



2019年江西万年国有资源投资发展股份有限公司公司债券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

2019年江西万年国有资源投资发展股份有限公司公司债券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
19 万年国投债/ 19 万年债	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：万年县矿产资源丰富，近年以纺织新材料为代表的主导产业发展态势良好，区域经济保持增长，江西万年国有资源投资发展股份有限公司（以下简称“万年国投”或“公司”）作为万年县重要的基础设施建设主体，代建业务可持续性较好，并继续获得万年县财政局的大力支持，此外，上饶市城市建设投资开发集团有限公司（以下简称“上饶城投”）提供的保证担保仍有效提升“19 万年国投债/19 万年债”的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司资产主要沉淀在土地资产、其他应收款及项目投资成本中，资产流动性较弱，项目建设较依赖于外部融资，仍面临一定的资金压力且存在一定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。我们认为公司未来较长一段时间仍为万年县重要的基础设施建设主体，代建业务可持续性较好，且将持续获得外部支持。

评级日期

2024 年 7 月 25 日

联系方式

项目负责人：陈良玮
chenlw@cspengyuan.com

项目组成员：朱小万
zhuxw@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	130.13	106.43	111.43
所有者权益	53.46	51.61	51.21
总债务	24.54	25.80	30.18
资产负债率	58.92%	51.51%	54.04%
现金短期债务比	0.77	0.99	1.28
营业收入	7.05	6.90	8.88
其他收益	1.57	1.50	1.22
利润总额	0.90	1.15	0.83
销售毛利率	13.42%	16.42%	13.35%
EBITDA	2.23	2.66	2.07
EBITDA 利息保障倍数	1.47	1.75	1.34
经营活动现金流净额	-3.69	3.57	2.87

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **万年县矿产资源丰富，近年紧抓产业转移机遇，以纺织新材料为代表的主导产业发展态势良好。**万年县拥有多个矿山、贵金属矿等，矿产资源丰富。目前万年县已形成纺织新材料、机械电子、食品药品三大主导产业，其中机械电子、纺织新材料产业集群跻身省级重点产业集群，2023年万年县地区生产总值同比增长7.2%，增速位居江西省第四。
- **公司是万年县重要的基础设施建设主体，代建业务可持续性较好。**公司作为万年县重要的基础设施建设主体，是万年县目前唯一的发债平台，在当地项目资源的获取上具有较强的竞争优势。截至2023年末，公司主要在建的代建项目投资规模仍较大。
- **公司继续获得万年县财政局较大力度的支持。**2023年公司获得万年县国有资产监督管理委员会（以下简称“万年国资办”）增资0.91亿元；获得万年县财政局拨付的经营性补贴1.57亿元，为当期利润总额的175.81%，对公司利润贡献仍较大。
- **上饶城投提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，上饶城投的主体信用等级为AA+，其为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产沉淀在土地资产、项目投资成本和其他应收款中，部分资产抵押受限，整体资产流动性较弱。**2023年末公司存货、其他应收款、在建工程账面价值合计占期末总资产的比重超80%，其中其他应收款主要为应收当地国有企业的往来款，回款时间受相关单位资金安排影响不确定，占用公司较多营运资金，其他应收款中对民营企业江西旭腾科技集团有限公司（以下简称“旭腾科技”）往来款项回收风险很大；同期末公司受限资产账面价值合计9.78亿元，占期末总资产的比重为7.52%。
- **公司项目建设较依赖于外部融资，债务规模较大，仍面临一定的资金压力和债务压力。**截至2023年末，公司债务规模24.54亿元，且公司现金短期债务比持续下滑，现金类资产不足以覆盖短期债务，在建项目仍需投资7.32亿元，伴随万年县基础设施建设的持续推进，公司作为万年县重要的基础设施和国有资产运营主体，仍具有一定的项目融资需求，面临一定的资金压力和债务压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2023年末，公司对外担保金额合计为38.27亿元，占期末净资产的71.59%，被担保对象均为当地国企和事业单位，但相关担保均未设置反担保措施。同期末，公司子公司万年县饶光新能源发电有限公司、万年县万阳新能源发电有限公司因工程纠纷被列为被执行人，相关事项尚未处理完毕。

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&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	4/7
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					a-
外部特殊支持					4
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 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

- 公司是万年县重要的基础设施建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，万年县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在：一方面，万年国资办直接加间接持有公司 94.22% 股权，万年县人民政府对公司经营战略及业务运营拥有强大的影响力。另一方面，公司是万年县重要的基础设施建设主体，业务基本来源于政府及其相关单位，在基础设施建设上对万年县人民政府有很大贡献。同时，中证鹏元认为万年县政府提供支持的能力较强，主要体现在万年县矿产资源丰富，以纺织新材料为代表的主导产业发展态势良好，2023 年经济保持快速增长。

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
19 万年国投债/19 万年债	10.00	4.00	2023-6-28	2026-6-3

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2019年6月发行7年期10亿元公司债券，募集资金计划7亿元用于万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目，2亿元用于万年县城市小游园停车场建设项目，1亿元用于补充运营资金。截至2024年6月末，本期债券募集资金专项账户余额为7,181.8元。

三、发行主体概况

2023年以来公司名称、注册资本未发生变化。2023年公司股东中国农发重点建设基金有限公司将持有的价值1.33亿元股权转让给万年国资办（未实际出资部分由万年国资办继续履行出资义务），期末公司实收资本由6.92亿元增至7.83亿元，注册资本仍为8.31亿元，万年县神农投资开发有限公司、万年国资办、万年县公共资源投资开发有限公司、万年县资产经营投资有限公司、中国农发重点建设基金有限公司分别持有公司36.10%、34.06%、12.03%、12.03%和5.78%股权，公司实际控制人仍为万年国资办。

2023年公司仍主要负责万年县基础设施建设、房屋租赁等业务，同期公司新增材料销售业务，为公司营业收入提供一定补充。2023年公司合并范围内的子公司无变动，详见附录四。

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。

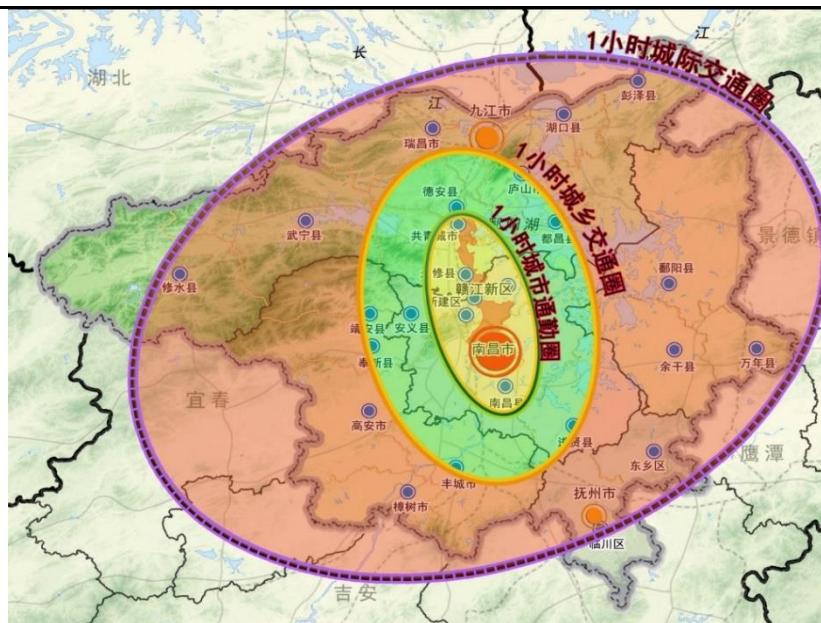
2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建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

万年县地处鄱阳湖东南岸，已形成纺织新材料、机械电子、食品药品三大主导产业，GDP规模在上饶市12个区县中排名中等水平，一般公共预算收入规模较小，财政自给水平较低

区位特征：万年县地处鄱阳湖东南岸，在南昌大都市经济圈1小时城际交通圈内。万年县为上饶市下辖县，地处江西省东北中部、鄱阳湖（中国第一大淡水湖）东南岸，属于丘陵地区，地势由东南向西北倾斜，山地面积占比61.42%。万年县土地面积1,140.76平方公里，是世界稻作文化、中华农耕文明的发源地、中国贡米之乡、中国优质淡水珍珠之乡和纺织新材料产业聚集区，2023年末常住人口35.06万人，较2020年第六次全国人口普查常住人口数35.91万人略有下降。万年矿产资源丰富，拥有矿山有10座，其中金银矿2个、水泥用灰岩矿2个、水泥用千枚岩矿1个、建筑石料用灰岩矿5个。万年县地处南昌大都市经济圈1小时城际交通圈内，皖赣铁路纵贯南北，境内拥有3条高速、2条国道，万年至鹰潭北高铁站一级公路建成后，将进入沪昆高铁半小时经济圈。

图1 大南昌“1小时都市圈”交通圈层示意



资料来源：公开资料

经济发展水平：万年县经济总量偏小，在上饶市排名中等，经济增长主要依赖投资拉动。万年县经济总量偏小，2023年全县地区生产总值（GDP）完成208.41亿元，同比增长7.2%，增速排全省第四，经济规模居上饶市各区县中等水平，三次产业结构由2022年的10.0：50.2：39.8调整为9.99：47.22：42.79，第三产业占比有所提升。2023年万年县工业投资累计上报55.98亿元，同比增长5.6%，全市排位第3位；基础设施投资累计上报12.05亿元，同比增长5.8%；房地产投资累计上报10.17亿元，同比增长33.1%。2023年全年万年县统筹推进项目179个，完成投资362.6亿元，占年度计划投资的121.8%，同年全县房地产销售面积累计上报28.68万平方米，同比下降3.7%。

表1 2023年江西省上饶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（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
广丰区	655.03	7.3	8.47	33.15	34.25
信州区	433.00	6.0	7.98	22.26	3.86
广信区	370.12	7.4	4.96	22.22	29.55
万年县	208.41	7.2	5.94	16.1	-
德兴市	207.48	6.6	7.17	-	-
玉山县	291.86	7.0	5.74	17.38	14.32
婺源县	175.45	6.5	5.68	11.30	9.77
弋阳县	153.20	6.3	4.61	14.06	14.22
横峰县	114.65	7.1	6.24	8.98	8.19

注：（1）“-”数据未公告；

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，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表2 万年县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）	208.41	7.2%	209.88	4.6%	199.39	9.1%
固定资产投资	78.2	8.5%	135.7	8%	-	11.9%
社会消费品零售总额	92.14	6.8%	86.3	5.3%	81.98	18.6%
进出口总额（亿美元）	-	-	-	-	-	-
人均 GDP（元）		59,444		59,205		55,781
人均 GDP/全国人均 GDP		66.52%		69.09%		68.89%

注：“-”数据未公告，2021年人均 GDP 根据七普人口数计算，2022-2023年人均 GDP 根据当年末常住人口数计算。

资料来源：2021-2023年万年县国民经济与社会发展统计公报、2024年政府工作报告、万年县政府网站，中证鹏元整理

产业情况：万年县已形成纺织新材料、机械电子、食品药品三大主导产业，营商环境不断改善，经营主体大幅上升。万年县已形成纺织新材料、机械电子、食品药品三大主导产业，其中机械电子、纺织新材料产业集群跻身省级重点产业集群，是上饶市唯一拥有两个省级重点产业集群的县。万年县抓住沿海发达地区纺织产业加速向中西部转移的机遇，初步形成了聚酯纤维—加弹—织造—印染及后整理—纺织新材料、家纺、成衣、户外休闲用品等为一体的产业集群，先后获批为江西新型工业化产业基地

（纺织新材料产业）、江西省级重点产业集群，万年高新区被授予“全国纺织产业转移示范园区”和“中国功能纺织品产业承接转移示范基地”，代表性企业包括江西华纺昌硕科技有限公司等。2023年，全县规模以上工业总产值累计上报290.08亿，同比增长8.4%；规模以上工业增加值同比增长14.7%，增速高于上年同期7.5个百分点，在上饶市排第2位。全县规模以上工业营业收入累计上报306.15亿，同比增长14%。2023年万年县培育科技型中小企业89家，新增高新技术企业12家、总数达53家，新增省级以上“专精特新”企业13家、总数达31家，新增市场主体3,900余户、总数近4万家。万年芯微电子有限公司被认定为2023年江西省智能制造标杆企业。

发展规划：根据万年县十四五规划，在“十四五”期间将加快构建具有万年特色的现代产业体系，大力发展农业，提质增效制造业，提升现代服务业发展能级，努力发展数字经济。2024年万年县将全面落实制造业重点产业链现代化建设“639”行动计划，形成更加鲜明的产业特色，力争全年新增规模以上工业企业45家以上，培育年营收过50亿元的企业1家、年营收过10亿元的企业10家，确保工业主营业务收入突破360亿元。

财政及债务：万年县一般公共预算收入规模较小，全市排名中等靠后，财政自给率较低，地方政府债务余额持续增长，债务压力较大。近年万年县一般公共预算收入持续增长，但整体规模仍较小，财政自给率较低，地方政府债务余额持续增长，债务压力较大。

表3 万年县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	16.1	15.31	14.62
税收收入占比	66.09%	67.41%	67.78%
财政自给率	-	32.74%	31.63%
政府性基金收入	-	20.78	12.06
地方政府债务余额	69.50	56.92	45.21

注：“-”数据未公告。

资料来源：万年县政府网站，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内，公司仍是万年县重要的基础设施建设和国有资产运营主体，是目前全县唯一的发债平台，2023年营业收入仍主要来源于代建业务，业务持续性较好，公司在当地项目资源的获取上具有较强的竞争优势

公司是万年县唯一的发债城投平台和重要的基础设施运营主体，跟踪期内继续承担万年县基础设施建设、国有资产经营等职能，2023年营业收入主要来自于代建业务。受项目建设进度影响，2023年公司代建业务确认收入较上年略有下降，由于代建收入结算时资本化利息不参与成本加成，且2023年结算项目的成本中资本化利息金额较大，当期业务毛利率略有下滑。此外，公司还经营房屋租赁、汽车租赁和

发电业务等其他业务，2023年新增材料销售业务，对公司营业收入和利润形成一定补充。由于发电业务及材料销售业务毛利率均为负，导致2023年公司销售毛利率有所下滑。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建业务	6.03	85.49%	9.85%	6.25	90.49%	10.17%
其他	1.02	14.51%	34.43%	0.66	9.51%	75.84%
合计	7.05	100.00%	13.42%	6.90	100.00%	16.42%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）代建业务

受政府款项结算进度影响，2023年公司代建业务收入略有下滑，公司作为万年县重要的基础设施建设主体，基础设施建设项目投资规模仍较大，代建业务可持续性较好，但仍面临一定的资金压力

公司作为万年县重要的基础设施建设主体，承担着包括道路、教育基础设施、厂房等在内的基础设施和道路工程建设业务。根据《项目委托代建合同》，万年县住房和城乡建设局（以下简称“万年县建设局”）及万年县交通运输局（以下简称“万年县交通局”）分别委托公司进行工程项目的投资建设，于每年12月31日进行当年度完工工程成本和代建管理费代建资金回报的核算确认，根据代建合同及双方认定的代建成本，加成12%作为工程项目总价款。公司根据委托方及项目性质对应确认代建业务收入。根据2023年公司与万年县民政局签订的《万年县智障康养福利中心建设项目委托代建合同》，除投入的代建成本外，在工程结算审计后公司按审计结算总造价的2%结清代建费用。

2023年公司代建业务确认收入6.03亿元，主要来源于江西万年高新区返乡创业标准厂房及配套基础设施建设，受项目建设进度影响，业务收入较上年略有下降，由于代建收入结算时资本化利息不参与成本加成，且当期结算项目的成本中资本化利息金额较高，当期业务毛利率略有下滑。

截至2023年末，公司代建项目包括贫困村建档立卡、万年县四好农村路建设工程等，预计总投资11.01亿元，累计已投资3.70亿元，公司作为万年县重要的基础设施建设主体，在当地项目资源的获取上具有较强的竞争优势，项目代建业务可持续性较好。截至2023年末，公司在建项目合计尚需投资7.32亿元，仍面临一定的资金压力。

自营项目方面，截至2023年末，本期债券募投项目万年县丰收工业园标准厂房及配套基础设施建设已投资10.11亿元，万年县城市小游园停车场建设项目已投资2.79亿元，目前项目均已完工，实现收益规模不及预期，募投项目收入来源受当地经济发展水平以及公司运营能力影响较大，项目未来收益及现金流存在较大不确定性。

表5 截至 2023 年末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	委托单位	预计总投资	累计已投资	尚需投资
------	------	-------	-------	------

贫困村建档立卡	万年县建设局	38,000.00	14,439.56	23,560.44
万年县四好农村路建设工程	万年县交通局	27,200.00	8,500.05	18,699.95
万年高新区凤巢千亩纺织产业园基础设施建设项目	万年县建设局	14,963.00	2,488.00	12,475.00
万年县现代纺织产业园基础设施项目	万年县建设局	7,290.00	606.87	6,683.13
万年县凤巢工业园石镇片区污水处理厂工程	万年县建设局	6,320.00	3,810.78	2,509.22
仙人洞项目	万年县建设局	6,000.00	2,965.50	3,034.50
完中、六〇小学总部、智慧学校管理中心、第三幼儿园二次装修及室外工程	万年县建设局	2,733.00	2,000.00	733.00
全民健身中心	万年县建设局	1,500.00	231.22	1,268.78
万年县裴梅镇荷桥村、陈营镇南岗村、永乐村等农田改造提升建设项目	万年县建设局	2,330.90	1,409.00	921.90
万年县智障康养福利中心项目	万年县建设局	3,805.00	520.80	3,284.20
小计		110,141.90	36,971.79	73,170.11
万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目*	自营	100,269.04	101,055.97	已完工
万年县城市小游园停车场建设项目*	自营	28,948.93	27,881.91	已完工
小计		129,217.97	128,937.88	0.00
合计		239,359.87	165,909.67	73,170.11

注：“*”为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）其他业务

公司其他业务种类较多，但规模较小，可为公司营收提供一定补充

公司其他业务包括发电业务、材料销售业务、租赁业务等，营业收入规模较小。公司发电业务主要由公司子公司万年县万阳新能源发电有限公司、万年县饶光新能源发电有限公司负责，由于固定成本较高及受2023年万年县工业发展情况影响，2023年公司发电业务由盈转亏；2023年公司新增材料销售业务，由公司子公司万年县稻盛投资开发有限公司负责，业务模式为以销定采，主要客户为万年县工业园区内资质较好企业，供应商为本地优质建材商，支付方式包括银行汇票、转账等，采购一般在供应商开具发票后半个月付款，客户一般在货物验收后一个月内付款。2023年，公司实现材料销售业务收入0.35亿元，因跨期结算原因导致业务毛利率为负。公司租赁业务主要由公司子公司万年县公务用车服务有限公司、万年县万众汽车租赁有限公司负责，2023年实现销售收入0.07亿元。

公司2023年继续获得较大力度的外部支持，有效提升了公司利润水平

公司2023年获得万年县财政局给予的财政补助资金1.57亿元，占比同期利润总额175.81%，有效提升了公司利润水平。同期公司获得万年国资办新增注资0.91亿元，一定程度上提升了公司资本实力。

六、财务分析

财务分析基础说明

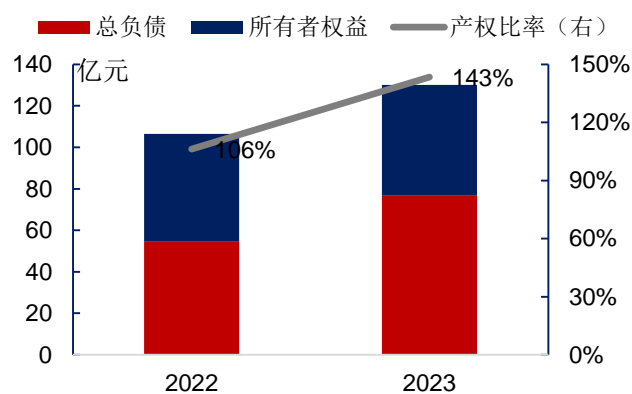
以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围内的子公司无变动，详见附录四。

资本实力与资产质量

受公司与关联单位往来款大幅增加影响，2023年末公司总资产规模有所上升，仍以土地资产、项目投资成本和应收款项为主，其中应收款项受相关单位资金安排影响回收时间存在不确定性，占用公司较多营运资金，部分资产抵押受限，整体资产流动性较弱

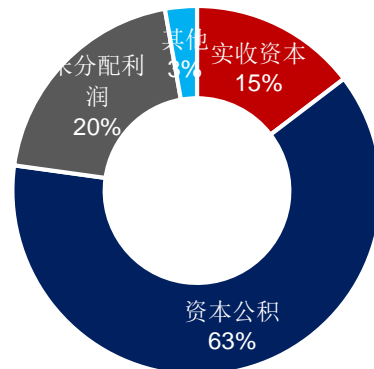
2023年公司与关联单位往来款大幅增加，公司总资产及总负债规模均有所上升，同时受益于公司自身经营积累，2023年末公司所有者权益规模增长至53.46亿元。综合来看，2023年末公司产权比率同比上升，所有者权益以股东划拨的土地等资产形成的资本公积为主，对负债的覆盖程度一般。

图 2 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 3 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

公司资产以存货（主要为土地资产和在建项目成本）、其他应收款（主要为应收国有企业往来款）、在建工程（自营项目成本）为主，2023年末上述资产账面价值合计占期末总资产的比重超80%。公司存货由开发成本、生产成本和库存商品构成，其中开发成本主要为土地资产及土地开发成本组成，主要为商业、商服和工业用地，2023年末账面价值为36.76亿元，存货中账面价值5.53亿元资产尚未办理产权证书，6.25亿元土地已办理抵押登记。公司在建工程主要由万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目和万年县城市小游园停车场建设项目构成（本期债券募投项目），上述项目已完工但尚未办理竣工验收手续，项目已投入使用但实现收入规模较小，未来收益实现不确定性较大。公司其他应收款主要为应收万年县稻源投资开发有限公司、江西万投建设工程有限公司万年县分公司等国有企业的往来款，2023年往来规模大幅上升，回款时间受相关单位资金安排影响存在不确定性，且占用了公司较多营运资金，此外其他应收款中包含应收民营企业旭腾科技往来款0.59亿元，截至本报告出具日，旭腾科技已全部被

冻结，该笔款项回款风险很大。

其他资产方面，2023年末公司货币资金余额同比显著下降；应收账款主要为对万年县财政局公司应收的代建项目款；投资性房地产为对外租赁的房屋建筑物，2023年末公允价值略有增长。

截至2023年末，公司受限资产包括票据保证金等0.51亿元，借款抵押的存货6.25亿元和投资性房地产3.03亿元，账面价值合计9.78亿元，占期末总资产的比重为7.52%。

表6 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	4.60	3.53%	7.92	7.44%
应收账款	6.42	4.94%	2.92	2.74%
其他应收款	50.59	38.87%	23.88	22.44%
存货	41.97	32.25%	45.05	42.33%
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动资产合计	103.76	79.73%	80.05	75.22%
固定资产	2.36	1.82%	2.37	2.23%
在建工程	12.92	9.93%	12.92	12.14%
投资性房地产	6.91	5.31%	6.90	6.49%
非流动资产合计	26.38	20.27%	26.37	24.78%
资产总计	130.13	100.00%	106.43	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

跟踪期内代建业务仍是公司主要的收入来源，业务可持续性较好，受其他业务毛利率下滑影响公司销售毛利率亦有所下滑，房屋租赁等其他业务对公司营业收入形成一定补充，政府补助对公司利润贡献仍较大

代建业务仍为公司收入和利润的主要来源，受项目建设进度及确认收入口径影响，2023年公司代建业务收入及毛利率均有所下滑，其他业务中发电业务及材料销售业务毛利率水平为负，导致公司综合毛利率有所下滑。公司作为万年县重要的基础设施建设主体，基础设施项目投资规模仍较大，代建业务可持续性较好。此外，租赁、材料销售和发电业务等其他业务对公司营业收入形成一定补充。2023年公司获得万年县财政局拨付的经营性补贴1.57亿元，占比同期利润总额175.81%，对公司利润贡献仍较大。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	7.05	6.90
营业利润	1.02	1.16
其他收益	1.57	1.50

利润总额	0.90	1.15
销售毛利率	13.42%	16.42%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年末公司总债务规模有所下降，但现金类资产不足以覆盖短期债务，伴随万年县基础设施建设的持续推进，公司仍具有一定的项目融资需求

伴随公司偿还部分到期债务，2023年末公司总债务规模有所下滑，主要由银行借款、应付票据和应付债券组成。随着债务的借新还旧以及项目的持续投入，公司长短期银行借款均有所上升。公司银行借款均提供了保证、抵押、质押等担保措施，主要授信方包括农发行、国开行、工商银行、万年农商银行等；公司应付债券即本期债券，于2022年6月开始分五年每年偿还本金2.00亿元，截至2024年6月末，本期债券余额4.00亿元。公司长期应付款均为融资租赁款，2023年末余额显著增长，借款单位包括江西省鄱阳湖融资租赁有限公司和江西金融租赁股份有限公司等。

其他负债方面，公司其他应付款主要为与万年县国有资产经营管理有限公司等当地国有企业的往来款，实际偿付压力不大。

表8 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	1.55	2.01%	1.05	1.92%
应付票据	0.30	0.39%	3.00	5.47%
其他应付款	48.47	63.21%	27.92	50.93%
一年内到期的非流动负债	4.10	5.35%	3.96	7.23%
流动负债合计	57.48	74.96%	38.99	71.12%
长期借款	13.43	17.52%	8.52	15.53%
应付债券	4.33	5.65%	6.40	11.67%
长期应付款	0.83	1.08%	0.31	0.57%
非流动负债合计	19.20	25.04%	15.83	28.88%
负债合计	76.68	100.00%	54.82	100.00%
总债务	24.54	32.01%	25.80	47.07%
其中：短期债务	5.95	7.76%	8.01	14.62%
长期债务	18.59	24.25%	17.79	32.45%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，随着公司往来款规模的扩大，2023年末公司资产负债率有所上升，现金类资产不足以覆盖短期债务，同期EBITDA利息保障倍数略有下滑。

公司流动性需求主要来自代建项目投入及债务的还本付息。2023年往来款规模增大，经营活动现金

流呈净流出状态，2023年末公司本部获得国开行、农发行给予的银行授信总额22.00亿元，尚未使用授信额度为4.89亿元，可为公司提供一定流动性，但考虑到公司作为万年县唯一的发债城投以及重要的基础设施和国有资产运营主体，2023年末在建项目仍需投资7.32亿元，伴随万年县基础设施建设的持续推进，仍具有一定的融资需求。

表9 公司偿债能力指标

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	58.92%	51.51%
现金短期债务比	0.77	0.99
EBITDA 利息保障倍数	1.47	1.75
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-3.69	3.57
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-0.07	-0.68
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	2.93	-5.18

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

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基本无负面影响

环境方面，根据公司提供的相关情况的说明，公司过去一年未因空气污染或温室气体、废水排放、废弃物排放等方面受到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的相关情况的说明，公司过去一年未因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，未发生拖欠员工工资、社保以及员工安全事故等。

治理方面，根据公司提供的相关情况的说明，公司不存在尚未了结的仲裁或行政处罚，未因信息披露不合规而受到处罚。2023年，公司主要高管未发生人员变动，未出现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，但公司对政府部门及关联公司的往来款较多，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2021年1月1日至报告查询日（2024年7月8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。

公司存在一定的或有负债风险

截至2023年末，公司对外担保金额合计为38.27亿元，占期末净资产的71.59%，被担保对象均为当

地国企和事业单位，但相关担保均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表10 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
万年县妇幼保健院	13,000.00	2027/10/27	否
万年县国有资产经营管理有限公司	58,793.79	2035/6/15	否
万年县绿色产业投资发展有限公司	28,000.00	2029/8/29	否
万年县珠溪河投资开发有限公司	26,000.00	2032/7/20	否
万年县国有资产经营管理有限公司	37,078.81	2035/6/15	否
万年县城市建设开发有限公司	26,516.75	2035/2/23	否
万年县绿色产业投资发展有限公司	36,000.00	2027/11/25	否
万年县稻源投资开发有限公司	27,000.00	2026/1/22	否
万年县绿色产业投资发展有限公司	19,400.00	2035/4/13	否
万年县稻源投资开发有限公司	43,450.00	2036/11/17	否
万年县博鑫建材有限公司	7,000.00	2024/7/6	否
万年县绿色产业投资发展有限公司	15,000.00	2027/12/20	否
万年县城市建设开发有限公司	9,000.00	2024/1/19	否
万年县工业发展有限公司	9,000.00	2041/7/1	否
万年县国有资产经营管理有限公司	20,001.28	2051/7/4	否
万年县国有资产经营管理有限公司	4,500.00	2033/11/15	否
江西万投建设工程有限公司	1,000.00	2024/11/7	否
万年县城欣建筑有限公司	1,000.00	2024/11/8	否
万年县发展投资建设集团有限公司	1,000.00	2024/11/8	否
合计	382,740.63	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司子公司万年县饶光新能源发电有限公司、万年县万阳新能源发电有限公司与阳光电源股份有限公司（以下简称“阳光电源”）产生工程合同纠纷被列入被执行人，法定代表人已被限制高消费，截至本报告出具日，相关事项尚未处理完毕，中证鹏元将持续关注相关事项处理进度对公司经营产生的影响。

其他

本次评级公司个体信用状况为 a-，较上次评级下调 2 个级别，主要是公司现金短期债务比、EBITDA 利息保障倍数下降较快，资产负债率有所上升，以及评级方法模型变更综合引起。上次公司评级适用评级方法模型为《城投公司信用评级方法和模型》（版本号：[cspy_ffmx_2022V1.0](#)），本次适用评级方法模型为《基础设施投资类企业信用评级方法和模型》（版本号：[cspy_ffmx_2024V1.0](#)）。

八、外部特殊支持分析

公司是万年县人民政府下属重要企业，万年国资办直接加间接合计持有公司94.22%股权。中证鹏元

认为在公司面临债务困难时，万年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）公司与万年县人民政府的联系非常紧密。万年国资办直接加间接合计持有公司94.22%股权，对公司经营战略和业务运营拥有强大影响力，公司业务基本来源于政府及其相关单位，近年获得政府支持次数多且力度较大。预计未来公司与万年县人民政府联系将比较稳定。

（2）公司对万年县人民政府非常重要。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，可替代性一般，在基础设施建设上对万年县人民政府有很大贡献，公司违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

经中证鹏元评估，万年县政府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2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2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“+2”调整为“+4”。

九、债券偿还保障分析

上饶城投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

上饶城投为公司发行的本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。上饶城投承担保证责任的期限为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

上饶城投系经上饶市人民政府批准，由上饶市国资委于2002年6月18日出资成立的国有独资企业，经过多次增资及股权变更，截至2023年末，公司注册资本为50.00亿元，实收资本由16.00亿元增至25.00亿元，上饶城控持有公司98.00%的股权，江西省行政事业资产集团有限公司（以下简称“行政事业公司”）持有公司2.00%的股权，公司控股股东仍为上饶城控，实际控制人仍为上饶市国资委。

上饶城投作为上饶市重要的基础设施建设和国有资产运营管理主体，承担了上饶市城区核心区域重要的基础设施、安置房、土地整理等的建设任务，在上饶市基建领域占有较大的市场份额，具有很强的业务竞争力。同时，上饶城投也逐步拓展市场化业务，2020年收购了上市公司闽发铝业（股票代码：002578.SZ），形成基础设施建设、铝业、光伏发电、高速公路、商品销售等多元化的业务布局。2023年上饶城投主营业务收入持续增长，其中基础设施建设和铝业板块为公司最大的收入及利润来源，上饶城投各业务运营模式相对稳定、多项业务具有区域的专营性，业务稳定性和可持续性很强。

表11 上饶城投主要财务指标（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
总资产	1,268.97	1,210.33	1,149.87
所有者权益	458.22	428.05	417.90

总债务	-	672.77	639.57
资产负债率	63.89%	64.63%	63.66%
现金短期债务比	-	0.17	0.10
营业收入	56.38	55.60	50.26
其他收益	6.67	4.47	3.96
利润总额	5.26	8.23	5.87
销售毛利率	5.74%	7.99%	7.72%
EBITDA		13.31	11.88
EBITDA 利息保障倍数		0.43	0.35
经营活动现金流净额	28.83	11.13	-4.86

资料来源：上饶城投 2021-2023 年审计报告，Wind，中证鹏元整理

截至2023年末，上饶城投资产总额为1,268.97亿元，所有者权益为458.22亿元。2023年上饶城投实现营业收入56.38亿元，实现利润总额5.26亿元，经营活动现金流净流入28.83亿元。

经中证鹏元综合评定，上饶城投主体信用等级为AA+，由上饶城投提供的连带责任担保有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

万年县矿产资源丰富，近年紧抓产业转移机遇，以纺织新材料为代表的主导产业发展态势良好，2023年地区生产总值同比增长7.2%，增速位居江西省第四，公司作为万年县重要的基础设施和国有资产运营主体，代建业务可持续性较好，虽然公司整体资产流动性较弱，同时项目建设较依赖于外部融资，仍面临一定的资金压力且存在一定或有负债风险，但考虑到公司作为万年县唯一的公开发债平台，预计未来仍将继续获得万年县人民政府较大力度的支持，整体来看公司抗风险能力尚可。同时，上饶城投提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

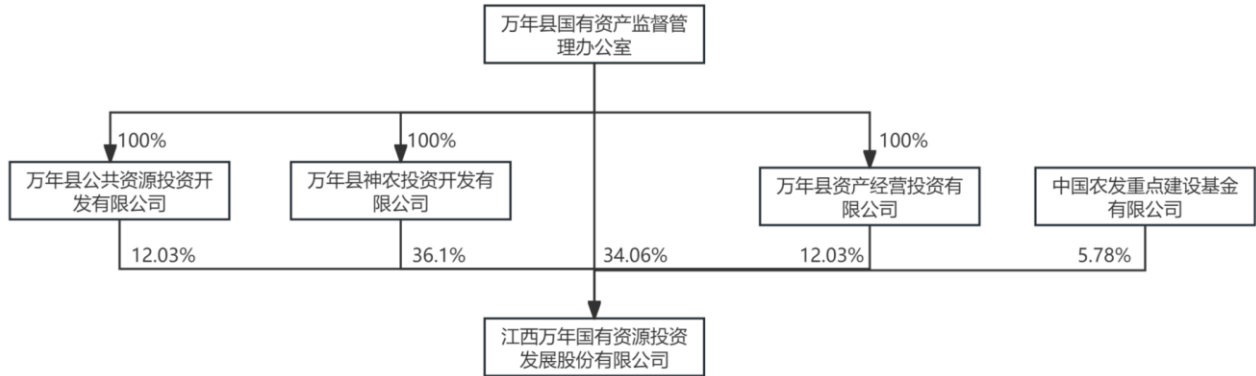
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19万年国投债/19万年债”的信用等级为AA+。

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	4.60	7.92	11.05
应收账款	6.42	2.92	3.40
其他应收款	50.59	23.88	23.77
存货	41.97	45.05	58.00
流动资产合计	103.76	80.05	96.49
固定资产	2.36	2.37	2.50
在建工程	12.92	12.92	0.00
投资性房地产	6.91	6.90	6.90
非流动资产合计	26.38	26.37	14.94
资产总计	130.13	106.43	111.43
短期借款	1.55	1.05	1.35
应付账款	0.91	0.94	0.92
其他应付款	48.47	27.92	29.50
一年内到期的非流动负债	4.10	3.96	4.29
流动负债合计	57.48	38.99	41.13
长期借款	13.43	8.52	9.11
应付债券	4.33	6.40	8.38
非流动负债合计	19.20	15.83	19.10
负债合计	76.68	54.82	60.22
所有者权益	53.46	51.61	51.21
营业收入	7.05	6.90	8.88
营业利润	1.02	1.16	0.87
其他收益	1.57	1.50	1.22
利润总额	0.90	1.15	0.83
经营活动产生的现金流量净额	-3.69	3.57	2.87
投资活动产生的现金流量净额	-0.07	-0.68	-0.12
筹资活动产生的现金流量净额	2.93	-5.18	0.35
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	13.42%	16.42%	13.35%
资产负债率	58.92%	51.51%	54.04%
短期债务/总债务	24.24%	31.06%	28.61%
现金短期债务比	0.77	0.99	1.28
EBITDA（亿元）	2.23	2.66	2.07
EBITDA 利息保障倍数	1.47	1.75	1.34

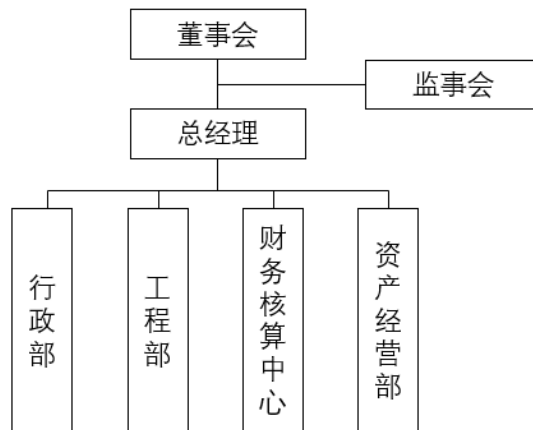
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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 2024 年 3 月末）



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

公司名称	持股比例	主营业务
万年县久赢投资管理中心（有限合伙）	99.998%	商务服务业
万年县稻盛投资开发有限公司	100.00%	商务服务业
万年县路兴建设工程管理有限公司	100.00%	土木工程建筑业
万年县万年港综合码头有限公司	100.00%	土木工程建筑业
万年县旭腾投资管理中心（有限合伙）	100.00%	商务服务业
万年县神农源文化旅游发展有限公司	100.00%	公共设施管理业
万年县公务用车服务有限公司	100.00%	商务服务业
万年县饶光新能源发电有限公司	95.00%	电力、热力燃气及水生产
万年县万阳新能源发电有限公司	95.00%	电力、热力燃气及水生产
万年县万众汽车租赁有限公司	100.00%	商务服务业

资料来源：公司 2023 年审计报告，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。