



神木市国有资本投资运营集团有限公司 2024 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[2024]跟踪 1551 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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 2024 年 6 月 26 日至 2024 年 6 月 28 日。主体评级有效期内，中诚信国际将对评级对象进行跟踪评级，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 26 日

| | | |
|---|---|---------------------|
| 本次跟踪发行人及评级结果 | 神木市国有资本投资运营集团有限公司 | AA ⁺ /稳定 |
| 跟踪评级原因 | 根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需在“22 神木国资 MTN001”和“24 神木 01”存续期内对公司进行定期或不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。 | |
| 评级观点 | 本次跟踪维持主体上次评级结论，主要基于神木市国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“神木国资”或“公司”）煤矿赋存条件好，参股煤炭资产优质、可获得丰厚的投资收益，较好的盈利能力等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到煤炭价格波动、对子公司管控能力及业务整合能力亟待提升，委贷和担保借款逾期等因素对公司经营及整体信用状况的影响。 | |
| 评级展望 | 中诚信国际认为，神木市国有资本投资运营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：公司煤炭禀赋显著提升，煤炭产销量大幅增长，竞争实力明显增强，公司盈利大幅增长且具有可持续性，资本实力显著增强，外部支持力度明显增加等。 | |
| | 可能触发评级下调因素：煤炭资源禀赋显著下降；煤炭产销明显受阻，竞争实力大幅下滑；非煤业务出现重大风险，经营情况持续恶化；财务杠杆急剧攀升，经营获现对债务本息覆盖能力大幅弱化；融资环境变化使得融资渠道收窄，融资能力大幅下降；公司地位下降，政府对公司的支持能力和支持意愿发生重大变化。 | |
| 正 面 | | |
| <div>■ 公司煤矿赋存条件好，可采年限很长，开采难度较低，吨煤制造成本处于行业内较低水平。</div> <div>■ 公司参股煤炭资产优质，可获得丰厚的投资收益。</div> <div>■ 跟踪期内，公司较好的盈利能力使得权益规模不断累积，资本结构较为稳健。</div> | | |
| 关 注 | | |
| <div>■ 煤炭价格波动对公司盈利情况的影响。</div> <div>■ 公司对子公司管控能力及业务整合能力亟待提升。</div> <div>■ 公司委托贷款和对外担保借款均出现逾期情况，需关注相关资金的回收情况。</div> | | |

项目负责人：肖 瀚 hxiao@ccxi.com.cn

项目组成员：李路易 lyli01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

| 神木国资（合并口径） | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.1~3/2024.3 |
|-------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 资产总计（亿元） | 439.16 | 583.98 | 726.09 | 750.95 |
| 所有者权益合计（亿元） | 304.17 | 413.39 | 515.11 | 513.30 |
| 负债合计（亿元） | 134.99 | 170.59 | 210.98 | 237.66 |
| 总债务（亿元） | 73.55 | 83.90 | 80.58 | -- |
| 营业总收入（亿元） | 48.32 | 66.18 | 62.87 | 12.96 |
| 净利润（亿元） | 60.26 | 119.62 | 88.31 | 14.56 |
| EBITDA（亿元） | 66.48 | 129.60 | 97.53 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 2.71 | 36.71 | 18.70 | -0.03 |
| 营业毛利率（%） | 39.54 | 56.11 | 44.48 | 42.88 |
| 总资产收益率（%） | 14.55 | 24.61 | 14.39 | -- |
| 资产负债率（%） | 30.74 | 29.21 | 29.06 | 31.65 |
| 总资本化比率（%） | 19.47 | 16.87 | 13.53 | -- |
| 总债务/EBITDA（X） | 1.11 | 0.65 | 0.83 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 47.34 | 95.83 | 35.33 | -- |
| FFO/总债务（X） | 0.15 | 0.29 | 0.17 | -- |
| 神木国资（母公司口径） | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.1~3/2024.3 |
| 资产总计（亿元） | 260.60 | 338.51 | 394.26 | 414.80 |
| 所有者权益合计（亿元） | 211.63 | 279.89 | 342.18 | 338.51 |
| 负债合计（亿元） | 48.98 | 58.61 | 52.08 | 76.29 |
| 总债务（亿元） | 40.98 | 49.50 | 41.60 | -- |
| 营业总收入（亿元） | 1.13 | 1.34 | 0.63 | 0.09 |
| 净利润（亿元） | 52.65 | 96.23 | 60.81 | 11.25 |
| EBITDA（亿元） | 53.75 | 97.36 | 62.55 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | -13.10 | 1.82 | -21.95 | -5.92 |
| 营业毛利率（%） | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 总资产收益率（%） | 20.62 | 32.50 | 17.07 | -- |
| 资产负债率（%） | 18.79 | 17.31 | 13.21 | 18.39 |
| 总资本化比率（%） | 16.22 | 15.03 | 10.84 | -- |
| 总债务/EBITDA（X） | 0.76 | 0.51 | 0.67 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 55.51 | 100.99 | 32.42 | -- |

注：1、中诚信国际根据神木国资提供的其经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数。2、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，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。3、中诚信国际债务统计时将公司长期应付款和资产弃置义务中的债务纳入总债务计算。

同行业比较（2023 年数据）

| 公司简称 | 原煤产量（万吨） | 资产总额（亿元） | 资产负债率（%） | 营业总收入（亿元） | 净利润（亿元） |
|------|----------|----------|----------|-----------|---------|
| 徐矿集团 | 1,690 | 648.53 | 57.38 | 374.92 | 25.76 |
| 榆能集团 | 2,362 | 1,020.13 | 52.25 | 1,013.53 | 87.86 |
| 神木国资 | 464 | 726.09 | 31.65 | 62.87 | 88.31 |

中诚信国际认为，神木国资煤炭矿井单一，产量小，作为县级市煤炭采掘主体，竞争实力较弱；公司资产规模处于中等，收入位于行业中下游，但盈利能力处于行业前列；此外，公司财务杠杆处于行业较好水平。

注：“徐矿集团”为“徐州矿务集团有限公司”简称；“榆能集团”为“陕西榆林能源集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

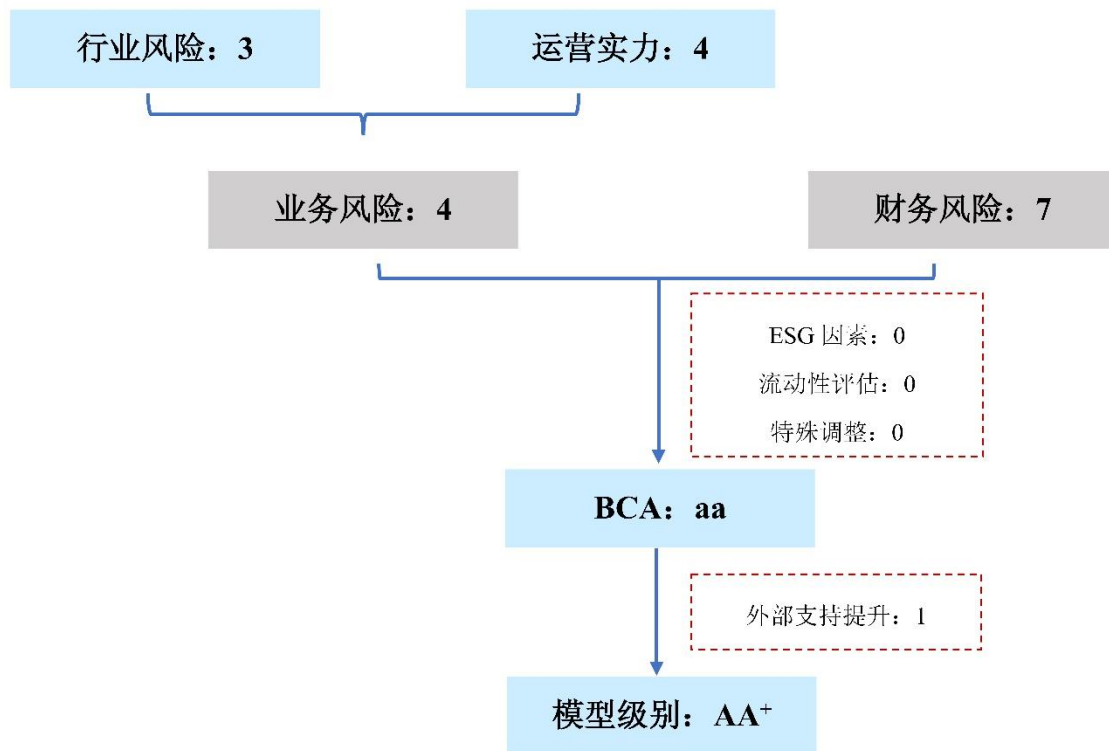
本次跟踪情况

| 主体简称 | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 上次评级有效期 |
|------|--------|--------|-------------------|
| 神木国资 | AA+/稳定 | AA+/稳定 | 2023/6/26 至本报告出具日 |

● 评级模型

神木市国有资本投资运营集团有限公司评级模型打分

(C020000_2024_06_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司是神木市最核心的国有资本运营平台，是神木市参与煤炭资源开发、投融资及整合以及进行基础设施建设的主体，可获得神木市政府的有力支持。在神木市政府的协调下，公司参股了较多优质煤炭公司股权，外部支持调升 1 个子级。

方法论: 中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2024_06

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，2023 年我国煤炭供求紧张局面明显缓解，煤炭价格出现回落但仍处于相对高位；电力、钢铁、建材等下游行业需求对煤炭需求提供支撑基础；国内煤炭产量保持增长态势，叠加进口煤补充调剂，煤炭供给面将延续宽松格局，国内煤炭价格中枢或将下行；“双碳”政策下，预计未来煤炭需求增长受限，煤炭企业盈利及获现能力或将回落。

全国煤炭消费持续增长但增速受下游需求变化等因素影响有所波动。电力行业仍是煤炭需求的重要支撑，钢铁、建材及化工行业用煤需求增量有限，煤炭需求仍有支撑基础；长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策将压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速或将由正转负。

近年来国内煤炭产量保持增长态势，2023 年进口煤炭量同比大幅增长，煤炭供给面将延续宽松格局，短期内动力煤价格中枢或将下行但降幅空间有限，炼焦煤因稀缺属性，价格有下行压力但仍有一定支持基础。长期来看，在需求增速放缓，煤炭供应弹性能力建立情况下，煤炭价格将在合理稳定区间运行。未来煤炭供需紧张的态势持续缓解，煤炭价格或承压，煤炭企业盈利及获现能力或将回落，偿债指标表现或趋弱，但考虑到行业融资环境有所改善，煤炭企业债务接续仍较有保障。

详见《中国煤炭行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10925?type=1>

中诚信国际认为，公司煤矿单一，产量小，但可采年限长，资源禀赋好；公司作为县级市属煤炭采掘主体，自产煤规模小，市场占有率低，但公司参股煤矿均为过千万吨大型煤矿，能够获得较为可观的投资收益；公司非煤业务对公司的利润形成一定的补充，但规模较小、贡献有限。类金融业务存在资金占用，且委托贷款业务和担保业务出现逾期，中诚信国际将持续关注相关资金回收情况。此外，公司未来投资规模整体处于可控范围内。

2023 年以来，公司产权结构无变化；董事会离任两人，董事长仍处于空缺状态；作为神木市最主要的国有资产运营管理主体，主要为加速神木市城市化和现代化进程服务，战略方向较为明确。

截至 2024 年 3 月末，神木市人民政府持有公司 100% 股权，是公司唯一股东和实际控制人。2023 年以来，公司董事会离任两人，截至 2024 年 3 月末，公司董事会成员共 7 人，董事长仍处于空缺状态。

2023 年，公司子公司通过投资设立以及股权收购，新纳入合并范围七家主体。

公司作为神木市最主要的国有资产运营管理主体，秉承服务重点项目及产业发展这一宗旨，通过整合分散的国有资本，实现对其他资本的引导，加快重点项目的建设，同时加大对中小企业的扶持力度，为加速神木市城市化和现代化进程服务，战略方向较为明确。

公司煤炭矿井单一，但煤种优质，服务年限较长，煤炭资源禀赋好。公司作为县级市属煤炭采掘主体，煤炭向外供应量不大，区域市场份额较小。2023 年在新核增产能释放的背景下，公司煤炭产量有所上升。公司参股煤矿产能规模大，生产成本低，近年来公司能够从参股煤矿获得大规模的投资收益。公司煤炭贸易规模较大，但对公司利润贡献有限。

公司自产煤炭矿井为石窑店煤矿，煤种为长焰煤、不粘煤，热值较高，是优质动力煤、气化用煤及化工用煤，产品以沫煤、块煤、籽煤为主，煤质优良。截至 2023 年末，石窑店煤矿资源储量为 8.09 亿吨，可采储量为 5.16 亿吨，核定产能为 500 万吨/年¹。2023 年煤炭产量同比增长 35.16% 至 463.79 万吨，主要系新增产能得以释放所致。2024 年一季度，受低基数的影响，公司煤炭产量同比有所上升。公司在产矿井煤层埋藏较浅，开采条件简单，矿井采掘工作面为综采、综掘施工工艺，2023 年公司吨煤制造成本仍处于行业内较低水平。自产煤销售方面，在产量提升以及石窑店煤矿新增贸易煤的带动下，2023 年煤炭销量有所上升。价格方面，受煤炭行业供需格局变化，整体供给宽松转变影响，2023 年煤炭销售均价同比有所下降，煤炭板块盈利能力有所弱化。从竞争格局来看，陕西省为煤炭调出区域，煤炭供应量大。公司作为县级市属煤炭采掘主体，煤炭向外供应量相较于同区域的国家级及省市级大型煤炭企业而言，不具备规模优势，区域市场份额较小。2024 年一季度，煤炭行业景气度依旧承压，公司煤炭销售均价较 2023 年全年均价有所下降，但考虑到公司煤炭开采成本较低，公司煤炭业务继续保持较强的盈利能力。参股煤炭方面，公司直接参股的红柳林矿业、柠条塔矿业、张家峁矿业、曹家滩矿业和陕西小保当矿业有限公司（以下简称“小保当矿业”）²煤炭资源赋存条件优异、单矿产能规模大、生产成本低，2023 年上述矿井生产经营状况很好，盈利能力很强；当年公司从上述矿井共获得投资分红 73.53 亿元，同比有所增长³，是利润的重要来源。此外，2023 年 11 月公司参股国家能源集团陕西神延煤炭有限责任公司（以下简称“西湾煤矿”）⁴，在煤炭价格下降的背景下，公司参股优质煤矿规模的扩大或将有助于公司保持一定规模的投资收益。煤炭贸易收入是公司收入的重要组成部分，2023 年，公司煤炭贸易规模有所扩大，但受煤炭价格下降的影响，公司贸易收入同比有所下降。

表 1：近年来公司煤炭产销情况（万吨、元/吨）

| 指标 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.1~3 |
|--------|--------|--------|--------|----------|
| 煤炭产量 | 275.64 | 343.15 | 463.79 | 131.53 |
| 煤炭销量 | 275.64 | 343.15 | 627.25 | 194.30 |
| 煤炭销售均价 | 711.66 | 842.18 | 571.42 | 515.50 |

注：2023 年和 2024 年一季度，石窑店煤矿销售包含部分贸易煤数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：公司参股煤矿情况（%、亿吨、万吨/年、万吨）

| | 持股比例 | 地质储量 | 可采储量 | 2024 年 3 月 末核定产能 | 产量 | | | |
|--|------|------|------|---------------------|------|------|------|----------|
| | | | | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.1~3 |

¹ 2022 年石窑店煤矿核增产能 200 万吨，陕西省发展和改革委员会以陕发改能煤炭[2022]1647 号同意石窑店煤矿生产能力核定为 500 万 t/a。

² 2022 年 10 月，公司参股小保当矿业。

³ 2023 年公司投资分红同比有所增长主要系对 2022 年的投资收益进行分红。

⁴ 2023 年，公司参股西湾煤矿实现投资收益 1.81 亿元。

| | | | | | | | | |
|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 红柳林矿业 | 25.00 | 19.54 | 11.35 | 1,800 | 2,290 | 2,508 | 1,793 | 449 |
| 柠条塔矿业 | 24.00 | 22.33 | 15.99 | 2,000 | 1,979 | 2,126 | 1,950 | 508 |
| 张家峁矿业 | 45.00 | 6.85 | 4.27 | 1,100 | 1,180 | 1,272 | 1,090 | 395 |
| 曹家滩矿业 | 5.40 | 23.76 | 12.85 | 1,700 | 1,500 | 1,717 | 1,664 | 391 |
| 小保当矿业 | 9.97 | 38.92 | 19.04 | 1,000 | 980 | 1,022 | 990 | 378 |
| 西湾煤矿 | 7.50 | 7.23 | 5.18 | 1,000 | 962 | 925 | 984 | 352 |
| 合计 | -- | 118.63 | 68.68 | 8,600 | 8,891 | 9,570 | 8,471 | 2,473 |

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司非煤业务主要为服务神木市重点项目及产业发展，盈利能力一般。类金融业务资金占用明显，存在一定风险，其中委托贷款存在逾期，对其回收情况应予以密切关注，此外公司股权类投资项目整体经营偏弱。

供水业务方面，截至 2024 年 3 月末，公司供水能力较上年同期无变化，为 35.00 万立方米/日；2023 年，在工业园区用水量上升以及非居民（工业）供水价格上调的影响下，公司供水业务收入明显上升。

公司下属子公司神木市城市建设投资集团有限公司（以下简称“城投集团”）承担神木市棚户区改造、基础设施和重点城建工程建设等职能。棚户区改造方面，截至 2024 年 3 月末，城投集团已完工棚改项目为神木县旧城棚户区（环城路）改造项目，该项目实际投资 16.41 亿元，神木市政府已回购 11.07 亿元，其中 2023 年回购金额为 0.48 亿元。在建项目仅为神木县旧城南片棚户区改造项目（一期），计划总投资 15.38 亿元，已投资 13.68 亿元，已收到回购款 15.38 亿元。委托代建业务方面，2023 年城投集团代建神木市卫生局的神木市医院项目，投资总额为 15.00 亿元，截至 2024 年 3 月末已投资 5.00 亿元。城投集团已完工项目大部分已结转并回款，在建项目款项到位较为及时，基本能够与项目进度相匹配。在承接的政府项目中，城投集团部分项目实行自建运营方式，即完工后通过自主运营实现资金平衡，截至 2024 年 3 月末，城投集团已完工并投入使用的项目为集中供热管道和产业发展中心大楼，总投资 15.68 亿元，2023 年实现租赁收入 1.28 亿元。房地产业务方面，截至 2024 年 3 月末，城投集团在推进项目为城投壹号 and 百顺世家项目，总投资为 19.60 亿元，已投资 13.40 亿元，其中 2023 年投资 3.61 亿元。

委托贷款管理方面，业务模式未发生重大变化且委托贷款余额持续压降，截至 2024 年 3 月末，公司委托贷款余额为 10.33 亿元，委托贷款逾期未还金额 5.43 亿元，处于法院执行阶段金额 1.47 亿元。由于下游客户资质不一，委贷业务实际风险较大，中诚信国际将对公司委托贷款收回情况保持持续关注。

担保业务方面，截至 2024 年 3 月末，神木市中小企业融资担保有限公司（以下简称“神木中小担”）在保项目共 21 个，被担保企业均为神木市企业，担保余额合计 1.69 亿元，公司所担保项目不存在违约情况，代偿率均为 0。

陕西神木创业投资有限公司（以下简称“神木创投”）投资项目投资规模均不大。2023 年，神木创投出资 1,500 万元参股神木市兰炭集团有限公司，股权比重为 30%。神木创投目前主要项目整体经营偏弱，未来投资收益具有一定不确定性，需关注其投资风险。

神木市金融控股集团有限公司（以下简称“金控集团”）融资租赁业务目前主要以债权业务为主，

客户在神木市内，期限一般为 3 年，年化利率最高为 7.2%。2023 年，金控集团实现营业收入 0.83 亿元，净利润 0.35 亿元。

公司未来资本支出主要集中在煤炭产业以及自营性项目建设投资方面，同时公司还承担扶持中小企业的职责。

公司将秉承服务重点项目及城市建设的宗旨，整合分散的国有资本，加快重点项目的建设，同时加大对中小企业的扶持力度，为加速神木市城市化和现代化进程服务。公司未来主要投资领域将围绕煤炭产业⁵和基础设施建设，煤炭产业方面，拟建项目主要为木独石犁南—牛定壕项目；基础设施建设方面，公司正在投资建设市区集中供热工程、榆林引黄供水工程神木工作段、神木高科城项目。目前公司多数在投项目建设进度较慢，中诚信国际将持续关注项目建设进度、未来的运营以及基建项目的资金回收情况。

财务风险

中诚信国际认为，随着煤炭价格回落，公司盈利能力有所弱化但仍保持在较高水平；近年来煤炭行业维持在周期高位的背景下利润持续累积推动公司所有者权益持续上升，财务杠杆水平呈不断下降趋势；公司可凭借其很好的盈利获现能力以及持续的投资分红为债务付息提供保障，同时凭借多重外部融资渠道及较强的外部融资能力实现到期债务续接，整体偿债能力保持在很好水平。

盈利能力

2023 年，虽然在新增产能释放的推动下，公司煤炭销量有所上升，但受煤炭价格回落的影响，公司煤炭业务销售收入同比有所下降，毛利率亦有所下降；在工业用水价格提升以及供应量上升的推动下，公司供水业务收入和毛利率均明显上升。受房地产业务持续推动的影响，公司房地产收入大幅增长，毛利率保持稳定。综合来看，受煤炭业务毛利率下降的影响，公司经营性业务利润较上年大幅下降。2023 年，主要参股煤矿产量有所下降，叠加煤炭价格回落的影响，公司投资收益虽同比有所下降但仍保持较大规模。在利润总额下降以及总资产规模上升的综合影响下，2023 年公司总资产收益率有所下降，但仍处于行业较高水平。2024 年一季度，低基数影响下，公司煤炭产销较上年同期明显增长，带动煤炭业务收入较上年同期有所上升，但受煤炭价格回落的影响，煤炭业务毛利率较上年同期有所下降，从而拖累整体盈利能力。

资产质量

2023 年末，公司预付款项较上年末大幅增长，主要系对神木县生产发展基金管理中心款项大幅增加；其他应收款较上年末大幅增长，主要系对参股方陕西榆林能源集团榆神煤电有限公司应收股利增加以及新增神木市财政局借款所致，此外还包含对神木市国融精细化工有限公司（以下简称“国融化工”）1.07 亿元担保代偿款；棚改项目持续推动带动公司存货较上年末有所增长；在联营企业大规模发放股利的影响下，长期股权投资规模较上年末有所下降；对小保当矿业以及西湾煤矿增资推动其他权益工具投资较上年末小幅增长；购买木独石犁南—牛定壕采矿权推动公司无形资产较上年末大幅增长超过 50 亿，同时其他应付款新增神木市腾茂煤业有限公司 22.96 亿

⁵ 2023 年 3 月，公司子公司神木能源集团牛定壕矿业有限公司以 233.81 亿元竞得神木市木独石犁南—牛定壕区块煤炭勘探探矿权。

元⁶。综合影响下，公司总资产规模较上年末明显上升。近年来公司经营整体呈向好趋势，2023 年公司加大偿还债务力度，截至 2023 年末，公司债务规模较上年末小幅下降；受益于经营累计以及政府对公司资产划拨⁷，公司所有者权益规模较上年末大幅上升，公司财务杠杆整体呈下降趋势。截至 2024 年 3 月末，公司资产负债率小幅上升但仍处于较低水平。

现金流及偿债情况

2023 年，受煤炭价格下降的影响，公司经营获现能力有所弱化，经营活动净现金流较上年大幅下降；因参股煤矿分红，取得投资收益收到的现金仍保持较大规模，但受购买木独石犁南一牛定壕采矿权的影响，公司投资活动净现金流入规模大幅收窄；受对股东现金分红规模大幅减少的影响，公司筹资活动净现金流出规模大幅收窄。偿债方面，尽管公司盈利能力有所弱化，但公司 EBITDA 对总债务以及利息的覆盖仍保持很好水平⁸，整体偿债指标表现很强。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度为 75.76 亿元，可用授信为 13.49 亿元，备用流动性尚可。

表 3：近年来公司盈利能力和资产相关指标(%、亿元、X)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.3/2024.1~3 |
|----------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 营业收入 | 48.32 | 66.18 | 62.87 | 12.96 |
| 营业成本 | 29.21 | 29.05 | 34.90 | 7.40 |
| 投资收益 | 51.92 | 99.39 | 79.83 | 12.00 |
| 净利润 | 60.26 | 119.62 | 88.31 | 14.56 |
| 营业毛利率 | 39.54 | 56.11 | 44.48 | 42.88 |
| EBIT 利润率 | 132.22 | 190.21 | 149.93 | -- |
| 总资产收益率 | 14.55 | 24.61 | 14.39 | -- |
| 货币资金 | 78.49 | 131.58 | 163.78 | 176.17 |
| 预付款项 | 18.67 | 18.01 | 41.01 | 46.91 |
| 其他应收款 | 5.27 | 8.64 | 25.89 | 13.78 |
| 存货 | 32.57 | 37.56 | 46.46 | 47.24 |
| 长期股权投资 | 127.59 | 153.90 | 143.24 | 156.75 |
| 其他权益工具投资 | 61.97 | 116.72 | 131.08 | 135.79 |
| 固定资产 | 31.03 | 33.42 | 41.65 | 41.08 |
| 无形资产 | 7.14 | 7.05 | 57.47 | 57.45 |
| 资产总计 | 439.16 | 583.98 | 726.09 | 750.95 |
| 其他应付款 | 5.16 | 8.49 | 36.86 | 37.70 |
| 长期应付款 | 32.68 | 47.37 | 50.20 | 50.22 |
| 负债合计 | 134.99 | 170.59 | 210.98 | 237.66 |
| 未分配利润 | 112.40 | 186.08 | 265.62 | 259.77 |
| 所有者权益合计 | 304.17 | 413.39 | 515.11 | 513.30 |
| 短期债务 | 22.04 | 18.83 | 30.90 | -- |
| 总债务 | 73.55 | 83.90 | 80.58 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 2.71 | 36.71 | 18.70 | -0.03 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 7.55 | 53.10 | 18.69 | 10.43 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 1.41 | -35.51 | -6.00 | 2.00 |
| 资产负债率 (%) | 30.74 | 29.21 | 29.06 | 31.65 |
| 总资本化比率 (%) | 19.47 | 16.87 | 13.53 | -- |
| 总债务/EBITDA (X) | 1.11 | 0.65 | 0.83 | -- |

⁶ 公司与神木市腾茂煤业有限公司合资成立神木能源集团牛定壕矿业有限公司开发牛定壕煤矿，持股比例分别为 51%和 49%，双方按持股比例缴纳采矿权。

⁷ 神木市国有资产监督管理办公室拨付金控集团 4 亿元，神木市发展和改革委员会科技局代神木市国资拨付子公司陕西神木能源集团有限公司 0.5 亿元，神木市国有资产保值增值中心拨付子公司神木市农业投资集团有限公司 0.5 亿元，以上合计增加资本溢价 5 亿元。神木市水务集团（以下简称“水务集团”）采兔沟水库供水有限公司收到神木市采兔沟监管办公室移交资产 1.08 亿元，水务集团收到神木市水务局拨付资金 0.65 亿元，城投集团收到神木市住房和城乡建设局项目资本金 3.18 亿元，以上合计增加其他资本公积 4.90 亿元。

⁸ 2022 年部分利息支出与利息收入相互抵消，当期利息支出计算数据小于实际利息支出数据。

| | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|----|
| EBITDA 利息保障倍数 (X) | 47.34 | 95.83 | 35.33 | -- |
| FFO/总债务 (X) | 0.15 | 0.29 | 0.17 | -- |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司情况

公司母公司为投资控股型企业，履行全集团的管理、投资职责，实际经营主要由下属子公司开展，其利润主要来自参股煤矿投资收益。2023 年受煤炭价格下降的影响，以煤炭产业投资为主的投资收益较上年有所下降，为 61.75 亿元，但仍保持在较高水平，净利润为 60.81 亿元。母公司资产主要由合营和联营企业投资（长期股权投资）、货币资金等构成。随着债务的到期偿还，截至 2023 年末，母公司总债务规模较上年末有所下降。煤炭价格虽承压但仍保持相对高位，利润持续累积带动公司权益规模较上年末进一步增长，母公司总资本化比率较上年末进一步下降并保持在较低水平。受往来款大幅增加的影响，母公司经营活动净现金流呈大幅流出状态；受取得投资收益的影响，母公司投资活动净现金流呈持续大幅流入状态；受向股东分红大幅减少的影响，母公司筹资活动净流出规模较上年大幅收窄。虽然 2023 年投资收益有所下降，但母公司债务规模一般，偿债能力继续保持在较好水平。

或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计 9.15 亿元，约占同期末净资产比重的 1.78%，受限比例低，其中各类保证金和冻结的银行存款等受限货币资金为 2.26 亿元。

截至 2023 年末，公司对外担保余额为 33.47 亿元，约占同期末净资产比重的 6.50%。其中为控股股东、实际控制人和其他关联方提供担保的金额为 30.03 亿元。民营企业国融化工的经营状况不佳，2021~2023 年公司取得权益法核算其长期股权投资收益分别为-0.39 亿元、-0.28 亿元和-1.34 亿元，国融化工整体经营压力较大，部分借款发生过逾期，部分借款办理展期、借新还旧，其中一笔规模为 1.07 亿元的款项于 2023 年 3 月 11 日到期，公司已代偿。2024 年 3 月末，对国融化工剩余担保为 2 笔，合计余额为 4.34 亿元，其中一笔 2.7 亿元担保于 2024 年 3 月逾期。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020~2024 年 5 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁹

假设

——2024 年，煤炭供需紧张态势持续缓解，预计煤炭价格将有所下降；公司经营获现能力有所弱化，同时投资收益亦有所下降。

——2024 年，公司投资支出约为 10 亿元左右；

⁹ 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。

——2024 年，公司在建项目持续推进，总债务规模保持稳定。

预测

表 4：预测情况表

| 重要指标 | 2022 年实际 | 2023 年实际 | 2024 年预测 |
|------------|----------|----------|-------------|
| 总资本化比率 | 16.87 | 13.53 | 11.00~13.00 |
| 总债务/EBITDA | 0.65 | 0.83 | 0.90~1.10 |

资料来源：公司审计报告及中诚信国际预测

调整项

ESG¹⁰表现方面，公司注重可持续发展和安全管理；截至 2024 年 3 月末，公司董事长仍处于空缺状态，内控制度方面仍有待完善；公司对部分下属子公司缺乏实际管控，部分子公司实际由神木市人民政府直接管理，高管由神木市人民政府委派，自主运营并管理自有资金，公司对子公司管控能力及业务整合能力亟待提升。目前公司 ESG 表现位于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估**方面，公司经营获现能力较强，未使用授信额度充足，获得投资分红规模可观，合并口径现金及等价物储备充足，对债务覆盖程度高。目前公司债务融资工具发行顺畅，利率处于较低水平。公司资金流出主要用于债务还本付息及外部投资，现金对债务本息的保障程度高。公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

公司是神木市最核心的国有资本运营平台，是神木市参与煤炭资源开发、投融资及整合以及进行基础设施建设的主体，可获得神木市政府的有力支持，在神木市政府的协调下，公司参股了较多优质煤炭公司股权。

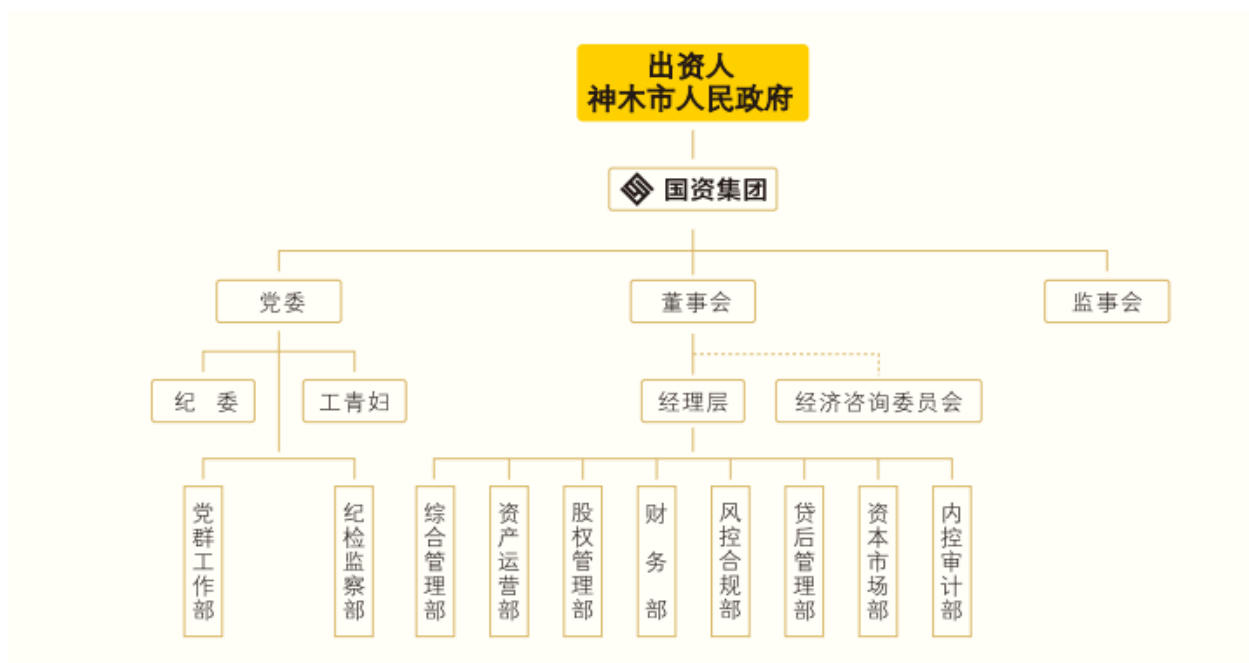
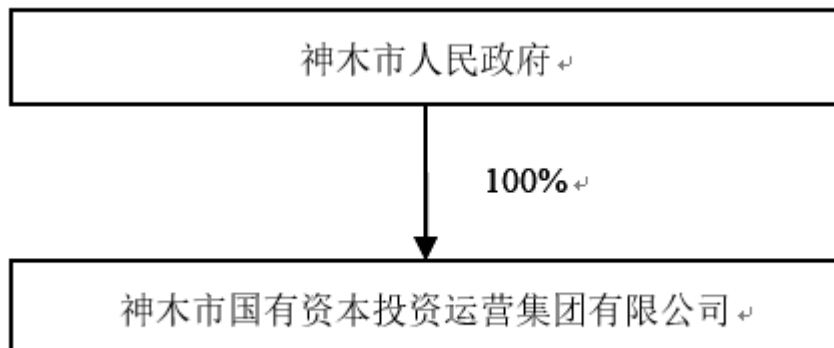
公司是神木市最核心的国有资本运营平台，是神木市参与煤炭资源开发、投融资及整合以及进行基础设施建设的主体，可获得神木市政府的有力支持。在神木市政府的协调下，公司参股了较多优质煤炭公司股权，公司能够从红柳林矿业、柠条塔矿业、张家峁矿业、曹家滩矿业和小保当矿业等优质煤矿持续获得投资收益，是公司利润的主要来源。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持神木市国有资本投资运营集团有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

¹⁰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。

附一：神木市国有资本投资运营集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



附二：神木市国有资本投资运营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) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.1~3/2024.3 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 货币资金 | 784,886.74 | 1,315,817.63 | 1,637,816.67 | 1,761,749.20 |
| 应收账款 | 14,255.18 | 13,761.69 | 21,432.21 | 31,586.02 |
| 其他应收款 | 52,690.63 | 86,384.21 | 258,918.46 | 137,784.37 |
| 存货 | 325,731.70 | 375,559.94 | 464,559.82 | 472,365.89 |
| 长期投资 | 2,020,143.52 | 2,784,537.56 | 2,780,153.58 | 2,964,878.48 |
| 固定资产 | 310,281.16 | 334,183.21 | 416,520.73 | 410,845.36 |
| 在建工程 | 134,551.02 | 205,901.37 | 213,556.67 | 227,588.94 |
| 无形资产 | 71,409.55 | 70,488.78 | 574,705.97 | 574,525.71 |
| 资产总计 | 4,391,580.80 | 5,839,827.37 | 7,260,925.89 | 7,509,537.96 |
| 其他应付款 | 51,624.35 | 84,874.57 | 368,580.55 | 376,999.26 |
| 短期债务 | 220,416.71 | 188,322.89 | 309,011.71 | -- |
| 长期债务 | 515,074.79 | 650,637.12 | 496,777.32 | -- |
| 总债务 | 735,491.50 | 838,960.00 | 805,789.02 | -- |
| 净债务 | -42,824.37 | -462,364.99 | -809,473.95 | -- |
| 负债合计 | 1,349,908.06 | 1,705,930.06 | 2,109,790.04 | 2,376,578.26 |
| 所有者权益合计 | 3,041,672.74 | 4,133,897.30 | 5,151,135.85 | 5,132,959.70 |
| 利息支出 | 14,044.38 | 13,523.27 | 27,605.60 | -- |
| 营业总收入 | 483,159.38 | 661,804.94 | 628,650.87 | 129,576.01 |
| 经营性业务利润 | 105,670.48 | 258,550.42 | 136,235.91 | 31,801.28 |
| 投资收益 | 519,162.03 | 993,880.02 | 798,273.21 | 119,962.11 |
| 净利润 | 602,611.51 | 1,196,152.56 | 883,071.18 | 145,608.10 |
| EBIT | 638,811.69 | 1,258,790.19 | 942,559.27 | -- |
| EBITDA | 664,808.71 | 1,295,986.44 | 975,323.35 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 27,053.75 | 367,144.66 | 187,031.11 | -256.79 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 75,487.83 | 530,950.06 | 186,927.71 | 104,264.56 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 14,096.29 | -355,085.59 | -60,020.84 | 19,974.65 |
| 财务指标 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.1~3/2024.3 |
| 营业毛利率(%) | 39.54 | 56.11 | 44.48 | 42.88 |
| 期间费用率(%) | 12.56 | 10.21 | 14.06 | 9.31 |
| EBIT 利润率(%) | 132.22 | 190.21 | 149.93 | -- |
| 总资产收益率(%) | 14.55 | 24.61 | 14.39 | -- |
| 流动比率(X) | 3.71 | 4.58 | 2.95 | 3.21 |
| 速动比率(X) | 2.92 | 3.77 | 2.48 | 2.70 |
| 存货周转率(X) | 0.90 | 0.83 | 0.83 | 0.63* |
| 应收账款周转率(X) | 33.89 | 47.24 | 35.72 | 19.55* |
| 资产负债率(%) | 30.74 | 29.21 | 29.06 | 31.65 |
| 总资本化比率(%) | 19.47 | 16.87 | 13.53 | -- |
| 短期债务/总债务(%) | 29.97 | 22.45 | 38.35 | -- |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X) | 0.02 | 0.42 | 0.20 | -- |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X) | 0.06 | 1.86 | 0.53 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X) | 1.93 | 27.15 | 6.78 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 1.11 | 0.65 | 0.83 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 3.02 | 6.88 | 3.16 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 47.34 | 95.83 | 35.33 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 45.49 | 93.08 | 34.14 | -- |
| FFO/总债务(X) | 0.15 | 0.29 | 0.17 | -- |

注：1、2024 年一季报未经审计；2、中诚信国际将“长期应付款”中有息债务以及“预计负债”中环境治理弃置费用调整至长期债务。2、带“*”指标已经年化处理。

附三：神木市国有资本投资运营集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

| 财务数据(单位：万元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.1~3/2024.3 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 货币资金 | 250,470.18 | 557,140.61 | 943,171.95 | 910,271.47 |
| 应收账款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他应收款 | 12,550.84 | 46,074.31 | 0.00 | 48,706.48 |
| 存货 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 2,035,364.73 | 2,510,007.29 | 2,459,498.42 | 2,641,090.45 |
| 固定资产 | 240.08 | 140.71 | 122.34 | 118.56 |
| 在建工程 | 4,608.88 | 9,275.55 | 0.00 | 468.83 |
| 无形资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 2,606,002.73 | 3,385,067.70 | 3,942,586.76 | 4,148,000.82 |
| 其他应付款 | 23,796.66 | 22,780.36 | 28,734.51 | 30,383.58 |
| 短期债务 | 190,309.30 | 130,382.65 | 262,355.21 | -- |
| 长期债务 | 219,477.15 | 364,659.28 | 153,620.74 | -- |
| 总债务 | 409,786.46 | 495,041.93 | 415,975.96 | -- |
| 净债务 | 159,316.28 | -62,098.67 | -527,196.00 | -- |
| 负债合计 | 489,751.49 | 586,119.56 | 520,793.84 | 762,909.04 |
| 所有者权益合计 | 2,116,251.24 | 2,798,948.14 | 3,421,792.92 | 3,385,091.79 |
| 利息支出 | 9,683.00 | 9,640.28 | 19,295.45 | -- |
| 营业总收入 | 11,313.96 | 13,370.42 | 6,337.81 | 935.95 |
| 经营性业务利润 | 1,836.90 | 9,099.32 | 3,858.83 | -1,340.84 |
| 投资收益 | 524,071.77 | 961,122.48 | 617,518.01 | 113,887.85 |
| 净利润 | 526,497.15 | 962,348.67 | 608,051.88 | 112,521.01 |
| EBIT | 537,242.16 | 973,453.36 | 625,420.25 | -- |
| EBITDA | 537,519.40 | 973,580.81 | 625,462.41 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -131,048.21 | 18,220.65 | -219,518.37 | -59,193.82 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 108,698.44 | 558,486.33 | 728,107.40 | 1,258.56 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 55,227.31 | -279,536.68 | -115,895.55 | 25,084.67 |
| 财务指标 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.1~3/2024.3 |
| 营业毛利率（%） | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 期间费用率（%） | 82.32 | 30.48 | 37.01 | 243.16 |
| EBIT 利润率（%） | 4,748.49 | 7,280.65 | 9,868.07 | -- |
| 总资产收益率（%） | 20.62 | 32.50 | 17.07 | -- |
| 流动比率（X） | 2.40 | 5.20 | 4.79 | 6.36 |
| 速动比率（X） | 2.40 | 5.20 | 4.79 | 6.36 |
| 存货周转率（X） | -- | -- | -- | -- |
| 应收账款周转率（X） | -- | -- | -- | -- |
| 资产负债率（%） | 18.79 | 17.31 | 13.21 | 18.39 |
| 总资本化比率（%） | 16.22 | 15.03 | 10.84 | -- |
| 短期债务/总债务（%） | 46.44 | 26.34 | 63.07 | -- |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X） | -0.34 | 0.02 | -0.57 | -- |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X） | -0.74 | 0.07 | -0.91 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X） | -13.53 | 1.89 | -11.38 | -- |
| 总债务/EBITDA（X） | 0.76 | 0.51 | 0.67 | -- |
| EBITDA/短期债务（X） | 2.82 | 7.47 | 2.38 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 55.51 | 100.99 | 32.42 | -- |
| EBIT 利息保障倍数（X） | 55.48 | 100.98 | 32.41 | -- |
| FFO/总债务（X） | 0.01 | 0.01 | 0.00 | -- |

注：1、2024 年一季报未经审计。2、债务未经调整

附四：基本财务指标的计算公式

| 指标 | | 计算公式 |
|------|--------------------|---|
| 资本结构 | 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 |
| | 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 |
| | 应收账款周转率 | 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) |
| 经营效率 | 存货周转率 | 营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额 |
| | 现金周转天数 | ×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额) |
| | 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 |
| 盈利能力 | 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 |
| | 总资产收益率 | EBIT/总资产平均余额 |
| | EBIT 利润率 | EBIT/营业收入 |
| 现金流 | 收现比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| | 经调整的经营活动产生的现金流量净额 | 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出 |
| | FFO | 经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加) |
| 偿债能力 | EBIT 利息保障倍数 | EBIT/利息支出 |
| | 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 | 经营活动产生的现金流量净额/利息支出 |
| | 利息保障倍数 | |

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。

附五：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：[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]个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

| 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。



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