



2020年陕西榆神能源开发建设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：

2020年陕西榆神能源开发建设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
20 榆神绿色债 /G20 榆神 1	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：榆林市煤炭资源优势突出，经济财政实力较强，榆神工业区是全国现代煤化工产业集中度最高的专业化园区，陕西榆神能源开发建设集团有限公司（以下简称：“榆神能源”或“公司”）营业收入有一定保障，且获得的外部支持力度较大。同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，对民营企业的应收款规模较大且部分存在较大回款风险，公司财务杠杆攀升，叠加项目建设资本开支需求，面临较大的偿债及资金压力，以及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。我们认为公司是榆神工业区内最重要的基础设施建设主体，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年6月26日

联系方式

项目负责人： 郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

项目组成员： 宋晨阳
songchy@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	205.31	201.42	188.48	177.30
所有者权益	107.45	107.34	106.01	110.33
总债务	95.00	91.01	76.73	62.09
资产负债率	47.66%	46.71%	43.75%	37.77%
现金短期债务比	2.06	1.76	0.53	1.10
营业收入	0.92	5.34	4.76	5.31
其他收益	0.30	1.50	1.50	1.50
利润总额	0.11	1.36	1.32	1.06
销售毛利率	19.13%	36.85%	40.27%	16.15%
EBITDA	-	3.22	2.99	2.02
EBITDA 利息保障倍数	-	0.88	0.89	0.60
经营活动现金流净额	3.28	2.38	5.68	1.74

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

- **榆林市煤炭资源优势突出，经济财政实力较强，榆神工业区是全国现代煤化工产业集中度最高的专业化园区。**榆林市经济以煤炭开采、石油天然气开采等能源型产业为主，地区生产总值保持增长，财政实力较强；榆神工业区重点发展现代煤化工产业，已形成以五大核心产业集群项目为支撑，以高端精细化工和化学新材料项目为补充的全产业链发展格局，得益于煤炭等大宗商品量价齐升，2022年榆神工业区工业总产值同比增长15.59%。
- **公司营业收入有一定保障。**公司是榆神工业区内最重要的基础设施建设主体，截至2022年末，存货中尚待结转的代建项目成本规模较大，未来代建业务收入有一定保障。公司与陕西国华锦界能源有限责任公司（以下简称“国华锦能”）签订煤炭购销合同，以协议价采购并按市场价格对外销售，2022年煤炭销售收入同比增长22.58%。此外，服务、供暖蒸汽和砂石销售等业务亦丰富了公司收入来源。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2022年榆神工业区管理委员会（以下简称“榆神工业区管委会”）继续给予公司较大规模的财政补贴支持，有效提升了公司的利润水平。

关注

- **公司资产流动性较弱，部分对民企的应收款回款风险较大。**公司资产以变现能力较弱的划拨土地及应收款项为主，土地资产中农用地、未利用地规模较大，部分资产因抵押受限；公司对民营企业的应收款规模较大且部分存在较大回款风险。
- **公司财务杠杆攀升，叠加项目建设资本开支需求，面临较大的偿债及资金压力。**2022年公司债务规模扩张较快，资产负债率持续提升，公司主要在建和拟建项目尚需投资规模较大，未来仍需通过筹资活动满足项目建设资金需求。
- **公司存在一定的或有负债风险。**公司对外担保金额较大，被担保方均为地方国企，但均未设置反担保措施。

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
榆林城投	榆林市重要的基础设施建设和城市公用事业运营主体	567.07	202.99	71.17
榆林水务	主要负责王圪堵水库运营和榆横工业园区的供水业务	70.88	33.88	3.23
公司	榆神工业区基础设施项目最重要的投资建设主体，主要负责榆神工业区内的市政基础设施建设	201.42	107.34	5.34

注：（1）榆林城投为“榆林市城市投资经营集团有限公司”的简称、榆林水务为“榆林市水务集团有限责任公司”的简称；（2）以上各指标均为2022年数据。

资料来源：DM，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	7/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	7/7		财务状况	4/7
	行政层级	3/5			

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	-2
个体信用状况		a+
外部特殊支持		2
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，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

- 公司是榆神工业区基础设施项目最重要的投资建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，榆林市政府提供特殊支持的意愿强，主要体现在公司与榆林市政府的联系紧密度低以及对榆林市政府非常重要。同时，中证鹏元认为榆林市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	AAA/23 榆神能源 MTN001	2023-02-01	郑丽芬、宋晨阳	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)	阅读全文
AA/稳定	AA/14 榆神债/PR 榆神债	2014-02-14	刘娟、杨建华	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
20 榆神绿色债/G20 榆神 1	12.00	9.60	2022-06-29	2027-05-07

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2020年5月发行7年期12.00亿元“20榆神绿色债/G20榆神1”，募集资金原计划用于榆神工业区清水工业园雨污分流及水厂建设工程（以下简称“雨污分流及水厂工程”）、补充营运资金。截至2023年6月12日，“20榆神绿色债/G20榆神1”募集资金专项账户余额为4.62万元。

三、发行主体概况

2023年3月21日，榆神工业区管委会向公司增资11.90亿元。截至2023年3月末，公司注册资本为20.00亿元，实收资本为8.10亿元，控股股东榆神工业区管委会持股100.00%，为公司实际控制人。

公司是榆神工业区园区的最重要投资建设主体，主要负责工业区的基础设施建设。2022年，公司合并范围内减少子公司2家；2023年1-3月，公司合并范围无变化，具体情况如下：

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、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	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
榆林市榆神工业区安达运销有限公司	100.00%	500.00	道路运输业	注销
榆林榆曹浩达开发建设有限责任公司	51.00%	1,000.00	房地产业	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

榆林市煤、气、油、盐等资源优势突出，是我国重要的能源基地，经济财政实力较强，但以能源工业为主的产业结构也使得其易受经济周期波动的影响，2022年煤炭价格高位运行，榆林市经济财政指标增势明显

区位特征：榆林市位于陕西省最北部，位于五省交界之处，承接东西南北，区域煤、气、油、盐等资源优势突出。榆林市位于陕西省最北部，东临黄河与山西相望，西连宁夏、甘肃，北邻内蒙古，南接延安市，位于陕甘宁蒙晋五省区交界之处，承接东西南北，下辖1市2区9县。交通方面，包西、太中银、神朔等铁路以及包茂、青银等高速公路纵横交错，年货物外运能力超3亿吨。境内有“三横五纵”干线铁路网，总里程达到1,369公里；高速公路总里程达到1,157公里，居陕西省首位；榆阳4E级机场是陕西第二大航空港，直通国内26个主要城市，开通5条国际直飞航线。榆林市资源优势突出，全市已发现8大类48种矿产，特别是煤、气、油、盐资源富集一地，组合配置好，开发潜力巨大。煤炭预测储量2,800亿吨，其中神府煤田是世界七大煤田之一。天然气预测储量6万亿立方米，是迄今我国陆上探明最大整装气田的核心组成部分。岩盐预测储量6万亿吨，约占全国已探明总量的26%。石油预测储量10亿吨，是陕甘宁油气田的核心组成部分。截至2022年末，榆林市常住人口361.61万人。

图 1 榆林市对外开放示意图


资料来源：榆林市政府网站

经济发展水平：榆林市经济实力相对较强，第二产业为当地经济的重要支撑。近年榆林市地区生产总值持续增长，GDP总量稳居陕西省第二位，2022年实现GDP6,543.65亿元，增速居陕西省首位，三次产业结构调整为4.8:71.4:23.8，第二产业为当地经济增长的重要支撑。从拉动经济增长的主要因素来看，榆林市固定资产投资增速近年波动较大，2022年投资回暖，主要系一产、三产投资拉动所致；近年社会消费品零售总额持续增长；进出口规模小，对经济增长贡献不大。榆林市人均GDP较高且增速较快，2022年为18.08万元，远超全国平均水平。

表2 2022年陕西省地级行政区经济财政指标情况（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
西安市	11,486.51	4.4%	8.88	834.09	1,262.94
榆林市	6,543.65	5.6%	18.08	926.80	72.10
咸阳市	2,817.55	4.4%	6.89	115.58	112.17
宝鸡市	2,743.10	2.8%	8.38	92.65	58.97
渭南市	2,201.13	4.0%	4.76	93.19	67.60
延安市	2,231.93	4.6%	9.84	180.45	36.44
汉中市	1,905.45	4.3%	5.98	49.08	43.69
安康市	1,268.65	2.0%	5.13	31.37	43.41
商洛市	902.56	3.3%	4.46	26.89	25.33
铜川市	505.55	4.3%	7.17	22.24	11.76

注：铜川市人均GDP根据2022年末常住人口计算，其他地级市数据均来自国民经济和社会发展统计公报。

资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报、财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 榆林市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）	6,543.65	5.6%	5,435.18	7.9%	4,143.93	4.8%
固定资产投资	-	5.3%	-	-13.5%	-	8.6%
社会消费品零售总额	734.55	4.5%	703.25	7.5%	654.30	-5.9%
进出口总额	33.24	49.3%	22.27	85.6%	12.00	26.6%
人均 GDP（万元）	18.08		14.99		11.28	
人均 GDP/全国人均 GDP	210.99%		185.17%		155.73%	

注：2020年人均GDP根据GDP/常住人口计算。

资料来源：榆林市政府网站，中证鹏元整理

产业情况：能源工业为榆林市的重要支柱，得益于良好的资源条件和行业发展格局，榆林市在一定时期内有望持续受益。榆林市第二产业突出，得益于良好的资源条件，能源工业发达，2022年能源工业与非能源工业产值占全市规上工业产值的比重分别为83.1%、16.9%。能源工业中以煤炭开采和洗选业为主导，石油天然气开采业、石油和煤炭加工业、电力热力生产供应业为支撑。非能源工业中化学原料制品制造业和有色金属冶炼业产值较高。近年煤炭行业一直保持高景气度，榆林市以“煤”为主的工业经济总产值受到涨价带动增势明显，2022年能源工业产值同比增长19.1%。经多年供给侧改革调整，目前国内煤炭供给格局基本确认，且国内以煤为主的能源结构短期内不会改变，榆林市作为我国重要的能源基地一定时期内有望持续受益，但以能源工业为主的产业结构也使得其易受经济周期波动的影响。

发展规划及机遇：“十四五”期间，榆林市将依托资源禀赋、空间区位、历史人文等特色，推动北部“神榆府”创新发展，重点发展能源化工及配套产业；西部“定靖横”突破发展，重点发展煤油气综合利用、新能源、现代农业等产业；南部六县特色发展，重点发展文化旅游、农产品精深加工等产业。

财政及债务水平：榆林市财政实力很强，且财政收入质量较好，但地方政府债务余额增速较快。受益于经济发展质量和效益提升、煤炭价格高位运行，榆林市一般公共预算收入持续大幅增长，其中税收占比持续提升且处于较高水平，收入质量较好。近年财政自给率大幅提高，财政平衡性持续增强。政府性基金收入持续增长，但相较于公共预算收入，整体规模仍较小。地方债务余额近年持续快速增长，2022年末为562.40亿元。

表4 榆林市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	926.81	587.31	406.24
税收收入占比	89.77%	85.44%	83.03%
财政自给率	86.44%	73.40%	57.80%
政府性基金收入	72.10	65.82	46.33
地方政府债务余额	562.40	495.88	430.68

资料来源：榆林市政府网站，中证鹏元整理

榆神工业区煤炭和岩盐储量丰富，是全国现代煤化工产业集中度最高的专业化园区，未来将持续推进五大核心产业集群项目的投资，2022年榆神工业区工业增加值大幅增加，但产业结构较为单一，工业区经济发展对当地煤炭等资源的依赖性较大

榆神工业区，又称“榆林经济技术开发区”，系2009年在原神府经济开发区基础上扩建而成，2013年升级为国家级开发区，是国家新型工业化产业示范基地和陕西省规划面积最大的开发区，属国家级陕北能源化工基地的核心组成部分。开发区规划面积1,108平方公里，涉及榆林市榆阳区和神木市的6个乡镇54个行政村，其中核心区面积128.76平方公里。

榆神工业区拥有丰富的矿产资源，其中煤炭储量300亿吨，岩盐储量1,000亿吨，依托资源优势，榆神工业区重点发展现代煤化工产业，是全国现代煤化工产业集中度最高、建设规模最大的专业化园区，规划建设锦界工业园、清水工业园、大保当物流园、榆树湾新材料产业园、文化产业园和大保当组团(包括机电设备汽车城、旅游度假村、移民安置区和行政办公区)六大园区，其中锦界工业园是榆神工业区工业组团中较为成熟的产业园，也是陕西省循环经济示范园区，已形成煤电、煤化工、盐化工和建材四大主导产业；清水工业园重点发展煤炭低温干馏制油、煤焦油深加工和煤液化等项目，以及煤基烯烃产业链；榆树湾新材料产业园重点发展煤基烯烃和新材料产业。

榆神工业区现已形成以五大核心产业集群项目为支撑，以高端精细化工和化学新材料项目为补充的全产业链发展格局，五大核心产业集群项目包括国家能源集团产业链、陕西煤业集团产业链、延长石油集团产业链、江苏恒力集团产业链和榆林能源集团(中科)产业链。根据规划，国家能源集团产业链总投资1,080亿元，建设内容主要包括MTO项目、180万吨/年甲醇联产40万吨/年乙二醇项目、5万吨/年聚乙醇酸煤基生物可降解材料示范项目、150万吨/年煤制甲醇等，确保“十四五”期间新增投资500亿元。陕西煤业集团产业链总投资1,262亿元，建设内容主要包括180万吨/年乙二醇项目、120万吨/年粉煤热解、50万吨/年煤焦油加氢及配套装置、1,500万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目等，确保至“十四五”末完成投资1,000亿元以上。延长石油集团产业链总投资1,062亿元，建设内容主要包括50万吨/年乙醇项目、100万吨/年煤基芳烃项目、800万吨/年CCSI项目等，确保至“十四五”末完成投资500亿元以上。江苏恒力集团产业链总投资1,350亿元，建设内容主要包括2,000万吨/年煤矿、3套300万吨/年MTO、100万吨/年PX、150万吨/年PTA、90万吨/年PVC等，确保至“十四五”末完成投资1,000亿元以上。榆林能源集团(中科)产业链总投资894亿元，建设内容主要包括40万吨/年乙二醇项目、500万吨/年煤制清洁燃料项目等，力争至“十四五”末完成投资500亿元以上。

2022年，榆神工业区完成固定资产投资265.24亿，同比增长7.42%；工业总产值786.76亿元，同比增长15.59%。2022年国家级经开区考核位列全国第122位，较上年前进了95个位次。榆神工业区经济对当地煤炭等资源的依赖性较大，原煤产量存在一定波动，产业结构较为单一。此外，需注意的是，“碳达峰”和“碳中和”背景下，能耗等要素资源约束趋紧，园区重大项目的建设和前期工作造成了一定不利影响，也对区域的可持续发展带来了较大挑战。

表5 榆神工业区主要经济指标及工业产品产量情况（单位：亿元）

指标	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
固定资产投资	246.92	-5.02%	259.96	10.26%	235.00	18.03%
工业总产值	680.60	23.48%	551.18	9.29%	504.35	10.74%
工业增加值	288.75	28.40%	224.89	2.92%	218.52	10.95%
主要产品产量						
电（亿度）	276.23	-11.44%	311.93	43.40%	217.52	-5.42%
原煤（万吨）	4,597.56	3.94%	4,423.44	-6.35%	4,723.44	10.34%
甲醇（万吨）	63.54	-14.60%	218.08	220.33%	68.08	7.85%
聚氯乙烯（万吨）	128.99	-2.12%	131.78	6.47%	123.77	8.10%

资料来源：榆神工业区经济发展局，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是榆神工业区园区最重要的基础设施建设主体，主要负责区内基础设施建设业务，以总资产和净资产计公司规模均在区域城投平台中排名靠前，区域竞争力很强，目前收入主要来源于工程代建和煤炭销售业务，公司代建项目基本处于完工状态，在建及拟建项目均为自营项目，煤炭销售业务盈利能力较好

公司收入主要来源于工程代建和煤炭销售业务。受结算进度影响，2022年公司未确认代建收入，煤炭销售收入则同比增长 22.58%，服务、供暖蒸汽和砂石销售等业务对收入形成一定补充。毛利率方面，因煤炭销售业务毛利率下降，2022年公司销售毛利率降至 36.85%。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
煤炭销售	3.30	61.87%	50.10%	2.69	56.59%	68.03%
代建项目	-	-	-	1.01	21.13%	16.67%
服务收入	0.76	14.25%	20.57%	0.38	7.91%	27.15%
供暖蒸汽	0.54	10.21%	-21.74%	0.22	4.66%	-112.01%
砂石销售	0.38	7.16%	64.14%	0.20	4.20%	65.16%
其他	0.35	6.51%	8.44%	0.26	5.50%	-25.74%
合计	5.34	100.00%	36.85%	4.76	100.00%	40.27%

注：其他主要系物业管理、租赁等业务。

资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司未确认代建收入，且代建项目基本处于完工状态；目前主要在建和拟建项目均为自营项目，公司自营项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力，且需关注自营项目未来收益实现情况

公司是榆神工业区的最重要投资建设主体，主要负责工业园区的基础设施建设。2014年及以前，公司代建工程的回购方为榆神工业区管委会，根据2015年签订的《榆神工业区清水工业园道路工程投资建设与转让收购协议》、《榆神工业区移民安置区道路工程投资建设与转让收购协议》的补充协议，经榆神工业区管委会授权同意，自2015年起，公司代建工程回购资金的筹措方及代建投资的偿还方由榆神工业区管委会变更为榆神工业区管委会下属企业榆林市清水工业园供水有限责任公司（以下简称“清水供水公司”），清水供水公司自主筹集资金后，划入榆神工业区财政局账户，由榆神工业区财政局向公司按约支付。委托方清水供水公司委托公司负责建设榆神工业区的基础设施工程，在工程分标段竣工结算后，由委托方进行回购，回购最终结算价为实际工程造价及相关费用加成20%。

受结算进度影响，2022年公司未确认代建收入，存货中尚待结转的代建项目成本为23.29亿元，未来仍能实现一定规模的代建收入。截至2022年末，公司应收账款为14.87亿元，主要系应收代建工程款，代建业务回款情况不佳。目前公司代建项目基本处于完工状态，主要在建自营项目系榆神工业区清水工业园雨污分流及水厂建设工程，该项目为“20榆神绿色债/G20榆神1”募投项目，已于2018年12月开工建设，计划工期为2年，但建设进度不及预期，项目预计总投资14.75亿元，截至2022年末累计已投资9.40亿元。此外，为满足榆神工业园区安全生产的要求，解决园区企业职工安居住宿的问题，公司拟建榆神工业区综合服务中心项目，预计总投资10.11亿元，未来计划通过运营住宅、商业等物业获取租赁收入、停车费收入和物业费收入。整体来看，公司尚需投资规模较大，面临较大资金压力，且需关注自营项目未来收益实现情况。

2022年公司煤炭销售收入大幅增长，毛利率有所下降但盈利能力仍较好

2017年起公司开展煤炭销售业务，主要由公司本部负责。公司煤炭销售业务的主要客户为榆神工业区内化工、电力等企业。国华锦能与公司签订煤炭购销合同，约定每年向公司供应原煤40万吨，公司根据下游公司的实际销售数量情况，以固定的协议价从国华锦能采购煤炭，其中协议价以煤炭生产成本加合理利润确定，再按市场价销售给相关客户。随着煤炭销售量的增加，2022年公司实现煤炭销售收入3.30亿元，同比增长22.58%；受宏观经济及能耗双控等政策影响，煤炭销售价格虽有所回落但仍处于较高水平，销售毛利率降至50.10%，盈利能力仍较好。

表7 公司煤炭销售业务情况

项目	2022年	2021年
实现收入（万元）	33,009.25	26,927.91
毛利率	50.10%	68.03%
煤炭销售价格（元/吨）	728	758
购煤价格（元/吨）	363	242
煤炭销售量（吨）	453,203	355,130

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

服务、供暖蒸汽和砂石销售等业务丰富了公司收入来源

服务收入主要系铁路运输服务，主要由子公司榆林市榆神工业区能源集运有限责任公司（以下简称“能源集运公司”）负责经营，能源集运公司通过自有铁路，为园区内入驻企业提供运输服务。供暖蒸汽业务主要由子公司榆林榆神工业区清水源热电有限公司（以下简称“清水源热电公司”）负责经营，清水源热电公司为园区内企业提供供暖及热蒸汽服务，收费依据榆林市物价局指导价格，按照实际使用量与各企业结算，2022年实现营业收入0.54亿元，但因固定运营成本及煤炭等原材料价格较高，销售毛利率仍为负值。砂石销售业务主要由子公司陕西格瑞奥维综合环境治理有限责任公司负责经营，2021年公司取得采矿许可证，开始开采建筑用砂，2022年实现营业收入0.38亿元，毛利率较为稳定。

公司继续获得较大力度的外部支持

公司是榆神工业区管委会设立的国有独资企业，作为负责榆神工业区城市基础设施建设及园区管理的主体，承担着加快工业区基础设施建设进程，为产业项目建设提供支持的职责，得到了地方政府的较大支持。榆神工业区管委会给予了公司较大的财政补贴支持，2022年及2023年1-3月公司共获得政府补贴1.80亿元。

六、财务分析

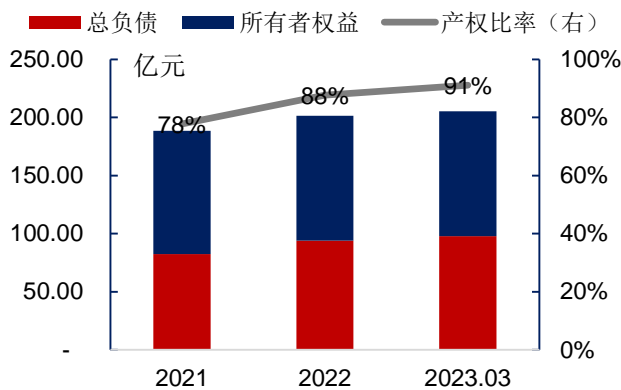
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年，公司合并范围内减少子公司2家；2023年1-3月，公司合并范围无变化。

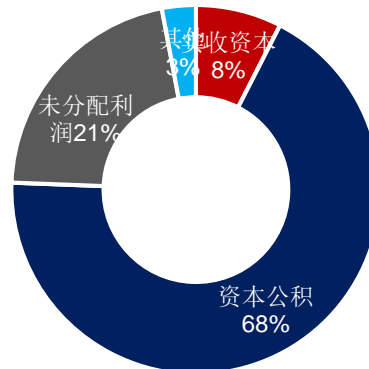
资本实力与资产质量

2022年公司债务融资扩张较快，产权比率上升；资产规模持续增长，以变现能力较弱的划拨地及应收款项为主，整体流动性较弱，其中土地资产中农地、未利用地规模较大，且部分资产因抵押受限；公司对民营企业的应收款规模较大且部分存在较大回款风险

公司融资规模增加，2022年末负债总额增至94.08亿元，所有者权益则略微增至107.34亿元，综合影响下，公司产权比率上升至87.65%。从所有者权益构成上看，仍以资本公积和未分配利润为主。

图 2 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 3 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022 年末公司资产规模持续增加，仍以货币资金、应收款项、存货、固定资产和其他权益工具投资为主，占期末资产总额的 88.86%。2022 年末公司货币资金主要系银行存款，其中受限资金 3.37 亿元，期末余额较 2021 年末大幅增加，主要系当年融资规模较大所致。公司应收账款主要系应收榆神工业区管委会和清水供水公司的工程回购款，2022 年末占应收账款余额的 98.57%。公司其他应收款主要系与政府、关联方之间的往来款及借款，2022 年末为 15.12 亿元，其中应收民营企业榆林市榆神工业区华航能源有限公司（以下简称“华航能源”）4.04 亿元（其中公司累计代华航能源向陕西省国际信托股份有限公司偿还贷款本金约 4.30 亿元），应收神府经济开发区房地产开发有限公司 4.38 亿元，应收榆神工业区管委会 4.08 亿元，合计占比达 92.07%，对公司资金形成较大占用。需要注意的是，因与陕西省国际信托股份有限公司的借款合同纠纷，华航能源分别于 2023 年 4 月和 6 月被列为被执行人，案号分别为（2023）陕 08 执 81 号和（2023）陕 0881 执恢 997 号，执行标的金额分别为 1,345.82 万元和 1,474.27 万元，公司计提坏账 1.29 亿元。公司计划通过债转股控股华航能源，并通过实际运营（煤焦油深加工及针状焦生产）收回资金，需关注该事项后续进展情况。存货是公司最主要的资产，2022 年末为 77.08 亿元，近年规模较为稳定，主要包括土地资产和清水工业园道路工程等项目开发成本，其中土地账面价值为 53.65 亿元，均为划拨地且未缴纳土地出让金，证载用途主要为国有农用地、未利用地。固定资产主要系房屋及建筑物。其他权益工具投资主要系对神府能源开发有限责任公司的股权出资款。

其他资产方面，公司在建工程主要系雨污分流工程、水厂项目二期和清水工业园（北区）电力管沟等项目的开发成本。2022 年末公司无形资产为 5.73 亿元，近年规模较为稳定，主要系探矿权和土地使用权，其中河兴梁勘查区探矿权账面价值为 5.15 亿元。

截至 2022 年末，公司受限资产账面价值 38.84 亿元，包括货币资金 3.37 亿元和土地使用权 35.48 亿元，受限资产占当期末总资产的 19.28%。

表 8 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	26.51	12.91%	24.81	12.32%	11.54	6.12%
应收账款	14.92	7.27%	14.87	7.38%	15.72	8.34%
其他应收款	15.04	7.33%	15.12	7.51%	16.14	8.57%
存货	78.47	38.22%	77.08	38.27%	74.34	39.44%
流动资产合计	135.53	66.02%	132.40	65.74%	119.61	63.46%
固定资产	25.34	12.34%	25.56	12.69%	22.09	11.72%
在建工程	12.26	5.97%	11.30	5.61%	13.51	7.17%
其他权益工具投资	21.53	10.49%	21.53	10.69%	21.53	11.42%
无形资产	5.73	2.79%	5.73	2.85%	5.74	3.04%
非流动资产合计	69.77	33.98%	69.02	34.26%	68.87	36.54%
资产总计	205.31	100.00%	201.42	100.00%	188.48	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

2022年公司营业收入有所增加，政府补助有效提升了公司利润水平

公司代建业务在榆神工业区园区具有一定的区域垄断性，但受结算进度影响，2022年公司未确认代建收入，存货中尚待结转的代建项目成本为23.29亿元，未来仍能实现一定规模的代建收入。截至2022年末，公司应收账款为14.87亿元，主要系应收代建工程款，代建业务回款情况不佳。2022年公司煤炭销售收入同比增长22.58%，毛利率仍维持在较高水平，盈利能力较好。此外，服务、供暖蒸汽和砂石销售等业务对公司营业收入形成一定补充，同时随着雨污分流及水厂工程等自营类项目投入运营，公司未来将实现污水处理及供水等园区运营类收入，未来收入来源将有所拓展。2022年公司共获得政府补助1.50亿元，占利润总额的110.23%，政府补助有效提升了公司利润水平。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
营业收入	0.92	5.34	4.76
营业利润	0.11	1.38	1.33
其他收益	0.30	1.50	1.50
利润总额	0.11	1.36	1.32
销售毛利率	19.13%	36.85%	40.27%

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

公司债务规模扩张较快，债务负担较重，但短期债务占比下降，债务结构有所改善

2022年公司新增较多外部融资，期末总债务规模增至91.01亿元，占负债总额的比重为96.73%。从

债务品种结构来看，公司债务以银行借款、债券融资和非标融资为主。2022年末银行借款36.98亿元，其中信用借款10.18亿元、保证借款20.80亿元、抵押借款6.00亿元；非标融资22.34亿元，占当期末总债务的比重为24.55%，占比较高，主要系债权融资计划和融资租赁款；债券融资系“20榆神绿色债/G20榆神1”、“22榆神能源PPN001”及美元债。2023年3月末长期应付款有所减少，主要系公司发行“23榆神能源MTN001”偿还部分债务所致。整体来看，公司债务以长期债务为主，债务结构有所改善。

表10 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	36.98	11.85	25.13
债券融资	26.30	-	26.30
非标融资	22.34	1.27	21.08
其他	5.38	0.98	4.40
合计	91.01	14.10	76.91

注：其他主要系银行承兑汇票及地方政府专项债。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 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	3.85	3.93%	4.35	4.62%	2.40	2.91%
一年内到期的非流动负债	7.94	8.11%	8.77	9.32%	18.21	22.08%
流动负债合计	15.72	16.07%	17.17	18.25%	27.58	33.44%
长期借款	24.78	25.32%	25.13	26.71%	24.74	30.00%
应付债券	46.39	47.40%	35.73	37.98%	11.86	14.38%
长期应付款	6.56	6.71%	11.64	12.38%	13.89	16.84%
其他非流动负债	4.40	4.50%	4.40	4.68%	4.40	5.34%
非流动负债合计	82.13	83.93%	76.91	81.75%	54.89	66.56%
负债合计	97.85	100.00%	94.08	100.00%	82.46	100.00%
总债务	95.00	97.08%	91.01	96.73%	76.73	93.05%
其中：短期债务	12.87	13.15%	14.10	14.99%	21.89	26.55%
长期债务	82.13	83.93%	76.91	81.75%	54.84	66.50%

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

2022 年公司新增较多债务，资产负债率上升至 46.71%。随着融资资金到位，公司货币资金大幅增加，2022 年末现金短期债务比增至 1.76，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。2022 年末公司 EBITDA 利息保障倍数略微降至 0.88，整体变动不大。

公司资金需求主要来自债务还本付息和项目开支，考虑到未来存在较大规模资本开支，仍需大量外部融资，同时存量债务接续压力仍存。截至2022年末，公司尚未使用银行授信额度20.32亿元，具有一定流动性储备，但仍需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

表12 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	47.66%	46.71%	43.75%
现金短期债务比	2.06	1.76	0.53
EBITDA 利息保障倍数	-	0.88	0.89

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

公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，环境方面，公司业务面临的环境风险较小，未因环境问题受到政府部门处罚；社会方面，公司过去一年未因违规经营、违反政策受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，无拖欠员工工资、社保等情形。

治理方面，2022年至今，公司董事、监事、高级管理人员均未发生变化。近年来公司未曾出现董事及高管人员因涉嫌重大违法违规违纪行为被调查的情况，未因信息披露不合规而受到处罚，但公司对政府部门及关联公司往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

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，公司对外担保金额合计 14.00 亿元，占当期末所有者权益的 13.04%。担保对象均为当地国企，但均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表13 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	是否有反担保
榆林城市投资经营集团有限公司	41,000.00	否
	25,000.00	否
榆林市榆神工业区能源科技发展有限公司	25,000.00	否
	19,000.00	否
榆林市清水工业园供水有限责任公司	17,000.00	否
	3,000.00	否
神府能源开发有限责任公司	10,000.00	否

合计	140,000.00	-
----	------------	---

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是榆林市政府下属重要企业，榆神工业区管委会为公司唯一股东和实际控制人。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，榆林市政府提供特殊支持的意愿强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与榆林市政府的联系紧密度低。公司是榆神工业区管委会下辖的子公司，主要负责榆神工业区内市政基础设施建设，榆林市政府对公司的经营战略和业务运营不具有影响力，且公司的业务主要来自于榆神工业区管委会。

(2) 公司对榆林市政府非常重要。公司是榆神工业区基础设施项目最重要的投资建设主体，对当地政府及地方经济至关重要，若公司违约将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

作为榆神工业区园区最重要的投资建设主体，公司收入主要来源于工程代建和煤炭销售等业务。榆林市煤、气、油、盐等资源优势突出，是我国重要的能源基地，经济财政实力较强。受益于煤炭行情好转，近年榆神工业区工业增加值大幅增加，为公司发展提供了良好基础。2022年公司债务规模扩张较快，债务负担较重，但短期债务占比下降，债务结构有所改善；公司主要在建和拟建项目尚需投资规模较大，未来仍需通过筹资活动满足项目建设资金需求。近年来公司持续获得当地政府较大支持，资本实力持续提升，服务、供暖蒸汽和砂石销售等业务亦丰富了公司收入来源。

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“20榆神绿色债/G20榆神1”的信用等级为AA。

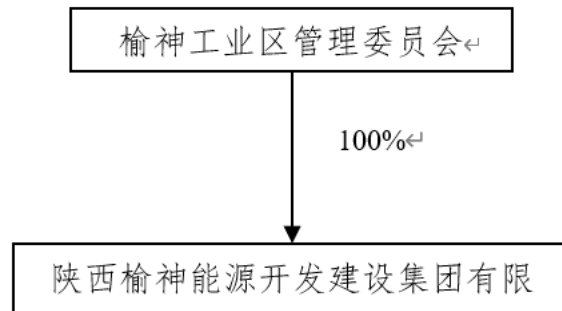
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	26.51	24.81	11.54	9.82
应收账款	14.92	14.87	15.72	16.19
其他应收款	15.04	15.12	16.14	18.96
存货	78.47	77.08	74.34	78.29
流动资产合计	135.53	132.40	119.61	124.83
固定资产	25.34	25.56	22.09	8.89
在建工程	12.26	11.30	13.51	9.16
其他权益工具投资	21.53	21.53	21.53	0.00
无形资产	5.73	5.73	5.74	5.73
非流动资产合计	69.77	69.02	68.87	52.47
资产总计	205.31	201.42	188.48	177.30
短期借款	3.85	4.35	2.40	3.50
一年内到期的非流动负债	7.94	8.77	18.21	4.89
流动负债合计	15.72	17.17	27.58	13.79
长期借款	24.78	25.13	24.74	17.52
应付债券	46.39	35.73	11.86	22.29
长期应付款	6.56	11.64	13.89	9.38
其他非流动负债	4.40	4.40	4.40	4.00
非流动负债合计	82.13	76.91	54.89	53.18
负债合计	97.85	94.08	82.46	66.97
其中：短期债务	12.87	14.10	21.89	8.95
总债务	95.00	91.01	76.73	62.09
所有者权益	107.45	107.34	106.01	110.33
营业收入	0.92	5.34	4.76	5.31
营业利润	0.11	1.38	1.33	1.06
其他收益	0.30	1.50	1.50	1.50
利润总额	0.11	1.36	1.32	1.06
经营活动产生的现金流量净额	3.28	2.38	5.68	1.74
投资活动产生的现金流量净额	-0.98	-0.58	-9.13	-7.09
筹资活动产生的现金流量净额	1.85	10.37	4.46	11.47
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	19.13%	36.85%	40.27%	16.15%
资产负债率	47.66%	46.71%	43.75%	37.77%
短期债务/总债务	13.54%	15.49%	28.53%	14.42%
现金短期债务比	2.06	1.76	0.53	1.10
EBITDA（亿元）	-	3.22	2.99	2.02

EBITDA 利息保障倍数	-	0.88	0.89	0.60
---------------	---	------	------	------

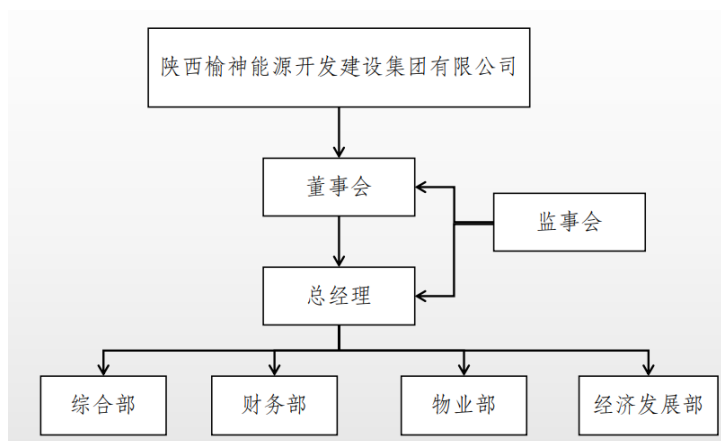
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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 2023年3月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	主营业务
榆林香水盐化有限公司	3,000.00	80.00%	食品制造业
榆林市榆神工业区清源物业有限公司	100.00	100.00%	其他服务业
陕西乾浩建设有限公司	1,000.00	100.00%	房屋建筑业
榆林榆神工业区清水源热电有限公司	7,163.48	100.00%	电力、热力生产和供应业
陕西榆神能源通达管网有限责任公司	10,000.00	100.00%	电力、热力、燃气及水生产和供应业
榆林河兴梁煤业有限责任公司	5,000.00	100.00%	采矿业
陕西格瑞奥维综合环境治理有限责任公司	1,000.00	70.00%	生态保护和环境治理业
榆林榆神大厦酒店有限公司	5,000.00	100.00%	酒店服务
榆林市榆神工业区能源集运有限责任公司	20,000.00	80.00%	能源集运

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。