



景德镇合盛产业投资发展有限公司 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 2139 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。
- 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了 ESG 债券评估服务，经审查，不存在利益冲突的情形。
- 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 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	景德镇合盛产业投资发展有限公司	AA/稳定
本次跟踪担保主体及评级结果	中合中小企业融资担保股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“23 合盛债 01/23 合盛 01” “21 合盛债 01/21 合盛 01”	AAA AA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，“23 合盛债 01/23 合盛 01”债项级别充分考虑了中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证。中诚信国际肯定了景德镇市的经济实力不断增强，潜在的政府支持能力强；景德镇合盛产业投资发展有限公司（以下简称“合盛产投”或“公司”）在景德镇市具有重要地位，持续获得政府有力支持。同时，中诚信国际预计公司职能定位将维持稳定，随着业务持续推进，资产规模将保持增长，资本实力将进一步提高；同时需要关注到公司经营获现能力一般、存在较大的短期偿债压力、对广东正业科技股份有限公司（以下简称“正业科技”）的股权收购可能面临一定投资风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，景德镇合盛产业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：景德镇市经济财政实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提升等。

可能触发评级下调因素：景德镇市经济财政实力显著减弱；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正面

- **景德镇市的经济实力不断增强。**2022年，景德镇市实现地区生产总值为1,192.19亿元，增速为4.7%，持续增长的区域经济为公司提供良好的外部环境。
- **公司在景德镇市具有重要的地位。**公司仍作为景德镇市重要的基础设施建设以及产业投资主体，业务范围主要覆盖景德镇高新技术产业开发区及昌江区，在景德镇市具有重要的地位。
- **公司持续获得政府的有力支持。**2022年公司仍获得政府大力支持，其中收到政府划拨资金9.78亿元并计入资本公积；此外，2022年及2023年1~3月，公司分别获得政府补助4.81亿元和0.05亿元。
- **有效的偿债担保措施。**“23合盛债01/23合盛01”由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证，该担保措施对本期债券“23合盛债01/23合盛01”的还本付息起到了有效的保障作用。

关注

- **经营活动现金流持续净流出。**2022年及2023年1~3月，公司经营活动净现金流分别为-10.97亿元和-5.91亿元，经营活动现金流持续净流出。
- **存在较大的短期偿债压力。**截至2023年3月末，公司短期债务为52.82亿元，短期债务规模持续增长，货币资金/短期债务为0.48倍，EBITDA和经营活动净现金流无法对利息支出形成有效覆盖，存在较大的短期偿债压力。
- **公司对正业科技的股权收购可能面临一定投资风险。**广东正业科技股份有限公司（以下简称“正业科技”）自2021年起纳入公司合并报表范围，正业科技经营情况存在一定不确定性，公司对正业科技股权收购可能面临一

定投资风险，从而或降低公司资产的收益性。

项目负责人：邱学友 xyqiu@ccxi.com.cn

项目组成员：陈依婷 ytchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

合盛产投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	214.29	273.24	306.30	326.14
经调整的所有者权益合计（亿元）	110.20	156.38	167.25	167.06
负债合计（亿元）	104.08	116.86	139.05	159.08
总债务（亿元）	52.41	101.27	121.71	141.88
营业总收入（亿元）	11.28	11.20	23.89	4.11
经营性业务利润（亿元）	1.43	1.83	3.16	-0.04
净利润（亿元）	1.09	1.15	1.00	0.01
EBITDA（亿元）	2.46	3.93	6.51	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-8.59	-13.94	-10.97	-5.91
总资本化比率（%）	32.23	39.30	42.12	45.92
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.06	0.91	0.92	--

注：1、中诚信国际根据合盛产投提供的其经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021-2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。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、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

担保主体概况数据

中合担保（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产（亿元）	83.78	83.55	82.18	90.76
担保损失准备金（亿元）	9.17	5.39	4.45	3.96
所有者权益（亿元）	73.05	73.13	73.97	74.77
在保责任余额（亿元）	510.38	342.35	271.66	--
年新增担保额（亿元）	29.44	37.84	111.39	--
担保业务收入（亿元）	4.88	2.72	2.67	0.64
利息净收入及投资收益（亿元）	2.66	2.00	2.02	0.57
净利润（亿元）	(6.52)	1.58	1.05	0.80
平均资本回报率（%）	(8.48)	2.16	1.43	--
累计代偿率（%）	3.90	3.60	3.14	--
核心资本放大倍数（X）	6.24	4.39	3.48	--
净资产放大倍数（X）	6.99	4.68	3.67	--

注：[1] 本报告数据来源为中合担保提供的经审计的 2020 年、2021 年和 2022 年财务报告；[2]担保业务净收益=担保业务收入-担保业务成本；[3]2018 年 4 月，公司按照七部委联合印发的《融资担保责任余额计量办法》计算融资担保责任余额及放大倍数，公司在保责任余额口径为融资性担保责任余额；[4]本报告所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明；本报告中不可得或不适用的数据或指标，均使用“-”表示。

评级历史关键信息

景德镇合盛产业投资发展有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	23 合盛债 01/23 合盛 01 (AAA)	2023/03/29	邱学友、张悦、陈依婷	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03	阅读全文
AA/稳定	21 合盛债 01/21 合盛 01 (AA)	2022/06/28	王少强、周蒙、张悦	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA/稳定	21 合盛债 01/21 合盛 01 (AA)	2021/02/22	桂兰杰、王少强、张悦	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文

同行业比较（2022 年数据）

项目	合盛产投	眉山实业	荆楚产投
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	景德镇市	眉山市	荆州市
GDP（亿元）	1,192.19	1,635.51	3,008.61
一般公共预算收入（亿元）	94.00	156.09	142.05
经调整的所有者权益合计（亿元）	167.25	126.26	98.89
总资本化比率（%）	42.12	29.28	59.53

EBITDA 利息覆盖倍数 (X) 0.92 1.10 0.48

注：“眉山实业”为“眉山环天实业有限公司”的简称；“荆楚产投”为“荆楚文化产业投资集团有限公司”的简称。

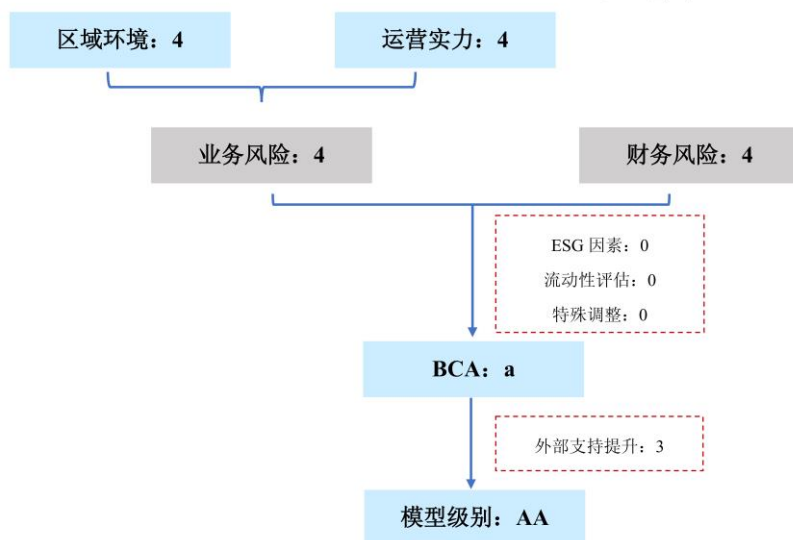
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

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
23 合盛债 01/23 合盛 01	AAA	AAA	2023/03/29	5.00	5.00	2023/4/28~2030/4/28	调整票面利率、回售、提前偿还
21 合盛债 01/21 合盛 01	AA	AA	2022/06/28	10.00	10.00	2021/05/06~2028/05/06	调整票面利率、回售、提前偿还

评级模型

景德镇合盛产业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与模型 C220000_2022_03

■ 业务风险：

中诚信国际认为，合盛产投作为景德镇重要的基础设施建设和产业投资主体，具备较强的业务竞争力。公司委托代建项目规模较小，但是在建及拟建的自建自营项目尚需投资规模较大，整体业务稳定性和可持续性一般。公司基础设施建设项目投资以及购买土地形成存货规模较大，存货变现周期较长，且受限资产及未办证土地规模较大，资产流动性较弱；新并表的正业科技后续经营情况易受市场影响，波动较大，租赁和园区运营业务目前收入规模较小，并且公司拥有的林权资产未来收益性存在一定的不确定性，公司资产收益性一般。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，受益于政府及股东货币增资及股权划转，公司所有者权益持续增长，具备较强的资本实力。合盛产投债务规模增长较快，资本结构有待优化；同时短期债务占比持续攀升，经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力有待提升，存在较大的短期偿债压力。

■ 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合盛产投个体基础信用等级无影响，合盛产投具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，景德镇市政府有强的支持能力，景德镇市政府对公司有较强的支持意愿，主要体现在景德镇市的区域地位，以及较强劲的经济财政实力和增长能力；合盛产投系景德镇市重要的基础设施建设及产业投资主体，成立以来持续获得政府在股权划转、资金投入、财政补贴等方面的大力支持，具备较高的重要性及与政府的关联性。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

“23 合盛债 01/23 合盛 01”于 2023 年 4 月 28 日成功发行，募集资金为 5.00 亿元，其中 2.50 亿元拟用于景德镇市高新区航空应急救援产业园区建设项目，2.50 亿元用于补充公司营运资金，根据企业提供的资料，截至 2023 年 4 月 28 日，募集资金暂未使用，剩余资金为 5.00 亿元，债券未变更募集资金用途。

“21 合盛债 01/21 合盛 01”于 2021 年 5 月 6 日成功发行，募集资金为 10.00 亿元，其中 6.00 亿元计划用于景德镇市直升机航空产业孵化园项目，4.00 亿元计划用于补充营运资金，截至 2023 年 3 月末，已有 6.00 亿元用于景德镇市直升机航空产业孵化园项目，4.00 亿元用于补充营运资金，募集资金余额为 0.00 亿元，募投项目总投资 12.78 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资 7.78 亿元。债券未变更募集资金用途。

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继续提升，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.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年，稳增长压力下促基建政策持续加码，保障城投合理融资需求，但严监管持续城投发行审核并未明显放松，叠加到期及回售规模较大，城投债发行规模、净融资额同比大幅下降，且募集资金用于借新还旧的比例进一步提高。展望 2023 年，隐性债务严监管下城投“紧融资”环境难有较大转变，但考虑到基建仍是经济稳增长的重要着力点，城投融资情况或有边际改善。风险关注方面，在基建仍需发力、地方财政承压背景下，后续需关注重点项目推进下城投企业信用实力分化以及弱区域、弱资质城投风险释放可能；此外，还需关注房地产行业风险底部释放下，城投企业地产参与度提高带来的风险敞口，以及城投转型过程中资产整合和债务重组可能带来的衍生风险。

区域环境

景德镇市为江西省地级市，下辖 2 区（珠山区、昌江区）、1 县（浮梁县）、1 县级市（乐平市），拥有国家级的景德镇高新技术产业开发区，北边与安徽省东至县交界，南边、西边和东边与上饶市交界，是环鄱阳湖经济圈的重要城市。景德镇市产业特色明显，主要产业包括陶瓷产业、航空产业、汽车产业和旅游产业，并着力建设“3+1+X”的产业模式。截至 2022 年末，景德镇市常住人口 162.18 万人，常住人口城镇化率为 66.48%。

景德镇市产业特色突出，发展态势良好，地区生产总值（GDP）逐年增长，2022 年全年 GDP 为 1,192.19 亿元，按可比价计算，同比增长 4.7%，增速位居全省第八，增速有所放缓，但依旧保持增长趋势。同年，景德镇市人均 GDP7.35 万元，居省内第五位，略高于全省平均水平。

近年来景德镇市财政收入有所波动，2022 年，景德镇市一般公共预算收入同比下降 7.4%，在江西省内各地市降幅较为突出，税收收入占比也随之下降，主要系增值税留抵退税规模较大，同时房地产市场不景气致使相关税收减少所致，需持续关注未来一般公共预算收入的变动情况。景德镇市财政自给率较低，政府性基金收入是景德镇市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，近年来整体呈下降趋势。再融资环境方面，近年来景德镇市政府债务余额快速增长，广义债务率处于全国中游水平，区域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，其中债券市场发行利差普遍高于全国平均水平，净融资额呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境一般。

表 1：近年来景德镇市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	957.14	1,102.31	1,192.19
GDP 增速（%）	3.70	8.70	4.70
人均 GDP（万元）	5.91	6.80	7.35
固定资产投资增速（%）	8.40	9.40	8.10
一般公共预算收入（亿元）	100.05	101.49	94.00
政府性基金收入（亿元）	261.16	221.27	222.87
税收收入占比（%）	61.83	62.16	50.19
公共财政平衡率（%）	42.38	44.80	37.98
债务余额（亿元）	300.38	400.86	467.97

注：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%。

资料来源：景德镇市财政局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为景德镇市重要的基础设施建设以及产业投资主体，业务范围主要覆盖景德镇高新技术产业开发区及昌江区，业务领域涵盖基础设施建设、土地转让、电子智能科技、房地产销售等，具有较强的业务竞争力；同时，公司委托代建项目规模较小，在建及拟建的自建自营项目尚需投资规模较大，业务稳定性和可持续性一般。值得注意的是，公司土地转让业务受政策变化、城市规划影响较大，未来收入存在较大不确定性；同时，子公司广东正业科技股份有限公司（以下简称“正业科技”）2022 年因出货量大幅下降并且计提商誉减值损失导致小幅亏损，且 2022 年 10 月，正业科技公告拟在景德镇市投资建设年产 5GW 光伏组件及 8GW 异质结光伏电池片生产基地投资项目，项目总投资 50 亿元，其将面临较大的投资压力，正业科技后续经营和投资情况均需持续关注。此外，公司自营投资项目规模较大且回收期长，项目资金平衡存在很大的不确定性，需关注公司项目收益实现情况。

表 2：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设业务	6.91	61.28	18.33	9.60	85.71	19.63	6.14	25.72	20.39	2.34	56.84	17.92
土地转让业务	--	--	--	--	--	--	2.29	9.60	58.90	--	--	--
电子智能科技业务	--	--	--	--	--	--	9.77	40.90	30.23	1.53	37.11	32.58
其他业务	4.37	38.72	11.62	1.60	14.29	16.09	5.68	23.78	13.90	0.25	6.05	-2.67
营业收入/毛利率合计	11.28	100.00	15.73	11.20	100.00	19.12	23.89	100.00	26.49	4.11	100.00	22.11

注：其他业务主要包括贸易、房地产销售、租赁以及园区运营业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程建设业务

公司工程建设业务运营模式明确，业务区域主要覆盖景德镇高新区和昌江区；公司储备的委托代建项目较少，后续可确认的代建收入规模较小，但是公司在建及拟建自建自营项目尚需投资规模较大，公司整体业务稳定性和可持续性一般，自建自营项目后续资金平衡情况值得关注。

公司工程建设业务包括委托代建及自建自营两种模式，跟踪期内，经营主体仍为公司本部和子公司景德镇市华信建设投资有限公司（以下简称“华信建设”），业务模式以及业务范围未发生改变。

截至 2023 年 3 月末，除景德镇高新技术产业开发区扩区建设项目（一期）之外，公司委托代建项目均已完工，委托代建项目计划总投资 29.89 亿元，已投资 34.96 亿元，已确认收入 34.11 亿元，已回款 34.60 亿元，回款情况尚可。

截至 2023 年 3 月末，公司已完工自建自营项目为景德镇高新·梧桐雅苑安置房建设项目，已投资 6.32 亿元。同期末在建项目总投资 46.82 亿元，已投资 26.02 亿元，尚需投资 20.80 亿元，主要包括景德镇市直升机航空产业孵化园项目和景德镇高新区滨江盛景棚改安置房建设项目等，部分项目能够获得政府专项债资金支持。

表 3：截至 2023 年 3 月末公司主要委托代建模式下项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设周期	已确认收入	实际回款	是否签署协议
景德镇高新技术产业开发区扩区建设项目（一期）	10.00	11.36	2017.3-2023.12	9.92	12.47	是
高新区工业四路道路工程代建		0.60	2018.6-2021.12	0.54		是

项目						
市航空大道（二期）工程代建项目		1.14	2017.3-2021.12	1.02		是
高新区环保路延伸至工业五路工程代建项目		0.21	2018.4-2021.12	0.17		是
高新区污水管网改造完善工程代建项目		0.47	2018.1-2021.12	0.58		是
景德镇高新区航空及先进装备制造产业基地设施项目	4.60	5.35	2017.02-2022.04	5.92	5.98	是
景德镇市航空科技城飞虹大桥及飞虹大道（一期）工程	3.79	4.35	2015.10-2018.05	5.26	5.13	是
景德镇汽车产业园基础设施建设项目（一期）	10.25	10.18	2016.09-2021.12	9.52	9.74	是
景德镇高新区妇女水库下游水系统改造工程	0.30	0.30	2016.10-2018.11	0.37	0.39	是
航空小镇学前教育	0.95	1.00	2020.09-2023.03	0.81	0.89	是
合计	29.89	34.96	--	34.11	34.60	--

注：因后续建设规划原因，已投资额超过原预计总投资额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2023 年 3 月末公司自建自营模式下主要在建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	资金平衡方式	建设资金来源
景德镇市直升机航空产业孵化园项目	2020 年 1 月-2024 年 3 月	12.78	7.78	租赁	企业债+自有资金
高新区职业教育学校	2020 年 11 月-2023 年 8 月	1.35	1.09	租赁	专项债+自有资金
高新区职业教育学校（二期）	2021 年 5 月-2023 年 8 月	1.54	0.96	租赁	融资+自有资金
景德镇市西城区第二污水处理厂扩建、配套管网及污泥处置回收利用工程	2020 年 10 月-2023 年 12 月	1.37	0.83	污水处理收入	专项债+自有资金
景德镇高新区滨江盛景棚改安置房建设项目	2021 年 7 月-2023 年 6 月	8.66	4.33	出售	融资+自有资金
景德镇高新区电子信息产业标准厂房建设项目	2021 年 12 月-2023 年 3 月	4.12	2.96	租赁	融资+自有资金
景德镇市高新区通用航空产教融合基地建设项目	2022 年 3 月-2023 年 6 月	10.00	5.16	租赁	专项债+自有资金
景德镇市高新区智慧产业标准厂房建设项目	2022 年 5 月-2023 年 4 月	7.00	2.91	租赁	专项债+自有资金
合计	--	46.82	26.02	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司拟建项目总投资 67.71 亿元，主要包括景德镇市高新区新经济产业园等，均为自建自营项目。总体来看，公司储备的委托代建项目较少，未来可确认的代建收入规模较小，但是公司在建及拟建自建自营项目尚需投资规模较大，公司整体业务稳定性和可持续性一般，且自建自营项目回收期长，后续资金平衡情况亦值得关注。

表 5：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	建设模式
景德镇高新区新经济产业园	2023 年 6 月-2025 年 1 月	36.55	自建自营
景德镇高新区蒸汽供热管网工程	2023 年 8 月-2023 年 12 月	3.00	自建自营
景德镇市高新区新能源产业标准厂房（一期）项目	2023 年 8 月-2025 年 2 月	12.50	自建自营
景德镇市高新区航空应急救援产业园区建设项目	2023 年 7 月-2025 年 6 月	15.66	自建自营
合计	--	67.71	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地转让板块

公司土地转让受政策变化、城市规划影响较大，未来收入存在较大不确定性。

公司根据景德镇市城市建设需要，将制定土地转让计划，并委托房地产评估咨询机构对准备转让的土地进行评估定价；将土地交付给景德镇市土地储备中心后，景德镇市土地储备中心负责协调景德镇市财政局，按照确定的回款时间安排土地收购资金支付给公司。

截至 2023 年 3 月，公司土地资产面积为 437.54 万平方米，账面价值为 111.44 亿元，包含工业用地、商业用地、商住用地等，主要通过“招拍挂”和股东注入获得，均已缴纳土地出让金，尚有约 40%的土地尚在办证中。2022 年，公司转让了致远路东侧一宗商住用地以及农机装备二期东侧一宗工业用地，获得土地转让收入 2.29 亿元。由于土地转让受政策变化、城市规划影响较大，未来公司土地转让收入存在较大不确定性。后续公司将根据土地用途类型分别开展土地业务，对于工业土地，公司拟用于标准厂房等工业项目建设，从而进一步开拓厂房租赁业务；对于商业土地，公司拟用于商业综合体、酒店等商业项目建设，从而开展酒店经营等市场化业务；对于住宅土地，公司计划对下属子公司景德镇合盛置业有限责任公司（以下简称“合盛置业”）增资，由合盛置业负责土地转让业务，合盛置业根据土地市场行情，聘请评估机构评估土地价值，制定土地转让计划，寻找并确定土地交易对手方，完成土地转让。

电子智能科技板块

子公司正业科技仍主要开展锂电、半导体设备和 PCB 设备监测服务业务，业务模式较为稳定，受市场环境影响较大，2022 年收入大幅下滑并小幅亏损，需持续关注正业科技未来经营情况。

公司智能科技业务仍由上市公司正业科技经营，业务类型主要包括锂电、半导体设备和 PCB 设备监测服务业务，生产产品主要为锂电智能检测设备、芯片缺陷检查机、PCB 智能检测设备等，生产模式和销售方式未发生改变。

2022 年，受经济下行压力影响，正业科技出货量大幅下降，主营业务收入同比大幅下降 26.78%。另外正业科技部分下属公司经营业绩不达预期、利润亏损，部分原有业务订单下滑，部分原有产品开拓新市场及新客户较为艰难，正业科技收购的深圳市正业玖坤信息技术有限公司等公司 2022 年经营情况与收购时评估商誉所作假设的经营情况不符，未达到假设的经营情况，正业科技计提商誉减值损失大幅增加，因此净利润随之减少并呈现小幅亏损，2023 年一季度净利润维持亏损状态，中诚信国际将持续关注正业科技的经营情况及其对公司未来经营及信用状况的影响。

此外，2022 年 10 月，正业科技公告拟与公司、昕橙（北京）新能源科技有限公司、昊丰（泰兴）新能源科技有限公司共同投资 10,000 万元人民币在景德镇市设立合资公司景德镇正业新能源科技有限公司（以下简称“正业新能源”），正业科技为正业新能源控股股东，在景德镇高新区投资建设年产 5GW 光伏组件及 8GW 异质结光伏电池片生产基地投资项目，项目投资总额 50 亿元，分三期投资建设。根据正业科技《关于对深圳证券交易所关注函的回复公告》，正业新能源项目第一期拟投资 10 亿元，第二期拟投资 28 亿元，第三期拟投资 12 亿元。每一期投资资金根据项目实施进度逐步落实到位。项目第一期股东投入 1 亿元，其他资金来源于融资租赁、银行贷款和政府补助，计划在 2023 年底达产；第二期、第三期投资进度根据第一期项目建设投产情况由景德镇高新技术产业开发区管理委员会与正业新能源另行约定，第二期和第三期资金来源主要包括定向增发、设备租赁和银行贷款等。截至 2023 年 3 月末，该项目尚未开始正式投资建设，该项目投资

规模较大，且与正业科技现有业务关联度一般，需关注该项目推进对公司形成资金占用及可能的投资风险。

其他板块

公司开展贸易、房地产销售、租赁、园区运营等其他业务，对公司收入来源形成一定补充，但业务规模整体偏小，且房地产销售业务去化率较低，无其他拟建项目，房地产销售业务可持续性一般。

公司其他业务主要包括贸易、房地产销售、租赁和园区运营，各项业务均对公司收入来源形成一定的补充。

贸易业务方面，公司子公司景德镇国新建设工程有限公司（以下简称“国新建设”）开展制造业原材料、工程施工材料等贸易业务，通过与大型施工央企或高新区的入园企业合作，将采购的原材料出售给上述企业，从中赚取买卖货物的价差；或者在入园企业与原材料供应商之间充当代理人角色，负责两者贸易业务沟通协调并从中赚取差价，公司与上游供应商采用款到发货的结算方式，对下游客户的账期一般为 1~3 个月。2022 年随着公司业务规模增长，该业务收入小幅增长。

房地产销售业务方面，公司房地产项目主要为安置房项目，由公司本部负责运营，目前公司销售的项目为梧桐雅苑和滨江盛景，总计划投资额分别为 8.27 亿元和 8.66 亿元；其中梧桐雅苑已完工，去化率约 83.98%，滨江盛景已投资额仅为 4.33 亿元，去化率为 10.27%；2022 年以及 2023 年 1~3 月，公司共确认房地产销售收入 3.22 亿元和 0.47 亿元。公司目前房地产项目去化率较低，且暂无其他拟建安置房项目，当前房地产市场景气程度较差的背景下，未来该业务收益存在一定不确定性，业务可持续性一般。

租赁业务方面，公司将自有的工业和商业房屋对外出租并进行物业管理，获取房屋租赁收入及物业管理费。截至 2023 年 3 月末，公司拥有工业和商业房屋账面价值 6.71 亿元，其中大部分为工业房屋，公司整体出租率约 84%，公司租赁业务收入随出租率提高而有所增长，但收入规模仍较小。

园区运营方面，2020 年以前是由公司本部负责景德镇高新区内基础设施运行维护服务相关事宜，并与景德镇高新区管委会签订运行维护服务合同，按照受托资产总值计算，收取 3% 的维护服务费，以后每年按 10% 递增收取维护服务费用；自 2020 年起，该业务由子公司国新建设负责，并重新与景德镇高新区管委会签订运行维护服务合同，约定每年维护服务费用为 0.15 亿元，由景德镇高新区管委会于每年向国新建设一次性支付。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平。跟踪期内受益于政府的大力支持，公司所有者权益持续增长，资本实力进一步增强；受业务扩张的影响，公司债务规模增长较快，目前财务杠杆水平保持增长趋势但仍处于适中水平；公司短期债务占比持续攀升，经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力有待提升，存在较大的短期偿债压力。

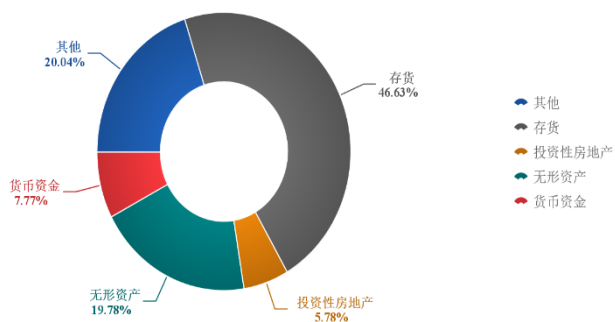
资本实力与结构

跟踪期内，公司总资产和总负债规模持续增长，受益于政府的大力支持，所有者权益持续增长；公司资产收益性一般，资产变现周期长且存在一定不确定性，而受限资产规模较大且部分土地未办证进一步限制了公司资产流动性；财务杠杆率呈上升态势，但仍处于适中水平。

作为景德镇市重要的基础设施建设以及产业投资主体，公司地位重要，随着业务持续发展以及政府持续支持，资产规模保持快速增长态势。其中，受项目建设投资持续推进并且购入项目储备用地，致使存货和在建工程大幅增长，带动资产总额随之增长，2022 年末同比增长 12.10%。

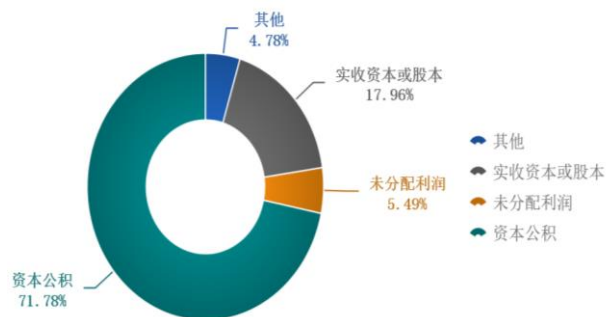
公司资产主要由存货、无形资产及投资性房地产构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重约为 63%，2022 年随着公司梧桐雅苑、航空孵化园等项目逐步完工后转入投资性房地产以及自营项目投资支出大幅增加，流动资产占比整体呈下降趋势。公司存货主要为土地和开发成本，土地主要为出让地且已缴出让金，但已抵押和未办证的土地占比接近 42%。公司还有一定规模的投资性房地产，主要为土地使用权、房屋及建筑物，可为公司带来一定的租金收入，但规模有限。公司无形资产主要为景德镇枫树山的林权资产。整体来看，公司资产中工程项目成本和投资性房地产等变现周期较长，土地转让受土地市场行情影响较大，存货变现存在一定不确定性，而受限资产规模较大同时部分土地未办证进一步限制了资产的流动性，资产流动性不足；新并表的正业科技后续经营情况易受市场影响，波动较大，公司租赁和园区运营业务能为公司带来稳定的现金流，但目前规模较小，并且公司拥有的林权资产未来收益性存在一定的不确定性，资产收益性一般。

图 1：截至 2023 年 3 月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 2023 年 3 月末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

随着公司项目投资加大对资金需求的增加，2022 年以来公司有息债务规模不断增长，推动公司负债规模呈扩张态势。公司有息债务以银行借款、非标融资以及发行债券为主，期限以中长期为主，但短期占比呈持续攀升趋势。公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，2022 年受益于政府注资 9.78 亿元，公司所有者权益保持增长趋势，公司资本实力得到进一步夯实。

受债务规模持续扩张影响，2022 年公司财务杠杆水平呈上升趋势，但仍处于适中水平。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，公司净债务预计将有所增长，公司财务杠杆率预计会进一步攀升。

表 6：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	214.29	273.24	306.30	326.14
非流动资产占比	33.90	37.19	39.53	36.87
经调整的所有者权益合计	110.20	156.38	167.25	167.06
资产负债率	48.57	42.77	45.40	48.78
总资本化比率	32.23	39.30	42.12	45.92

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量一般，经营活动现金流持续净流出，项目投资及购买土地资金规模较大，经营发展对外部融资存在较强依赖性，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。

受益于收购正业科技，公司 2022 年新增电子智能科技业务板块，营业收入大幅增长。跟踪期内，由于公司收到政府回款同比大幅减少，公司收现比指标大幅下降，公司回款进度受政府规划影响存在一定不确定性，后续需持续关注，公司整体收入质量一般。

公司经营活动净现金流主要来源于工程建设项目的结算回款和电子仪器设备及材料销售回款，2022 年公司项目投资规模较大且持续购入项目储备用地，而政府回款规模较小，加之贸易、物业租赁等业务贡献的经营活动净流入规模有限，致使经营活动保持净流出状态。2023 年以来公司延续经营活动现金净流出状态，公司经营活动获现能力总体表现一般。跟踪期内公司投资活动现金流依旧维持净流出态势，其中自营项目投资支出大幅增加。公司每年投资规模有所波动，未来投资活动现金流规模存在不确定性。

如前所述，公司经营活动现金流持续净流出，同时公司有一定投资需求，加之公司债务逐步到期，进一步加剧了公司对外部融资的需求，2022 年末公司债务规模同比增长 20.19%。公司主要依赖于银行借款、非标融资及债券发行来弥补资金缺口，近年来公司债券发行规模逐年增长，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。同时，受益于股东及政府的持续支持，2022 年公司吸收投资收到的现金以及政府补贴合计 15.64 亿元，亦是其资金补充的重要渠道。

表 7：近年来公司现金流情况（亿元）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
经营活动产生的现金流量净额	-8.59	-13.94	-10.97	-5.91
投资活动产生的现金流量净额	-6.11	-14.86	-13.17	-0.49
筹资活动产生的现金流量净额	17.94	31.92	17.39	16.66
现金及现金等价物净增加额	3.25	3.12	-6.75	10.26
收现比 (X)	0.84	1.68	0.82	0.78

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务负担相对较重，债务仍以中长期为主，与其业务特征相匹配；但短期债务规模持续增长，货币资金无法覆盖短期债务；公司 EBITDA 对利息的保障能力有待提升，存在较大的短期偿债压力。

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，跟踪期内，债务规模保持增长趋势。公司债务以银行借款、非标融资和债券发行为主，债务类型及渠道较多

元；公司债务仍以中长期为主，2022 年末公司短期债务占比大幅上升；2023 年 3 月末虽有所回落，但是短期债务规模仍持续增长，同期末，公司货币资金/短期债务为 0.48 倍，货币资金无法对短期债务形成有效覆盖。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	平均融资成本	类型	融资余额	1 年以内	1-3 年	3 年以上
银行贷款	5.14%	信用、抵押、质押、保证借款	74.45	27.4	19.43	27.62
债券融资	6.50%	企业债、债权融资计划	11.94	2.00	9.94	0.00
非标融资	6.04%	融资租赁	22.89	8.99	12.3	1.60
其他	--	应付票据等	32.60	14.35	1.10	17.15
合计	--	--	141.88	52.74	42.77	46.37

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

利润总额和费用化利息支出为公司 EBITDA 主要构成，随着公司业务扩张以及债务规模大幅增长，利润总额和利息支出逐年攀升，进而推动公司 EBITDA 有所上升，但由于公司利息支出上升较快，公司 EBITDA 对利息的覆盖逐年下降，EBITDA 对利息支出的保障能力有待提升；同时由于公司经营活动现金流持续净流出，对利息的保障能力总体较弱，存在一定的短期偿债压力。

表 9：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	52.41	101.27	121.71	141.88
短期债务占比	36.67	37.50	42.26	37.23
EBITDA	2.46	3.93	6.51	--
EBITDA 利息保障倍数	1.06	0.91	0.92	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-3.68	-3.24	-1.54	--

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，公司受限资产规模为 49.03 亿元，占当期末总资产的 16.01%，主要为货币资金、土地使用权以及房屋建筑物，受限资产规模较大，抵质押融资空间有限。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司无对外担保。此外，公司子公司正业科技股东之一楚联科技与东莞信托有限公司（以下简称“东莞信托”）存在金融借款合同纠纷，楚联科技未在限期内履行（2020）粤 1971 民特 2031、2032、2033 号民事裁定书所确定的义务，东莞信托向东莞市第一人民法院申请强制执行，申请标的合计 7.62 亿元及迟延履行期间的债务利息。因财产保全需要，东莞市第一人民法院于 2022 年 9 月冻结楚联科技持有的正业科技股份 79,835,747 股。鉴于楚联科技就其相关债务问题与各债权人积极寻求解决方案，为妥善解决其债务违约问题，楚联科技与东莞信托达成初步的谅解并签署《谅解备忘录》。根据《谅解备忘录》的约定，东莞信托向法院提交了对楚联科技持有的正业科技股票的解除冻结申请，截至 2022 年 11 月 16 日，楚联科技所持被司法冻结的股份已全部解除司法冻结。

过往债务履约情况：根据公司提供企业历史违约情况表，子公司正业科技 2022 年票据承兑累计逾期余额 160.35 万元，出现票据逾期情况均为正业科技财务人员或供应商未及时在网银系统进行操作导致汇票在票据系统中未兑付，截至目前上述票据均已全部兑付，除以上情况外，根据提供的企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司无其他未结清和已结清不良信贷记录，也未出现已

发行债券到期未偿付本息的情形。

假设与预测¹

假设

——2023 年，公司仍作为景德镇市重要的基础设施建设及产业投资主体，职能定位没有变化，没有显著规模的资产划入和划出。

——2023 年，公司收入保持增长趋势，其中工程建设业务收入因项目建设进度影响小幅增长，电子智能科技业务稳定发展，收入预计保持增长趋势；公司集中交付梧桐雅苑，房地产销售收入预计同比有所增长，毛利率相对稳定。公司其他各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 23~28 亿元，购买项目用地规模预计 23~28 亿元，股权类投资规模在 7~9 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增权益类融资 8~10 亿元、债务类融资 80~90 亿元。

预测

表 10：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（%）	39.30	42.12	41.63~50.88
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.91	0.92	0.68~1.02

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，公司流动性较弱，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖存在一定缺口。

近年来公司经营活动净现金流保持净流出状态，2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 15.40 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 109.71 亿元，尚未使用授信额度为 17.05 亿元，备用流动性较弱。但是，景德镇市经济基础好，区域内企业有一定流动性，有一定企业间临时拆借资金的空间；作为景德镇市重要的基础设施建设以及产业投资主体，可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场一定的认可度，目前尚有 5 亿元的企业债发行额度，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、外部投资及存量债务的还本付息。根据公司规划，未来一

¹ 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其他事项和假设因素，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。

年投资支出主要集中于片区建设、购买土地及基金投资，资金需求约 70~80 亿元。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 52.82 亿元，此外 2022 年公司利息支出已增至 7.10 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性较弱，未来一年流动性来源对流动性需求覆盖存在一定缺口。

ESG 分析²

中诚信国际认为，公司注重可持续发展，安全管理方面需进一步加强；公司在内控管理和治理结构方面表现较好。

环境方面，公司注重可持续发展，工程建设业务可能会面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚。

社会方面，子公司正业科技股东之一楚联科技与东莞信托有限公司（以下简称“东莞信托”）存在金融借款合同纠纷，但双方已达成初步的谅解并签署《谅解备忘录》，并且截至 2022 年 11 月 16 日，楚联科技所持被司法冻结的股份已全部解除司法冻结。此外，公司近年存在一例生产安全事故，公司安全管理方面需进一步加强。

治理方面，合盛产投战略规划清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，在实际运作过程中，景德镇市国资委作为实控人，对公司的治理结构、项目建设规划及未来发展战略等方面均形成较大影响，公开在内控管理和治理结构方面表现较好。

外部支持

中诚信国际认为，景德镇市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

景德镇市是环鄱阳湖新经济圈的重要城市，也是世界瓷都，中国直升机工业重镇，战略地位突出，且综合经济实力持续增强，具备向区域内企业协调一定金融及产业资源的能力。区域内融资平台主要包括景德镇市国资运营投资控股集团有限公司（以下简称“景德镇国控”）、合盛产投、景德镇陶文旅控股集团有限公司和景德镇市城市建设投资集团有限责任公司，近年来上述公司有息债务总额逐年增加。2022 年以来受经济下行和实施组合式退税减税降费政策等因素影响，景德镇市一般预算收入出现下滑，需关注财政收支平衡压力加大背景下的系统性债务风险。整体来看，景德镇市政府的支持能力强。

同时，景德镇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) 区域重要性较强：公司是景德镇市重要的基础设施建设及产业投资主体，业务范围主要覆盖景德镇高新区及昌江区。与其他市级平台的职能定位不同、各自分工相对明确，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度较高：公司的控股股东为景德镇国控，实际控制人为景德镇市国资委，公司人事任命及财务投融资等方面由景德镇市国资委管理，股权结构、业务运营、战略规划和高管任命均与市政府具有较高的关联性。

²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。

3) 过往支持力度较大: 跟踪期内, 公司在财政补贴以及资金注入方面持续获得政府和股东较大支持, 对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。

表 11: 截至 2022 年末景德镇市级类平台比较 (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
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司	景德镇市国资委 90%	景德镇市政府重点打造的国有资本投资运营公司, 承担景德镇航空及先进装备制造产业基地、汽车产业园等重要产业园区的基础设施建设任务	1,106.45	388.42	64.89	228.98	2.16	142.00
景德镇合盛产业投资发展有限公司	景德镇国控 80%	景德镇市重要的基础设施建设主体之一, 业务范围覆盖景德镇高新技术产业开发区及昌江区	306.30	167.25	45.40	23.89	1.00	15.00
景德镇陶文旅控股集团有限公司	景德镇市国资委 78.29%	景德镇市重要的基础设施建设主体, 以及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体, 主要负责承建景德镇市基础设施、保障房、棚户区改造、陶瓷文化旅游类、配套基础设施等项目	973.56	411.00	57.78	70.03	4.44	170.39
景德镇市城市建设投资集团有限责任公司	景德镇市国资委 89.55%	景德镇市主要的城市基础设施建设主体之一, 主要承担昌南新区基础设施建设、昌江区棚户区改造和土地一级开发等任务	681.60	265.81	61.00	52.88	2.18	101.00
景德镇市古镇投资管理有限公司	景德镇国控 67.14%	景德镇市重要的安置房及老城改造建设平台之一, 主要承担着景德镇市老城区内部分棚改项目以及老城改造项目	110.15	71.06	35.49	6.56	0.76	17.00

注: 债券余额为截至 2023 年 6 月 25 日的数据, 且仅包含各平台公司本部债券余额。

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, 景德镇市政府的支持能力强, 对公司的支持意愿较强, 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, 合盛产投与眉山实业、荆楚产投等可比公司的外部经营环境风险、业务风险、财务风险并无显著差异, 均可获得当地政府较强的外部支持, 最终主体信用等级处于同一档次。

首先, 景德镇市与眉山市、荆州市的行政地位相当, 但是经济财政实力处于三者中较低水平, 区域债务压力和市场融资环境接近, 均对当地平台企业具有强的支持能力。合盛产投与荆楚产投、眉山实业均承担区域基础设施建设及产业投资职能, 且均能获得的当地政府较强的外部支持。

其次, 合盛产投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

对其的主要定位，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，公司在建及拟建自营自建项目尚需投资规模较大，但是存量的委托代建项目规模较小，业务稳定性及可持续性一般，且土地转让业务以及正业科技经营情况存在较大不确定性，自营项目投资规模较大，后续项目收益情况需要持续关注。

然后，合盛产投的财务风险和可比公司相比也无明显差异。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；财务杠杆处于比较组中等水平，EBITDA 对利息覆盖能力相对较高，但是经营获现能力较低，可用银行授信规模较少，债券融资规模在比较组处于较少水平，再融资能力相对较弱。

表 12：2022 年同行业对比表

	合盛产投	眉山实业	荆楚产投
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	景德镇市	眉山市	荆州市
GDP（亿元）	1,192.19	1,635.51	3,008.61
GDP 增速（%）	4.7	3.8	5.1
人均 GDP（元）	73,538.00	55,273.00	58,577.00
一般公共预算收入（亿元）	94.00	156.09	142.05
公共财政平衡率（%）	37.98	50.24	28.63
政府债务余额（亿元）	467.97	636.02	706.92
控股股东及持股比例	景德镇国控 80%	眉山天府新区投资集团有限公司 94.46%	荆州市国资委 51.0%
职能及地位	景德镇市重要的基础设施建设以及产业投资主体，业务范围主要覆盖景德镇高新技术产业开发区及昌江区	眉山天府新区重要的基础设施建设主体，承担了区域内大量基础设施建设项目，公司配合眉山天府新区招商引资企业需求，自行建设商务中心、办公楼、厂房等物业	荆州市重要的城市基础设施投资建设和投融资主体，也是纪南文旅区唯一的工程建设和土地整理主体
核心业务及收入占比	工程建设 25.72%、电子智能科技业务 40.90%	委托代建业务 26.29%；水费、入户安装费 22.07%；智慧设备设施服务业务 22.52%	工程建设 85.45%、土地整理 11.50%
总资产（亿元）	306.30	224.65	255.52
经调整的所有者权益合计（亿元）	167.25	126.26	98.89
总债务（亿元）	121.71	52.28	145.49
总资本化比率（%）	42.12	29.28	59.53
营业总收入（亿元）	23.89	10.19	12.56
净利润（亿元）	1.00	1.36	2.45
EBITDA（亿元）	6.51	2.97	3.76
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.92	1.10	0.48
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-10.97	1.30	-13.51
可用银行授信余额（亿元）	17.05	14.36	53.24
债券融资余额（亿元）	15.00	17.54	49.50

注：可用银行授信余额方面，合盛产投采用截至 2023 年 3 月末的数据，眉山实业采用截至 2022 年末的数据，荆楚产投采用截至 2022 年末的数据；债券融资余额均为截至 2023 年 6 月 4 日的数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

偿债保障措施

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为“23 合盛债 01/23 合盛 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证。

中合担保于 2012 年 7 月 19 日注册设立，初始注册资本为 51.26 亿元，是中外合资的融资担保机构及落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目。2016 年 5 月 23 日，中合担保在北京市工商行政管理局变更登记，增加注册资本 20.50 亿元。截至 2023 年 3 月末，中合担保注册资本为 71.76 亿元，实收资本为 71.76 亿元。

中合担保现有中方和外方共 8 家股东，其中中方股东 6 家，包括中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）、中国进出口银行、海宁宏达股权投资管理有限公司、内蒙古鑫泰投资有限公司、海航科技股份有限公司和海航资本集团有限公司；外方股东包括 JPMorgan China Investment Company Limited 和西门子（中国）有限公司。海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）和海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）作为关联方，合计持有公司 43.34% 的股份，在 10 名董事组成的董事会中合计拥有 2 名股东董事的席位。中合担保无控股股东和实际控制人。因无法清偿到期债务，2021 年 1 月海航集团有限公司破产重整，海航资本在海航集团重整范围内，海航资本的股东现已变更为海南海航二号信管服务有限公司；海航科技作为上市公司，不在海航集团重整范围内。海航系子公司持有的中合担保股权或将被出售划转，未来中合担保股权结构存在不确定性。

中合担保的主要业务包括担保业务和资金运用业务。担保业务主要包括通过金融产品担保增信支持企业直接融资，以及在供应链金融领域开展创新业务。近年来，受制于信用环境恶化、行业监管政策趋严等因素，中合担保审慎新增担保业务投放，逐步调整业务结构，担保业务余额持续收缩。2022 年新增担保额 111.39 亿元，同比增加 194.37%，但受到期解保规模较大影响，公司在保余额持续下滑，截至 2022 年末，在保责任余额为 271.66 亿元，同比下降 20.65%。从业务结构来看，同期末，债券担保为中合担保的主要业务，在保余额占比 94.96%，其余为银行贷款担保和供应链金融相关业务。截至 2023 年 3 月末，中合担保在保余额为 316.95 亿元，较年初下降 5.52%。受预付款担保业务余额清零影响，公司无存续非融资性担保业务。

2022 年持续加强风险控制，准备金计提和减值损失计提减少，但受在保规模下降导致担保业务收入下滑影响，中合担保 2022 年实现净利润 1.05 亿元，较上年下降 0.53 亿元。2022 年，平均资本回报率和平均资产回报率同比分别下降 0.73 和 0.62 个百分点至 1.43% 和 1.27%。考虑到投资资产公允价值变动的的影响，2022 年中合担保其他综合收益为 -0.22 亿元，整体实现综合收益总额 0.84 亿元，同比大幅增加 0.76 亿元，未来仍需持续关注投资资产估值变动对中合担保综合收益和净资产的影响。

目前中合担保处于业务转型阶段，核心目标为全力化解存量风险，逐步压降非城投类融资担保业务规模；同时，探索建立风险管理及资产处置的核心竞争力，建设大数据风控运营管理平台。具体来看，主营担保业务将聚焦城投公募债项目及供应链金融业务，着力提升新增城投担保业务规模的同时，依托股东中国宝武资源探索供应链创新金融+科技业务模式。投资业务方面，中合担保采用稳健的风险偏好，不再主动新增非标及股权类投资，打造专业性强的投研及风控团队。此外，

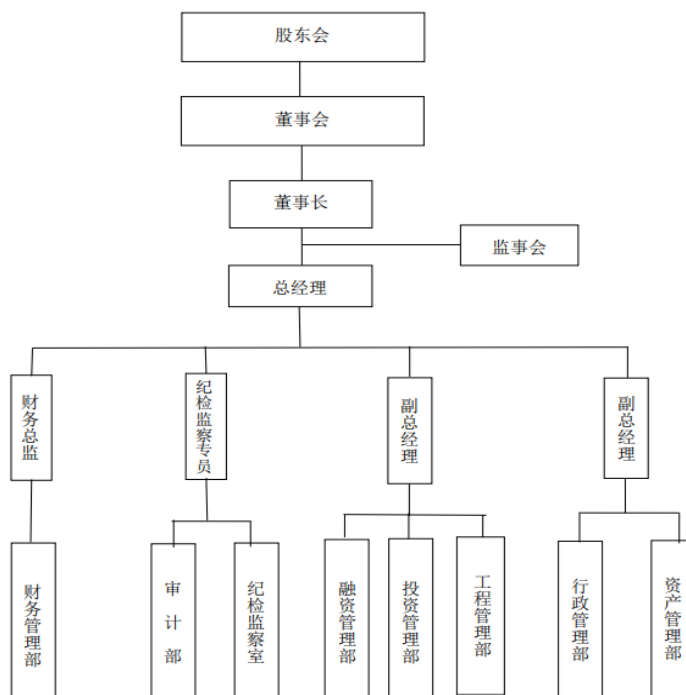
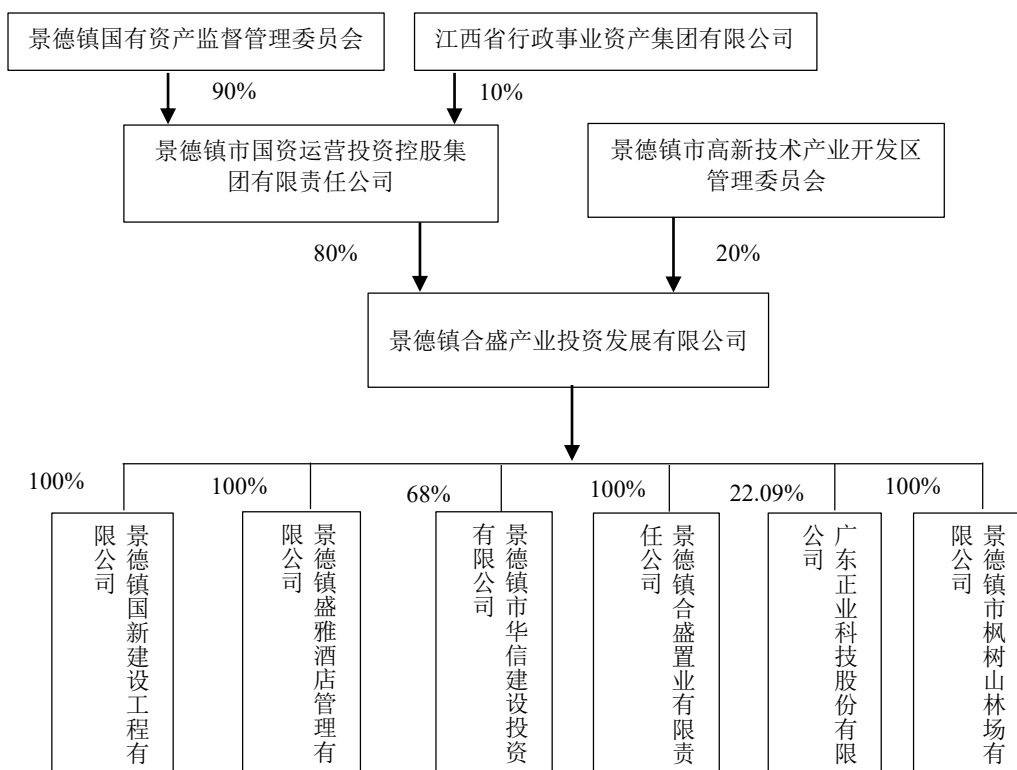
未来中合担保将以建设数据仓库、积累数字化资产为基础，建设大数据风控运营管理平台，推动风控运营管理标准化、线上化、数字化。

综合来看，中诚信国际维持中合中小企业融资担保股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证对“23 合盛债 01/23 合盛 01”还本付息起到强有力的保障作用。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持景德镇合盛产业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“23 合盛债 01/23 合盛 01”的债项信用等级为 **AAA**，维持“21 合盛债 01/21 合盛 01”的债项信用等级为 **AA**。

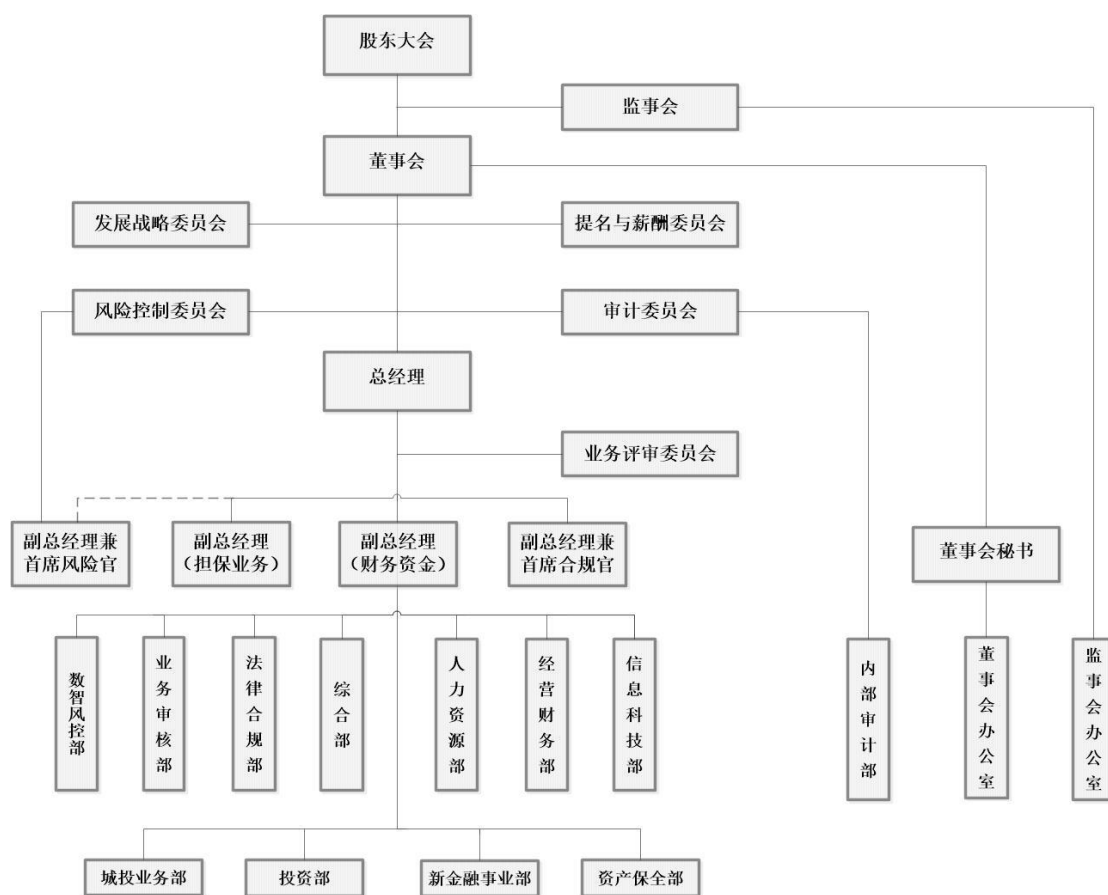
附一：景德镇合盛产业投资发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：中合中小企业融资担保股份有限公司股权结构（截至 2022 年末）

股东名称	持股比例(%)	股份数额(万股)
海航科技股份有限公司	26.62	191,040
JPMorgan China Investment Company Limited	17.78	127,600
海航资本集团有限公司	16.72	120,000
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63	105,000
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47	68,000
中国进出口银行	6.97	50,000
西门子(中国)有限公司	4.88	35,000
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93	21,000
合计	100.00	717,640



资料来源：中合担保提供

附三：景德镇合盛产业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	2023.3/2023.1~3
货币资金	99,158.83	165,310.65	113,785.12	253,461.77
非受限货币资金	74,428.79	141,580.19	38,110.78	154,004.19
应收账款	91,136.38	117,211.32	125,563.94	131,177.97
其他应收款	78,176.65	113,373.01	76,921.17	82,695.30
存货	1,107,954.11	1,255,611.00	1,459,125.90	1,520,689.44
长期投资	8,450.60	9,453.57	8,744.87	9,744.87
在建工程	9,234.38	29,841.81	124,294.31	126,878.69
无形资产	640,151.00	646,038.25	645,308.75	645,241.26
资产总计	2,142,855.41	2,732,411.32	3,062,963.08	3,261,372.73
其他应付款	410,666.16	11,984.59	38,322.43	43,997.26
短期债务	192,193.28	379,798.78	514,406.63	528,189.23
长期债务	331,865.33	632,877.13	702,697.87	890,576.21
总债务	524,058.61	1,012,675.91	1,217,104.50	1,418,765.44
负债合计	1,040,841.45	1,168,602.49	1,390,464.33	1,590,785.79
利息支出	23,326.95	43,080.58	71,032.64	7,386.38
经调整的所有者权益合计	1,102,013.96	1,563,808.82	1,672,498.75	1,670,586.94
营业总收入	112,772.60	112,001.62	238,885.37	41,139.90
经营性业务利润	14,333.40	18,313.43	31,626.29	-366.59
其他收益	16,368.45	25,206.33	48,102.61	489.80
投资收益	7.33	7.33	-691.06	-15.45
营业外收入	61.24	1.25	422.14	512.01
净利润	10,873.02	11,475.76	10,028.32	145.02
EBIT	23,149.34	37,369.28	57,327.72	--
EBITDA	24,631.67	39,279.47	65,072.41	--
销售商品、提供劳务收到的现金	95,026.37	187,840.74	195,612.33	31,995.20
收到其他与经营活动有关的现金	24,629.39	129,801.30	268,454.71	32,121.88
购买商品、接受劳务支付的现金	135,483.69	335,253.53	457,557.39	70,603.91
支付其他与经营活动有关的现金	60,093.67	107,043.39	78,045.75	40,849.63
吸收投资收到的现金		2,277.00	108,341.00	
资本支出	56,310.45	56,014.36	131,692.21	4,927.54
经营活动产生的现金流量净额	-85,878.78	-139,446.82	-109,684.68	-59,137.34
投资活动产生的现金流量净额	-61,101.31	-148,603.85	-131,710.78	-4,884.39
筹资活动产生的现金流量净额	179,441.47	319,220.73	173,892.44	166,615.12
现金及现金等价物净增加额	32,461.37	31,170.05	-67,488.07	102,591.97
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	15.73	19.12	26.49	22.11
期间费用率(%)	15.24	22.68	31.76	23.36
应收类款项/总资产(%)	7.90	8.44	6.61	6.56
收现比(X)	0.84	1.68	0.82	0.78
资产负债率(%)	48.57	42.77	45.40	48.78
总资本化比率(%)	32.23	39.30	42.12	45.92
短期债务/总债务(%)	36.67	37.50	42.26	37.23
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-3.68	-3.24	-1.54	--
总债务/EBITDA(X)	21.28	25.78	18.70	--
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.10	0.13	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.06	0.91	0.92	--

注：中诚信国际根据 2021~2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；长期应付款中的带息债务调入长期债务。

附四：中合中小企业融资担保股份有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

单位（百万元）	2020	2021	2022	2023.03/2023.1~3
资产				
货币资金（含存出担保保证金）	698.74	1,030.24	628.49	245.80
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	3,344.28	2,418.00	3,882.55	4,409.91
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
委托贷款	144.77	107.64	116.82	--
长期股权投资	46.84	46.84	35.67	35.67
资产合计	8,377.73	8,354.82	8,218.15	9,076.13
负债及所有者权益				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
未到期责任准备金	320.23	193.41	173.38	132.73
担保赔偿准备金	596.47	345.49	271.88	263.25
担保损失准备金合计	916.70	538.90	445.26	395.97
存入担保保证金	0.75	0.00	0.00	0.00
负债合计	1,072.35	1,041.50	821.13	1,599.13
实收资本	7,176.40	7,176.40	7,176.40	7,176.40
一般风险准备	233.16	19.74	31.23	31.23
所有者权益合计	7,305.38	7,313.32	7,397.03	7,477.01
利润表摘要				
担保业务收入	488.42	271.70	266.80	--
担保赔偿准备金支出	3.85	250.98	73.61	8.64
提取未到期责任准备	103.60	124.68	18.71	--
担保业务净收入	584.24	640.13	354.39	--
利息净收入	(25.54)	(6.19)	(9.69)	(3.94)
投资收益	291.24	205.80	211.94	61.19
其他业务净收入	17.70	11.66	4.53	--
营业费用	(141.46)	(111.12)	(158.94)	(24.85)
税金及附加	(4.86)	(2.41)	(2.74)	(0.14)
营业利润	(935.89)	187.52	105.54	99.09
营业外收支净额	0.25	(0.14)	0.32	0.05
税前利润	(935.65)	187.39	105.86	99.14
所得税费用	283.64	(29.26)	(0.55)	(19.17)
净利润	(652.01)	158.12	105.30	79.97
担保组合				
在保责任余额	51,038.00	34,235.00	27,166.00	--
当年新增担保额	2,944.00	3,784.00	11,139.00	--
	2020	2021	2022	2023.03/2023.1~3
年增长率(%)				
总资产	(17.82)	(0.27)	(1.64)	10.44
担保损失准备金	(10.88)	(41.21)	(17.38)	(11.07)
所有者权益	(9.57)	0.11	1.14	1.08
担保业务收入	(22.19)	(44.37)	(1.80)	--
担保业务成本	--	--	--	--
担保业务净收入	(37.72)	9.57	(44.64)	--
利息净收入	--	--	--	--
投资收益	(19.66)	(29.34)	2.98	--
营业费用	15.53	(21.45)	43.04	--
营业利润	(4,809.10)	--	(43.72)	--
税前利润	(4,811.81)	--	(43.51)	--
净利润	(2,370.98)	--	(33.40)	--
年新增担保额	(25.39)	28.53	194.37	--
在保责任余额	(25.10)	(32.92)	(20.65)	--
盈利能力(%)				
营业费用率	16.28	13.05	28.27	--
投资回报率	3.74	3.14	3.07	--
平均资产回报率	(7.02)	1.89	1.27	--
平均资本回报率	(8.48)	2.16	1.43	--
担保项目质量(%)				
年内代偿额（百万元）	777.67	530.00	0.00	--

年内回收额（百万元）	494.00	215.00	313.00	
年内代偿率	3.24	2.20	0.00	--
累计代偿率	3.90	3.60	3.14	--
累计回收率	24.54	26.28	32.71	--
担保损失准备金/在保责任余额	1.80	1.57	1.64	--
最大单一客户在保责任余额/核心资本	19.57	17.94	14.35	--
最大十家客户在保责任余额/核心资本	167.85	0.00	1.08	--
资本充足性（%）				
净资产（百万元）	7,305.38	7,313.32	7,397.03	7,477.01
核心资本（百万元）	8,175.23	7,805.37	7,806.62	7,837.31
净资产放大倍数（X）	6.99	4.68	3.67	--
核心资本放大倍数（X）	6.24	4.39	3.48	--
融资担保放大倍数（X）	7.01	4.70	3.68	--
流动性（%）				
高流动性资产/总资产	26.62	24.28	29.78	--
高流动性资产/在保责任余额	4.37	5.92	9.01	--

附五：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
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	
现金流	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：1、“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；2、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”；3、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。

附六：中合中小企业融资担保股份有限公司基本财务指标计算公式

	指标	计算公式
盈利能力	业务及管理费	销售费用+管理费用
	营业费用率	业务及管理费/(担保业务净收入+其他业务收入-其他业务支出+投资收益+利息净收入)
	平均资本回报率	净利润/[(期末所有者权益总额+期初所有者权益总额)/2]
	平均资产回报率	净利润/[(期末资产总额+期初资产总额)/2]
风险抵御能力	高流动性资产	货币资金+交易性金融资产中的高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分-受限部分资产
	经调整的所有者权益	所有者权益-其他权益工具-有偿还义务的明股实债-其他调整项
	核心资本	所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-其他权益工具-按成本计量的可供出售权益工具-有偿还义务的明股实债
	核心资本担保放大倍数	在保责任余额/核心资本
	净资产放大倍数	在保责任余额/净资产
	融资性担保放大倍数	融资性担保责任余额/(母公司口径净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)

附七：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。

担保公司等级符号	含义
AAA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大。
B	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大。
CCC	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大。
CC	受评公司基本不能履行代偿义务或偿还其他债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能履行代偿义务或偿还其他债务。

注：1、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。2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。



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