

2021年第一期湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司公司债券、2022年第一期湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司公司债券（品种一、品种二）2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2021年第一期湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司公司债券、 2022年第一期湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司公司债券（品种一、品种二）2024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
21 祁阳经投 01/21 祁投 01	AAA	AAA
品种一：22 祁阳经投 01/ 22 祁投 01	AAA	AAA
品种二：22 祁阳经投 02/ 22 祁投 02	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：祁阳市矿产资源较为丰富，经济体量在永州市下辖区县中排名保持前列，为湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司（以下简称“祁阳经开”或“公司”）发展提供了良好的外部环境，跟踪期内，公司持续获得祁阳市政府提供的外部支持；同时，湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南融担集团”）提供的保证担保仍能有效提升“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”和“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”的信用水平、常德财鑫融资担保有限公司（以下简称“常德财鑫担保”）提供的保证担保有效提升了“22 祁阳经投 02/22 祁投 02”的信用水平。但中证鹏元也关注到，2023 年，公司收入下滑明显，工程建设业务可持续性存在不确定性，而公司租赁项目获现不佳且存在建设资金筹措压力，公司资产流动性仍一般，资产收益性仍较弱，仍面临较大的短期偿债压力及一定的或有负债等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为服务于祁阳高新技术产业开发区发展的主体，将持续获得祁阳市政府外部支持。

评级日期

2024 年 07 月 23 日

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

项目组成员：顾盛阳
gushy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	102.19	92.48	89.67
所有者权益	73.24	72.51	71.50
总债务	23.42	17.82	12.72
资产负债率	28.33%	21.59%	20.26%
现金短期债务比	0.18	0.08	5.13
营业收入	1.52	3.24	4.08
其他收益	0.60	0.68	0.59
利润总额	0.43	1.01	0.97
销售毛利率	9.41%	12.05%	12.53%
EBITDA	0.63	1.13	1.00
EBITDA 利息保障倍数	0.60	1.31	2.03
经营活动现金流净额	1.66	-6.34	-4.10

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- 近年来祁阳市经济实力保持增长，在永州市下属区县中排名前列。祁阳市矿产资源较为丰富，近年聚焦先进装备制造、轻纺制鞋、新能源新材料、食品医药“一主一特两辅”进行产业布局，区域经济实力保持增长，2023年实现地区GDP421.52亿元，同比增速为6.2%，GDP规模在永州市11个区县中排名第二。
- 祁阳市政府提供的股权划入及财政补贴等外部支持持续提升公司资本实力和利润水平。2023年公司获得祁阳裕城开发建设有限公司（以下简称“裕城开发”）100%股权划入，叠加净资产为负子公司股权划出，公司资本公积合计增加0.29亿元。财政补助方面，2023年公司获得祁阳市政府补贴0.60亿元，对公司利润形成有效补充。
- 湖南融担集团及常德财鑫担保提供的保证担保有效提升债券的信用水平。经中证鹏元综合评定，湖南融担集团及常德财鑫担保主体信用等级分别为AAA和AA+，湖南融担集团为“21祁阳经投01/21祁投01”、“22祁阳经投01/22祁投01”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，及常德财鑫担保为“22祁阳经投02/22祁投02”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升债券的信用水平。

关注

- 部分资金成本仍较高，短期偿债指标表现仍弱。公司主要融资渠道为银行借款和债券融资，截至2023年末，银行借款加权成本为5.33%，已发行债券票面利率在6.00%-7.00%间，部分资金成本较高。受2023年代建业务收入大幅减少影响，公司EBITDA利息保障倍数大幅下降至0.60，现金短期债务比仅为0.18，公司短期偿债压力较大。
- 资产流动性仍一般且收益性仍较弱。截至2023年末，公司资产中存量土地、代建及自营项目建设投入以及应收代建结算款合计占比超90%，其中代建项目结算及回款有赖于委托方资金安排。此外，截至2023年末，公司资产合计受限11.05亿元，占公司总资产的10.81%。
- 工程建设业务可持续性存在不确定性。2023年，因代建项目结算规模减少，公司收入同比下滑53.09%。截至2023年末，公司在建代建项目预计总投资不足1亿元，无拟建项目储备，存货中未结算代建项目建设投入合计6.01亿元，规模亦较小，对未来收入支撑有限。
- 自营项目盈利能力尚待提升，且存在一定建设资金筹措压力。跟踪期内，公司原创业园及电子信息产业园部分入驻企业退租，未退租租户均处于免租期，新增完工租赁资产出租率尚可，但亦给予租户前3年租金全免优惠政策，故2023年公司未能实现租金收入。现代铁路物流园建设项目为2023年新增项目，建设资金由公司自筹解决，截至2023年末，尚需投入6.35亿元，存在一定建设资金筹措压力。
- 仍面临一定的或有负债风险。截至2023年末，公司对外担保余额合计为24.64亿元，占同期末所有者权益的比重为33.64%，其中对祁阳市高新技术产业园入驻民营企业担保余额0.17亿元。公司对外担保均未设置反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	3/7	经营&财	经营状况	4/7

	务状况	财务状况	5/7
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			bbb+
外部特殊支持			5
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 bbb+，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是祁阳市政府下属重要企业，仍负责祁阳高新技术产业开发区开发建设。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，祁阳市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为：一方面，祁阳市政府直接持有公司 100% 股权；公司业务基本来自于祁阳市政府，且祁阳市政府对公司经营战略和业务运营有着强大的影响力；近 5 年公司受到祁阳市政府支持的次数较多且支持力度较大。另一方面，作为服务于祁阳高新技术产业开发区发展的开发主体，公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，公司在基建和园区开发上对当地贡献很大，同时违约可能会对当地金融生态产生实质性影响。
- 同时，中证鹏元认为祁阳市政府提供支持的能力较强，主要体现为祁阳市近年聚焦先进装备制造、轻纺制鞋、新能源新材料、食品医药“一主一特两辅”进行产业布局，经济总量在永州市下辖区县中排名靠前。

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
22 祁阳经投 01/22 祁投 01	4.00	4.00	2023-06-19	2029-12-09
22 祁阳经投 02/22 祁投 02	1.00	1.00	2023-06-19	2029-12-09
21 祁阳经投 01/21 祁投 01	5.00	5.00	2023-06-19	2028-11-16

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11月发行7年期5亿元“21祁阳经投01/21祁投01”、于2022年12月分别发行了7年期4亿元“22祁阳经投01/22祁投01”和7年期1亿元“22祁阳经投02/22祁投02”，各期募集资金均计划用于湖南省永州市祁阳县祁阳经开区机电及信息产业园标准化厂房建设项目（一期）（以下简称“募投资项目”）和补充营运资金。截至2024年6月5日，“21祁阳经投01”、“22祁阳经投02”募集资金专项账户余额均为0.00元。“22祁阳经投01”募集资金专项账户余额情况如下所示。

表1 “22 祁阳经投 01” 募集资金专项账户余额情况（单位：万元）

账号	余额	余额日期
账号 1	36.01	2024.06.05
账号 2	2.94	2024.05.31
合计	38.94	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2023年末，公司注册资本和实收资本均为1.00亿元，祁阳市人民政府持有公司100.00%股权，仍然为公司唯一股东及实际控制人。

公司仍是祁阳高新技术产业开发区重要的基础设施项目建设主体，主要从事包括道路、棚户区改造在内的基础设施工程及土地整理代建业务，并对创业园区进行投资及运营。2023年，公司合并范围新增一家子公司，减少一家子公司；截至2023年末，公司纳入合并范围子公司仍为2家，详见附录四。

表2 2023 年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、跟踪期内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	主营业务	合并方式
裕城开发	100%	2.00	建筑工程施工等	股权划转

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	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
祁阳南峰开发建设有限公司（以下简称“南峰公司”）	100%	0.50	建筑工程施工等	股权划转

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

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化：城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024 年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

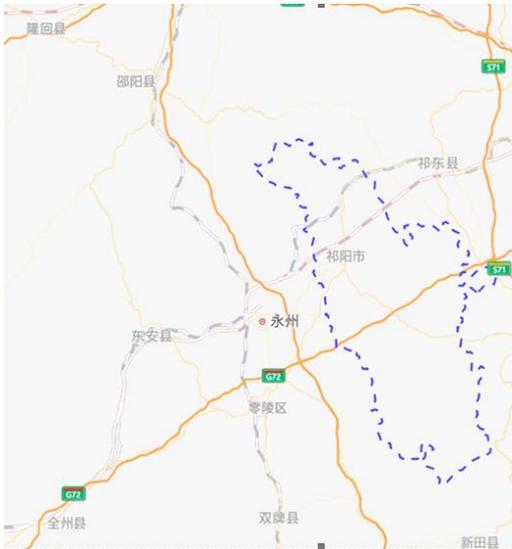
区域经济环境

祁阳市于2021年撤县改市，境内矿产资源丰富，经济以第三产业为主，近年聚焦先进装备制造、轻纺制鞋、新能源新材料、食品医药“一主一特两辅”进行产业布局，得益于出口的快速增长，2023年经济增速跃升至永州下辖区县前列，但综合财力较弱，财政自给率低

区位特征：祁阳市位于永州市东北部，境内交通便捷、矿产资源较为丰富。祁阳市位于湖南省西南部，永州市东北部，旧称祁阳县，2021年祁阳县撤销，设立县级祁阳市。境内交通便捷，泉南高速、衡永高速、湘桂高铁贯穿全境，湘江终年通航，距永州机场半小时车程，全面融入长株潭高铁1个半小时、珠三角3小时经济圈。祁阳市矿产资源较为丰富，现已探明的矿藏有煤、石灰石、铁、锰、锑、锌等20多种，被称为“有色金属之乡”；其中烟煤储量1亿吨；用材林6.4万公顷，林木蓄积量达300万立方

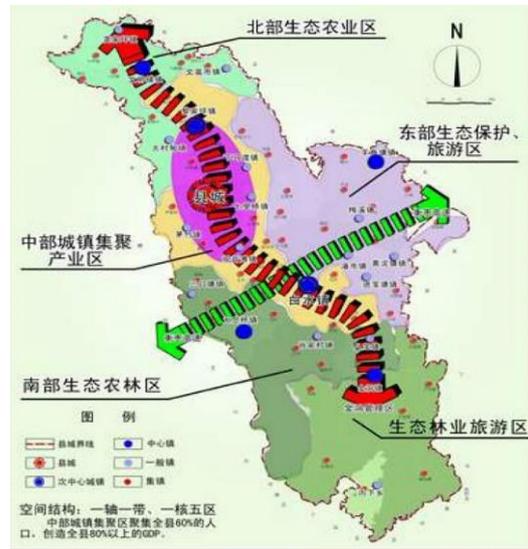
米；油茶林 40 万亩；柑桔等水果 28 万亩。旅游资源方面，有浯溪碑林（AAAA 级旅游景区）、文昌宝塔、潇湘楼、甘泉寺等著名景点。截至 2023 年末，全市常住人口 79 万人，较第六次人口普查 85.32 万净流出 6.32 万人。

图1 祁阳市区位图



资料来源：高德地图，中证鹏元整理

图2 祁阳市域协同发展规划图



资料来源：祁阳市政府官网，中证鹏元整理

经济发展水平：祁阳市经济总量在永州市11个区县中位列第二，仅次于冷水滩区，得益于较快的出口增长，2023年经济增速较快，但发展水平有待提升。近年来祁阳市经济实力保持增长，2023年地区GDP为421.52亿元，同比增速为6.2%，在永州市11个区县中排名第二；人均GDP为53,357元，是同期全国人均GDP的59.71%，经济发展水平一般。三次产业结构比由2022年的16.2：31.6：52.2调整为2023年的15.8:31.6:52.7，第一、第三产业占比较高。

近年来祁阳市固定资产投资额波动下滑，2023年首次出现负增长，同比下降8%，涉农项目投资增长-25.7%，工业投资增长-20.8%，基础设施投资增长14.4%，房地产开发投资增长-2.4%。社会消费品零售总额受居民收入预期影响存在较大波动，2023年同比增长3.1%。2023年祁阳市设立永州市首个海关服务站，建设跨境电商产业园，新引进外贸企业6家，现有实体外贸企业43家，2023年全市进出口总额72.54亿元，同比增长41.7%；其中，出口70.51亿元，比上年增长49.4%；进口2.04亿元，比上年下降49.0%。

表3 2023年永州市部分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
冷水滩区	424.92	3.3%	73,990	6.84
祁阳市	421.52	6.2%	53,357	20.04
零陵区	275.39	5.1%	49,089	12.16
道县	266.17	4.8%	46,083	15.68

宁远县	261.66	-0.5%	40,392	17.20
东安县	233.00	3.9%	48,482	12.27
江华瑶族自治县	162.03	3.7%	36,576	12.40
蓝山县	156.65	6.7%	48,438	10.95

注：人均 GDP 取自国民经济和社会发展统计公报公告披露数据或根据当年末常住人口数据计算。
资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表4 祁阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	421.52	6.2%	401.44	4.8%	375.7	8.60%
固定资产投资	-	-8.0%	-	3.9%	-	2.40%
社会消费品零售总额	136.77	3.1%	132.66	2.9%	128.98	15.80%
进出口总额	72.54	41.7%	51.00	-6.8%	54.72	38.00%
人均 GDP（元）		53,357		49,899		45,656
人均 GDP/全国人均 GDP		59.71%		58.23%		56.09%

资料来源：2021-2023 年祁阳市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：祁阳市聚焦先进装备制造、轻纺制鞋、新能源新材料、食品医药“一主一特两辅”进行产业布局，先进装备制造及轻纺制鞋产值均破百亿。祁阳市聚焦先进装备制造、轻纺制鞋、新能源新材料、食品医药“一主一特两辅”进行产业布局。先进装备制造业方面，形成了以科力尔、丰辉为龙头的电机制造产业集群，以烈岩科技、腾飞地质装备等为龙头的矿山机械制造集群，以德力重工、宇晖重工、龙昶机械为龙头的工程机械制造集群，以德明农牧、华维节水为龙头的农业机械制造集群等产业集群，先进装备制造业拥有规模企业50家，2022年完成产值125.5亿元，占全市规模工业总产值的28%。轻纺制鞋产业拥有规模企业44家，2022年完成产值124.7亿元，占比达27.7%，是祁阳市第一个过百亿的产业集群，入列全省先进制造业产业集群。食品医药方面，初步形成以斯依康生物为龙头的生物医药产业集群；油茶系当地特色产业，拥有“金浩”、“银光”、“唐家岭”、“顾君”、“太阳花”等一批茶油知名品牌。新能源新材料方面，以湘江稀土等为龙头的新材料新能源产业集群已初步建成。2023年祁阳市新增规模工业企业14家、专精特新中小企业12家、国家级“小巨人”企业1家，获批全省制造业单项产品冠军企业2家。新增产值过亿元工业企业23家。湖南皓志科技股份有限公司在科创板成功挂牌。

财政及债务水平：祁阳市综合财力较弱，财政自给率低。近年祁阳市一般公共预算收入保持增加，但财政自给能力较差，2023 年财政自给率仅为 31.19%。随着全国房地产市场景气度下行，祁阳市土地出让表现不佳。

表5 祁阳市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	20.04	19.82	18.09

税收收入占比	81.39%	79.26%	78.39%
财政自给率	31.19%	32.35%	29.89%
政府性基金收入	5.70	4.94	11.10
地方政府性债务余额	-	87.70	77.44

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。“-”为数据未披露。

资料来源：祁阳市政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2023 年末，祁阳市主要平台为湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司，主要承建祁阳高新技术产业开发区内的道路、安置房等基础设施及土地整理开发项目。

表6 祁阳市主要发债平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
湖南祁阳经济开发区建设投资有限公司	祁阳市人民政府	73.24	28.33%	1.52	23.42	祁阳高新技术产业开发区重要的基础设施建设及土地整理开发主体

注：财务数据为 2023 年末/2023 年度。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

祁阳高新技术产业开发区前身为湖南祁阳经济开发区，2019 年转型为高新技术产业开发区。园区规划面积 9.56 平方公里，建成面积 7.12 平方公里，形成“一区三园”（新区、白水片区、黎家坪片区）发展格局，培育了轻纺制鞋、先进装备制造、生物医药、新能源新材料“一主一特两辅”产业体系。2023 年祁阳高新区实现规模工业总产值 427.99 亿元，同比增长 16.6%，规模工业增加值完成 110.06 亿元，同比增长 15.5%。

五、经营与竞争

公司仍是祁阳市重要的基础设施建设主体，承担祁阳高新技术产业开发区开发建设职能。考虑到在建代建项目及已完工待结算项目规模均较小，且无明确的拟建项目，公司代建业务持续性存在不确定性。由于免租期优惠政策及退租等因素，跟踪期内公司未实现租赁收入，并且在建自营项目存在一定建设资金筹措压力

公司仍是祁阳高新技术产业开发区重要的基础设施建设及土地整理开发主体，跟踪期内，收入结构仍较为单一，主要来源于工程项目建设。2023 年受工程结算项目较少影响，公司营业收入降幅较大。由于工程项目建设收入仍采用固定成本加成方式确认，因此该业务毛利率稳定。由于部分租户退租，其余租户均在免租期，2023 年公司未实现厂房出租收入，因此整体销售毛利率有所下滑。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程项目建设	15,190.44	100.00%	14.17%	32,317.94	99.86%	14.17%

厂房出租	0.00	0.00%	-	44.30	0.14%	-1,530.07%
合计	15,190.44	100.00%	9.41%	32,362.24	100.00%	12.05%

注：2023年厂房租赁业务成本为722.12万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍为祁阳高新技术产业开发区重要的基础设施建设主体，当前在建代建项目规模较小且无拟建项目，后续仍需关注公司代建业务及收入持续性

公司工程项目建设业务仍在与祁阳市人民政府签订的《祁阳市城市基础设施项目建设及土地整理开发合作协议书》（以下简称“协议书”）约定下开展。根据协议书，由祁阳市人民政府对公司投资建设的城市基础设施项目、土地整理开发项目按照实际投资成本及不低于投资总额一定比例的管理服务费进行结算。

从业务开展情况来看，受项目建设进度及政府结算进度影响，2023年工程项目建设收入同比下滑52.97%。成本加成结算方式下，工程建设业务毛利率仍保持平稳。

表8 公司2023年基础设施项目确认收入情况（单位：万元）

项目名称	结转成本	本期确认收入
渡香路	3,409.97	3,972.78
新埠头水厂及配套管网工程二期	3,011.61	3,508.67
白竹路道路工程	2,530.77	2,948.47
滨江路安置小区配套基础设施建设	1,456.49	1,696.88
长流1、2路安置区场地安置区场地平整及道路给排水工程	980.26	1,142.05
新埠路工程	528.38	615.59
浯溪南路	391.61	456.24
湖南祁阳工业园区长流路道路项目	210.12	244.81
灌山路工程	203.58	237.18
元结路安置小区配套基础设施建设	184.60	215.07
浯溪南路延伸段路道路工程	118.74	138.34
枫树路安置小区配套基础设施建设	12.32	14.36
合计	13,038.46	15,190.44

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年，公司在建代建项目仅有白水工业园污水处理厂和大江水库管理所国有工矿棚户区改造项目，上述两个项目预计总投资合计0.72亿元，尚需投入0.62亿元。公司无其他拟建代建项目。截至2023年末结算代建项目建设投入合计6.01亿元，规模亦较小，工程建设业务可持续性存在不确定性。此外，2023年公司工程建设业务收现比仅为0.26，回款表现仍不佳，仍需关注已完工项目后续结算及回款进度。

表9 截至2023年末公司在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	已投资
------	-------	-----

白水工业园污水处理厂	5,000.00	1,019.12
大江水库管理所国有工矿棚户区改造项目	2,210.00	28.92
合计	7,210.00	1,048.04

注：截至 2023 年末，科创综合体建设工程、真卿路安置房建设工程、综合市场建设项目已进入建设尾声。长流 1、2 路安置区场地安置区场地平整及道路给排水工程、灌山路建设工程、新埠路建设工程等其他 2022 年末在建项目已于 2023 年完工回购。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司原租赁厂房出现租户退租；募投项目出租率较高，但因3年免租优惠，未能实现租赁收入，且待售部分未来销售存在不确定性；此外公司另有在建租赁项目存在一定资金压力

2022年公司实现租赁收入44.30万元，规模较小，但2023年由于原租赁资产创业园厂房及电子信息产业园部分入驻企业退租，未退租租户均处于免租期，公司租赁收入降至0元。跟踪期内，公司新增可租资产为本期债券募投项目，截至2023年末出租率尚可，但由于公司给予新入驻企业前3年租金全免的优惠政策，因此募投项目2023年亦未实现租赁收入。募投项目中另有部分厂房计划出售，截至2023年末，尚未销售，未来销售存在一定不确定性。

表10 截至 2023 年末自营项目租售情况（单位：万平方米）

资产名称	指标	数值
创业园厂房	可租面积	8.24
	已租面积	6.50
	出租率	78.88%
电子信息产业园	可租面积	9.05
	已租面积	8.30
	出租率	91.71%
募投项目	可租面积	26.67
	已租面积	22.00
	出租率	82.49%
	可售面积	26.67
	已租售面积	0.00
	出售进度	0.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司另有在建租赁项目现代铁路物流园建设项目，项目将分两期建设，两期合计用地面积562.65亩，合计建筑面积36.56万平方米。项目建设内容包括：物流仓储中转区、员工配套生活区、农用汽车运输物流区、堆场区和物流服务中心等。现代铁路物流园建设项目预计总投资12.55亿元，截至2023年末，尚需投入6.35亿元，考虑到项目建设资金由公司自筹解决，公司仍面临一定建设资金筹措压力，且建成后存在一定经营风险。

表11 截至 2023 年末公司在建租赁项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	已投资
现代铁路物流园建设项目	12.55	6.20

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、 财务分析

财务分析基础说明

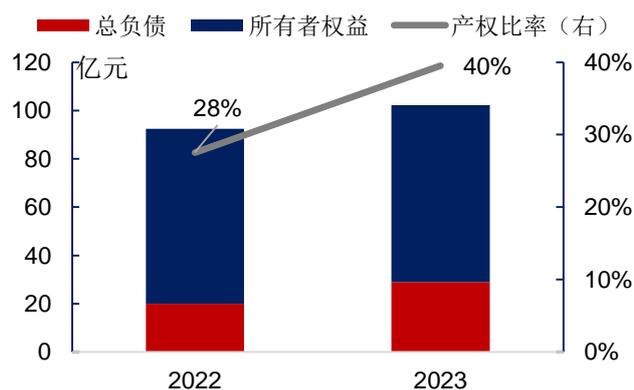
以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告采用新会计准则编制。2023年公司新增一家纳入合并范围的子公司，减少一家纳入合并范围的子公司。截至2023年末，公司纳入合并范围的公司仍为2家，具体如附录四所示。

资本实力与资产质量

2023年公司资产规模保持增长趋势，但公司资产仍主要由存量土地、代建及自营项目建设投入以及应收代建结算款构成，整体来看，公司资产流动性仍一般且收益性仍较弱

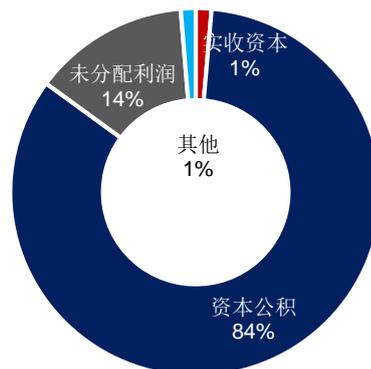
为满足项目建设资金需求，2023年公司加大债务融资，受此影响，产权比率上升至40%。跟踪期内，公司原子公司南峰公司100%股权无偿划出，由于南峰公司股权划出时净资产为负，因此南峰公司股权划出后，公司资本公积对应增加。叠加公司收到裕城开发100%股权划入，2023年公司资本公积合计增加0.29亿元。截至2023年末，公司所有者权益仍以政府注入土地等资产形成的资本公积和经营累积的未分配利润为主。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图4 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司主要业务板块包括代建业务及资产租赁业务，跟踪期内，受代建及租赁项目建设投入影响，公司资产规模有所增长。截至2023年末，公司资产仍以项目建设投入和应收代建业务结算款形成的流动资产为主。

公司存货仍主要由项目建设投入和存量土地组成。截至2023年，存货开发成本中包括11.33亿元募投项目建设投入及6.01亿元代建项目投入。其中，代建项目收入的实现依赖于委托方结算安排；募投项

目中租赁部分资产变现受限于3年免租期优惠约定；募投项目中待售部分资产后续销售情况存在不确定性。公司存量土地主要由历年来通过政府划拨以及招拍挂方式取得的土地使用权构成，2023年无变化，仍为原有的30宗土地资产，均已办妥权证，用途多为住宅、住宅及商服用地，另有一处账面价值0.12亿元公共管理与公共服务用地。公司应收账款仍均为应收祁阳市财政局工程款。截至2023年末，5.98亿元应收账款账龄在3年以上，款项回收风险不大但回收较慢。

2023年公司新增6.22亿元在建工程，均为现代铁路物流园建设项目投入。投资性房地产仍为创业园及电子信息产业园房产及土地，由于采用成本模式对投资性房地产进行后续计量，随着折旧计提，2023年账面价值略有下滑，且由于租赁情况不佳，资产收益性较弱。

资产受限情况方面，截至2023年末，公司资产合计受限11.05亿元，占公司总资产的10.81%。公司受限资产包括因借款抵押而受限的8.29亿元存货、0.73亿元无形资产、0.73亿元投资性房地产和0.18亿元固定资产，以及因用于借款保证金和用于特定项目建设而受限的1.11亿元货币资金。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.48	1.45%	0.11	0.12%
应收账款	15.07	14.75%	13.90	15.03%
存货	74.04	72.45%	73.64	79.63%
流动资产合计	92.52	90.54%	89.18	96.43%
在建工程	6.22	6.09%	0.00	0.00%
投资性房地产	2.27	2.22%	2.34	2.53%
非流动资产合计	9.67	9.46%	3.31	3.57%
资产总计	102.19	100.00%	92.48	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，公司收入规模大幅下降，在手项目仍较少，代建业务可持续性仍弱。公司业务盈利能力仍一般，政府补助仍能对利润形成有效补充

公司在祁阳高新技术产业开发区内从事基础设施和土地整理代建业务，并拓展租赁厂房、物流用房租赁业务。跟踪期内，公司收入均来自于工程项目建设，收入来源仍较为单一。受原租户退租及免租期政策等因素影响，2023年公司未能实现租赁收入，叠加代建项目结算规模减小，公司营业收入同比下滑53.09%。考虑到公司存货中沉淀的代建及土地整理业务项目资金较少，且无明确的拟建代建项目，未来可确认的代建收入规模仍较小，业务可持续性仍弱。从利润构成来看，公司主业盈利能力仍一般，2023年公司取得祁阳市人民政府补助0.60亿元，对利润形成有效补充。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	1.52	3.24
营业利润	0.43	1.01
其他收益	0.60	0.68
利润总额	0.43	1.01
销售毛利率	9.41%	12.05%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司部分资金成本仍较高，盈利对利息保障程度出现明显弱化，且现金类资产对短期债务保障仍弱，考虑到公司剩余可抵押资产有限，且无未使用受限余额，短期偿债压力较大

受项目建设资金需求影响，2023年公司加大债务融资，总债务上升至23.42亿元。公司债务仍主要由银行借款和债券融资构成。其中银行借款以抵押、保证借款为主，主要贷款行包括农发行、湖南银行、湖南祁阳农村商业银行股份有限公司和祁阳村镇银行股份有限公司，银行借款加权利率为5.33%。公司存量债券即21祁阳经投01/21祁投01、22祁阳经投01/22祁投01、22祁阳经投02/22祁投02，票面利率均在6.00%-7.00%间，资金成本较高。其他应付款主要为往来款，2023年规模有所扩大。从债务期限结构来看，截至2023年末，公司短期债务占总债务比重为9.05%，债务期限结构仍较好。

表14 截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

期限	银行借款	债券融资	合计
2024 年	1.06	1.06	2.12
2025 年	0.40	1.81	2.21
2026 年	0.45	1.87	2.32
2027 年	0.48	2.76	3.24
2028 年及以后	11.42	2.11	13.52
合计	13.81	9.61	23.42

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	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.15	0.75%
其他应付款	4.80	16.58%	1.46	7.29%
一年内到期的非流动负债	2.12	7.33%	1.32	6.62%
流动负债合计	7.66	26.45%	3.62	18.11%
长期借款	12.75	44.03%	6.92	34.66%
应付债券	8.55	29.52%	9.43	47.22%
非流动负债合计	21.29	73.55%	16.35	81.89%

负债合计	28.95	100.00%	19.97	100.00%
总债务	23.42	80.88%	17.82	89.25%
其中：短期债务	2.12	7.33%	1.47	7.36%
长期债务	21.29	73.55%	16.35	81.89%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司债务规模有所扩张，资产负债率上升至28.33%，仍在合理区间。但因2023年营业收入降幅较大，EBITDA利息保障倍数亦出现大幅下滑，盈利对利息保障弱化明显。且公司非受限现金类资产规模较小，仍难以对短期债务形成有效保障。

公司未来资金需求仍主要来自于债务还本付息和自营项目建设开支。2023年，公司经营活动现金流回正，主要系公司加大往来款融资所致。但考虑到公司代建项目结算及回款时间存在不确定性，自营租赁项目回收期较长，现代铁路物流园建设项目建设仍依赖外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内公司债务规模仍将上升。截至2023年末，公司银行授信均已使用，剩余可抵押资产有限，面临较大的偿债压力。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	28.33%	21.59%
现金短期债务比	0.18	0.08
EBITDA 利息保障倍数	0.60	1.31

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

根据公司于 2024 年 7 月 2 日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》和公开信息查询：

环境方面，公司过去一年未因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚，过去一年未因废水排放而受到政府部门处罚，过去一年未因废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会方面，公司过去一年未发生产品质量或安全问题，过去一年不存在拖欠员工工资及社保、工作环境严重影响员工健康及员工安全事故。

2023年3月，公司因擅自改变林地用途，受到祁阳市林业局两笔行政处罚，处罚金额合计6.63万元，截至2023年3月末，公司已缴纳罚款。

2024年3月，公司因工业园建设项目修建污水处理厂排污口等设施占用重要湿地，且未在规定期限内恢复、重建湿地，收到祁阳市林业局行政处罚21.70万元。截至2024年3月末，公司已缴纳罚款。

治理方面，目前公司已依据《公司法》及有关法律、行政法规的规定，制定了《公司章程》，建立了法人治理结构和内部控制制度，且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（2024年6月11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

诉讼方面，2023年公司因合同纠纷案被列被执行人，执行标的为973.72万元，目前已执行完毕。

对外担保方面，截至2023年末，公司对外担保余额合计为24.64亿元，占同期末所有者权益的比重为33.64%，其中对祁阳市高新技术产业园入驻民营企业担保余额0.17亿元。公司对外担保均未设置反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。

表17 截至2023年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保对象	担保余额	担保到期日	企业性质
祁阳宏城开发建设有限公司	111,253.55	2026/1/2	国有企业
祁阳市裕顺农业发展有限公司	50,000.00	2036/2/4	国有企业
湖南浯溪发展集团有限公司	40,700.00	2025/12/21	国有企业
祁阳鹏城开发建设有限公司	22,280.00	2033/3/3	国有企业
祁阳浯泰建设发展有限公司	13,000.00	2038/1/8	国有企业
祁阳县方源水务投资有限公司	5,000.00	2025/3/21	国有企业
祁阳绿城开发建设有限公司	2,500.00	2025/3/23	国有企业
标准厂房按揭	568.04	2028/6/30	民营企业
湖南海猫智能科技有限公司	356.98	2030/6/3	民营企业
祁阳中政集源食品科技有限公司	187.93	2029/7/21	民营企业
祁阳县荣信机械科技有限公司	143.62	2027/12/16	民营企业
永州市再现辉煌新型材料有限公司	142.03	2031/1/28	民营企业
祁阳祥和服饰有限公司	114.80	2027/3/24	民营企业
祁阳君乐食品有限公司	105.25	2027/3/24	民营企业
湖南斯特保新材料有限公司	93.75	2027/3/29	民营企业

合计	246,445.95
----	------------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

其他

本次评级公司个体信用状况为bbb+，较上次评级下调1个级别，主要是由于公司EBITDA利息保障倍数及现金短期债务比指标出现明显弱化，导致财务状况评分下降。

八、外部特殊支持分析

公司是祁阳市政府下属重要企业，祁阳市政府直接持有公司100.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，祁阳市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与祁阳市政府的联系非常紧密。祁阳市政府持有公司100.00%的股权，对公司经营战略及业务运营有着强大的影响力。公司代建及土地整理业务均来自祁阳市政府，是公司的主要收入及利润来源，并且近年来祁阳市政府对公司支持次数多且力度较大。

(2) 公司对祁阳市政府非常重要。公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，在基建和园区开发上对祁阳市贡献很大，若公司违约会对当地金融生态环境和融资成本产生实质性负面影响。

经评估，祁阳市对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差增加1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+4”调整为“+5”。

九、债券偿还保障分析

湖南融担集团为“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”、“22 祁阳经投 01/ 22 祁投 01”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够有效提升债券的安全性

湖南融担集团为“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。湖南融担集团保证的范围包括“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。湖南融担集团承担保证责任的期间为“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”存续期限及到期之日起两年，“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”持有人在此期间内未要求湖南融担集团承担保证责任的，湖南融担集团免除保证责任。如公司不能兑付“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”的本金和利息，湖南融担集团应将兑付资金划入“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁

阳经投 01/22 祁投 01”登记结算机构或主承销人指定的账户。此外，“21 祁阳经投 01/21 祁投 01”及“22 祁阳经投 01/22 祁投 01”利率、期限、还本付息方式等发生变更时，需另行经过湖南融担集团书面同意，未经湖南融担集团书面同意而加重湖南融担集团担保责任的，湖南融担集团就加重部分不再承担担保责任。

湖南融担集团前身为湖南融担集团有限责任公司，成立于 2010 年 4 月，初始注册资本为 15.02 亿元。2017 年，湖南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“湖南省国资委”）整合湖南省属相关国有担保资源组建了湖南融担集团，注册资本 40 亿元。2018 年，湖南融担集团名称更改为现名。2019 年 6 月，湖南融担集团控股股东由湖南省人民政府国有资产监督管理委员会变更为湖南省财政厅。2019 年 11 月，湖南融担集团获得湖南财信金融控股集团有限公司（以下简称“财信金控”）增资 20 亿元，增资完成后，注册资本达到 60 亿元；湖南省财政厅和财信金控分别持有湖南融担集团 66.67%和 33.33%的股权。2019 年 12 月，财信金控将其持有的湖南融担集团 33.33%股权无偿划转至湖南省财政厅。截至 2023 年末，湖南融担集团注册资本为 60 亿元，实收资本为 57.79 亿元，唯一股东为湖南省财政厅。

湖南融担集团主要从事湖南省内直接融资担保、间接融资担保和再担保业务，其中直接融资担保业务主要由本部运营，间接融资担保业务主要由子公司湖南省中小企业融资担保有限公司（以下简称“湖南省中小担保”）、湖南经济建设融资担保有限公司（以下简称“经建担保”）和湖南省湘诚融资担保有限责任公司（以下简称“湘诚担保”）运营；再担保业务由子公司湖南省融资再担保有限公司（以下简称“湖南再担保”）运营。

湖南融担集团直接融资担保业务均为债券担保，重点服务于湖南省内城投类企业，客户主体评级主要为 AA 级，截至 2023 年末，直接融资担保余额为 342.13 亿元。随着一揽子化债方案和国办“35 号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业的直接融资额呈现下降趋势，公司的债券担保业务未来增长承压，面临较大的业务转型压力。

湖南融担集团间接融资担保业务主要包括贷款担保和置业担保，截至 2023 年末，间接融资担保余额为 537.30 亿元，2021-2023 年复合增长率为 18.88%。湖南省中小担保定位于为湖南省范围内的中小微企业提供担保服务，2020 年 10 月被纳入湖南省政府性融资担保机构名单。湖南省中小担保根据各级园区、优势产业链企业、小微企业的融资需求，开发推出了“湘汇担”、“银担普惠信用贷”等批量化线上贷款担保产品。经建担保主要为湖南省内政府平台公司、国有企业、上市公司和拟上市公司等提供增信服务，通过融资担保的方式主要支持公路、铁路、水利工程和工业园区等基础设施建设项目；湘诚担保于 2019 年纳入湖南融担集团合并范围，主要开展住房公积金贷款担保业务。

2020 年以前，湖南融担集团再担保业务全部由湖南融担集团本部经营；2020 年 1 月，湖南融担集团新设子公司湖南再担保，再担保业务全部转由子公司湖南再担保经营。湖南再担保为湖南省唯一一家省属再担保机构，2020 年 10 月被纳入湖南省政府性融资再担保机构名单，其中银担“总对总”批量业务

于 2021 年初在湖南省启动，已实现该项业务在湖南省全部 14 个市州的覆盖。具体分担比例方面，对于符合条件的融资担保业务代偿风险，原则上由湖南再担保、直保机构、银行、市州及县级人民政府按照 40%、30%、20%、10% 的比例进行风险分担，其中湖南再担保承担的 40% 部分，国家融担基金分担代偿风险的 20%，湖南省财政厅分担代偿风险的 10%。湖南融担集团再担保业务政策性较强，获得当地政府大力支持，近年来再担保业务规模持续增加，截至 2023 年末再担保余额为 772.99 亿元，近三年复合增长率为 54.10%。

表18湖南融担集团担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	1,018.46	843.68	651.72
当期解除担保额	849.76	483.79	306.58
期末担保余额	1,678.67	1,409.80	1,049.91
其中：融资担保余额	1,652.41	1,401.34	1,047.27
间接融资担保余额	537.30	461.49	380.22
直接融资担保余额	342.13	377.51	341.53
再担保余额	772.99	562.34	325.52
非融资担保余额	26.25	8.46	2.64
融资担保责任余额*	782.24	464.46	386.70
融资担保责任余额放大倍数*	7.78	7.77	6.98

*均不含再担保业务

资料来源：湖南融担集团提供，中证鹏元整理

湖南融担集团发生代偿的项目主要来自湖南省中小担保的中小微企业间接融资担保项目，2023 年湖南融担集团当期担保代偿率为 0.67%，同比下降 0.18 个百分点。截至 2023 年末，湖南融担集团应收代偿款余额为 11.16 亿元。湖南融担集团积极推进历史风险项目诉讼进程，2023 年末累计代偿回收率为 48.88%。由于法律诉讼程序通常较长，现阶段代偿回收进度整体较为缓慢，未来湖南融担集团代偿回收效率仍需持续提升。截至 2023 年末，湖南融担集团未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备金分别为 2.80 亿元、13.09 亿元和 1.55 亿元，担保风险准备金合计为 17.44 亿元，同比增长 32.52%；拨备覆盖率为 156.27%，总体看湖南融担集团风险准备金提取水平较为充足。

表19湖南融担集团主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	91.33	92.31	85.20
货币资金	34.68	39.36	37.25
应收代偿款净额	11.16	9.39	11.95
所有者权益合计	64.99	63.07	59.51
营业收入	9.74	7.46	6.09
净利润	1.81	0.70	0.60
净资产收益率	2.83%	1.14%	1.01%
当年代偿率*	0.67%	0.85%	1.17%

累计担保代偿率*	2.17%	2.63%	3.02%
累计代偿回收率*	48.88%	46.50%	40.55%
拨备覆盖率	156.27%	140.21%	90.37%

注：*均不含再担保业务

资料来源：湖南融担集团 2021-2023 年审计报告及湖南融担集团提供，中证鹏元整理

2023 年末湖南融担集团资产总额为 91.33 亿元，主要由货币资金、应收代偿款和金融投资构成。截至 2023 年末，湖南融担集团货币资金为 34.68 亿元，其中银行存款 33.89 亿元，受限货币资金账面价值 1.96 亿元，主要为备付金和公积金监管资金。湖南融担集团投资资产主要包括理财产品和股权投资资产，截至 2023 年末投资资产规模 36.00 亿元，其中交易性金融资产为 12.57 亿元，主要为持有的信托计划投资产品；同期末湖南融担集团其他权益工具投资 23.43 亿元，主要包括对财信金控的 20 亿元投资，根据双方签订的《权益投资合同》，该笔投资年化收益率为 3.92%，且自投资生效日满 7 年后及此后的任一投资周期末，财信金控有权赎回投资权益，该笔投资约定期限为 2019 年 12 月至 2026 年 12 月，期限较长，可获得稳定的投资收益。截至 2023 年末，湖南融担集团本部 I、II 级和 III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为 37.44%、46.42%和 20.58%，以对其他融资担保公司或再担保公司的股权投资为主的 II 级资产占比较高，资产流动性一般。

2023 年末湖南融担集团负债总额为 26.34 亿元，主要包括准备金负债和其他应付款。随着担保业务规模的增加，湖南融担集团未到期责任准备金、担保赔偿准备金逐年增加，2023 年末分别为 2.80 亿元、13.09 亿元。

2023 年末湖南融担集团所有者权益合计 64.99 亿元，其中实收资本为 57.79 亿元，资本实力较强。2023 年末湖南融担集团融资担保责任余额放大倍数为 7.78，近三年呈现一定上涨趋势。

受益于担保业务规模增长，2021-2023 年湖南融担集团营业收入复合增长率为 26.47%。2023 年湖南融担集团实现营业收入 9.74 亿元，同比增长 30.56%；其中担保业务收入 5.47 亿元，2021-2023 年复合增长率为 6.31%。湖南融担集团利息收入主要来自银行存款、理财产品利息收入，投资收益来自购买的理财计划、信托计划等，2023 年实现利息收入和投资收益合计 2.70 亿元。2023 年湖南融担集团实现净利润 1.81 亿元，同比增长 158.57%，2023 年湖南融担集团净资产收益率为 2.83%，同比上涨幅度较大，盈利能力有一定提升。

表20 湖南融担集团收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	5.47	56.16%	5.58	74.82%	4.84	79.47%
提取未到期责任准备金	0.006	0.06%	(0.55)	(7.41%)	(1.13)	(18.56%)
已赚担保费	5.48	56.26%	5.03	67.41%	3.70	60.76%
利息收入	0.60	6.16%	0.46	6.17%	0.42	6.90%
投资收益	2.10	21.56%	0.98	13.16%	1.15	18.88%

其他收入	1.56	16.06%	0.99	13.26%	0.82	13.46%
营业收入合计	9.74	100.00%	7.46	100.00%	6.09	100.00%

注：湖南融担集团其他收入包括政府补助、租金收入、资产处置收益等。

资料来源：湖南融担集团 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

湖南融担集团是湖南省内融资担保行业龙头企业和政策性担保体系组织单位，担保业务在湖南省具有较强的区域优势，唯一股东为湖南省财政厅，股东背景强，可为湖南融担集团在资金及业务拓展方面提供较大支持。

综上，湖南融担集团由湖南省财政厅全资持股，其子公司承担政策性担保业务，在资金注入、业务拓展及风险分担等方面得到当地政府大力支持；业务发展态势良好，担保业务规模保持增长，资本实力强。同时中证鹏元也关注到在宏观经济增长承压、城投类企业融资政策收紧等因素的影响下，湖南融担集团主要客户群体城投类企业、中小微企业均面临较大的经营压力，对其风险管理能力提出了更高要求；应收代偿款规模较大，代偿回收率较低等风险因素。

经中证鹏元综合评定，湖南融担集团主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，“21祁阳经投01/21祁投01”及“22祁阳经投01/22祁投01”由湖南融担集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“21祁阳经投01/21祁投01”及“22祁阳经投01/22祁投01”的信用水平。

常德财鑫担保为“22祁阳经投02/22祁投02”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够有效提升“22祁阳经投02/22祁投02”的安全性

常德财鑫担保为“22祁阳经投02/22祁投02”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。常德财鑫担保保证的范围包括“22祁阳经投02/22祁投02”本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。常德财鑫担保承担保证责任的期间为“22祁阳经投02/22祁投02”存续期限及届满之日起三年，“22祁阳经投02/22祁投02”持有人在此期间内未要求常德财鑫担保承担保证责任的，常德财鑫担保免除保证责任。如公司不能兑付“22祁阳经投02/22祁投02”的本金和利息，常德财鑫担保应主动承担担保责任，将兑付资金划入登记结算机构或主承销人指定的账户。此外，“22祁阳经投02/22祁投02”利率、期限、还本付息方式等发生变更时，需另行经过常德财鑫担保书面同意，未经常德财鑫担保书面同意而加重常德财鑫担保担保责任的，常德财鑫担保就加重部分不再承担担保责任。

常德财鑫担保前身为常德财鑫投资担保有限责任公司，由常德市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“常德市国资委”）于2008年3月出资设立，初始注册资本为2.10亿元，实收资本为0.80亿元。2008-2013年，常德市国资委通过资产划拨、资金注入等方式持续对常德财鑫担保增资。截至2013年末，常德财鑫担保实收资本为10.00亿元。2016年，常德财鑫担保将持有的5家子公司股权转让至湖南财鑫投资控股集团有限公司（以下简称“财鑫投控”），同时常德市国资委将常德财鑫担保全部股权转让至财鑫投控，常德财鑫担保成为财鑫投控全资子公司。2017年、2021年和2023年，财鑫投控分别向常德财鑫担保增资35.00亿元、25.00亿元和10.00亿元。截至2023年末，常德财鑫担保注册资本和实收资本均为

80.00亿元，唯一股东为财鑫投控，持股比例为100.00%，常德市财政局持有财鑫投控66.79%的股权，常德财鑫担保的实际控制人为常德市人民政府。

表21截至 2023 年末纳入常德财鑫担保合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	投资额	股权比例	简称
常德财科融资担保有限公司	10.00	9.78	97.80%	财科担保
常德市善德融资担保有限公司	1.00	1.00	100.00%	善德担保
常德市圣禹基业融资担保有限公司	1.00	0.85	85.00%	圣禹担保

资料来源：常德财鑫担保 2023 年审计报告，中证鹏元整理

常德财鑫担保主要经营融资担保业务，现阶段常德财鑫担保本部主要为湖南省城投企业提供债券担保以及为常德市国有企业提供大额贷款担保，子公司常德财科融资担保有限公司主营政策性担保业务和中小额贷款担保业务。随着债券担保市场需求的增加以及 2021 年以来常德财鑫担保合并财科担保等 3 家担保公司，近年来担保业务规模快速增长。截至 2023 年末，常德财鑫担保的担保余额为 371.67 亿元，2021-2023 年末担保余额复合增长率为 25.50%，其中直接融资担保余额为 234.21 亿元，在全部担保余额中的占比为 63.01%。

常德财鑫担保自 2018 年起在湖南省内开展债券担保业务，通过银行或同业推荐、自主拓展等方式获取客源，重点拓展湖南省政府融资平台发行债券的担保业务。随着市场需求的增加，直接融资担保业务规模快速增长，截至 2023 年末，常德财鑫担保直接融资担保业务余额为 234.21 亿元，较 2021 年末增长 97.88%。近年直接融资担保业务解保规模较小，未发生代偿。但随着一揽子化债方案和国办“35 号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业资本市场融资收紧，债券担保业务未来增长承压，常德财鑫担保的直接融资担保业务未来面临一定的业务转型压力。截至 2023 年末，常德财鑫担保直接融资担保业务客户均为城投企业，除 3 家主体评级为 AA- 之外，其余主体评级均为 AA。

常德财鑫担保的间接融资担保业务分为政策性担保业务和市场化担保业务。对于因单笔金额或所属行业不符合政策性担保业务准入条件的客户，如建筑公司和城投企业，常德财鑫担保将其纳入市场化担保业务。对于政策性担保业务，常德财鑫担保的主要客户群体为小微企业、“三农”和创业创新、以及符合条件的战略性新兴产业项目，单户金额不超过 1,000 万元，并引入政银担风险分担机制。该机制是由湖南省省级及以上财政和再担保机构、专业融资担保机构、银行、市州和县市人民政府分别按照 40%（其中：国家融资担保基金承担 20%、省财政承担 10%、再担保机构承担 10%）、30%、20%、10% 的比例进行风险分担。截至 2023 年末，常德财鑫担保间接融资担保余额为 132.79 亿元，其中市场化融资担保业务余额为 91.18 亿元，在全部间接融资担保余额中的占比为 68.66%。

常德财鑫担保非融资担保业务主要为工程款支付履约保函，客户群体主要为常德市内国有企业，受房地产行业景气度较低影响，非融资担保业务规模持续下降，截至 2023 年末常德财鑫担保非融资担保业务余额为 4.68 亿元，尚未发生代偿。

表22常德财鑫担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
----	--------	--------	--------

当期担保发生额	175.05	184.44	186.80
当期解除担保额	131.60	92.19	99.30
期末担保余额	371.67	328.22	235.96
其中：直接融资担保余额	234.21	196.09	118.36
间接融资担保余额	132.79	128.17	110.77
非融资担保余额	4.68	3.96	6.83
融资担保责任余额	321.55	287.94	211.30
融资担保责任余额放大倍数（X）	4.31	4.34	2.80

资料来源：常德财鑫担保提供，中证鹏元整理

2023年常德财鑫担保代偿规模继续增长，2021-2023年，常德财鑫担保当期担保代偿额分别为0.72亿元、1.54亿元和2.20亿元，均来源于间接融资担保项目。2023年，常德财鑫担保当期担保代偿率为2.73%，较2021年上升1.57个百分点，已上升至较高水平，需关注未来代偿风险。截至2023年末，常德财鑫担保累计代偿回收额为9.31亿元，累计代偿回收率为74.11%，但考虑到部分代偿项目发生时间较长，仍面临一定的回收风险。截至2023年末，常德财鑫担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备金分别为7.33亿元、3.72亿元和0.81亿元，担保风险准备金合计为11.85亿元，同比增长27.30%；拨备覆盖率为260.97%，总体来看常德财鑫担保风险准备金提取较为充足，拨备覆盖率维持在较高水平。

为提高闲置资金的使用效率，常德财鑫担保在符合监管要求及风险可控情况下，利用闲置资金开展一定规模的债权投资业务。截至2023年末，常德财鑫担保债权投资余额为11.05亿元，底层资产为常德市及下属区县的城投企业发行的私募债，年化利率区间为5.10-8.00%，总体来看现阶段信用风险可控。

表23 常德财鑫担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
资产总额	101.28	90.01	90.26
货币资金	42.35	36.55	28.19
应收代偿款净额	4.54	3.39	2.80
存出保证金	12.42	12.42	12.52
其他应收款	24.52	17.80	33.26
债权投资	11.05	13.53	2.00
所有者权益合计	85.10	74.70	75.45
营业收入	5.62	6.17	4.58
担保费收入	5.54	5.36	4.13
净利润	2.20	1.08	1.03
净资产收益率	2.75%	1.44%	1.65%
当期担保代偿额	2.20	1.54	0.72
当期代偿代偿率	2.73%	2.37%	1.16%
累计担保代偿率	2.05%	1.94%	1.84%
累计代偿回收率	74.11%	84.46%	83.26%

拨备覆盖率	260.97%	274.94%	199.64%
-------	---------	---------	---------

资料来源：常德财鑫担保 2021-2023 年审计报告及常德财鑫担保提供，中证鹏元整理

截至 2023 年末，常德财鑫担保资产总额为 101.28 亿元，主要由货币资金、应收代偿款、存出保证金、其他应收款及债权投资组成。截至 2023 年末，货币资金余额为 42.35 亿元，其中因抵押、质押或冻结等对使用有限制的款项为 17.55 亿元；应收代偿款余额为 5.50 亿元，已计提 0.96 亿元减值准备；存出保证金账面价值为 12.42 亿元，为在开展担保业务时向合作银行缴纳的保证金，随着贷款类担保业务规模的增加，存出保证金规模持续增加。常德财鑫担保其他应收款主要为与股东财鑫投控及其关联方的往来款，截至 2023 年末账面价值为 24.52 亿元，占资产总额的比例为 24.21%，其他应收款规模较大，回收时间不确定性较大，对营运资金形成明显占用。债权投资为常德财鑫担保购买的固定收益产品，底层资产为常德市及下属区县的城投企业发行的私募债，截至 2023 年末账面余额为 11.05 亿元，未计提减值准备。常德财鑫担保 I 级资产主要为银行存款和存出保证金，II 级资产主要为债券信用评级 AA 级、AA+ 级的债券以及对其他融资担保公司或再担保公司的股权，III 级资产主要为其他应收款。截至 2023 年末，I 级资产与资产总额扣除应收代偿款的比例为 46.55%，I 级资产和 II 级资产之和与资产总额扣除应收代偿款的比例为 72.51%，III 级资产与资产总额扣除应收代偿款的比例为 27.16%。三级资产占比符合《融资担保公司监督管理条例》的规定，但较大规模的其他应收款降低了常德财鑫担保的资产流动性。

截至 2023 年末，常德财鑫担保的负债总额为 16.19 亿元，其中担保合同准备金、存入保证金和其他应付款分别为 11.04 亿元、1.77 亿元和 2.70 亿元。其他应付款为常德财鑫担保与政府及企业之间的往来款和托管资金。

受益于股东增资，2023 年以来常德财鑫担保所有者权益规模同比有所增长，截至 2023 年末为 85.10 亿元，较 2022 年末增长 13.92%，其中实收资本 80.00 亿元，资本实力较强；常德财鑫担保融资担保责任余额放大倍数为 4.31 倍，放大倍数较低，未来具备较大的业务发展空间。

表24常德财鑫担保收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
担保费收入	5.54	5.36	4.13
利息收入	0.02	0.75	0.35
手续费及佣金收入	0.00	0.00	0.03
其他业务收入	0.05	0.05	0.06
营业收入合计	5.62	6.17	4.58
投资收益	0.71	0.08	0.02

注：2023 年公司将投资债券产生的利息收入计入投资收益，导致投资收益规模大幅增长，营业收入中利息收入有明显下降。

资料来源：常德财鑫担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

随着债券担保业务开展力度的加大，常德财鑫担保的担保费收入持续增长，是营业收入的最重要来源，2023 年实现担保费收入 5.54 亿元，2021-2023 年复合增长率为 15.82%。在担保费收入增长的带动下，近年来常德财鑫担保含投资收益的营业总收入呈持续增长态势。受担保业务规模快速增长的影响，近年

常德财鑫担保每年均提取较大规模担保风险准备金。在收入增长的带动下，常德财鑫担保的净利润逐年增长，2023年常德财鑫担保实现净利润2.20亿元，2021-2023年复合增长率为46.11%。2023年，常德财鑫担保总资产收益率和净资产收益率分别为2.30%和2.75%，虽然整体有所增长，但均处于较低水平。

常德财鑫担保的控股股东为财鑫投控，实际控制人为常德市人民政府。常德财鑫担保作为常德市规模最大的融资担保机构，本部主营债券担保业务，子公司财科担保主营政策性担保业务和市场化贷款担保业务，在降低企业融资成本、完善地方信用体系建设等方面具有较高重要性，在资本注入和业务开展方面获得股东及常德市人民政府的大力支持。

综上，常德财鑫担保股东实力强，对常德财鑫担保支持力度较大；常德财鑫担保近年直接融资担保余额保持较快增长；融资担保责任余额放大倍数较低，未来业务发展空间较大。同时中证鹏元也关注到，随着城投类企业资本市场融资收紧，债券担保业务未来增长承压，常德财鑫担保的直接融资担保业务未来面临一定的业务转型压力；常德财鑫担保代偿规模逐年上升，需关注未来代偿风险表现；股东及关联方对常德财鑫担保的资金占用规模较大。

经中证鹏元综合评定，常德财鑫担保主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，“22祁阳经投02/22祁投02”由常德财鑫担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了“22祁阳经投02/22祁投02”的信用水平。

十、 结论

跟踪期内，公司仍是祁阳高新技术产业开发区重要的基础设施项目建设主体，2023年祁阳市GDP规模在永州市下属区县中排名保持第二位，公司发展仍具备良好的外部环境。同期，公司收到祁阳市政府提供的股权划转及政府补贴等形式外部支持，资本实力及利润水平得到持续提升。但2023年，因代建项目结算规模减少，公司收入出现明显下滑。截至2023年末，公司在手代建项目规模较小，对未来业务收入支撑不足。而自营租赁项目获现能力欠佳，在建待租项目面临一定建设资金筹措压力。财务方面，公司现金类资产对短期债务保障仍薄弱，盈利对利息保障弱化明显，短期偿债压力仍较大。资产流动性仍一般且收益性仍较弱。外部增信方面，湖南融担集团及常德财鑫担保提供的保证担保仍能有效提升债券的信用水平。

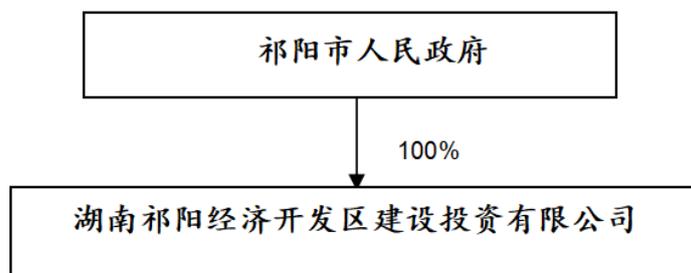
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21祁阳经投01/21祁投01”及“22祁阳经投01/22祁投01”的信用等级为AAA，维持“22祁阳经投02/22祁投02”的信用等级为AA+。

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	2022年	2021年
货币资金	1.48	0.11	2.22
应收账款	15.07	13.90	11.14
存货	74.04	73.64	68.08
流动资产合计	92.52	89.18	86.26
固定资产	0.20	0.21	0.22
在建工程	6.22	0.00	0.00
非流动资产合计	9.67	3.31	3.41
资产总计	102.19	92.48	89.67
短期借款	0.00	0.15	0.00
应付账款	0.00	0.00	0.00
其他应付款	4.80	1.46	4.83
一年内到期的非流动负债	2.12	1.32	0.43
流动负债合计	7.66	3.62	5.88
长期借款	12.75	6.92	7.61
应付债券	8.55	9.43	4.68
非流动负债合计	21.29	16.35	12.29
负债合计	28.95	19.97	18.17
所有者权益	73.24	72.51	71.50
营业收入	1.52	3.24	4.08
营业利润	0.43	1.01	0.97
其他收益	0.60	0.68	0.59
利润总额	0.43	1.01	0.97
经营活动产生的现金流量净额	1.66	-6.34	-4.10
投资活动产生的现金流量净额	0.44	0.00	-0.01
筹资活动产生的现金流量净额	-1.84	4.24	6.06
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	9.41%	12.05%	12.53%
资产负债率	28.33%	21.59%	20.26%
短期债务/总债务	9.07%	8.25%	3.39%
现金短期债务比	0.18	0.08	5.13
EBITDA（亿元）	0.63	1.13	1.00
EBITDA 利息保障倍数	0.60	1.31	2.03

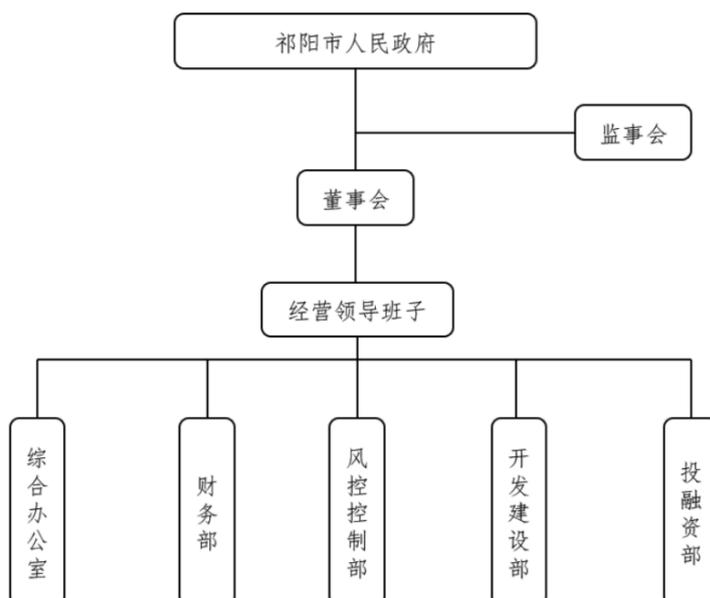
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



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 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	取得方式
祁阳红铸产业融合发展投资合伙企业（有限合伙）	0.40	99.88%	设立
祁阳裕城开发建设有限公司	2.00	100.00%	无偿划拨

资料来源：公司 2023 年审计报告及公开信息，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。