	110,681
固定资产投资增速（%）	3.7	9.4	9.2
一般公共预算收入（亿元）	451.01	453.26	482.73
政府性基金收入（亿元）	799.89	742.80	810.19
税收收入占比（%）	75.21	65.58	70.69
公共财政平衡率（%）	42.82	40.54	39.30

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：盐城市财政局、盐城市统计局，中诚信国际整理

黄海新区和长三角一体化产业发展基地是盐城市目前重大打造的两大战略空间。为做强向海发展主阵地，盐城市推动滨海县、响水县沿海片区一体化发展，调整优化滨海港工业园区管理体制，高标准建设黄海新区。作为加速盐城市北部隆起的重要抓手，黄海新区将主动承接重大生产力布局，争取用 5 年时间“再造一个规上工业盐城”，打造江苏省沿海发展新标杆。2021 年 11 月，盐城市委常委会审议通过了《关于加快推进黄海新区建设发展的意见》（以下简称“发展意见”），根据发展意见，黄海新区东至黄海、南至淮河入海水道、西至临海高等级公路（G228）、北至灌河，规划陆域面积 616 平方公里，海域面积 3,800 平方公里，海岸线长约 92 公里，其中深水岸线约 20 公里，区内拥有建设用地约 300 平方公里，与原滨海港工业园区的规划范围基本一致。空间布局上，黄海新区将积极构建“两港、两城、四片区”格局，两港即盐城港滨海港区、盐城港响水港区；两城即月亮湾港城、陈家港港城；四片区即先进金属材料及特种纤维产业区、新医药新材料产业区、不锈钢及深加工产业区、再生纸循环经济产业区。在参与主体方面，按照“市级统筹、县级主导、共建共享”的思路，理顺体制机制，集中要素资源，充分发挥黄海新区、滨海县、响水县、海兴控股、江苏盐城港控股集团有限公司（以下简称“盐城港集团”）“五位一体”优势，目标同向、责任共担，形成叠加效应。

图 1：黄海新区在盐城市的区位示意图



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

图 2：黄海新区多规合一一张图



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

黄海新区原名“滨海港工业园区”，位于盐城市东北沿海区域，原为荒芜的沿海滩涂，早期主要依托盐场由海兴集团、灌东经开等市属城投公司参与合作开发，而后滨海县、响水县两县利用自身

资源在海边建设港口，2018 年⁴成立滨海港工业园区统筹两县沿海片区发展，2020 年成立盐城港集团整合全市港口资源，经过数十年的建设发展，黄海新区现已成为具有优良承载条件的现代产业基地。目前黄海新区仍处于开发初期阶段，现有国家电投、中海油、三峡、大唐、华电、上海电气、中化国际、金光、德龙、凯金等一批央企国企、跨国公司和大型民企落户，规上工业企业 100 余家。2023 年，黄海新区实现规上工业开票销售收入 1,766 亿元，完成工业投资 167.57 亿元，包括金光盐城纤维素纤维一体化项目、中国海油盐城“绿能港”一期扩建项目、上海电气风电设备制造项目和凯金锂离子电池负极材料项目等在内的重大产业项目积极推进建设，将为全区未来高质量发展奠定较好的基础。2024 年，黄海新区经济社会发展主要预期目标为，计划地区生产总值增长 6.5%，固定资产投资增长 12%，规上工业增加值增长 9.5%，外贸进出口总额增长 9%；全年计划实施重点基础设施项目 60 个，总投资 388 亿元，年度计划投资 88.9 亿元。

根据发展意见，黄海新区将打造绿色高端产业集群，以先进金属材料、新材料、装备制造产业为主导，以综合能源和现代物流产业为支撑，以海洋生物产业为补充，构建“3+2+1”产业发展格局。在战略定位上，黄海新区将以上海浦东新区、南京江北新区等国家级新区为标杆，加快建成省级园区，争创国家级园区，主动承接国际国内重大生产力布局，积极参与长三角地区产业分工，全力打造淮河生态经济带出海门户。

运营实力

中诚信国际认为，公司承担盐城市重要的基础设施建设等职能，现有业务以黄海新区内工程代建、安置房项目为主，整体项目储备较充足，业务持续性尚可；同时，除政府类项目外，公司土地租赁业务经营平稳，房产开发业务涉及标准厂房等投资建设，业务布局较为多元。

值得注意的是，2023 年公司贸易业务萎缩，且暂缓业务近半年至 2024 年 3 月恢复，上下游购销渠道仍单一，将面临业务波动风险及风控压力。公司房产项目尚未实现租售占比较大，同时在建项目仍需一定投入，相关项目未来的运营及资金平衡情况需持续关注。此外，公司来自土地资产评估增值的公允价值变动收益规模变动较大，对利润总额的影响较大。

表 4：2021~2023 年公司营业收入及毛利率构成情况⁵（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建	20.65	47.11	25.71	17.42	34.54	22.50	26.52	58.28	21.59
土地租赁	2.19	5.00	87.82	3.19	6.31	87.59	3.25	7.13	75.76
贸易业务	19.12	43.63	2.76	27.03	53.60	2.10	8.86	19.47	1.87
其他	1.87	4.26	79.82	2.80	5.55	26.61	6.88	15.11	51.56
其中：土地补偿收入	0.00	0.00	--	1.72	3.40	31.92	5.56	12.23	55.40
营业收入/毛利率合计	43.83	100.00	21.10	50.42	100.00	15.90	45.50	100.00	26.14
公允价值变动收益	0.67			8.46			-0.32		

注：公司土地补偿收入来自自有土地被当地政府等对象收回后获得的补偿收入；其他收入还包括电力收入、绿化收入、盐产品销售收入、自来水收入和客房收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

⁴ 根据盐发[2018]20 号文，2018 年 11 月，《盐城市滨海港工业园区管理办法》对外发布。

⁵ 2023 年公司投资性房地产评估增值相对较小，且部分土地有偿收回导致公允价值变动收益结转较多，当年确认的公允价值变动收益为负值。

工程代建板块

公司现有基建业务集中于黄海新区，主要开展区域内重大基础设施项目的投资建设，业务具有一定的竞争力；在建及拟建项目投资规模较大，业务可持续性尚可，但同时也面临一定的资金投入压力。

公司承担盐城市重要基础设施建设等职能，现有基建业务集中于黄海新区，经营主体主要为公司本部及子公司灌东经开，采取委托代建模式。为策应国家沿海开发战略，公司成立初期主要与盐城市大丰港经济区管委会、东台沿海经济区管委会和当地国有企业合作开发盐城沿海区域，由公司负责相关项目委托代建。2013 年以来，公司主要与委托方海兴控股和江苏盐阜港口集团有限公司（该公司控股股东为滨海县国有资产经营服务中心，以下简称“盐阜港口集团”）等合作开展委托代建业务，双方签订《工程代建协议》，正式施工前，公司需向委托方缴纳一定的工程保证金（约为项目计划总投资额的 10%），该款项在项目建设过程中陆续退回，通常在建设完成后 1~2 年结清。公司作为项目业主方，通过招标将项目发包给具体施工方⁶，并按照项目进度和实际投入成本向施工方支付工程款。每个季度末，委托方根据完工工程量统计报表按实际投入成本加成一定比例与公司结算工程代建费，通常在代建工程开始建设后的 3~5 年内结清工程代建费。因海兴控股组织架构调整，2023 年 12 月，公司与海兴控股、盐城市经济技术开发区管委会滨海港工业园区管理办公室（以下简称“滨海港工业园区办公室”）签订基础设施工程项目建设协议（三方协议），由滨海港工业园区办公室承接原公司与海兴控股签订的工程建设协议约定的相关工程，并按协议约定支付剩余建设费用；海兴控股将相关项目移交给滨海港工业园区办公室，并移交相关债务和债权；2024 年 6 月预计完成相关移交程序。

从业务开展情况来看，公司持续开展项目建设投入，但由于不同项目建设周期及结算进度等影响，近三年结算确认的工程代建业务收入有所波动，其中 2023 年收入规模同比增长 52.24%，主要来自自己完工的灌东垦区新材料产业园盐田绿化二期项目以及在建的先进装备制造产业园设施项目工程一期项目等项目结算。截至 2023 年末，公司主要已完工项目 9 个，总投资 90.56 亿元，已基本完成项目结转，累计确认收入 120.27 亿元，已回款 110.81 亿元。同期，公司在建代建项目 4 个，尚需投资约 92.27 亿元，拟建项目计划投资合计 28.94 亿元，整体投资规模较大，业务可持续性尚可，但同时也面临一定的投资资金压力。

表 5：截至 2023 年末公司主要在建工程代建项目情况（亿元）

项目名称	委托方	计划建设周期	计划投资	已投资	2024 年投资计划	2025 年投资计划	2026 年投资计划
滨海港工业园区新滩片区核心区土地综合项目整治项目	盐阜港口集团	2023~2027	80.00	9.12	12.55	20.25	20.25
港产基础设施产业园区路网等 12 条道路及区域排涝工程	滨海港工业园区办公室	2022~2025	20.00	14.05	5.50	0.40	--
先进装备制造产业园设施项目工程二期项目	滨海港工业园区办公室	2023~2026	18.00	4.12	4.65	4.50	4.73
灌东垦区新材料产业园盐田绿化三期项目	盐阜港口集团	2023~2024	3.00	1.44	1.56	--	--
合计	--	--	121.00	28.73	24.26	25.15	24.98

⁶ 子公司海兴园林承接公司发包的代建项目由其自行施工，不进行委托。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2023 年末公司主要拟建工程代建项目情况（亿元）

项目名称	委托方	计划建设周期	计划投资	2024 年投资计划	2025 年投资计划
盐城市新滩产业园污水处理厂建设项目（一期）	滨海港工业园区办公室	2023~2025	15.00	3.50	11.50
冶金循环经济产业区项目	滨海港工业园区办公室	2023~2025	13.94	13.00	0.94
合计	--	--	28.94	16.50	12.44

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地租赁板块

公司土地租赁业务平稳发展，业务获利空间较高，为公司贡献了一定的收入和现金流。

公司土地租赁业务主要由公司本部、灌东经开及其下属子公司盐城市灌东盐场发展有限公司（以下简称“灌东发展”）负责。由于土地资源闲置和管理困难，公司将部分可出租的工矿仓储土地改造并以鱼塘形式出租，参照市场价格收取租金。公司直接与养殖企业签订租赁协议，每年签订一次，租赁价格基本保持稳定，一般在协议签订后一个月内收取全年租金，租金收入按月确认。为提升土地租赁服务的基础条件，建立高效生态养殖示范区，自 2018 年以来公司持续投资建设灌东现代渔业园项目。该项目项目计划总投资 20.00 亿元，建设面积 15 万亩，包括新建道路、铺设管网和盐田咸改淡等，其中现代渔业示范园区计划总投资 11.90 亿元，建设面积 5 万亩，计划打造万亩绿色高标准水产养殖示范区，区内建设综合检验、检测、种苗繁育等中心，后续主要采取出租及收取服务费等形式实现资金平衡。截至 2023 年末，公司灌东现代渔业园项目已完成投资约 18.84 亿元，主要工程已基本完工，后续投资资金需求不大，该项目的实施为公司土地租赁业务的可持续发展奠定了较好基础。

截至 2023 年末，公司可供出租的土地面积为 19.44 万亩，已出租土地面积 15.80 万亩，与上年基本保持稳定，其中公司本部可供出租土地 8.49 万亩（因部分土地被收回，当年末计入投资性房地产的账面土地面积下降至 8.11 万亩，差额 0.38 万亩为未入账的周边可利用划拨地），已出租 5.00 万亩，灌东经开及其子公司灌东发展可供出租土地 10.95 万亩（计入存货及投资性房地产科目），已出租 10.80 万亩。近年来，公司的土地出租对象主要包括淮安通威饲料有限公司、滨海新昇水产养殖有限公司和中海油江苏天然气有限责任公司（以下简称“中海油”）等，其中子公司灌东发展将部分土地出租给中海油用于堆放其因海底施工产生的淤泥，租金构成包括土地使用费、地基处理费和围堰后期管理费等，租期 5 年，协议租金规模约 0.31 亿元/年，租金实际收取因经营情况每年有一定的减免优惠。

表 7：近年来公司土地租赁业务主要客户及收入情况（亿元）

租赁客户名称	2021	2022	2023
淮安通威饲料有限公司	1.56	2.27	2.32
滨海新昇水产养殖有限公司	0.43	0.43	0.44
中海油江苏天然气有限责任公司	--	0.28	0.29
颜传虎	0.20	0.20	0.20
合计	2.19	3.18	3.25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司土地租赁收入有所波动，主要系子公司灌东经开内部租赁抵消，以及部分土地的租赁

收入以地亩费⁷形式核算且计入不同收入板块引起。2023 年公司土地租赁收入 3.25 亿元，同比增长 2.03%，板块毛利率维持在较高水平。租赁业务提高了公司资产的利用价值，为公司贡献了一定的收入和现金流入。

贸易业务板块

公司与区域内民企合作开展镍铁贸易业务，2023 年业务规模同比下滑，且因客户逾期支付货款，暂缓业务近半年至 2024 年 3 月恢复；当前公司贸易业务新增兴海控股为中间直接对手方，中诚信国际对前期逾期货款收回及未来业务开展情况予以持续关注。

为支持黄海新区内钢铁产业发展，2021 年起，公司与园区主要钢铁企业德龙镍业开展合作，为德龙镍业及关联方响水恒生不锈钢铸造有限公司（以下简称“响水恒生”）提供镍铁贸易业务服务，该业务经营主体为国港实业下属子公司滨海县港润贸易有限公司（以下简称“港润贸易”）。2024 年 3 月以前，公司自海外供应商香港拓威贸易有限公司采购原材料镍铁，然后销售给响水恒生及德龙镍业。结算方面，公司采购付款采用 90 天外汇信用证结算，销售回款平均账期为 90 天，信用证到期前下游客户需结清货款，若客户延期支付将暂停后续业务合作并收取协议约定罚息。因德龙镍业逾期支付货款，2024 年 3 月 5 日，港润贸易与德龙镍业、江苏兴海控股集团有限公司（以下简称“兴海控股”，该公司股东为响水县国控产业投资有限公司，实际控制人为响水县财政局）签订三方合作框架协议，约定由兴海控股（或其指定子公司）向港润贸易采购镍铁后再转售给德龙镍业，并逐步结清逾期货款。由于公司贸易业务上下游渠道较集中，业务经营将持续面临一定的波动风险。

从业务开展情况来看，2021~2022 年公司贸易业务收入实现增长，且整体收入贡献度高，但随着客户订单需求下降及业务停滞，2023 年贸易业务收入仅为 8.86 亿元，同比下降 67.22%。盈利方面，公司贸易业务盈利空间有限，同时受商品市场价格波动及单笔订单交货周期差异等影响呈现波动，近三年毛利率呈现下滑趋势。由于下游客户未及时支付货款，2023 年 10 月至 2024 年 2 月近半年期间，公司暂停开展相关贸易业务，至 2024 年 3 月新增兴海控股作为中间直接贸易对手方后恢复贸易业务往来。截至 2023 年末，公司贸易业务形成的应收账款合计 7.65 亿元，形成的存货-库存商品⁸合计 1.90 亿元，贸易业务风险敞口合计 9.55 亿元。2024 年 3 月 29 日，港润贸易收到响水恒生支付的首笔前期逾期货款 0.50 亿元；2024 年 1~5 月，公司累计开展 2 单贸易，交易金额约 3.99 亿元，收回前期逾期货款 1.70 亿元，中诚信国际对于公司后续逾期货款收回及未来贸易业务开展情况予以持续关注。

表 8：近年来公司国际贸易业务上游供应商情况（万元）

供应商名称	2021 年采购金额	2022 年采购金额	2023 年采购金额
香港拓威贸易有限公司	188,813.47	256,264.41	105,887.44

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

⁷ 公司将部分非鱼塘形式的土地对外临时租赁用于堆放泥浆等物料，并收取一定的费用；2021 年地亩费收入 1.32 亿元，计入其他业务收入，租赁对象为淮安通威饲料有限公司。

⁸ 公司存货-库存商品（贸易业务相关部分）为 2022~2023 年的部分货物成本，主要是考虑汇率波动且结算价格含一定利润及其他垫付费用等因素，交易时通常先开具实际货款的 80%~90% 的发票，前述货物均剩余 10%~20% 的尾款收入尚未确认、成本尚未结转而形成；应收账款（贸易业务相关部分）为 2023 年的货物已确认收入尚未回款部分。

表 9：近年来公司国际贸易业务下游客户情况（万元）

客户名称	2021 年销售金额	2022 年销售金额	2023 年销售金额
响水恒生不锈钢铸造有限公司	191,247.67	270,256.83	65,586.45
江苏德龙镍业有限公司	--	--	23,008.85

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房产开发板块

公司完工房产项目租售情况不佳，在建房产项目主体大多已建成，但后续投资款项仍面临一定资金压力，同时整体房产项目尚未实现租售情况占比较大，未来经营及资金平衡情况有待持续关注。

公司房产开发业务主要包括棚户区改造及标准厂房开发，经营主体以下属子公司为主。

公司棚户区改造项目主要为安置房建设，由灌东经开下属子公司盐城市浦港置业有限公司（以下简称“浦港置业”）负责开发建设。近年来，浦港置业先后建成银都小区一期（灌东雅苑一期）、银都小区二期（灌东馨苑）、邻里中心和灌东雅苑二期项目，暂无在建及拟建安置房项目。具体来看，灌东雅苑一期项目和灌东馨苑项目为国家级棚户区改造项目，其中灌东雅苑一期项目于 2016 年完工，目前绝大部分房屋已安置使用，但产权证办理进度影响，仅累计确认收入 0.77 亿元，收入规模小。灌东馨苑项目地理位置较偏，于 2018 年完工，目前尚未开始出租。邻里中心主要为园区配套，包括公寓、便民中心等，截至 2023 年末尚未竣工验收，未来主要通过物业租售实现资金回笼。灌东雅苑二期项目系为配合受到响水“321”爆炸事故影响的陈家港镇农户拆迁及周边地区的棚户区改造，扩建银都小区一期而投建，项目地址位于响水县陈家港镇淮海大道南侧，建设内容包含 13 幢高层及小高层，建筑面积 21.49 万平方米，可售面积 15.90 万平方米，计划总投资 10.00 亿元，于 2020 年 4 月动工新建。截至 2023 年末，该项目工程已完工并部分交付，已投资金额 10.39 亿元，已签合同销售面积 15.60 万平方米，但因土地性质变更尚未完成，导致当年暂未结算确认收入；2024 年 1 月灌东雅苑一期和二期项目土地具备办证条件，预计当年起可结算部分收入，中诚信国际对该项目后续安置情况予以持续关注。

表 10：截至 2023 年末公司主要已完工房产开发项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	地理位置	建设内容	租售方式	总投资	已投资	可售/可租面积	已售/已租面积	2023 年确认收入	累计确认收入	已收到销售款（含预收款）
银都小区一期（灌东雅苑一期）	响水陈家港镇	8 幢住宅，建筑面积约 7.60 万平方米	出售	2.00	2.00	7.60	5.60	0.00	0.77	0.07
灌东雅苑二期		13 幢住宅，住房 2,018 套	出售	10.00	10.39	15.90	15.60	0.00	0.00	0.47
银都小区二期（灌东馨苑）	灌东新材料产业园	北区包含 34 幢 5+1 层住宅，建筑面积约 13 万平方米；南区包含 24 幢 5+1 层住宅，建筑面积约 8 万平方米	出租	3.96	3.96	13.00	0.00	0.00	0.00	0.00
邻里中心		建设幼儿园、公寓、便民中心等，总建筑面积 27.82 万平方米	出租	5.94	5.94	14.31	0.00	0.00	0.00	0.00
盐民创业园		34 栋厂房，总建筑面积 26.93 万平方米	出租	5.70	5.70	25.03	23.14	0.00	0.00	0.00

合计	--	--	--	27.60	27.99	75.84	44.34	0.00	0.77	0.54
----	----	----	----	-------	-------	-------	-------	------	------	------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

厂房项目方面，截至 2023 年末，公司已完工项目为盐民创业园 1 个项目，在建项目 4 个，暂无拟建项目计划。其中盐民创业园项目由浦港置业负责开发建设，主要为鼓励盐民创业，为外来投资项目提供生产经营场所而建设的标准厂房，未来主要以租金收入平衡项目投资。盐民创业园分 A 区、B 区两区，占地面积 28.46 万平方米，于 2018 年完工，截至 2022 年末，该项目建成多年一直未实现出租。2023 年灌东经开与盐城市响水工业经济区管理委员会（以下简称“响水工业区管委会”）签订整租协议，将盐民创业园（现更名为灌东汽车零部件产业园）用于响水工业区管委会招商引资项目的生产经营使用，出租面积总计 23.14 万平方米，租期 13 年（2023~2035 年），其中前 3 年租金为应由灌东经开承担的改造装修费（协议约定由响水工业区管委会负责标准厂房及附属设施改造装修，完成后灌东经开一次性承担 500.00 万元的装修费），中间 5 年租金为 80 元/平方米/年，最后 5 年租金为 120 元/平方米/年。截至 2024 年 2 月末，灌东汽车零部件产业园入驻企业包括江苏响北工业部件集团有限公司、黑龙江华垦农业机械有限公司、江苏宏升新材料科技有限公司和江苏弈鸣科技有限公司 4 家企业，租赁厂房共 15 幢，出租使用面积共 8.31 万平方米。依据双方协议约定，2023~2025 年公司暂无租金收入确认，中诚信国际将持续关注灌东汽车零部件产业园未来租赁及租金收益实现情况。

表 11：截至 2023 年末公司主要在建房产开发项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	项目类型	可售/可租面积	建设周期	总投资	已投资	2024 年计划投资
不锈钢拉丝制品深加工主厂房	厂房	25.70	2021~2024	18.20	15.48	2.72
黄海新区滨海片区风电装备配套产业园项目			2022~2024	7.90	7.08	0.82
黄海新区滨海片区高端制造产业园项目	厂房、办公楼等	约 39	2022~2024	7.83	7.80	0.03
黄海新区滨海片区金光配套产业园项目			2022~2024	7.90	7.21	0.69
合计	--	--	--	41.83	37.57	4.26

注：上表建设周期为计划周期，实际项目开展有所延后。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建厂房项目方面，不锈钢拉丝制品深加工主厂房项目（以下简称“不锈钢厂房项目”）由灌东经开子公司盐城市滨港建设工程有限公司自筹资金（以银行项目贷款为主）负责投建。该项目系为德龙镍业 200 万吨不锈钢加工项目配套建设相关标准厂房，位于灌东金属新材料产业园内，占地面积 800 亩，建设 8 个厂房车间，可满足年加工 50 万吨不锈钢拉丝制品深加工项目的需要，建筑使用年限 50 年。公司不锈钢厂房项目计划总投资 18.20 亿元，于 2021 年动工新建，截至 2023 年末主体工程已完工，已投资 15.48 亿元。子公司灌东经开前期与德龙镍业已签订框架租赁协议，约定租赁面积为 23.35 万平方米，租赁期限 2022 年~2036 年，前三年、中三年分别给予租金八折和九折优惠，第七起不予打折优惠，租金按年支付，于当年年底前结清。但截至 2023 年末，德龙镍业尚未进驻该项目厂房，且投入使用时间暂不明确，若未能及时入驻将造成该部分厂房闲置，中诚信国际将持续关注该项目后续运营及资金平衡情况。

随着黄海新区相关产业项目的招商落地，为加快产业集聚、强化产业配套的硬件支撑，海兴集团

子公司盐城市海兴产业投资集团有限公司负责投建黄海新区滨海片区配套产业园项目。该项目占地面积 480 亩，总建筑面积 39 万平方米，计划依托高端制造产业、金光纸业相关产业、上海电气相关风电产业配套项目，新建 3 个配套产业园区，主要建设综合服务楼 1 栋、检测楼 2 栋、标准厂房 16 栋及配套设施，于 2022 年 6 月动工新建，2024 年 1 月项目主体工程已竣工。2023 年 12 月，公司与滨海县人民政府达成整租框架协议，由其负责滨海片区配套产业园的对外招商及出租管理，租期 10 年，未来拟主要招引金光纸业和上海电气的相关配套企业等客户入驻使用。

总体来看，公司在建房产项目主体大多已建成，但后续仍有投资款项支付需求，且整体房产项目尚未实现租售情况占比较大，中诚信国际将持续关注上述项目未来的运营及资金平衡情况。

表 12：截至 2023 年末公司主要在建其他自营项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	2024 年计划投资	2025 年计划投资	2026 年计划投资	资金平衡方式
大丰港油品化工库基础设施建设项目二期	2023~2026	22.64	0.03	6.58	7.22	8.81	油品存储化工仓库，油品仓储及销售
新滩片区水库及水环境整治工程	2022~2024	20.43	14.84	3.85	1.74	--	农田灌溉、水资源费、水库养殖及土地租赁
滨海港工业园区区域供水一期工程	2022~2024	6.20	5.67	0.53	--	--	自来水销售
海旺路工程	2022~2023	3.40	2.89	--	--	--	园区内道路，自用
灵龙湖	2022~2024	0.85	0.55	0.30	--	--	酒店附近景观湖，自用
灌东邻里中心片区配套设施提升项目	2023~2024	0.49	0.34	0.15	--	--	园区设施，自用
新滩邻里中心全民健身中心	2023~2024	0.14	0.05	0.09	--	--	自用及出租
合计	--	54.15	24.37	11.50	8.96	8.81	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

除上述业务外，截至 2023 年末，公司主要在建大丰港油品化工库基础设施建设项目二期、新滩片区水库及水环境整治工程等 7 个自营项目，相关项目大多为配套服务业务项目，未来将通过自主运营实现收益回报，整体投资规模较大，且预期回收周期长，中诚信国际对此也将予以持续关注。

财务风险

中诚信国际认为，2023 年以来公司资产和所有者权益保持增长趋势，具备较强的资本实力，财务杠杆处于适中水平，但整体资产流动性较弱；受项目投资增加等影响，公司债务规模增长较快，同时经营获现能力较弱，EBITDA 对利息的保障能力有待提升。

资本实力与结构

2023 年公司资产和所有者权益规模保持增长趋势，自有资本实力较强，财务杠杆率适中，但资产中土地使用权占比较大，加之项目投入及往来款资金的占用，整体资产流动性较弱。

随着各项业务的开展，公司资产规模保持增长趋势。公司目前形成了“工程代建、土地租赁、贸

易和房产开发”四大业务板块，资产主要由上述业务形成的应收类款项、存货、投资性房地产和在建工程等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重超过 60%，且公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。公司资产中占比最大为投资性房地产，系按公允价值计量的土地使用权，均为出让地，包括工矿仓储用地、工业用地、商服用地和采矿用地，已足额缴纳土地出让金并取得国有土地使用证，近年来当地政府以有偿方式陆续收回部分土地使用权，同时 2023 年公司有偿划拨部分土地使用权给江苏盐城港滨海港投资开发有限公司，使得当年投资性房地产的土地使用权账面价值合计减少 5.97 亿元，年末投资性房地产同比下降 1.80% 至 267.91 亿元，土地面积合计 1.13 万平方米（约 17.01 万亩），期末用于抵押借款的投资性房地产账面价值为 38.81 亿元。公司在建工程项目主要为灌东现代渔业项目、新滩片区水库及水环境整治工程、不锈钢厂房项目和黄海新区滨海片区 3 个配套产业园项目等，随着厂房及产业园等项目建设投入增加，2023 年末在建工程较年初增长 52.30%。流动资产方面，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，随着自有资金的使用，2023 年末货币资金规模较年初下降 52.41%，其中受限资金规模占比 6.57%。2023 年末，公司应收账款较年初增长 15.76% 至 25.48 亿元，随着应收贸易业务货款及代建回款的增加而增长，期末前五大应收对象款项账面余额合计占比 98.64%，集中度高，其中应收海兴控股⁹、响水恒生和德龙镍业的余额占比分别为 61.70%、19.12% 和 9.85%。公司其他应收款主要为工程保证金、往来款和土地收回补偿款等，2023 年末较年初增长 9.22%，其中前五大对象款项账面余额占比为 80.05%，集中度较高，且回款时间不明确，需关注后续回款情况。由于项目投入增加，带动公司开发成本相应增长，2023 年末存货较年初增长 3.92%，主要构成为开发成本 2.77 亿元（翻身河渔港升级改造等项目）、开发产品 20.63 亿元（银都小区一期、银都小区二期及邻里中心、灌东雅苑二期）和土地成本 49.72 亿元，其中土地成本为灌东经开拥有的 1 宗划拨地，土地性质为农用建设未利用地，面积 11.72 万亩，目前该地块已部分用于出租，未来将根据项目建设需求通过招拍挂形式缴纳出让金变更为出让用地，在地块分割后用于项目建设或者出租等。此外，截至 2023 年末，公司存货、无形资产（其中土地使用权 8.28 亿元，约 0.64 万亩）和投资性房地产中的土地使用权合计为 325.91 亿元，占总资产中的比重为 54.00%，合计面积约 29.37 万亩，大多为黄海新区内连片工业建设用地，较适用于当地产业项目招商用地或土地资产处置，提升公司自身收益。总体来看，公司资产中土地使用权占比较高，部分土地出租提升了资产的收益性，但整体资产流动性较弱。

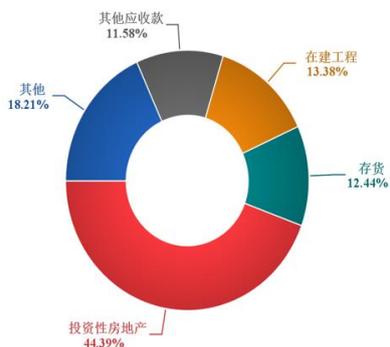
表 13：截至 2023 年末公司其他应收款前五名情况

债权单位	性质	金额（万元）	占比（%）
盐城市海兴控股集团有限公司	往来款	418,095.36	57.53
江苏盐阜港口集团有限公司	往来款	24,078.65	3.31
江苏润海置业有限公司	往来款	54,178.88	7.46
滨海县自然资源和规划局	补偿款	53,182.00	7.31
滨海县财政局	补偿款、往来款	32,270.25	4.44
合计	--	581,805.14	80.05

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

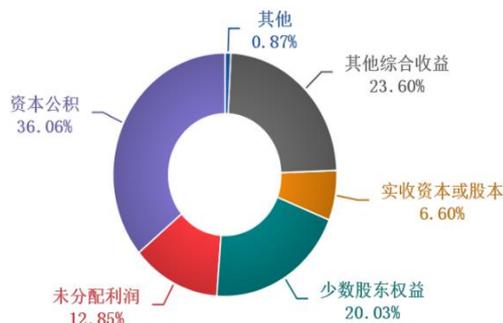
⁹ 根据签订的三方协议，海兴控股后续将移交相关债务和债权给滨海港工业园区办公室。

图 3：截至 2023 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2023 年公司实收资本未有变动，当年收到滨海县自然资源局无偿划拨土地及盐城港集团无偿划转月亮湾温泉酒店合计增加资本公积 2.51 亿元，同时因无偿划转子公司灌东经开 33% 股权按划拨当日净资产减少资本公积 59.96 亿元，年末资本公积总额同比下降 34.48%，同时导致少数股东权益增至 60.67 亿元。公司其他综合收益主要为原在无形资产、存货核算的土地使用权转换为公允价值模式计量的投资性房地产核算形成的增值部分，2023 年末余额 71.46 亿元；当年末公司经调整的所有者权益¹⁰同比增长 0.96%，自有资本实力较强。

近年来公司财务杠杆水平逐年有所提升，但总体来看，资产负债率始终在 50% 以下，总资本化比率在 40%~45%，财务杠杆率适中。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，财务杠杆率预计仍将处于上升趋势。

表 14：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2021	2022	2023
资产总额	530.45	585.24	603.54
非流动资产占比	62.68	64.75	66.83
经调整的所有者权益合计	293.58	299.96	302.85
资产负债率	44.65	48.75	49.82
总资本化比率	40.02	44.22	44.66

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

2023 年公司经营活动净现金流由负转正，但整体收入质量欠佳，经营获现能力较弱，加之持续的自营项目投资加大了资金缺口，经营发展对外部融资存在较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

2023 年公司贸易业务收入减少，且货款未及时收回，同时工程代建业务回款有所放缓，导致当年销售商品、提供劳务收到的现金规模未能与营业收入相匹配，收现比同比持续下降且比率低于 1，公司收入质量欠佳。

公司经营活动净现金流受主营业务板块现金收支及其他与经营活动有关的现金收支影响较大。

¹⁰ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，截至 2023 年末调整项金额为 0。

2023 年公司在建基础设施代建项目、安置房等投入同比有所减少，主营业务现金流入流出规模基本相当，主要由于往来款呈现净流入，使得当年经营活动净现金流由负转正，但规模仍较有限。总体来看，公司经营活动现金流波动较大，且获现能力总体表现较弱。

近年来公司灌东现代渔业园及相关厂房等自营项目投入较大，近三年投资活动现金流呈现大幅净流出状态。根据其自身发展计划及投资业务的定位，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持流出态势。

如前所述，公司经营活动净现金流规模有限，投资活动的资金缺口较大，加之债务偿还金额逐年快速增长，进一步加剧了公司对外部融资的需求。2023 年公司筹资活动现金流为持续净流入，但流入规模相对减小。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。总体来看，公司通过自有资金和外部债务融资等方式筹集的资金，基本可以覆盖资金缺口，2023 年自有资金有所消耗，现金及现金等价物呈现一定的净减少，近年整体呈现一定波动。

表 15: 近年来公司现金流情况 (亿元、X)

项目	2021	2022	2023
经营活动产生的现金流量净额	1.04	-7.70	8.14
投资活动产生的现金流量净额	-17.37	-12.34	-22.42
筹资活动产生的现金流量净额	9.88	26.90	3.30
现金及现金等价物净增加额	-6.44	6.87	-10.99
收现比	1.03	0.98	0.82

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

2023 年公司债务规模保持较快增长，且一年内到期债务规模相对较大，面临一定的即期偿付压力；公司经营活动净现金流和 EBITDA 对利息的覆盖水平较低，整体偿债指标有待改善。

随着各项业务的持续发展，公司外部债务融资需求不断推升，近年来债务规模增长较快，其中 2023 年末债务同比增长 2.78%。公司债务以债券发行和银行借款为主，其中银行借款多有抵押及担保措施，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元。公司债务以长期为主，但近年短期债务占比持续抬升，一年内到期债务规模相对较大，面临一定的即期偿付压力。

表 16: 截至 2023 年末公司债务到期分布情况 (亿元)

金额	6 个月以内 (含)	6 个月 (不含) 至 1 年 (含)	1 年以上 (不含)	
债券	123.05	23.54	8.27	91.24
银行贷款	109.86	24.52	24.86	60.48
非标融资	7.52	0.95	0.98	5.59
合计	240.43	49.01	34.14	157.31

注：上述债务租赁负债及利息。

资料来源：公司债券年度报告，中诚信国际整理

2023 年公司 EBITDA 构成中来自折旧和摊销的规模上升，但利润总额和费用化利息支出依然是其主要构成，当年利息资本化规模有所增大，费用化利息支出同比减少。由于土地资产的评估增值，公司近年来公允价值变动收益规模波动明显，扣除该部分非经营性损益的影响后，2023 年

EBITDA 同比下降 13.41%。但同时，债务规模的增长导致公司整体利息支出逐年增大，当年 EBITDA 对利息的保障能力有所下滑，且覆盖水平较低，相关偿债指标有所弱化。此外，公司经营净现金流对利息的保障能力总体较弱，且随着经营净现金流的波动而有所波动。

截至 2023 年末，公司可动用账面资金为 20.59 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；同时，公司银行授信总额为 160.05 亿元，尚未使用授信额度为 50.11 亿元，备用流动性一般。近年公司在债券市场表现较为活跃，目前有一定的在手批文（中票 2.00 亿元）和新申报计划，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 17：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023
总债务	195.88	237.83	244.45
短期债务占比	29.40	32.66	35.50
EBITDA	7.26	9.69	8.39
EBITDA 利息保障倍数	0.79	0.84	0.58
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.11	-0.67	0.56

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2023 年末受限资产 50.23 亿元，占总资产的 8.32%，其中土地使用权受限 41.41 亿元（无形资产 2.60 亿元和投资性房地产 38.81 亿元），固定资产受限 7.37 亿元，货币资金受限 1.44 亿元，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保金额为 51.70 亿元，占同期经调整的所有者权益的比例为 17.07%，担保对象主要为当地国有企业；其中，为促进滨黄海新区内钢铁产业发展，公司为当地民营企业德龙镍业提供担保 0.60 亿元（期限 2021.6.10~2024.6.10，目前已正常到期不再提供担保），面临一定的或有负债风险。截至 2023 年末，公司不存在对其持续经营产生重大不利影响的未决诉讼或仲裁事项。

表 18：截至 2023 年末公司对外担保情况（亿元）

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	盐城崇海城市开发建设有限公司	国企	12.72
2	江苏盐城港滨海港投资开发有限公司	国企	12.16
3	江苏兴海控股集团有限公司 ¹¹	国企	6.00
4	江苏盐城港大丰港开发集团有限公司	国企	5.00
5	江苏盐城港控股集团有限公司	国企	5.00
6	江苏盐城港智慧港口有限公司	国企	2.40
7	江苏盐阜港口集团有限公司	国企	2.71
8	滨海县农旅集团有限公司 ¹²	国企	3.00
9	盐城市海兴控股集团有限公司	国企	2.10
10	江苏德龙镍业有限公司	民企	0.60
合计		--	51.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2024 年

¹¹ 公司为兴海控股发行的“21 兴海 02”和“21 兴海 03”两期公司债券提供担保，2024 年 5 月 7 日上述两期债券已到期兑付。

¹² 公司为滨海县农旅集团有限公司发行的“21 农旅 03”公司债券提供担保，上述债券到期日为 2026 年 11 月 5 日。

5 月，公司近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

外部支持

中诚信国际认为，盐城市政府支持能力很强，主要体现在以下方面：

盐城市作为江苏沿海中心城市，区位和政策优势突出，产业内部构成不断优化，发展质量和效益不断提升，为全市经济、财政实力增长提供了有力支撑，近三年盐城市 GDP、地方一般预算收入在江苏省 13 个地市中均居于中游。同时，近年来固定资产投资及城市更新等推升了盐城市政府的资金需求，政府融资规模不断增加，2023 年政府债务余额居全省第 7 位，政府债务率（94.41%）略低于国际 100%警戒标准。但区域内融资平台较多，未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，盐城市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

1) 区域重要性较强：公司作为海兴控股下属最重要的子公司，承担盐城市重要基础设施建设等职能，现有业务以黄海新区内基础设施建设、港城投资与开发、产业投资等为主，与其他市级平台的职能定位不同、各自分工明确，同时，公司开展的基建类业务与其他市级平台对比份额相差不大，区域重要性较强。

2) 与政府的关联度高：公司实际控制人为盐城市人民政府，根据市政府意图承担区域内重大基础设施项目、产业投资等项目的开发建设，目前人员任命、债务风险管控受到市国资委直接监管，同时信用风险事件对当地信用生态影响程度高。同时，公司在获得项目建设专项资金拨付、财政贴息、运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。除直接的资金支持外，盐城市政府还以股权划入、资产注入等形式对公司提供支持，包括土地等资产注入、灌东经开股权划入等。2023 年公司收到计入其他收益的政府补助为 0.41 亿元，当年收到滨海县自然资源局无偿划拨土地和盐城港集团无偿划转的月亮湾温泉酒店资产，合计增加资本公积 2.51 亿元。

表 19：盐城市级城投公司比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
盐城市城市资产投资集团有限公司	盐城市人民政府 100%	盐城市城区基础设施建设、土地开发整理、保障房及商品房开发经营；供水、污水处理等	1,381.31	429.83	68.88	73.48	5.29	256.23
盐城市交通投资建设控股集团有限公司	盐城市人民政府 100%	盐城市交通基础设施的投资建设和经营管理；土地开发整理等	960.64	355.92	62.95	35.37	2.95	151.10
盐城市海兴控股集团有限公司	盐城市人民政府 100%	盐城市重要基础设施建设等，盐城市沿海战略资源的整合、开发和利用	--	--	--	--	--	--
子公司：盐城市海兴集团有限公司	盐城市海兴控股集团有限公司	盐城市重要基础设施建设等，盐城市沿海战略资源的整合、开	603.54	302.85	49.82	45.50	2.00	115.14

100%		发和利用						
江苏盐城港控股集团有限公司	盐城市国资委 0.99%、盐城市交通投资建设控股集团有限公司 29.70%、盐城市大丰区人民政府 29.70%	盐城市四个港区的装卸、堆存、港务管理及港口物流运输等港口业务，商品销售及工程建设等	913.75	320.86	64.89	172.50	3.87	39.48
燕舞集团有限公司	盐城市人民政府 49.95%	盐城市文旅、康养、体育等资源的综合开发和运营，盐城市空港经济区的基础设施建设和产业投资等	--	--	--	--	--	--
江苏银宝控股集团有限公司	盐城市人民政府 90.15%	盐城市的农业基础设施建设主体，负责盐城市区域内农业基础设施建设、现代农业产业以及盐业生产销售等业务	255.75	135.64	46.96	53.18	0.98	10.00
盐城市国有资产投资集团有限公司	盐城市人民政府 90.91%	盐城市重要的产业投资主体，重点投资风电、光伏等能源产业，主营城市及工业地产开发运营等业务	734.13	227.16	69.06	148.95	4.28	182.94
江苏黄海金融控股集团有限公司	盐城市人民政府 100%	市级金融投资集团，承担发展地方金融业、基金投资服务、“金融+产业”服务等职能	182.17	101.25	44.42	7.11	3.72	31.60
盐城东方投资开发集团有限公司	盐城市人民政府 100%	盐城经济技术开发区（国家级经开区）的基础设施建设等	787.43	253.62	67.79	28.98	8.00	141.10
盐城高新区投资集团有限公司	盐城高新产业控股集团有限公司 100%	盐城国家高新技术产业开发区（国家级高新区）的基础设施建设、土地整理开发和产业投资等	960.15	307.49	67.97	31.63	7.47	186.92

注：1、上表财务数据为 2023 年/2023 年末数据；债券余额为截至 2024 年 6 月 18 日各公司本部存续境内债券余额；2、盐城高新产业控股集团有限公司的唯一股东为盐城市人民政府。

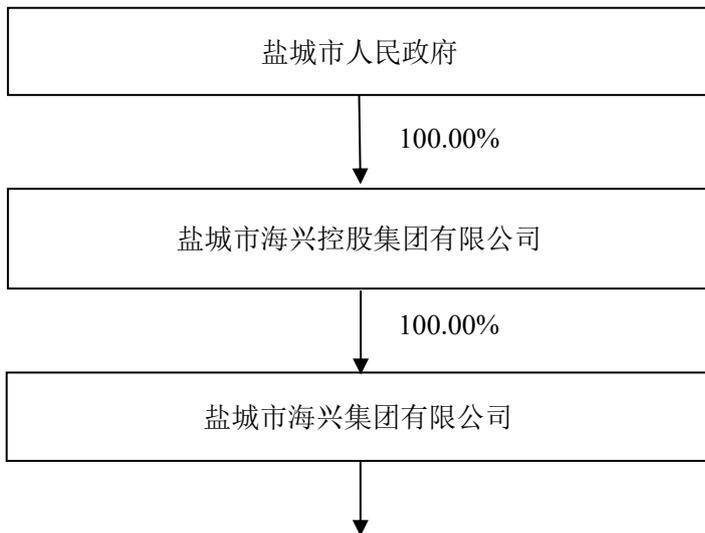
资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，盐城市政府支持能力很强，对公司有较强的支持意愿，可为公司带来较强的外部支持。

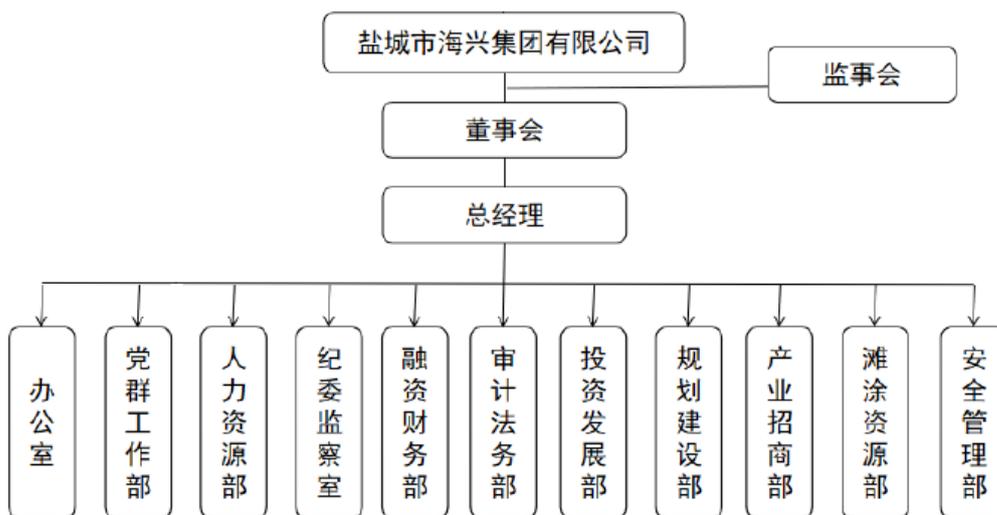
评级结论

综上所述，中诚信国际评定盐城市海兴集团有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定。

附一：盐城市海兴集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



序号	一级子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	盐城市灌东经济开发投资有限公司	200,000.00	67.00
2	盐城市海兴港城开发有限公司	200,000.00	51.00
3	盐城市海兴产业投资集团有限公司 ¹³	100,000.00	100.00
4	盐城市海兴国港实业有限公司	50,000.00	100.00
5	盐城华世实业有限公司	20,000.00	100.00
6	盐城市城南新区海融农村小额贷款有限公司	12,000.00	86.00
7	盐城新滩水务有限公司	10,000.00	100.00
8	江苏月亮湾文化旅游发展有限公司	10,000.00	100.00
9	盐城市新滩盐场实业发展有限公司	5,000.00	100.00
10	江苏海兴园林绿化有限公司	3,000.00	100.00



资料来源：公司提供

¹³ 该公司原名盐城市海兴港产投资有限公司，2024 年 5 月更名为现名。

附二：盐城市海兴集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023
货币资金	390,224.09	463,050.20	220,374.50
非受限货币资金	247,114.09	315,800.20	205,924.69
应收账款	155,940.77	220,098.87	254,793.31
其他应收款	708,659.81	639,649.04	698,629.44
存货	714,488.42	722,296.41	750,582.12
长期投资	108,082.53	166,137.43	183,208.86
在建工程	311,872.43	530,384.60	807,768.21
无形资产	53,320.03	70,762.00	82,829.25
资产总计	5,304,503.27	5,852,410.77	6,035,358.60
其他应付款	27,214.39	65,746.18	130,125.78
短期债务	575,884.15	776,728.16	867,822.61
长期债务	1,382,899.42	1,601,579.63	1,576,636.99
总债务	1,958,783.57	2,378,307.80	2,444,459.60
负债合计	2,368,699.47	2,852,859.95	3,006,862.12
利息支出	91,777.13	114,961.32	145,133.84
经调整的所有者权益合计	2,935,803.80	2,999,550.82	3,028,496.48
营业总收入	438,343.08	504,225.66	454,979.30
经营性业务利润	29,453.45	19,732.94	44,612.27
其他收益	213.18	14,770.59	4,221.54
投资收益	386.28	642.39	3,129.01
营业外收入	87.55	57.57	147.61
净利润	9,755.99	78,841.88	19,998.12
EBIT	64,976.35	84,986.58	72,913.40
EBITDA	72,550.25	96,906.60	83,916.02
销售商品、提供劳务收到的现金	453,025.39	491,859.69	370,961.86
收到其他与经营活动有关的现金	113,123.86	203,225.18	290,135.00
购买商品、接受劳务支付的现金	360,683.70	477,002.17	371,554.90
支付其他与经营活动有关的现金	168,024.79	255,717.50	171,570.51
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00
资本支出	170,094.40	84,769.00	206,662.08
经营活动产生的现金流量净额	10,434.68	-76,971.04	81,385.92
投资活动产生的现金流量净额	-173,650.97	-123,392.02	-224,249.55
筹资活动产生的现金流量净额	98,798.06	269,040.54	32,988.12
现金及现金等价物净增加额	-64,376.60	68,686.10	-109,875.51
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率(%)	21.10	15.90	26.14
期间费用率(%)	12.97	12.61	14.43
应收类款项占比(%)	16.30	14.69	15.80
收现比(X)	1.03	0.98	0.82
资产负债率(%)	44.65	48.75	49.82
总资本化比率(%)	40.02	44.22	44.66
短期债务/总债务(%)	29.40	32.66	35.50
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.11	-0.67	0.56
总债务/EBITDA(X)	27.00	24.54	29.13
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.12	0.10
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.79	0.84	0.58

注：1、中诚信国际根据 2021~2023 年审计报告整理；2、长期应付款中的带息债务调入长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/总资产
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

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

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

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

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn