



2022年江西省芦溪城市发展投资集团有限公司城市停车场建设专项债券(品种一、二)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：

2022年江西省芦溪城市发展投资集团有限公司城市停车场建设专项债券(品种一、二)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
22 芦溪专项债 01/22 芦溪 01	AAA	AAA
22 芦溪专项债 02/22 芦溪 02	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：芦溪县依靠优势产业对地方经济有一定带动作用，江西省芦溪城市发展投资集团有限公司（以下简称“公司”或“芦溪城投集团”）作为芦溪县重要的基础设施建设主体与投融资控股平台，业务可持续性较好，获得较大力度的外部支持，并且江西省信用融资担保集团股份有限公司（以下简称“江西信担”）和江西省融资担保集团有限责任公司（以下简称“江西融担”）分别为“22 芦溪专项债 01/22 芦溪 01”和“22 芦溪专项债 02/22 芦溪 02”（以下统一简称“本期债券”）提供的保证担保能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，且存在较大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。我们认为公司业务可持续性较好，且将持续获得外部支持。

评级日期

2023年6月26日

联系方式

项目负责人：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：姚睿
yaor@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	2022	2021	2020
总资产	201.59	157.62	158.36
所有者权益	81.13	57.66	54.85
总债务	77.91	66.30	68.72
资产负债率	59.76%	63.41%	65.37%
现金短期债务比	0.73	1.01	0.79
营业收入	14.10	13.75	12.30
其他收益	2.20	3.53	3.23
利润总额	3.58	3.07	2.99
销售毛利率	19.04%	17.19%	22.09%
EBITDA	5.95	5.64	5.44
EBITDA 利息保障倍数	1.30	1.15	1.27
经营活动现金流净额	-14.67	13.51	-5.05

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **芦溪县以瓷土资源发展电瓷电气优势产业，并推动地方经济发展。**芦溪县依托丰富的瓷土资源将电瓷电气产业发展成为优势主导产业，并有“中国电瓷之都”的称号，通过引进央企项目，产业集聚效应初显，对地方经济发展有较大推动作用，2022年芦溪县实现GDP142.00亿元，同比增长5.30%。
- **公司是芦溪县重要的基础设施建设主体与投融资控股平台，工程项目建设业务覆盖范围广、可持续性较好。**公司在芦溪县地方投融资平台中定位较高，承担了芦溪县大量基础设施建设任务，在建项目数量多、投资规模较大，业务覆盖范围广、可持续性较好。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2022年芦溪县政府部门继续向公司注入资金、土地等资产，并提供财政补贴，有效提升了公司的资本实力与利润水平。
- **保证担保能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，江西信担主体信用等级为AAA、江西融担主体信用等级为AAA，其分别为“22芦溪专项债01/22芦溪01”和“22芦溪专项债02/22芦溪02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以存货和应收款项为主，其中存货为待开发土地和尚未完工的基础设施等不动产项目；应收款项规模较大，对公司资产形成一定占用，且大额应收账款已质押；除此之外，公司存在较大规模的受限资产。
- **公司面临较大的资金压力与偿债压力。**截至2022年末，公司在建项目仍需较大规模投入，总债务规模较大并持续增加，短期债务占比偏高，现金短期债务比表现一般，且2022年公司经营现金流大额净流出。
- **公司存在较大的或有负债风险。**公司对外担保规模较大，2022年末担保对象担保金额占净资产比重为50.55%，担保对象中包括部分民营企业，对国企、事业单位的担保均无反担保措施，面临较大的或有负债风险。

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
芦溪城投集团	芦溪县重要的基础设施建设主体	201.59	81.13	14.10
芦溪城投	芦溪县基础设施建设主体	131.14	62.69	11.73

注：（1）芦溪城投为芦溪县城市建设投资发展有限公司的简称；（2）以上各指标均为2022年数据。

资料来源：上表中公司审计报告、公开资料，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	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	3/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a-
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA-

个体信用状况

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

外部特殊支持

- 公司是江西省萍乡市芦溪县重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，芦溪县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与芦溪县政府的联系非常紧密以及对芦溪县政府非常重要。同时，中证鹏元认为芦溪县政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、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/22 芦溪专项债 01、22 芦溪 01	2022-6-30	何佳欢、陈良玮	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

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 芦溪专项债 01/22 芦溪 01	2.20	2.20	2022-6-30	2029-8-15
22 芦溪专项债 02/22 芦溪 02	3.00	3.00	2022-6-30	2029-8-15

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2022年8月15日发行7年期2.2亿元“22芦溪专项债01/22芦溪01”与3亿元“22芦溪专项债02/22芦溪02”，募集资金原计划用于芦溪县智能化停车场综合开发项目及补充营运资金。截至2023年3月末，募集资金专项账户一和专项账户二的余额合计为2,636.31万元；2023年5月末募集资金专项账户三的余额为0万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称及注册资本未发生变化，截至2022年末公司实收资本为5.17亿元。2023年4月18日，公司股东变更为江西省芦州控股集团有限公司（原名芦溪县芦州供水有限公司，以下简称“芦州控股”），实际控制人仍为芦溪县财政局；2023年4月19日，公司法定代表人及董事长由颜光虎变更为刘波，中证鹏元认为此次控股股东、法定代表人及董事长的变更对公司的管理、生产经营、财务状况及偿债能力无重大不利影响。

2022年公司合并报表范围内因投资新设增加6家子公司，因股权转让减少1家子公司，2022年末公司合并报表范围内共有11家子公司，具体见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：%）

子公司名称	持股比例	主营业务	变化情况
江西冠博建设有限公司	90.00	城市建设、工程施工	设立
芦溪县弘博贸易有限公司	100.00	销售代理、国内贸易代理	设立
芦溪县弘兴能源产业发展有限公司	100.00	发电业务、输电业务、供（配）电业务	设立
芦溪县弘旭基础设施建设产业发展有限公司	100.00	城市建设、物业管理	设立
芦溪县弘华乡村旅游发展有限公司	100.00	住宿服务	设立
芦溪县宣凤文旅资产管理有限公司	100.00	文旅资产管理服务	设立
芦溪县瓷土开发经销有限公司	100.00	瓷土开采、加工、销售	转让

资料来源：公司2022年审计报告、公开资料，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

芦溪县依托丰富的瓷土资源发展形成了以电瓷电气为首位的产业结构，并通过大力引进央企项目带动产业集群发展；但作为传统农业县，芦溪县经济体量偏小，发展水平一般，地方财政收入增长缓慢，财政收支平衡与偿债压力较大

区位特征：芦溪县地处萍乡和宜春两市中心区之间，有较丰富的瓷土矿产资源。芦溪县为萍乡市 5 个县级行政区之一，为萍乡市的东大门。全县面积 960 平方公里，下辖 5 镇 4 乡，2021 年末常住人口 26.04 万人。县城距萍乡市区 22 公里，距省会南昌 250 千米，距宜春明月山机场 40 公里，320 国道、沪昆铁路、沪昆高速公路横穿全境，有火车站、高速公路出口各 1 个。全县森林覆盖率达 70.81%，境内武功山为国家 5A 级旅游景区，已探明和开采的矿产资源 30 余种，瓷土含量超 10 亿吨，有“中国电瓷之都”的称号。芦溪还素有“萍乡粮仓”之称，是传统农业县，获批国家现代农业示范区和国家农业科技园区，被列为全国第二批产业融合示范县。

图1 芦溪县区划图


资料来源：芦溪县融媒体中心，中证鹏元整理

经济发展水平：芦溪县经济体量偏小，经济发展水平一般。芦溪县是传统的农业县，经济基础较为薄弱，近年产业结构持续优化，全县三次产业结构比例由 2015 年的 24.2:46.8:29.0 调整至 2021 年的 17.5:41.6:40.9，服务业占比提高 11.9 个百分点，逐步形成二三产业协同发展的新格局，产业结构的优化升级有助于经济快速提升。2022 年芦溪县实现 GDP142.00 亿元，同比增长 5.30%，经济总量在萍乡市各区县中排名靠后，虽然人均 GDP 持续提升且全市排名第一，但较全国平均水平仍有较大差距。2022 年芦溪县主要经济指标增幅较 2021 年有所回落，但在区域内相对表现较好，18 项主要经济指标中有 16 项增幅高于全市平均水平。

表2 2022 年萍乡市各区县经济财政情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
安源区	279.06	4.9%	50,435	27.69	15.24
上栗县	210.55	5.5%	44,797	16.68	18.08
湘东区	160.19	5.3%	52,624	13.37	34.83
芦溪县	142.00	5.3%	54,531	12.34	14.59
莲花县	-	5.6%	-	6.41	10.12

注：（1）人均GDP=2022年GDP/七普常住人口，其中芦溪县采用2021年常住人口；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：各地区政府网站，中证鹏元整理

表3 芦溪县主要经济指标及同比变化（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）	142.00	5.3%	132.20	8.6%	115.39	4.0%
固定资产投资	-	8.1%	-	11.5%	-	8.3%
社会消费品零售总额	-	5.9%	42.05	19.8%	35.11	3.1%

人均 GDP (万元)	5.45	5.08	4.43
人均 GDP/全国人均 GDP	63.63%	62.74%	61.21%

注：(1) 2022年人均GDP=2022年GDP/2021年常住人口；(2) 标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。
 资料来源：芦溪县政府网站，中证鹏元整理

产业情况：芦溪县以电瓷电气产业为主导，通过引进央企项目，扩大产业集群规模，并带动相关产业快速增长。芦溪县依托瓷土储量和电气技术储备，主攻电瓷电气首位产业，先后获评全国电瓷知名品牌创建示范区、中国电瓷之都等称号；目前已有 18 家企业获得国网招标资质，占全国一半以上，4 家企业进入中国铁路总公司采购名录，中低压电瓷产品占全国市场四分之三、国际市场五分之一。芦溪县以完善电瓷电气产业链为主要目标，通过招商引资对工业园区提档升级，逐步落户中国建材、中铁轨道交通等央企和上市公司项目，2022 年规上企业营业收入同比增长 17.4%。近年来芦溪县持续巩固电瓷电气、电子信息产业的同时还大力推动新能源新材料产业的发展，2022 年投资 108 亿元的中材锂膜成功落户并投产，新能源新材料产业实现从 0 到 1 的突破，形成了“2+1”的产业体系。2022 年芦溪县累计争取中央预算内、专项债券等各类项目 76 个，获批项目资金 38.3 亿元，排名全市第一。在制造业的带动下，现代物流、电子商务与金融服务等配套迅速发展，并依托丰富的山地林业资源芦溪县先后成功创建仙凤三宝国家 4A 级景区和紫溪田园国家 5A 级乡村旅游点。农业方面，芦溪县以获评全国首批 30 个天然富硒土地认证为契机，大力发展稻米、蔬菜等硒锌产业，富硒产品认证数量位列全市第一。

财政及债务水平：财政收入增长缓慢，税收占比略有下降，财政自给率偏低。芦溪县近年来一般公共预算收入增长缓慢，其中税收收入占比持续降低。2020-2022 年芦溪县财政自给率偏低，财政收支平衡能力有待提升，但 2022 年政府性基金收入增幅加大，能为财政收入做一定的补充支持。近年芦溪县政府债务余额规模大且增速快，近两年平均增速近 40%，远高于一般公共预算收入增速，2022 年末广义政府债务率¹达到了 239.54%，在同市属于较高水平。

表4 芦溪县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	12.34	12.37	11.92
税收收入占比	65.20%	67.50%	69.43%
财政自给率	32.87%	36.12%	32.01%
政府性基金收入	14.59	8.94	11.91
地方政府债务余额	48.08	34.34	25.30

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。
 资料来源：芦溪县政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：芦溪县现有 2 家公开发债平台，分别为芦溪城投和公司，其中芦溪城投是芦溪城投集团业务的主要实施主体，二者实控人均为其芦溪县财政局，主要负责芦溪县基础设施建设业务。

¹ 广义政府债务率=(政府直接债务余额+地区平台有息债务余额)/(一般公共预算收入+上级补助收入+政府性基金收入)

表5 2022年末芦溪县重要投融资主体情况（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	职能定位
芦溪城投	芦溪城投集团	62.69	52.19%	11.73	芦溪县基础设施建设主体
芦溪城投集团	江西省芦州控股集团有限公司	81.13	59.76%	14.10	芦溪县重要的基础设施建设主体

资料来源：上表中公司审计报告、公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是芦溪县重要的基础设施建设主体与投融资控股平台，业务覆盖范围较广，在建的基础设施项目数量多、规模较大，业务持续性较好；政府持续为公司提供较大力度的支持

公司是芦溪县重要的基础设施建设主体，主营业务为芦溪县基础设施建设，覆盖范围包括城市与农村基础设施建设、工业园区开发等。2022年工程项目建设收入仍是公司的主要收入来源，受工程结算进度影响，收入规模较上期小幅增长；其他业务收入包括土地转让收入、租赁收入、委贷利息收入等，因2022年出让土地规模较小，且成本较高，导致其他业务收入毛利率大幅下降。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程项目建设收入	138,476.47	98.22%	19.22%	130,286.61	94.75%	15.37%
其他业务收入	2,515.77	1.78%	9.36%	7,214.78	5.25%	49.96%
合计	140,992.24	100.00%	19.04%	137,501.39	100.00%	17.19%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司作为芦溪县重要的基础设施项目建设主体，业务持续性较好，但面临较大的资金压力

芦溪县政府部门与公司及其子公司就具体项目分别签订相关合同协议，约定由公司自筹资金进行项目建设，应支付的工程建设资金=工程实际造价+投资回报，投资回报率为不超过工程实际造价的30%，待工程项目完工并经芦溪县政府部门验收后支付工程价款。在实际建设过程中，以完工进度确定项目完工成本，公司于每年年末按照产值确认函结转当年项目建设投入成本并结算相应收入。实际结算中受政府资金安排影响，加成比例有所变动。2021年由于子公司江西省萍乡市嘉卉乡村振兴文化旅游发展有限公司初步开展代建业务，加成比例较低；2022年公司确认项目收入13.85亿元，较上期小幅增加，因各个项目加成比例不同，整体毛利率较上期有所回升。

表7 2022年公司代建项目收入明细（单位：万元）

项目名称	成本	收入
工业园 47 万平方米标准化厂房 A 片区	29,359.50	37,055.68
芦溪县县乡道提升改造	22,721.29	28,677.36
工业园 47 万平方米标准化厂房 B 片区	16,800.00	21,203.88

320 国道改造	8,938.64	11,281.78
上埠镇袁水源建设项目	7,807.24	9,853.80
全县交通畅通平安工程项目	7,135.37	9,005.81
芦溪县绿色双碳产业园建设项目（一期）	7,517.83	7,734.53
人居环境整治（一期）建设项目	4,618.02	6,323.32
芦溪县职业教育产业园建设项目	5,269.18	5,420.98
江西天铭新能源汽车零部件有限公司一5#厂房基础工程	846.08	920.90
芦溪工业园高端装备产业园储备土地 C-02-01 地块土石方平整工程	630.18	710.39
萍乡市芦溪县教育基础设施建设项目（芦溪电瓷职业技术培训基地项目）	124.82	148.81
芦溪县蔗棚市场小区改造工程	74.36	94.50
瓷土排水矿工程	22.40	44.73
合计	111,864.91	138,476.47

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建工程项目计划总投资60.62亿元，后续至少尚需投资8.11亿元，业务可持续性较好，但存在较大的资金压力。其中，芦溪县城市地下综合管廊项目为子公司芦溪城投的“17芦溪城投债”募投项目，收入来源包括管线入廊费及日常维护费；城市停车场建设项目为本期债券募投项目，收入来源包括停车收入、广告牌及配套用房收入等；募投项目未来收入受当地经济发展、汽车保有量等情况影响存在不确定性。

表8 截至 2022 年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	项目已投资	尚需投资
芦溪县城市地下综合管廊	106,377.29	81,446.17	24,931.12
芦溪县乡村振兴综合体开发项目	72,000.00	69,703.66	2,296.34
芦溪县绿色返乡创业产业园标准厂房（一期）建设项目	51,210.00	27,984.85	23,225.15
城市停车场建设项目	46,656.50	40,018.93	6,637.57
芦溪县工业园高端装备产业园	42,000.00	40,837.52	1,162.48
芦溪县农村基础设施提升	37,503.16	36,390.47	1,112.69
城市棚户区改造项目	35,274.25	30,205.69	5,068.56
芦溪县教育扶贫建设	35,000.00	33,841.63	1,158.37
高端产业园建设项目	35,000.00	30,518.47	4,481.53
工业园 47 万平方米标准化厂房 C 片区	33,400.00	33,371.26	28.74
芦溪县矿山地质环境恢复治理建设项目	22,648.96	16,986.72	5,662.24
芦溪县工业园区管理委员会园区建设及拆迁项目	21,178.06	21,069.16	108.90
老旧小区改造	17,000.00	15,292.89	1,707.11
芦溪县河道综合治理项目	15,036.13	14,949.33	86.81
东阳村乡村振兴休闲文旅示范区建设项目	13,500.00	12,053.35	1,446.65
芦溪县富锌富硒产业融合示范园基础设施建设项目	12,000.00	10,005.73	1,994.27
新华河流整治工程	10,400.00	10,376.51	23.49
合计	606,184.36	525,052.32	81,132.04

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司持续获得较大力度的外部支持

公司是芦溪县基础设施投融资建设重要主体，获得较大的政府支持。2022年公司继续获得政府划入的大量资产，同时获得2.20亿元的政府补助，占公司当期利润总额的61.48%，政府支持有效提升了公司的资本实力与利润水平。

表9 2022年公司收到外部支持情况（单位：亿元）

支持形式	账面价值
财政拨款作为资本性投入计入资本公积	14.86
财政拨款作为资本性投入计入实收资本	1.83
无偿划拨工程	1.42
豁免债务	0.26
政府补助	2.20
合计	20.57

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

六、财务分析

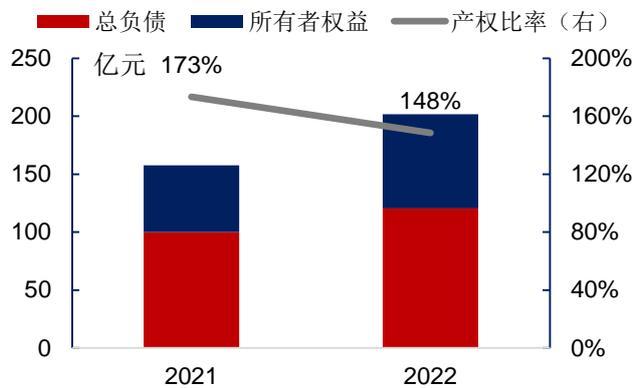
财务分析基础说明

以下分析基于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2021年审计报告及经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围内因投资新设增加6家子公司，因股权转让减少1家子公司，合并报表范围变动对公司财务报表可比性影响较小，具体见表1。

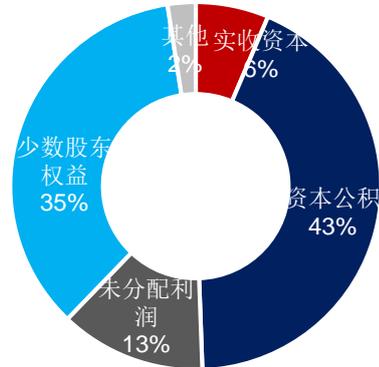
资本实力与资产质量

资产规模快速增长，政府支持对公司资本实力提升明显，但资产流动性仍然较弱，质量一般且负债水平较高

受新增融资及政府注入大量资金影响，2022年公司资产增长较快，其中总负债和所有者权益同比增长20.52%、40.69%，产权比率虽较上期末下降25个百分点，但仍处于较高水平，所有者权益对负债保障程度较弱。2022年末公司所有者权益中存在大规模少数股东权益，主要系公司仅持有子公司芦溪县城市建设投资发展有限公司55.23%的股权。

图 2 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司作为芦溪县重要的基础设施建设主体及融资平台，资产以项目建设投入、拟开发土地及与当地政府部门和关联方的应收款项为主。2022年末公司存货中开发成本和拟开发土地的账面价值分别为70.13亿元和56.39亿元，较上年末均有明显增加，是公司资产的主要增长来源；其中拟开发土地规模占比较高，主要位于芦溪县各乡镇，有价值9.80亿元的土地因贷款抵押而受限。2022年末公司应收账款和其他应收款的应收对象基本为当地政府部门和国企，合计达37.98亿元，占总资产的18.84%，资金规模较大，回收风险较低但回款时间不确定，其中应收账款已基本全部用于借款抵押。2022年末公司货币资金规模较大，但有9.49亿元因各类信用保证金而受限，实际可动用的资金量较少。此外，2022年末公司有一定规模的投资性房地产，但基本均为政府划拨，且尚未对外出租产生收益，有9.17亿元的房产因贷款抵押而受限。

整体来看，2022年末公司资产仍以不动产为主，流动性较弱，且有25.79%的资产受限，受限比例较高，资产收益偏低，整体质量一般。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.07	8.47%	19.16	12.16%
应收账款	23.52	11.67%	11.66	7.40%
其他应收款	14.46	7.17%	10.48	6.65%
存货	126.62	62.81%	99.35	63.03%
流动资产合计	183.00	90.78%	141.50	89.78%
投资性房地产	13.06	6.48%	9.63	6.11%
非流动资产合计	18.59	9.22%	16.11	10.22%
资产总计	201.59	100.00%	157.62	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模持续增长，政府补助对利润水平贡献较大

2022年受政府结算进度影响，公司收入规模较上期小幅增长，且因部分项目加成比例较高，整体毛利率有所回升。2022年末公司开发成本账面价值为70.13亿元，未来随着项目完工结算，能持续为公司贡献相关收入。2022年政府补助仍是公司利润总额的重要来源，占比达61.48%，较上期有所下降，但当年公司投资性房地产产生1.26亿元的公允价值变动净收益，对公司利润增长形成支撑。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	14.10	13.75
营业利润	3.64	3.09
其他收益	2.20	3.53
利润总额	3.58	3.07
销售毛利率	19.04%	17.19%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司负债结构稳定，债务规模小幅增长，以其他应付款及长期借款为主，应付票据增长拉升了短期债务占比，短期债务压力较大

2022年公司负债结构相对稳定，仍以其他应付款和长期借款为主，其中长期应付款主要是无息的往来款与暂借款，较上年末增加较多，2022年末长期借款余额共计45.97亿元，其中有6.84亿元将在一年内到期。此外，2022年末公司的长期应付款均为非银行金融机构的借款，规模较大，其中有5.18亿元是来自中国农发重点建设基金有限公司和国开发展基金有限公司对芦溪城投的投资款，因已进入还款期，较上期末有所减少。2022年公司应付票据继续增加，主要为应付工程款增加较多，公司对下游施工单位资金有一定占用。整体来看，因公司经营负债中的应付票据规模较大，导致短期债务占比持续较高，短期债务压力较大。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.35	1.12%	2.51	2.51%
应付票据	9.86	8.18%	7.25	7.25%
其他应付款	39.52	32.81%	31.19	31.20%
一年内到期的非流动负债	12.33	10.24%	9.30	9.30%
流动负债合计	65.67	54.51%	52.28	52.31%
长期借款	39.12	32.48%	34.54	34.56%
应付债券	7.07	5.87%	3.90	3.90%
长期应付款	8.18	6.79%	8.81	8.81%

非流动负债合计	54.80	45.49%	47.67	47.69%
负债合计	120.46	100.00%	99.95	100.00%
总债务	77.91	64.68%	66.30	66.33%
其中：短期债务	23.54	19.54%	19.05	19.06%
长期债务	54.38	45.14%	47.25	47.27%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

受2022年政府注入大量资金影响，公司资产负债率有所下降，但仍处于较高水平，债务风险较大。公司现金短债比仍处于较低水平，同时考虑到货币资金中有大量已用于各项保证金的受限资金，公司实际可用于偿债的资金有限，短期偿债压力较大。2022年EBITDA较上期有所上升，但当年公司经营现金净流出14.67亿元，现金留存能力大幅下降，对外部融资依赖较大，长期来看，公司偿债压力仍较大。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	59.76%	63.41%
现金短期债务比	0.73	1.01
EBITDA 利息保障倍数	1.30	1.15

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平无重大负面影响

根据公开查询与公司提供的《江西省芦溪城市发展投资集团有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年未发现公司在环境、社会责任等方面的重大负面信息。

公司治理方面，公司控股股东为芦州控股，实际控制人为芦溪县财政局，作为芦溪县政府的代表，芦溪县财政局能够完全行使实际控制人的权利，对公司经营战略施加重大影响。公司根据相关法律法规制定了公司章程，形成了包括董事会、监事会及经理层在内的较为完善的国有企业治理结构。公司董事会由五人组成，设董事长一名，由董事会选举产生；公司不设监事会，设监事一名，每届任期三年，任期届满可连任；公司设经理一人，经理对董事会负责。此外，为了细化人员分工，公司内设六个部门，具体情况见附录三。

根据公司 2023 年 4 月 21 日公告，芦溪县人民政府将芦溪县财政局拥有的公司 91.67%的股权以及芦溪县发展和改革委员会拥有的公司 8.33%的股权无偿划转至芦州控股。股权划转完成后，公司控股股东由芦溪县财政局变更为芦州控股，芦州控股持有公司 100%的股权，公司实际控制人仍为芦溪县财政局，芦溪县财政局通过芦州控股对公司形成控制。截至本报告出具日，公司与芦州控股的法定代表人、董事

长、董事会成员及监事构成一致。中证鹏元认为，此次股权变更对公司的管理、生产经营、财务状况及偿债能力无重大不利影响。

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，公司本部（2023年4月7日）、子公司芦溪城投（2023年5月29日）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。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额合计41.01亿元，占期末净资产的比重为50.55%，担保对象包括国有企业、事业单位和民营企业，对国企、事业单位的担保均未采取反担保措施，公司对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险。

表14 截至 2022 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	金额	担保开始日	担保结束日	是否有反担保
	4,000.00	2022.03.22	2024.03.21	否
萍乡市中弘建设发展有限公司	4,000.00	2022.08.08	2030.12.14	否
	3,000.00	2022.12.27	2023.12.26	否
	3,000.00	2022.06.14	2030.12.14	否
萍乡市芦溪中学	1,429.19	2019.04.29	2024.04.29	否
萍乡市锦弘建设发展有限公司	57,600.00	2022.01.27	2029.12.21	否
	2,000.00	2020.08.26	2023.08.25	否
萍乡市建弘城市污水处理有限公司	1,994.69	2022.06.16	2023.06.15	否
	10,000.00	2022.10.28	2042.03.28	否
	8,000.00	2022.06.24	2042.03.28	否
萍乡市弘天建设发展有限公司	5,000.00	2022.04.27	2042.03.28	否
	100.00	2022.03.29	2042.03.28	否
	4,000.00	2022.03.22	2024.03.21	否
萍乡市赣湘产业园区发展有限公司	20,000.00	2022.11.30	2037.11.25	否
芦溪园区污水处理有限公司	1,000.00	2022.11.28	2023.11.27	否
	2,000.00	2017.02.21	2024.01.21	否
芦溪县中医院	2,000.00	2017.03.23	2024.01.21	否
	630.00	2017.01.22	2024.01.21	否
芦溪县人民医院	14,495.00	2016.07.14	2023.07.14	否
芦溪县芦州供水有限公司	3,800.00	2020.05.12	2023.05.11	否
芦溪县恒鑫工业发展投资有限责任公司	1,000.00	2022.07.28	2023.07.27	否
芦溪县恒腾资产投资有限公司	1,000.00	2022.07.28	2023.07.27	否
	50,000.00	2021.07.22	2036.01.14	否
芦溪县国有资产经营管理有限公司	28,000.00	2021.03.29	2027.03.25	否

	26,000.00	2020.06.18	2025.06.17	否
	18,000.00	2020.01.15	2024.10.13	否
	13,500.00	2021.04.30	2026.04.22	否
	13,200.00	2022.04.11	2025.04.10	否
	12,000.00	2020.01.15	2024.10.13	否
	9,700.00	2020.10.20	2036.09.15	否
	9,628.16	2020.09.23	2036.09.15	否
	9,550.00	2021.06.18	2036.09.15	否
	9,300.00	2021.06.16	2028.06.10	否
	8,000.00	2022.03.25	2031.12.20	否
	7,000.00	2019.11.28	2024.10.13	否
	6,400.00	2020.01.15	2024.10.13	否
	5,000.00	2021.06.30	2031.06.29	否
	5,000.00	2021.01.20	2036.09.15	否
	4,800.00	2021.03.25	2036.09.15	否
	3,000.00	2019.12.27	2024.10.13	否
	2,800.00	2019.10.11	2024.08.04	否
	2,000.00	2019.12.27	2024.10.13	否
	2,000.00	2022.04.28	2031.12.20	否
	1,200.00	2019.09.05	2024.08.04	否
	600.00	2019.12.27	2024.10.13	否
芦溪县国恒供应链管理有限公司	1,000.00	2022.07.28	2023.07.27	否
	1,000.00	2022.12.09	2023.12.08	否
芦溪县瓷土开发经销有限公司	1,000.00	2022.03.25	2023.03.24	否
	500.00	2022.01.26	2023.01.25	否
江西紫溪休闲观光旅游有限公司	5,000.00	2022.03.20	2023.03.19	否
江西天铭新能源汽车零部件有限公司	3,000.00	2022.10.25	2027.10.12	是
	1,000.00	2022.12.08	2027.10.12	是
江西省葛溪正太禽业开发有限责任公司	240.00	2022.01.06	2023.01.05	是
	116.00	2022.12.03	2023.11.29	是
江西福义实业有限公司	480.00	2022.11.18	2023.11.17	是
合计	410,063.04	-	-	-

注：芦溪县芦州供水有限公司 2023 年已更名为江西省芦州控股集团有限公司，并成为公司股东。

资料来源：公司 2022 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是芦溪县政府下属重要企业，芦溪县政府间接持有公司 100% 股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，芦溪县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与芦溪县政府的联系非常紧密。芦溪县政府间接持有公司全部股权，对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，对公司的支持次数多且支持力度大，公司的业务基本来源于芦溪县政府，预计未来公司与芦溪县政府的关系保持稳定。

(2) 公司对芦溪县政府非常重要。公司是芦溪县重要的基础设施建设主体，在基础设施建设方面对芦溪县政府的贡献很大，虽然芦溪县政府在付出一定的努力下能够取代公司，但若公司违约，会对当地金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

江西信担提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“22芦溪专项债01/22芦溪01”的信用水平

江西信担为“22芦溪专项债01/22芦溪01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保范围包括“22芦溪专项债01/22芦溪01”本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。保证期间为“22芦溪专项债01/22芦溪01”存续期及到期之日2年起。

经债券有关主管部门或债券持有人会议批准，“22芦溪专项债01/22芦溪01”利率、期限、还本付息方式等发生变更时，不需另行经过担保人同意，担保人继续承担担保函项下的保证责任；但实质性增加担保人保证责任的须经担保人书面同意。

江西信担成立于 2008 年 11 月，初始注册资本 20.00 亿元，是由江西省行政事业资产集团有限公司（以下简称“江西行政事业资产集团”）发起组建的省级国有担保机构。2018 年 8 月，江西省行政事业单位资产管理中心将所持江西信担 0.01% 股权及其全资子公司江西行政事业资产集团所持公司 50.00% 股权无偿划转给江西省金融控股集团有限公司（以下简称“江西金控集团”）。2020 年 7 月，江西行政事业资产集团将所持江西信担 49.99% 股权无偿划转至江西金控集团。2021 年 3 月，江西信担名称变更为现名。2021 年，江西金控集团陆续注入江西信担资本金合计 4.85 亿元以及江西省普惠融资担保有限公司（以下简称“普惠担保公司”）100% 股权（增加资本金额 6.3 亿元）；同时以未分配利润转增股本 3.20 亿元。截至 2021 年末，江西信担注册资本和实收资本均增至 34.35 亿元。2022 年 5 月，江西信担陆续收到江西金控集团、景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司等十三家股东分别以货币资金出资的各股东缴纳的合计 15.65 亿元增资款。增资完成后，江西信担注册资本和实收资本均为 50.00 亿元。截至 2022 年末，江西信担注册资本和实收资本仍均为 50.00 亿元；控股股东为江西金控集团（持股比例为 72.70%），实际控制人为江西省人民政府。

表15 2022年5月江西信担增资情况（单位：万元）

股东名称	增资前		增资额	增资后	
	出资额	持股比例		出资额	持股比例
江西省金融控股集团有限公司	343,499.70	100.00%	20,000.00	363,499.70	72.70%
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司	-	-	30,000.00	30,000.00	6.00%
景德镇市城市建设投资集团有限责任公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
抚州市临川区城市发展投资集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
抚州市临川区工业与科技创新投资发展有限责任公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
抚州市东乡区城市投资发展有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
万载投资发展集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
江西省芦溪城市发展投资集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
江西赣江中医药科创城建设投资集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
龙南建设投资控股集团有限责任公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
瑞昌市国有投资控股集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
上饶市广信投资集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
于都县城市资本投资管理有限公司	-	-	6,500.30	6,500.30	1.30%
合计	343,499.70	100.00%	156,500.30	500,000.00	100.00%

资料来源：江西信担提供，中证鹏元整理

江西信担是江西省省级国有融资担保机构，主要在江西省内从事间接融资担保、直接融资担保、非融资担保以及自有资金投资等业务。担保业务收入和利息净收入为江西信担两类主要收入来源，2022年以来随着担保业务规模的上升，江西信担担保业务收入同比增长82.36%至3.46亿元，是带动当年营业收入同比增长59.87%的主要原因，此外受益于增资的完成，2022年利息净收入和投资收益规模同比均有不同程度的增长，对收入规模的提升形成了一定帮助。

表16 江西信担营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2022年	2021年	2020年
担保业务收入	34,628.08	18,988.62	11,448.07
减：提取未到期责任准备金	(3,524.94)	(2,488.69)	(1,264.61)
利息净收入	17,706.84	13,905.09	11,459.10
投资收益	2,726.67	1,170.87	469.13
其他收入	2,891.86	2,469.17	1,863.42
合计	54,428.52	34,045.08	23,975.12

注：其他收入主要为资产处置收益、政府补贴收入等。

资料来源：江西信担2020-2022年审计报告及江西信担提供，中证鹏元整理

江西信担下设96家分公司、5家直属分支机构、1家专门从事普惠担保的全资子公司，分支机构网络覆盖江西省全省，有利于业务拓展。近年江西信担坚持聚焦融资担保主业，债券担保业务规模大幅增加，2022年由于江西信担开展了大量电子保函业务，带动当年担保业务发生规模同比大幅增长。2022年，江西信担当期担保发生额为1,996.38亿元，同比增长448.20%；当期解除担保额为1,943.05亿元，同比增长

572.50%。截至2022年末，江西信担的担保余额为241.41亿元，同比增长28.35%。

表17 江西信担担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	1,996.38	364.17	111.43
当期解除担保额	1,943.05	288.93	79.81
期末担保余额	241.41	188.09	112.60
其中：融资担保余额	188.09	151.16	100.02
间接融资担保余额	70.82	91.27	87.83
直接融资担保余额	117.27	59.89	12.19
再担保余额	0.25	0.25	0.00
非融资担保余额	53.07	36.68	12.58

资料来源：江西信担提供，中证鹏元整理

江西信担于2017年开始在江西省内开展直接融资担保业务，担保方式包括分保和直接担保。目前直接融资分保业务的合作担保机构主要为中合中小企业融资担保股份有限公司和重庆兴农融资担保集团有限公司，分保债券品种均为企业债券，发行人主体信用级别主要集中于AA级。直接融资直保业务方面，江西信担重点拓展的债券品种为城投债。江西信担项目来源主要为银行投行部、券商等中介服务机构推荐，近年来江西信担大力发展直接融资担保业务，业务规模快速上升。截至2022年末，江西信担直接融资担保余额为117.27亿元，同比增长95.81%，其中81.24%为江西省内项目；其中直保项目和分保项目担保余额分别为105.64亿元和11.63亿元。随着直接融资担保业务的拓展和落地，未来江西信担直接融资担保业务规模有望进一步扩大。

江西信担间接融资担保业务主要为流贷担保和项目贷担保，主要客户为中小微民营企业和城投类企业，业务拓展渠道主要为江西信担自主拓展以及银行推荐。2022年以来，出于风险角度考虑，江西信担主动压降了部分大额间接融资担保项目规模，导致当年末间接融资担保余额同比有所下降。截至2022年末，江西信担间接融资担保余额为70.82亿元，较2021年末下降了22.41%，其中流贷担保和项目贷担保余额分别为40.37亿元和25.88亿元。

普惠担保业务方面，2021年江西金控集团将普惠担保公司划入江西信担作为股权出资，江西信担围绕普惠金融担保方向加大投入力度。2021年普惠担保公司陆续推出民生加成贷等18个普惠金融产品。截至2022年末，普惠担保公司在保余额为22.64亿元。普惠担保公司已纳入江西省政府性融资担保体系，并与江西融担签订了再担保合同，江西融担按照原担保业务融资本金的40%，分担普惠担保公司再担保或原担保业务责任。

江西信担非融资担保业务包括投标保函业务、商品房预售资金监管保函业务、诉讼保全担保业务、履约保函业务、工程款支付保函以及农民工工资保函，项目来源包括业务人员自主拓展和银行推荐。近年江西信担非融资担保业务规模大幅提升，截至2022年末，江西信担非融资担保余额为53.07亿元，同

比增长44.68%；其中履约保函余额36.21亿元，商品房预售资金监管保函余额为9.57亿元。

从客户集中度来看，截至2022年末江西信担第一大客户担保余额为8.00亿元，与同期末权益总额的比例为15.09%；前十大客户担保余额合计为51.30亿元，与同期末权益总额的比例为96.75%。行业分布上，截至2022年末，江西信担担保业务第一大行业为租赁和商务服务业，该行业担保余额为116.94亿元，与期末权益总额的比例为220.56%。江西信担担保业务客户和行业集中度较高，存在一定的行业和客户集中度风险；同时发债担保在保项目存续期限较长，对代偿风险的有效控制提出了更高要求。

代偿方面，江西信担代偿项目主要为中小企业贷款担保项目。近年江西信担担保业务质量有所提升，当期担保代偿率持续下降。2020-2022年，江西信担当期担保代偿额分别为2,182.13万元、6,058.41万元和3,395.40万元，当期担保代偿率分别为0.27%、0.21%以及0.02%；期末累计担保代偿率分别为1.07%、0.98%和0.27%，担保代偿表现维持在较好水平。近年江西信担提高保前准入风控要求，以实现风险管理关口前移、源头控制，加强保中审查，以提高审批条线的专业性与独立性，注重保后管理，同时加强风险预警，以不断强化全面风险管理，代偿回收情况有所改善。2020-2022年末江西信担累计代偿回收率分别为53.33%、54.49%和54.63%。在宏观经济下行压力的背景下，中小企业经营压力上升，需持续关注江西信担在保项目的风险情况和代偿回收情况。

资产结构方面，随着股东权益的不断增长，近年江西信担资产规模稳步增长。截至2022年末资产总额为67.99亿元，同比增长39.72%。江西信担资产主要由货币资金、存出保证金和委托贷款组成。截至2022年末，江西信担货币资金为22.92亿元，占总资产的比例为33.71%；其中受限货币资金为0.70亿元，全部为保函保证金。近年江西信担应收代偿款规模有所上升，截至2022年末其账面价值为4.38亿元，同比增长8.68%，但在资产总额中的占比仍较低。2018年江西信担开始开展委托贷款业务，业务规模持续增长。截至2022年末，江西信担委托贷款余额为15.31亿元，部分委贷客户已出现债务违约，在宏观经济下行等因素的影响下，需关注委贷资产信用风险。江西信担自2021年开始开展债权投资，截至2022年末共7笔投资，账面价值合计5.54亿元。从三级资产占比情况来看，截至2022年末，江西信担I级资产、II级资产和III级资产分别占资产总额扣除应收代偿款后的64.50%、8.75%和26.60%，符合监管要求。

截至2022年末，江西信担负债总额为14.96亿元，同比增长22.72%，主要由存入保证金和担保赔偿准备金构成。江西信担净资产规模大幅上升，截至2022年末所有者权益合计53.02亿元，同比增长45.38%，主要系当年内完成较大规模增资所致。截至2022年末，江西信担融资担保责任余额放大倍数为3.11倍，放大倍数较低，未来业务发展空间较大。

2022年江西信担实现营业收入5.80亿元，同比增长70.59%，主要系担保业务规模增长导致的担保业务收入上升以及投资回报规模上升所致。2022年江西信担手续费支出为1.27亿元，同比增加了260.19%。2022年融资担保业务规模的大幅增加导致当期提取赔偿准备金增多。综合影响下，近年江西信担营业支出规模逐步上升，2020-2022年分别为1.13亿元、1.90亿元和4.01亿元。2022年，江西信担净资产收益率

为3.19%，受增资影响资本回报水平有所摊薄和下降。

表18 江西信担主要财务数据及指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	67.99	48.66	33.35
货币资金	22.92	14.31	8.60
应收代偿款	4.38	4.03	3.62
所有者权益合计	53.02	36.47	24.02
营业总收入	5.80	3.40	2.40
净利润	1.43	1.13	0.84
净资产收益率	3.19%	3.73%	3.63%
累计担保代偿率	0.27%	0.98%	1.07%
累计代偿回收率	54.63%	54.49%	53.33%
拨备覆盖率	200.98%	175.51%	156.64%

资料来源：江西信担 2020-2022 年审计报告及江西信担提供，中证鹏元整理

江西信担股东实力强，在资金、业务开展等方面为江西信担提供有力支持。目前江西信担控股股东为江西金控集团，其持股比例为72.70%，实际控制人为江西省人民政府。江西金控集团成立于2013年6月，注册资本为30亿元，控股股东为江西省财政资产中心。江西金控集团控股参股的金融和类金融机构较多，其中控股金融类机构包括资产管理、融资租赁、期货和担保公司，参股金融类机构包括银行、信托、财产保险等。截至2022年末，江西金控集团资产总额为604.93亿元，所有者权益为235.83亿元；2022年实现营业收入85.65亿元，净利润7.44亿元。江西信担与江西金控集团各类金融业务具备一定的业务协同效应。2022年5月，江西金控集团等十三家股东合计对江西信担增资15.65亿元。

综上，江西信担是江西省省级国有担保公司，股东实力强，在资金、业务开展等方面为江西信担提供有力支持；受益于增资以及股权注入，2022年以来江西信担资本实力大幅增强；江西信担分支机构覆盖江西省主要市县，与银行建立了良好的合作关系；近年来江西信担业务快速发展，营业收入持续增长，资产整体流动性好。同时中证鹏元也关注到，江西信担担保业务存在一定的行业和客户集中度风险，在保项目的风险情况需持续关注，委托贷款规模较大且增长较快，部分客户出现债务违约，需关注其风险等因素。

经中证鹏元综合评定，江西信担主体信用等级维持为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“22芦溪专项债01/22芦溪01”的安全性。

江西融担提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“22芦溪专项债02/22芦溪02”的信用水平

江西融担为“22芦溪专项债02/22芦溪02”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保范围包括“22芦溪专项债02/22芦溪02”本金及利息，违约金，损害赔偿金和实现债权的费用。保证期间为

债券存续期及债券本息到期（本“到期”系指正常到期或加速清偿情况下的提前到期）之日起两年。

应国家发展和改革委员会批准，“22芦溪专项债02/22芦溪02”利率、期限、还本付息方式等发生变更时，如未增加担保人责任的，无须另行经担保人同意，担保人继续承担担保函项下的保证责任。

江西融担前身为江西省融资担保股份有限公司，是2012年10月经江西省人民政府批准，由江西省财政投资集团有限公司（以下简称“省财投集团”）、江西省农业厅农业项目管理办公室和江西省投资促进中心等单位共同出资组建的股份有限公司，初始注册资本为10亿元。江西融担于2012年11月21日经江西省人民政府金融工作办公室批准获发融资性担保机构经营许可证。

根据赣财债【2018】185号文，江西省财政厅通过省财投集团对江西融担增资20亿元，增资款已于2019年3月全部到账，增资完成后，江西融担实收资本增加至30亿元。2020年4月，江西融担除省财投集团的其他股东均将所持股权转让给省财投集团，江西融担名称更名为现名。2020年12月，省财投集团将其持有江西融担18.585%股权转让给江西省财惠通实业有限公司。2022年5月，省财投集团、江西省财政厅、江西省财惠通实业有限公司分别以货币方式对江西融担增资12.60亿元、6.00亿元和1.40亿元，增资款已于2022年5月全部到账。增资完成后，江西融担注册资本和实收资本均为50.00亿元，控股股东为省财投集团，江西省财政厅直接以及通过全资子公司省财投集团间接合计持有江西融担合计86.05%股权，为江西融担实际控制人。

表19 截至2022年末江西融担股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
江西省财政投资集团有限公司	37.02	74.05%
江西省财惠通实业有限公司	6.98	13.95%
江西省财政厅	6.00	12.00%
合计	50.00	100.00%

资料来源：江西融担提供，中证鹏元整理

江西融担是江西省重要的政府性融资担保机构，作为江西省内对接国家融资担保基金的省级平台，承担江西省政府性融资担保体系建设职责。江西融担主要在江西省内从事间接融资担保业务、直接融资担保业务、再担保业务和非融资担保业务，近年来担保业务规模大幅增长，截至2022年末担保余额为1,127.38亿元，同比增长37.65%，仍以再担保业务为主，但2022年以来间接融资担保业务增速进一步加快。

表20 江西融担担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	1,411.51	792.80	255.36
当期解除担保额	1,103.12	242.85	41.86
期末担保余额	1,127.38	818.99	269.04
其中：融资担保余额	1074.86	810.35	256.66
间接融资担保余额	346.14	188.58	68.30

直接融资担保余额	87.30	57.30	11.50
再担保余额	641.42	564.48	176.86
非融资担保余额	52.51	8.63	12.37

资料来源：江西融担提供，中证鹏元整理

江西融担直接融资担保业务客户主要集中在江西省内，截至 2022 年末直接融资担保业务规模为 87.30 亿元，规模较之前年度快速增长，但整体规模仍偏小。截至 2022 年末，江西融担共为 24 家公司提供债券担保服务，被担保方以城投平台为主，也包括上市公司、民营企业，外部主体评级主要集中在 AA-以及 AA 级。截至 2022 年末，江西融担直接融资担保业务前十大客户担保余额合计 50.00 亿元，相当于期末权益总额的 95.83%，江西融担直接融资担保业务客户集中度较高，同时被担保方类型以平台公司为主，在防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，需持续关注城投平台的流动性风险及信用风险变化情况。

近年来江西融担间接融资担保业务规模快速增长，截至 2022 年末，间接融资担保余额为 346.14 亿元，较 2021 年末增长 83.55%。江西融担间接融资担保业务分为传统贷款担保业务和银行批量化担保业务。江西融担推出“担保强链保链”、“行业特色服务”等多款担保业务产品，以更有效地服务实体经济融资和担保需求。截至 2022 年末，江西融担传统贷款担保业务担保余额为 26.17 亿元，维持在较低水平。近年来，江西融担持续加强与国家融资担保基金协调，积极拓展银担“总对总”批量担保业务，推出“支小支农担保易贷”、“银担经营快贷”等“总对总”产品，成为间接融资担保业务主要增长来源。截至 2022 年末，银行批量化担保业务担保余额为 319.97 亿元。截至 2022 年末，江西融担间接融资担保业务前十大客户担保余额合计 13.75 亿元，相当于期末权益总额的 26.35%，客户集中度较低。江西融担间接融资性担保业务主要为小微企业和“三农”主体解决融资难融资贵等问题，近年来经济下行压力较大，小微企业和“三农”主体抗风险能力较弱，需持续关注被担保方信用风险情况。截至 2022 年末，26 家银行对江西融担的贷款担保授信额度合计为 476.50 亿元，江西融担已使用额度为 345.98 亿元，尚未使用的授信额度为 130.52 亿元，尚未使用的授信额度较大，有助于间接融资担保业务的长期稳定发展。

江西融担从 2019 年起开展再担保业务，再担保业务政策性较强，获得当地政府大力支持，近年来业务规模大幅增加。截至 2022 年末，江西融担再担保余额为 641.42 亿元，同比增长 13.63%；江西融担再担保业务前五大合作担保机构再担保余额合计占比 60.66%，合作担保机构集中度较高。具体分担比例方面，国家融资担保基金参与风险分担时，江西融担按照原担保项目融资金额（含债权人承担风险责任部分）的 40%，分担合作机构的担保责任，江西融担承担的 40%中由国家融资担保基金再分担 20%，江西融担实际承担原担保业务风险责任的 20%。

受宏观经济增速放缓以及自身担保业务规模快速上升影响，2022 年江西融担当期担保代偿额较之前年度显著上升，2022 年江西融担当期担保代偿额为 15.22 亿元，相当于 2021 年的 5.25 倍；2022 年，江西融担当期担保代偿率为 2.28%，较上年基本持平。截至 2022 年末应收代偿款为 19.94 亿元，较 2021 年末增长 288.45%，其中前五大客户应收代偿款合计 7.13 亿元，占期末应收代偿款总额的 35.76%，代偿客

户较为集中，加大了公司追偿难度；账龄在 1 年以内的应收代偿款合计 13.66 亿元。截至 2022 年末，江西融担累计代偿回收额为 1.12 亿元，累计代偿回收率为 5.31%，较 2021 年末进一步下降，代偿追偿效果有待提升。

截至 2022 年末，江西融担存量委托贷款业务共 3 笔，余额合计 0.38 亿元，相当于期末权益总额的 0.73%。现阶段江西融担委托贷款业务规模较小，但融资主体均为中小民营企业，且均已逾期，3 笔委托贷款业务均已进行无还本续贷，未来委托贷款的回收情况需持续关注。

受益于间接融资担保业务和再担保业务规模大幅增加，2022 年江西融担实现担保业务收入 3.92 亿元，同比增长 76.58%，是带动当年公司营业收入同比增长 77.73% 的主要原因。江西融担利息净收入主要来自银行存款产生的利息，受益于增资的完成以及可用资金规模的增长，2022 年江西融担利息净收入同比增长 77.14%。

表 21 江西融担收入构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
（一）担保业务收入	3.92	2.22	1.00
其中：融资性担保费收入	3.29	1.83	0.73
非融资性担保费收入	0.31	0.14	0.15
再担保业务收入	0.32	0.19	0.07
追偿收入	0.00	0.06	0.06
减：提取未到期责任准备金	(0.80)	(0.48)	(0.29)
（二）利息净收入	0.62	0.35	0.38
（三）其他业务收入	0.01	0.02	0.02
营业收入	3.75	2.11	1.12

资料来源：江西融担 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2022 年末，江西融担货币资金为 46.60 亿元，均为银行存款，货币资金中无使用受限资金。江西融担存出保证金系开展融资性担保业务向银行存入的保证金，江西融担与银行签署合作协议，按担保金额的 10% 存入保证金。截至 2022 年末，江西融担存出保证金余额为 7.29 亿元，较 2020 年末有所下降。江西融担应收账款主要系江西融担为客户提供的拆借性质资金，2022 年末为 0.82 亿元，账龄集中在 1 年以内，前五大客户应收账款合计占应收账款总额的比例为 96.78%，集中度较高，需关注相关款项的回收情况。2020 年以来江西融担 I 级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例均在 75% 以上，2022 年江西融担 I 级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例为 94.89%，资产流动性较好。

江西融担其他应付款主要为日常往来、保证金和委贷费用等，账龄主要在 2 年以内，2022 年末为 6.09 亿元。随着业务规模的增长，近年来江西融担计提的准备金规模大幅增加，2022 年末未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为 1.81 亿元和 12.72 亿元。截至 2022 年末，江西融担其他流动负债为 2.48 亿元，系与股东省财投集团之间的往来款。

江西融担 2022 年营业收入为 3.75 亿元，较上年增长 78.13%；营业支出为 9.56 亿元，较上年增长了 208.59%，主要系业务规模快速增长，使得提取赔偿准备金大幅增加所致。2022 年净资产收益率为

0.10%，呈逐年下降的趋势。2022 年营业外收入为 5.87 亿元，主要由政府相关代偿风险补贴构成，较去年增长了 459.05%。

2022 年 5 月，江西融担收到股东增资款 20 亿元，资本实力进一步增强。截至 2022 年末，江西融担所有者权益合计 52.18 亿元，其中实收资本 50.00 亿元，期末融资担保责任余额放大倍数为 6.50 倍。整体来看，现阶段江西融担代偿能力极强。

表22 江西融担主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	76.72	44.61	39.18
货币资金	46.60	21.97	21.09
应收代偿款	19.94	5.13	2.24
所有者权益合计	52.18	30.14	30.30
营业总收入	3.75	2.11	1.12
净利润	0.04	0.04	0.05
净资产收益率	0.10%	0.13%	0.15%
累计担保代偿率	2.23%	2.10%	1.95%
累计代偿回收率	5.31%	12.02%	19.29%
拨备覆盖率	72.94%	103.51%	101.18%

资料来源：江西融担 2020-2022 年审计报告及江西融担提供，中证鹏元整理

江西融担是江西省内重要的政府性融资担保机构，作为江西省内对接国家融资担保基金的省级平台，江西融担承担江西省政府性融资担保体系建设职责，在资本注入、业务拓展和风险补偿等方面获得了较大的外部支持。

整体来看，江西融担股东背景较强，受益于股东增资，资本实力大幅提升；江西融担资产流动性较好，I 级资产占比较高，资产流动性较好；担保业务快速发展，担保业务收入持续增长；尚未使用的银行担保授信额度较大，间接融资担保业务发展空间较大。同时中证鹏元也关注到江西融担间接融资担保业务行业集中度较高、直接融资担保业务客户集中度高，且间接融资担保业务担保对象主要为小微企业和“三农”主体，风险相对较大，2022 年江西融担的担保代偿规模同比显著上升，未来担保业务风险管控效果仍需关注，同时代偿追偿效果有待提升，盈利能力较弱等风险因素。

经中证鹏元综合评定，江西融担主体信用等级维持为 AAA，评级展望为稳定，江西融担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“22 芦溪专项债 02/22 芦溪 02”的信用水平。

十、结论

芦溪县依靠优势产业对地方经济有一定带动作用，依托丰富的瓷土资源发展起来的瓷电产业为当地优势主导产业，通过引进央企项目，产业集聚效应初显。作为传统农业县，芦溪县目前经济体量偏小，发展水平一般，地方财政面临一定增长与偿债的压力，未来随着经济潜力释放，预计经济会持续增

长。公司是芦溪县重要的基础设施建设主体，主要从事芦溪县基础设施建设业务，在建项目尚需投资规模较大，2022年公司经营活动现金大额净流出，对外部融资依赖度较高，总债务规模持续增加，面临较大的资金压力和偿债压力。但公司业务持续性较好，在资产注入和财政补贴方面获得政府较大力度的支持。总体来看，公司抗风险能力尚可。

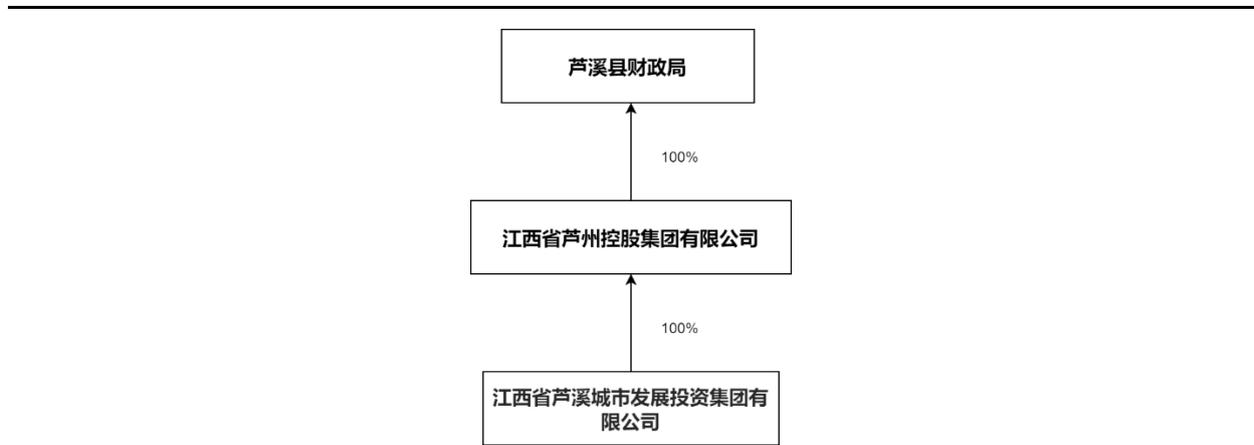
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“22芦溪专项债01/22芦溪01”、“22芦溪专项债02/22芦溪02”的信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	17.07	19.16	16.21
应收账款	23.52	11.66	19.33
其他应收款	14.46	10.48	18.40
存货	126.62	99.35	93.05
流动资产合计	183.00	141.50	147.99
投资性房地产	13.06	9.63	6.84
非流动资产合计	18.59	16.11	10.38
资产总计	201.59	157.62	158.36
短期借款	1.35	2.51	0.53
应付票据	9.86	7.25	4.40
其他应付款	39.52	31.19	30.36
一年内到期的非流动负债	12.33	9.30	15.53
流动负债合计	65.67	52.28	54.90
长期借款	39.12	34.54	32.66
应付债券	7.07	3.90	5.83
长期应付款	8.18	8.81	9.76
非流动负债合计	54.80	47.67	48.61
负债合计	120.46	99.95	103.52
其中：短期债务	23.54	19.05	20.46
总债务	77.91	66.30	68.72
所有者权益	81.13	57.66	54.85
营业收入	14.10	13.75	12.30
营业利润	3.64	3.09	2.99
其他收益	2.20	3.53	3.23
利润总额	3.58	3.07	2.99
经营活动产生的现金流量净额	-14.67	13.51	-5.05
投资活动产生的现金流量净额	-1.14	-4.28	-0.36
筹资活动产生的现金流量净额	17.26	-15.49	10.70
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	19.04%	17.19%	22.09%
资产负债率	59.76%	63.41%	65.37%
短期债务/总债务	30.21%	28.74%	29.77%
现金短期债务比	0.73	1.01	0.79
EBITDA（亿元）	5.95	5.64	5.44
EBITDA 利息保障倍数	1.30	1.15	1.27

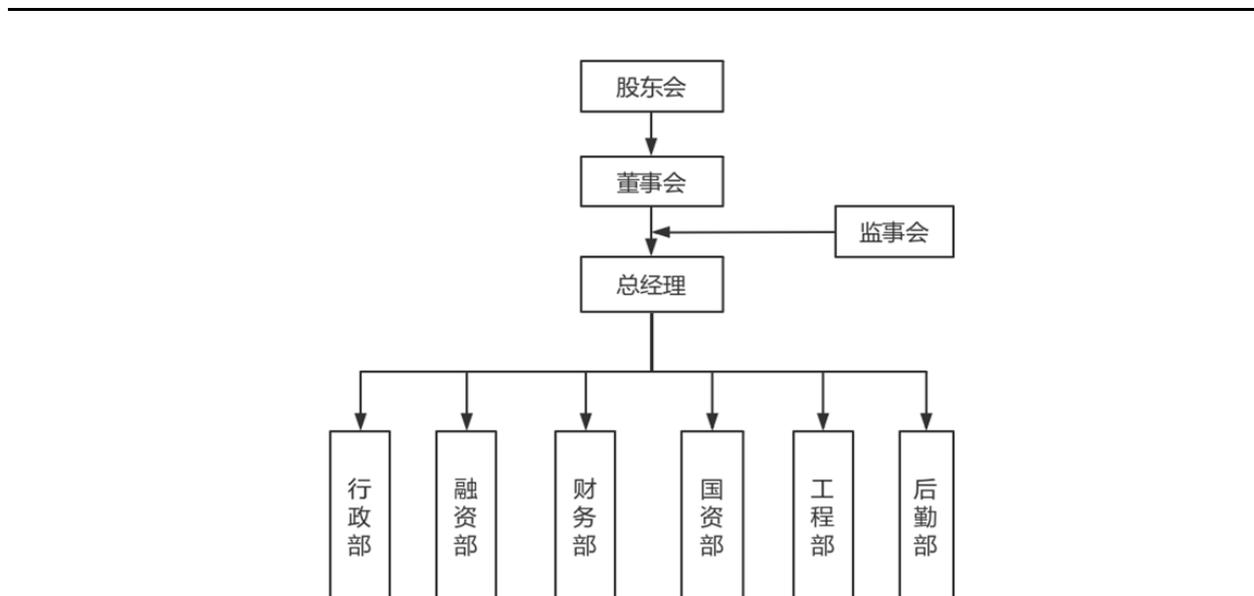
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元，%）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
芦溪县城市建设投资发展有限公司	2.15	55.23	城市建设、房地产开发
萍乡市现代城市建设投资有限公司	8.30	52.57	市政基础设施建设、实业投资
萍乡市城乡建设有限公司	2.00	100.00	城市建设、工程施工
江西冠博建设有限公司	0.11	90.00	城市建设、工程施工
芦溪县浩康工业发展有限公司	10.10	100.00	城市建设、房地产开发
芦溪县弘博贸易有限公司	0.50	100.00	销售代理、国内贸易代理
江西省萍乡市嘉卉乡村振兴文化旅游发展有限公司	5.00	100.00	城市建设、房地产开发
芦溪县弘兴能源产业发展有限公司	2.00	100.00	发电业务、输电业务、供（配）电业务
芦溪县弘旭基础设施建设产业发展有限公司	2.00	100.00	城市建设、物业管理
芦溪县弘华乡村旅游发展有限公司	2.00	100.00	住宿服务
芦溪县宣凤文旅资产管理有限公司	0.50	100.00	文旅资产管理服务

资料来源：公司 2022 年审计报告、公开资料，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。