



2021年第一期、2022年第一期、2022年第二期 长兴城市建设投资集团有限公司绿色债券 2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年第一期、2022年第一期、2022年第二期长兴城市建设投资集团有限公司绿色债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
G21 长兴 1/21 长兴绿色债 01	AA+	AA+
G22 长兴 1/22 长兴绿色债 01	AA+	AA+
G22 长兴 2/22 长兴绿色债 02	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：长兴县地处长三角中心腹地，区位优势明显，长兴城市建设投资集团有限公司（以下简称“长兴城建”或公司）是长兴县重要的基础设施投资建设主体之一，区域定位显著，业务布局呈多元化趋势，主营业务可持续性仍较好，且继续获得较大力度的外部支持；同时中证鹏元关注到公司存量资产主要沉淀于存货和应收款项等，流动性较弱，公司总债务规模继续扩大且债券融资占比较高，需关注再融资稳定性，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司仍将作为长兴重要的基础设施建设投资建设主体之一，主营业务持续性仍较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：何馨逸
hexy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	794.91	764.77	705.55	624.56
所有者权益	329.38	329.01	326.98	299.48
总债务	390.21	366.38	325.45	269.77
资产负债率	58.56%	56.98%	53.66%	52.05%
现金短期债务比	0.82	0.70	0.97	0.76
营业收入	6.80	32.83	32.17	22.94
其他收益	1.60	9.06	8.95	5.53
利润总额	0.35	2.90	3.83	2.87
销售毛利率	22.30%	-0.84%	-1.84%	-1.69%
EBITDA	--	12.11	12.24	11.26
EBITDA 利息保障倍数	--	1.00	0.90	0.89
经营活动现金流净额	-8.67	-44.86	-30.44	-10.50

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **长兴县地处长三角中心区域，区位优势明显。**长兴县地处长三角中心腹地，作为江浙皖三省通衢的几何中心和重要的交通枢纽，区位优势明显；新型电池、新能源汽车及关键零部件、高端装备制造和现代纺织为当地主导产业，近年工业经济增长强劲，进出口是经济增长重要推力，2022 年实现地区生产总值 853.37 亿元，经济体量在湖州市 5 个区县中位列第二。
- **公司区域定位显著，业务布局趋于多元化。**公司是长兴县直属一级四大城投集团之一，区域定位显著，继续对长兴县基础设施投资建设和土地开发整理贡献较大，经过市场化转型，目前业务涵盖基础设施建设、土地一级开发、房地产销售、商品贸易、水务运营、资产租赁、特许经营等多项业务板块，业务布局和收入来源呈多元化发展趋势。
- **公司主营业务可持续性仍较好。**公司 2022 年末存货中合同履约成本和开发产品账面规模合计 216.40 亿元，主要系在建及已完工的土地整理和工程代建项目，同时公司砂石经营和停车管理等业务具有区域专营优势，水务板块供水能力得到进一步提升，公司主营业务可持续性较好。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**公司继续获得长兴县人民政府及相关部门较大力度的外部支持，2022 年公司获得财政补贴 9.06 亿元，获得财政贴息 5.20 亿元，利润水平得到了有效提升。

关注

- **存量资产沉淀于存货和应收款项等，流动性较弱。**2022 年末公司资产以存货、其他应收款、投资性房地产和无形资产为主，合计占比近 80%；其中存货已完工项目的收入确认时点和其他应收款的回收时点均存在较大不确定性，无形资产中砂石经营权盈利能力较差，货币资金和投资性房地产受限比重较高，资产整体流动性较弱。
- **公司总债务规模继续扩大且债券融资占比较高，到期偿债压力大，需关注再融资稳定性。**随着公司业务规模的持续扩张及在建项目的持续推进，公司总债务规模进一步扩张，账面资金对到期债务覆盖压力较大，且近年公司经营活动现金持续净流出，预计仍将主要依赖再融资和政府支持偿还到期债务；公司债券融资占比超 50%，需关注区域融资环境边际变化对公司再融资稳定性的潜在影响。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额为 117.15 亿元，占当期末净资产的比重为 35.61%；担保对象均为长兴县下属国有企业及事业单位，区域集中度较高，对外担保规模较大且均无反担保措施。

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
长兴交投	负责长兴县的交通基础设施建设、土地开发业务等	819.70	368.48	36.71
长兴城投	负责长兴县基础设施工程建设、土地整理开发、房地产销售等业务	764.77	329.01	32.83
长兴金控	长兴县内土地开发整理、基础设施建设等业务	839.48	369.56	41.19

注：（1）长兴交投为长兴交通投资集团有限公司的简称、长兴金控为浙江长兴金融控股集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年（末）数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分	评分要素	评分
区域状况	5/7	城投融资&财务状况	7/7
区域状况	5/7	城投融资&财务状况	6/7
行政层级	2/5		
调整因素			
ESG 因素			0
审计报告质量			0
不良信用记录			0
补充调整			0
个体信用状况			aa
外部特殊支持			1
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 aa，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是长兴县重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，长兴县人民政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在公司与长兴县人民政府的联系非常紧密以及对长兴县人民政府较为重要。同时，中证鹏元认为长兴县人民政府提供支持的能力很强，主要体现在很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AA+/"G21 长兴 1/21 长兴绿色债 01"	2022-6-21	秦风明, 何馨逸	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA+/稳定	AA+/"14 长兴债/PR 长兴债"	2019-5-14	韩飞、张旻燊	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA+/"12 长兴债/12 长兴建债"	2012-9-28	刘书芸、郑舟	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	阅读全文

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
G21 长兴 1/21 长兴绿色债 01	5.00	5.00	2022-6-21	2028-8-26
G22 长兴 1/22 长兴绿色债 01	10.00	10.00	2022-6-21	2029-3-22
G22 长兴 2/22 长兴绿色债 02	3.40	3.40	2022-6-14	2029-7-21

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2021年8月26日公开发行7年期5亿元绿色债券，募集资金计划3.20亿元用于长兴县水环境综合治理项目，其余部分用于补充营运资金。截至2023年4月30日，“G21长兴1/21长兴绿色债01”募集资金专项账户余额合计为2,132,276.05元。

公司于2022年3月22日公开发行7年期10亿元绿色债券，募集资金计划6.00亿元用于长兴县水环境综合治理项目，其余部分用于补充营运资金。截至2023年4月30日，“G22长兴1/22长兴绿色债01”募集资金专项账户余额合计为598,901.69元。

公司于2022年7月21日公开发行7年期3.40亿元绿色债券，募集资金2.30亿元用于长兴县水环境综合治理项目，剩余1.10亿元用于补充营运资金。截至2023年4月2日，“G22长兴2/22长兴绿色债02”募集资金专项账户余额合计为592,022.25元。

三、发行主体概况

截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本仍为23.00亿元，跟踪期内公司控股股东和实际控制人未发生变化，仍为长兴县人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“长兴县国资办”），持股比例为69.57%。2022年公司合并报表范围变化情况如下：

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
长兴民祥殡葬服务有限公司	100.00%	8,000.00	新设
浙江同升工程咨询有限公司	100.00%	5,000.00	非同一控制下企业合并
浙江一启建设工程有限公司	100.00%	10,800.00	非同一控制下企业合并
长兴创惠农业有限公司	100.00%	500.00	新设
湖州湖兴燃新能源开发有限公司	60.00%	3,000.00	新设
长兴创拓环保科技有限公司	67.00%	500.00	新设
永鑫（天津）商业保理有限公司	100.00%	9,000.00	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	不再纳入的原因
浙江长兴永盈股权投资有限公司	无偿划转
长兴县金陵高级中学	无偿划转

长兴县实验中学	无偿划转
长兴县实验小学	无偿划转
长兴县第二实验小学	无偿划转

资料来源：公司 2022 年审计报告，公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

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

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

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司

作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

长兴县地处长三角中心腹地，良好的生态优势为旅游赋能，新型电池、新能源汽车及关键零部件、高端装备制造和现代纺织为当地主导产业，近年工业经济增长强劲，进出口是经济增长重要推力，整体财政实力有所提升

区位优势：长兴县地处长三角中心腹地，作为江浙皖三省通衢的几何中心和重要的交通枢纽，区位优势明显。长兴县是浙江省湖州市下辖县，地处长三角中心腹地，位于太湖西南岸，东临太湖，与苏州、无锡隔湖相望，拥有34公里太湖岸线，北与江苏宜兴、西与安徽广德交界，是浙江、江苏、安徽三省通衢的几何中心和重要的交通枢纽，区位优势明显。县域面积1,430平方公里，有耕地60万亩，可开发旱地10万亩，林地90万亩，水面10万亩，是国家的“粮油大县”、“商品粮生产基地县”和浙江省的产油大县。长兴县下辖9个镇、2个乡、4个街道，另设有长兴经济技术开发区（国家级开发区）、湖州

省际承接产业转移示范区长兴分区等。长兴县对外交通发达，县内有一条黄金水道（长湖申航道）、两条国道（104国道、318国道）、四条铁路（杭宁高铁、宣杭铁路、长牛铁路、新长铁路）、四条高速公路（杭宁、杭长、申苏浙皖、申嘉湖），与上海、杭州、南京等大城市均在90分钟交通圈内。根据第七次全国人口普查数据，长兴县常住人口为67.38万人，相比2010年第六次全国人口普查64.20万人呈增长态势。

经济发展水平：长兴县经济总量在湖州市5个区县中居第二位，整体发展水平较好，进出口是经济增长重要抓手。近年长兴县地区生产总值持续增长，三次产业结构由2020年的5.2:49.5:45.3调整为2022年的5.2:51.1:43.7，经济结构以第二产业为主，第三产业占比小幅下降，按常住人口计算，2022年长兴县人均GDP为125,680元，是同期全国人均GDP的146.65%，经济发展水平高于全国平均水平。2022年长兴县GDP达853.37亿元，位于2022年全国百强县第62位，经济体量在湖州市“两区三县”中居第二位，同比增速为4.2%，高于同期湖州市增速0.9个百分点。2021年长兴县固定资产投资同比下降14.3%，降幅较大，主要系交通投资同比大幅下降29.8%所致，2022年生态环境和公共设施投资增加带动同期投资增速由负转正；2020年受宏观经济影响，社会消费品零售总额呈现负增长，2021年及2022年持续向好。近年长兴县进出口总额保持良好增速，是经济增长的重要抓手，其中2022年出口额289.39亿元，同比增长12.6%。

表2 湖州市各区县 2022 年经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
吴兴区	897.3	3.5%	12.34	62.49	114.25
长兴县	853.4	4.2%	12.57	81.88	102.22
德清县	658.2	3.8%	11.89	79.84	106.61
安吉县	582.4	0.9%	9.77	62.48	89.54
南浔区	559.2	3.5%	10.24	39.55	50.5

注：人均GDP根据2022年末常住人口数据计算。

资料来源：长兴县统计月报2022年12月、湖州市人民政府网站、各区县2022年预算执行情况及2023年预算草案的报告，中证鹏元整理

表3 长兴县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	853.37	4.2%	801.39	9.5%	702.39	2.6%
固定资产投资	-	2.4%	-	-14.3%	-	6.2%
社会消费品零售总额	-	2.9%	-	8.3%	-	-1.4%
进出口总额	325.32	11.6%	296.61	21.2%	241.04	24.4%
人均 GDP（元）	125,680		118,460		104,247	
人均 GDP/全国人均 GDP	146.65%		146.29%		143.89%	

注：“-”表示数据未公布；2020 年人均 GDP 根据第七次人口普查数据中常住人口计算所得；2021 年人均 GDP 根据 2021 年末常住人口数据计算。

资料来源：2020-2022 年长兴县国民经济和社会发展统计公报、长兴县统计月报 2022 年 12 月，中证鹏元整理

产业情况：长兴县良好的生态优势为旅游赋能，近年工业经济增长强劲。长兴县拥有国家4A级景区6家、3A级景区10家，全国优选旅游项目2个，省级旅游度假区1个，生态旅游（示范）区3个，工业旅游示范基地2个，2021年全年游客接待量、旅游收入分别增长16.9%、21.2%，获得全国文旅融合高质量发展典范城市、全国最佳推广旅游胜地、全国县域旅游综合实力百强县等荣誉称号，其中太湖龙之梦乐园为长兴县近年来重点旅游项目，项目于2019年起陆续运营，总投资251亿元，占地面积1.2万亩，是一个集游乐、文化演艺、宴会及养老为一体的综合性文化旅游休闲度假区，2022年实现接待旅客665万人次，完成营收9.6亿元，并推进太湖图影旅游度假区完成财政总收入1.38亿元，成为当地打造现代服务业创新发展新引擎。此外，长兴县目前形成了以新型电池、新能源汽车及关键零部件、高端装备制造、现代纺织为支柱的主导产业，其中新型电池产业拥有天能、超威、江森等一批国内外知名蓄电池品牌，获得“中国电池产业之都”等荣誉称号，新能源汽车及关键零部件产业目前以康迪、普朗特等整车生产企业以及均胜、百利得等一批汽车零部件知名企业为代表，同时2018年总投资326亿元的吉利新能源汽车项目签约落户长兴，2022年长兴县智能汽车及关键零部件产业产值突破300亿元，同比增长187.9%；高端装备制造产业主要以诺力机械、巨源机械等企业为代表，现代纺织产业拥有桐昆、金三发等重点企业，长兴县是全国家纺面料、服装辅料、窗帘布主要供应地之一，获得“中国长丝织造名城”称号。同时，长兴县重点培育电子信息、生物医药、新材料等战略性新兴产业，2022年长兴县实现规上工业增加值321.62亿元，同比增长7.4%，战略性新兴产业、高新技术产业和装备制造业分别实现增加值109.34亿元、209.36亿元和119.52亿元，分别同比增长2.6%、13.8%和34.7%，工业经济增长强劲。

发展规划及机遇：长兴县以长兴经济技术开发区为母体，整合原湖州南太湖产业集聚区长兴分区和长兴新能源装备高新技术产业园，联动循环经济产业园（和平）和绿色制造产业园（煤山），完善构建“一核心两分园”空间架构的新长兴经济技术开发区，加快建成智能汽车“万亩千亿”新产业平台，成为省级高新区，推动新能源小镇进入全省特色小镇领跑者行列，打造国家级产业转型升级示范区。长兴县主动参与以“一地六县”为主体的长三角产业合作区建设，以湖州市际承接产业转移示范区长兴分区为基础，加快建设长三角产业合作区湖州片区长兴区块，打造长三角高端制造集聚区、绿色发展样板区、深度合作先行区，力争成为长三角省际毗邻区域协同发展示范平台。此外，长兴县全面参与G60科创走廊建设，共建环太湖生态文化旅游圈、江南水乡文化体验廊道，加快建设“立足南太湖，辐射长三角”的枢纽型交通强县，完善“一环两廊、三港、六网络”布局：“一环两廊”为环太湖网和宁杭廊道、沪浙皖廊道两条廊道；“三港”为“陆、水、空”三港枢纽体系；“六网络”为建设多层次轨道交通网、纵横交织高速公路网、环状放射骨架公路网、骨干航道网、品质公交网和智慧物流网，谋划实施八三机场军民两用工程，加快推进盐泰锡常宜湖城际、如通苏湖长城际、宜长城际、宣杭铁路开行城际列车等项目规划建设，共建“轨道上的长三角”。

财政及债务水平：近年来长兴县财政实力整体有所提升，财政自给程度尚可，政府债务余额规模较大。长兴县近年一般公共预算收入呈波动增长趋势，其中 2020 年受宏观经济影响增速大幅放缓，2021 年情况显著改善，2022 年长兴县一般公共预算收入较上年自然口径小幅回落 1.05%，扣除留抵退税因素后增长 7.6%。近年长兴县税收收入占比在高位有所波动，整体来看财源基础较好，财政质量较佳，财政自给程度尚可，其中 2022 年财政自给率较上年显著下降，主要系同期社会保障和就业支出显著增长所致。近年长兴县地方政府债务余额规模较大且持续扩张。

表4 长兴县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	81.88	82.75	67.55
税收收入占比	91.68%	88.90%	93.90%
财政自给率	69.88%	81.29%	74.89%
政府性基金收入	102.22	98.28	100.51
地方政府债务余额	190.94	177.34	164.44

注：“-”表示数据未公布；财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2020-2021年长兴县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、长兴县统计月报2022年12月，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2022 年末，长兴县的一级投融资主体主要有 4 家，分别为长兴交投、长兴金控、长兴城投和浙江长兴经济发展集团有限公司（以下简称“长兴经发”），其中长兴交投下属发债一级子公司主要有长兴南太湖投资开发有限公司（以下简称“南太湖开发”）、长兴文化旅游发展集团有限公司（以下简称“长兴文旅”）和长兴滨湖建设开发有限公司等；长兴金控为控股集团，下属发债一级子公司有浙江太湖新城实业投资有限公司（以下简称“新城实业”）及浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司（以下简称“长兴环太湖”）等；长兴城投是长兴县内重要的基础设施建设主体，长兴县永兴建设开发有限公司（以下简称“永兴建设”）为其一级子公司；长兴经发为长兴经济技术开发区重要的投融资主体，下属发债一级子公司主要有浙江长兴经开建设开发有限公司（以下简称“长兴经开”）和长兴港通建设开发有限公司（以下简称“港通建设”），具体见下表，区域内城投公司数量较多，且债务体量总体较大。

表5 长兴县主要投融资主体情况（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
长兴金控	长兴县财政局	369.56	55.98%	41.19	382.67	长兴县内土地开发整理、基础设施建设等业务
长兴交投	长兴县交通运输局	368.48	55.05%	36.71	405.26	长兴县的交通基础设施建设、土地开发业务等
长兴城投	长兴县财政局	329.01	56.98%	32.83	327.95	长兴县基础设施工程建设、土地整理开发、房地产销售等业务

长兴经发	长兴县财政局	273.44	52.28%	23.01	227.71	长兴经济技术开发区最重要的基础设施建设、土地开发整理主体
长兴经开	长兴经发	190.13	53.45%	12.07	167.16	长兴经济技术开发区基础设施建设、土地开发整理、房地产销售等业务
长兴环太湖	长兴金控	121.34	54.65%	26.97	118.64	长兴太湖图影旅游度假区的土地整理、工程代建等业务
新城实业	长兴金控	127.92	54.08%	29.72	151.13	长兴县太湖新城区内土地开发、安置房、道路和管网等基础设施建设业务
南太湖开发	长兴交投	119.00	51.51%	10.61	103.52	南太湖产业集聚区内重要的基础设施建设、土地开发主体
永兴建设	长兴城投	108.67	56.53%	13.73	76.38	长兴县龙山新区最主要的基础设施建设主体，负责长兴县龙山新区内土地开发、基础设施建设及安置房建设等
港通建设	长兴经发	78.37	51.32%	10.94	62.43	负责长兴县西部及北部区域基础设施建设等业务
长兴文旅	长兴交投	53.74	46.28%	7.03	41.25	长兴县重要的旅游景区建设及经营管理主体、文艺及体育赛事活动承办方、水利工程建设主

注：上表中长兴文旅为 2021 年末/2021 年度财务数据，其他投融资主体总债务为 2021 年末数据，净资产、资产负债率、营业收入为 2022 年末/2022 年度数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库、债券发行人公告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是长兴县重要的基础设施投资建设主体之一，区域定位显著，主营业务涵盖基础设施工程建设、土地一级开发、房地产销售、贸易、水务经营等板块，业务结构呈多元化趋势；公司在建及已完工的土地整理和工程代建项目规模较大，砂石经营和停车管理等业务具有区域专营优势，水务板块供水能力得到进一步提升，公司主营业务可持续性较好

公司是长兴县城市基础设施投资和建设的重要主体之一，主营业务涵盖基础设施工程建设、土地开发、房地产销售、贸易业务和水务经营等板块，其他业务收入包括特许经营权出让、租赁、停车费收入等，整体收入呈多元化趋势。毛利率方面，公司整体盈利能力较弱，主要系收入占比较高的贸易业务毛利率较低以及学费和砂石业务的折旧摊销成本较大所致。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2023 年 1-3 月			2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地开发	--	--	--	4.52	13.75	13.04	4.28	13.30	11.99
工程代建	0.41	6.02	48.42	3.11	9.47	4.90	3.38	10.52	6.64
房地产销售	0.21	3.10	57.52	2.40	7.31	32.80	2.03	6.31	31.76
管道安装费	--	--	--	0.12	0.36	18.44	0.04	0.14	48.06
贸易收入	2.71	39.87	6.59	15.88	48.37	1.26	16.34	50.78	1.69
水费	0.08	1.15	28.70	0.34	1.04	45.46	0.23	0.73	33.93
砂石收入	0.14	2.04	-346.68	0.30	0.91	-676.96	0.63	1.96	-226.22
学费收入	--	--	--	0.40	1.21	-174.88	0.73	2.28	-194.48
劳务派遣	0.70	10.25	0.62	1.85	5.63	1.23	1.43	4.45	1.53
工程施工	2.08	30.58	70.93	2.27	6.90	4.78	1.38	4.29	5.67
殡葬业务	--	--	--	0.07	0.21	49.93	0.05	0.16	48.59
超市收入	0.01	0.17	-3.13	0.06	0.17	17.65	0.05	0.16	14.74
旅游收入	--	--	--	0.01	0.02	-101.06	--	--	--
保理业务	0.01	0.15	100.00	0.02	0.07	100.00	--	--	--
其他	0.20	3.01	85.21	0.23	0.70	59.51	0.30	0.92	6.26
主营业务小计	6.55	96.34	25.48	31.56	96.12	-1.55	30.88	95.98	-3.06
特许经营权出让	0.01	0.12	100.00	0.03	0.10	-1.32	0.03	0.10	-1.32
租赁业务	0.21	3.11	-34.83	1.07	3.25	15.79	1.06	3.30	34.33
停车费	0.03	0.39	47.92	0.11	0.34	32.83	0.14	0.43	20.02
污水处理	--	--	--	0.06	0.18	8.35	0.06	0.19	-24.12
其他收入	0.00	0.03	-4600.37	0.00	0.01	97.55	0.00	0.00	-1859.58
其他业务小计	0.25	3.66	-61.45	1.28	3.88	16.79	1.29	4.02	27.47
合计	6.80	100.00	22.30	32.83	100.00	-0.84	32.17	100.00	-1.84

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程代建

公司工程项目建设业务为核心业务之一，业务模式稳定，2022年项目结算规模有所下降，但存量在建及已完工未结算工程项目较多，未来工程项目建设收入较有保障

公司在长兴县市政设施、公用设施及旧城改造等基础设施建设中承担较多的建设任务。公司与长兴县住房和城乡建设局（以下简称“住建局”）及其他政府部门签订项目代建协议，住建局或其他政府部门将项目委托给公司进行投资建设。项目建设期间公司承担项目建设的投资主体职责，项目建设资金由公司自筹，项目建设成本按施工合同金额进行结算。工程竣工结算后，委托方安排支付公司项目款，结算金额为项目成本加成一定比例，不同项目的加成比例有一定差异。2017年起，公司大部分新承接工程代建项目业务模式有所调整，资金筹集方面改为由项目委托方按工程进度分期支付，工程竣工后根据协

议约定收取一定比例的代建管理费。

2022年公司确认工程代建收入3.11亿元，主要来自于长兴县人民医院改扩建工程一期门急诊楼、长兴县第一小学扩建工程等项目结算，不同代建项目加成比例有所不同，2022年4.90%的毛利率较2021年有所下降。截至2022年末，公司主要在建工程项目包括长兴县资源再利用基地、长兴县工人文化宫迁建项目、长兴县人民医院感染性疾病综合楼等，主要在建项目预计总投资7.04亿元，已投资3.47亿元，未来尚需投资3.57亿元，面临一定的资金压力。此外，存货中已完工代建成本规模较大，未来工程项目建设收入较有保障。

表7 截至 2022 年末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目性质	总投资	已投资
长兴县资源再利用基地	代建	0.87	0.54
长兴县工人文化宫迁建项目	代建	0.64	0.38
长兴县人民医院感染性疾病综合楼	代建	2.14	0.92
长兴县第三人民医院公共健康中心	代建	0.80	0.34
长兴县龙山街道中心幼儿园扩建工程	代建	0.60	0.43
新能源幼儿园新建工程	代建	0.50	0.20
长兴县五丰幼儿园工程	代建	0.40	0.21
2022 年长兴县中心城区生活小区“污水零直排区”项目	代建	0.44	0.14
学苑幼儿园新建工程	代建	0.65	0.31
合计	-	7.04	3.47

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房地产销售

公司房地产销售业务包括安置房销售和商品房销售，业务毛利率较高；安置房剩余可售面积较多，在建商品房项目规模较大，预售情况良好，公司未来房地产销售收入较有保障，但也面临较大的资金支出压力

公司房地产销售业务主要由长兴建设房屋开发有限公司（以下简称“长兴房开”）负责。公司自2017年12月获得长兴交投无偿转让的长兴房开51.05%的股权，成为公司全资控股子公司。长兴房开安置房自行建设、资金自筹，项目建设完成后根据住建局制定的拆迁项目安置实施方案销售给符合条件的拆迁户，剩余部分以普通商品房形式出售给居民，以平衡安置房项目前期部分建设投入。销售方面，保障房的价格由住建局基于拆迁安置定向销售房所在区位的市场价格情况进行确定。由长兴房开与长兴县城市建设发展中心、长兴县土地储备中心等单位直接签署购房协议，协议后附有结算户主的具体名单。房屋交付时，根据住建局安排，长兴房开根据拆迁土地的性质（国有或集体土地）的不同，分别向拆迁户和长兴县土地储备中心或长兴县城市发展中心开具发票。

截至2022年末，公司已完工安置房项目包括画溪花园、米西花园、紫金南苑等，项目安置房部分比

例在40%-100%，2022年确认房地产销售收入2.40亿元，主要系张家村花园项目收入结算。截至2022年末剩余可售面积合计94,888.01平方米，可售面积较为充足。

表8 2022 年公司安置房项目销售情况（单位：万元；平方米）

项目名称	项目安置房部分比例	项目总面积	截至 2022 年末剩余可售面积	2022 年确认收入
画溪花园	41.00%	162,915.10	7,895.54	--
米西花园	43.00%	61,473.79	3,484.04	--
紫金南苑	45.00%	93,817.40	8,153.03	--
五峰花园	100.00%	97,167.11	12,498.40	--
锦绣花苑	71.00%	15,722.79	262.33	--
张家村花园	73.00%	212,490.14	62,594.67	23,865.57
合计	-	643,586.33	94,888.01	23,865.57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022 年末公司在建商品房开发项目包括檀园和蘭园，蘭园位于龙山新区新丰小区北侧，预计总投资金额 19.00 亿元，2021 年 4 月开始预售，2022 年 11 月末已基本预售完毕；檀园位于长兴县忻湖路北侧，预计总投资金额 30.00 亿元，2022 年 11 月末开始预售；此外，2022 年 6 月公司通过招拍挂以 7.84 亿元出让价款取得面积 58,290,00 平方米的住宅用地，宗地位于龙山街道玄坛庙村，拟开发建设商品房项目橙园。2022 年末公司合同负债中蘭园预收房款规模 24.97 亿元，对未来房地产销售收入形成较好保障。截至 2022 年末，公司在建和拟建商品房项目预计总投资 65.00 亿元，已投资 33.65 亿元，未来尚需投资 31.35 亿元，面临较大的资金压力。

表9 截至 2022 年末公司主要在建商品房项目情况（单位：亿元；平方米）

项目名称	计划建设周期	规划总建筑面积	计划总投资	累计总投资
檀园	2022.5-2024.12	253,474.47	30.00	18.80
蘭园	2021.11-2023.5	281,800.00	19.00	14.85
橙园（拟建）	2023.1-2026.1	148,813.00	16.00	0.00
合计	--	684,087.47	65.00	33.65

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体来看，公司安置房剩余可售面积充足，商品房预收款项对未来房地产销售收入形成较好保障，但也面临较大的资金支出压力，同时需关注项目潜在的去化压力。

（三）土地整理

公司土地资源较为丰富，且在建项目储备充足，业务可持续性较好，但受政府土地出让规划及指标影响，公司土地开发业务收入波动较大，未来的收入实现时点仍存在较大的不确定性

公司负责长兴县内土地开发工作。公司与长兴县财政局以及长兴县国土资源局共同签订《关于合作开发土地协议》，由公司对土地实施一级开发，土地完成一级开发后移交给政府，政府通过招、拍、挂

等方式上市交易，土地交易成功后，公司与长兴县人民政府以及长兴县国土资源局进行结算。2016年公司与长兴县财政局以及长兴县国土资源局共同签订了《关于合作开发土地协议》，由公司对长兴县老剧院地块内的共计195亩的土地实施一级开发。结算时土地开发成本为老剧院地块总整理成本乘以一定比例，该比例为销售土地面积占总面积之比，并将土地开发成本加成5%作为公司的土地开发收入。

根据永兴建设与长兴县人民政府、长兴县国土资源局签订的《合作开发土地协议》，由永兴公司对位于雉城镇龙山新区和老城区面积分别为13,500亩和1,000亩的土地实施一级开发，业务具有较强的区域专营性。2020年5月，永兴建设与长兴县人民政府、长兴县国土资源局签订土地开发收入结算条款变更协议，约定土地交易成功后收到的地价款扣除需缴纳的规费（含国有土地收益基金、农业土地开发资金及相关税费等）后，剩余部分全额返还至公司，其中不高于土地投资成本150%的金额作为土地开发收入，其余作为下期土地开发投资款。

2022年公司确认4.52亿元土地开发收入，主要系永兴建设确认西峰坝和玄坛庙地块收入，成本加成比例为15%。截至2022年末，公司主要在建土地整理项目包括回龙山新区、25号道路东侧C地块和F地块等，需整理土地面积11,021亩，土地拟用于商住开发，已投入金额合计15.45亿元，未来土地开发收入较有保障，但土地出让受政府规划和土地市场环境的影响较大，公司土地开发收入存在一定的波动性。

表10 截至2022年末公司主要在建土地整理项目情况（单位：亩；万元）

项目名称	需整理土地面积	土地性质	总投资额	已投入金额
回龙山新区	10,235	商业、住宅用地	--	88,246.36
25号道路东侧C地块	243	商业、住宅用地	30,000.00	28,640.30
25号道路东侧F地块	135	商业、住宅用地	27,000.00	15,050.35
卡地亚东侧地块	150	商业、住宅用地	33,000.00	19,479.14
滨海小学西侧地块	258	商业、住宅用地	15,480.00	3,130.19
合计	11,021	-	--	154,546.34

注：公司未提供回龙山新区预计总投资数据

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）贸易业务

公司商品贸易业务采取以销定购的经营模式，收入规模较大但盈利能力较差，客户和供应商集中度仍偏高，面临一定的资金压力和回款风险

公司商品贸易业务由子公司浙江滨河实业有限公司（以下简称“滨河实业”）负责，滨河实业原主要承担长兴东鱼坊历史文化街和长兴县城区智能停车场的物业经营，2018年新增贸易板块业务，一般采取以销定购的经营模式，经营货种主要为煤炭、PE管材、电池、钢材、紫砂泥、火法铅、橡胶和水泥等。依托公司承担长兴县诸多项目建设任务及作为主要基础设施建设主体的优势，公司为众多建筑及贸易公司提供建材货种的购销服务，公司在开展贸易业务时，上下游供应商及客户主要以国有企业及大型民营贸易商为主，采购货款结算方面主要为款到交货的方式，不同的货种客户货款结算方式及周期有所

差别，结算账期主要为1-3月左右，面临一定的资金压力和回款风险。2022年公司实现商品贸易收入15.88亿元，规模小幅下降，整体盈利能力仍然较弱，毛利率为1.26%。前五大客户销售收入占比为47.53%，前五大供应商采购金额占比为57.63%，客户和供应商集中度仍然偏高。

（五）供水和教育板块

长兴县水务板块仍处于业务整合阶段，2022年公司新收购水口水厂，供水能力得到大幅提升，业务经营持续性较好；“民转公”背景下，2022年7月公司无偿划转4所民办学校，预计学费收入将向出租收入转变

公司供水业务主要由子公司长兴清水水务有限公司（以下简称“清水水务”）负责运营，清水水务注册资本为57,000万元，于2018年划入公司。清水水务主要运营范围包括自来水生产供应、供排水建设施工、自来水工程安装等。2022年初公司收购水口水厂¹，全年新增供水面积150平方公里，新增供水人口4.7万人，新增用户数量1.3万户，全年售水量增长至985万吨，供水板块收入包括水费和管道安装费，共实现收入4,619.53万元，收入规模持续增长。截至2022年末，公司拥有自来水厂2座，供水站3座，主要供水范围为长兴东部片区（洪桥、图影片区）、林城镇片区、水口片区和夹浦片区，供水覆盖面积为358平方公里，覆盖用水户4.6万户，服务人口约16.7万人，供水能力得到大幅提升。

表11 2021-2022 年末公司供水业务情况

项目名称	2022 年	2021 年
自来水厂（座）	2	2
供水站（座）	3	2
供水面积（平方公里）	358	208
供水人口（万人）	16.7	12
实际供水能力（万吨/日）	7	7
用户数量（万户）	4.6	3.3
管网长度（公里）	587	320
漏损率（%）	18	20
全年售水量（万吨）	985	640

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司实现学费收入0.40亿元，人工和折旧成本较大，仍处于亏损状态，因此获得一定的政府补贴。因推进“民转公”工作，长兴教育发展有限公司名下金陵高级中学、长兴实验小学等4所民办学校均于2022年7月无偿划转，目前公司实验小学龙山校区和雉城幼儿园扩建项目已完工投入使用，未来将从学校的经营方转变为资产持有方，学费收入将转变为出租收入。

（六）其他业务

¹ 水口水厂由清水水厂供水，公司实际供水能力无变化

公司其他业务涉及资产运营、特许经营权经营、劳务派遣和工程施工等业务收入，整体业务来源呈多元化趋势

公司除上述主营业务外，还包括资产运营业务、特许经营权业务、劳务派遣和工程施工等收入，整体收入来源呈多元化趋势。公司拥有4项特许经营权，分别为公共紫砂泥保护性开发权、城区公共停车管理权、广告位管理权和砂石资源开发权，公司对相关特许经营权进行出租或管理获取相关业务收入。

资产运营业务方面，公司以自有投资性房地产进行出租来获取租金，公司主要管理的商业地产为东鱼坊历史文化街区²和中心广场商业街³两大商业综合体，同时公司还将张家村花园、米西花园、紫金南苑、锦绣花苑以及集团自持的其他22处房产进行出租，获取租金收入，2022年末投资性房地产期末余额为53.87亿元，2022年公司实现租赁收入1.07亿元，收入规模有所增长。

城区公共停车管理权方面，根据2018年长兴县人民政府办公室抄告单（长办第7号）文件，将县城区智能化停车管理项目特许经营权授予公司，由子公司长兴莱畅城市设施管理有限公司负责运营。截至2022年末，公司县城区智能化停车管理项目共有路侧2,445个停车位及路面停车场3个，地下停车场4个，自2018年11月10日起投入运行，2022年公司停车费收入为1,128.34万元。此外，公司在建长兴县中心城区停车场建设项目，共建设11个停车场，预计新增停车位4,316个（其中地上停车位753个，地下停车位3,563个），设置充电桩500个，总投资11.44亿元，2022年末已投资10.96亿元，完工后预计会进一步提高板块相关收入。

砂石资源开发权方面，根据长国资办（2020）4号文件长兴县人民政府将长兴县域内河道等砂石资源经营利用权授予公司，期限为30年，规划范围为长兴县全境，行政上包括11个乡镇和4个街道，总规划面积1,431.2平方千米，规划总蕴藏量14,634.82万吨，可开采量6,503.23万吨。2022年公司实现砂石销售收入0.30亿元，但由于砂石收入每年摊销等固定成本金额较大，业务尚在开展初期，收入尚无法覆盖成本，亏损较为严重。

2022年公司实现特许经营权出让收入323.62万元，系滨河实业污水处理特殊经营权出让收入。此外长兴县废弃矿区生态环境修复及绿化系统项目二期工程已完工，未来可形成苗木基地供货经营收入、基地停车位收入及工程土石方（作为工程基建材料市场）供货收入。

公司2021年新增劳务派遣和工程施工收入，劳务派遣业务由二级子公司长兴雷博人力资源服务有限公司负责，其与用工单位签订派遣协议并与派遣人员签订劳动合同以及续签、离职、退休手续办理等相关事宜，2022年公司实现劳务派遣收入1.85亿元，毛利率为1.23%；工程施工业务由二级子公司浙江长

²2018年1月投入运营，总投资18亿，业态包括餐饮、零售、休闲娱乐、教育培训和生活配套，商铺180家左右，出租率近90%

³2020年公司无偿划出中心广场商业街部分土地

兴建恒建设有限公司负责，是长兴县唯一的县属国有建筑施工企业，具备建筑施工总承包二级、市政公用工程、工程总承包EPC等专业资质，2022年公司实现工程施工收入2.27亿元，毛利率为4.78%。

总体来看，近年公司收入整体呈多元化发展的态势。

公司在财政补贴等方面持续获得较大力度的外部支持

公司作为长兴县重要的基础设施建设主体之一，2022年在财政补贴等方面继续获得股东及地方政府的较大力度的支持，2022年公司获得财政补贴9.06亿元，获得财政贴息5.20亿元，冲减财务费用，有效提升了公司的利润水平。

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容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内合并报表范围变化情况详见表1。

资本实力与资产质量

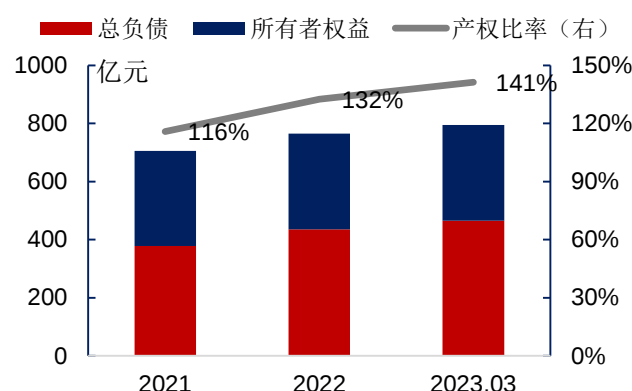
受益于外部支持，2022年公司所有者权益规模小幅增长；存量资产沉淀于存货、其他应收款、投资性房地产和无形资产等，存货已完工项目的收入确认时点和其他应收款的回收时点均存在较大不确定性，无形资产中砂石经营权盈利能力较差，货币资金和投资性房地产受限比重较高，公司整体资产流动性较弱

受益于长兴县在财政补贴方面的支持，2022年公司所有者权益规模小幅增长。截至2023年3月末，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和少数股东权益等构成，其中少数股东权益主要系长兴交通投资集团有限公司持有永兴公司49%股权所形成。

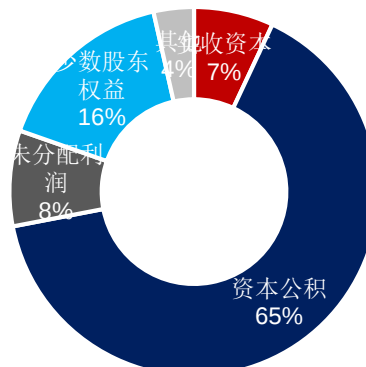
表12 公司 2022 年资本公积变动情况（单位：亿元）

事项	资本公积变动金额
无偿划入苗木资产作为其他非流动资产	7.31
无偿划出长兴县金陵高级中学、长兴县实验中学、长兴县实验小学、长兴县第二实验小学	-3.94
将长兴教育发展有限公司位于雉城镇高山岭村金莲桥村，土地权证编号为长土国用 2004 第 1-1121 号的土地使用权无偿划出；无偿划出长中后勤房	-0.48
将长兴县永兴建设开发有限公司持有的浙江长兴永盈股权投资有限公司 100%股权无偿划转给长兴绿恒建设有限公司	0.39
无偿划出长兴城市建设投资集团有限公司鸡笼山 A、B 地块	-4.70
合计	-1.43

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

图 1 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司资产规模保持增长，存量资产仍主要沉淀于存货（在建及已完工的工程代建、土地整理和房产项目等）、其他应收款（面向其他国有企业的往来款）、投资性房地产（商业街和商铺等可出租资产）和无形资产（主要为砂石经营权）。存货为公司最主要的资产，主要由合同履约成本和开发产品等构成；2022年末合同履约成本账面价值207.56亿元，主要包括土地复垦、回龙山新区等土地整理和工程代建项目；开发产品账面价值8.84亿元，主要系画溪花园和米西花园等已完工的安置房项目；开发成本账面价值131.33亿元，主要系在建、拟建商品房项目等。其他应收款主要系应收政府相关单位的往来款构成，2022年末余额增长系对浙江长兴永盛水利建设开发有限公司等往来款增加，前五大余额合计占比76.23%，账龄较长，回收时间存在较大的不确定性，对资金形成了较大的占用。公司投资性房地产主要由东鱼坊历史文化街区、中心广场商业街和兴国商务楼等构成，2022年末因借款抵押受限账面价值36.24亿元，受限比重67.26%。公司无形资产主要系政府注入的采砂经营权等，但目前砂石收入规模较小，摊销规模较大，短期内盈利能力较差。

其他资产方面，公司货币资金以银行存款为主，2022年末余额有所下降，受限规模为17.89亿元，受限比重为30.20%。预付款项主要系公司委托长兴丽城建设开发有限公司进行长兴中心城区及中心镇棚户区（城中村）和危旧房改造项目所致，预计项目完工结算后公司将进行资金回收。此外，2022年长兴县饮用水源生态保护治理项目完工由在建工程转入固定资产。受限资产方面，2022年末公司受限资产规模71.79亿元，受限规模占比9.39%，包括17.89亿元货币资金（保证金和存单质押等）、17.32亿元存货、36.24亿元投资性房地产和0.34亿元无形资产。

总体来看，公司资产以存货、其他应收款、投资性房地产和无形资产为主，存货中项目收入确认时点存在较大不确定性，其他应收款回收时间存在较大不确定性、对营运资金形成较大占用；采砂权经营未实现盈利，且货币资金和投资性房地产的受限比例较高，资产整体流动性较弱。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	71.14	8.95%	59.23	7.74%	83.72	11.87%
预付款项	48.53	6.11%	45.43	5.94%	51.01	7.23%
其他应收款	131.83	16.58%	128.09	16.75%	88.95	12.61%
存货	357.02	44.91%	349.02	45.64%	308.69	43.75%
流动资产合计	619.34	77.91%	589.98	77.15%	537.66	76.20%
固定资产	19.59	2.46%	19.77	2.59%	13.90	1.97%
在建工程	14.06	1.77%	13.21	1.73%	20.38	2.89%
投资性房地产	53.92	6.78%	53.87	7.04%	51.97	7.37%
无形资产	71.22	8.96%	71.27	9.32%	73.54	10.42%
其他非流动资产	8.18	1.03%	8.18	1.07%	0.86	0.12%
非流动资产合计	175.57	22.09%	174.78	22.85%	167.89	23.80%
资产总计	794.91	100.00%	764.77	100.00%	705.55	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司存量在建及已完工未结算的工程建设和土地整理等项目规模较大，主营业务可持续性较好；收入占比较高的贸易业务毛利率较低以及砂石业务的摊销成本较大导致公司整体盈利能力较差，但外部支持对公司利润总额能够形成较好支撑

公司是长兴县城市基础设施投资和建设的重要主体之一，主营业务涵盖基础设施工程建设、土地开发、房地产销、贸易业务和水务经营等板块，其他业务收入包括特许经营权出让、租赁、停车费收入等，整体收入呈多元化趋势。2022年公司营业收入规模小幅增长，其中土地开发、房地产销售、水务板块、劳务派遣和工程施工收入主要贡献正增长；公司存量在建及已完工未结算工程项目较多，安置房剩余可售面积和在建商品房项目规模较大，土地整理项目储备充足，水务板块进一步整合，整体而言，公司主营业务可持续性较好。毛利率方面，公司整体盈利能力较弱，主要系收入占比较高的贸易业务毛利率较低以及学费和砂石业务的折旧摊销成本较大所致，但外部支持对公司利润贡献仍然较大，2022年公司获得财政补贴9.06亿元，获得财政贴息5.20亿元。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年 1-3 月	2022 年	2021 年
营业收入	6.80	32.83	32.17
营业利润	0.36	2.91	3.84
其他收益	1.60	9.06	8.95
利润总额	0.35	2.90	3.83
销售毛利率	22.30%	-0.84%	-1.84%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模进一步扩张，整体期限结构把控尚可，但账面资金对到期债务覆盖压力较大，近年公司经营活动现金持续净流出，预计仍将主要依赖再融资和政府支持偿还到期债务，公司债券融资占比超50%，需关注区域融资环境边际变化对公司再融资稳定性的潜在影响

随着公司业务规模的持续扩张及在建项目的持续推进，公司总债务规模继续扩大，2023年3月末公司总债务规模为390.21亿元。从融资品种来看，银行借款、债券融资和非标融资的占比分别约为36%、52%和12%，公司对债券市场的依赖度较高。银行借款主要由质押借款、保证借款等构成，平均融资成本约为4.91%；从债券融资主体来看，公司本部及子公司永兴建设均为发债主体，融资品种包括私募债和企业债等，期限多为5-7年，其中公司本部发行债券的票面利率在2.94%-5.98%，永兴建设发行债券的票面利率在4.00%-6.00%；非标融资主要为融资租赁款。从期限结构来看，公司短期债务占比在25%以内，2023年债务集中到期规模85.42亿元，存在一定的集中兑付压力。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	28.12	6.04%	18.87	4.33%	10.92	2.88%
应付账款	9.23	1.98%	6.26	1.44%	6.83	1.80%
合同负债	39.08	8.39%	37.99	8.72%	26.09	6.89%
其他应付款	16.69	3.58%	14.09	3.23%	10.58	2.80%
一年内到期的非流动负债	31.81	6.83%	38.10	8.74%	44.67	11.80%
其他流动负债	29.71	6.38%	31.95	7.33%	32.89	8.69%
流动负债合计	156.91	33.71%	149.21	34.24%	133.65	35.30%
长期借款	124.88	26.83%	112.10	25.72%	94.98	25.09%
应付债券	174.26	37.43%	165.62	38.01%	141.37	37.34%
非流动负债合计	308.62	66.29%	286.55	65.76%	244.92	64.70%
负债合计	465.52	100.00%	435.76	100.00%	378.57	100.00%
总债务	390.21	83.82%	366.38	84.08%	325.45	85.97%
其中：短期债务	87.03	18.70%	85.42	19.60%	85.99	22.72%
长期债务	303.18	65.13%	280.96	64.48%	239.46	63.25%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，随着公司总债务规模的进一步扩大，2022年公司资产负债率上升至56.98%。虽然公司债务期限结构把控尚可，但债务集中到期规模仍较大，加之主营业务及自营项目建设持续消耗账面资金，公司现金类资产对到期债务的覆盖能力较弱。同时近年公司经营活动现金持续净流出，已完工项目的结算及回款时仍具有较大不确定性，预计公司仍将依赖外部融资平衡资金缺口。公司作为长兴县重要的基础设施投资建设主体之一，与多家金融机构建立了良好合作关系，且必要时可获得一定力度的外部支持。2022年末公司未使用银行授信额度为44.95亿元，备用流动性尚可；但长兴县内平台数量较多，

区域广义债务率较高，公司对债券融资依赖度较高，因此仍需关注区域融资政策及环境变化对公司再融资稳定性的潜在影响。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年
资产负债率	58.56%	56.98%	53.66%
现金短期债务比	0.82	0.70	0.97
EBITDA 利息保障倍数	--	1.00	0.90

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，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表现对其经营和信用水平未产生明显负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》和《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，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《关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》和《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，近一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司按照《公司法》等要求建立了法人治理结构。公司设董事会，由 7 名成员组成，由股东会选举产生，设董事长 1 名，董事会对股东会负责；公司监事由 3 名成员组成，设监事会主席 1 名，由监事选举产生；职工监事 1 人，由公司职工民主选举产生，负责对公司及各子公司财务、董事及高级管理人员履行相关职责进行监督。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（2023年5月4日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额为117.15亿元，占当期末净资产的比重为35.61%。公司担保对象均为长兴县下属国有企业及事业单位，区域集中度较高，对外担保规模较大且均无反担保措施，面临一

定的或有负债风险。

表17 截至 2022 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
长兴丽城建设发展有限公司	38,000.00	2027.5.3	否
都市股份有限公司	20,000.00	2030.8.13	否
长兴交通投资集团有限公司	57,600.00	2026.12.21	否
浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司	3,166.67	2024.1.8	否
浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司	3,166.67	2024.1.15	否
长兴欣盛建设开发有限公司	30,000.00	2023.1.4	否
长兴县交通工程公司	10,000.00	2024.3.5	否
浙江长兴金融控股集团有限公司	15,000.00	2023.1.19	否
浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司	70,000.00	2025.4.29	否
浙江太湖新城实业投资有限公司	88,000.00	2025.3.27	否
长兴滨湖建设开发有限公司	13,500.00	2023.11.1	否
浙江长兴金融控股集团有限公司	9,200.00	2023.12.16	否
长兴南太湖投资开发有限公司	15,000.00	2023.7.14	否
长兴和美污水处理有限公司	10,172.13	2024.3.30	否
浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司	4,453.37	2025.12.25	否
长兴城南新城开发建设有限公司	1,976.53	2023.5.18	否
长兴源泉水务有限公司	81,368.00	2032.1.2	否
浙江长兴永盛水利建设开发有限公司	52,500.00	2026.6.21	否
长兴城南新城开发建设有限公司	9,000.00	2025.6.27	否
长兴永成建设发展有限公司	2,654.81	2023.9.17	否
长兴林城新林建设开发有限公司	2,000.00	2023.9.25	否
长兴城南新城开发建设有限公司	3,000.00	2023.9.30	否
长兴丽城建设发展有限公司	800.00	2023.11.30	否
长兴永隆建设发展有限公司	25,000.00	2023.12.20	否
浙江长兴金融控股集团有限公司	20,000.00	2023.6.28	否
长兴林城兴林农业发展有限公司	3,527.88	2024.2.7	否
长兴丽城建设发展有限公司	150.00	2023.2.19	否
长兴和美污水处理有限公司	2,594.10	2024.3.22	否
长兴城南新城开发建设有限公司	2,594.01	2024.3.22	否
长兴城南新城开发建设有限公司	4,393.76	2026.3.25	否
长兴城南新城开发建设有限公司	7,194.30	2026.5.27	否
长兴和美污水处理有限公司	6,400.00	2026.7.26	否
长兴永成建设发展有限公司	11,250.00	2026.9.14	否
长兴和美农林有限公司	5,950.00	2023.9.29	否
长兴永成建设发展有限公司	1,000.00	2023.10.25	否
长兴宏达水利建设发展有限公司	13,442.82	2024.11.25	否

长兴吴山益农村镇建设有限公司	4,750.00	2022.12.20	否
长兴城南新城开发建设有限公司	10,000.00	2023.1.1	否
长兴城南新城开发建设有限公司	1,000.00	2023.3.1	否
长兴城南新城开发建设有限公司	9,500.00	2027.4.29	否
长兴城南新城开发建设有限公司	10,000.00	2023.5.31	否
长兴城南新城开发建设有限公司	6,750.00	2023.9.29	否
长兴和美污水处理有限公司	12,288.29	2026.1.10	否
长兴和美污水处理有限公司	30,397.69	2025.6.21	否
长兴和美污水处理有限公司	15,000.00	2025.11.15	否
长兴交通投资集团有限公司	80,000.00	2024.6.24	否
长兴林城兴林农业发展有限公司	1,000.00	2023.1.6	否
长兴通润矿业有限公司	3,000.00	2023.1.21	否
长兴县融媒体中心	3,900.00	2025.8.25	否
长兴永成建设发展有限公司	16,878.81	2025.1.11	否
长兴丽城建设发展有限公司	14,500.00	2027.4.29	否
长兴丽城建设发展有限公司	15,000.00	2023.12.28	否
长兴丽城建设发展有限公司	5,000.00	2023.2.17	否
长兴丽城建设发展有限公司	10,500.00	2027.3.3	否
浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司	25,000.00	2030.1.30	否
长兴县公路工程有限责任公司	12,000.00	2023.6.28	否
长兴城南新城开发建设有限公司	52,000.00	2036.10.26	否
长兴永茗建设发展有限公司	15,000.00	2023.4.24	否
浙江长兴经开建设开发有限公司	14,000.00	2025.5.7	否
浙江长兴太湖图影旅游发展有限公司	61,000.00	2030.8.8	否
长兴广播电视网络有限公司	21,000.00	2030.5.24	否
长兴泗安惠农农业开发有限公司	10,000.00	2027.1.20	否
浙江长三合控股集团有限公司	67,000.00	2037.3.29	否
长兴丽城建设发展有限公司	1,000.00	2023.12.25	否
合计	1,171,519.84	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是长兴县人民政府下属重要企业，长兴县人民政府直接及间接持有公司95.652%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，长兴县人民政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与长兴县人民政府的联系非常紧密。长兴县人民政府直接及间接持有公司95.652%股权，对公司经营战略和业务运营具有绝对控制权，公司工程代建和土地开发等收入直接来源于长兴县政府及相关单位，且近年公司获得较大力度的外部支持，预计未来与长兴县人民政府的联系较为稳定。

（2）公司对长兴县人民政府较为重要。公司工程代建和土地开发等收入直接来源于长兴县政府及相关单位，在基础设施建设领域对长兴县具有一定贡献度，尽管公司贸易等市场化业务收入占比较高，在政府付出一定的努力和成本的情况下具有可替代性，但公司违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、结论

长兴县地处长三角中心腹地，作为江浙皖三省通衢的几何中心和重要的交通枢纽，区位优势明显；公司存量资产沉淀于存货和应收款项，砂石经营权盈利能力较弱，货币资金和投资性房地产受限比重较高，同时公司总债务规模继续扩大且债券融资占比较高，需关注再融资稳定性；但考虑到公司作为长兴县重要的基础设施投资建设主体之一，在建及已完工的土地整理和工程代建项目规模较大，砂石经营和停车管理等业务具有区域专营优势，水务板块供水能力得到进一步提升，公司主营业务可持续性较好，且公司继续获得来自长兴县人民政府及相关部门较大力度的支持。整体来看，公司抗风险能力较强。

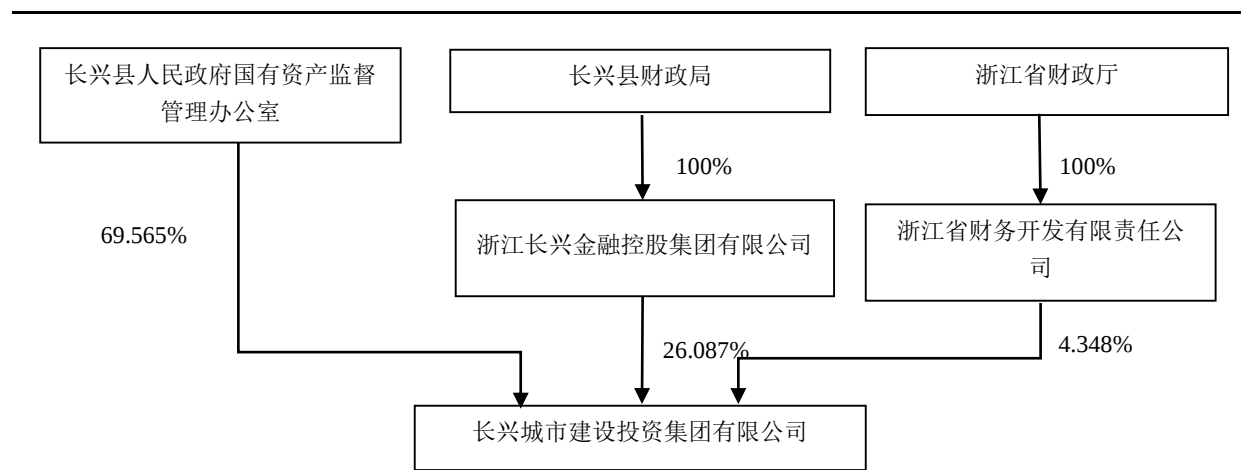
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“G21长兴1/21长兴绿色债01”、“G22长兴1/22长兴绿色债01”和“G22长兴2/22长兴绿色债02”的信用等级为AA+。

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 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	71.14	59.23	83.72	59.72
其他应收款	131.83	128.09	88.95	88.53
存货	357.02	349.02	308.69	306.43
流动资产合计	619.34	589.98	537.66	503.20
固定资产	19.59	19.77	13.90	10.41
在建工程	14.06	13.21	20.38	20.82
非流动资产合计	175.57	174.78	167.89	121.35
资产总计	794.91	764.77	705.55	624.56
短期借款	28.12	18.87	10.92	12.93
应付账款	9.23	6.26	6.83	6.23
一年内到期的非流动负债	31.81	38.10	44.67	52.56
流动负债合计	156.91	149.21	133.65	131.78
长期借款	124.88	112.10	94.98	85.68
应付债券	174.26	165.62	141.37	94.23
长期应付款	4.80	3.25	3.11	9.33
非流动负债合计	308.62	286.55	244.92	193.29
负债合计	465.52	435.76	378.57	325.07
其中：短期债务	87.03	85.42	85.99	80.54
总债务	390.21	366.38	325.45	269.77
所有者权益	329.38	329.01	326.98	299.48
营业收入	6.80	32.83	32.17	22.94
营业利润	0.36	2.91	3.84	2.88
其他收益	1.60	9.06	8.95	5.53
利润总额	0.35	2.90	3.83	2.87
经营活动产生的现金流量净额	-8.67	-44.86	-30.44	-10.50
投资活动产生的现金流量净额	-0.74	-5.16	-3.21	3.49
筹资活动产生的现金流量净额	22.43	27.23	62.48	26.42
财务指标	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	22.30%	-0.84%	-1.84%	-1.69%
资产负债率	58.56%	56.98%	53.66%	52.05%
短期债务/总债务	22.30%	23.31%	26.42%	29.85%
现金短期债务比	0.82	0.70	0.97	0.76
EBITDA（亿元）	--	12.11	12.24	11.26
EBITDA 利息保障倍数	--	1.00	0.90	0.89

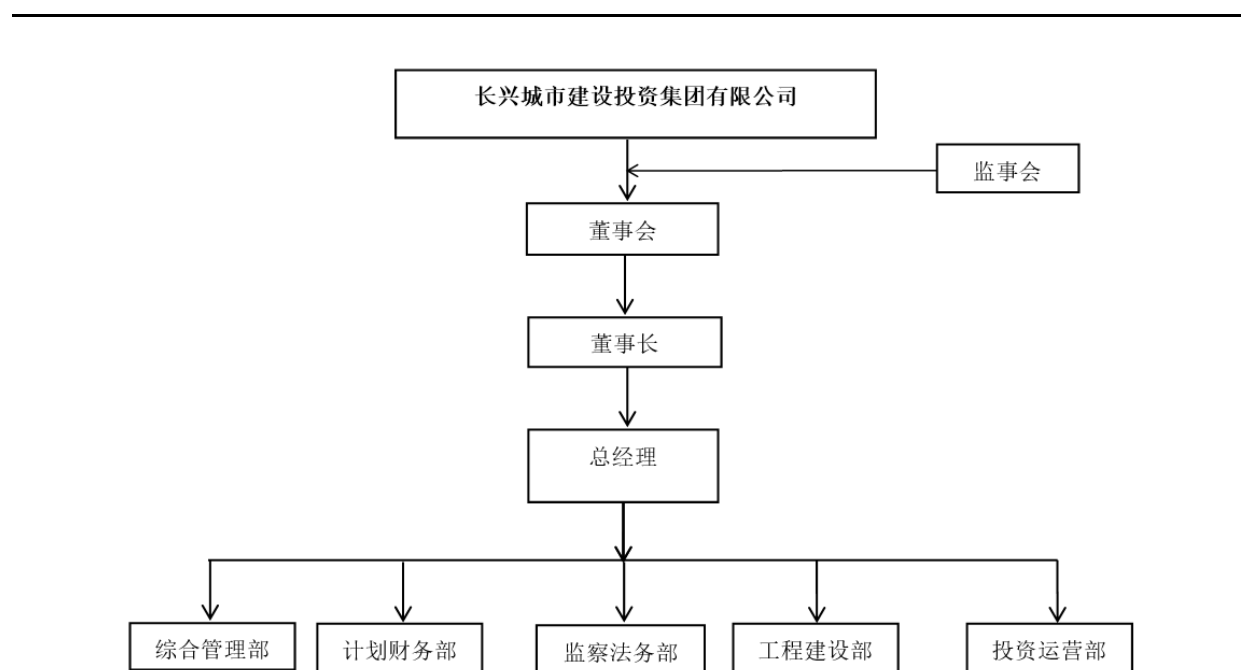
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
长兴县永兴建设开发有限公司	8.11	51%	工程建设、土地开发
浙江滨河实业有限公司	10.00	100%	工程建设、土地开发、贸易
长兴人才发展集团有限公司	2.00	100%	教育
浙江莱硕科技有限公司	0.50	100%	-
永鑫（天津）商业保理有限公司	0.90	100%	

资料来源：公司 2022 年审计报告，公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

附录六 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。