



2019年第一期普洱市思茅国拓资产经营有限公司公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2019年第一期普洱市思茅国拓资产经营有限公司公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
19 普洱思茅债 01/PR 普洱 01	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：普洱市是云南省建设面向南亚东南亚辐射中心的前沿，近年区域经济保持增长，普洱市思茅国拓资产经营有限公司（以下简称“思茅国拓”或“公司”）主要负责普洱市主城区的基础设施建设，基础设施建设业务在区域内具有较强的专营优势且可持续性较好，继续获得当地政府的支持；同时中证鹏元也关注到，公司土地大多为未缴纳土地出让金的划拨地，部分应收民营企业款项存在一定坏账风险，以及短期债务占比上升，债务集中偿付压力加大等风险因素。

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，在未来较长一段时期内，公司仍将作为普洱市思茅区主要的基础设施项目建设主体，且有望继续获得外部支持。

评级日期

2023 年 06 月 26 日

联系方式

项目负责人：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：邹火雄
zouhx@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 年	2021 年	2020 年
总资产	75.07	79.68	78.55
所有者权益	36.82	36.34	35.62
总债务	8.50	9.77	9.90
资产负债率	50.96%	54.40%	54.65%
现金短期债务比	0.50	2.02	3.02
营业收入	4.30	4.60	4.17
其他收益	0.52	0.50	0.46
利润总额	0.92	0.90	1.07
销售毛利率	24.45%	22.29%	26.69%
EBITDA	1.11	1.05	1.20
EBITDA 利息保障倍数	4.72	3.07	5.34
经营活动现金流净额	0.22	1.71	6.75

注：2020-2021 年短期债务较前次跟踪有变化，导致相关财务指标发生变化。
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司主要负责普洱市思茅区的基础设施建设和投融资，基础设施建设业务具有较强的区域专营优势且可持续性较好。**公司营业收入主要来自基础设施建设业务，业务范围主要集中在思茅区内，建设内容包括保障性住房、棚户区改造、水利工程及市政工程等。截至 2022 年末，公司主要在建的基础设施项目和代建工程项目投资规模较大，未来基础设施项目建设收入和项目建设费收入均较有保障。
- **公司继续获得当地政府的支持。**2022 年公司共获得项目建设资金、林地征收补偿款、稳岗补贴等财政补贴款项 5,445.51 万元，占同期利润总额的比重为 59.35%，对公司利润构成一定支撑。资产注入方面，2022 年公司收到垃圾焚烧发电厂 PPP 项目资本金以及子公司还本资金。

关注

- **公司大部分土地未缴纳土地出让金，同时需关注应收款项坏账风险。**公司资产仍以土地、保障房和基础设施项目成本、应收款项等为主，其中土地大多为未缴纳土地出让金的划拨地，项目投资成本结算时间存在不确定性，应收款项整体账龄较长，且应收民营企业款项存在一定坏账风险，资产质量一般。
- **公司短期债务压力加大。**2022 年公司经营活动产生的现金流量净额大幅减少，随着银行借款等逐渐到期，2022 年末公司短期债务占总债务的比重上升至 24.62%，现金短期债务比大幅下降。此外，对外担保可能增加公司的潜在代偿风险。

同业比较（单位：亿元）

企业简称	职能定位	总资产	所有者权益	营业收入
普洱交建	普洱市重要的交通基础设施建设主体	493.54	261.44	86.81
普洱国投	普洱市重要的国有资本运营和国有股权管理主体	251.98	84.26	20.40
思茅国拓	普洱市思茅区主要的基础设施建设和投融资主体	75.07	36.82	4.30

注：（1）普洱交建为普洱市交通建设集团有限责任公司简称、普洱国投为普洱市国有资本投资运营（集团）有限公司简称；（2）普洱国投指标为 2020 年末/年度数据，普洱交建和思茅国拓指标为 2022 年末/年度数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，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	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	5/7
	行政层级	3/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				-3
个体信用状况					bbb+
外部特殊支持					5
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 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

- 公司是普洱市思茅区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，普洱市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与普洱市政府的联系非常紧密以及对普洱市政府非常重要。同时，中证鹏元认为普洱市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	AA/“19 普洱思茅债 01/PR 普洱 01”	2022-06-20	汪永乐、邹火雄	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
AA/稳定	AA/“19 普洱思茅债 01/PR 普洱 01”	2019-02-18	王哲、王一峰	城投公司主体长期信用评级方法（py_ff_2018V1.0） 、 城投公司主体长期信用评级模型（py_mx_2015V1.0）	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
19 普洱思茅债 01/PR 普洱 01	2.00	1.20	2022-06-20	2026-03-14

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3月公开发行7年期2亿元公司债券（以下简称“本期债券”），募集资金计划用于建设思茅区2013年保障性住房（锰铁合金厂地块、普洱人家北侧地块、三家村地块）项目。截至2023年1月31日，本期债券募集资金专项账户余额为81.15万元。

三、发行主体概况

2022年公司名称、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2022年末，公司注册资本和实收资本仍均为2.00亿元，控股股东和实际控制人仍均为普洱市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“普洱市国资委”），持股比例为100%，股权结构图见附录二。

2022年公司原子公司普洱市思茅民生融资担保有限公司（以下简称“民生担保”）被无偿划转至普洱市思茅区财政局（以下简称“区财政局”），合并报表范围减少民生担保一家子公司，无新增子公司。截至2022年末，纳入公司合并范围的子公司共8家，明细见附录四。

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

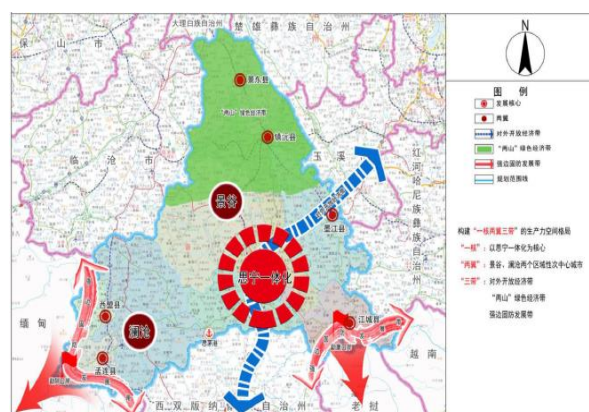
普洱市是云南省建设面向南亚东南亚辐射中心的前沿，近年经济保持增长，区域内全力发展高原特色现代农业、现代林产业、旅游康养三大支柱产业，但整体经济财政实力在全省排名靠后，属于欠发达边疆民族地区

区位特征：普洱市是云南省建设面向南亚东南亚辐射中心的前沿，区域内自然资源丰富。普洱市为云南省地级市，位于云南省西南部，东南与越南、老挝接壤，西南与缅甸毗邻，澜沧江—湄公河纵贯全境，具有“一市连三国、一江通五邻”的区位优势，拥有 2 个国家一类口岸、1 个国家二类口岸、17 条通道，是云南建设面向南亚东南亚辐射中心的前沿。普洱市国土面积 4.5 万平方公里，下辖 9 县 1 区¹，103 个乡（镇），居住着 26 个少数民族。普洱市自然资源丰富，是著名的普洱茶的重要产地之一，也是中国最大的产茶区之一，全市森林覆盖率达 74.59%，林业用地面积 4,656 万亩，是云南省重点林区、重要的商品用材林基地和林产工业基地；矿产资源方面，已探明黄金储量 103.7 吨，铁储量仅惠民铁矿就达 21 亿吨，铜储量 253 万吨，江城钾盐矿是全国唯一的可溶固体钾盐矿，储量达 2,000 多万吨；水资源方面，水能蕴藏量 1,500 万千瓦，是“西电东送”、“云电外送”的重要基地。截至 2022 年末，普洱市常住人口为 237.0 万人，全市城镇化率为 41.99%。

图 1 普洱市区位分析图



图 2 普洱市空间布局图



资料来源：《普洱市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》

经济发展水平：近年普洱市地区生产总值持保持增长，但经济总量在全省排名靠后，属于欠发达

¹9 县：宁洱哈尼族彝族自治县、墨江哈尼族自治县、景东彝族自治县、景谷傣族彝族自治县、镇沅彝族哈尼族拉祜族自治县、江城哈尼族彝族自治县、澜沧拉祜族自治县、孟连傣族拉祜族佤族自治县和西盟佤族自治县；1 区：思茅区。

边疆民族地区。2022年普洱市地区生产总值在云南省16个地级市和自治州中排名第10位，GDP增速低于云南省平均水平，且人均GDP较低，属于欠发达边疆民族地区。固定资产投资对全市经济增长贡献较大，但近年增速逐渐回落，2022年房地产开发投资较上年下降30.6%。近年普洱市加大口岸通道基础设施建设、不断改善贸易服务和营商环境，2022年外贸进出口总额首次突破百亿。

表1 2022年云南省下属部分地级市、自治州经济财政指标情况（单位：亿元）

项目	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
昆明市	7,541.37	3.0%	8.77	505.25	146.10
曲靖市	3,802.20	8.1%	6.64	147.51	54.91
红河哈尼族彝族自治州	2,863.08	2.1%	6.48	136.52	45.64
玉溪市	2,520.6	4.3%	11.16	120.36	62.48
大理白族自治州	1,699.6	2.4%	5.10	79.95	15.79
昭通市	1,541.02	3.7%	3.09	74.30	34.60
普洱市	1,072.97	3.1%	4.52	46.28	21.02
临沧市	1,000.24	4.7%	4.47	41.73	21.42
西双版纳州	721.39	4.3%	5.52	33.34	15.27
丽江市	570.49	8.2%	4.55	45.54	16.77

注：曲靖市、红河哈尼族彝族自治州、玉溪市、大理白族自治州、昭通市、普洱市、临沧市、西双版纳州人均GDP分别源自各地州2022年国民经济和社会发展统计公报，昆明市人均GDP根据2022年末常住人口计算而得。

资料来源：各地级市、自治州人民政府官网，中证鹏元整理

表2 普洱市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,072.97	3.1%	1,029.15	6.7%	945.42	2.5%
固定资产投资（不含农户）	--	5.7%	--	7.8%	--	19.7%
社会消费品零售总额	322.89	2.8%	314.16	7.5%	292.29	-7.5%
进出口总额	114.69	44.6%	79.31	16.2%	68.27	-8.1%
人均 GDP（元）		45,168		43,007		39,172
人均 GDP/全国人均 GDP		52.71%		53.11%		54.07%

注：“--”表示数据未公开披露。

资料来源：普洱市 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：普洱市主打高原特色现代农业、现代林产业、旅游康养三大支柱产业。普洱市支柱产业为高原特色现代农业、现代林产业、旅游康养业。高原特色现代农业主要包括茶产业、咖啡产业、肉牛产业以及烤烟、蔗糖、生猪等。2022年普洱市实现农林牧渔业总产值435.42亿元，同比增长6.0%；全年粮食产量达123.08万吨，增长2.2%，实现十九连增；全年猪牛羊禽肉总产量24.94万吨，增长7.5%。

近年现代林产业和生物医药产业发展势头强劲，已拥有西南地区规模最大的纸浆生产企业——云南

云景林纸股份有限公司²，景谷林产工业园区列为全省唯一的国家绿色产业示范基地；《林下中药材三七生产技术规程》成为云南省地方标准，传统中药饮片、现代中药粉末饮片、破壁饮片项目建设取得成效，生物制造产业园规划有序开展，已与中国中药控股有限公司签订战略合作框架协议。

普洱市作为全国唯一的国家绿色经济试验示范区，生态优势明显。普洱市已获评全国森林康养基地建设试点市、西盟佤部落成为首个省级旅游度假区，思茅、西盟上榜首批省级全域旅游示范区，老达保、茶马古城、那柯里、娜允古镇入选全国非遗与旅游融合发展优选名录。2022 年普洱市旅游业投资增长 78.7%，共接待游客 4,285.88 万人次，恢复至 2019 年同期的 103.87%；实现旅游总收入 450.84 亿元，恢复至 2019 年同期的 101.66%。

发展规划及机遇：国家加快构建“大循环、双循环”新发展格局有利于普洱市发挥对外开放优势，推动成为仿制药等领域和加工贸易梯度转移的重要基地。此外，随着“一带一路”建设、场景经济带发展、西部大开发、生态文明建设等重大战略的推进，普洱市将迎来主动服务和融入国家发展战略的重大机遇。普洱市作为国家绿色经济试验示范区，其持续推进国家绿色经济试验示范区建设将得到更多的政策支持。

财政及债务水平：普洱市财政收入质量不高，财政自给能力弱，地方政府债务余额持续大幅增长。2022 年普洱市一般公共预算收入同比下降 16.4%，同口径完成 63.09 亿元，增长 11.3%，财政自给率处于低水平。因经济下行、减税降费等，普洱市税收收入占比逐年降低，财政收入质量不高。受房地产市场景气度下行等因素影响，近年国有土地使用权出让收入和政府性基金预算收入不断减少。近年普洱市地方政府债务余额增长较快，2022 年末市本级债务余额为 142.83 亿元，县区债务余额为 308.67 亿元。

表3 普洱市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	46.28	55.38	51.31
税收收入占比	50.05%	61.18%	64.80%
财政自给率	14.99%	16.14%	15.86%
政府性基金预算收入	21.02	28.89	31.05
地方政府债务余额	451.50	382.57	307.32

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：普洱市关于预算执行情况的报告等，中证鹏元整理

思茅区是普洱市中心城区，经济保持增长，但增速较慢，财政收入有所下滑

思茅区位于普洱市中南部，为普洱市唯一中心城区，全区总面积3,928平方公里，下辖7个乡镇，思茅区为普洱市政治、经济、文化中心。思茅区旅游资源丰富，有云南太阳河国家森林公园、茶城观景台、茶马古道、洗马河公园等旅游景区，思茅区被国家旅游局确定为第三批“全国旅游标准化试点县

² 控股股东为云南省投资控股集团有限公司，实际控制人为云南省人民政府国有资产监督管理委员会。

（区）”。截至2022年末，思茅区常住人口为42.1万人。

近年思茅区地区生产总值（GDP）保持增长，但增速较慢，人均GDP占全国人均GDP的比重有所下滑。2022年思茅区规模以上工业增加值同比增长4.3%，分门类看，采矿业增长13.5%，制造业增长0.4%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增长3.1%。投资和消费方面，2022年全区固定资产投资（不含农户）和社会消费品零售总额均保持增长，其中房地产开发投资同比下降23.5%。

表4 思茅区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	247.62	1.3%	240.05	4.6%
第一产业增加值	24.31	5.7%	24.28	9.1%
第二产业增加值	74.77	0.2%	72.65	0.5%
第三产业增加值	148.54	1.3%	143.12	5.9%
规模以上工业增加值	--	4.3%	--	-4.5%
固定资产投资（不含农户）	101.40	3.7%	97.74	0.1%
社会消费品零售总额	115.18	6.9%	107.79	13.0%
人均 GDP（元）	58,818		57,678	
人均 GDP/全国人均 GDP	68.61%		71.23%	

注：（1）2021 年人均 GDP 按第七次人口普查常住人口（41.62 万人）计算，2022 年人均 GDP 按 2022 年末常住人口（42.1 万人）计算；（2）“--”表示该数据未公开披露。

资料来源：2021-2022 年思茅区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2022年思茅区完成一般公共预算收入9.36亿元，同比下降4.6%，其中税收收入占比48.78%，增值税下降35%，主要受增值税留抵退税等影响；财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为38.45%，财政自给能力仍较弱。2022年全区实现政府性基金预算收入2.49亿元，同比下降31.3%。2022年末思茅区政府债务管理系统余额为33.39亿元，控制在债务限额内。

五、经营与竞争

公司是普洱市思茅区主要的基础设施建设和投融资主体，基础设施建设内容包括保障性住房、棚户区改造、水利工程及市政工程等，在区域内具有较强的专营优势，2022年公司不再从事担保业务

公司主要负责普洱市主城区的基础设施建设工作，同时也开展林木工程、安保服务、公墓租赁、粮食贸易等其他业务。2022年公司营业收入小幅下降，主要系基础设施建设收入减少所致，销售毛利率略有上升。2022年原子公司民生担保100%股权被无偿划出后，公司不再从事担保业务。

表5 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
项目建设	28,456.66	66.19%	15.25%	30,343.82	65.93%	15.30%
项目建设费	1,178.57	2.74%	100.00%	1,486.71	3.23%	100.00%
林木工程	6,102.02	14.19%	38.92%	6,148.66	13.36%	38.55%
保安收入	2,691.52	6.26%	15.40%	3,653.61	7.94%	15.99%
公墓租赁	1,695.96	3.94%	58.60%	1,345.14	2.92%	51.33%
粮食贸易	954.91	2.22%	-3.44%	1,529.89	3.32%	-1.19%
担保收入	0.00	0.00%	--	63.60	0.14%	100.00%
其他业务	1,913.25	4.45%	64.97%	1,453.32	3.16%	30.32%
合计	42,992.90	100.00%	24.45%	46,024.76	100.00%	22.29%

资料来源：公司 2021-2022 审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施项目建设业务

公司是普洱市思茅区范围内保障房、棚户区改造和水利工程项目的核心建设主体，2022年项目建设和项目代建费收入均有所下降，但在建项目投资规模较大，业务可持续性较好，同时公司面临较大的资金压力以及募投项目收益实现情况不及预期的风险

公司基础设施建设业务主要集中在思茅区内，包括保障房项目、棚户区改造项目以及水利工程项目，2022年基础设施项目建设收入同比下降6.22%，业务毛利率略微下降。

目前公司的保障房项目主要为思茅区2013年保障房项目（含本期债券募投项目），建设主体为子公司普洱市思茅民生置业有限公司（以下简称“民生置业”）。项目建成后的一部分（比例不超过40%）可以由公司自行销售，销售价格介于房屋建设成本和同类商品房市场价格之间，剩余部分由普洱市思茅区人民政府（以下简称“区政府”）在投资成本基础上加成18%投资回报向公司支付价款。该项目已于2020年建设完毕，2022年确认收入1.88亿元，计入“营业收入-项目建设”收入。

2016年公司子公司民生置业与区政府签订《普洱市思茅区棚户区改造项目委托代建》合同，由民生置业负责建设云南省2013-2017年城市棚户区改造省级统贷项目（四期）-思茅区棚户区改造项目，该项目合同总金额7.00亿元，约定项目建设资金均由公司筹措，项目建成后政府支付价款，支付价款为项目建设总成本基础上加成18%的投资回报收益。2022年公司确认棚户区改造项目收入0.15亿元，计入“营业收入-项目建设”收入。

另外，公司子公司普洱市思茅淼源水利开发有限公司（以下简称“淼源水利”）与区财政局签订《水利工程项目委托代建及回购协议》，由淼源水利负责思茅区水利工程项目的建设，约定项目建设完成后由政府回购并支付价款，支付价款为项目建设总成本基础上加成18%的投资回报收益。2022年公司确认思茅区水利工程项目收入0.82亿元，计入“营业收入-项目建设”收入。

表6 2022 年公司基础设施项目建设收入明细（单位：万元）

项目名称	确认收入	结转成本
2013 年保障房项目	18,775.51	15,911.45
棚户区改造项目	1,510.40	1,280.00
水利工程项目	8,170.75	6,926.36
合计	28,456.66	24,117.81

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本期债券募投项目思茅区2013年保障性住房（锰铁合金厂地块、普洱人家北侧地块、三家村地块）建设项目为2013年保障房项目的子项目，预计总投资9.89亿元，原计划于2017年12月全部建设完成，实际上锰铁合金厂地块和普洱人家北侧地块建设项目于2019年完工，三家村部分地块于2020年完工，2022年均未实现收入。根据可行性研究报告测算，募投项目在经营期内，公司原计划通过房屋出租及销售、商铺销售、机动车位出租等实现收益，预计锰铁合金厂地块、普洱人家北侧地块、三家村部分地块2022年分别可实现收益6,231.74万元、6,661.12万元、3,311.76万元，募投项目收益实现情况不及预期。

截至2022年末，公司在建基础设施项目主要为水利工程项目，预计总投资合计27.67亿元，累计已投资1.55亿元，未来基础设施建设收入较有保障，但政府结算时间存在不确定性，同时公司尚需投资规模达26.12亿元，前期建设资金主要依赖公司自有资金和外部筹资，而2022年经营活动产生的现金流量净额少，公司面临较大的资金压力。

表7 截至 2022 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
思茅区城乡供水一体化建设项目	141,786.45	13,768.02	128,018.43
思茅白鹇湖水利风景区项目	81,607.63	29.80	81,577.83
尖山水库（原柳树箐水库）	15,426.20	504.63	14,921.57
黄龙山水库	14,513.72	40.00	14,473.72
大中河	11,998.00	126.66	11,871.34
柳树箐水库（原尖山水库）	10,064.58	267.90	9,796.68
阳光和园二期非保障房	1,264.37	763.79	500.58
合计	276,660.95	15,500.80	261,160.15

资料来源：公司提供

此外，公司通过与区政府签订《建设项目委托代建合同》在思茅区内开展工程项目委托代建业务，如道路施工、河道改造、水库建设等，公司按照项目建设成本的10%或18%确认收取项目建设费收入。会计处理时，公司将支出的项目建设款计入“其他应收款”科目，政府拨付的项目专项资金计入“长期应付款”科目，项目完工结算后将两科目进行对冲，故该项业务未确认成本，毛利率为100%。2022年公司项目建设费收入同比有所下降，均按照项目建设成本的10%确认项目建设费收入。

表8 2022 年公司项目建设费收入明细（单位：万元）

项目名称	确认收入
主城区市政基础设施建设项目	1,136.51
跨地州移民生产资料收储项目	42.06
合计	1,178.57

资料来源：公司提供

截至2022年末，公司主要在建的代建工程项目包括思茅区白云山公墓建设项目、思茅区普洱大道建设项目等，预计总投资合计7.04亿元，累计已投资4.53亿元，未来仍可实现一定的项目建设费收入，但公司工程建设项目需自行垫付部分资金，加大了公司的资金压力。

表9 截至 2022 年末公司主要在建代建工程项目情况（单位：万元）

工程项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	是否签订代建协议
思茅区白云山公墓建设项目	45,000.00	24,938.95	20,061.05	是
思茅区普洱大道建设项目	12,000.00	9,609.33	2,390.67	是
龙潭乡抗旱应急水源饮水工程	7,117.47	6,402.34	715.13	是
普洱市南亚热带植物园项目	3,328.50	1,870.02	1,458.48	是
普洱市林木良种繁育基地项目	3,000.00	2,461.07	538.93	是
合计	70,445.97	45,281.71	25,164.26	--

资料来源：公司提供

（二）林木工程、安保服务等其他业务

公司林木工程、安保服务、公墓租赁、粮食贸易等业务对收入形成一定补充，但粮食贸易为政策性业务，对公司利润贡献小，同时需关注林木工程业务受政策影响未来可能存在波动

公司林木工程的实施主体包括全资子公司云南三木木业有限公司和普洱市思茅区万掌山林场，收入主要来自原木销售、造林工程和绿化工程。公司原木的采伐量是根据国家下发的采伐指标进行采伐，原则上采伐量不得超过生产增量；造林工程和绿化工程收入主要是政府绿化项目收入（多为城市道路绿化），此项业务会相应产生苗木销售收入；此外，原木剩余物销售、松脂销售等亦产生一定收入，但规模较小。2022年公司林木工程收入小幅下降，业务毛利率尚可。另外，根据国家政策，未来天然林砍伐受到严格限制，公司原木销售收入可能存在较大波动，公司将逐步转型拓展生态类项目。

公司保安收入来自控股子公司普洱众鑫保安服务有限公司，业务范围包括保安、巡逻、运输押运等，2022年公司保安业务收入有所下降，毛利率水平一般。公墓租赁收入来自全资子公司普洱市思茅绿色公墓开发有限公司（以下简称“绿色公墓”），主要在思茅区范围内开展公墓开发及运营管理、殡葬服务等业务，公墓租赁模式为经营租赁，2022年公司公墓租赁收入有所增长，毛利率维持在较高水平。

公司粮食贸易业务的实施主体为全资子公司普洱市思茅区粮食购销有限公司，主要承担普洱市和思茅区的粮食储备任务，以政府规定的低价收购粮食作物，目前收储的粮食品种主要有玉米、籼稻等。由于储备粮有两年的轮换期，新旧粮食价差导致该业务一直处于亏损状态，亏损部分由政府进行补贴，

2020-2022年公司共获得地方储备粮油补贴585.02万元。总体来看，公司粮食贸易业务为公共事业，对利润无明显贡献。

公司主要承担政府性项目的融资、建设和管理，继续获得当地政府的支持

公司作为普洱市思茅区主要的基础设施建设和投融资主体，在财政补贴、资产注入等方面持续获得当地政府的支持。2022年公司获得区财政局拨付的项目建设资金、林地征收补偿款、稳岗补贴等合计5,445.51万元，占同期利润总额的比重为59.35%，对公司利润构成一定支撑。资产注入方面，2022年公司收到垃圾焚烧发电厂PPP项目资本金以及淼源水利还本资金，共增加资本公积0.47亿元。此外，由于区政府将民生担保全部股权无偿划转至区财政局，公司资本公积减少0.68亿元。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022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减少民生担保一家子公司，无新增子公司。截至2022年末，纳入公司合并范围的子公司共8家，明细见附录四。

资本实力与资产质量

公司资产总额有所下降，资产以土地、保障房和基础设施项目成本、应收款项等为主，其中土地大多为未缴纳土地出让金的划拨地，项目投资成本结算时间存在不确定性，应收款项整体账龄较长，应收民营企业款项存在一定坏账风险，资产质量一般

随着银行借款的到期偿还以及基础设施项目结算核减政府专项拨款，2022年末公司总负债和总资产有所下降，所有者权益在经营业绩的积累下略有上升，产权比率同比下降，但净资产对总负债的保障能力仍较弱。

图3 公司资本结构

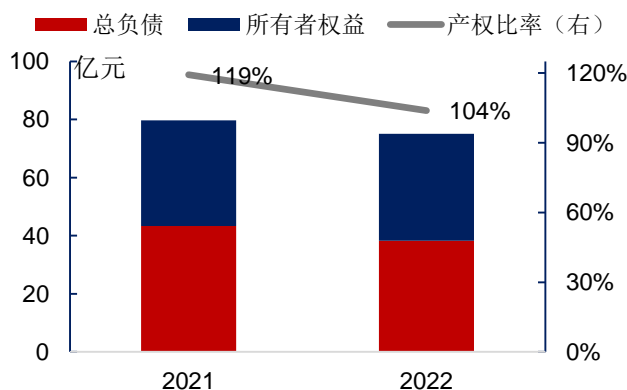
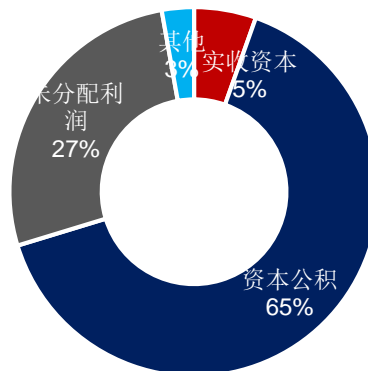


图4 2022年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产以土地、项目成本以及应收款项为主，2022年末账面价值合计占总资产的比重超过95%。

2022年末存货中土地、保障房开发成本和基础设施建设成本的账面价值分别为24.22亿元、14.88亿元和6.77亿元。其中，土地全部由区政府划拨所得，均未缴纳土地出让金，用途以城镇住宅用地及商服用地为主；保障房开发成本主要为子公司民生置业建设的保障房和公租房；基础设施成本包括水利工程和林木工程等。受政府资金安排影响，项目成本结算时间存在不确定性。

公司应收账款主要为应收区财政局的基础设施项目结算款，2022年末余额为10.79亿元，占应收账款期末总额的99.42%。其他应收款主要是往来款，2022年末前五名对象分别为普洱裕源房地产开发有限公司（以下简称“裕源房产”）、普洱市思茅区住房和城乡建设局、普洱市思茅区教育体育局、普洱市工业园区管理委员会和普洱市思茅扶贫投资开发有限公司，合计占其他应收款期末总额的56.57%，其中裕源房产为民营企业，未计提坏账准备，存在一定的坏账风险，2022年末账龄在3年及以上的其他应收款占期末总额的比重为75.63%，整体账龄较长，回收时间存在一定不确定性。

截至2022年末，公司使用权受限资产账面价值合计0.81亿元，占年末总资产的1.08%，包括0.03亿元货币资金和0.78亿元土地资产。

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
应收账款	10.84	14.44%	10.72	13.45%
其他应收款	12.98	17.29%	14.57	18.28%
存货	48.10	64.08%	49.67	62.33%
流动资产合计	73.11	97.39%	77.66	97.46%
非流动资产合计	1.96	2.61%	2.02	2.54%
资产总计	75.07	100.00%	79.68	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

公司营业收入小幅下降，但业务回款情况明显改善，政府补助对公司利润构成一定支撑

2022年公司营业收入小幅下降，销售毛利率略有上升，营业利润和利润总额较上年均变动不大。业务回款方面，2022年公司销售商品、提供劳务收到的现金为4.20亿元，较上年明显改善。除去业务经营利润，公司利润还主要来自政府补助，2022公司共收到财政补贴资金5,445.51万元（5,202.65万元计入“其他收益”科目，242.86万元计入“营业外收入”科目），占同期利润总额的比重为59.35%。

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	4.30	4.60
其他收益	0.52	0.50
营业利润	0.87	0.89
利润总额	0.92	0.90
销售毛利率	24.45%	22.29%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模有所下降，但短期债务占比上升，债务集中兑付压力加大

伴随银行借款的到期偿还以及债券本金的逐渐兑付，2022年末公司总债务规模有所下降，但短期债务占比上升至24.62%。公司债务类型包括银行借款和债券融资，以银行借款为主，银行借款期限集中在1年以上；存续债券为本期债券，无增信措施，票面利率较高，将在2023-2026年每年偿还0.40亿元本金。

经营性负债方面，公司其他应付款主要为与当地政府部门及国有企业之间的暂收款和融资款等，均不计利息。长期应付款全部为区财政局拨付的项目专项建设资金，2022年末有所下降，主要系保障房项目结算成本，核减相应专项资金所致。

表12 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资成本区间	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年及以上
银行借款	4.25%-6.49%	6.81	1.69	1.74	1.75	1.62
债券融资	7.50%	1.69	0.49	0.40	0.40	0.40
合计	4.25%-7.50%	8.50	2.18	2.14	2.15	2.02

资料来源：公司提供

表13 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
其他应付款	11.57	30.24%	11.89	27.44%
一年内到期的非流动负债	1.87	4.89%	1.06	2.45%
流动负债合计	18.27	47.77%	17.51	40.40%
长期借款	5.12	13.38%	6.98	16.09%
应付债券	1.29	3.37%	1.56	3.61%
长期应付款	13.57	35.46%	17.04	39.30%
其中：专项应付款	13.57	35.46%	17.04	39.30%
非流动负债合计	19.98	52.23%	25.84	59.60%
负债合计	38.26	100.00%	43.35	100.00%
总债务	8.50	22.22%	9.77	22.53%
其中：短期债务	2.09	5.47%	1.23	2.84%

长期债务	6.41	16.75%	8.54	19.70%
------	------	--------	------	--------

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2022年末公司资产负债率有所下降，现金短期债务比大幅降低至较低水平。由于公司大部分银行借款利息由区财政局直接支付，公司实际支出的利息规模相对较小，EBITDA利息保障倍数仍保持在较高水平，2022年利息费用减少，EBITDA利息保障倍数有所上升。总体来看，公司的短期偿债压力加大。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	50.96%	54.40%
现金短期债务比	0.50	2.02
EBITDA 利息保障倍数	4.72	3.07

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

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说明及公开资料查询，公司过去一年不曾因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放等而受到政府部门处罚。

社会方面，根据公司提供的相关情况说明及公开资料查询，公司过去一年不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司各部门职能分工明确，董事、监事和高级管理人员均由区政府委派，2022年公司总理由李碧翠变更为朱楠，近年来未曾出现高级管理人员因涉嫌重大违纪违法事项被处罚的情况。但公司与当地政府部门及国有企业的往来款较多，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2020年1月1日至报告查询日³，公司本部为其他借款人承担的相关还款责任被列入关注类余额1.23亿元，系银行借款借新还旧所致，包括民生置业0.15亿元、公墓公司0.66亿元以及云南省思茅第一中学0.43亿元银行借款，公司为该等单位提供担保，列入关注类余额系借新还旧所致。子公司民生置业未结清信贷被列入关注类余额0.15亿元、为其他借款人承担的相关还款责

³ 公司本部及子公司民生置业、公墓公司企业信用报告的查询日分别为 2023 年 6 月 7 日、2023 年 3 月 3 日、2023 年 3 月 3 日。

任被列入关注类余额0.66亿元，子公司绿色公墓未结清信贷被列入关注类余额0.66亿元，皆系借新还旧所致。公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额合计3.11亿元，占期末净资产的比重为8.46%，担保对象为思茅区内国有企业和事业单位，但均未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表15 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
普洱市思茅公路投资开发有限公司	1.00	2027/04/01	否
普洱市思茅公路投资开发有限公司	1.51	2032/06/11	否
普洱市思茅第一中学	0.60	2025/12/09	否
合计	3.11	--	--

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是普洱市政府下属重要企业，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，普洱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）公司与普洱市政府的联系非常紧密。普洱市国资委直接持有公司100%股权，公司的业务基本来源于政府及其相关单位，普洱市政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，近5年内受到一定的政府支持，未来与政府的联系将比较稳定。

（2）公司对普洱市政府非常重要。公司最主要的目标是提供基础设施建设、粮食贸易等重要的公共产品和服务，对普洱市政府和地方经济具有一定贡献，违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、结论

公司是普洱市思茅区主要的基础设施建设和投融资主体，营业收入主要来自基础设施建设业务。中证鹏元关注到，公司大部分土地未缴纳土地出让金，且应收民营企业款项存在一定坏账风险，资产质量一般，银行借款等逐渐到期也导致公司短期债务压力加大。但考虑到公司基础设施建设业务可持续性较好，林木工程、安保服务、公墓租赁、粮食贸易等其他业务为公司分散了一定的经营风险，同时持续获得当地政府在财政补贴和资产注入等方面的支持，公司的抗风险能力尚可。

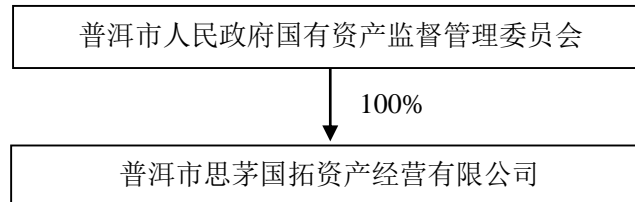
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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）	2022 年	2021 年	2020 年
应收账款	10.84	10.72	7.35
其他应收款	12.98	14.57	16.54
存货	48.10	49.67	49.85
流动资产合计	73.11	77.66	77.56
非流动资产合计	1.96	2.02	0.99
资产总计	75.07	79.68	78.55
其他应付款	11.57	11.89	14.06
一年内到期的非流动负债	1.87	1.06	0.01
流动负债合计	18.27	17.51	19.14
长期借款	5.12	6.98	6.59
应付债券	1.29	1.56	1.95
长期应付款	13.57	17.04	14.99
其中：专项应付款	13.57	17.04	14.82
非流动负债合计	19.98	25.84	23.79
负债合计	38.26	43.35	42.93
总债务	8.50	9.77	9.90
其中：短期债务	2.09	1.23	1.19
所有者权益	36.82	36.34	35.62
营业收入	4.30	4.60	4.17
其他收益	0.52	0.50	0.46
营业利润	0.87	0.89	1.08
利润总额	0.92	0.90	1.07
经营活动产生的现金流量净额	0.22	1.71	6.75
投资活动产生的现金流量净额	-0.56	-2.32	-6.69
筹资活动产生的现金流量净额	-1.09	-0.49	-0.71
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	24.45%	22.29%	26.69%
资产负债率	50.96%	54.40%	54.65%
短期债务/总债务	24.62%	12.58%	12.01%
现金短期债务比	0.50	2.02	3.02
EBITDA（亿元）	1.11	1.05	1.20
EBITDA 利息保障倍数	4.72	3.07	5.34

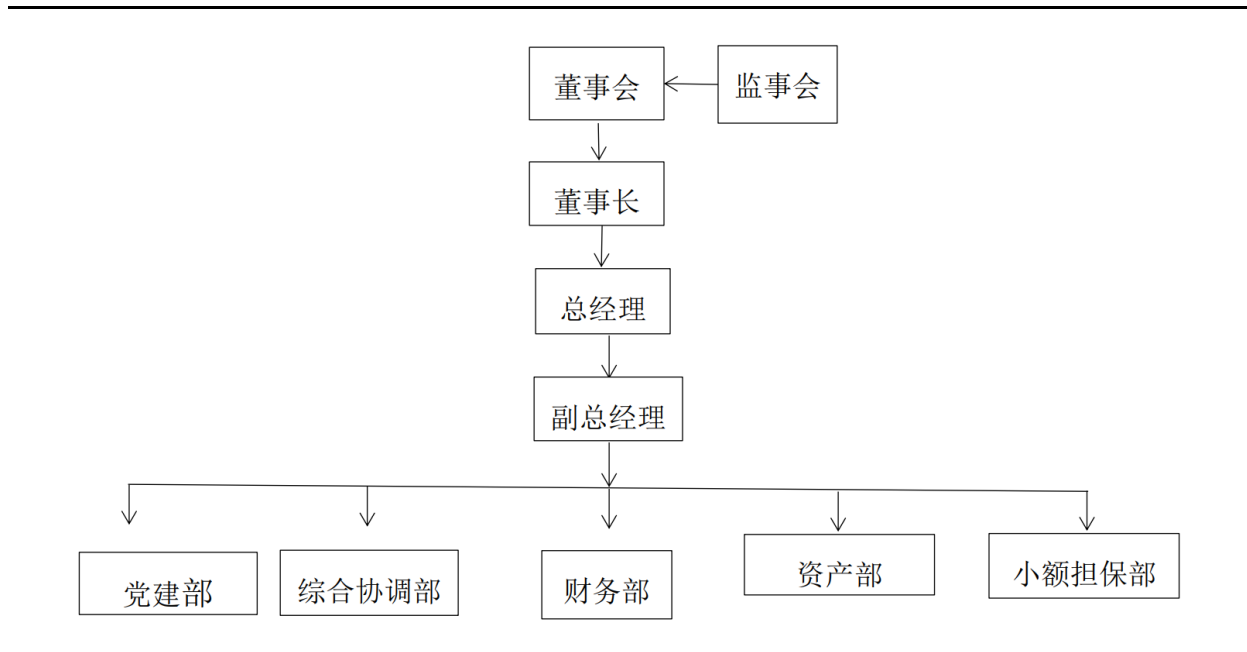
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公开信息，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



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）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
普洱市思茅民生置业有限公司	0.50	100.00%	房地产业
云南三木木业有限公司	1.00	100.00%	农、林、牧、渔业
云南三木房地产开发有限公司	0.04	100.00%	房地产业
普洱市思茅区粮食购销有限公司	0.10	100.00%	批发和零售业
普洱市思茅区万掌山林场	0.03	100.00%	农、林、牧、渔业
普洱市思茅淼源水利开发有限公司	0.70	100.00%	科学研究和技术服务业
普洱众鑫保安服务有限公司	0.10	51.00%	租赁和商务服务业
普洱市思茅绿色公墓开发有限公司	0.20	100.00%	居民服务、修理和其他服务业

资料来源：公司 2022 审计报告、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。