



山东正方控股集团有限公司 2023 年度 跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1571 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	山东正方控股集团有限公司	AA/稳定
--------------	--------------	-------

担保主体及评级结果	中国投融资担保股份有限公司	AAA/稳定
-----------	---------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“23 正方绿色债/ G 正方 01”	AAA
-------------	---------------------	-----

评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。该债项级别充分考虑了中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际认为邹城市的经济实力及财政增长潜力领先，潜在的支持能力较强；山东正方控股集团有限公司（以下简称“正方控股”或“公司”）作为邹城市重要的基础设施建设主体，主要承担邹城经济开发区基础设施建设职能，在推进邹城市城市建设和城市更新中发挥重要作用，对邹城市政府的重要性高，与邹城市政府维持高度的紧密关系。同时，需关注债务规模持续增长、面临一定的短期偿债压力且项目建设资本支出压力较大、资产流动性偏弱等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。
------	--

评级展望	中诚信国际认为，山东正方控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
------	---

调级因素	可能触发评级上调因素：邹城市经济实力显著提升，公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。 可能触发评级下调因素：邹城市经济实力显著下滑，公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。
------	--

正 面
■ 邹城市经济稳步发展。邹城市区域经济实力较强，县域经济发展水平多年位列济宁市首位；且近年来稳步发展，为公司发展提供了良好的外部环境。 ■ 区域重要性高。作为邹城市重要的基础设施建设主体，公司承担邹城经济开发区基础设施建设职能，在财政补助及资本金注入等方面持续得到股东的有力支持，区域重要性高。 ■ 有效的偿债保障措施。本次债券由中投保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，该担保措施对本次跟踪债券的还本付息起到了很强的保障作用。
关 注
■ 资产流动性较弱。公司因委托代建项目和政府划入矿山资源形成的存货及应收账款，往来款形成的其他应收款等，上述资产占总资产的比重较大，且矿山资源未来收益具有不确定性整体资产流动性较弱。 ■ 债务规模持续增长，公司面临一定的短期偿债压力。跟踪期内，随着业务的不断推进，公司有息债务规模持续增长，非标债务占有较大比重，且总债务中短期债务占比较高，短期偿债压力较大。 ■ 未来资本支出压力较大。公司工程代建业务的主要在建项目及在建自营项目较多，尚需投资规模较大，且自营项目未来主要用于租赁，使得公司未来将面临较大的资本支出压力，同时未来自营项目的经营情况值得关注。

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：吴凯琳 klwu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

正方控股（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	100.13	138.98	162.49
经调整的所有者权益合计 ¹ （亿元）	46.23	50.90	67.83
负债合计（亿元）	53.44	88.08	94.66
总债务（亿元）	35.54	60.81	70.16
营业总收入（亿元）	7.69	15.37	21.42
经营性业务利润（亿元）	-0.90	-1.68	-1.57
净利润（亿元）	0.95	0.92	1.26
EBITDA ² （亿元）	2.12	2.69	3.90
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-1.48	-7.53	6.55
总资本化比率（%）	43.46	54.44	50.84
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.92	0.80	1.02

注：1、中诚信国际根据正方控股提供的经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告、经北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告整理，其中 2020 年、2021 年数据分别使用 2021 年、2022 年审计报告的期初数，2022 年数据使用 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款中属于债务的部分调整至短期债务核算，将实收资本、长期应付款中属于债务的部分调整至长期债务核算，债务统计口径与《山东正方控股集团有限公司公司债券 2022 年年度报告》披露存在差异；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

担保主体概况数据

中投保（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产（亿元）	258.52	262.56	279.76	282.37
所有者权益（亿元）	116.42	111.35	109.42	110.69
在保余额（亿元）	480.03	634.62	827.82	880.18
净利润（亿元）	8.34	8.07	5.43	1.08
平均资本回报率（%）	7.48	7.09	4.92	--
累计代偿率（%）	0.09	0.14	0.18	--

注：1、中诚信国际根据公司提供并经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2020~2021 年审计报告及经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中 2020 年、2021 年财务数据分别采用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据为 2022 年审计报告期末数；2、累计代偿率为公司三年累计代偿率；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，对于基础数据不可得或可比适用性不强的指标，本报告中未加披露，使用“--”表示。

评级历史关键信息

山东正方控股集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	23 正方绿色债/G 正方 01 (AAA)	2023/03/14	刘艳美、吴凯琳、蔡昊松	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000 2022_03	阅读全文

同行业比较（2022 年数据）

项目	正方控股	齐河城投	滨城经开
最新主体信用等级	AA/稳定	AA/稳定	AA/稳定
地区	济宁市-邹城市	德州市-齐河县	滨州市-滨城区
GDP（亿元）	1,009.06	428.2	467.82
一般公共预算收入（亿元）	85.70	46.10	36.02
经调整的所有者权益合计（亿元）	67.83	210.69	88.82
总资本化比率（%）	50.84	48.57	56.03
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.02	1.21	1.05

注：1、“齐河城投”系“齐河县城市经营建设投资有限公司”简称；“滨城经开”系“滨州市滨城区经济开发投资有限公司”的简称；2、为使各可比对象数值可比，经调整的所有者权益均使用报表数值。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债等资本工具形成的其他权益工具和公益性资产投资或划转形成的实收资本或资本公积，2020~2022 年末正方控股调整项为 0.45 亿元、0.00 亿元和 0.00 亿元。

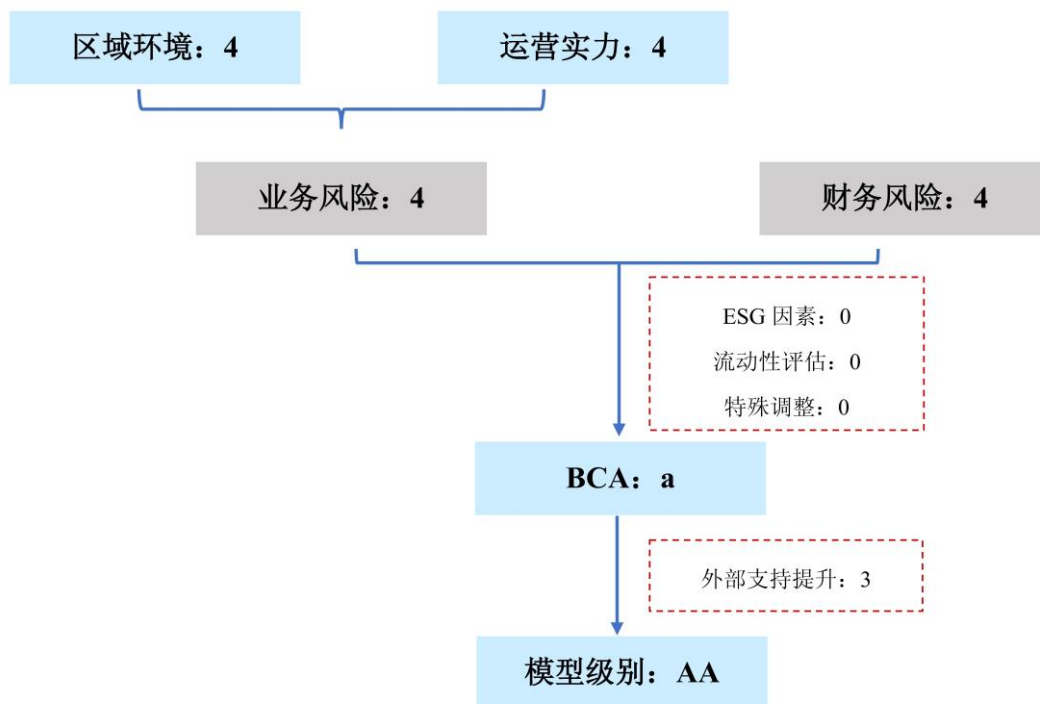
² 除特别说明外，此处及报告中使用的 EBITDA 及相关指标均经调整资产减值损失、营业外损益等非经常性损益。

● 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
23 正方绿色债/G 正方 01	AAA	AAA	2023/03/14	7.00	7.00	2023/03/30~2030/03/30	提前偿还

● 评级模型

山东正方控股集团有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险：

中诚信国际认为，正方控股承担的涵盖工程建设、公交运营和电力及热气供应等业务具备很强专营性，业务范围覆盖邹城市核心区域，业务竞争力较强，且整体业务可持续性较强；但上述业务形成的存货占总资产比重较大，相关项目建设多采用回购及代建模式，建设期及回购期较长，资金沉淀较多，致使公司资产价值较低。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，正方控股所有者权益呈增长态势，总资本化比率处于中等水平，EBITDA 基本能覆盖当期利息支出，存在一定的短期偿债压力，需关注公司短期偿债安排。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对正方控股个体基础信用等级无影响，正方控股具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，邹城市政府支持能力较强，并对公司具备较强的支持意愿，主要体现在邹城市入榜全国百强县，具有较强的经济财政实力和增长潜力；正方控股作为邹城市重要的城市建设主体，成立以来持续获得政府在财政补助及资本金注入等方面的大力支持，对邹城市政府重要性高，与邹城市政府维持高度的紧密关系。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“23 正方绿色债/G 正方 01”募集资金 7.00 亿元，其中 3.5 亿元用于邹城经济开发区工业供汽工程，其余 3.5 亿元用于补充营运资金。截至 2023 年 4 月末，“23 正方绿色债/G 正方 01”募集资金已使用 3.50 亿元用于补充流动资金，尚余 3.50 亿元未使用，邹城经济开发区工业供汽工程项目已完成主体建设，正在建设分支管道，预计总投资 5.60 亿元，截至 2022 年末已投资 0.89 亿元。本次债券设置了本金提前偿还条款，即在第 3 至第 7 个计息年度逐年分别按照未回售部分债券的每百元本金值 20%的比例偿还债券本金。

重大事项说明

跟踪期内，公司产权关系发生变动。2022 年 9 月 13 日，农发基础设施基金有限公司向公司认缴出资 2.21 亿元，邹城市国有资产监督管理局（以下简称“邹城市国资局”）认缴出资金额不变，公司股东及持股比例相应发生变更。公司于 2023 年 4 月 12 日，上述事项的工商登记变更事宜已完成。

上述股东变动不影响公司控股股东及实际控制人情况。截至 2022 年末，公司注册资本和实收资本均增至 9.41 亿元，邹城市国资局、农发基础设施基金有限公司分别持有公司 76.51%和 23.49%的股权，公司控股股东及实际控制人仍为邹城市国资局。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要

性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

邹城市为山东省辖县级市，由济宁市代管，位于山东省西南部、济宁市东部，是国家级历史文化名城、新能源工业城市。邹城市下辖 3 个街道、13 个镇，行政区域面积 1,616.56 平方公里，截至 2022 年末，常住人口 115.2 万人。2022 年，邹城市实现地区生产总值 1,009.06 亿元，同比增长 5.0%，同年，邹城市人均 GDP 为 8.76 万元，居济宁市第二位，仅次于兖州区。

邹城市主要种植小麦、玉米、花生等作物，特产核桃、樱桃、食用菌等，种植业发达；除此之外，邹城市作为资源型城市，自然资源丰富，同时背靠京沪铁路、京台高速公路等交通要道，形成了以煤炭、电力、机械制造、化工为主导的工业体系，产业结构中第二、三产业占比较高。邹城市常年在榜全国百强县名单，经济延续稳步发展的态势，各项经济指标均居于济宁市前列，整体发展水平较高。

表 1：山东省下属地市 2022 年经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
济宁市	5,316.88	--	6.41	--	447.66	--
邹城市	1,009.06	1	8.76	2	85.70	1
任城区	612.82	2	5.68	5	71.49	2
兖州区	600.14	3	11.09	1	50.26	3
微山县	444.28	4	7.28	3	28.04	4

曲阜市	427.25	5	6.87	4	22.93	5
梁山县	286.46	6	3.96	9	16.34	9
汶上县	266.94	9	3.94	11	18.81	7
嘉祥县	259.51	7	3.74	10	18.05	8
金乡县	259.37	8	4.14	7	20.03	6
鱼台县	233.17	10	5.60	6	13.60	10
泗水县	216.07	11	4.02	8	13.31	11

注：1、嘉祥县、泗水县人均 GDP 数据使用统计公报披露数，任城区、兖州区、曲阜市、梁山县人均 GDP 中使用人口数据为截至 2021 年末各区县常住人口数据，其余区县人均 GDP 中使用人口数据为截至 2022 年末各区县常住人口数据；2、一般公共预算收入数据使用各区域 2022 年预算执行报告、2022 年 1~12 月统计数据或政府工作报告披露数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长为邹城市的财政实力形成较好支撑，一般公共预算收入稳步提升，税收收入占比情况一般，财政自给度较高；政府性基金收入对邹城市地方政府财力形成一定的补充，近年来呈现稳定增长趋势。再融资环境方面，邹城市债务率水平较高，但受益于区域综合财力的提升，区域债务风险整体可控。区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标融资亦占有一定比重，债券市场发行利差较高，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境一般。

表 2：近年来邹城市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	824.12	960.55	1,009.06
GDP 增速（%）	4.00	8.70	5.00
人均 GDP（万元）	7.06	8.26	8.76
固定资产投资增速（%）	4.20	13.30	-9.00
一般公共预算收入（亿元）	80.17	84.18	85.70
政府性基金收入（亿元）	19.99	20.47	28.90
税收收入占比（%）	64.04	65.30	60.44
公共财政平衡率（%）	98.03	95.52	101.07

注：人均 GDP=GDP/最近一期公布的全市常住人口；税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%；2020~2021 年相关财政数据为决算数据，2022 年数据为预算执行情况数据。

资料来源：邹城市人民政府，中诚信国际整理

邹城经济开发区作为山东省政府于 1992 年批准设立的省级开发区，规划用地面积 95.41 平方公里；功能定位为高新技术产业基地、先进制造业基地、现代物流基地，经过多年的建设发展，邹城经济开发区在煤化工、机械制造、医药、新材料等行业领域已形成良好的产业基础，对邹城市经济规模的增长和财政收入的提高有着重要作用。

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为邹城市重要的基础设施建设主体，主要承担邹城经济开发区的基础设施建设任务，业务竞争力较强；且在建及拟建项目数量较多、投资规模较大，业务稳定性和可持续性较强；同时，公司自主开展贸易业务、租赁等各类市场化业务及公交运营、电力和热气销售等专营性业务，形成了以基础设施建设业务为主，贸易、租赁、公交运营、电力和热气销售等业务为辅的格局。

表 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

主营业务	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目建设	4.36	56.75	19.20	7.96	51.79	16.67	11.62	54.26	17.36

煤炭、蜜糖贸易	1.55	20.11	1.65	5.14	33.44	0.68	5.62	26.23	1.04
公交运营及加气	0.29	3.79	-318.77	0.44	2.86	-190.87	0.32	1.50	-354.10
电力和热气销售	--	--	--	0.35	2.28	21.78	0.97	4.52	13.48
墓地销售	0.21	2.76	70.20	0.21	1.37	83.16	0.30	1.40	72.12
其他业务	1.28	16.59	36.99	1.26	8.20	55.21	2.59	12.09	17.99
营业收入/毛利率合计	7.69	100.00	7.23	15.37	100.00	9.52	21.42	100.00	8.16

注：1、其他业务包括机器人及配件、培训、租赁、水电费、广告等；2、表格加总数与合计数值的差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程建设板块

工程建设板块系公司核心业务板块，负责邹城经济开发区的基础设施建设业务，跟踪期内在建及拟建项目仍较多，投资规模较大；但公司项目建设多采用代建模式，建设及回款周期较长，资金沉淀严重，需关注后续回款及时性以及每年较大的投资支出形成的资本支出压力。

工程建设业务由公司本部负责运营，作为邹城市重要的基础设施建设主体，公司主要承担邹城经济开发区范围内的园区建设、道路改造、河道治理等工作。跟踪期内工程建设业务均为委托代建模式，且模式均未发生改变。委托代建模式方面，2019 年，公司与委托方邹城市国资局下属企业邹城市城建实业发展有限公司（以下简称“城建实业”）签订《委托代建协议》，自此开始承接委托代建业务。根据该协议，公司主要负责城市基础设施项目施工、资金筹集、质量把控、施工管理、投资控制以及竣工验收等环节，根据项目建设进度，按实际建设成本加成一定比例（一般为 20%）确认收入。公司工程项目前期资金来源于自有资金及银行贷款，公司每年根据投资支出和工程进度确认收入及收取回款。由于邹城经济开发区储备项目及在建项目充足以及项目完工结算进度推进，2022 年公司项目建设业务收入有所增长，毛利较上年小幅提升。

具体业务开展方面，截至 2022 年末，公司已完工项目主要有工业园区道路、孟子大道与双大路以及殡仪馆等，上述项目实现建设收入 23.95 亿元，尚余 10.96 亿元未回款。

表 4：截至 2022 年末公司主要已完工委托代建项目情况（万元）

项目名称	总投资额	资金来源	已确认收入	尚未回款
孟子大道与双大路	21,500.00	自筹	10,157.47	0.00
殡仪馆	7,460.58	自筹	4,024.38	0.00
临港物流园区	50,000.00	自筹	32,239.63	1,355.47
湖水东调	19,390.00	自筹	27,249.48	11,649.48
白马河大沙河治理	37,400.00	自筹	14,080.64	6,640.64
水库信息化	2,100.00	自筹	4,036.28	2,236.28
经济开发区核心综合建设工程 epc 中承包	124,500.00	自筹	93,199.51	69,199.51
机器人研究院	13,000.00	自筹	8,850.41	0.00
工业园区道路	28,000.00	自筹	22,922.66	0.00
矿区热源	22,109.97	自筹	22,748.22	18,548.09
合计	325,460.55	自筹	239,508.68	109,629.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建及拟建方面，截至 2022 年末，公司主要在建项目总投资额为 10.39 亿元，尚需投入 4.70 亿元；公司拟建项目主要包括富唐路上跨京沪铁路立交桥工程项目、化工产业园路网提升建设工程等 5 个项目，均计划于 2023 年开工，前期资金来源主要为公司自筹。公司委托代建业务在建及拟建规模相对较大，业务持续性较好，但建设周期及回款期限相对较长，后续项目资金压力及回款情况值得关注。

表 5：截至 2022 年末公司主要在建委托代建项目情况（万元）

项目名称	计划建设周期	总投资	已投资	2023 年投资计划
横河运煤专线	2022.5-2023.1	360.00	335.85	24.15
凤凰乐园	2020.7-2023.7	500.00	-18.48	518.48
工业园区道路	2022.7-2023.7	28,000.00	13,737.44	14,262.56
大沙河治理	2020.4-2023.4	37,400.00	19,998.23	17,401.77
2020 小型水库	2022.5-2023.6	700.00	632.57	67.43
顺河路 35KV 线路迁改	2022.9-2023.1	191.00	180.37	10.63
经济开发区岚济路提升工程	2022.10-2023.2	31.00	24.21	6.79
2020 年病险塘坝加固工程	2021.3-2023.5	500.00	164.62	335.38
宏河里彦电厂改扩建工程	2022.1-2023.1	150.00	64.60	85.40
经济开发区零星工程	2021.8-2023.8	510.00	253.74	256.26
临河路工程	2022.10-2023.3	29.45	28.28	1.17
形象墙围挡广告宣传	2022.11-2023.11	120.00	105.09	14.91
石墙镇农村道路维修改造工程	2021.6-2023.4	399.00	229.36	169.64
国宏大道	2022.11-2023.2	27.00	26.35	0.65
邹城经开区合金材料产业基地	2021.10-2024.10	35,000.00	27,455.42	5,000.00
合计		103,917.45	63,217.65	38,155.22

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

贸易业务板块

跟踪期内，随着贸易规模不断扩张，公司贸易业务成为主营业务收入的重要来源，但板块附加值较低，盈利贡献有限，供应链上下游集中度很高且给与下游客户一定账期，存在一定的经营风险。

公司商品贸易业务由子公司邹城市政源通能源科技有限责任公司（以下简称“政源通”）负责运营，政源通成立于 2019 年 5 月，跟踪期内主要货种仍为煤炭、镍生铁和镍矿石。

业务模式方面，政源通按照客户需求，先与其签订购销合同，煤炭贸易主要由上游供应商发货给下游客户，下游客户按合同约定比例支付货款，政源通再支付给上游供应商。镍铁矿石及提炼后的产品方面，客户按合同约定预付不定比例货款，政源通按时交付货物。上述贸易产品单价根据市场行情确定，相关价格波动风险由下游客户承担，交易方式以现货交易为主，针对下游客户，公司会给予其一定周转期限，贸易账期一般为 45 至 60 天。公司贸易业务以销定采的业务模式使得销售量与采购量基本持平。跟踪期内贸易收入呈扩张趋势，在公司营业收入中占比较大。

表 6：2020~2022 年公司主要货种采购及贸易情况（元/吨、万元）

产品	年份	平均采购单价	采购金额	平均销售单价	销售金额
煤炭	2020	299.04	8,133.87	308.78	8,379.15
	2021	555.02	26,239.94	598.54	26,584.00
	2022	841.52	31,539.75	853.46	31,986.95
石油焦	2020	1,249.11	192.19	1,648.50	192.73
	2021	1,601.51	1,178.45	1,616.54	1,059.95
	2022	--	--	--	--
镍铁	2020	7,984.16	6,878.86	7,995.59	6,888.71
	2021	2,155.93	22,601.91	2,183.00	22,656.78
	2022	1,267.87	22,885.24	1,275.13	23,016.23

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

上下游集中度方面，2022 年，公司前五大供应商采购额、前五大客户销售额的占比均超过 80%，上下游集中度很高。

表 7：2022 年公司贸易业务前五大供应商及客户情况（万元、%）

供应商	采购的业务品种	当年采购金额	占总采购的比重
山东恒屹工贸有限公司	煤炭、镍生铁	15,836.47	29.10
连云港力福保温材料科技有限公司	镍矿石	9,281.14	17.05

山东隆邦能源有限公司	煤炭	8,816.62	16.20
山东宏河集团嘉祥红旗煤矿有限公司	煤炭	5,248.67	9.64
邹城市信远物流有限公司	煤炭	4,488.88	8.25
合计	--	43,671.78	80.24
下游客户	客户需求品种	销售金额	销售金额占比
山东恒屹工贸有限公司	煤炭、镍生铁	28,993.66	52.71
连云港力福保温材料科技有限公司	镍矿石	10,039.75	18.25
山东 中垠国际贸易有限公司	煤炭	4,497.76	8.18
连云港海赣有限责任公司	镍矿石	2,190.51	3.98
华电集团北京燃料物流有限公司山东分公司	煤炭	883.74	3.42
合计	--	46,605.42	86.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公交运营及加气板块

公交运营及加气业务运营稳定，因其具有一定公益性使得该业务盈利能力较弱，对补贴依赖程度较高。

公司公交业务主要由子公司邹城市国运公共交通有限公司（以下简称“国运公交”）负责运营，国运公交作为邹城市内唯一一家城市公交运营主体，运营线路覆盖邹城市内所有线路和部分城乡线路。

根据邹城市市区公交线路票价执行邹城市物价局、邹城市交通运输局《关于核定公交线路票价及明确相关事项的通知》（邹价字[2017]16 号）文件，普通车运营里程 15km 以内（含 15km）票价 1 元/人次，15-30km（含 30km）票价 2 元/人次，30km 以上票价 3 元/人次，实行全程一票制，对 65 岁以上老人、残疾人及军人免费；根据《山东省人民政府关于进一步优化老年人优待政策的通知》（鲁政字[2020]240 号）文件，2021 年 1 月 1 日起，在维持票价的基础上，优化老年人乘车待遇，实行 60 岁以上老人、残疾人及军人免费政策。截至 2022 年末，公交公司拥有公交车辆 1,067 辆，其中 991 辆可用于运营，公交站场 17 个，市内运输线路 17 条和城乡区间线路 49 条。

加气业务主要系国运公交旗下持股 51% 的子公司邹城市国运燃气有限公司对外进行车用天然气销售业务，主要是面向邹城市出租车行业提供 CNG/LNG 等车用天然气的加气服务。

由于公交业务的稳定性和公益性，收入波动较为可控，同时，邹城市政府给予公司的票价优惠补贴等政策，成为公司利润的重要补充。跟踪期内，公司收到政府补贴 14,258.87 万元。

表 8：2020-2022 年公交业务经营情况

	2020	2021	2022
公交车总里程（万公里）	2,707.8	3,510.8	2,547.0
公交线路（条）	61	66	66
公交车辆（辆）	1,087	1,067	1,067
运行能力（辆/日）	900	860	800
客运量（万人次）	1,850.7	2,581	1,717
公交营运收入（万元）	2,717.97	4,150.20	2,698.96

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块

公司经营电力和热气销售、墓地销售和租赁等各类业务，对公司营业收入形成良好补充；但在建产业园仍有一定的投资需求，后续资金平衡及运营情况需关注。

公司其他业务主要包括电力和热气销售、墓地销售、租赁等，其中电力和热气销售业务具备区域专营优势，近年收入规模稳步增长；墓地销售主要系经政府批准自建陵园后，进行墓地销售及提供配套服务，因业务的特殊性，收入较为稳定；租赁业务主要将公司自建及政府划拨的投资性房地产等经营性资产对外出租，产生稳定的现金流入。

电力及热气销售业务系由 2021 年 6 月成立的子公司邹城正方能源投资有限公司（以下简称“正方能源”）负责经营，2021 年正方能源为东滩、鲍店、南屯矿区及兖州区居民供暖工作，年供热能力达 1,200 万 m^2 ，2022 年为邹城市经济开发区境内工业企业提供蒸汽以及为企业与居民提供供暖服务，年供汽能力达 300 万吨，年供热能力达 500 万吨。截至 2022 年末，公司在建的用于供热供汽自营的项目主要是邹城市经济开发区工业供汽工程，该项目建设周期自 2021 年至 2023 年，预计总投资 5.6 亿元，尚需投资 3.5 亿元。2022 年，该业务实现收入 9,678.06 万元，随着业务开展供汽量及供热量提升，收入大幅增长。

公司公墓销售业务由圣福园负责运营，主要持有朱山公墓和唐王山陵园等公墓，主要面向邹城市矿区及市区居民进行销售，其中朱山公墓于 1993 年经山东省民政厅批准设立，占地 121 亩；唐王山陵园于 2006 年 9 月经邹城市人民政府批准，已建墓地 100 亩。墓地销售业务的下游客户均为个人消费者，所取得的收入主要来源于墓位销售、殡仪服务费和墓穴维护费。下游客户购买墓位，墓位使用期限为 20 年，客户不取得该墓位所占用土地的使用权，单个墓位售价为 0.67-5.96 万元不等，墓位价格主要依据所处墓园位置划分；殡葬服务包括合葬服务、刻字服务、丧葬用品等增值服务；朱山公墓已有部分墓穴进入维护管理费收取阶段，圣福园按照指导价与丧主签订协议，约定每五年收取一次维护管理费。新建陵园方面，公司在建项目为圣土山陵园，已获得民政局批复，该项目占地面积 590 亩，建设工期自 2020 年至 2025 年，按墓地需求量逐年建设，计划总投资 0.72 亿元，截至 2022 年末尚需投资 0.33 亿元。2022 年实现墓地销售收入 2,991.72 万元，同比增长 41.54%。

物业租赁业务主要由公司本部运营，对外租赁的物业类型主要系办公楼、园区、沿街商铺等，目前在运营的物业主要通过政府划拨、招拍挂自行购买等方式取得，可租面积 96,259 平方米，2018 年及 2020 年公司签订协议将所持物业打包出租给邹城市财政局（国资局）、邹城经济开发区管委会和邹城市工业区宝信投资有限公司（以下简称“宝信投资”）³，按照协议约定价格支付租金，租期通常为长期，房租结算周期为 1 年，除宝信投资承租的物业正在转租外，其余物业出租率 100%。另外，公司作为邹城经开区的主要开发运营主体，承担了区域内产业园开发运营及周边配套基础设施建设的职能，以自建自营模式为主，完工后依靠产业园出租模式回笼前期投入资金。跟踪期内，物业租赁业务实现收入 5,912.98 万元，较上年下降 24.31%，主要系受免租政策影响。

截至 2022 年末，公司主要在建用于销售、租赁、服务等自营项目主要有聚合生物平台工程、珞石智能产业园、邹城市小微产业园工程以及华源医药产业园等 38 个项目，预计总投资 46.28 亿元，尚需投资 34.93 亿元。拟建项目方面，截至 2022 年末拟建项目主要有邹城市供水能力提升项目、邹城经济开发区四镇水污染综合治理项等 8 个，预计投资总额 32.81 亿元，资金来源主要系项目贷款及自有资金。预计未来随着公司在建自营项目的完工使用，公司租赁业务收入仍有较大发展

³ 邹城市工业区宝信投资有限公司原股东为山东邹城工业园区管理委员会和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”），该公司于 2022 年 2 月 22 日进行股权变更，变更后正方控股持股 93.97%，农发基金持股 6.03%，成为正方控股子公司；该公司股权系政府无偿划入。

空间，但后期招商引资及实际运营情况仍需关注。

2022 年，邹城市人民政府将 7 处国有城镇住宅、143 套直管公房及城乡联合供水资产 1 宗无偿划转至公司，预计未来将产生房屋租赁及供水收入。

此外，公司还经营机器人及配件销售、驾校培训、广告等其他业务，跟踪期内收入规模不断扩大，业务多元化水平和抗风险能力不断提升。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险中等，跟踪期内公司业务保持扩张，资金来源中有息债务占比仍处于合理区间，总资本化比率可控，资本结构较为合理；受益于政府的大力支持，跟踪期内所有者权益持续增长；跟踪期内受政府补贴流入增加及往来款盈余影响，经营活动净现金流近年来首次实现净流入，EBITDA 基本可对债务利息形成覆盖，需关注融资监管政策变化对公司再融资能力及短期偿债安排的影响。

资本实力与结构

公司的平台地位突出，持续获得政府在财政资金划拨和资产注入方面的支持，提升了公司的资本实力；公司资产中以基建项目和矿山资源等组成的存货和应收类款项为主，矿山资源因环保政策原因，暂未开发，后续经营情况存在不确定性。整体来看，资产流动性不足，收益贡献有限，资产质量较低；随着业务的推进，债务规模整体呈现增长趋势，但财务杠杆率仍较为可控，资本结构合理。

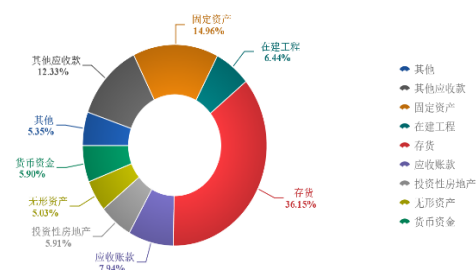
作为邹城市重要的基础设施建设主体，公司在推进邹城经济开发区工业化进程、孕育当地经济增长和产业发展环境中发挥重要作用，跟踪期内获得政府在项目资金投入和财政补贴等方面的支持，资产规模保持快速增长态势，2022 年末较上年末增长 16.92%。

公司目前形成了以基础设施建设为主，以贸易、公交运营、电力和热气销售及产业园开发运营等多元城市服务业务为辅的业务格局，资产构成主要为货币资金及上述业务形成的存货、应收类款项、固定资产及在建工程等资产，并呈现以流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重约 63%，预计随着在建产业园陆续建成，非流动资产占比或将有所提升。其中，公司保有一定规模的货币资金及等价物用于经营周转及债务偿付，但受限货币资金占比较大，货币资金整体流动性一般。公司基建项目投入及持有的矿山资源形成的存货和其他应收款占公司总资产的比重约为 48%，其中，矿山资源来源系 2020 年根据邹城市人民政府印发《邹城市人民政府关于向山东正方实业发展有限公司⁴划转注入矿山资源的批复》，将邹城市看庄镇白山 1#、2#、3# 三座矿山资源依据评估价值 49.92 亿元（含矿石原料 45.06 亿元、矿山开采经营权 4.86 亿元）作价优先冲抵财政账款（冲抵 21.53 亿元），剩余部分（28.29 亿元）以增加资本金方式划转注入公司，计入资本公积，但目前受环保政策影响，矿山资源暂未开采。其他应收款主要系公司及其子公司与邹城市财政局及其他当地其他国有企业往来款，应收账款主要系已确认收入未到账的委托代建项目款项。固定资产主要系房屋建筑物及机器设备，2022 年大幅增长主要系无偿划入的水厂等资产。除此之外，工程代建项目建设及回款周期较长，同时自营在建项目变现能力较弱，造成了大量的资金沉淀，负面影响资产流动性。同时，公司具备一定规模的投资性房地产等自营资产，可以贡献一定的收益，

⁴ 山东正方实业发展有限公司系公司曾用名，现已更名为现名。

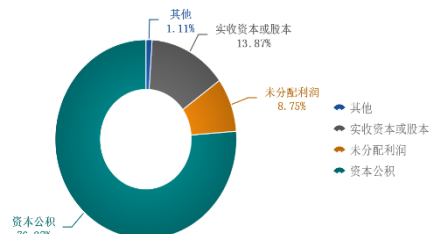
但上述资产的规模占比有限且矿山资源尚未产生收益，公司资产收益性较差；整体来看，公司资产质量较低。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于政府无偿划转房产、供水资产及宝信投资股权，公司资本公积快速增长，带动公司所有者权益增长。预计未来随着公司对基建项目及自营项目的持续投入、资金缺口的扩大，政府将持续向公司拨付资金并予以一定的资本支持，公司所有者权益将进一步增厚，资本实力将继续保持增长态势。

跟踪期内，受益于公司资本实力增长，杠杆比率小幅下降，杠杆比率整体处于合理水平。随着项目建设的持续推进，未来公司投资资金缺口仍将对外部融资形成一定依赖，公司净债务预计将继续增长，财务杠杆水平预计短期易升难降。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
总资产	100.13	138.98	162.49
流动资产占比	76.58	71.88	63.33
经调整的所有者权益合计	46.23	50.90	67.83
资产负债率	53.38	63.38	58.25
总资本化比率	43.46	54.44	50.84

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量及经营获现能力一般，跟踪期内受政府补贴流入增加及往来款盈余影响，经营活动净现金流近年来首次实现净流入，但投资活动形成资金缺口较大，经营发展对外部融资存在较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

受益于业务的扩张及较快的多元化发展，公司近年收入保持较快增长，但主要收入板块工程建设投入规模较大且当年代建项目回款进度滞后，加之贸易业务影响的现金流量较大，收现比呈现下降态势，公司整体经营获现能力一般。

跟踪期内，因政府补贴流入增加及往来款盈余，公司年度经营活动现金流近年来首次呈净流入状态；公司在建自营的产业园项目较多且存在部分对外投资行为，随着项目的持续投入，跟踪期内公司投资活动现金流仍呈现净流出状态，根据其自身发展计划，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

如前所述，公司投资活动形成资金缺口，加之债务偿还金额的增长，进一步加剧了公司对外部融资的需求。公司主要依赖于政府拨款、银行借款、债券发行和非标融资来弥补资金缺口，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资环境、融资监管政策变化情况。总体来看，公司通过外部债务融资叠加政府拨款等融资方式筹集的资金，基本可以覆盖资金缺口。

表 10：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	-1.48	-7.53	6.55
投资活动产生的现金流量净额	-0.71	-2.88	-4.76
筹资活动产生的现金流量净额	2.25	10.20	-0.41
现金及现金等价物净增加额	0.06	-0.20	1.38
收现比	1.87	1.03	0.44

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司近年债务规模增长较快，整体债务负担相对较重，且短期债务在总债务中占有较大比重，短期偿债压力较大；EBITDA 对政府补助依赖度较高，且经营活动净现金流无法持续对债务利息形成有效覆盖，需关注公司短期偿债安排。

随着经营业务的持续发展、项目投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，跟踪期内债务规模增长较快，2022 年末总债务较上年末增长 15.37%。公司债务以银行借款、债券融资、非标融资和应付票据等为主，融资类型和渠道较为多元化，其中银行借款多为保证及信用贷款，非标占比较高，约为 25.03%。跟踪期内，公司债务结构从长短各半转为偏短期为主，短期偿债压力较大。

表 11：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	类型	金额	1 年以内	1 年以上（不含 1 年）
银行借款	担保、信用、抵押等	14.64	8.98	5.66
债券融资	公司债	7.60	1.92	5.68
非标融资	融资租赁、信托、保债等	18.11	11.42	6.69
其他	其他应付款、应付票据等	29.81	24.53	5.28
合计		70.16	46.85	23.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成，利润总额中以财务费用为主的期间费用和政府补贴形成的其他收益占比较大，利润总额对政府补助具有较强的依赖性，折旧规模逐年增长；同时，公司债务规模较大，利润总额无法对债务利息形成有效覆盖；跟踪期内公司经营活动净现金流的提升改善了其对利息的覆盖能力，但公司经营发展及债务偿还仍对外部融资存在较大依赖，需持续关注公司短期偿债安排和再融资情况。

表 12：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

项目	2020	2021	2022
总债务	30.20	60.81	72.37
短期债务占比	39.34	48.88	64.73
EBITDA	2.12	2.69	3.90
EBITDA 利息覆盖倍数	0.93	0.80	1.02
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.65	-2.24	1.71

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产占据总资产的一定比重，截至 2022 年末，公司受限资产占当期末总资产的 8.03%，类型为资产抵质押及银行承兑保证金。或有负债方面，公司无重大未决涉诉情况；截至 2022 年末，公司对外担保金额 6.65 亿元，占同期末净资产的比例为 9.80%，担保对象均为邹城市平台及下属子公司，或有风险较为可控。

表 13：截至 2022 年末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	山东宏河矿业集团有限公司	国企	3,700.00
2	山东圣琪生物有限公司	国企	1,900.00
3	邹城市公路工程有限公司	国企	4,550.00
4	邹城市利民建设发展集团有限公司	国企	49,550.00
5	邹城市圣城文化旅游开发有限公司	国企	6,800.00
合计			66,500.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 3 月，公司近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测⁵

假设

——2023 年，公司作为邹城市重要的基础设施建设主体，没有显著规模的资产划入和划出，合并范围无重大变化，全年依托自身融资及政府资金投入进行基建项目的开发建设。

——2023 年，公司收入结构保持稳定，工程建设、贸易及其他多元城市服务业务板块均按预算计划推进，整体盈利水平较历史平均水平保持稳定。

——2022 年，公司项目投资规模为 15~25 亿元，股权类投资规模为 0~2 亿元。

——2023 年公司债务规模持续增加，净新增债务类融资 10~20 亿元。

预测

表 14：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	54.44	50.84	50.92~56.28
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.80	0.62	0.58~0.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

⁵ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

中诚信国际认为，公司流动性偏弱，流动性来源对未来一年流动性需求的覆盖能力有待提高。

2022 年末公司可动用账面资金为 2.95 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供部分资金来源。截至 2022 年末，公司金融机构授信总额为 24.32 亿元，尚未使用授信额度为 4.33 亿元，备用流动性较弱。但作为重要的基础设施建设主体，公司在邹城市城投体系中占据重要地位，由于部分业务的公益属性，可持续获得政府补助；公司目前正在积极拓展债券融资渠道，未来仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司定位和城市规划，公司投资支出主要集中于邹城市各类城建项目建设投入及自营项目建设投入，各类项目资金需求预估为 20~40 亿元。同时，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 46.85 亿元，计划通过发行境外债、借新还旧等方式偿还；此外 2022 年公司利息支出为 3.82 亿元，预计 2023 年的利息支出稳中有增。综上所述，公司流动性较弱，流动性来源对未来一年流动性需求的覆盖能力有待提高。

ESG 分析⁶

中诚信国际认为，公司积极履行社会责任，战略规划清晰，但从事的工程建设业务可能会面临一定的环境风险。

环境方面，“双碳”背景下，公司工程建设业务以及电力和热气销售业务可能会面临一定的环境风险；截至目前，公司在环境管理、资源管理、排放物管理等方面表现较好，无相关负面舆情。

社会方面，公司人员流动较为稳定，且不存在尚未了结的或可预见的、且影响公司持续经营的重大诉讼、仲裁及行政处罚情况；但公司持有的矿山资源及采矿权可能使公司开展业务时面临一定的安全问题，该业务未来的安全生产情况有待关注。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控；且公司内部控制体系与治理结构较为完善，但在公开市场中信息披露的及时性有待提高。

外部支持

中诚信国际认为，邹城市政府支持能力较强，主要体现在以下方面：

邹城市作为多项经济指标多年排名济宁市县域首位的全国百强县，经济发展势头强劲，借助资源型经济和开发区基地双重发展模式，通过新型工业化主导产业发展，区域产业的结构和布局不断优化，发展质量和效益不断提升，为全市经济和财政实力提供了有力支撑。同时，近年来固定资产投资及城市建设等推升了邹城市政府的资金需求，政府融资规模稳步上升，2022 年政府性债务规模位列济宁市区县前列，显性债务率水平高于国际 100%警戒标准；区域内融资平台较多，未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，邹城市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

⁶ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

1) 区域重要性较高: 公司作为邹城市重要的基础设施建设主体, 区域地位突出, 与区域内其他同层级平台的职能定位不同、各自分工明确, 资产规模在邹城市国资局管理资产中占有较大比重, 区域重要性较高。

2) 与政府的关联度高: 公司由邹城市国资局直接控股, 根据政府意图承担邹城经济开发区范围内的基础设施建设, 以及邹城市范围内的公交运营及电力和热气销售等业务职能, 股权结构和业务开展均与政府具有高度的关联性。

3) 过往支持力度大: 公司在获得专营性业务、项目建设专项资金拨付、运营补贴等方面有良好记录, 政府资金注入和资产无偿划入对公司资本支出具有重要支撑。2022 年, 邹城市人民政府将 7 处国有城镇住宅、143 套直管公房及城乡联合供水资产 1 宗无偿划转至公司, 合计账面价值为 12.30 亿元; 财政补贴方面, 2022 年, 公司收到政府补助 4.47 亿元, 分别计入其他收益和营业外收入科目。

表 15: 2022 年邹城市区域平台比较 (亿元、%)

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
山东正方控股集团有限公司	邹城市国资局 100%	邹城市重要的基础设施投资建设主体	162.49	67.83	58.25	21.42	1.26	7.00
邹城市城资控股集团有限公司	邹城市国资局 100%	邹城市主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体	554.92	215.70	61.13	87.48	3.77	114.95
邹城市利民建设发展集团有限公司	邹城市国资局 90%	孟子湖新区 (生态科技新城) 的基础设施投资建设主体	212.36	82.46	61.17	16.36	1.41	22.90
邹城市圣城文旅集团有限公司	邹城市国资局 100%	邹城市文旅开发、建设	--	--	--	--	--	--
山东至澄农业发展有限公司	邹城市国资局 100%	邹城市现代农业开发、建设	--	--	--	--	--	--
邹城市恒泰控股集团有限公司	邹城市国资局 100%	邹城市老旧小区、棚户区改造	106.80	58.65	45.08	8.87	0.57	7.30

注: 1、债券融资余额为截至 2023 年 6 月 12 日上述企业本部公开市场存续境内信用债的债券本金余额。

资料来源: 公司提供及公开资料, 中诚信国际整理

综上, 中诚信国际认为, 邹城市政府较强的支持能力和较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为, 正方控股与各可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异; 当地政府对各公司均具备较强的支持能力和较强的支持意愿, 最终主体信用等级处于同一档次。

首先, 邹城市与齐河县、滨城区行政地位相当, 邹城市经济发展水平和财政实力处于各可比区域中的上游水平, 区域债务压力和市场融资环境相差不大, 整体来看对当地平台企业的支持能力处于同一档次。正方控股与各可比公司都是本级政府实际控制的重要的基础设施建设或国有资产投资及运营主体, 当地政府对各公司均具备较强的支持意愿。

其次, 正方控股的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对它的主要定位, 公司与可比对象均具有业务竞争优势, 主业发展突出, 区域业务专营程度高。

最后, 正方控股的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模处于比较组下游水平; 公司总债务规模及总资本化比率均居于中等水平, 存在一定债务压力; EBITDA 对利息的覆盖能

力在比较组中较弱；公司存有一定银行授信余额，但考虑到公司集中到期债务规模较大，备有流动性仍有待进一步提高，需持续关注公司再融资情况。

表 16：2022 年同行业对比表

	正方控股	齐河城投	滨城经开
最新主体信用等级	AA/稳定	AA/稳定	AA/稳定
地区	济宁市-邹城市	德州市-齐河县	滨州市-滨城区
GDP（亿元）	1,009.06	428.2	546.76
GDP 增速（%）	5.0	5.0	3.9
人均 GDP（万元）	8.76	7.43	8.61
一般公共预算收入（亿元）	85.70	46.1	45.03
公共财政平衡率（%）	101.07	69.82	97.11
政府债务余额（亿元）	102.63	80.64	145.72
控股股东及持股比例	邹城市国资局 76.51%	齐河城投建设集团有限公司 100%	滨州市惠众财金投资集团有限公司 100%
职能及地位	邹城市重要的基础设施投资建设主体	齐河县主要的基础设施投资建设主体	滨城区重要的基础设施建设投融资主体
核心业务及收入占比	项目建设 54.26%、商品贸易 26.23%、公交运营及加气 1.50%、电气和热力销售 4.52%	工程施工 18.33%、销售收入 18.22%、土地转让 18.75%、房地产销售 28.50%	房产销售业务 46.38%、基础设施建设业务 38.72%、商品贸易业务 14.77%、租赁业务 10.44%
总资产（亿元）	162.49	468.31	278.30
经调整的所有者权益合计（亿元）	67.83	210.69	88.82
总债务（亿元）	70.16	184.24	113.18
总资本化比率（%）	50.84	48.57	56.03
营业总收入（亿元）	21.42	33.03	19.26
净利润（亿元）	1.26	5.74	1.24
EBITDA（亿元）	1.17	8.34	4.74
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.62	1.21	1.05
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	6.55	7.86	-5.36
可用授信余额（亿元）	4.33	24.93	18.79
债券融资余额（亿元）	7.00	37.00	8.00

注：1、债券融资余额为截至 2023 年 6 月 12 日上述企业本部公开市场存续境内信用债的债券本金余额。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

偿债保障措施

中投保为本次跟踪债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中投保前身为 1993 年 12 月成立的中国经济技术投资担保公司，由财政部和原国家经贸委共同发起组建，截至 2023 年 3 月末，公司注册资本为 45.00 亿元，主要持股股东共 10 家，其中中国开发投资集团有限公司持股比例为 48.93%，为公司控股股东。截至 2022 年末，中投保资产总额为 279.76 亿元，在保余额为 827.82 亿元，核心资本放大倍数为 10.14 倍；2022 年新增代偿金额为 1.06 亿元，累计代偿率为 0.18%。截至 2023 年 3 月末，中投保资产总额为 282.37 亿元，在保余额为 880.18 亿元，核心资本放大倍数为 10.29 倍。

2006 年起中投保被纳入国投集团公司全资子公司管理体系，成为国投集团公司重点发展的金融服务业中的重要组成部分，具有较高的战略重要性。国投集团公司于 2013 年 10 月出具支持函，承诺会根据中投保经营发展需要，在公司面临流动性困难时，在国家法律和政策允许范围内给予必

要的注资或提供流动性支持，以支持其业务发展，同时表示充分认可中投保经营业绩及发展潜力，将长期维持控股股东地位，并对中投保未来经营发展给予充分的、持续的支持。

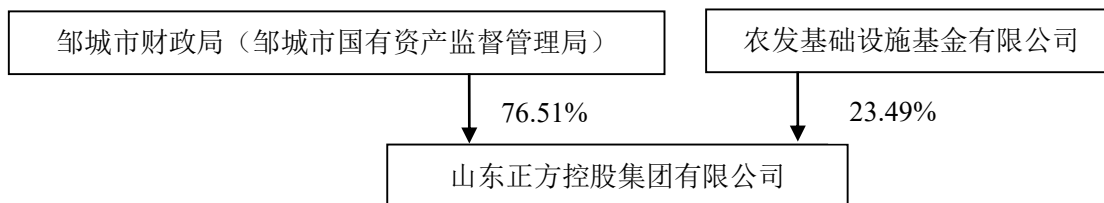
中投保公司较强的股东背景、在国内担保行业中的领先优势、较强的综合经营能力、多元化的融资来源、较好的盈利情况以及良好的治理机制等正面因素对中投保整体经营及信用水平起到了有力的支撑作用。

综上，中诚信国际维持中国投融资担保股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；中诚信国际认为中国投融资担保股份有限公司具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为本次跟踪债券的按期偿还提供有力的保障。

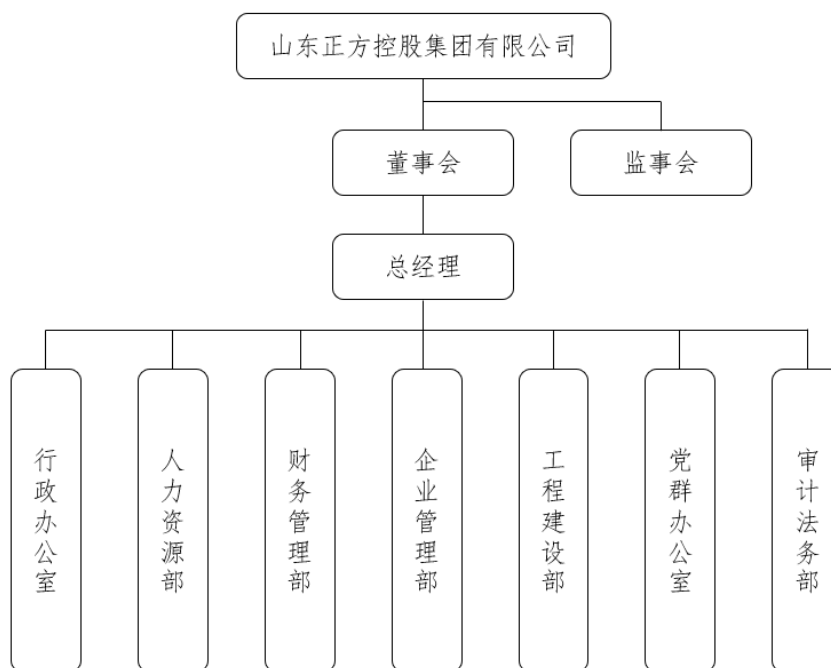
评级结论

综上所述，中诚信国际维持山东正方控股集团有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“23 正方绿色债/G 正方 01”信用等级为 **AAA**。

附一：山东正方控股集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2022 年末)



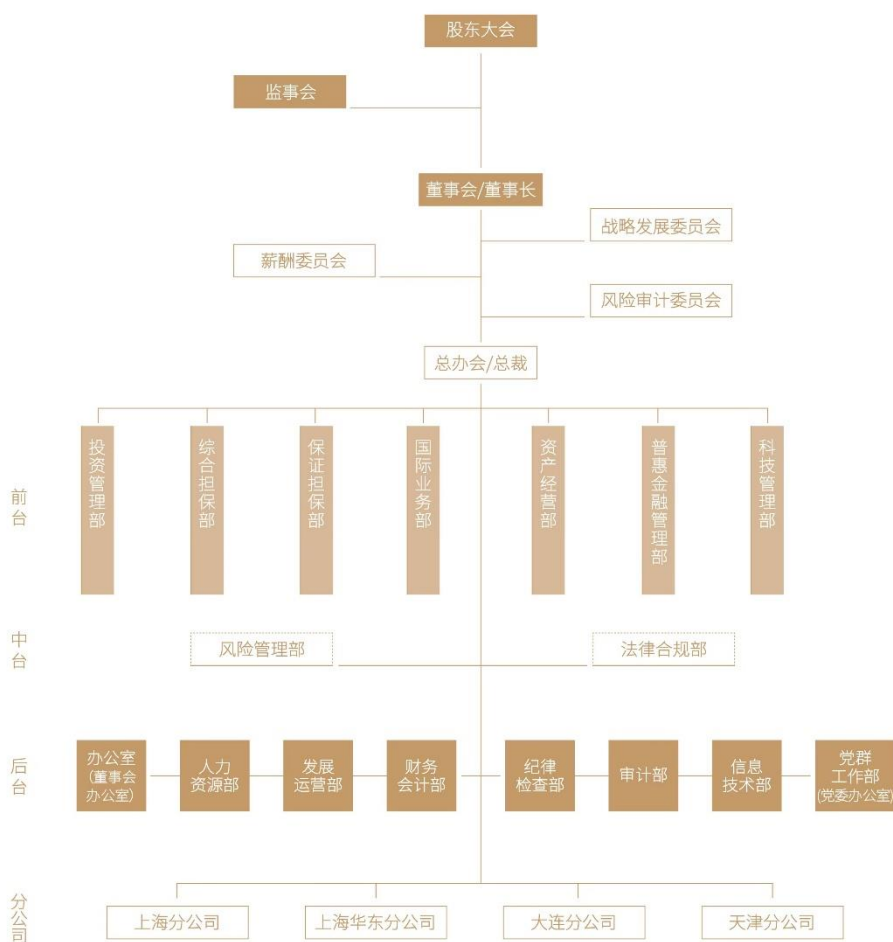
序号	一级子公司名称	注册资本	持股比例（%）
1	邹城市国运公共交通有限公司	300.00	84.67
2	山东正方机动车驾驶员培训有限公司	900.00	100.00
3	山东正方智能机器人产业发展有限公司	3,000.00	100.00
4	邹城市科创投资有限公司	1,000.00	100.00
5	邹城市顺发置业有限公司	1,000.00	100.00
6	邹城政源通能源科技有限公司	10,000.00	100.00
7	邹城市圣福园实业有限公司	5,000.00	100.00
8	邹城市正德劳务服务有限公司	220.00	100.00
9	邹城市正方能源投资有限公司	10,000.00	97.56
10	邹城市隆城投资发展有限责任公司	54,445.62	100.00
11	邹城市龙腾实业发展有限公司	5,650.00	100.00
12	邹城市正方园区运营管理有限公司	6,440.00	100.00
13	邹城市新动能产业投资基金合伙（有限合伙）	--	99.9964
14	邹城工业区宝信投资有限公司	29,808.65	93.97



资料来源：公司提供

附二：中国投融资担保股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）

股东名称	股份（亿股）	持股比例（%）
国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93
青岛信保投资发展合伙企业（有限合伙）	7.93	17.62
信宸资本担保投资有限公司	3.01	6.68
金鼎投资（天津）有限公司	2.98	6.63
鼎晖嘉德（中国）有限公司	2.70	6.00
TETRAD VENTURES PTE LTD	2.06	4.57
中信证券投资有限公司	1.14	2.54
孙晨	0.45	1.00
宁波华奥股权投资合伙企业（有限合伙）	0.40	0.89
上海义信投资管理有限公司	0.39	0.87
合计	43.07	95.73



资料来源：中投保提供，中诚信国际整理

附三：山东正方控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	27,693.16	78,494.99	95,848.42
非受限货币资金	17,693.16	15,673.99	29,493.90
应收账款	4,865.86	13,312.99	129,047.37
其他应收款	140,280.76	218,886.42	200,344.51
存货	582,104.78	676,406.38	587,317.64
长期投资	18,354.68	44,806.50	37,420.11
在建工程	327.56	130,479.16	104,582.10
无形资产	52,780.97	86,716.49	81,715.79
资产总计	1,001,257.67	1,389,781.47	1,624,879.42
其他应付款	140,176.34	262,462.25	350,064.75
短期债务	167,685.43	297,252.74	468,452.84
长期债务	187,707.04	310,825.05	233,112.20
总债务	355,392.47	608,077.79	701,565.04
负债合计	534,442.26	880,815.61	946,558.87
利息支出	23,095.25	33,675.74	38,225.74
经调整的所有者权益合计	462,315.41	508,965.86	678,320.55
营业总收入	76,886.19	153,693.37	214,212.67
经营性业务利润	-9,011.93	-16,754.09	-15,680.49
其他收益	13,811.91	11,535.15	14,535.14
投资收益	633.90	106.96	1,705.34
营业外收入	25,816.87	30,137.82	30,162.40
净利润	9,544.47	9,150.17	12,578.41
EBIT	14,342.80	16,430.21	25,197.66
EBITDA	21,171.89	26,929.73	39,034.43
销售商品、提供劳务收到的现金	144,084.56	157,562.17	95,063.89
收到其他与经营活动有关的现金	71,910.87	52,211.80	139,716.44
购买商品、接受劳务支付的现金	146,756.86	223,900.48	101,944.00
支付其他与经营活动有关的现金	71,479.11	42,805.23	30,781.17
吸收投资收到的现金	750.00	201.00	22,100.00
资本支出	483.47	4,013.75	47,136.71
经营活动产生的现金流量净额	-14,757.53	-75,282.35	65,510.14
投资活动产生的现金流量净额	-7,072.46	-28,779.57	-47,589.03
筹资活动产生的现金流量净额	22,450.30	102,042.75	-4,101.20
现金及现金等价物净增加额	620.32	-2,019.17	13,819.91
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	7.23	9.52	8.16
期间费用率（%）	35.76	26.54	21.10
应收类款项占比（%）	14.50	16.71	20.27
收现比（X）	1.87	1.03	0.44
资产负债率（%）	53.38	63.38	58.25
总资本化比率（%）	43.46	54.44	50.84
短期债务/总债务（%）	47.18	48.88	66.77
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.64	-2.24	1.71
总债务/EBITDA（X）	16.79	22.58	17.97
EBITDA/短期债务（X）	0.13	0.09	0.08
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.92	0.80	1.02

注：1、中诚信国际根据正方控股提供的经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告、经北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告整理，其中 2020 年数据使用 2021 年审计报告期初数，2021 年数据使用 2022 年审计报告期初数，2022 年数据使用 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将其他应付款中属于债务的部分调整至短期债务、将长期应付款、实收资本中属于债务的部分调整至长期债务。

附四：中国投融资担保股份有限公司财务数据（合并口径）

财务数据（金额单位：百万元）	2020	2021	2022	2023.3
资产				
货币资金	8,825.06	7,141.10	6,528.94	6,119.03
买入返售金融资产	32.41	357.98	618.45	261.25
交易性金融资产	8,347.66	9,804.86	8,895.14	9,826.03
债权投资	1,980.29	1,760.47	2,730.95	2,795.60
其他债权投资	2,419.68	2,841.81	4,589.81	4,570.98
长期股权投资	1,943.86	2,155.39	2,374.09	2,420.80
投资性房地产	430.63	284.12	275.23	287.30
现金及投资资产合计	23,979.60	24,345.73	26,012.60	26,281.00
资产合计	25,851.84	26,256.35	27,975.72	28,236.77
负债及所有者权益				
短期借款	3,115.27	3,287.44	3,286.08	3,295.00
长期借款	4,294.58	4,367.10	5,345.72	5,409.27
应付债券	4,597.21	4,474.66	4,458.98	4,403.21
未到期责任准备金	370.56	918.13	1,522.70	1,630.96
担保赔偿准备金	1,017.12	1,203.60	1,352.66	1,393.03
担保损失准备金合计	1,387.68	2,121.73	2,875.37	3,023.99
存入担保保证金	44.78	39.26	13.62	39.55
其他负债	218.57	260.49	604.60	547.38
负债合计	14,210.00	15,121.51	17,034.18	17,167.94
股本	4,500.00	4,500.00	4,500.00	4,500.00
其他综合收益	607.00	336.29	(2.83)	16.42
其他权益工具	3,486.45	3,486.45	3,495.81	3,495.81
所有者权益合计	11,641.84	11,134.84	10,941.54	11,068.83
利润表摘要				
担保业务收入	215.94	998.62	1,342.36	325.91
担保赔偿准备金支出	(666.66)	(182.69)	(148.26)	(40.21)
提取未到期责任准备	78.40	(547.57)	(604.58)	(108.25)
担保业务净收入	(378.13)	262.26	492.72	141.64
利息净收入	(321.74)	(227.88)	(186.66)	(73.57)
投资收益	2,996.70	1,198.59	727.18	139.14
营业费用	(625.27)	(381.88)	(463.39)	(90.95)
税金及附加	(24.24)	(15.62)	(18.04)	(2.25)
营业利润	1,251.76	1,032.37	579.64	101.78
税前利润	1,249.77	1,032.44	580.28	115.61
所得税	(415.70)	(224.97)	(37.30)	(7.57)
净利润	834.07	807.47	542.98	108.04
担保组合				
在保余额	48,002.70	63,462.15	82,782.06	88,017.62
年新增担保额	19,203.34	42,910.17	47,062.30	9,751.88
在保责任余额	46,952.69	62,201.18	80,551.73	84,168.08
融资担保责任余额	36,898.14	43,194.97	50,666.67	51,592.50

附五：中国投融资担保股份有限公司主要指标（合并口径）

财务指标	2020	2021	2022	2023.3
年增长率（%）				
现金及投资资产	(7.05)	1.53	6.85	1.03
总资产	(2.49)	1.56	6.55	0.93
担保损失准备金	71.83	52.90	35.52	5.17
所有者权益	9.14	(4.36)	(1.74)	1.16
担保业务收入	21.04	362.46	31.50	--
担保业务成本	--	23.95	11.42	--
担保业务净收入	(248.98)	--	87.87	--
投资收益	71.23	(60.00)	(39.33)	--
业务及管理费用	32.47	(38.93)	21.34	--
营业利润	29.02	(17.53)	(43.85)	--
净利润	0.39	(3.19)	(32.76)	--
年新增担保额	118.98	123.45	9.68	--
在保余额	(4.31)	32.21	30.44	6.32
在保责任余额	(4.07)	32.48	29.50	4.49
盈利能力（%）				
营业费用率	26.00	29.16	43.89	29.53
投资回报率	10.75	4.02	2.15	--
平均资产回报率	3.19	3.10	2.00	--
平均资本回报率	7.48	7.09	4.92	--
担保组合质量(%)				
年内代偿额	32.17	0.00	105.71	68.32
年内回收额	23.99	3.78	106.51	68.48
年内代偿率	0.15	0.00	0.38	1.51
累计代偿率*	0.09	0.14	0.18	--
累计回收率*	104.34	59.11	97.39	--
担保责任准备金/在保责任余额	2.96	3.41	3.57	3.59
担保业务集中度（%）				
最大单一客户在保余额/核心资本	23.69	18.91	17.49	17.61
最大十家客户在保余额/核心资本	191.55	152.08	135.09	136.62
资本充足性				
净资产（百万元）	11,641.84	11,134.84	10,941.54	11,068.83
核心资本（百万元）	7,599.20	7,614.72	7,947.01	8,176.21
净资产放大倍数（X）	4.03	5.59	7.36	7.60
核心资本放大倍数（X）	6.18	8.17	10.14	10.29
融资担保放大倍数（X）	3.67	4.94	5.37	3.18
流动性(%)				
高流动性资产/总资产	35.58	32.32	26.16	27.77
高流动性资产/在保责任余额	19.59	13.64	9.09	9.31

注：累计代偿额、累计代偿率、累计回收率为三年累计数据。

附六：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附七：中国投融资担保股份有限公司基本财务指标计算公式

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

附八：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

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

注：1、除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn