



2018年第一期上栗县投资公司企业债券、 2019年第一期上栗县投资公司企业债券 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：

2018年第一期上栗县投资公司¹企业债券、2019年第一期上栗县投资公司企业债券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
18 上栗债 01	AA	AA
19 上栗债 01/PR 上栗 01	AA	AA

评级日期

2023 年 5 月 22 日

联系方式

项目负责人：王致中
wangzhz@cspengyuan.com

项目组成员：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

本次评级结果是考虑到：上栗县有一定的产业基础，近年持续转型升级拓宽产业空间，上栗县赣湘城市投资有限公司（以下简称“上栗投资”或“公司”）作为上栗县最主要的平台之一，公益性业务竞争优势强且持续性较好，继续获得较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱且流动性存在较大制约，变现存在不确定性，且面临较大的投融资及偿债压力。

未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	273.00	240.25	155.88
所有者权益	143.69	135.69	83.47
总债务	87.01	86.43	60.62
资产负债率	47.37%	43.52%	46.45%
现金短期债务比	0.36	0.40	0.44
营业收入	6.86	5.90	6.10
其他收益	1.67	1.65	1.60
利润总额	2.40	2.50	2.49
销售毛利率	12.73%	15.76%	12.72%
EBITDA	2.53	2.50	2.49
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.59	-
经营活动现金流净额	-6.94	-20.59	-11.86

注：由于公司 2020 年资本化利息和费用化利息均为 0.00 元，故无法计算当年 EBITDA 利息保障倍数。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2022 年 3 月，公司名称由“上栗县投资公司”变更为“上栗县赣湘城市投资有限公司”。

优势

- **上栗县有一定的产业基础，转型升级拓宽产业空间。**上栗县隶属萍乡市，地处赣湘边境，位于长株潭国家级都市圈的辐射核心区域，近年经济总量不高但增速超全国平均水平，聚焦电子信息、装备制造双首位产业、烟花爆竹和建材两大传统产业。
- **公司作为上栗县最主要的平台之一，公益性业务竞争优势强且持续性较好。**公司作为上栗县最主要的基础设施建设主体之一，负责上栗县土地一级开发与基础设施建设业务，公司公益性业务规模在区域内城投公司中靠前，平台重要性较高，截至 2022 年末主要在建、拟建项目以及在开发土地规模较大，业务持续性较好。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**上栗县人民政府在资本金以及财政补贴等方面给予公司较大力度的支持。2022 年，公司收到政府转入资本金 6.19 亿元，增强了公司资本实力；收到政府补贴 1.67 亿元，提升了公司利润水平。

关注

- **公司资产流动性存在较大制约，变现存在不确定性。**公司资产主要系拟开发土地和代建施工成本及应收当地国有企业及政府部门的款项，以上资产占公司总资产 90%以上，该部分资产的流动性受到当地国有企业及政府部门回款安排的制约较大，资金回笼时间存在不确定性。此外，截至 2022 年末公司对外担保金额为 35.63 亿元，占同期末净资产比重为 24.80%，在其流动性出现困难时或将削弱其融资能力。
- **公司面临较大的投融资及偿债压力。**截至 2022 年末，公司主要在建、拟建项目和土地开发项目尚需投入的资金规模较大，且经营性现金流持续净流出，项目建设资金依赖于外部融资，预计公司持续的投入仍将带来长期的资金需求。此外，公司现金短债比仍较低，EBITDA 对利息亦难以形成有效覆盖。

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
赣湘发展	为上栗县最核心的平台，主要业务为国有资产投资管理；收购、管理、处置、经营国有经营性资产；产业化项目、基础设施建设及市政公用项目的投资	339.67	172.81	8.40
上栗投资	上栗县重要的城市资源开发和运营的投融资和建设主体，主要从事土地一级开发、城市基础设施建设和保障房建设等业务	273.00	143.69	6.86

注：（1）赣湘发展为江西省赣湘发展投资集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind，公司提供，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	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	3/7		财务状况	5/7
	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	a-
外部特殊支持	4
主体信用等级	AA

个体信用状况

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

外部特殊支持

- 公司是上栗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，上栗县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与上栗县人民政府的联系非常紧密以及对上栗县人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为上栗县人民政府提供支持的能力较强，主要体现在较强的经济实力、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/18 上栗债 01 AA/19 上栗债 01/PR 上栗 01	2022-6-22	葛庭婷、徐宁怡	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/19 上栗债 01/PR 上栗 01	2019-1-4	田珊、张伟亚	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/18 上栗债 01	2018-5-7	田珊、张伟亚	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_ff_2015V1.0)	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
18 上栗债 01	12.00	7.2	2022-6-22	2025-06-01
19 上栗债 01/PR 上栗 01	3.00	1.80	2022-6-22	2026-01-22

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2018年6月发行7年期12.00亿元的企业债券（18上栗债01），募集资金原计划9.00亿元用于上栗县保障性安居工程项目，3.00亿元用于补充营运资金。2022年9月，公司根据资金安排和募投项目进展情况，并经债券持有人会议审议表决通过，将投入上栗县保障性安居工程项目以及补流资金中的约4.2亿元，变更用于南北街片区棚改项目、双溪桥片区棚改项目、王家岭片区、白鹤黎塘片区棚改项目和松山下片区棚改项目。

公司于2019年1月发行7年期3.00亿元的企业债券（19上栗债01/PR上栗01），募集资金原计划2.50亿元用于上栗县保障性安居工程项目，0.50亿元用于补充营运资金。2022年8月，公司根据资金安排和募投项目进展情况，并经债券持有人会议审议表决通过，将投入上栗县保障性安居工程项目中的约1.9亿元，变更用于南北街片区棚改项目、双溪桥片区棚改项目、王家岭片区、白鹤黎塘片区棚改项目和松山下片区棚改项目。

截至2023年5月10日，债券募集资金专项账户余额为2.49万元；两个上栗县投资公司保障性安居工程项目指挥部账户²余额分别为9.11万元和207.32万元。

三、发行主体概况

2021年12月，上栗县财政局将公司全部股权转让给江西省赣湘发展投资集团有限公司³（以下简称“赣湘发展”），同时公司改制为有限责任公司，由上栗县财政局一级子公司变更为二级子公司。跟踪期内，公司股权未发生变化。2022年3月，公司名称由“上栗县投资公司”变更为现名。截至2022年末，公司控股股东仍为赣湘发展，实际控制人仍为上栗县财政局，股权结构详见附录二。跟踪期内公司注册资本和实收资本未发生变化，截至2022年末仍均为12.00亿元。

公司作为上栗县重要的基础设施与土地开发投融资和建设主体，跟踪期内仍主要负责上栗县土地整理和基础设施建设任务。跟踪期内公司合并范围未发生变化，截至2022年末公司合并范围内子公司仍为3家，具体情况见附录四。

² 公司为优化资金管理，将专户资金转至指挥部账户统一管理。

³ 赣湘发展成立于2016年11月，注册资本为10亿元人民币，主要业务为国有资产投资管理等，为上栗县财政局全资子公司。截至2022年末，赣湘发展总资产为339.67亿元，所有者权益合计为172.81亿元；2022年，赣湘发展营业收入为8.40亿元，净利润为1.98亿元。

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，稳增长背景下城投投资监管“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投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

上栗县为我国四大花炮主产区之一，由地处赣湘边界等因素，经济发展整体水平偏弱；固定资产投资拉动经济快速增长，且GDP增速高于全国平均水平，工业聚焦电子信息及装备制造两大首位产业、烟花爆竹和建材两大传统产业

区位特征：上栗县地处湘赣边际，人口密度较高，城镇化率偏低。上栗县为江西省萍乡市下辖5个行政区县之一，地处赣湘边界，位于长株潭国家级都市圈的辐射核心区域。上栗县6镇4乡，拥有1个省级工业园上栗工业园（规划面积18.88平方公里）。上栗县全区总面积702平方千米，根据第七次人口普查数据，上栗县常住人口为47.00万人，为全省人口高密度县区之一，近年上栗县人口净流出。上栗县交通较为便利，高铁站萍乡北站坐落于上栗县，距南昌230公里，距长沙99公里，319国道、沪昆铁路、长南杭高铁均过境而过，萍洪高速、昌栗高速已顺利通车，十四五期间，将做好上栗通用机场前期工作，重点建设上栗高铁站汽车站。

经济发展水平：上栗县经济总量不高但增速较快。上栗县近年来经济总量规模不高，在萍乡市下属区县中排名第二，但近年经济发展较快，2020-2022年GDP增速均高于全国平均水平，主要由固定资产

投资拉动，2021年工业完成投资89.42亿元，同比增长25.1%，基础设施完成投资29.24亿元，同比增长12.1%。目前上栗县已形成了“二三一”的产业结构，2020年三次产业结构为11.1:49.9:39.0。上栗县经济发展水平较弱，人均GDP大幅低于全国平均水平。上栗县消费较为疲软，“虹吸效应”负面影响较大，出现“南边走萍乡、北边跑长沙”的消费局面。

表1 2022年萍乡市下辖区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP增速	人均GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
安源区	282.90	5.0%	51,129.59	27.69	-
上栗县	210.55	5.5%	44,797.87	16.68	-
湘东区	160.19	5.3%	52,624.84	13.37	-
芦溪县	142.00	5.3%	54,594.39	-	-
莲花县	-	5.6%	-	-	-

注：（1）人均GDP=2022年GDP/七普常住人口；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：各区县政府工作报告，中证鹏元整理

表2 上栗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）	210.55	5.5%	195.03	8.80%	168.52	3.60%
固定资产投资	-	7.8%	141.94	11.2%	127.66	8.40%
社会消费品零售总额	-	5.3%	45.51	20.8%	37.68	3.50%
进出口总额（亿美元）	-	-	-	-	3.02	-
人均GDP（元）	44,802.00		44,959.00		34,764.00	
人均GDP/全国人均GDP	52.27%		55.23%		48.42%	

注：（1）2020-2022年人均GDP=2020-2022年GDP/七普常住人口；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：萍乡市2020-2022年统计年鉴、上栗县人民政府，中证鹏元整理

产业情况：鞭炮烟花、建材、机械、电子四大支柱产业推动上栗经济发展。上栗县基本形成“2+2+N”的现代工业产业体系，聚焦电子信息及装备制造两大首位产业、烟花爆竹和建材两大传统产业，从而推动当地经济发展，2022年上栗县规模以上工业增加值增长8.1%，列萍乡市第一。上栗县是中国烟花爆竹之乡，现为我国四大花炮主产区之一，且上栗花炮国检合格率连续4年列四大主产区第一；上栗县在推进烟花爆竹转型升级集中区建设过程中累计淘汰342家落后花炮企业，并出台“上栗花炮十条”奖补政策，成功培育10家“四有一大”花炮龙头企业。面对超300家“小散弱”花炮企业淘汰退出所带来的巨大经济下行压力，上栗县积极推动产业转型，大力培育电子信息和智能装备制造等新兴产业并出台产业招商政策，引入佳禾电声、联锦成、丰达兴等优质电子电路企业投产，促进了园区的产值和税收，园区累计投产电子信息企业45家，规上企业产值增长45.9%；上栗县已初步形成了以鑫通机械、浙商中拓等企业为龙头智能装备制造产业，鑫通机械于2021年成功创评国家级专精特新“小巨人”企业。根据《上栗县国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，上栗县力争2025年产业电子信息（电子电路）和装备制造产业规模均达到100亿元、烟花爆竹产业规模达150亿元、建材产业规模达100亿元。

财政及债务水平：近年来上栗县地方财政收入持续恢复，财政收入质量尚可，但偿债压力加大。上栗县经历十三五期间传统烟花爆竹产业转型阵痛期，产值税收大幅减少，2020年财税收入开始回升，2022年财政总收入为36.27亿元，同比增长18.2%。近年上栗县一般公共预算收入和政府性基金收入增长，税收收入占比在65%-70%之间，财政收入质量尚可，但财政自给率较低。区域债务方面，近年来地方政府债务规模快速增长，偿债压力加大。

表3 上栗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	16.68	16.32	15.88
税收收入占比	-	65.67%	68.26%
财政自给率	35.57%	35.73%	35.57%
政府性基金收入	18.08	18.32	10.00
地方政府债务余额	62.73	44.11	32.10

注：（1）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。
资料来源：江西省财政厅、上栗县人民政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：上栗县融资平台为“1+N”模式，其中赣湘发展为上栗县核心的平台公司，暂未发债，全资拥有一家发债子公司上栗投资。

五、经营与竞争

公司系上栗县重要的基础设施投资建设主体，业务规模在区域平台公司排名仍较前，区域竞争能力仍较强；跟踪期内，公司业务营业收入同比增长，代建施工业务仍为公司主要收入来源

公司作为上栗县重要的基础设施投资建设主体，业务规模在区域平台公司排名仍较前，跟踪期内仍主要从事土地一级开发、代建施工等业务，代建施工业务仍为公司主要收入来源。2022年，公司代建施工业务收入规模同比增长，但土地一级开发业务收入规模同比下降较多。受到公司营业收入结构变化影响，2022年公司毛利率降至12.73%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地一级开发	1,712.62	2.50%	86.92%	7,569.72	12.83%	87.45%
代建施工	66,834.59	97.37%	10.71%	51,347.38	87.03%	5.05%
租金	91.37	0.13%	100.00%	83.82	0.14%	100.00%
合计	68,638.58	100.00%	12.73%	59,000.92	100.00%	15.76%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）土地一级开发业务

公司土地一级开发业务持续性较好且盈利能力较强，但土地一级开发易受土地整理进度以及政府

出让计划等因素影响、缺乏稳定性

公司作为上栗县主要的土地开发单位，承担着上栗县内土地一级开发的职能。公司与上栗县土地收购储备中心（以下简称“土储中心”）及上栗县财政局签订《土地一级开发合作合同》，公司自筹资金进行征地拆迁、土地平整、修建道路、建设路网、排水系统、公共绿化、水、电、通信的管沟等土建工程，工程完工后由土储中心安排验收工作，验收合格后再交由上栗县自然资源局依法组织招标、挂牌、拍卖、出让。公司进行土地开发的收益按照土储中心将所开发地块进行出让后所得全部净收益来确定，具体以所签订的土地一级开发合作收益分成确认单为准，上栗县财政局在所开发土地的出让金到位后在相关财政专户中安排支付给公司。

近年来，受到政府土地出让安排影响，公司出让面积持续减少，导致土地一级开发收入规模持续下降。2022年，公司出让地块主要包括上栗县东源乡桃源村地块、上栗县赤山工业园地块和上栗镇地块等，出让土地总面积较2021年小幅减少，此外主要受到出让地块位置及性质等因素影响，当期出让土地单价相对较低，导致跟踪期内土地一级开发收入同比下降。

表5 2021-2022年公司出让土地情况（单位：万元）

项目	2022年	2021年
出让面积（亩）	104.73	112.35
土地出让金	2,680.00	12,354.00
平均出让单价（万元/亩）	25.59	109.96
土地结算款	1,712.62	7,569.72

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 2022年公司土地出让情况明细（单位：亩、万元）

土地编号/土地坐落	面积	土地性质	土地出让金	土地结算款
上栗县东源乡桃源村地块(DJD2022027)	5.00	商服用地	868.00	554.37
上栗县赤山工业园 A-17-03-02 地块	11.00	工业用地	151.00	96.12
上栗县赤山工业园地块(DJD2022004)	34.00	工业用地	235.00	150.49
上栗县赤山工业园地块(DJD2022001)	34.00	工业用地	467.00	298.06
赣湘合作试验区工业园区 A-45-1-2 地块	4.80	工业用地	70.00	44.66
上栗县鸡冠山乡 JGS-DT-1 地块	4.60	零售商服用地	281.00	179.61
上栗镇 SL-LX-5 地块	0.20	住宅、商服用地	71.00	45.63
上栗镇四海村地块(DJD2022002)	0.19	住宅、商服用地	56.00	35.92
上栗镇四海村地块(DJD2022003)	0.19	住宅、商服用地	56.00	35.92
上栗镇 SL-A-15 地块	5.70	公共设施	145.00	92.23
上栗镇 SL-LX-8 地块	0.19	住宅、商服用地	74.00	47.57
上栗镇 SL-LX-7 地块	0.36	住宅、商服用地	138.00	88.35
上栗县彭高镇 PG-A-1 地块	4.50	工业用地	68.00	43.69
合计	104.73	—	2,680.00	1,712.62

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在开发土地预计总投资3.42亿元，累计已投资2.28亿元，业务持续性较好，未来收入有一定保障。毛利率方面，公司土地一级开发收入盈利能力较强。值得关注的是，区域内土地市场景气度较差，且公司土地一级开发易受土地整理进度以及政府出让计划等因素影响，收入和盈利缺乏稳定性。

表7 截至 2022 年末公司主要在开发土地情况（单位：万元）

土地编号/土地坐落	预计总投资	累计已投资
上栗县赤山镇幕冲村 A-3-6-1 地块	11,385.00	11,008.00
上栗县赤山镇幕冲村 A-3-6-3 地块	7,760.00	3,992.00
上栗县彭高镇沽塘村 C-1 地块	7,625.00	2,416.00
上栗县赤山丰泉管理处 K-1-2 地块	6,953.00	4,867.00
赣湘合作试验区工业园 A-14-2-3 地块	509.00	504.00
合计	34,232.00	22,787.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）工程施工业务

公司工程施工业务包含代建及自营项目，跟踪期内公司代建业务收入及毛利率均有所增长。该业务持续性较好，在上栗县区域内有较强竞争力；公司自营项目尚处于建设阶段、未产生收入，公司主要在建及拟建项目存在较大的投融资压力

根据上栗县人民政府与公司签订《委托代建协议书》，委托公司投资建设上栗县范围内基础设施建设项目，具体代建项目由上栗县人民政府以抄告单形式通知公司，该业务在上栗县区域内有较强竞争力。建设项目所需资金由公司自筹，公司按批准的建设规模、建设内容和建设标准实施管理，待建设项目竣工后，上栗县人民政府或其指定的第三方对项目结算进行审核，项目代建款由上栗县财政局安排支付，结算周期相对较长。实际操作过程中，公司每年根据完工进度确认代建施工业务收入。2022年，随着高铁片区路网等项目施工进度逐步恢复正常，公司当年确认代建施工业务收入同比有所增长，毛利率也因当期确认项目毛利率较高而有所提升。此外，公司主要自营项目为上栗县产业园标准厂房项目，截至2022年末已投资4.07亿元。

表8 2022 年公司代建施工业务收入及成本明细（单位：亩、万元）

项目名称	确认收入	对应成本
高铁片区路网-市中环北路项目（上栗路段）	27,721.07	24,750.95
花炮博览园建设项目	10,144.97	9,058.01
高铁片区路网-吴楚大道建设项目	3,338.72	2,981.00
绕城公路建设项目	1,523.34	1,360.13
上栗县滨河南路延伸段及佛岭桥建设项目	1,082.23	966.28
高铁片区路网-上栗县彭福片区站东路建设项目	479.02	427.70
上栗县 10KV 关城 I、II 线路新建工程 N42 输电塔项目	412.47	368.28

上栗县赣湘合作工业园亚强食品厂项目	380.61	339.83
上栗县赣湘合作产业园房屋宅基地项目	282.18	251.95
赣湘合作产业园金山变4回路电网建设项目	254.80	227.50
零星工程	21,215.19	18,942.12
合计	66,834.59	59,673.74

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着上栗县基础设施开发建设进度的推进，公司在基础设施建设方面的业务量较充足。截至2022年末，公司主要的在建项目和拟建项目总投资合计为59.62亿元，已累计投资29.41亿元，投入资金来源主要为公司自筹和政府专项债资金，未来随着工程项目逐步的完工结算，能够为公司收入提供较好保障，业务持续性较好。考虑到公司主要在建和拟建项目尚需投入较大金额，经营性现金流预计将持续大幅流出，公司面临的投融资压力较大。

表9 截至2022年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	累计总投资	项目性质
产业基地建设项目	143,500.00	111,081.87	代建
2017年棚户区改造项目	88,995.70	64,821.35	代建
上栗县产业园标准厂房项目	150,079.12	40,716.46	自营
上栗县2019年棚户区改造项目（一、二期）	41,548.92	37,039.68	代建
赣湘合作示范区建设项目	20,000.00	19,415.27	代建
上栗县农村生活污水处理项目	25,000.00	9,219.84	代建
上栗县医疗卫生提升项目	26,757.37	7,672.22	代建
杨宣公路项目	35,000.00	2,838.46	代建
上栗县栗水河生态防洪工程	9,500.00	1,318.45	代建
合计	540,381.11	294,123.60	—

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 截至2022年末公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	预计建设期
赣湘合作产业园配套配电工程	6,097.71	4个月
上栗县2022年农村环境综合整治污水治理及提升改造项目	7,922.11	12个月
上栗县动能转换产业园工程总承包项目（二期）——州旭地块电路厂房（一期）、配套环保设施及州旭北路工程	26,461.97	12个月
上栗县动能转换产业园（二期）——金时裕生产厂房建设项目（一期）工程	15,353.19	12个月
合计	55,834.98	—

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司继续获得较大的外部支持

公司作为上栗县重要的基础设施建设和土地整理主体，近年在资本金注入和财政补贴等方面获得政府较大的支持。2022年，公司收到上栗县人民政府转入的共计6.19亿元资金用于充实公司资本金，资本实力有所增强。财政补贴方面，2022年公司持续收到政府补贴1.67亿元，提升公司利润水平。

表11 2022 年公司获得政府支持情况

支持事项	相关文件	对公司影响
上栗工业园管理委员会转入公司资金充实资本金	栗府字【2022】86号	资本公积增加 5.74 亿元
上栗县长平乡人民政府转入上栗县城市建设投资有限公司（以下简称：“上栗城建”）资金充实资本金	栗府字【2022】87号	资本公积增加 0.45 亿元
获得政府补助	上栗县财政局下发的《关于财政补贴等事项的通知》	其他收益增加 1.67 亿元

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

六、财务分析

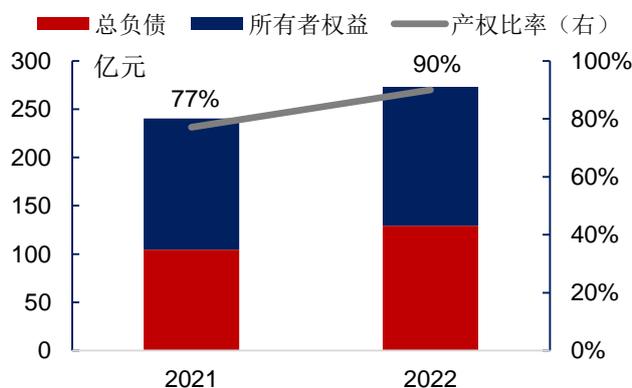
财务分析基础说明

以下分析基于经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围未发生变化。截至2022年末，公司合并范围子公司共3家，详见附录四。

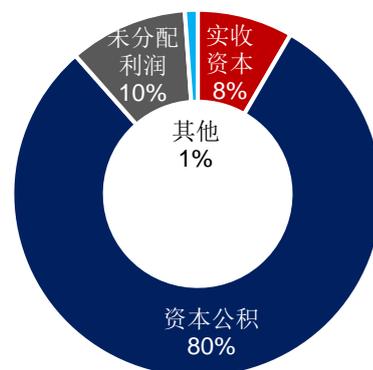
资本实力与资产质量

2022年公司负债增速大于净资产增速，使得产权比率有所下降；公司资产仍以应收款项和存货为主，对营运资金形成较大占用，且部分资产受限，资产流动性仍较弱

得益于上栗县政府的资本金注入，2022年公司所有者权益有所增加，资本公积占所有者权益比重达到80%。由于公司自身盈利能力较弱且经营活动现金流持续大幅流出，对外筹资依赖性较强，公司负债总额快速增长且增速大于净资产增速，使得净资产对负债的保障程度有所下降。

图 1 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2022 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

随着在建项目的投入，2022年公司总资产同比增长14.20%，规模增长较快。公司资产仍以流动资产为主，占总资产比重超过98%。

截至2022年末，公司货币资金受限部分为银行承兑汇票保证金和存单借款质押所致，受限规模为2.95亿元，占货币资金总额的比重为49.88%，受限比例较高。

应收账款仍为上栗县财政局的工程款和土地开发款，回款易受财政支付安排以及土地出让计划的影响，2022年规模有所增加。其他应收款主要为公司与当地政府和当地国有企业的往来款，考虑到应收款项对象性质，回收风险相对可控，但其他应收款规模较大且回收时间不确定，对公司营运资金形成较大占用。

截至2022年末，公司存货随建设项目投入而同比增长17.25%至232.72亿元，增速较快且占总资产的比例较高，存货包括拟开发土地（土地使用权）和开发成本。同期末，公司拟开发土地账面价值为138.60亿元⁴，土地性质主要为商住用地；开发成本为94.11亿元，主要为公司代建业务投入形成，2022年规模增长较大，主要系产业基地建设等项目投入所致。考虑到区域内土地市场景气度较差，公司土地使用权变现易受土地整理进度以及政府出让安排的影响，且较大比例土地使用权已被抵押，以及代建施工成本变现取决于委托方的结算计划与支付安排，公司存货即时变现能力较弱。

受限资产方面，公司受限资产以业务开展及对外融资而抵押的土地及银行承兑汇票保证金等，包括银行存款及存货中土地使用权，截至2022年末公司受限资产账面价值合计46.62亿元，受限资产规模较大，占总资产比重的17.08%，整体来看公司资产流动性仍较弱。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.91	2.16%	10.29	4.28%
应收账款	8.49	3.11%	5.58	2.32%
其他应收款	21.60	7.91%	24.26	10.10%
存货	232.72	85.24%	198.48	82.61%
流动资产合计	268.72	98.43%	238.61	99.32%
非流动资产合计	4.29	1.57%	1.65	0.68%
资产总计	273.00	100.00%	240.25	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入有所增长，但主营业务盈利能力仍较弱，利润总额对政府补贴的依赖度较高

受益于高铁片区路网等项目施工进度逐步恢复正常，2022年公司代建业务收入规模有所增长，带动整体营业收入增长。但受到毛利率较高的土地一级开发业务的收入减少影响，2022年公司整体盈利能力下降，主营业务盈利能力仍较弱。资金回款情况方面，受到委托方资金使用安排影响，公司经营性回款

⁴ 其中有 7 宗政府划拨土地未缴纳土地出让金，账面价值为 20.82 亿元。

周期有所延长。此外，因公司承担的基础设施建设、土地一级开发等均具有公益性，公司每年能稳定获得一定的政府补助，公司利润总额对政府补助存在较大依赖。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	6.86	5.90
营业利润	2.41	2.50
其他收益	1.67	1.65
利润总额	2.40	2.50
销售毛利率	12.73%	15.76%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

截至2022年末公司总债务规模仍较大，考虑到公司可用银行授信有限，再融资弹性一般，债务偿付压力仍较大

截至2022年末公司负债仍以非流动负债为主。总债务规模保持稳定，以长期债务为主，主要构成为银行借款、应付债券、长期应付款等，其中银行借款占负债总额的比例约为50%，以抵押借款、保证借款和抵押加保证借款为主；应付债券为“18上栗债01”和“19上栗债01/PR上栗01”；长期应付款为中国农发重点建设基金有限公司对上栗城建的政策性开发性金融工具投入，融资成本相对较低。债务结构方面，2022年公司长期债务占总债务比重有所增加，债务结构略有优化。

经营性负债方面，2022年公司其他应付款快速增长，主要为与控股股东及其他关联方之间的往来款项。

表14 截至 2022 年末公司债务⁵到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1年以内	1-2年	2-3年	3年以上
银行借款	4.70%-7.00%	70.37	9.29	9.13	8.47	43.48
债券融资	7.50%-7.80%	10.10	3.50	3.00	3.00	0.60
其他融资	1.20%-3.41%	3.61	—	0.45	1.14	2.02
合计	6.20%	84.08	12.79	12.58	12.61	46.10

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.43	1.11%	0.49	0.47%
应付票据	2.95	2.28%	6.51	6.22%

⁵ 不含应付票据。

其他应付款	39.05	30.20%	15.75	15.07%
一年内到期的非流动负债	11.35	8.78%	11.40	10.90%
流动负债合计	58.03	44.88%	36.52	34.93%
长期借款	61.08	47.23%	56.10	53.66%
应付债券	6.60	5.10%	9.60	9.18%
长期应付款	3.61	2.79%	2.33	2.23%
非流动负债合计	71.29	55.12%	68.04	65.07%
负债合计	129.32	100.00%	104.56	100.00%
总债务	87.01	67.29%	86.43	82.66%
其中：短期债务	15.73	12.16%	18.39	17.59%
长期债务	71.29	55.12%	68.04	65.07%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司资产负债率随负债总额增加而增长，截至2022年末，公司资产负债率为47.37%，财务杠杆表现尚可，但现金类资产对短期有息债务的保障程度较弱。同期末，公司EBITDA利息保障倍数为0.59，盈利对利息的保障程度仍较弱。考虑到2022年末公司综合授信额度99.15亿元，已使用83.30亿元，剩余银行授信额度有限，且资产流动性较弱，公司再融资弹性一般，面临较大的债务偿还压力。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	47.37%	43.52%
现金短期债务比	0.36	0.40
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.59

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平无负面影响

环境方面，根据公司2023年5月10日提供的相关情况说明及公开信息查询，公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会责任方面，根据公司2023年5月10日提供的相关情况说明及公开信息查询，公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理和管理方面，公司不设股东会，公司非职工董事及非职工监事由上栗县财政局任命，2020年至今未发现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，公司定位的战略规划较为清晰，未因信息披露不合规而受到处罚，但公司对政府及相关部门的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。此外，公司还建立了与自身业务相适应的内部管理制度和组织架构，下设人力资源

部、融资服务中心、财务管理中心等在内的职能部门，详见附录三。

人事变动方面，2021年12月，上栗县财政局下发《关于调整任命县属国有企业相关人员的请示》（赣发投字【2021】6号）的批复，公司法定代表人、董事长兼总理由冯胜变更为邢娜娜，董事会成员调整为邢娜娜、李培强、李彬，监事调整任命为李红萍，原公司董事长兼总经理冯胜和原董事况海波不再于公司任职。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月24日），公司本部未结清账户中存在2笔关注类贷款记录，其中1笔关注贷款记录系中国农业银行股份有限公司上栗县支行的系统原因所致；另1笔关注贷款记录根据中国工商银行股份有限公司上栗支行出局的说明，公司该笔贷款正常还本付息，无欠息、垫款等情况。公司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，公司对外担保金额为35.63亿元，占同期末净资产比重为24.80%。被担保企业均为当地国有企业，但均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表17 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
	0.79	2024-1-31	否
杨岐山旅游发展有限公司	0.79	2024-2-1	否
	0.65	2024-2-5	否
	5.00	2038-9-16	否
上栗县乡村振兴综合开发有限公司	8.00	2027-12-27	否
	0.30	2024-4-19	否
上栗县人民医院	0.30	2026-4-18	否
萍乡市城市建设投资集团有限公司	5.60	2039-12-27	否
萍乡嘉昌建设工程有限公司	9.00	2041-8-18	否
上栗县嘉和投资有限公司	3.28	2036-1-24	否
上栗县红色文化旅游有限公司	0.80	2024-2-28	否
上栗县佳诚旅游文化发展实业有限公司	0.22	2023-6-29	否
上栗县农业农村发展投资有限公司	0.50	2031-4-2	否
上栗县赣湘物资有限公司	0.40	2023-6-19	否
合计	35.63	—	—

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是上栗县人民政府下属重要企业，上栗县财政局间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，上栗县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与上栗县人民政府的联系非常紧密。上栗县财政局间接持有公司100%的股权，对公司经营战略和业务运营有绝对控制权；公司是上栗县重要的基础设施建设投融资主体，业务基本来源于政府及相关单位，且近年政府对公司的支持力度较大。

(2) 公司对上栗县人民政府非常重要。公司主要承担上栗县基础设施建设及土地整理，对政府的贡献较大，并且公司是发债主体，一旦违约，将会对上栗县的金融生态环境和融资成本产生较大影响。

九、结论

公司作为上栗县最主要的基础设施建设主体之一，负责上栗县土地一级开发与基础设施建设业务，公司公益性业务规模在区域内城投公司中靠前，平台重要性较高，截至2022年末主要在建、拟建项目以及在开发土地规模较大，业务持续性较好。此外，上栗县人民政府在资本金以及财政补贴等方面给予公司较大力度的支持。值得关注的是，公司资产主要系拟开发土地和代建施工成本及应收当地国有企业及政府部门的款项，以上资产占公司总资产90%以上，该部分资产的流动性受到当地国有企业及政府部门回款安排的制约较大，资金回笼时间存在不确定性。此外，截至2022年末公司对外担保金额为35.63亿元，占同期末净资产比重为24.80%，在其流动性出现困难时或将削弱其融资能力。截至2022年末，公司主要在建、拟建项目和土地开发项目尚需投入的资金规模较大，且项目建设资金依赖于外部融资，预计公司持续的投入仍将带来长期的资金需求。此外，公司现金短债比仍较低，EBITDA对利息亦难以形成有效覆盖。

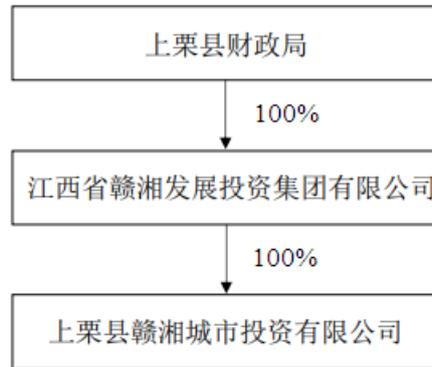
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“18上栗债01”和“19上栗债01/PR上栗01”的信用等级为AA。

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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	5.91	10.29	6.25
其他应收款	21.60	24.26	22.85
存货	232.72	198.48	120.99
流动资产合计	268.72	238.61	154.72
非流动资产合计	4.29	1.65	1.16
资产总计	273.00	240.25	155.88
短期借款	1.43	0.49	2.00
其他应付款	39.05	15.75	10.62
一年内到期的非流动负债	11.35	11.40	11.55
流动负债合计	58.03	36.52	25.92
长期借款	61.08	56.10	33.89
应付债券	6.60	9.60	12.60
长期应付款	3.61	2.33	0.00
非流动负债合计	71.29	68.04	46.49
负债合计	129.32	104.56	72.41
其中：短期债务	15.73	18.39	14.13
总债务	87.01	86.43	60.62
所有者权益	143.69	135.69	83.47
营业收入	6.86	5.90	6.10
营业利润	2.41	2.50	2.38
其他收益	1.67	1.65	1.60
利润总额	2.40	2.50	2.49
经营活动产生的现金流量净额	-6.94	-20.59	-11.86
投资活动产生的现金流量净额	0.04	0.03	0.06
筹资活动产生的现金流量净额	6.08	17.98	3.47
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	12.73%	15.76%	12.72%
资产负债率	47.37%	43.52%	46.45%
短期债务/总债务	18.08%	21.28%	23.32%
现金短期债务比	0.36	0.40	0.44
EBITDA	2.53	2.50	2.49
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.59	-

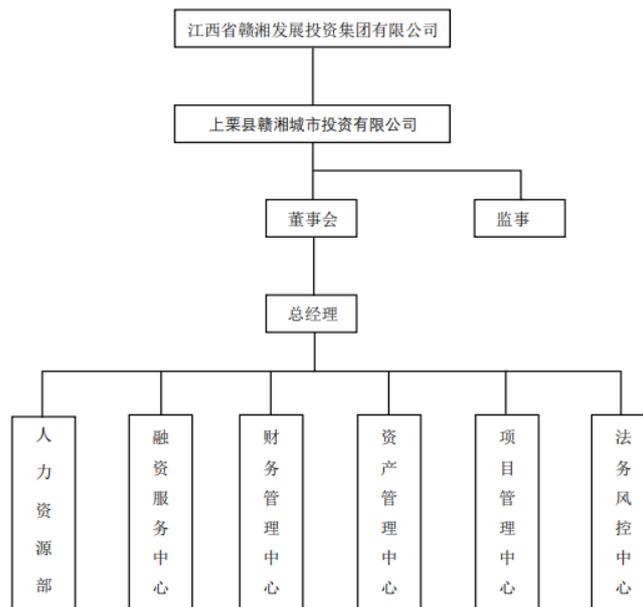
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



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 2022 年末）



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子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	成立方式	主营业务
萍乡市嘉达环保工程有限公司	1,000.00	80.00%	新设	房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包
萍乡盛栗建设开发有限公司	24,578.50	100.00%	新设	市政设施管理
上栗县城市建设投资有限公司	50,000.00	30.01%	划拨	城市建设投资

资料来源：公司提供，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。