



张家港市金城投资发展有限公司 公司债 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0625 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 20 日

本次跟踪发行人及评级结果

张家港市金城投资发展有限公司

AA⁺/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“20 金城 03”、“21 金城 01”

AA⁺

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为张家港市的政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力在苏州市下辖区县中领先，潜在的支持能力很强。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”）在推进张家港市城市建设和国有资本运营中发挥重要作用，对张家港市政府的重要性较高，与张家港市政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计，金城投资将凭借良好的区域环境、重要的平台地位以及业务竞争优势，持续稳定开展业务，维持资本市场认可度，再融资能力保持强劲，但是，需关注短债压力、投融资压力及资产流动性弱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，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。

调级因素

可能触发评级上调因素：区域经济实力显著增强，公司获得优质资产注入，资产质量显著提升，资本实力显著增强等。

可能触发评级下调因素：区域经济环境恶化；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；重要子公司股权划出；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

- **区域环境良好。**张家港市综合实力连续多年位居全国百强县（市）前列，同时张家港市不断推进产业结构优化升级，持续增长的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境。
- **地位重要性较高。**跟踪期内，公司仍作为张家港市重要的国有资产管理 and 基础设施投资运营主体，对张家港市人民政府的重要性较高。
- **经营性业务具备竞争优势。**公司开展的燃气及水务业务在张家港市长期均居于垄断地位，能够为公司带来稳定的经营性收入及现金流。

关 注

- **短期偿债压力较大。**随着公司业务的持续发展，公司保持较高的外部融资需求，资本结构有待优化，且短期内面临较大还本付息压力。
- **主营业务的资金需求量较大。**目前公司在建及拟建项目仍面临较大的投资需求，加之前期垫付资金回笼缓慢，给公司带来一定投融资压力。
- **资产流动性较弱。**目前存货及在建工程在公司资产中占比合计近50%，主要为尚未结转的基建项目成本，一定程度上影响了公司的资产流动性。

项目负责人：刘冠如 grliu@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

财务概况

金城投资（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	805.41	808.02	781.70
经调整的所有者权益合计（亿元）	244.78	274.78	281.50
负债合计（亿元）	560.63	533.24	500.20
总债务（亿元）	352.12	376.19	375.37
营业总收入（亿元）	50.94	54.73	50.41
经营性业务利润（亿元）	0.10	-2.64	0.20
净利润（亿元）	4.39	5.03	2.33
EBITDA（亿元）	10.29	13.42	11.62
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-29.28	11.77	6.45
总资本化比率（%）	58.99	57.79	57.15
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.71	0.64	0.72

注：1、中诚信国际根据金城投资提供的其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 2020~2022 年审计报告整理，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司“其他流动负债”和“其他应付款”科目中有息债务调整至短期债务，将“其他非流动负债”科目中有息债务调整至长期债务。

同行业比较（2022 年数据）

项目	金城投资	昆山城投	常熟城投	太仓城投
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+	AA+
地区	苏州市-张家港市	苏州市-昆山市	苏州市-常熟市	苏州市-太仓市
GDP（亿元）	3,302.40	5,006.66	2,773.97	1,653.57
一般公共预算收入（亿元）	219.07	430.18	220.00	177.80
经调整的所有者权益合计（亿元）	281.50	160.08	127.90	118.92
总资本化比率（%）	57.15	63.89	50.72	42.94
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.72	0.96	2.26	0.81

注：1、“昆山城投”系“昆山城市建设投资发展集团有限公司”简称；“常熟城投”系“常熟市城市经营投资有限公司”简称；“太仓城投”系“太仓市城市建设投资集团有限公司”简称；2、太仓城投的总资本化比率、EBITDA 利息覆盖倍数均为 2021 年末数据。

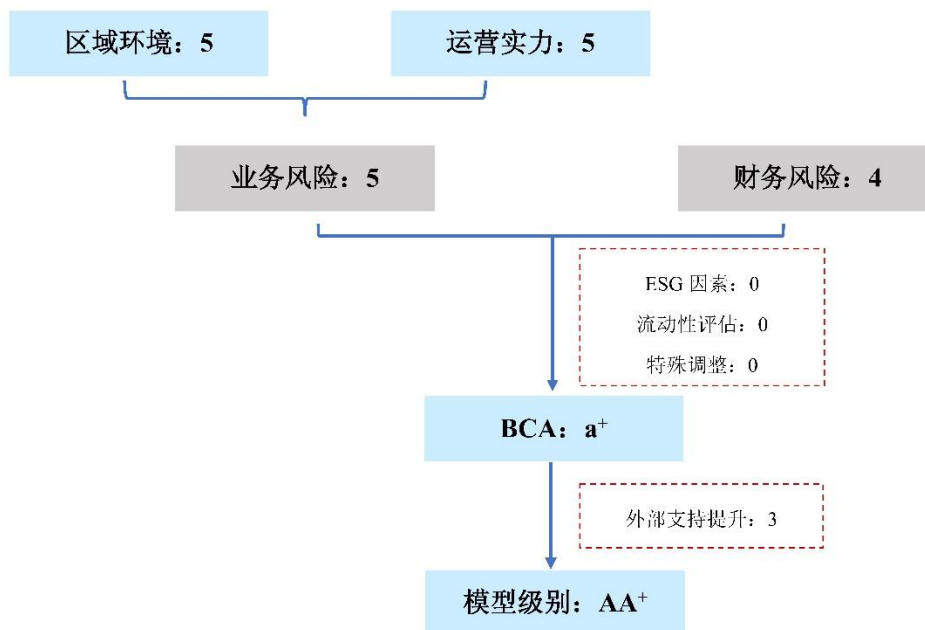
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
20 金城 03	AA+	AA+	2022/06/24	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+	2022/06/24	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

评级模型

张家港市金城投资发展有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，金城投资业务多元化且主营业务重要性突出，具备较高的业务稳定性和持续性。同时，公司具有一定规模的燃气、水务以及出租物业资产，可对现金流及收益有所贡献；但公司资产中基建项目成本占比较高，资金沉淀严重，资产流动性较弱，整体资产质量较低。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，金城投资所有者权益持续增长，具备较强的资本实力，财务杠杆水平亦随之小幅下降；但是，由于债务负担较重，公司 EBITDA 利息保障倍数处于较低水平，整体偿债指标有待改善。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对金城投资个体基础信用等级无影响，金城投资具有 a+ 的个体基础信用评估等级，反映了其较低的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，张家港市有很强的支持能力，且对公司有较强的支持意愿，主要体现在张家港市的区域地位，以及较强劲的经济财政实力和增长能力；金城投资是张家港市重要的地方国有经营主体，成立以来持续获得政府在资金拨付等方面的大力支持，具备较高的重要性，与政府的关联度很高。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。

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（2022 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。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性

发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

张家港市为苏州市所辖县级市，以境内天然良港——张家港港而命名，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。全市总面积 999 平方公里，其中陆域面积 777 平方公里，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（金港街道、后塍街道、德积街道）、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。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%。

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。从 1994 年至今，张家港市综合实力一直位居全国百强县（市）前列，2022 年实现地区生产总值 3,302.4 亿元，同比增长约 1.3%。

表 1：2022 年苏州市下辖区县经济财政概况

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
苏州全市	23,958.34	-	18.65	-	2,329.18	-
昆山市	5,006.66	1	23.71	2	430.18	1
工业园区	3,515.61	2	30.56	1	387.40	2
张家港市	3,302.40	3	22.81	3	219.07	5
常熟市	2,773.97	4	16.45	6	220.00	4
吴江区	2,331.97	5	14.96	7	226.06	3
苏州高新区（虎丘区）	1,766.17	6	21.03	4	182.06	7
太仓市	1,653.57	7	19.71	5	177.80	8
吴中区	1,590.17	8	11.35	9	210.39	6
相城区	1,105.32	9	12.24	8	145.68	9
姑苏区	912.50	10	9.58	10	61.84	10

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

稳定的经济增长和合理的产业结构为张家港市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算收入稳步提升，自给度较高，税比较高且保持稳定；政府性基金收入是张家港市政府财力的重要补充，

近年来持续增长。2022 年，受组合式税费支持政策叠加经济下行等多重因素影响，全市完成一般公共预算收入 219.07 亿元，还原留抵退税后同口径收入 254.78 亿元，同比下降 5.8%，主要系当年钢铁、房地产等行业税收规模降幅较大；同年完成政府性基金收入 144.36 亿元，受土地市场遇冷影响，同比下降 22.2%。再融资环境方面，张家港市广义债务率处于苏州市中上游水平，但区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

2023 年一季度，张家港市固定资产投资累计完成 123.30 亿元，同比增长 3.6%，其中工业投资累计完成 47.89 亿元，同比增长 18.1%，成为拉动投资增长的主力。经济平稳开局推动财政收入量质并提，同期全市完成一般公共预算收入 75.13 亿元，同比增长 8.2%，其中税收收入 61.56 亿元，同比增长 7.5%。

表 2：近年来张家港市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
GDP（亿元）	2,686.60	3,030.21	3,302.40	--
GDP 增速（%）	3.9	8.0	9.0	--
人均 GDP（万元）	21.22	21.08	22.81	--
固定资产投资增速（%）	20.0	5.4	-1.7	3.6
一般公共预算收入（亿元）	250.30	264.13	219.07	75.13
政府性基金收入（亿元）	168.38	185.46	144.36	--
税收收入占比（%）	83.10	84.44	79.79	81.94
公共财政平衡率（%）	107.29	108.07	95.19	--

注：1、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%；2、2022 年税收收入占比为往期同口径；2、2022 年 GDP 增速为名义增速。

资料来源：张家港财政局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，金城投资的业务状况良好，首先公司仍作为张家港市重要的基础设施建设及公用事业运营主体，保持重要地位不变，仍主要承担张家港市委、市政府交付的重大基础设施建设和关系市计民生的重大任务，具有很强的业务竞争力；同时，除政府类项目外，公司仍保持在市场化领域多元化探索，维持以基础设施建设、土地整理、安置房开发、公用事业等为主，物业租赁等为辅的业务布局不变，业务稳定性和可持续性较强。

值得注意的是，公司在建项目的资金需求较大，且未收回的垫付资金较多，未来存在一定投融资压力；此外，随着张家港市开发趋于完善，公司安置房业务面临项目量不足的情况，该板块业务的可持续性值得关注。

表 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	--	--	--	2.57	4.70	13.04	1.77	3.52	13.04
安置房开发	5.83	11.44	6.38	1.29	2.36	-176.99	8.83	17.52	7.80
房产销售	13.03	25.58	20.75	13.58	24.81	25.01	4.14	8.22	24.99
项目转让	6.36	12.49	3.75	8.15	14.89	3.75	--	--	--
公用事业	22.20	43.38	24.48	23.47	42.88	21.46	28.23	55.99	14.66
物业租赁	1.25	2.44	67.26	1.53	2.79	49.14	1.07	2.13	61.84
其他	2.30	4.51	74.17	2.52	4.61	45.37	6.36	12.62	20.37
营业收入/毛利率合计	50.94	100.00	22.15	54.73	100.00	17.56	50.41	100.00	15.98

投资收益	5.46	7.28	3.89
------	------	------	------

注：1、公司 2020~2021 年房产销售收入来自原子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”，增资后公司持股 49.00%）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 年实现的房产销售收入来自出售本部自建沙洲湖大厦项目；2、公司 2020~2021 年实现的项目转让收入来自承建的沙洲湖科创园项目，该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 年末已全部转让完成，共实现收入 14.51 亿元，毛利率为 3.75%；3、近年来公司其他收入主要来自餐饮、住宿等服务以及自来水安装、报装等业务，其中 2022 年同比增幅较大，主要得益于投资百年人寿保险股份有限公司（已于当年全部退出）实现的利息收入；4、公司物业租赁收入主要来自旗下张家港购物公园和暨阳湖金融街的运营，其中张家港购物公园可租面积合计 7.98 万平方米，目前出租率超过 90%，暨阳湖金融街可租面积合计 3.89 万平方米，目前出租率超过 85%；5、近年来公司投资收益主要包括权益法核算的长期股权投资收益、处置金融资产取得的投资收益以及其他权益工具持有期间取得的投资收益，其中 2022 年同比降幅较大，主要由于联营企业张家港沙洲电力有限公司当年受燃料成本高企影响，经营亏损较为严重。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设及土地整理板块

跟踪期内，公司在张家港市基础设施建设开发领域仍占据主导地位，业务竞争力良好，目前存量项目投资规模较大，业务可持续性较高，但考虑到该板块资金回收速度缓慢，需关注流动性压力。

公司是张家港市重要的基础设施建设及土地整理主体，具体业务由子公司张家港城投负责开展，张家港城投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，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，为做好城东区域的开发建设，张家港城投主要承担区内市政基础设施建设、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。

跟踪期内公司业务模式及结算保持不变，仍根据张家港市政府城建计划和片区规划建设方案，自筹资金进行基础设施项目建设以及地块前期拆迁、平整，相关成本在 2018 年以前均计入在建工程，2018 年起公司将土地整理支出改计入存货，基础设施建设支出仍计入在建工程。公司承接基础设施建设及土地整理项目的资金平衡均依赖于张家港市财政局（以下简称“财政局”）拨付的资金，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资金拨付，2021 年以前公司收到相关资金后直接冲减成本（其中土地整理项目资金需待对应土地出让后才进行拨付），余额计入资本公积；2021 年起公司根据张家港市土地储备中心出具的土地整理收入确认书进行收入确认并结转成本，成本加成比例一般为 15% 左右，收到基础设施建设资金之后的会计处理则保持不变。

从业务开展情况来看，2022 年公司新增竣工基础设施项目 2 个，截至同期末，公司主要承接的基础设施项目目前均已完工，但土地整理项目量较充足，且公司未来仍将根据市政府规划承接新的项目建设，业务可持续性良好。

表 4：近年来公司主要基础设施项目概况（万元）

项目名称	总投资额	已投资额	开工时间	竣工时间
西水道整治一期	85,000.00	85,000.00	2013 年	2019 年
西水道整治二期	130,000.00	130,000.00	2014 年	2020 年
西水道长沙河-福山塘段边滩整治工程	80,000.00	80,000.00	2014 年	2020 年

小城河建设	205,300.00	205,300.00	2009 年	2015 年
张家港市域生活污水处理扩建一期工程	150,800.00	150,800.00	2012 年	2016 年
南苑路东延	29,060.00	29,060.00	2013 年	2016 年
职中路北段	3,200.00	3,200.00	2014 年	2016 年
沈巷路	2,580.00	2,580.00	2015 年	2018 年
镇中路	3,860.00	3,860.00	2015 年	2018 年
塘桥富民路	3,400.00	3,400.00	2016 年	2016 年
塘桥滨河路	3,400.00	3,400.00	2016 年	2016 年
中兴路	1,875.00	1,875.00	2016 年	2017 年
南苑东路改造一期	6,250.00	6,250.00	2016 年	2017 年
蒋乘路（南段）	4,080.00	4,080.00	2015 年	2017 年
南苑东路改造二期	5,300.00	5,300.00	2016 年	2017 年
南苑东路改造三期	4,200.00	4,200.00	2017 年	2018 年
华昌路改造	4,310.00	4,310.00	2017 年	2018 年
泗港路改建	500.00	500.00	2017 年	2018 年
暨阳东路东延（东二环路至农鹿路）工程	12,600.00	12,600.00	2018 年	2019 年
沙洲东路（东二环路至农鹿路）改造工程	16,000.00	16,000.00	2019 年	2021 年
泗闸路（西二环路至疏港高速）	6,500.00	3,000.00	2021 年	2022 年
沪通铁路张家港站综合体（塔楼）工程	33,855.00	28,000.00	2019 年	2022 年
合计	792,070.00	782,715.00	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2022 年末公司在整理土地情况（亩、万元）

序号	地块名称	面积	总投资额	已投资额	计划建设周期
1	城西新区 10#地块	207.38	65,000.00	48,086.26	2014~2024
2	城西新区 4#地块	100.22	30,000.00	21,564.72	2015~2024
3	城西新区 6#地块	191.77	60,000.00	32,269.43	2014~2024
4	西扩 36#地块	136.56	50,000.00	15,909.27	2021~2024
5	西扩 38#地块	77.78	29,000.00	4,557.67	2021~2024
6	城西西扩地块	394.46	140,000.00	135,844.01	2014~2024
7	东城 3#地块	1,535.91	550,000.00	309,165.56	2015~2028
8	东城 5#地块	1,020.95	380,000.00	263,675.65	2015~2028
9	东城 6#地块	1,142.50	430,000.00	119,289.23	2015~2028
合 计		4,807.53	1,734,000.00	950,361.81	--

注：截至 2022 年末，公司暂无拟整理土地。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体看，公司基础设施建设及土地整理业务的稳定性较高，可持续性良好，但资金回收速度较慢，截至 2022 年末，尚未结转的基础设施建设及土地整理成本合计 300.25 亿元，资金沉淀较为严重；此外，公司在整理土地尚需投资规模较大，且完成整理的土地需出让后才能结转成本，资金拨付存在一定滞后，存量项目亦面临一定投资需求，中诚信国际将对公司流动性压力保持关注。

安置房开发板块

得益于部分安置房的集中结算并移交，2022 年公司安置房销售收入大幅提升；跟踪期内，公司的安置房开发业务保持重要性，整体回款情况良好，但随着区内安置需求下降，公司目前在手安置房项目量不足，需关注该板块业务可持续性。

跟踪期内，公司仍作为张家港市重要的安置房建设主体，具体业务由张家港城投子公司张家港城投置业有限公司负责开展，目前仍主要采取委托代建和自建销售两种经营模式，其中代建的安置房项目主要系早期受张家港市土地储备中心（以下简称“土储中心”）委托。近年来公司承接安置

房项目的建设模式均为自建。

在委托代建模式下，公司根据张家港市政府的安置房建设计划，与土储中心、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，待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。在自建销售模式下，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建筑施工单位进行垫资，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，待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。公司在两种模式下建设的安置房项目在品质上并无差别，销售价格均受政府指导，若出现销售房款无法覆盖建设成本的情况，将由政府补贴部分资金，公司将收到的补贴款一并计入安置房开发业务收入。

从业务开展情况来看，目前公司主要完工的安置房项目整体已实现大部分回款，但随着张家港市的开发趋于完善、区域内拆迁安置需求逐渐减少，公司目前在建安置房项目仅为新乘北苑四期（自建），项目总投资 18.50 亿元，截至 2022 年末已投资 5.31 亿元，同期末无拟建安置房项目，业务可持续性较弱。2022 年公司安置房开发收入同比有所增长，主要得益于当年与土储中心集中结算并移交了一批代建安置房，但受政府补贴滞后影响，近年来公司安置房业务毛利率水平波动较大。

表 6：截至 2022 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	建设周期	项目总投资	累计已确认收入	累计回款金额
前溪锦苑	2011~2016	56,496.46	57,626.39	57,626.39
范庄花苑	2011~2016	122,310.53	127,358.78	127,358.78
港新花苑	2011~2016	45,422.29	43,259.01	43,259.01
百家桥	2013~2016	144,179.77	136,935.67	136,935.67
七里庙	2011~2014	203,000.00	165,452.92	165,452.92
合计	--	571,409.05	528,702.17	530,632.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：截至 2022 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	已销售面积	已销售金额	已回款情况	后续销售安排
新航花苑	213,613.70	101,358.92	101,358.92	预计 2023 年完成销售
新乘北苑二期	210,637.81	66,419.25	66,419.25	预计 2023 年完成销售
丽新花苑一期	126,477.67	50,628.91	50,628.91	预计 2023 年完成销售
新乘北苑三期	32,825.20	13,494.90	13,494.90	预计 2024 年完成销售
合计	583,554.38	231,901.98	231,901.98	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体看，公司完工安置房项目回款情况尚可，但随着区域安置需求下降，目前在建及拟建的项目量较少，未来该板块业务的可持续性值得关注。

公用事业板块

跟踪期内，公司的公用事业板块在张家港市保持垄断优势，整体经营稳中向好，为公司提供了稳定的经营性收入及现金流。

公司公用事业板块包括燃气业务和水务业务，运营主体分别为子公司张家港港华燃气有限公司（以下简称“港华燃气”）¹和张家港城投子公司张家港市给排水公司（以下简称“给排水公司”）。

燃气业务方面，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，目前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，近三年西气与川气平均单位成本分别为 2.30 元/立方米、2.42 元/立方米和 3.28 元/立方米。燃气销售价格方面，根据张家港市发展与改革委员会（以下简称“张家港市发改委”）《关于疏导张家港市非居民用管道天然气采暖季销售价格的通知》（张发改价[2022]26 号），2022 年 11 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日期间，非居民和其他（公用事业）用管道天然气采暖季销售价格调整为 4.546 元/立方米，截至目前，张家港市非采暖季管道天然气价格尚未完成调整。

从业务开展情况来看，随着张家港市燃气管网不断向乡镇延伸，港华燃气的用户总数不断增加，但受上游气价上涨影响，近年来公司燃气业务毛利率呈现下滑趋势。

表 8：近年港华燃气运营情况（万立方米、公里、万户、亿元）

业务指标	2020	2021	2022	2023.1~3
天然气销售量	50,013	54,689	54,868	14,178
管网长度	1,818	2,116	2,234	2,251
用户总数	24.33	27.06	29.59	30.26
销售收入	15.91	20.66	24.04	7.22
毛利率	18.61	16.47	11.08	6.81

注：截至 2023 年 3 月末，港华燃气拥有低压管网 1,120.94 公里、中压管网 996.96 公里和高压管网 133.46 公里，管网长度合计约 2,251.36 公里。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水务业务方面，给排水公司是张家港市占据垄断地位的自来水供应商，此外还从事污水处理及给排水施工业务。截至 2022 年末，给排水公司拥有两座运营中的水厂——张家港市第三水厂和第四水厂，供水能力合计 80 万立方米/日（第三水厂和第四水厂的供水能力分别为 20 万立方米/日和 60 万立方米/日），同期末供水管网总长度为 8,042.71 公里，基本覆盖张家港市市区和下辖各乡镇。跟踪期内，张家港市自来水价格未发生调整，公司 2022 年供水量及自来水销售收入与上年基本持平，漏损率略有下降，同时水质合格率保持 100.00%。

表 9：近年来公司自来水业务经营指标

业务指标	2020	2021	2022
日供水能力（万立方米/日）	80	80	80
供水管网总长度（公里）	7,961	8,272	8,043
全年供水量（亿立方米）	1.63	1.69	1.66
全年售水量（亿立方米）	1.46	1.52	1.50

¹ 公司持有港华燃气 50%股权，具有实际控制权，另一股东为香港中华煤气有限公司。

漏损率 (%)	10.30	10.38	9.80
---------	-------	-------	------

注：2022 年公司供水管网长度较上年有所减少，主要系当期乡村废弃管道拆除以及本次重新统计扣除了进户管部分。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：截至 2022 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

此外，随着给排水公司对持有的污水处理厂不断进行提标扩建，污水处理能力持续提升。水费收缴方面，由于给排水公司收取的水费中已经包括污水处理费，2022 年以前，给排水公司将其代收的污水处理费先上缴至财政局，再由财政局全额支付予给排水公司；2022 年起，给排水公司污水处理费收缴模式转变为政府购买服务模式，其中上缴流程不变，但下拨时系每年年初由财政局将上一年完成成本监审的污水处理费先拨付予张家港市水务局（以下简称“水务局”），水务局拨付给张家港市水务环保集团有限公司（以下简称“水务集团”）之后，再由水务集团拨付予给排水公司并开票。此外，近年来张家港市污水处理价格保持稳定。

表 11：近年公司污水处理情况

	2020	2021	2022
污水处理能力（万立方米/日）	28.50	33.20	35.70
污水处理量（万立方米）	7,230	7,990	8,896
污水处理费（亿元）	2.00	2.01	1.97

注：上表中污水处理费系实际收取的口径，2022 年在污水处理量同比增长的情况下，公司收取的污水处理费却略有下降，主要由于当年四季度非居民污水处理费缓交。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体看，公司公用事业板块在张家港市保持垄断地位，经营优势显著，随着覆盖程度不断深化，整体收入规模保持稳步增长。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平。受益于政府的大力支持，跟踪期内公司所有者权益持续增长，具备较强的资本实力，加之商品房业务的剥离，公司财务杠杆水平有所下降，但经营获现能力一般，整体利息保障能力有待提升。

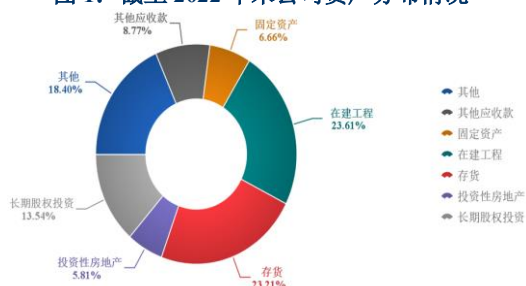
资本实力与结构

跟踪期内，持续获得的政府支持提升了公司的资本实力，财务杠杆率随之下降但仍处于偏高水平；公司资产具备一定收益性，但流动性不足，整体资产质量有待提升。

作为张家港市重要的国有资产经营及基础设施投资运营主体，公司地位重要，资产规模位居张家港市平台第二，但 2022 年末资产总额同比下降 3.26%，主要由于当年债务偿付规模较大，货币资金余额下降较多。

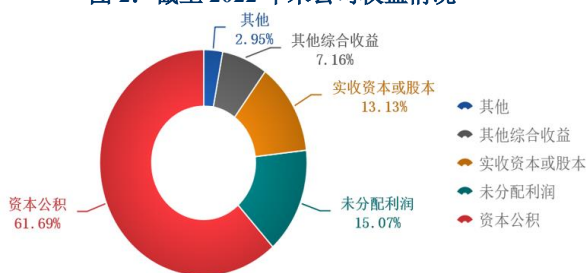
公司资产主要由基础设施建设、土地整理、安置房开发三大业务板块形成的存货、在建工程及固定资产构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重近 60%，且公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。此外，公司拥有燃气、水务等稳定现金流资产以及一定规模的出租物业资产，对公司收益及现金流的贡献尚可。具体来看，截至 2022 年末公司非流动资产主要由持有的金融资产²、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和在建工程构成，其中长期股权投资同比明显增长，主要系联营公司张家港市高铁投资发展有限公司当年收到大额股权投资导致其他权益变动余额随之增加；投资性房地产主要系公司持有的张家港购物公园和暨阳湖金融街等商业房地产，采用公允价值计量模式，固定资产则主要包括房屋建筑物和机器设备，近年来变化不大；在建工程主要为土地整理、建筑工程和道路桥梁的建设支出，同比有所下降，主要由于当年结算了较大规模的土地整理项目（对应土地整理成本约 32.26 亿元）。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，其中货币资金以银行存款为主，受限规模 1.49 亿元主要为银行承兑汇票保证金；其他应收款主要系与区域内其他国企的往来款，账龄集中分布在 1 年以内，前五大其他应收对象的应收款项合计占比 84.58%，集中度较高；存货主要为土地整理成本及安置房开发成本，随着项目有序推进，余额在跟踪期内有所增长。总体来看，公司资产具备一定收益性，但其中基建项目开发成本占比较高，资产流动性不足，整体资产质量较低。

图 1：截至 2022 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 2：截至 2022 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

由于公司将关于基础设施建设及土地整理业务的财政拨款冲减相应成本后余额计入资本公积，近年来受益于政府的持续支持，公司资本公积不断增加，带动经调整的所有者权益增长。预计未来政府将持续向公司拨付资金，公司所有者权益将进一步增厚，资本实力将保持强劲。

近年来受益于商品房业务剥离以及自有资本实力增强，公司财务杠杆水平持续下降，但资产负债率仍保持在 60% 以上、总资本化比率仍保持在 55% 以上，且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，公司财务杠杆率预计仍将处于较高水平。

表 12：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
货币资金	55.20	47.11	31.40
其他应收款	62.30	72.41	68.53
存货	244.62	175.06	181.44
流动资产总额	426.89	344.27	313.66

² 公司自 2021 年 1 月 1 日起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。

长期股权投资	32.40	84.66	105.81 ³
投资性房地产	45.17	45.44	45.43
固定资产	52.72	50.10	52.10
在建工程	190.98	210.11	184.53
非流动资产总额	378.52	463.75	468.04
资产总额	805.41	808.02	781.70
经调整的所有者权益合计	244.78	274.78	281.50
资产负债率	69.61	65.99	63.99
总资本化比率	58.99	57.79	57.15

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量尚可，但经营活动贡献的现金净流入规模存在一定波动，经营获现能力较为一般，且持续大规模的对外投资加大资金缺口，经营发展对外部融资有较强依赖性，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。

受商品房业务剥离影响，跟踪期内公司收入有所下降；得益于主营业务回款情况良好，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模与营业收入较为匹配，收现比保持在 1 左右，收入质量尚可。

公司经营活动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及往来款情况，近年来净额波动较大，主要受往来频繁影响，经营活动获现能力总体表现一般。

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，每年均保持较大规模的支出，加之基金等股权投资尚未进入回报周期，投资活动现金流入规模有限，其投资活动现金流近年来持续净流出。

如前所述，公司投资活动存在一定缺口，且经营活动净现金流波动较大，加之近年来处于偿债高峰期，进一步加剧了对外部融资的需求。公司外部融资主要依赖于银行借款和债券发行，近年来通过筹集资金叠加可动用账面资金弥补资金缺口，导致货币资金余额有所下降。

表 13：近年来公司现金流情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	-29.28	11.77	6.45
投资活动产生的现金流量净额	-4.18	-34.99	-10.81
筹资活动产生的现金流量净额	68.59	14.99	-11.41
现金及现金等价物净增加额	35.14	-8.23	-15.77
收现比	1.34	1.00	0.99

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模较大，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；跟踪期内公司 EBITDA 对利息的覆盖水平有所提升，但整体保障能力依然有限。

随着经营业务的不断发展、对外投资的持续推进，公司外部债务融资需求随之推升，近年来债务

³ 截至 2022 年末，公司主要长期股权投资对象包括本部投资的张家港市金宏投资发展有限公司（账面余额 12.73 亿元）和张家港金厦房地产开发有限公司（账面余额 8.37 亿元）、子公司张家港城投投资的张家港市高铁投资发展有限公司（账面余额 44.69 亿元）以及孙公司张家港市暨阳湖开发有限公司投资的张家港市招港股权投资合伙企业（有限合伙）（账面余额 8.71 亿元）和张家港弘盛产业资本母基金合伙企业（账面余额 6.78 亿元）。

规模维持高位，2020~2022 年债务的复合增长率约 3.25%。公司债务以银行借款、债券发行为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，债务类型及渠道较多元。债务结构方面，跟踪期内公司短期债务占比有所提高，但债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 14：截至 2022 年末公司债务（不含应付票据）到期分布情况（亿元）

	类型	金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	保证借款/抵押借款/信用借款	213.45	46.20	11.25	7.71	148.29
债券融资	公司债/中票/PPN	157.11	64.39	27.40	18.90	46.42
其他	拆借款	1.60	1.60	--	--	--
合计	--	372.17	112.19	38.65	26.61	194.72

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额、费用化利息支出以及折旧构成，利润总额中投资收益的贡献度较高，近年来受市场环境影响，公司投资收益规模有所波动，EBITDA 亦呈小幅波动态势。跟踪期内得益于利息支出的下降，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度有所提升，但仍无法对其形成有效覆盖；此外，公司经营活动净现金流对利息的保障能力总体较弱，且随着经营活动净现金流的波动而有所波动。

表 15：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022
总债务	352.12	376.19	375.37
短期债务占比	22.79	21.87	30.74
EBITDA	10.29	13.42	11.62
EBITDA 利息覆盖倍数	0.71	0.64	0.72
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-2.02	0.56	0.40

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，截至 2022 年末，公司受限资产规模合计 64.18 亿元，主要为用于借款抵押的投资性房地产、无形资产及存货等，占当期末总资产的 8.21%，存在一定的抵质押融资空间；同期末，公司对外担保余额为 65.52 亿元，占当期末净资产的比例为 23.28%，被担保对象主要系张家港市国有企业，但仍存在一定或有负债风险。此外，截至目前公司不存在重大未决诉讼情况。

表 16：截至 2022 年末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	担保金额
1	张家港华兴金城电力有限公司	78,800.00
2	张家港市金港镇万顷良田生态农业投资发展有限公司	16,000.00
3	张家港市金厦房地产开发公司	113,500.00
4	张家港市双山岛投资开发有限公司	20,500.00
5	张家港市双山旅游度假开发有限公司	24,565.00
6	张家港市双山综合开发有限公司	101,491.00
7	张家港双山宾馆有限公司	10,000.00
8	张家港双山建设投资发展有限公司	65,450.00
9	张家港双山农业投资发展有限公司	26,970.00
10	张家港双山香山文化旅游发展有限公司	14,900.00
11	张家港双山园林绿化有限公司	38,425.00

12	张家港市高铁投资发展有限公司	88,000.00
13	张家港市长江生态保护发展有限公司	56,600.00
合计		655,201.00

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 2023 年 4 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测⁴

假设

——2023 年，公司仍将作为张家港市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，没有显著规模的资产划入和划出。同时公司主营业务板块将稳步发展，整体收入规模及盈利水平较上年变化不大。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 20~25 亿元，股权类投资规模在 10~15 亿元。

——2023 年，公司到期债务规模较大，当年新增债务主要用于偿债，债务总额预计将略有下降。

预测

表 17：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	57.79	57.15	51.34~62.74
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.64	0.72	0.58~0.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较为充足，未来一年流动性来源基本可覆盖流动性需求。

2022 年末公司可动用账面资金为 39.24 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，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 303.17 亿元，尚未使用授信额度为 96.01 亿元，备用流动性充足。此外，近年来公司在债券市场表现较为活跃，目前在手批文包括 19.40 亿元私募公司债券，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司规模，未来一年投资支出主要集中于基建项目及股权投资，资金需求在 30~40 亿元之间。同时，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 115.40 亿元。综上所述，公司流动性较为充足，未来一年流动性来源基本可覆盖流动性需求。

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司注重可持续发展和安全管理，并积极履行作为国企的社会责任，但治理结构和内控制度有待优化，目前 ESG 表现对持续经营和信用风险基本无负面影响。

环境方面，公司燃气、水务以及工程建设类业务可能会面临一定环境风险，但尚未受到监管处罚，截至目前，公司在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现良好。

社会方面，公司近年来未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出过产品责任事件，同时在员工责任、社会贡献等方面表现较好，但需关注行业上下游供应链暴露的潜在风险。

治理方面，公司发展战略符合行业政策和公司经营目标，但内控管理和治理结构有待进一步优化。

外部支持

中诚信国际认为，张家港市政府对公司的支持能力很强，主要体现在以下方面：

张家港市依托良好的区位及港口优势，不断优化产业内部构成，发展质量和效益持续提升，为全市经济、财政实力增长提供了有力支撑，综合实力在全国百强县（市）排名中稳居前三。同时，近年来固定资产投资及城市更新推升了张家港市政府的资金需求，政府融资规模不断增加，2022 年政府债务余额在苏州下辖区 10 个县中排名第四，政府债务率低于国际 100%警戒标准。但考虑到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，张家港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) 区域重要性较高：公司在张家港市的基础设施建设投融资领域处于领导地位，代表市级政府参与全市的基础设施建设、土地整理及安置房开发项目，同时承担市内燃气供应、自来水供应及污水处理等公用事业运营，资产规模在张家港市国有资产管理中心（以下简称“市国资中心”）管理资产中仅次于母公司张家港市国有资本投资集团有限公司，区域重要性较高。
- 2) 与政府的关联度很高：公司实际控制人为市国资中心，根据市政府意图承担重大项目投融资任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得项目建设专项资金拨付等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。

表 18：2022 年张家港市级类平台比较（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
张家港市国有资本投资集团有限公司	张家港市国有资产管理中心 100%	张家港市最重要的国有资本运营和投资主体	982.61	336.93	65.71	51.83	1.76	139.85
子公司：张家港市金城投资发展有限	张家港市国有资本	张家港市重要的基础设施开发建设及公用事业	781.70	281.50	63.99	50.41	2.33	46.83

⁵中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

公司	投资集团 有限公司 100%	运营主体						
孙公司：张家港市 城市投资发展集团 有限公司	张家港市 金城投资 发展有限 公司 100%	张家港市重要的基础设 施开发建设主体，同时 从事水务、物业租赁等 经营性业务	643.19	212.78	66.92	20.94	1.86	111.95

注：债券余额为截至 2023 年 5 月 22 日数据。

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，张家港市政府对公司很强的支持能力和较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，金城投资与昆山城投、常熟城投、太仓城投等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险综合来看并无显著差异，其中张家港市的支撑能力与昆山市、常熟市相当，太仓市的支撑能力相对较弱，四者对上述公司均有强或较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，张家港市与昆山市、常熟市、太仓市均作为苏州市代管的县级市，行政地位相当，经济财政实力处于可比区间，区域债务压力和市场融资环境接近。金城投资与上述平台均为市国资委实际控制的重要城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对它们具有强或较强的支持意愿。

其次，金城投资的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对它的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务结构较为多元化，但也存在部分业务自我造血能力不足、历史包袱较重等问题。

然后，金城投资的财务风险在同业中处于适中水平。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，但财务杠杆水平偏高，且 EBITDA 对利息覆盖能力处于较低水平。此外，金城投资目前可用银行授信较为充足，资产受限比例较低，再融资能力较强。

表 19：2022 年同行业对比表

	金城投资	昆山城投	常熟城投	太仓城投
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	江苏省-苏州市-张家港市	江苏省-苏州市-昆山市	江苏省-苏州市-常熟市	江苏省-苏州市-太仓市
GDP（亿元）	3,302.40	5,006.66	2,773.97	1,653.57
GDP 增速（%）	1.3	1.8	2.0	2.2
人均 GDP（元）	228,129.32	239,267.36	164,520.00	196,500.00
一般公共预算收入（亿元）	219.07	430.18	220.00	177.80
公共财政平衡率（%）	95.19	113.51	76.44	99.37
政府债务余额（亿元）	213.88	256.56	247.46	168.32
控股股东及持股比例	张家港市国有资本投资集团有限公司 100.00%	江苏省昆山市人民政府国有资产监督管理委员会 100.00%	常熟市国有资本投资运营集团有限公司 100.00%	太仓市太詠控股集团有限公司 100.00%
职能及地位	张家港市重要的基础设施开发建设及公用事业运营主体	昆山市重要的基础设施投融资主体	常熟市重要的基础设施建设投融资及公用事业运营主体	太仓市重要的城市基础建设开发建设主体

核心业务及收入占比	公用事业 55.99%、 安置房开发 17.52%	安置房及商品房 销售 55.69%、利 息收入 25.90%	天然气销售 52.96%、自来水及 污水处理 14.52%、 基础设施建设 18.06%	商品销售 54.57%、工程项 目建设 23.98%
-----------	------------------------------	--------------------------------------	--	----------------------------------

总资产（亿元）	781.70	513.70	317.82	341.10
经调整的所有者权益合计 （亿元）	281.50	160.08	127.90	118.92
总负债（亿元）	500.20	353.62	184.93	222.18
总资本化比率（%）	57.15	63.89	50.72	42.94
营业总收入（亿元）	50.41	22.78	64.48	10.23
净利润（亿元）	2.33	1.65	3.47	0.73
EBITDA（亿元）	11.62	0.51	9.73	3.43
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.72	0.96	2.26	0.81
经营活动产生的现金流量净 额（亿元）	6.45	-28.16	3.40	-13.79
可用银行授信余额（亿元）	96.01	240.92	102.48	82.34
债券融资余额（亿元）	41.30	82.00	75.15	61.40

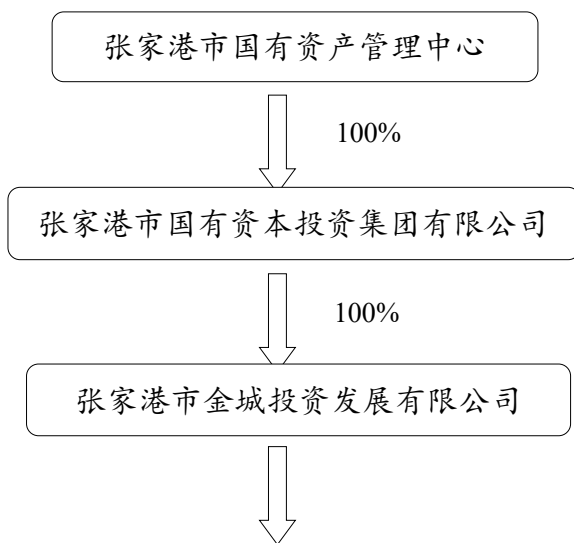
注：1、太仓城投的总资本化比率、EBITDA 及 EBITDA 利息覆盖倍数均为 2021 年数据；2、可用银行授信余额方面，金城投资、昆山城投、常熟城投的统计口径均为截至 2023 年 3 月末，太仓城投的统计口径为截至 2022 年 3 月末；3、债券融资余额为截至 2023 年 6 月 20 日数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

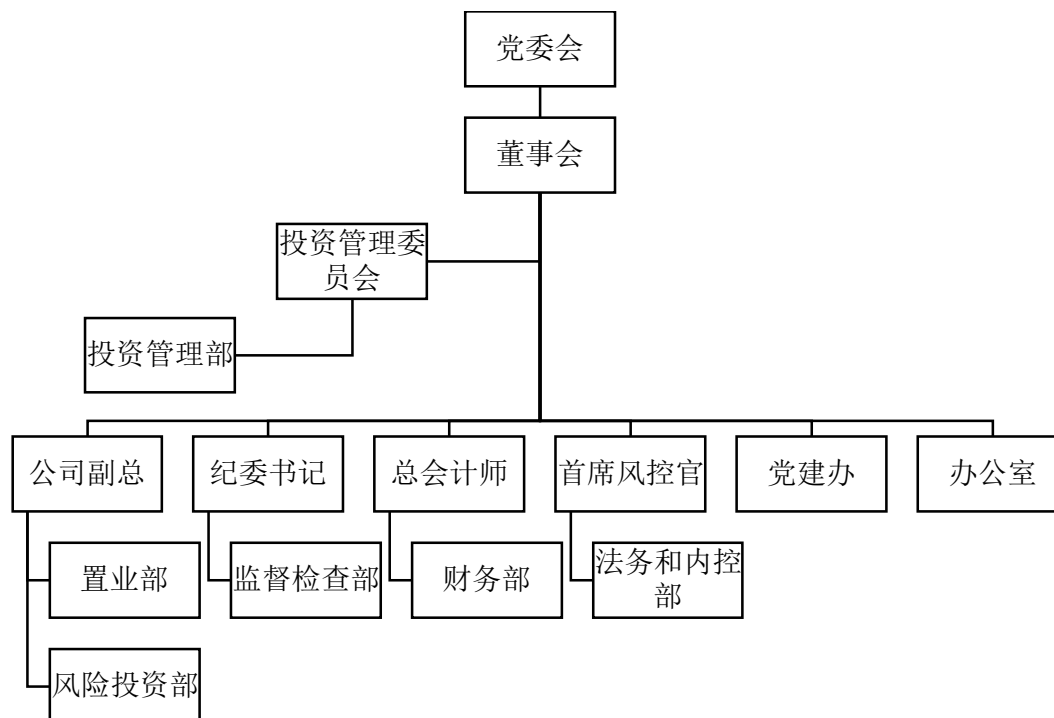
评级结论

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 年末）



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



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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）	2020	2021	2022
货币资金	552,001.91	471,091.18	313,979.95
非受限货币资金	539,060.80	456,807.11	299,110.54
应收账款	17,039.05	29,682.62	43,170.47
其他应收款	622,967.34	724,117.83	685,276.78
存货	2,446,189.43	1,750,609.23	1,814,366.36
长期投资	701,157.44	1,306,069.81	1,574,621.48
在建工程	1,909,786.74	2,101,130.34	1,845,348.83
无形资产	143,995.18	189,667.05	199,625.22
资产总计	8,054,117.23	8,080,238.39	7,817,004.93
其他应付款	1,015,402.34	1,239,003.50	715,001.46
短期债务	802,534.39	822,680.07	1,153,965.85
长期债务	2,718,666.57	2,939,216.86	2,599,743.21
总债务	3,521,200.96	3,761,896.92	3,753,709.06
负债合计	5,606,274.30	5,332,438.63	5,001,971.24
利息支出	144,865.94	211,006.26	161,650.82
经调整的所有者权益合计	2,447,842.93	2,747,799.75	2,815,033.69
营业总收入	509,436.60	547,294.11	504,146.36
经营性业务利润	978.53	-26,368.65	2,020.55
其他收益	2,338.26	1,117.76	29,483.56
投资收益	54,576.04	72,762.59	38,875.55
营业外收入	8,876.24	1,163.17	943.39
净利润	43,889.22	50,296.30	23,333.80
EBIT	67,081.25	98,589.45	79,685.80
EBITDA	102,853.49	134,203.74	116,167.46
销售商品、提供劳务收到的现金	681,626.67	545,889.61	500,679.37
收到其他与经营活动有关的现金	255,070.50	292,717.12	257,959.27
购买商品、接受劳务支付的现金	827,536.52	546,831.37	390,474.37
支付其他与经营活动有关的现金	327,029.00	85,115.49	226,998.74
吸收投资收到的现金	4,820.00	12,283.50	16,950.00
资本支出	225,105.97	190,428.46	253,819.75
经营活动产生的现金流量净额	-292,783.30	117,690.00	64,533.21
投资活动产生的现金流量净额	-41,779.54	-349,856.47	-108,144.81
筹资活动产生的现金流量净额	685,946.83	149,912.78	-114,084.76
现金及现金等价物净增加额	351,383.99	-82,253.69	-157,696.57
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	22.15	17.56	15.98
期间费用率(%)	18.76	19.61	19.89
应收类款项/总资产(%)	7.95	9.33	9.32
收现比(X)	1.34	1.00	0.99
资产负债率(%)	69.61	65.99	63.99
总资本化比率(%)	58.99	57.79	57.15
短期债务/总债务(%)	22.79	21.87	30.74
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-2.02	0.56	0.40
总债务/EBITDA(X)	34.24	28.03	32.31
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.16	0.10
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.71	0.64	0.72

注：1、中诚信国际根据 2019~2022 年审计报告整理；2、其他应付款、其他流动负债中的带息债务调入短期债务，其他非流动负债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-公益性资产调整
	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)/资产总额
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-非经常性损益调整项
现金流	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
	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：“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”。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