



2022年射阳县沿海投资有限公司农村产业 融合发展专项债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2022年射阳县沿海投资有限公司农村产业融合发展专项债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
22 沿海/22 射阳沿海	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到射阳县经济发展态势较好，射阳县沿海投资有限公司（以下简称“沿海投资”或“公司”）作为射阳县主要基础设施建设主体之一，业务仍具有一定持续性，仍获得较大力度的外部支持，且江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”或“担保方”）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“22 沿海/22 射阳沿海”（以下简称“本期债券”）的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司滩涂地规模较大，资产质量较差，在建、拟建项目尚需投入规模较大，面临较大的资本支出压力，且自营项目未来收益能否达到预期存在一定不确定性，总债务规模呈增长态势，面临较大的刚性债务偿付压力，以及存在较大的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司未来一段时间内职能定位稳定，业务具有一定持续性，且有望持续获得较大的外部支持。

评级日期

2024 年 07 月 26 日

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：季涛
jit@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	169.79	152.53	145.41
所有者权益	88.56	87.65	86.84
总债务	70.49	54.37	52.56
资产负债率	47.84%	42.53%	40.28%
现金短期债务比	0.46	0.14	0.63
营业收入	6.15	6.22	5.41
其他收益	1.29	1.59	1.22
利润总额	0.40	0.56	0.82
销售毛利率	11.93%	15.01%	21.56%
EBITDA	2.02	2.19	2.38
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.60	0.68
经营活动现金流净额	-7.70	2.86	-7.72

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- 射阳县是江苏省海域面积最大的县，农业特色产业发展较好，主导产业正加速成型，经济发展态势较好。射阳县是江苏省海域面积最大的县，是传统农业大县，农业特色产业发展较好，近年聚力转型升级，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型，经济实力稳步增强。
- 公司业务仍具有一定持续性。公司作为射阳县主要基础设施建设主体之一，主要从事射阳港经开区的基础设施代建业务，同时兼营资产租赁、商品贸易、高速公路过路费等业务，截至 2023 年末，在建、拟建基础设施项目尚有一定规模，代建业务具有一定可持续性。
- 公司仍获得较大力度的外部支持。公司在资金补贴方面仍获得较大的外部支持，2023 年公司收到射阳县财政局划拨的补助 1.29 亿元，较大程度提升了公司盈利水平。
- 江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。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有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- 公司滩涂地规模较大，资产质量较差。公司主要资产中应收款项回收时间具有一定不确定性，存货和投资性房地产主要为土地资产，其中包括较大规模的滩涂地，土地资产难以集中变现，且部分用于融资抵押而受限，整体资产质量较差。
- 公司项目尚需投入规模较大，面临较大的资本支出压力，且自营项目未来收益能否达到预期存在一定不确定性。截至 2023 年末，公司主要在建及拟建项目（含基础设施及自营项目）尚需投入资金合计规模较大，其中自营类项目建设周期普遍较长且资金需自行筹措，公司面临较大的资本支出压力，同时自营项目投产后收益能力能否达到预期存在一定不确定性，面临一定的经营风险。
- 公司总债务规模呈增长态势，面临较大的刚性债务偿付压力。截至 2023 年末，公司总债务规模为 70.49 亿元，较上年末增长 29.65%，其中存量债券多集中于未来两年内到期偿还，且公司现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数较低，面临较大的刚性债务偿付压力。
- 公司存在较大或有负债风险。截至 2023 年末，公司对外担保金额为 72.96 亿元，占同期末净资产的比重为 82.38%，被担保人均为当地国有企业，但对外担保规模较大，且均未采取反担保措施。

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
射阳城投	主要从事公益性工程项目的建设以及担保等类金融业务	163.93	61.66	11.88
射阳城建	主要从事基础设施建设、热电联产销售、贸易及房地产等业务	212.43	85.69	15.47
沿海投资	主要从事射阳港经济开发区内基础设施建设	169.79	88.56	6.15

注：（1）射阳城投为射阳县城市投资发展有限责任公司的简称、射阳城建为射阳城市建设发展集团有限公司的简称；（2）财务数据为 2023 年末/2023 年度。

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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	5/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	3/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低

外部特殊支持

- 公司作为射阳县主要基础设施建设主体之一，主要从事射阳港经开区的基础设施代建、资产租赁等业务，公司控股股东及实际控制人均为射阳县人民政府，持股比例 100.00%，射阳县人民政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制力，公司委托代建等业务主要来源于射阳县人民政府，且近年公司获得射阳县人民政府较大力度的外部支持，未来公司与射阳县政府的联系将比较稳定，综合来看公司与射阳县政府的联系非常紧密；委托代建业务是公司营业收入的主要来源，公司在基础设施建设方面对射阳县人民政府贡献很大，此外，公司违约可能对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响，公司对射阳县政府非常重要。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，射阳县政府提供特殊支持的意愿极其强。同时，中证鹏元认为射阳县政府提供支持的能力很强，主要体现为射阳县是江苏省海域面积最大的县，农业特色产业发展较好，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型，经济实力稳步增强。

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
22 沿海/22 射阳沿海	5.60	5.60	2023-6-25	2029-9-9

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年9月发行7年期5.60亿元公司债券，募集资金计划用于射阳金源能源有限公司新建大型沼气和射阳口达牧业有限公司新建年存栏15,000头母猪养殖项目建设，以及补充营运资金。截至2024年3月末，“22沿海/22射阳沿海”募集资金专项账户余额为7.90万元。

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均未发生变化。截至2024年4月末，公司注册资本及实收资本均仍为10.00亿元，唯一股东及实际控制人仍均为射阳县人民政府。股权结构图详见附件二。

2023年度，公司合并范围新增3家子公司，具体情况如下表所示，截至2023年末，纳入合并报表范围的子公司共15家，详见附件四。跟踪期内，公司职能定位未发生变更，仍主要负责射阳港经开区内的沿海项目投资，主要包括港口基础设施建设、港口资源开发、资产租赁、水利项目建设等。

表1 2023年公司新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
射阳县沿海新能源投资有限公司	51.00%	5.00	电力供应	投资设立
盐城市射阳港市政工程建设有限公司	100.00%	0.30	市政工程建设	收购
射阳县口达贸易有限公司	100.00%	0.10	生猪贸易	投资设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，

制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

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

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

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

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设

施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

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

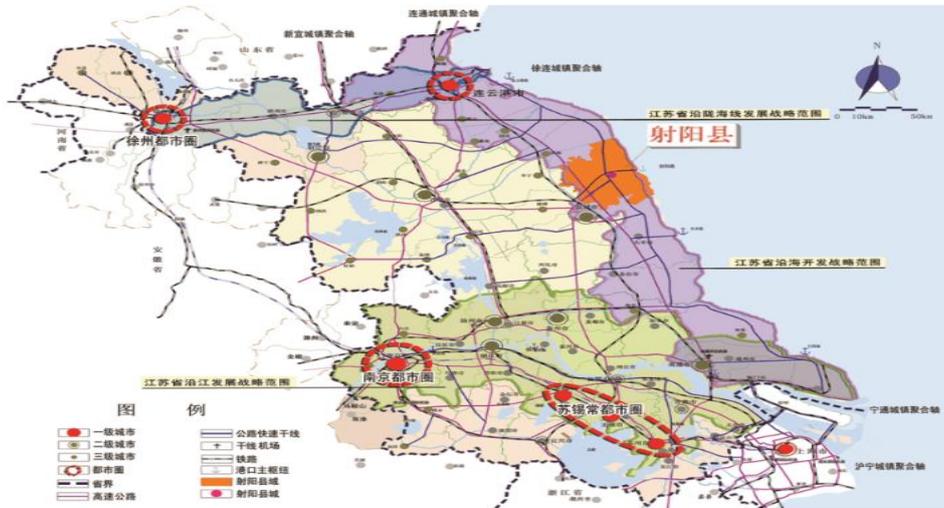
区域经济环境

射阳县是江苏省海域面积最大的县，射阳县经济总量在盐城市处于中游，作为传统农业大县，近年聚力转型升级，风电新能源、电子信息、高端纺织和健康食品四大主导产业格局正加速成型，但近年射阳县综合财力表现一般，且财政自给能力较差

区位特征：射阳县海域面积较大，交通便捷，具有一定区位优势。射阳县是江苏省盐城市下辖县，县域总面积7,730平方公里，其中海域面积5,130平方公里，是江苏省海域面积最大的县，全县土地总面积2,605.72平方公里，其中陆地面积1,948.23平方公里、水域面积482.09平方公里，列江苏省第四位，海岸线总长100.4公里，射阳县是国家级生态示范区，兼具湿地、海洋、森林三大生态景观，空气质量优良天数、林木覆盖率较高。射阳县下辖13个镇、2个省级经济开发区——江苏射阳经济开发区（以下简称“射阳经开区”）和江苏射阳港经济开发区（以下简称“射阳港经开区”），截至2023年末，全县总人口90.52万人，比较上年末减少9,983人。

射阳位于江苏沿海中部，东临黄海，西至淮安，北靠连云港，南至南通，中国大陆南北地理分界线的东部起点处，是长江经济带和“一带一路”等国家重大发展战略的交汇区域，具有一定区位优势。公路方面，境内有G15沈海高速公路连通南北，临海高等级公路纵贯全境，盐射高速全线通行，沈海高速四明互通开工建设；铁路方面，射阳县境内有射阳高铁站，已正式开通北京、济南、青岛等方向高铁动车；水运方面，2022年射阳港实现货物吞吐量1,141万吨，3.5万吨级进港航道加快推进，射阳港一类开放口岸达到国家验收标准。若上述交通建设全部完成，届时射阳县将成为盐城南下北上东进的重要枢纽，全面融入苏州1小时、上海1.5小时、北京3小时经济圈。

图1 射阳县空间区位图



资料来源：公开资料

经济发展水平：射阳县经济总量在盐城市下属区县处于中游，固定资产投资景气度较高，外贸进出口总额增速波动较大。近年射阳县经济总量保持增长，在盐城市下属区县处于中游，2023全年射阳县实现地区生产总值740.04亿元，同比增长6.4%，三次产业结构由2021年的16.8:36.2:47.0调整为2023年的16.0:36.0:48.0，经济结构中第三产业比重有所上升，按常住人口计算，2023年射阳县人均GDP为9.78万元，系同期全国人均GDP的109.42%。近年射阳县固定资产投资维持较快增长，远景能源、长风海工、光明银宝、题桥纺织、科阳精密等一批龙头项目建成投资，项目审批数、固定资产投资额增速连续多年位居盐城市前列，2023年全县固定资产投资同比增长10.5%，其中工业投资同比增长26.8%，高于全市平均10.9个百分点；社会消费方面，2023年全县实现社会消费品零售总额295.08亿元，同比增长5.8%；近年射阳县进出口总额增速波动较大，其中受宏观因素影响，2023年进出口总额同比下降1.4%，其中出口总额9.77亿美元，同比增长2.5%。

表2 盐城市各区县 2023 年经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	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	7.0%	126,204	65.01	53.81
阜宁县	766.00	6.8%	96,913	32.50	50.00
盐都区	743.27	5.0%	121,350	43.33	43.27
射阳县	740.04	6.4%	97,772	32.92	64.72
建湖县	732.96	6.8%	120,632	41.56	67.40
亭湖区	704.28	6.2%	103,116	45.56	58.94
滨海县	639.52	6.6%	78,229	31.85	83.03
响水县	500.61	5.1%	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：各区县国民经济和社会发展统计公报、政府工作报告和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表3 射阳县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）	740.04	6.4%	709.67	4.1%	663.31	8.1%
固定资产投资	-	10.5%	-	7.5%	-	13.2%
社会消费品零售总额	295.08	5.8%	278.90	1.7%	274.27	23.4%
进出口总额（亿美元）	11.19	-1.4%	12.04	38.2%	8.70	15.9%
人均 GDP（元）	97,772		93,575		87,335	
人均 GDP/全国人均 GDP	109.42%		109.19%		107.85%	

注：“-”表示数据未公布；

资料来源：2021-2023年射阳县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：射阳县是传统农业大县，农业特色产业发展较好，近年新兴产业提速明显，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型。射阳县是传统农业大县，近年来不断推动现代农业建设。射阳大米、菊花、蚕桑、白蒜、食用菌等8个特色农产品发展较好，其中“射阳大米”获得上海市十大农产品畅销品牌、中国百强农产品区域公用品牌等荣誉称号，新建高标准农田12万亩，2023年全年粮食面积、产量全市第一，获评全国农村创业创新典型县、全国首批绿色种养循环农业试点县、全国平安渔业示范县、国家级电子商务进农村综合示范县。

射阳县产业包括纺织加工、机械制造、食品健康以及目前在重点培植的电子产业。在产业转型方面，射阳县将新能源和电子信息两大产业作为重点培育的新兴产业，着力做大做强产业集群，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型。其中风电新能源包括远景能源、长风海工，纺织类代表企业有题桥纺织，电子信息有科阳精密等，2023年新签约、新开工、新竣工亿元以上项目145个、88个、56个，比亚迪二期PACK智能产线、中车150米级风电叶片等4个省重大项目投产运营，立讯汽车电子、兰邦特种纤维等45个市重大项目全部开工，长风海工、金刚星、景中景3家企业创成国家级专精特新“小巨人”，锡斌光电、春蕾麦芽等23家企业创成省级专精特新中小企业，全口径工业开票突破800亿元，新增规上工业企业79家。

财政及债务水平：近年射阳县综合财力表现一般，且财政自给能力较差。近年来射阳县一般公共预算收入有所波动，其中2023年实现一般公共预算收入32.92亿元，同比增长7.0%，税收收入占比尚可，但近年来射阳县财政自给率均低于50%，财政自给能力较差，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，近年射阳县政府性基金收入波动下降，综合财力表现一般。政府债务方面，近年来全县地方政府债务余额规模有所扩张，截至2023年末地方政府债务余额为187.00亿元，同比增长5.70%。

表4 射阳县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	32.92	30.76	33.87

税收收入占比	73.03%	65.10%	80.10%
财政自给率	32.86%	30.26%	32.85%
政府性基金收入	64.72	64.32	67.32
地方政府债务余额	187.00	176.92	175.33

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：射阳县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

基础设施投资类主体：射阳县主要基础设施投资类主体有 4 家，分别为射阳城投、射阳城建、沿海投资和江苏裕华投资开发集团有限公司（以下简称“江苏裕华”）。射阳城投和射阳城建是县内主要基础设施投资类主体，射阳城投成立时间早，负责射阳县公益性工程项目的建设以及担保等类金融业务；射阳城建主要从事承担基础设施建设，还经营热电联产销售、成品油零售、重油贸易、房地产开发及文旅等市场化业务，市场化业务收入占比较高；沿海投资主要负责射阳港经开区的沿海项目投资建设，主要为港口资源开发和水利建设；江苏裕华主要从事射阳经开区内的工业厂房及道路、管网等市政项目的建设。此外，2023 年 6 月，射阳县政府组建江苏千鹤湖投资控股集团有限公司（以下简称“千鹤湖投资”），后续将定位为县政府最核心的基础设施投资类主体，并将射阳城建作为千鹤湖投资的核心子公司。

表5 射阳县主要基础设施投资类主体情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
射阳城投	射阳县人民政府	61.66	62.39%	11.88	99.52	主要从事公益性工程项目的建设以及担保等类金融业务
射阳城建	千鹤湖投资	85.69	59.66%	15.47	96.31	主要从事基础设施建设、热电联产销售、贸易及房地产等业务
沿海投资	射阳县人民政府	88.56	47.84%	6.15	70.49	主要从事射阳港经济开发区内基础设施建设
江苏裕华	射阳县人民政府	57.96	60.90%	9.16	77.97	主要从事射阳经开区基础设施建设

注：财务数据为 2023 年末/年度。除沿海投资外，其他公司总债务未考虑其他债务调整项。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是射阳县基础设施建设主体之一，主要承担射阳港经开区的基础设施建设任务，项目储备较为充足，为业务持续性提供了有力支撑，并从事资产租赁、商品贸易、高速公路过路费等业务

公司作为射阳县主要基础设施建设主体之一，主要从事射阳港经开区的基础设施代建业务，同时兼营资产租赁、商品贸易、高速公路过路费等业务。2023年公司营业收入同比小幅下降，从收入结构来看，

2023年代建业务收入同比有所增长，该业务利润为成本固定加成10%，因此该业务毛利率保持稳定；公司土地租赁收入稳定，且业务毛利率保持较高水平，主要系公司未对租赁的划拨地进行摊销，因此该业务实际成本发生较小，2023年还实现部分出租厂房租金收入，公司租赁收入及毛利率较上年均有所提升；2023年公司商品贸易业务进行重分类，生猪屠宰加工业务、能源销售业务毛利率均较低，农及海产品销售业务有所亏损，贸易业务调整至净额法确认收入，对利润总额提升均有限；此外，2023年新增高速公路过路费业务，但目前处在运营初期，整体收入规模较小，且呈亏损状态，收益不及预期。综合影响下，2023年公司销售毛利率同比有所下滑。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建	24,849.65	40.37%	6.36%	18,801.94	30.23%	6.36%
租赁	12,150.66	19.74%	63.55%	11,641.31	18.72%	61.53%
生猪屠宰加工	11,517.78	18.71%	1.68%	0.00	0.00%	-
能源销售	6,386.48	10.38%	0.71%	0.00	0.00%	-
农及海产品销售	4,202.15	6.83%	-7.83%	0.00	0.00%	-
高速公路过路费	2,290.27	3.72%	-84.43%	0.00	0.00%	-
贸易	28.68	0.05%	100.00%	31,714.70	50.99%	3.19%
其他	123.95	0.20%	27.43%	38.12	0.06%	-99.83%
合计	61,549.62	100.00%	11.93%	62,196.07	100.00%	15.01%

注：2022年公司贸易业务收入包括生猪屠宰加工、能源销售、农及海产品销售等收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）代建业务

公司作为射阳港经开区主要基础设施建设主体，在建、拟建项目尚有一定规模，未来业务发展具有一定可持续性，同时公司自营项目较多，且尚需投资规模较大，后续面临较大资金压力

公司主要负责射阳港经开区内的基础设施代建业务，根据射阳县人民政府于2014年12月22日出具的《关于委托盐城发特集团公司承担工程建设职能的通知》，为加快推动射阳港口、港城、港区的建设步伐，射阳县人民政府委托盐城发特集团公司（以下简称“发特集团”或“委托方”，实际控制人为射阳县人民政府）作为射阳县人民政府代表，完成射阳港经开区的工程建设任务。同时发特集团与公司签订《委托建设协议》，即发特集团委托公司作为指定建设工程项目的建设主体，公司按照委托方的要求建设，并在建成后移交给委托方，委托方按照协议约定向公司支付项目回购款的投资建设模式。公司每年按照项目建设进度确认工程结算单，根据工程结算单与委托方进行项目结算，工程结算单以设计部门评审认可的工程概算额为基础，由委托方、公司、监理人三方确认并出具。委托方支付的项目回购款包括项目投资建设成本及投资收益，投资收益由投资成本加成10%比例确定。

2023年确认收入的代建项目包括物联商务用房项目、新能源职工服务中心项目、射阳县新港污水处

理厂等，2023年公司代建业务收入同比有所增长，该业务毛利率保持稳定，为6.36%。

表7 2022-2023 年公司代建业务收入确认情况（单位：万元）

年份	项目名称	确认成本	确认收入
2023 年	物联商务用房项目	4,702.16	5,172.37
	新能源职工服务中心项目	4,323.57	4,755.92
	射阳县新港污水处理厂	3,112.95	3,424.24
	中车百米级超大叶片智造基地（中车三期）	2,414.32	2,655.75
	射阳智慧风电产业园叶片试验平台项目（中车二期）	2,304.73	2,535.21
	CQC	1,113.03	1,224.33
	南部园区污水管网工程	1,108.86	1,219.75
	射阳智慧风电产业园	860.51	946.56
	射阳县港南垦区海堤修复	570.11	627.13
	射阳港零碳社区	566.26	622.89
	党建基地	490.82	539.90
	其他	1,700.99	1,871.09
	合计	23,268.31	25,595.14
2022 年	党建基地	1,505.59	1,607.91
	道路	2,781.50	2,970.53
	港口股份公司建设标准厂房及其附属工程	4,156.91	4,439.42
	华能亨通电缆项目	1,222.34	1,305.41
	南部园区污水管网工程	3,492.18	3,729.51
	射阳智慧风电产业园	1,569.36	1,676.01
	其他	2,877.57	3,073.14
合计	17,605.45	18,801.94	

注：2022 年列示的工程代建收入明细为不含税收入；2023 年列示的工程代建收入明细为含税收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建、拟建基础设施项目包括射阳CQC新能源创新基地项目、南部园区污水管网工程、沿海治安服务中心项目、联检综合楼等，计划总投资合计10.10亿元，已投资1.98亿元，公司在建、拟建基础设施项目尚有一定规模，业务发展具有一定可持续性。

表8 截至 2023 年末公司主要在建、拟建基础设施代建项目情况（单位：亿元）

项目类型	项目名称	计划总投资	已完成投资
在建	射阳 CQC 新能源创新基地项目	4.00	0.59
	南部园区污水管网工程	1.00	0.37
	沿海治安服务中心项目	0.80	0.50
	射阳港经济开发区园区污水管网工程	0.35	0.16
	零碳公园	0.10	0.01
	沿河路改扩建工程	0.20	0.18
	智慧海防项目	0.20	0.17

	小计	6.65	1.98
	联检综合楼	3.00	0.00
拟建	江苏射阳港经济开发区消防站项目	0.15	0.00
	射阳港经济开发区新建卫生院项目	0.30	0.00
	小计	3.45	0.00
	合计	10.10	1.98

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除承接地方基础设施代建业务外，近年公司也在探索参与地方经济建设，寻找能够实现收益的、可持续性发展的投资项目，截至2023年末，公司在建自营项目主要包括中车百米超级大叶片智造基地厂房项目、大型沼气项目、射阳智慧风电产业园保利泰克叶片厂房项目和热力管网等项目，其中中车百米超级大叶片智造基地厂房项目建成投产后新上6条百米以上级海上风电叶片生产线，可年产海上大兆瓦级叶片300套，由公司租赁给株洲时代新材料科技股份有限公司（以下简称“株洲科技”）使用运营；大型沼气项目系本期债券募投项目之一，主要是集中处理辉山乳业集团江苏射阳养殖场的牛粪污、项目所在地周边猪粪污以及秸秆废弃物，生产生物天然气；射阳智慧风电产业园保利泰克叶片厂房项目建成后可年均测试叶片数量300台套，系公司定制化建设给保利泰克有限公司租赁使用；热力管网项目主要系服务于公司拓展蒸汽销售业务。此外，公司已完工的自营项目包括盐射高速公路项目、年产600套风机叶片项目及母猪养殖项目（本期债券另一募投项目）等，目前已对外运营产生收益。

总体来看，公司自营项目规模尚可，待项目投产后预计能够给公司带来一定的业务收入。但同时需注意，自营项目尚需投资规模达13.90亿元，叠加在建及拟建的基础设施类项目，投资缺口达22.02亿元，面临较大资金支出压力。此外，中车百米超级大叶片智造基地厂房项目等自营项目经营受市场环境及区域经济发展水平等因素影响较大，收益实现面临一定不确定性。

表9 截至2023年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资
中车百米超级大叶片智造基地厂房项目	16.01	5.00
大型沼气项目	1.00	0.78
射阳智慧风电产业园保利泰克叶片厂房项目	2.00	0.55
热力管网	1.36	0.14
合计	20.37	6.47

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）租赁业务

公司拥有的划拨地面积较大，且大部分已对外出租，2023年土地租赁收入仍较稳定，同时还实现部分厂房等租赁收入

公司子公司射阳县海涂开发有限责任公司（以下简称“海涂开发”）名下拥有21.68万亩滩涂地，全部系由政府划拨注入，目前公司主要通过将土地以委托开发经营的模式委托给受托方进行综合开发利用。根据公司与受托方签订的土地委托开发经营协议，公司将指定区域土地经营管理权委托给受托方进行开

发，由受托方在法律规定的范围内进行合法经营，并承担经营开发中的全部成本。由于对外出租的划拨地没有使用权到期日，故未计提摊销，公司租赁业务成本费用较少，因此土地租赁业务毛利率持续保持较高水平。

根据公司签订的委托协议，土地委托开发经营受托方包括射阳县射阳港渔工贸开发公司、射阳县向阳农牧渔业有限公司及射阳县金三角滩涂发展有限公司，出租面积分别为8.60万亩、1.30万亩和6.10万亩，出租价格均为0.05万元/亩。公司与上述受托方所签的委托期限均已延续至2027年，业务具有一定可持续性。

2023年公司土地租赁收入较为稳定。租赁收入仍为0.80亿元，出租土地全部系农业用地。此外，2023年公司还实现对外出租金港商务大厦部分办公楼、新能源及装备产业园¹以及科技孵化园等部分厂房所实现的租赁收入0.42亿元，承租方主要包括株洲科技等。

（三）商品贸易业务

2023年公司商品贸易业务进行重分类，生猪屠宰加工业务、能源销售业务、农及海产品销售业务毛利率均较低，贸易业务调整至净额法确认收入，对利润总额贡献度均不大

2023年公司将商品贸易业务重分类为生猪屠宰加工业务、能源销售业务、农及海产品销售和贸易业务，其中生猪屠宰加工业务由子公司射阳县口达食品有限公司（以下简称“口达食品”）负责，口达食品系射阳县唯一一家生猪定点屠宰企业，通过在县城菜市场、农贸市场设立肉品销售加盟店，向下游拓展生猪的加工销售业务，形成了生猪屠宰、加工销售的产业链条，主要通过现金结算，2023年实现生猪屠宰加工业务收入1.16亿元，业务毛利率为1.68%；能源销售业务由子公司射阳金港能源发展有限公司（以下简称“金港能源”）负责运营，主要销售商品为蒸汽，金港能源为射阳港经开区唯一一家供热企业，现有供热管网40千米，公司通过供热管网为区域内新能源及其装备、新材料、健康食品企业提供供冷供热投资、建设、运营全产业链服务，2023年实现能源销售业务收入0.64亿元，业务毛利率为0.71%；公司农及海产品销售业务由子公司海涂开发负责，海涂开发名下拥有的滩涂地富含较多矿物成分，可用于种植水稻、小麦、果树、蔬菜等，也可开发用于养殖贝类、藻类、鱼虾、珊瑚礁等，2023年实现农及海产品销售收入0.42亿元，业务毛利率为-7.83%；公司贸易业务由子公司射阳融顺商贸有限公司（以下简称“融顺商贸”）负责，融顺商贸为下游新能源企业销售风力发电机组、铝边框等商品，提供供应链管理服务，2023年公司贸易业务由总额法调整至净额法确认收入，仅实现业务收入28.68万元，业务毛利率为100.00%。整体来看，公司商品贸易业务盈利能力均较弱，对利润总额提升有限。

（四）高速公路过路费业务

2023年公司新增高速公路过路费业务，但目前处在运营初期，整体收入规模较小，且呈亏损状态，收益不及预期，需将持续关注盐射高速的后续运营及收益实现情况

¹ 新能源及装备产业园所实现的租赁收入系年产600套风机叶片等项目开发的量身定制厂房及产品堆场建设完成后租赁给株洲科技所实现的收入。

2023年公司新增高速公路过路费业务，盐射高速公路项目由公司与江苏交通控股有限公司（以下简称“江苏交通”）于2019年合资设立的江苏盐射高速公路有限公司（以下简称“盐射高速公司”）负责投资建设，建设工期三年，于2022年12月29日建成通车，项目实际投资19.87亿元，项目资本金9.80亿元，公司出资6.86亿元，持股70.00%，根据《省政府关于同意射阳至盐城高速公路开征车辆通行费的批复》（苏政复【2022】30号），盐射高速收费经营权归盐射高速公司，盐射高速由盐射高速公司统一收费，江苏东部高速公路管理有限公司（江苏交通的子公司）代为管理运营，盐射高速公路项目的运营期为25年，2023年公司实现高速公路过路费业务收入0.23亿元，业务毛利率为-84.43%，盐射高速（S21）目前处在运营初期，整体收入规模较小，且呈亏损状态，收益不及预期，该项目前期投资规模大，资金回收期长，需将持续关注该项目的后续运营及收益实现情况。

公司仍获得较大力度的外部支持

公司主要承担了射阳县射阳港经开区内基础设施项目的建设，在资金补贴方面仍获得了较大的外部支持。2023年公司收到射阳县财政局划拨的补助1.29亿元，较大程度提升了公司盈利水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告及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，报告均采用新会计准则编制。2023年度，公司合并范围新增3家子公司，截至2023年末，纳入公司合并报表范围的子公司共15家，详见附录四。

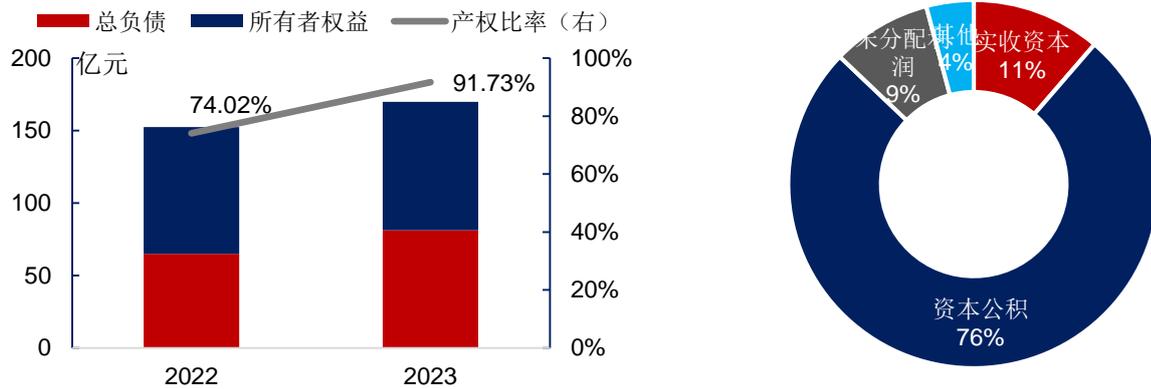
资本实力与资产质量

公司资产规模有所增长，资产中应收款项回收时间具有一定不确定性，存货和投资性房地产主要为土地资产，其中包括较大规模的滩涂地，土地资产难以集中变现，且部分用于抵押，流动性及融资能力存在较多限制，整体资产质量较差

随着公司融资规模的增加，公司负债总额有所增长，2023年末公司负债总额为81.23亿元，较上年末增长25.21%。所有者权益方面，2023年末公司所有者权益规模较上年末小幅增长，公司所有者权益以资本公积为主。2023年末公司产权比率为91.73%，较上年末有所上升，并且公司所有者权益中包括较大规模的滩涂地，公司所有者权益对负债的实际保障程度较弱。

图 2 公司资本结构

图 3 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司资产规模较上年末有所增长，其中应收款项、存货及投资性房地产占比较高。公司应收账款主要系应收代建款，2023年末应收账款中应收发特集团的代建款占应收账款总额的96.92%。其他应收款主要系公司应收当地国有企业的往来款，2023年末公司应收前五大应收对象的款项合计占比为63.57%。公司应收款项规模较大，应收对象主要为当地政府下属企业，回收风险总体可控，但回收时间具有一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用。公司存货主要为待开发土地和部分代建项目开发成本，2023年末规模较上年末有所增长，其中新增以出让方式取得的两块商业用地，公司存货中共有69宗土地使用权，全部系通过出让方式获得的土地，主要是商服和工业用地，账面价值28.19亿元，目前公司尚未对存货土地进行经营开发，主要用于融资抵押，截至2023年末，已用于抵押的土地合计14.13亿元，主要系对外担保抵押，土地资产受限比例高，存货流动性及后续再融资能力弱。投资性房地产全部系公司拥有的滩涂地，用途全部为农业用地，由政府无偿划拨注入，截至2023年末账面价值较上年度无变化，滩涂地面积合计约21.68万亩，已出租面积16.00万亩。该部分资产具备一定收益性，由于上述土地使用权无到期日，可长期使用，未来可产生持续性收益，故未摊销、未进行减值。

其他资产方面，2023年末公司货币资金规模较上年末有所增长，其中使用受限资金账面余额为3.43亿元，占货币资金总额的71.01%，货币资金使用受限比例较高，主要包括各类保证金、质押的定期存款等。固定资产主要为金港大厦、厂房等资产，2023年末规模同比小幅增长，其中已对外抵押3.63亿元。在建工程主要系公司投资建设的自营项目，随着盐射高速和年产600套风机叶片项目等自营项目完工转出，2023年末公司在建工程账面价值较上年末大幅下降。2023年末公司无形资产账面价值大幅增加18.02亿元，主要系盐射高速项目完工后形成特许经营权转入所致。截至2023年末，公司使用受限资产账面价值合计21.50亿元，占同期末总资产的比重为12.66%。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.83	2.85%	3.43	2.25%
应收账款	4.99	2.94%	4.14	2.72%

其他应收款	43.73	25.76%	37.84	24.81%
存货	28.79	16.96%	26.12	17.13%
流动资产合计	85.01	50.07%	73.81	48.39%
固定资产	7.90	4.65%	7.66	5.02%
在建工程	6.98	4.11%	19.43	12.74%
投资性房地产	48.43	28.52%	48.43	31.75%
无形资产	18.34	10.80%	0.32	0.21%
非流动资产合计	84.78	49.93%	78.72	51.61%
资产总计	169.79	100.00%	152.53	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入同比有所小幅下降，销售毛利率较上年有所下滑，公司盈利依赖于政府补助

2023年公司营业收入同比有所小幅下降，其中代建业务收入同比有所增长，该业务毛利率保持稳定；公司土地租赁收入稳定，且业务毛利率保持较高水平，2023年还实现部分出租厂房租金收入，公司租赁收入及毛利率较上年均有所提升；2023年公司商品贸易业务进行重分类，但该业务整体对利润总额提升有限；此外，2023年新增高速公路过路费业务，但目前处在运营初期，整体收入规模较小，且呈亏损状态，收益不及预期。综合影响下，2023年公司销售毛利率较上年有所下滑。截至2023年末，公司在建、拟建基础设施项目尚有一定规模，同时公司自营项目较多，待项目投产后预计能够给公司带来一定的业务收入，业务具有一定持续性。

2023年公司收到射阳县财政局拨付的补助1.29亿元，占利润总额的比重为322.50%，公司盈利依赖于政府补助。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	6.15	6.22
营业利润	0.44	0.61
其他收益	1.29	1.59
利润总额	0.40	0.56
销售毛利率	11.93%	15.01%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模呈增长态势，现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数较低，面临较大的刚性债务偿付压力

截至2023年末，公司总债务规模为70.49亿元，较上年末增长29.65%，占负债总额的比重为86.78%。从品种结构来看，公司债务主要由银行借款和债券融资构成，其中银行借款主要为保证借款和抵质押借

款，银行借款平均融资成本为4.50%，随着项目建设资金需求增加，近年银行借款规模有所增长；公司应付债券主要系发行的私募债及企业债，2023年新发行合计规模为21.04亿元的私募债，票面利率区间在6.23%-7.20%，公司目前存量债券中超过80%集中于未来2年内到期；此外，公司还包括小部分非标融资，主要系融资租赁及商业保理借款，非标借款平均融资成本为6.23%。从债务期限结构来看，随着2023年公司借新还旧的私募债集中发行，2023年末公司总债务调整以长期债务为主，公司总债务规模呈增长态势，仍面临较大的刚性债务偿付压力。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.05	7.45%	4.65	7.17%
应付票据	3.05	3.75%	0.76	1.18%
其他应付款	9.78	12.04%	9.78	15.07%
一年内到期的非流动负债	2.27	2.80%	22.88	35.27%
流动负债合计	22.12	27.23%	38.80	59.80%
长期借款	29.86	36.76%	16.80	25.89%
应付债券	29.25	36.01%	8.61	13.26%
长期应付款	0.00	0.00%	0.68	1.04%
非流动负债合计	59.11	72.77%	26.08	40.20%
负债合计	81.23	100.00%	64.88	100.00%
总债务	70.49	86.78%	54.37	83.81%
其中：短期债务	11.38	14.00%	28.30	43.62%
长期债务	59.11	72.77%	26.08	40.20%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，2023年末公司资产负债率较上年末有所提升，现金短期债务比较上年末有所提高但仍处于较低水平，且货币资金受限占比较高，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。2023年公司EBITDA利息保障倍数有所下滑，公司盈利对利息支出的保障程度亦较弱。

总体来看，公司资金需求主要来自于项目建设及债务的还本付息，未来仍需通过再融资平衡资金缺口，根据公司提供的数据，截至2024年3月末，公司尚未银行使用授信额度为2.57亿元，融资弹性一般。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	47.84%	42.53%
现金短期债务比	0.46	0.14
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.60

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对公司持续经营和信用水平未产生负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构说明》，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构说明》，过去一年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，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。公司不设股东会，公司控股股东为射阳县人民政府，射阳县人民政府授权射阳县国有资产监督管理委员会（以下简称“射阳县国资委”）对公司国有资产进行监督管理，重大事项报射阳县人民政府批准。公司依法设立了董事会、监事会及其他高级管理人员职位，相关人员主要由射阳县国资委委派。公司对下属部门采取扁平化管理模式，本着提高管理效率和精简机构的原则，设立了5个职能部门，分别为办公室、人力资源部、财务融资部、工程管理部和资产管理部，由上述职能部门负责公司的日常经营运作。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。

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13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，公司对外担保金额为72.96亿元（详见附录五），占同期末净资产的比重为82.38%，被担保人均均为当地国有企业，但对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，存在较大的或有负债风险。

八、外部特殊支持分析

公司是射阳县人民政府下属重要企业，控股股东及实际控制人均为射阳县人民政府，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，射阳县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与射阳县人民政府的联系非常紧密。公司控股股东及实际控制人均为射阳县人民政府，持股比例100.00%，射阳县人民政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制力，公司作为射阳县重要的基础设施建设主体之一，大部分业务来源于射阳县人民政府的支持，且近年公司获得射阳县人民政府较大力度的外部支持，未来公司与射阳县政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对射阳县人民政府非常重要。委托代建业务是公司营业收入的主要来源，公司在基础设施建设方面对射阳县人民政府贡献很大；此外，公司违约可能对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的连带责任保证担保仍有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本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。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

江苏再担保前身为成立于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14 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15 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

*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16 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，本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

射阳县是江苏省海域面积最大的县，是传统农业大县，农业特色产业发展较好，近年聚力转型升级，风电新能源、电子信息、高端纺织、健康食品作为射阳县四大主导产业格局正加速成型，经济实力稳步增强。公司作为射阳县主要基础设施建设主体之一，主要从事射阳港经开区内基础设施建设，同时兼营资产租赁、商品贸易、高速公路过路费等业务，虽然公司在建、拟建项目对资金有较大需求，且面临较大的刚性债务偿付压力，但基础设施类代建业务具有一定持续性，且公司在财政补贴方面持续获得了较大力度的外部支持。总体来看，公司抗风险能力尚可。此外，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。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22沿海/22射阳沿海”的信用等级为AAA。

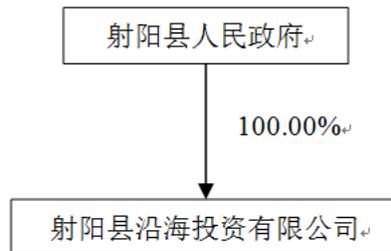
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	4.83	3.43	9.55
其他应收款	43.73	37.84	39.31
存货	28.79	26.12	21.43
流动资产合计	85.01	73.81	74.80
固定资产	7.90	7.66	5.57
在建工程	6.98	19.43	14.39
投资性房地产	48.43	48.43	48.43
无形资产	18.34	0.32	0.31
非流动资产合计	84.78	78.72	70.61
资产总计	169.79	152.53	145.41
短期借款	6.05	4.65	5.38
应付票据	3.05	0.76	6.20
其他应付款	9.78	9.78	5.42
一年内到期的非流动负债	2.27	22.88	3.58
流动负债合计	22.12	38.80	21.16
长期借款	29.86	16.80	13.53
应付债券	29.25	8.61	22.32
非流动负债合计	59.11	26.08	37.40
负债合计	81.23	64.88	58.57
总债务	70.49	54.37	52.56
短期债务	11.38	28.30	15.15
长期债务	59.11	26.08	37.40
所有者权益	88.56	87.65	86.84
营业收入	6.15	6.22	5.41
营业利润	0.44	0.61	0.81
其他收益	1.29	1.59	1.22
利润总额	0.40	0.56	0.82
经营活动产生的现金流量净额	-7.70	2.86	-7.72
投资活动产生的现金流量净额	-5.35	-7.09	-2.81
筹资活动产生的现金流量净额	11.84	2.76	11.44
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	11.93%	15.01%	21.56%
资产负债率	47.84%	42.53%	40.28%
短期债务/总债务	16.14%	52.04%	28.83%
现金短期债务比	0.46	0.14	0.63
EBITDA（亿元）	2.02	2.19	2.38

EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.60	0.68
---------------	------	------	------

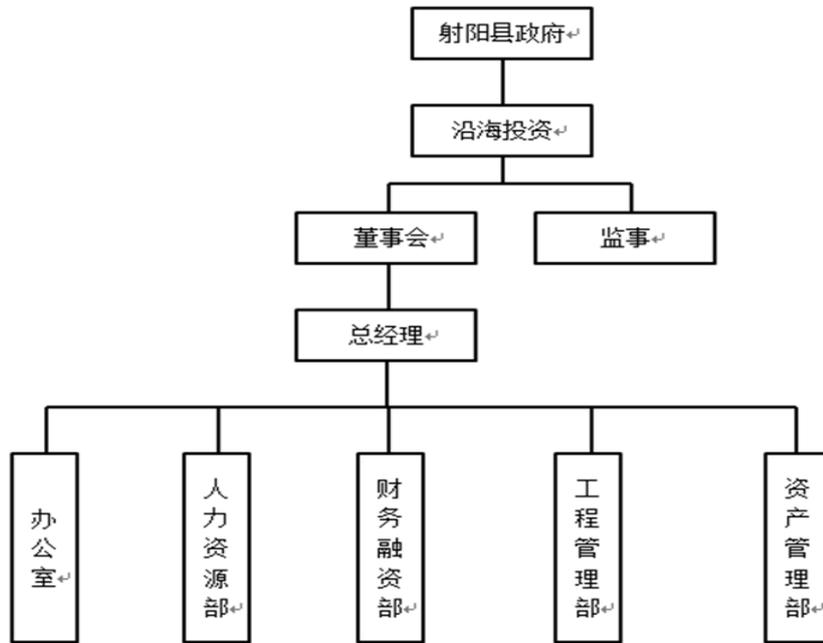
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

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
射阳县海涂开发有限责任公司	0.50	100.00%	滩涂开发、利用、管理
射阳金港能源发展有限公司	0.50	100.00%	热力供应
射阳金源能源有限公司	0.20	100.00%	生物质能源
射阳迈景环保科技有限公司	0.10	100.00%	环保装备制造
射阳口达牧业有限公司	1.15	100.00%	养殖业
江苏盐射高速公路有限公司	9.80	70.00%	高速公路建设、管理
射阳融顺商贸有限公司	0.20	100.00%	电动工具、电子产品、建筑装饰材料等销售
射阳县口达食品有限公司	0.30	100.00%	生猪屠宰加工
江苏射阳港风电产业技术研究院有限公司	0.50	100.00%	风力发电技术服务
江苏射阳海上风电装备产业计量测试中心有限公司	0.10	100.00%	检验检测服务
射阳县港城物业管理有限公司	0.05	51.00%	物业管理
射阳远海风电有限公司	0.03	51.00%	海上风电相关系统研发
射阳县沿海新能源投资有限公司	5.00	51.00%	电力供应
盐城市射阳港市政工程建设有限公司	0.30	100.00%	市政工程建设
射阳县口达贸易有限公司	0.10	100.00%	生猪贸易

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
	2,000.00	2024/6/15
江苏后羿路桥工程有限公司	2,000.00	2024/7/11
	5,096.52	2026/4/18
	3,000.00	2024/5/8
江苏金海岛农业科技发展有限公司	5,000.00	2024/7/13
	2,000.00	2024/5/30
江苏三维建材有限公司	470.00	2024/4/12
江苏三维交通集团有限公司	3,650.00	2031/5/1
	6,351.91	2026/10/27
江苏三维运输有限公司	1,500.00	2024/10/12
	5,000.00	2024/5/30
江苏射阳港港口集团有限公司	19,940.00	2028/1/15
	15,400.00	2034/1/12
江苏彤阳建设工程有限公司	2,000.00	2024/12/12
江苏欣农贸易有限公司	1,000.00	2024/11/20
	1,000.00	2024/12/20
	4,083.33	2025/11/20
	19,500.00	2031/11/11
江苏裕华投资开发集团有限公司	4,399.31	2026/1/29
	4,653.47	2026/5/14
	3,550.75	2025/1/25
江苏卓锐科技发展有限公司	30,000.00	2030/12/20
农冠央厨餐饮管理（江苏）有限公司	4,000.00	2025/10/25
	52,000.00	2037/6/26
射阳城市建设发展集团有限公司	6,000.00	2025/7/19
	3,000.00	2030/9/15
	3,600.00	2026/8/8
射阳城投城市更新建设发展有限公司	43,400.00	2028/6/20
射阳国投惠众传媒有限公司	1,000.00	2024/5/30
射阳国有资产投资集团有限公司	2,000.00	2024/12/28
射阳华晟管网工程有限公司	5,000.00	2024/9/27
射阳建设投资集团有限公司	37,500.00	2030/2/21
	15,887.32	2034/9/6
射阳农水集团污水处理科技有限公司	6,795.39	2026/3/24
	1,600.00	2026/11/30
射阳农水集团渔业发展有限公司	3,900.00	2029/10/25

射阳旺海能源科技有限公司	23,500.00	2031/11/11
	170,223.67	2037/6/3
射阳文旅产业集团发展有限公司	3,695.76	2025/11/20
	3,532.22	2025/1/21
	1,806.29	2025/11/9
射阳县丹鹤农业发展有限公司	4,500.00	2024/9/29
射阳县合东农业科技开发有限公司	4,243.75	2026/4/3
	31,500.00	2024/10/25
射阳县金三角滩涂发展有限公司	3,600.00	2024/10/26
射阳县临港水务有限公司	700.00	2024/6/15
射阳县绿土地农业发展有限公司	2,000.00	2024/9/30
射阳县农创冷链科技有限公司	5,300.00	2028/1/28
射阳县农村水务有限公司	6,000.00	2025/10/25
	3,500.00	2026/1/14
射阳县农业水利开发集团有限公司	2,329.00	2042/5/30
射阳县通达现代农业综合开发有限公司	23,000.00	2032/11/23
	460.00	2024/9/13
	3,800.00	2024/10/23
射阳县新港污水处理厂	3,600.00	2025/1/10
	4,750.21	2026/12/13
	2,500.00	2024/5/11
射阳县新港污水有限公司	480.00	2025/3/21
射阳县兴桥粮食产业发展有限公司	1,000.00	2024/12/10
	1,000.00	2024/8/30
射阳县智维信息科技有限公司	7,700.00	2032/11/21
盐城劲松商贸有限公司	4,500.00	2024/6/20
	8,000.00	2025/12/20
盐城市纺织染整产业园实业开发有限公司	25,700.00	2030/12/20
	4,000.00	2025/10/19
	5,000.00	2024/5/15
盐城市射阳港园林绿化建设有限公司	2,550.00	2024/12/7
盐城芯谷里现代农业有限公司	25,000.00	2034/8/28
射阳申德机械制造有限公司	4,000.00	2025/11/24
江苏鹤乡菊海现代农业产业园发展有限公司	1,000.00	2024/4/10
江苏恒泰新能源有限公司	5,096.55	2026/7/27
江苏华之信实业有限公司	2,800.00	2024/6/20
合计	729,645.45	--

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

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

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

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

四、展望符号及定义

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