

张家港市金城投资发展有限公司公司债 2022 年度 跟踪评级报告

项目负责人：张晨奕 cyzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：唐 晨 chtang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 24 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦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。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期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。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1166号

张家港市金城投资发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“20 金城 03”和“21 金城 01”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持张家港市金城投资发展有限公司（以下简称“金城投资”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“20 金城 03”和“21 金城 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了张家港市不断增长的区域经济、公司凭借其重要地位得到的有力支持以及区域垄断性优势对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司主营业务未来资金需求量较大、债务规模持续扩大、近一年经营性业务亏损、资产流动性较弱以及对外担保规模较大等因素对公司未来整体信用状况的影响。

概况数据

金城投资（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	723.94	805.41	808.02	790.64
所有者权益合计（亿元）	231.80	244.78	274.78	276.08
总负债（亿元）	492.14	560.63	533.24	514.57
总债务（亿元）	285.29	352.12	376.19	375.00
营业总收入（亿元）	43.88	50.94	54.73	14.35
经营性业务利润（亿元）	0.74	0.10	-2.64	1.01
净利润（亿元）	2.91	4.39	5.03	2.20
EBITDA（亿元）	12.07	14.70	14.96	--
经营活动净现金流（亿元）	3.52	-29.28	11.77	-10.47
收现比(X)	1.57	1.34	1.00	0.73
营业毛利率(%)	22.72	22.15	17.56	19.72
应收类款项/总资产(%)	10.84	7.95	9.33	8.93
资产负债率(%)	67.98	69.61	65.99	65.08
总资本化比率(%)	55.17	58.99	57.79	57.60
总债务/EBITDA(X)	23.64	23.96	25.14	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.76	1.01	0.71	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报表整理；2、中诚信国际分析将公司“其他流动负债”和“其他应付款”中带息负债纳入短期债务核算，将“其他非流动负债”中带息负债纳入长期债务核算。

正 面

■ **不断增长的区域经济。**张家港市连续多年位居全国百强县第三位，总体经济实力较强，2021 年实现地区生产总值 3,030.21 亿元，按可比价计算同比增长 8.0%，持续增强的区域经济为公司提供了良好的外部环境。

■ **地位重要，政府及股东支持力度较大。**公司是张家港市最重要的国有资本运营主体之一，得到了政府和股东的大力支持。2021 年及 2022 年 1~3 月，张家港市财政局拨付给公司关于基础设施建设和土地开发整理业务的资金规模分别为 8.98 亿元和 2.14 亿元；此外，2021 年，张家港市国有资产管理中心将张家港市金茂投资发展有限公司持有的暨阳湖旅游公司 90.00% 国有股权无偿划入公司，增加公司资本公积 8.40 亿元。

■ **区域垄断性优势。**公司系张家港市重要的公用事业运营主体，水务和燃气业务在张家港市均居于垄断地位，能够为公司带来稳定的收入和现金流。

关 注

■ **主营业务未来资金需求量较大。**随着张家港市城市建设持续推进，截至 2021 年末，公司在建及拟建项目（包括土地整理、基础设施建设及安置房）尚需投入规模合计 97.28 亿元，将给公司带来较大的资金压力。

■ **债务规模持续扩大，短期偿债压力较大。**截至 2021 年末，公司总债务规模为 376.19 亿元，同比增长 6.40%，债务规模持续扩大；截至 2022 年 3 月末，公司短期债务 78.50 亿元，短期面临较大还本付息压力。

■ **近一年经营性业务亏损情况值得关注。**近年来受毛利率下滑以及期间费用率上升影响，公司经营性业务利润持续下降且 2021 年由正转负，最终盈利主要依赖投资收益，后续经营情况值得关注。

■ **资产流动性较弱。**截至 2021 年末，公司存货及在建工程余额分别为 175.06 亿元和 210.11 亿元，主要系土地整理和基础设施建设未结算款项，合计占同期末总资产的 47.67%，形成较大占用，资产流动性较弱。

■ **对外担保规模较大。**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额 70.84 亿元，占期末所有者权益合计的 25.66%，担保对象均为张家港市内其他国企，但对外担保规模较大，仍面临一定的或有负债风险。

评级展望

中诚信国际认为，张家港市金城投资发展有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **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，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**地方经济环境严重恶化；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压力大幅上升等。

同行业比较

2021 年张家港市平台企业主要指标对比表（亿元、%）						
公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	营业收入	净利润	经营活动净现金流
直属公有	992.79	325.48	67.22	56.00	5.59	9.91
金城投资	808.02	274.78	65.99	54.73	5.03	11.77
张家港城投	656.93	204.53	68.87	19.38	2.57	0.05
经开控股	334.98	140.73	57.99	10.79	1.16	-3.70
金港资产	545.99	171.10	68.66	33.65	5.10	7.22
张保实业	240.88	108.13	55.11	8.16	3.43	0.17
冶金工业园	164.64	95.27	42.13	11.97	1.15	-3.04

注：“直属公有”为“张家港市直属公有资产经营有限公司”简称；“张家港城投”为“张家港市城市投资发展集团有限公司”简称；“经开控股”为“张家港经开区控股集团有限公司”简称；“金港资产”为“张家港保税区金港资产经营有限公司”简称；“张保实业”为“张家港保税区张保实业有限公司”简称；“冶金工业园”为“江苏扬子江国际冶金工业园资产经营有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 金城 03	AA ⁺	AA ⁺	2021/06/29	8.00	8.00	2020/09/10~2025/09/10 (3+2)	票面利率调整条款、回售条款（附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权）；交叉违约条款
21 金城 01	AA ⁺	AA ⁺	2021/06/29	5.00	5.00	2021/05/18~2026/05/18 (3+2)	票面利率调整条款、回售条款（附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权）；交叉违约条款

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

根据《张家港市金城投资发展有限公司公司债券年度报告（2021 年）》，“20 金城 03”发行总额 8 亿元，债券期限为 5 年期（3+2），募集资金用于偿还公司有息债务；“21 金城 01”发行总额 5 亿元，债券期限为 5 年期（3+2），募集资金用于偿还公司有息债务。截至本报告出具日，上述债券的募集资金均已使用完毕，且资金使用符合募集资金用途。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，

CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、

精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

张家港市是港口工业强市，经济总量和财政实力持续增强，连续多年位居全国百强县第三位

图 1：张家港市地图



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

张家港市为苏州市所辖县级市，全市总面积 999 平方公里，其中陆域面积 777 平方公里。张家港港是首批对外开放的国家一类口岸，拥有 63.6 公里的沿江岸线、65 个万吨级以上泊位，是全国首个货物吞吐量超亿吨的县域口岸，在江苏省率先开通电子口岸，并成为全球首个国际卫生港口。根据苏州市第七次全国人口普查结果，截至 2020 年 11 月 1 日，张家港市常住人口 143 万人，占苏州市全市常住人口的比重为 11.23%。目前张家港市下辖 7 镇 3 街道、1 个现代农业示范园区、1 个双山香山旅游

度假区，拥有 2 个国家级开发区——张家港保税区、张家港经济技术开发区（杨舍镇），1 个省级高新区——张家港高新区和 1 个省级产业工业园——扬子江冶金工业园（锦丰镇）等一批重点功能区。

从 1994 年至今，张家港市综合实力一直位居全国百强县（市）前三，冶金、纺织、机电、化工和食品五大行业产值占规模以上工业总产值比重达到 90% 以上。凭借良好的区位、港口优势，张家港市不断推进产业结构优化升级，明确以冶金新材料、智能装备、化工新材料、高端纺织 4 条特色优势产业链，以及新能源、数字经济、生物医药及高端医疗器械、先进特色半导体 4 条新兴领域产业链为重点，建立产业链“链长制”推进体系。2021 年，张家港市聚力做强“4+4”重点产业链，全年新引投超 10 亿元重要节点项目 28 个，167 个三级重大项目完成投资 420 亿元，同时企业质态持续提升，龙头企业沙钢集团连续 13 年入围“世界 500 强”，荣获“省长质量奖”；4 家企业入围“中国企业 500 强”，9 家企业入围“中国民营企业 500 强”；14 家企业入围“中国服务业企业 500 强”，列全国县（市）第一；新增上市企业 8 家，直接融资超 183 亿元。

经济运行方面，2021 年，张家港市实现地区生产总值 3,030.21 亿元，成为全国第 3 个县级 GDP 总量突破 3000 亿元的县市，按可比价计算同比增长 8.0%，人均地区生产总值达 21.08 万元。其中，第一产业增加值 29.75 亿元，同比增长 2.1%；第二产业增加值 1,550.88 亿元，同比增长 6.3%；第三产业增加值 1,449.58 亿元，同比增长 9.8%。同期，全社会固定资产投资完成 554.67 亿元，同比增长 5.4%；实现社会消费品零售总额 800.06 亿元，同比增长 16.2%；累计完成进出口总额 434.60 亿美元，同比增长 29.6%。

表 1：2019~2021 年张家港市经济发展情况

项目	2019	2020	2021
地区生产总值（亿元）	2,547.26	2,686.60	3,030.21
地区生产总值增速(%)	6.1	3.9	8.0
固定资产投资（亿元）	--	526.25	554.67

固定资产投资增速(%)	12.5	20.0	5.4
-------------	------	------	-----

资料来源：2019~2021 年张家港市国民经济和社会发展统计公报

财政实力方面，2021 年，张家港市完成一般公共预算收入 264.13 亿元，在苏州市下辖区县中排名第三，同比增长 5.5%，其中税收收入占比为 84.44%；同期一般公共预算支出为 244.40 亿元，同比增长 4.8%，财政平衡率为 108.07%，财政平衡情况良好。政府性基金收支情况方面，当年全市完成政府性基金收入 185.46 亿元，同比增长 10.1%；政府性基金支出 155.20 亿元，同比下降 14.5%。

表 2：2019~2021 年张家港市财政收支情况（亿元）

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	247.00	250.30	264.13
其中：税收收入	212.81	208.00	223.02
政府性基金收入	134.12	168.38	185.46
一般公共预算支出	222.03	233.30	244.40
财政平衡率(%)	111.25	107.29	108.07

注：财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2019~2020 年财政决算草案及 2022 年财政预算草案，中诚信国际整理

债务情况方面，2021 年，张家港市政府债务限额 199.93 亿元，其中一般债务和专项债务限额分别为 72.53 亿元和 127.40 亿元；当年末，全市政府债务余额 181.86 亿元，其中一般债务和专项债务余额分别为 66.50 亿元和 115.35 亿元，均在限额以内。

2022 年 1~3 月，张家港市实现地区生产总值 676.51 亿元，同比增长 3.7%，其中第一产业增加值为 4.18 亿元，同比增长 2.6%；第二产业增加值为 336.41 亿元，同比增长 2.1%；第三产业增加值为 335.92 亿元，同比增长 5.3%。同期完成一般公共预算收入 69.45 亿元，同比增长 3.0%，其中税收收入 57.25 亿元，税比为 82.4%。

总体来看，近年来张家港市凭借其良好的区位优势 and 前瞻性的产业结构调整，经济及地方综合财政实力不断增强。

公司系张家港市最重要的国有资产运营主体之一，

跟踪期内承担的职能未发生变化，职能定位清晰

作为张家港市最重要的国有资产运营主体之一，公司承担提供社会公共服务的职责，业务范围包括土地整理、基础设施建设、安置房开发及公用事业等多个板块。2021 年，公司实现营业总收入 54.73 亿元，同比增长 7.43%，主要来自公用事业、房产销售和项目转让板块，其中公用事业板块主要包括水务业务和燃气业务，近年来收入规模较为稳定；房产销售收入主要来自原全资子公司张家港市金厦房地产开发有限公司（以下简称“金厦房地产”）开发的商品房项目，2021 年 11 月，公司将所持金厦房地产 51.00% 股权对张家港市金宏投资发展有限公司（以下简称“金宏投资”）进行增资，金厦房地产不再纳入公司合并范围，故当年 12 月起公司不再产生商品房销售收入，2022 年一季度实现的房产销售收入主要系本部自建沙洲湖大厦项目的交易收入；2020~2021 年，公司分别确认项目转让收入 6.36 亿元和 9.04 亿元，均来自沙洲湖科创园转让收入¹。此外，公司安置房开发业务收入呈逐年下降趋势，主要系随着区域开发趋于完善、安置需求下降，公司开发节奏随之放缓；2021 年起政府出具土地整理收入确认书，当年公司相应确认了部分已完工土地整理项目的收入；租赁、物管、餐饮及服务经营性业务每年可为公司收入提供一定补充。

2022 年一季度，公司实现营业总收入 14.35 亿元，主要来自公用事业、房产销售及土地整理板块。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2019	2020	2021	2022.Q1
安置房开发	15.56	5.83	1.29	0.27
土地整理	--	--	2.57	1.78
房产销售	2.52	13.03	13.58	4.14
项目转让	--	6.36	8.15	--
公用事业	22.20	22.10	23.47	6.82
租赁	0.80	0.75	0.80	0.12
餐饮、住宿等服务	1.29	1.63	1.65	0.45

为 3.75%。

¹ 公司承建的沙洲湖科创园系城北科教新城配套项目，原计划建成后自持，后由于张家港市规划调整，公司分批将该项目转让，截至 2021 年末已全部完成，共实现转让收入 14.51 亿元，毛利率

物业管理	0.70	0.50	0.73	0.11
其他	0.81	0.66	2.49	0.66
营业总收入	43.88	50.94	54.73	14.35
占比	2019	2020	2021	2022.Q1
安置房开发	35.46%	11.44%	2.36%	1.88%
土地整理	--	--	4.70%	12.40%
房产销售	5.74%	25.58%	24.81%	28.85%
项目转让	--	12.49%	14.89%	--
公用事业	50.59%	43.38%	42.88%	47.53%
租赁	1.82%	1.47%	1.46%	0.84%
餐饮、住宿等服务	2.94%	3.20%	3.01%	3.14%
物业管理	1.60%	0.98%	1.33%	0.77%
其他	1.85%	1.30%	4.55%	4.60%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司土地整理业务投资规模较大，但资金回收速度较慢，流动性压力需保持关注

公司主要负责张家港市城西新区（含西拓及北延区域）和东城区域的土地开发整理。其中，城西新区位于张家港市杨舍城区城西片区西二环路以西、张杨公路以南、长安西路以北、规划章卿路以东，规划区总面积约 6.16 平方公里，该区域是以生活居住、商业、文化、商务、办公中心、综合配套等为一体的混合功能区，是城区西侧重要的发展方向和功能组团之一。同时，为做好东城区域的开发建设，公司主要承担市政基础设施建设、东城区 3/5/6 号地块整理开发、黄泗浦核心区开发以及高铁新城枢纽区域开发，开发面积约 21.64 平方公里，该区域将配套高铁新城的开发，成为未来张家港市的重点开发区域。

业务模式方面，公司在土地一级开发业务中具体承担土地整理及建设的组织实施工作，资金来源一般是自筹或银行贷款。根据片区的规划建设方案进行前期拆迁、平整，土地具备出让条件后，通过

张家港市土地储备中心公开挂牌拍卖，获得土地出让收入后，张家港市财政局根据公司土地整理成本加成 15% 左右向公司拨付相关资金。会计处理方面，2018 年以前，公司将土地整理支出计入“在建工程”，2018 年起计入“存货”；2021 年以前，公司将张家港市财政局拨付的资金冲减整理成本后余额计入资本公积，2021 年起公司根据政府提供的土地整理收入明细确认收入并结转成本，其中 2021 年及 2022 年 1~3 月分别实现土地整理收入 2.57 亿元和 1.78 亿元，同期回款规模与收入保持一致。实际情况中，财政局根据总体资金状况并结合公司项目开发建设的进度及需求进行相关资金的拨付。

2021 年，受张家港市土地开发周期和相关政策影响，当年由公司负责整理的土地未发生出让。

表 4：近年来由公司负责整理的土地出让情况

项目	2019	2020	2021
出让面积（万平方米）	13.42	13.89	--
出让金额（亿元）	22.12	28.18	--
出让均价（万元/平方米）	1.65	2.03	--
应拨付金额（亿元）	15.22	21.38	--
实际拨付金额（亿元）	10.81	15.44	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司正在整理的土地为 9 块，计划总投资 193.40 亿元，已完成投资 115.94 亿元，未来三年分别计划投入 15.45 亿元、15.40 亿元和 16.78 亿元，仍面临一定规模投资需求；同期末，公司暂无拟整理土地。由于公司完成整理的土地需待出让后才能结转，且资金拨付也存在一定滞后，截至 2021 年末，公司尚未结转的土地整理成本合计 211.02 亿元（计入“在建工程”和“存货”的规模分别为 100.94 亿元和 110.08 亿元），资金沉淀较为严重，中诚信国际将持续关注后续结转及实际回款情况。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司在开发整理土地情况（亩、万元）

序号	地块名称	面积	总投资额	已投资额	未来三年投资计划			计划建设周期
					2021 年	2022 年	2023 年	
1	城西新区 10#地块	207.38	65,000.00	47,891.36	5,000.00	5,000.00	7,108.64	2014~2024
2	城西新区 4#地块	100.22	30,000.00	21,522.74	3,000.00	3,000.00	2,477.26	2015~2024
3	城西新区 6#地块	191.77	60,000.00	32,194.46	5,000.00	5,000.00	17,805.54	2014~2024
4	西扩 36#地块	136.56	50,000.00	15,865.58	10,000.00	10,000.00	14,134.42	2021~2024
5	西扩 38#地块	77.78	29,000.00	4,379.78	10,000.00	10,000.00	4,620.22	2021~2024

6	城西西扩地块	394.46	140,000.00	135,844.01	1,500.00	1,000.00	1,655.99	2014~2024
7	东城 3#地块	2,047.39	750,000.00	487,325.33	50,000.00	50,000.00	50,000.00	2015~2028
8	东城 5#地块	1,020.95	380,000.00	285,991.47	20,000.00	20,000.00	20,000.00	2015~2028
9	东城 6#地块	1,142.50	430,000.00	128,429.45	50,000.00	50,000.00	50,000.00	2015~2028
合 计		5,319.01	1,934,000.00	1,159,444.17	154,500.00	154,000.00	167,802.08	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在张家港市的基建地位突出，但近年来基础设施建设业务未确认收入，项目成本未结转规模较大

公司基础设施建设业务主要由下属子公司张家港市东城综合开发有限公司负责运营，每年根据张家港市政府城建计划实施项目建设，牵头负责城西新区（含西拓、北延区域）和城东区域开发建设。

业务模式方面，针对桥梁、道路等工程，公司自行筹集资金并建设，将基础设施建设成本计入

“在建工程”，截至 2021 年末，公司计入在建工程的基础设施建设项目成本合计 82.55 亿元，资金沉淀规模较大，近年来收到财政拨付的相关资金均直接冲减成本后余额计入资本公积，未确认收入。

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建基础设施项目 5 个，计划总投资 3.85 亿元，已投资 2.96 亿元；拟建基础设施项目 13 个，计划总投资 2.43 亿元，后续投融资压力一般。

表 6：2022 年 3 月末公司在建基础设施项目概况（万元）

项目名称	项目总投资	已完成投资	计划建设周期
城西污水泵站	700.00	50.00	2021.12-2022.10
泗闸路（西二环路至疏港高速）	65,000.00	1,000.00	2021.10-2022.10
小河坝路改造	1,823.00	600.00	2021.10-2022.6
镇中路、科普路（沙洲东路至暨阳东路）新建工程	2,835.00	1,000.00	2021.7-2022.6
沪通铁路张家港站综合体（塔楼）工程	33,855.00	28,000.00	2019.3-2022.3
合计	38,513.00	29,600.00	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：截至 2022 年 3 月末公司拟建基础设施项目（亿元）

项目名称	项目总投资	建设周期
黄泗浦生态园西湖北部景观绿化工程	2,300.00	2021.12-2022.5
农乘路（东二环路至蒋乘路）新建工程	2,800.00	2022.9-2023.5
蒋农路（沙洲东路至暨阳东路、人民东路至蒋桥路）新建工程	2,640.00	2022.7-2022.12
长泾路（戴巷路至华昌路改造工程）	1,800.00	2022.6-2022.12
长华路（城北派出所至人民路）新建工程	550.00	2022.6-2022.12
泗新路（人民西路至南庄路）新建工程	1,050.00	2022.11-2023.6
五新路（人民西路至泗新路）新建工程	600.00	2022.11-2023.6
孙巷河道（暨阳东路至新丰河）新建工程	1,350.00	2022.9-2022.12
蒋桥路（道口路至河西路）新建工程	2,700.00	2022.9-2023.6
沈巷路东段（二干河河西路至蒋乘路）新建工程	700.00	2022.7-2022.12
泗闸路（西二环路至疏港高速）改造工程	6,500.00	2022.5-2022.12
蒋乘路两侧景观绿化工程（沙洲东路至南苑东路）	450.00	2022.9-2022.12
道口路（蒋桥路至人民路）新建工程	820.00	2022.7-2022.12
合计	24,260.00	--

资料来源：公司资料，中诚信国际整理

公司完工安置房大部分实现回款，目前在、拟建项目量较少，未来该板块业务的可持续性值得关注

公司安置房业务由具有房地产开发二级资质

的下属孙公司张家港城投置业有限公司负责运营，目前主要采取委托代建和自建销售两种经营模式。2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司安置房业务

（含代建和自建）收入分别为 15.56 亿元、5.83 亿元、1.29 亿元和 0.27 亿元，逐年下降，主要由于 2015~2019 年期间系公司安置房建设高峰期，2020 年以来区域内拆迁安置需求逐渐减少。

安置房代建业务方面，公司根据张家港市政府的安置房建设计划，与张家港市土地储备中心（以下简称“土储中心”）、住建局签订安置房相关代建协议，约定项目建设质量、工期、代建成本支付原则等合同要素，由公司负责筹措建设资金、通过公开招拍挂取得建设用地并将工程分包给具有相关建设资质的专业建筑施工企业。项目建设期间，公司负责项目建设管理，并遵照施工合同按项目进度

向施工单位支付工程款。项目建设完工并验收合格后，公司向土储中心进行结算并移交工程项目，土储中心向被拆迁户分配安置房并收取房款，将安置房销售款作为结算款支付给公司。近三年及一期，公司分别确认代建安置房收入 4.59 亿元、4.58 亿元、0.89 亿元和 0.15 亿元。

截至 2021 年末，公司已完工的代建安置房项目主要包括前溪锦苑、范庄花苑、小菜巷二期、港新花苑、百家桥和七里庙，项目总投资 58.03 亿元，拟回款金额为 59.19 亿元，累计确认收入和回款规模均为 52.41 亿元。同期末，公司无在建或拟建代建安置房项目。

表 8：截至 2021 年末公司主要已完工代建安置房项目（平方米、万元）

项目名称	建筑面积	项目总投资	建设周期	回款期间	累计已确认收入	累计已回款金额
前溪锦苑	143,203.79	56,496.46	2011~2016	2016~2018	57,626.39	57,626.39
范庄花苑	367,895.00	122,310.53	2011~2016	2016~2019	125,342.86	125,342.86
小菜巷二期	22,578.91	8,850.00	2016~2018	2018~2020	6,269.39	6,269.39
港新花苑	126,871.31	45,422.29	2011~2016	2016~2021	37,257.51	37,257.51
百家桥	405,027.17	144,179.77	2013~2016	2017~2020	134,266.50	134,266.50
七里庙	543,006.80	203,000.00	2011~2014	2014~2022	163,384.04	163,384.04
合计	1,608,582.98	580,259.05	--	--	524,146.69	524,146.69

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

安置房自建业务方面，公司根据市政规划指定项目建设计划，自筹资金并通过公开招拍挂获得安置房地建设用地，再通过公开招投标的方式把安置房的施工建设外包给符合资质要求的专业建筑施工公司。建设资金前期均由中标的施工单位进行电子，工程施工后，公司遵照施工合同按项目进度向施工单位支付工程款。安置房建设完工并验收合格后，公司按照销售协议定向销售给被拆迁户，销售价格受政府指导，年末核算时若无法覆盖建设成本，则由政府补贴部分资金确保盈利，公司将收到的补贴款计入安置房业务收入。2019~2021 年，公司分别实现自建安置房销售收入 10.96 亿元、1.25

亿元、0.40 亿元和 0.12 亿元。

截至 2021 年末，公司已完工的自建安置房为新航花苑、丽新花苑一期和新乘北苑二期，项目总投资 25.01 亿元，累计已实现销售和实际回款金额均为 21.47 亿元，预计于 2023 年全部完成销售。

截至 2021 年末，公司在建自建安置房项目为新乘北苑三期，项目总投资 4.20 亿元，已投资 2.66 亿元；同期末，公司拟建自建安置房项目为新乘北苑东扩项目，总投资 12.00 亿元，计划建设周期为 2021 年 4 月至 2023 年 12 月。

表 9：截至 2021 年末公司主要已完工自建安置房项目（平方米、万元）

项目名称	建筑面积	项目总投资	建设周期	累计已销售面积	累计已销售金额	累计已回款金额
新航花苑	238,050.11	94,233.23	2013~2017	212,026.08	100,440.57	100,440.57
丽新花苑一期	161,215.41	75,000.00	2013~2018	125,382.02	49,838.87	49,838.87
新乘北苑二期	219,593.19	80,904.79	2014~2019	205,099.21	64,469.84	64,469.84
合计	618,858.71	250,138.02	--	542,507.31	214,749.28	214,749.28

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总的来看，公司完工安置房回款情况良好，对公司营业总收入形成较好支撑，但中诚信国际关注到，由于张家港市城区开发已相对完善，规划新增安置房项目有限，未来该业务持续性值得关注。

随着张家港市经济良性发展，跟踪期内给排水公司业务垄断优势继续保持，自来水、污水处理业务整体经营较为稳定

公司水务业务由孙公司张家港市给排水公司（以下简称“给排水公司”）负责开展，目前涵盖自来水供应、污水处理及给排水施工三大领域。2021年，公司自来水销售收入为 2.81 亿元，同比小幅增长 3.31%；2022 年 1~3 月，公司实现自来水销售收入 0.64 亿元。

给排水公司是张家港市占据垄断地位的自来水供应商，业务范围覆盖整个张家港市。截至 2022 年 3 月末，给排水公司拥有两座运营中的水厂，总供水能力为 80 万立方米/日。

表 10：2022 年 3 月末公司水厂供水能力情况

水厂名称	供水能力
张家港市第三水厂	20 万立方米/日
张家港市第四水厂	60 万立方米/日
合计	80 万立方米/日

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，给排水公司供水管网覆盖程度不断深化，截至 2021 年末供水管网总长度为 8,272 公里，基本覆盖张家港市市区和下辖各乡镇。2021 年，给排水公司年供水量和年售水量分别为 1.69 亿立方米和 1.52 亿立方米，同比均有所增长，水质合格率

保持 100.00%。

表 11：近年来公司自来水业务经营指标

业务指标	2019	2020	2021	2022.Q1
日供水能力（万立方米/日）	65	80	80	80.00
供水管网总长度（公里）	7,721	7,961	8,272	8,348
全年供水量（亿立方米）	1.65	1.63	1.69	0.42
全年售水量（亿立方米）	1.47	1.46	1.52	0.38
漏损率（%）	6.20	9.69	9.93	9.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，苏锡常地区地表水受到严重污染，地下水严重超采造成地质环境灾害。此外，农村地区大多依靠集镇和村办水厂供水，规模小、成本高、水质差，管理水平低下。为解决供水安全问题，2001 年起江苏省政府批准实施苏锡常地区区域供水规划，将自来水管网从市区向乡镇延伸，以改善乡镇居民的饮用水质量。给排水公司积极推进乡镇区域供水，覆盖程度进一步深化，2021 年乡镇供水量为 1.17 亿立方米，同比增长 4.46%。

表 12：近年来公司供水量情况（万立方米）

项目	2019	2020	2021	2022.Q1
居民	1,435	1,515	1,574	395
工业	367	347	360	92
行政事业	444	406	428	115
商业	947	1,081	1,001	254
特种	83	70	81	22
乡镇	11,441	11,175	11,709	2,935

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水价方面，跟踪期内，张家港市自来水价格和污水处理价格保持稳定。

表 13：截至 2021 年末张家港市水价情况（元/立方米）

阶梯分类		水资源费和城市附加费	自来水费	污水处理费	终端水价
居民供水	第一阶梯：年用水量≤216 吨	--	1.61	1.30	2.91
	第二阶梯：216 吨<年用水量≤300 吨	--	2.41	1.30	3.71
	第三阶梯：年用水量>300 吨	--	4.81	1.30	6.11
工业供水		0.20	2.21	1.70	4.11
行政事业供水		0.20	2.21	1.70	4.11
商业供水		0.20	2.21	1.70	4.11
特种供水		0.20	3.46	2.00	5.66

资料来源：张家港市物价局，中诚信国际整理

污水处理方面，给排水公司是张家港市唯一的生活污水处理企业，在张家港市生活污水处理市场处于垄断地位。截至 2022 年 3 月末，给排水公司持有的 10 家污水处理厂污水处理能力合计 33.40 万立方米/日。水费收缴方面，给排水公司收取的水费中已经包括污水处理费，给排水公司将其代收的污水处理费上缴给张家港市财政局，再由张家港市财政局全额支付给给排水公司。2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司收到张家港市财政局污水处理费分别为 1.95 亿元、2.00 亿元、2.01 亿元和 0.46 亿元，逐年增长，主要由于污水处理能力的提升和污水处理量的增加，污水处理价格未发生变化。

表 14：近年公司污水处理情况

	2019	2020	2021	2022.Q1
污水处理能力 (万立方米/日)	22.50	24.70	33.40	33.40
污水处理量 (万立方米)	6,719	7,230	7,990	1,964
污水处理收入 (亿元)	1.95	2.00	2.01	0.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，为促进自来水业务的发展，给排水公司还开展自来水的安装、报装业务，主要涉及管道及水表等的安装，为企事业单位、个人、房产开发小区、拆迁安置小区等提供接水服务以及其他维修工程，每年可获得一定规模的收入对公司整体营收形成有效补充。

跟踪期内，港华燃气继续保持张家港市燃气供给市场的垄断地位，经营优势显著，随着天然气用户数量的增加，收入规模保持稳步增长

公司燃气业务主要由子公司张家港港华燃气有限公司（以下简称“港华燃气”）负责运营，公司持有港华燃气 50% 的股权，拥有实际控制权，另一股东为香港中华煤气有限公司。2010 年 6 月，港华燃气和张家港市政府签订了《张家港市管道燃气特许经营协议》，协议约定特许经营权的期限为 30 年，特许经营业务范围为在特许经营权地域范围内投资、建设、运营管道燃气的输配管网及相关设施，采购、储存、生产、运输和加工管道燃气，并以管

道输送形式向用户供应和销售（包括分销）燃气，特许经营范围为现有及将来张家港市行政管辖区域（含张家港保税区）及日后经港华燃气申请、张家港市政府批准的其他区域。港华燃气在张家港市燃气供应市场拥有垄断地位，经营优势显著。

港华燃气主要开展管道天然气业务，通过天然气输送管道向居民、工业企业和商业企业供应天然气。气源方面，港华燃气目前销售天然气主要来自江苏省天然气公司，近三年及一期的西气与川气平均单位成本分别为 2.31 元/立方米、2.30 元/立方米、2.42 元/立方米和 2.97 元/立方米，逐年上涨。燃气价格方面，根据张家港市发展与改革委员会《关于疏导张家港市今冬明春非居民用管道天然气销售价格的通知》（张发改价【2022】2 号），自 2021 年 11 月 1 日起，港华燃气非居民用管道天然气销售价格由 3.23 元/立方米调整为 3.88 元/立方米；截至 2022 年 3 月末，张家港市非采暖季管道天然气价格尚未完成调整。

截至 2022 年 3 月末，港华燃气拥有管网长度合计 2,133 公里，用户总数达 27.82 万户。随着用户数量增长，2021 年港华燃气天然气销售量为 54,689 万立方米，同比增长 9.35%；当年实现燃气销售收入 20.66 亿元，同比增长 29.86%。

表 15：近年港华燃气运营情况（万立方米、公里、万户、亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.Q1
天然气销售量	50,847	50,013	54,689	14,367
管网长度	1,721	1,818	2,116	2,133
用户总数	22.04	24.33	27.06	27.82
销售收入	15.89	15.91	20.66	6.18

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司租赁、物管、餐饮及服务经营性业务整体运营稳定，对其营业总收入形成一定补充

公司租赁收入主要来自子公司张家港市城市投资发展集团有限公司（以下简称“张家港城投”）旗下张家港购物公园的出租和运营。该购物公园位于张家港城西新区的中心地带，地处沙洲西路、国泰路的交界处，距离市中心 2 公里，占地 22.5 公

顷，总建筑面积约 20 万平方米，主要由 7 个单体、配套景观工程和户外公共配套工程组成，包括恒光国际购物广场、太阳广场、克拉水岸、欧陆风情街、酒店式公寓、观景塔等。张家港购物公园自 2010 年 5 月开业以来，由公司子公司张家港购物公园商业管理有限公司负责招商、运营和管理，截至 2022 年 3 月末，张家港购物公园可出租面积合计 79,804.90 平方米，已出租面积 74,924.27 平米，出租率为 93.88%，每年均可为公司带来较为稳定的租金收入。2021 年，公司租赁收入为 0.80 亿元，较上年增长 6.67%；2022 年 1~3 月，公司实现租赁收入 0.12 亿元。

公司物业管理收入主要来自孙公司暨阳湖开发持有的物业资产暨阳湖金融街。2021 年，公司物业管理收入为 0.73 亿元，同比增长 46.00%；2022 年 1~3 月，公司实现物业管理收入 0.11 亿元。

公司餐饮及服务收入主要来自沙洲酒店、沙洲湖酒店、暨阳湖大酒店、阳光半岛酒店等酒店类资产，目前统一委托至张家港市酒店管理集团有限公司运营。2021 年，公司餐饮及服务收入为 1.65 亿元，同比增长 1.23%；2022 年 1~3 月，公司实现餐饮及服务收入 0.45 亿元。

总的来看，公司租金、餐饮和住宿等服务收入整体稳定增长，对营业总收入形成一定补充。

跟踪期内，公司以所持金厦房地产股权作为出资标的导致其不再纳入合并范围，未来不再产生商品房销售收入

公司商品房业务原由子公司金厦房地产负责开展，2019~2021 年分别实现商品房销售收入 2.52 亿元、13.03 亿元和 13.58 亿元，其中 2021 年主要来自阳光锦城项目。

2021 年 11 月，公司以所持金厦房地产 51.00% 股权、张家港市长江文化投资发展有限公司（以下简称“长江文化”）以 82,944.38 万元现金共同对金宏投资进行增资，增资后公司共持有金宏投资 49% 的股权，金厦房地产则不再纳入公司合并范围。自

当年 12 月起，公司不再产生商品房销售收入。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，其中 2019 年财务数据采用 2020 年审计报告期初数；2020 年财务数据采用 2021 年审计报告期初数；2021 年财务数据采用审计报告期末数。

跟踪期内，得益于资产转让收入，公司总营收保持增长，但营业毛利率受安置房业务亏损影响有所下滑，最终盈利主要来自投资收益

2021 年，公司营业总收入为 54.73 亿元，同比增长 7.43%，主要得益于载体资产转让收入的有效补充，但不具有可持续性；2022 年 1~3 月，公司实现营业总收入 14.35 亿元。

毛利率方面，2021 年，公司营业毛利率为 17.56%，同比下滑 4.59 个百分点，主要系当年安置房业务板块大幅亏损所致。公司安置房业务虽分为代建和自建两种模式开展，但实际盈利均依赖于建成安置房的销售情况及政府相应补贴安排，近年来由于实现销售的安置房项目逐渐远离市中心，销售价格有所下降（张家港市二环以外区域的安置房售价不再参考区位价），而安置房配套设施成本不变，加之 2020 年以来受疫情影响，收到政府补贴规模较少，导致公司安置房业务毛利率逐年下滑，2021 年由正转负；土地整理业务按照约 15% 的加成比例确认收入，毛利率表现较稳定；近年来公司房产销售业务收入主要来自金厦房地产开展的商品房销售业务，毛利率受房地产市场变化影响而有所波动；公用事业板块方面，受给排水公司为优化供水质量对所持水厂开展深度处理改造工程投入较大影响，运营成本有所上升，2021 年该板块毛利率同比下滑 3.02 个百分点；此外，租赁、物管、餐饮及服务经营等经营性业务整体利润水平尚可，但收入占比相对较低，对公司综合毛利率水平贡献程度不高。

表 16：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2019	2020	2021
安置房开发	8.79	6.38	-176.99
土地整理	--	--	13.04
房产销售	30.02	20.75	25.01
项目转让	--	3.75	3.75
公用事业	24.15	24.48	21.46
租赁	83.17	79.58	68.50
餐饮、住宿等服务	64.34	65.27	62.20
物业管理	44.92	48.66	27.97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要由销售费用、管理费用和财务费用构成，2021 年期间费用合计 10.73 亿元，同比增长 12.31%，收入占比同比上升 0.85 个百分点，主要来自财务费用的增加，随着公司融资规模持续扩大，利息支出随之增长。

利润总额方面，近年来受毛利率下滑以及期间费用率上升影响，公司经营性业务利润持续下降且 2021 年由正转负，但得益于较高的投资收益规模，当年公司仍实现利润总额 6.25 亿元。2021 年，公司实现投资收益 7.28 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益分别为 10.56 亿元²和-8.50 亿元³，主要由当年金厦房地产不再纳入合并范围产生；处置交易性金融资产取得的投资收益 3.84 亿元，主要系公司本部、子公司张家港市金城创融投资管理有限公司以及孙公司暨阳湖开发开展股票交易业务产生。此外，2021 年公司实现公允价值变动收益 1.51 亿元，来自交易性金融资产和按公允价值计量的投资性房地产评估增值（分别为 1.34 亿元和 0.16 亿元），亦对利润总额形成有效补充。

表 17：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.Q1
销售费用	2.05	2.20	1.85	0.43
管理费用	3.88	3.90	4.31	0.92
财务费用	2.85	3.46	4.57	0.37
期间费用合计	8.78	9.56	10.73	1.73
期间费用率(%)	20.00	18.76	19.61	12.04
经营性业务利润	0.74	0.10	-2.64	1.01
其中：其他收益	0.05	0.23	0.11	0.06

² 主要包括权益法下确认对金厦房地产的投资收益 5.68 亿元和对张家港卓远投资合伙企业（有限合伙）的投资收益 3.46 亿元。

公允价值变动收益	0.05	0.07	1.51	0.15
投资收益	3.75	5.46	7.28	1.21
利润总额	4.50	7.03	6.25	2.36
总资产收益率(%)	1.23	1.45	1.41	1.18

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体来看，跟踪期内公司经营性业务利润有所下降，最终盈利对投资收益的依赖程度较高，盈利能力有待增强。

跟踪期内，随着项目投资的增加和股东的持续注资，公司总资产及净资产不断扩张，资本实力得以增强；随着商品房业务的剥离以及其他应付款的偿还，公司杠杆水平有所降低

截至 2021 年末，公司所有者权益为 274.78 亿元，同比增加 12.25%，主要来自资本公积的增长。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润构成，其中实收资本近年来保持稳定；资本公积主要通过公司获得关于基础设施建设及土地整理业务的财政拨款形成，2021 年同比增长 16.45%，除基建拨款以外，主要系张家港市国有资产管理中心（以下简称“市国资中心”）将张家港市金茂投资发展有限公司持有的张家港市暨阳湖旅游发展有限公司 90%国有股权无偿划转至公司孙公司暨阳湖开发，增加资本公积 8.40 亿元；其他综合收益主要系存货或自用房地产转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产形成的利得。2022 年 3 月末，公司所有者权益较上年末小幅增长 0.47%，主要来自未分配利润的积累。

表 18：近年来公司所有者权益情况（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.Q1
实收资本	36.97	36.97	36.97	36.97
资本公积	120.59	141.65	168.31	168.08
其他综合收益	15.11	21.79	19.66	19.12
未分配利润	50.98	36.85	42.44	44.25
所有者权益合计	231.80	244.78	274.78	276.08

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司总资产规模为 808.02 亿元，同比小幅增长 0.32%，以非流动资产为主。公

³ 主要系以前年度对金厦房地产确认的投资收益在其出表后转回产生。

司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和在建工程构成。公司自 2021 年 1 月 1 日开始执行新金融工具准则，将可供出售金融资产中的银行理财产品重分类至其他流动资产科目、将以近期出售为持有目的的金融资产重分类至交易性金融资产科目、将战略性持股重分类至其他权益工具投资科目、将入股合伙基金重分类至其他非流动金融资产科目，其中其他权益工具和其他非流动金融资产随着暨阳湖开发对表现较好的投资标的追加投资逐年增长；长期股权投资同比大幅增长 161.32%，主要系子公司张家港城投对张家港市高铁投资发展有限公司的投资余额变动（13.09 亿元，包括追加投资 8.13 亿元、权益法下确认的投资损益 0.08 亿元和其他权益变动 4.88 亿元）⁴、孙公司暨阳湖开发对张家港卓远投资合伙企业（有限合伙）的投资余额变动（追加投资 7.10 亿元，权益法下确认的投资损益 3.46 亿元）以及本部以所持全资子公司金厦房地产 51% 股权对参股子公司金宏投资增资并持有其 49% 股权后，金厦房地产在长期股权投资中列示（追加投资 1.87 亿元，权益法下确认的投资损益 5.68 亿元，其他权益变动 0.09 亿元），同时金宏投资的其他权益变动新增 11.30 亿元；投资性房地产主要系公司所持张家港购物公园和暨阳湖金融街等商业房地产，根据相关房地产评估报告，公司在评估基准日 2021 年 12 月 31 日纳入评估范围的投资性房地产评估价值合计 45.44 亿元，其中房地产评估值为 7.78 亿元、土地使用权评估值为 37.66 亿元；固定资产主要包括房屋建筑物和机器设备，近年来变化不大；随着张家港市城镇化建设的快速推进，公司在建工程规模不断扩大，2021 年末包括道路桥梁（44.39 亿元）、建筑工程（63.53 亿元）、土地整理（100.94 亿元）

和零星工程（1.25 亿元）。

表 19：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.Q1
货币资金	18.97	55.20	47.11	39.57
交易性金融资产	--	25.17	20.71	9.62
预付款项	34.82	29.73	0.96	0.87
其他应收款	59.86	62.30	72.41	66.59
存货	200.98	244.62	175.06	179.54
其他流动资产	18.90	7.43	23.90	17.31
流动资产合计	352.34	426.89	344.27	318.40
可供出售金融资产	57.94	--	--	--
长期股权投资	21.31	32.40	84.66	87.72
其他权益工具投资	--	25.88	30.48	30.26
其他非流动金融资产	--	11.84	15.47	15.82
投资性房地产	31.03	45.17	45.44	45.44
固定资产	53.48	52.72	50.10	49.70
在建工程	175.88	190.98	210.11	215.69
非流动资产合计	371.60	378.52	463.75	472.24
资产总计	723.94	805.41	808.02	790.64

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、其他应收款、存货和其他流动资产构成。公司货币资金主要为银行存款，其中 1.30 亿元作为银行承兑汇票保证金、0.13 亿元作为存出投资款而受限；交易性金融资产主要包括权益工具投资 10.80 亿元和结构性存款 9.90 亿元；其他应收款主要系与区域内其他国企的往来款，2021 年末前五大其他应收对象的应收款项合计占比 78.21%，其中第一大应收对象张家港市金海港投资开发有限公司系张家港保税区早期安置房开发主体，公司与其形成往来款主要由于张家港市前期安置房项目均扎口于城投置业统一管理，随着项目建成，后续公司将逐步收回相关款项；2021 年公司存货同比下降 28.44%，主要系当年金厦房地产出表导致其报表内商品房开发成本及开发产品不再纳入公司合并范围；其他非流动资产主要系由预付账款转入的子公司张家港城投对百年人寿保险股份有限公司投资款 23.32 亿元⁵。

⁴ 张家港市高铁投资发展有限公司（以下简称“高铁投资”）成立于 2016 年 10 月，主要负责张家港高新区（塘桥镇）的开发，注册资本 10.00 亿元，市国资中心、张家港城投、张家港市交通控股有限公司（以下简称“交通控股”）和张家港高新区经济发展有限公司（以下简称“高新经发”）持股比例分别为 40.00%、32.50%、17.50%和

10.00%；2021 年 12 月，四大股东方对高铁投资合计增资 25.00 亿元，增资后市国资中心的持股比例降至 11.43%、交通控股的持股比例升至 46.07%、张家港城投及高新经发的持股比例保持不变，其中张家港城投增资 8.13 亿元来自对高新投资的其他应收款转增资本。

⁵ 2019 年，张家港城投与百年人寿保险股份有限公司签订

表 20：2021 年末公司前五大其他应收款明细（亿元、%）

单位名称	期末余额	占其他应收款 总额比例
张家港市金海港投资开发有限公司	22.22	30.68
张家港市交通控股有限公司	16.13	22.26
张家港双山香山旅游度假区管理委员会	9.00	12.43
张家港市金厦房地产开发公司	6.00	8.28
双山综合开发公司	3.30	4.56
合计	56.65	78.21

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司总资产为 790.64 亿元，较上年末小幅下降 2.15%，主要系流动资产减少所致。2022 年一季度，随着公司处置部分交易性金融资产、收回部分与区域内其他国企的往来款以及对百年人寿的投资款，相关科目随之下降，加之春节前集中支付工程款导致货币资金降幅较大，当期末流动资产较上年末下降 7.51%。

截至 2021 年末，公司总负债规模为 533.24 亿元，较上年末下降 4.88%，主要系金厦房地产出表后，其预收购房款不再纳入公司合并范围，导致公司合同负债大幅下降。公司负债以非流动负债为主，主要由长期借款和应付债券构成，其中一年内到期的非流动负债规模合计 35.30 亿元。流动负债方面，公司应付账款主要为尚未结算的拆迁安置款及工程款，近年来随着相关项目逐步竣工决算，规模逐年下降；其他应付款主要系与政府单位及区域内其他国企之间的往来款和拆借款（借款对象主要系张家港直属公有资产经营有限公司），前五大其他应付对象相关款项占比合计 73.13%；合同负债主要系预收燃气管道铺装款；其他流动负债主要系超短期融资券及相关利息。

表 21：近年来公司主要负债情况（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.Q1
短期借款	6.75	13.30	11.74	13.83
应付账款	39.44	28.05	20.73	20.28
预收款项	58.86	0.22	0.22	0.22
合同负债	--	63.77	11.07	7.10
其他应付款	96.23	101.54	123.90	109.67
一年内到期的非流动负债	33.69	44.85	35.30	32.32
其他流动负债	--	14.66	15.30	15.20

股权转让协议，约定受让其持有的 8 亿股股份，占比 10.26%，每股转让价格为 3.02 元，合计股权转让价款 24.16 亿元，张家港城投当年已全部支付并计入预付款项科目；2021 年，由于上述股权转让事项未能通过银保监会审核，张家港城投计划于近期逐步收回股权收购款，故调整至其他流动资产科目核算。

流动负债	245.94	279.46	230.84	209.53
长期借款	142.87	167.88	166.80	165.99
应付债券	83.27	95.82	123.43	126.80
其他非流动负债	12.95	8.43	3.94	3.91
非流动负债	246.20	281.17	302.40	305.03
负债总额	492.14	560.63	533.24	514.57
短期债务	46.21	80.25	82.27	78.50
长期债务	239.08	271.87	293.92	296.50
总债务	285.29	352.12	376.19	375.00
资产负债率	67.98	69.61	65.99	65.08
总资本化比率	55.17	58.99	57.79	57.60

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司总负债规模为 514.57 亿元，较上年末下降 3.50%，主要系当期偿还部分往来款及拆借款导致其他应付款规模下降。

表 22：2021 年末公司前五大其他应付款明细（亿元、%）

单位名称	金额	占其他应付款 总额比例
张家港市财政局	55.75	45.00
张家港市直属公有资产经营有限公司	30.31	24.46
张家港市土地储备中心	3.32	2.68
张家港市金厦置业有限公司	0.75	0.60
张家港市城市建设基金管理办公室	0.49	0.39
合计	90.62	73.13

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

债务方面，2021 年公司总债务规模 376.19 亿元，同比增长 6.40%，以长期债务为主，符合公司项目建设周期长、资金投入量大且资金回收期较长的业务特征。2022 年以来，随着短期债务到期偿还，2022 年 3 月末总债务规模较上年末小幅下降 0.32%。

财务杠杆方面，随着公司商品房开发业务剥离，2021 年末杠杆水平有所降低，资产负债率和总资本化比率分别同比下降 3.61 和 1.20 个百分点；2022 年以来，随着公司往来款及拆借款逐步偿还，2022 年 3 月末资产负债率和总资本化比率进一步降至 65.08%和 57.60%。

截至 2022 年 4 月末，公司债务（不含暂借款和应付票据）到期分布情况如下表所示，期限以 2 年以上为主，但近一年以内到期债务规模合计 47.30

亿元，短期偿债压力较大。

表 23：截至 2022 年 4 月末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	6 个月以内	6 个月至 1 年	1 至 2 年	2 年以上	合计
信用类债券	9.00	15.54	31.03	100.33	155.89
银行贷款	12.29	10.47	50.27	121.21	194.24
非银行金融机构贷款	--	--	--	5.32	5.32

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 公司经营活动现金流表现有所好转，但对债务本息的覆盖能力仍较弱，偿债指标有待增强

公司经营活动净现金流主要反映房产开发、公用事业等主营业务的款项收支情况，2021 年由负转正，主要系当年安置房及商品房开发投入规模同比有所缩减所致；公司投资活动主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产以及开展股权投资，每年均保持一定规模的支出，相关净额持续为负，2021 年净流出规模进一步扩大，主要系当年收回投资收到的现金规模有所下降；筹资活动方面，为配合主营业务发展，近年来公司对外融资规模较大，筹资活动净现金流保持大幅净流入状态。

偿债能力方面，随着公司债务规模持续增长，2021 年末 EBITDA 对债务本息的保障程度均有所下降；此外，2021 年公司经营性活动现金流表现虽明显好转，但仍无法对其债务本息形成有效覆盖。

表 24：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

项目	2019	2020	2021	2022.Q1
经营活动净现金流	3.52	-29.28	11.77	-10.47
投资活动净现金流	-55.28	-4.18	-34.99	6.50
筹资活动净现金流	23.94	68.59	14.99	-3.42
经营净现金流/总债务	0.01	-0.08	0.03	-0.11
经营活动净现金流/利息支出	0.22	-2.02	0.56	--
EBITDA	12.07	14.70	14.96	--
总债务/EBITDA	23.64	23.96	25.14	--
EBITDA 利息倍数	0.76	1.01	0.71	--
货币资金/短期债务	0.41	0.73	0.57	0.50

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司外部授信充足，但对外担保和受限资产规模较大，需关注或有负债风险

截至 2021 年末，公司获得的银行授信总额为

231.98 亿元，其中尚未使用授信余额为 36.82 亿元，备用流动性尚可。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额 70.84 亿元，占期末所有者权益合计的 25.66%，担保对象均为张家港市其他国企，但对外担保规模较大，仍面临一定的或有负债风险。

表 25：截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	担保额度
张家港市高铁投资发展有限公司	12.96
张家港华兴金城电力有限公司	7.94
张家港市金港镇万顷良田生态农业投资发展有限公司	2.00
张家港市金厦房地产开发公司	17.28
张家港市双山岛投资开发有限公司	1.35
张家港市双山旅游度假区开发有限公司	2.27
张家港市双山综合开发有限公司	12.86
张家港双山宾馆有限公司	0.50
张家港双山建设投资发展有限公司	6.55
张家港双山农业投资发展有限公司	3.20
张家港双山园林绿化有限公司	3.55
张家港双山香山文化旅游发展有限公司	0.38
张家港市高铁投资发展有限公司	12.96
合计	70.84

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产受限方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产总计 62.08 亿元，占期末总资产的 7.85%，主要系用于借款抵押的投资性房地产及无形资产。

表 26：截至 2022 年 3 月末公司资产受限情况（亿元、%）

项目	受限金额	占期末该科目的比例	受限原因
货币资金	1.29	3.25	作为银行承兑汇票保证金及存出投资款
存货	4.19	2.33	借款抵押
在建工程	0.66	0.30	借款抵押
固定资产	2.42	4.87	借款抵押
无形资产	8.09	42.80	借款抵押
投资性房地产	45.44	100.00	借款抵押
合计	62.08	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未决诉讼方面，截至 2022 年 3 月末，公司不存在重大诉讼或仲裁事件。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》（报告编号：2021042916043607161791），

截至 2022 年 4 月 8 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。同时，根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为张家港市重要的国有资本运营主体，在资金拨付、资产注入方面得到当地政府有力支持，保持较强的抗风险能力

公司是张家港市重要的基础设施开发建设主体以及公用事业运营主体，承担张家港市大量的城市基础设施建设项目，包括城市道路的改、扩、建项目，涵盖了张家港市全部城区范围；同时，张家港政府赋予公司土地一级开发职能，并根据开发成本拨付相关资金，以保证片区开发的资金平衡。

资金拨付方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，张家港市财政局拨付给公司子公司张家港城投关于基础设施建设和土地开发整理业务的资金规模分别为 8.98 亿元和 2.14 亿元，冲减整理成本后余额计入资本公积。

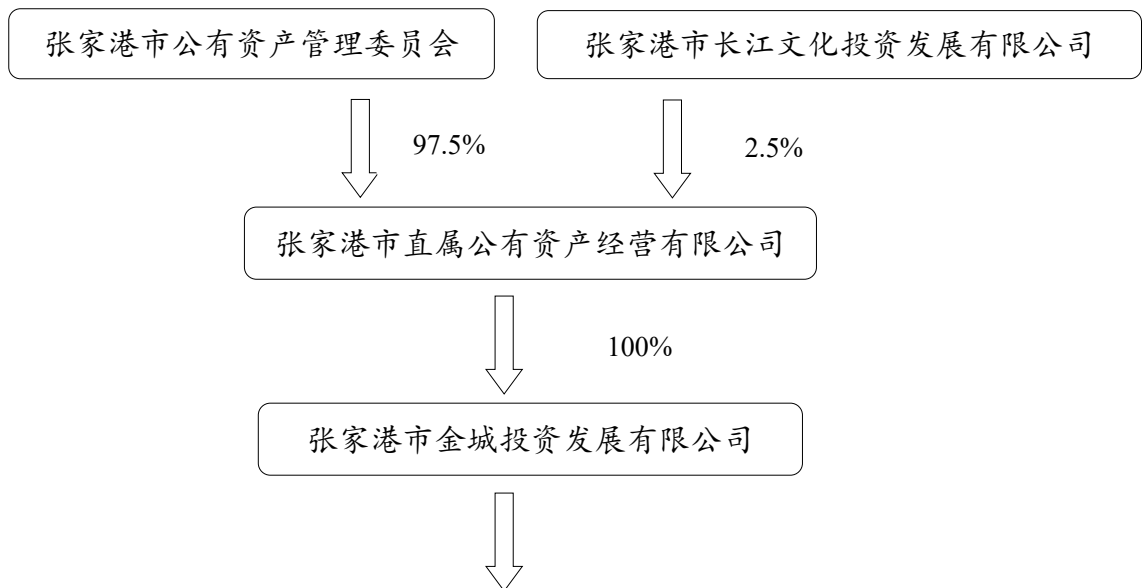
资产注入方面，2021 年，市国资中心将张家港市金茂投资发展有限公司持有的暨阳湖旅游公司 90.00% 国有股权无偿划入公司孙公司暨阳湖开发，增加公司资本公积 8.40 亿元。

整体来看，公司在张家港市有着极为突出的地位，具备很强的抗风险能力。

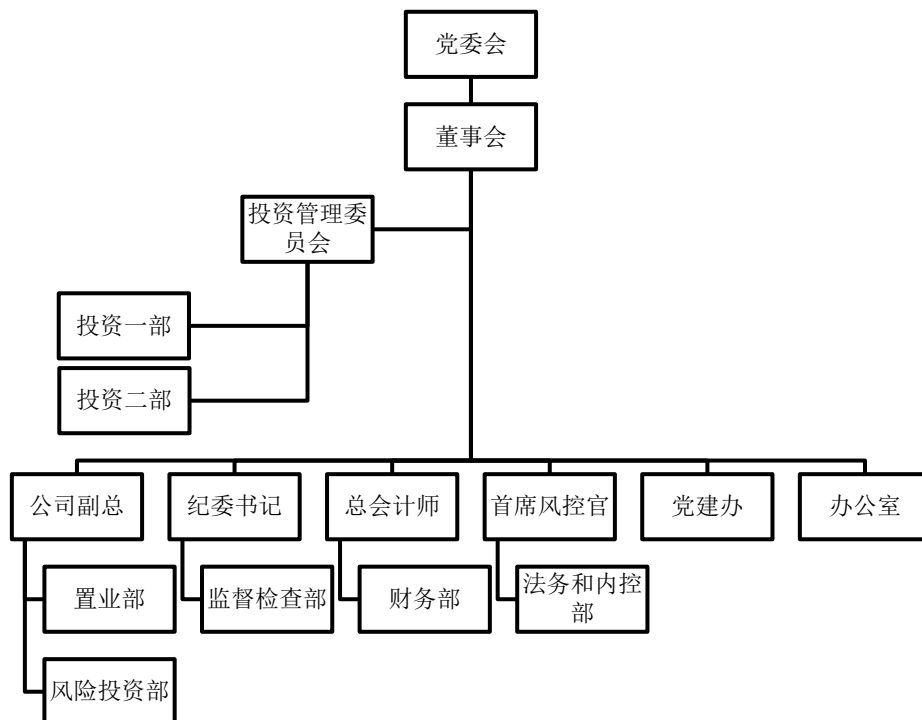
评级结论

综上所述，中诚信国际维持张家港市金城投资发展有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“20 金城 03”和“21 金城 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：张家港市金城投资发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



主要子公司名称	注册资本（亿元）	直接（间接）持股比例
张家港市城市投资发展集团有限公司	50.00	100.00%
张家港城投置业有限公司	15.00	100.00%
张家港市给排水有限公司	14.00	100.00%
张家港市暨阳湖开发发展有限公司	6.30	100.00%
张家港市沙洲宾馆	5.70	62.70%
张家港港华燃气有限公司	1.00	50.00%



资料来源：公司提供

附二：张家港市金城投资发展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）	2019	2020	2021	2022.Q1
货币资金	189,676.82	552,001.91	471,091.18	395,745.43
应收账款	185,072.35	17,039.05	29,682.62	39,743.22
其他应收款	599,657.21	622,967.34	724,117.83	665,908.12
存货	2,009,792.68	2,446,189.43	1,750,609.23	1,795,439.60
长期投资	792,492.86	701,157.44	1,306,069.81	1,337,943.85
在建工程	1,758,832.56	1,909,786.74	2,101,130.34	2,156,852.26
无形资产	220,419.40	143,995.18	189,667.05	188,975.98
总资产	7,239,406.70	8,054,117.23	8,080,238.39	7,906,416.34
其他应付款	985,999.50	1,015,402.34	1,239,003.50	1,096,664.20
短期债务	462,075.01	802,534.39	822,680.07	784,996.42
长期债务	2,390,783.17	2,718,666.57	2,939,216.86	2,964,989.30
总债务	2,852,858.18	3,521,200.96	3,761,896.92	3,749,985.72
总负债	4,921,391.72	5,606,274.30	5,332,438.63	5,145,653.89
费用化利息支出	40,385.64	40,851.03	51,483.00	--
资本化利息支出	119,052.13	104,014.92	159,523.26	--
实收资本	369,650.00	369,650.00	369,650.00	369,650.00
少数股东权益	65,962.76	57,940.75	51,679.38	54,183.20
所有者权益合计	2,318,014.98	2,447,842.93	2,747,799.75	2,760,762.44
营业总收入	438,827.38	509,436.60	547,294.11	143,523.47
经营性业务利润	7,424.69	978.53	-26,368.65	10,090.26
投资收益	37,531.91	54,576.04	72,762.59	12,070.49
净利润	29,075.75	43,889.22	50,296.30	21,965.44
EBIT	85,421.06	111,197.54	114,021.78	23,570.21
EBITDA	120,701.52	146,969.78	149,636.07	#VALUE!
销售商品、提供劳务收到的现金	690,618.97	681,626.67	545,889.61	105,286.10
收到其他与经营活动有关的现金	317,909.20	255,070.50	292,717.12	102,570.10
购买商品、接受劳务支付的现金	710,724.60	827,536.52	546,831.37	160,626.26
支付其他与经营活动有关的现金	176,613.49	327,029.00	85,115.49	121,478.21
吸收投资收到的现金	233,871.00	4,820.00	12,283.50	1,000.00
资本支出	225,414.74	225,105.97	190,428.46	54,280.20
经营活动产生现金净流量	35,202.43	-292,783.30	117,690.00	-104,709.36
投资活动产生现金净流量	-552,816.41	-41,779.54	-349,856.47	64,951.71
筹资活动产生现金净流量	239,424.65	685,946.83	149,912.78	-34,157.68
财务指标	2019	2020	2021	2022.Q1
营业毛利率(%)	22.72	22.15	17.56	19.72
期间费用率(%)	20.00	18.76	19.61	12.04
应收类款项/总资产(%)	10.84	7.95	9.33	8.93
收现比(X)	1.57	1.34	1.00	0.73
总资产收益率(%)	1.23	1.45	1.41	1.18
资产负债率(%)	67.98	69.61	65.99	65.08
总资本化比率(%)	55.17	58.99	57.79	57.60
短期债务/总债务(X)	0.16	0.23	0.22	0.21
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.01	-0.11
FFO 利息倍数(X)	0.42	0.41	0.21	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.22	-2.02	0.56	--
总债务/EBITDA(X)	23.64	23.96	25.14	--
EBITDA/短期债务(X)	0.26	0.18	0.18	--
货币资金/短期债务(X)	0.41	0.69	0.57	0.50
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.76	1.01	0.71	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司“其他流动负债”和“其他应付款”中带息负债纳入短期债务核算，将“其他非流动负债”中带息负债纳入长期债务核算。

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
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“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。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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附四：信用等级的符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。