



景德镇合盛产业投资发展有限公司

2025 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[2025]跟踪 1358 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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期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

2025 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	景德镇合盛产业投资发展有限公司	AA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“25 合盛债 01/25 合盛 01”	AAA
	“24 合盛债 01/24 合盛 01”	AAA
	“23 合盛债 01/23 合盛 01”	AAA
	“21 合盛债 01/21 合盛 01”	AA
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。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。“23 合盛债 01/23 合盛 01”和“24 合盛债 01/24 合盛 01”的债项级别充分考虑了中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证。“25 合盛债 01/25 合盛 01”的债项级别充分考虑了中证信用融资担保有限公司（以下简称“中证融担”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中诚信国际肯定了景德镇市的经济实力不断增强，潜在的政府支持能力强；景德镇合盛产业投资发展有限公司（以下简称“合盛产投”或“公司”）在景德镇市具有重要地位，持续获得政府和股东的有力支持，同时需要关注到公司资产质量有待提高、项目投资规模较大，债务持续扩张且存在一定的短期偿债压力以及对广东正业科技股份有限公司（以下简称“正业科技”）的股权收购面临投资风险等因素对公司未来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，景德镇合盛产业投资发展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：景德镇市经济财政实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提升等。 可能触发评级下调因素：景德镇市经济财政实力显著减弱；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿显著减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。	
正面		
■ 景德镇市的经济实力不断增强。2024年以来景德镇市地区生产总值保持持续增长，持续增长的区域经济为公司提供良好的外部环境。 ■ 公司在景德镇市具有重要的地位且获得政府大力支持。公司作为景德镇市主要的产业投资主体景德镇市投资有限责任公司（以下简称“景德镇投资”）中重要子公司，主要负责产业投资板块运营，重点围绕航空、新能源、新材料等新兴产业孵化，发挥产业投资专业化平台作用，在景德镇市具有重要的地位。2024年，公司获得政府补助15.28亿元，并且获得国有资本收益返还0.20亿元，夯实公司资本实力并且对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。 ■ 有效的偿债担保措施。“23合盛债01/23合盛01”和“24合盛债01/24合盛01”由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证，“25合盛债01/25合盛01”由中证融担提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，以上担保措施对“23合盛债01/23合盛01”、“24合盛债01/24合盛01”和“25合盛债01/25合盛01”的还本付息起到了有效的保障作用。		
关注		
■ 公司资产质量有待提高。公司资产中工程项目成本和投资性房地产等变现周期较长，土地转让受土地市场行情影响较大，存货变现存在一定不确定性，而受限资产规模较大同时部分土地和林权未办妥权证进一步限制了资产的流动性，枫树山林场盈利能力不足且投资性房地产目前收入规模较小，公司资产质量有待提高。 ■ 项目投资规模较大，债务持续扩张且存在一定的短期偿债压力。公司自营厂房和房地产项目投资规模较大，项目投资资金回收期较长，资金平衡具有不确定性，近年来公司债务亦随项目持续推进，保持较快增长，债务压力较大，截至2024年末，公司总债务增至179.35亿元，其中短期债务为66.66亿元，货币资金对短期债务覆盖能力弱，经营活动净现金流无法对利息支出形成有效覆盖，存在一定的短期偿债压力。		

- **跟踪期内正业科技持续亏损，需关注对其股权收购的投资风险。**正业科技2024年持续亏损，经营预期存在不确定性，新项目投资亦因近两年经营情况不佳而终止，相关商誉持续计提减值，削弱公司资产的收益性，侵蚀公司利润，且未来存在进一步减值的可能，公司对正业科技的股权收购面临一定的投资风险，且公司持有宿迁楚联科技有限公司委托的正业科技8.22%的表决权可能因为其股权司法拍卖而丧失，楚联科技破产清算进度、正业科技经营财务状况的改善预期及对公司的影响均有待持续关注。

项目负责人：黄应裴 yphuang@ccxi.com.cn

项目组成员：陈依婷 ytchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

合盛产投（合并口径）	2022	2023	2024
资产总计（亿元）	323.50	355.35	394.37
所有者权益合计（亿元）	183.58	173.63	174.35
负债合计（亿元）	139.92	181.73	220.01
总债务（亿元）	120.99	150.57	179.35
营业总收入（亿元）	23.89	10.76	10.27
净利润（亿元）	1.00	0.42	0.44
EBIT（亿元）	5.73	6.23	7.95
EBITDA（亿元）	6.51	7.00	8.94
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-10.97	-19.95	6.23
营业毛利率（%）	26.49	20.92	17.95
总资产收益率（%）	1.77	1.83	2.12
EBIT 利润率（%）	24.00	57.87	77.41
资产负债率（%）	43.25	51.14	55.79
总资本化比率（%）	39.72	46.44	50.71
总债务/EBITDA（X）	18.59	21.50	20.07
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.92	0.97	1.22
FFO/总债务（X）	0.02	0.01	0.03

注：1、中诚信国际根据合盛产投提供的其经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023~2024 年度审计报告整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；2、长期应付款中的带息债务调入长期债务，其他应付款中的带息债务调入短期债务；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，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

担保主体概况数据

中合担保（合并口径）	2022	2023	2024
总资产（亿元）	82.24	86.06	91.34
担保损失准备金（亿元）	4.09	3.86	2.69
所有者权益（亿元）	73.97	73.12	75.41
在保余额（亿元）	335.46	267.02	185.02
担保业务收入（亿元）	2.72	2.46	1.70
投资收益（亿元）	2.07	1.99	2.20
净利润（亿元）	1.05	1.55	3.19
平均资本回报率(%)	1.43	2.11	4.29
累计代偿率(%)	3.14	2.83	2.64
融资性担保放大倍数(X)	3.68	2.92	1.99

注：1、中诚信国际根据中合担保提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告及经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023~2024 年审计报告整理。其中 2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用 2024 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。

中证融担（合并口径）	2022	2023	2024	2025.03
总资产（亿元）	71.22	75.67	77.07	80.97
风险准备金（亿元）	4.51	4.69	5.60	6.14
所有者权益（亿元）	62.59	64.86	63.78	64.61
在保余额（亿元）	365.67	413.58	558.55	590.11
担保业务收入（亿元）	4.76	5.16	5.45	1.60
利息净收入及投资收益（亿元）	2.94	2.48	2.26	0.82
净利润（亿元）	4.36	5.52	4.70	1.15
平均资本回报率（%）	7.18	8.66	7.30	--
累计代偿率（%）	0.004	0.003	0.001	0.001

净资产放大倍数 (X)	5.84	6.38	8.76	9.13
融资性担保放大倍数 (X)	4.77	5.19	7.05	7.43

注：1、中诚信国际根据中证融担提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2022 年~2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理，已审计的财务报告意见类型均为标准无保留意见。其中 2022 年财务数据为 2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据为 2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据为 2024 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，对于基础数据不可得或可比适用性不强的指标，使用“--”表示。

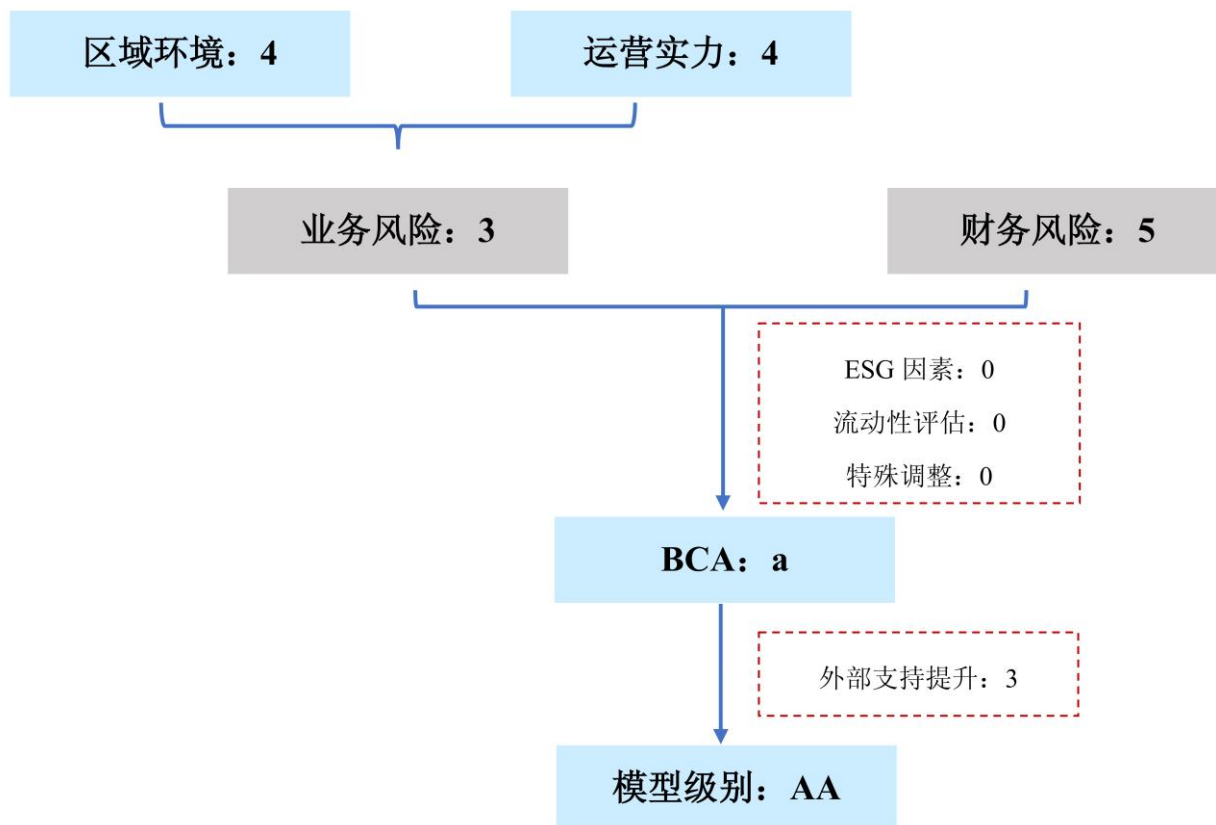
本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
25 合盛债 01/25 合盛 01	AAA	AAA	2024/12/23 至本报告出具日	2.00/2.00	2025/01/09~2032/01/09	加速到期、提前偿还
24 合盛债 01/24 合盛 01	AAA	AAA	2024/5/30 至本报告出具日	2.00/2.00	2024/01/30~2031/01/30	调整票面利率、回售、提前偿还
23 合盛债 01/23 合盛 01	AAA	AAA	2024/5/30 至本报告出具日	5.00/5.00	2023/04/28~2030/04/28	调整票面利率、回售、提前偿还，加速到期
21 合盛债 01/21 合盛 01	AA	AA	2024/5/30 至本报告出具日	10.00/6.00	2021/05/06~2028/05/06	调整票面利率、回售、提前偿还

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
合盛产投	AA/稳定	AA/稳定	2024/12/23 至本报告出具日

● 评级模型

景德镇合盛产业投资发展有限公司评级模型打分(C210300_2024_01_2025_1)



注：

外部支持：公司是景德镇市主要的产业投资主体景德镇投资中重要的产业投资板块，在景德镇市国有资本投资领域具有重要地位，与政府维持紧密联系，地方政府支持意愿较强，在财政补贴、股权划入等方面持续获得政府和股东较大支持，外部支持调升 3 个等级。

方法论：中诚信国际城市产业投资运营行业评级方法与模型 C210300_2024_01¹

¹ 变更评级方法与模型的说明：合盛产投前次所使用的评级方法与模型为《中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2024_02》，本次评级使用《中诚信国际城市产业投资运营行业评级方法与模型 C210300_2024_01》，本次更换评级方法与模型的主要原因是公司作为景德镇市重要的产业投资主体景德镇投资中的重要子公司，投资产业覆盖新能源、新材料等景德镇市重点发展产业，和政府产业发展战略相匹配，防火保温新材料、龙盛新能源汽车零部件生产销售等市场化业务 2024 年以来稳定发展，营收规模及利润贡献有所体现，业务符合区域政府产业发展目标，且趋于多元化，公司投资正业科技在景德镇市落地产业项目并建厂运营，为景德镇市引进装备制造、新能源相关技术，实现产业链互补，并且公司对于下属子公司均能实现强管控，据此《中诚信国际城市产业投资运营行业评级方法与模型 C210300_2024_01》将更有利于准确评价公司的信用水平。本次更换评级方法与模型对评级结果不产生影响。

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11844?type=1>

区域环境

景德镇市为江西省地级市，下辖 2 区（珠山区、昌江区）、1 县（浮梁县）、1 县级市（乐平市），拥有国家级的景德镇高新技术产业开发区，北边与安徽省东至县交界，南边、西边和东边与上饶市交界，是环鄱阳湖新经济圈的重要城市。景德镇市产业特色明显，主要产业包括陶瓷产业、航空产业、汽车产业和旅游产业，并着力建设“3+1+X”的产业模式。截至 2024 年末，景德镇市常住人口 161.80 万人，常住人口城镇化率为 67.92%。

景德镇市产业特色突出，发展态势良好，2024 年地区生产总值（GDP）保持增长趋势，按可比价计算，同比增长 4.1%，在江西省内排名靠后。同年，景德镇市人均 GDP7.41 万元，略高于全省平均水平。2024 年制造业和基础设施建设投资有所回升，固定资产投资增速大幅提升至 4.2%。2024 年，景德镇市一般公共预算收入增幅较小，税收收入依旧为一般公共预算收入主要构成部分。景德镇市财政自给率较低，政府性基金收入是景德镇市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，2024 年，全市政府性基金预算收入完成 209.50 亿元，同比下降 4.24%。再融资环境方面，景德镇市政府债务余额快速增长，广义债务率处于全国中游水平，区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，净融资额呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境一般。

表 1：近年来景德镇市地方经济财政实力

项目	2022	2023	2024
GDP（亿元）	1,119.65	1,140.69	1,179.30
GDP 增速（%）	3.9	3.0	4.1
人均 GDP（万元）	7.35	7.41	7.29
固定资产投资增速（%）	8.1	-8.0	4.2
一般公共预算收入（亿元）	94.00	90.30	90.53
政府性基金收入（亿元）	222.87	213.41	209.50
税收收入占比（%）	50.19	60.22	59.11
公共财政平衡率（%）	37.98	37.63	36.21
地方政府债务余额（亿元）	467.97	613.71	710.12

注：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%。

资料来源：景德镇市人民政府网站，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为景德镇市主要的产业投资主体景德镇投资中重要子公司，主要负责

产业投资板块运营，重点围绕航空、新能源、新材料等新兴产业孵化，对景德镇市产业发展具有较高的战略重要性。公司业务涵盖电子智能科技、工程施工、租赁、房地产及土地转让等多个领域，收入来源相对多元。但正业科技经营的电子智能科技业务收入占比仍较高，存在较大波动性且 2024 年以来持续亏损；房地产及土地转让业务受政策变化、城市规划影响较大，公司自营投资的产业园、标准厂房等项目规模较大且回收期长，项目资金平衡存在很大的不确定性。公司整体业务综合发展质量一般。

表 2：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设业务	6.14	25.72	20.39	0.65	6.09	22.40	0.78	7.61	21.22
房地产及土地转让业务	5.51	23.07	35.46	0.52	4.83	14.43	1.12	10.86	-3.05
电子智能科技业务	9.77	40.90	30.23	7.52	69.90	24.02	6.96	67.76	22.91
贸易业务	1.79	7.51	3.68	1.07	9.92	5.80	0.04	0.36	67.63
租赁及物业	0.30	1.27	-24.62	0.43	4.00	18.26	0.48	4.70	56.38
其他业务	0.37	1.53	48.01	0.56	5.25	14.38	0.89	8.70	-20.10
营业收入/营业毛利率	23.89	100.00	26.49	10.76	100.00	20.92	10.27	100.00	17.95
投资收益	-0.07			-0.02			-0.06		

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

电子智能科技板块：跟踪期内，公司电子智能科技业务仍由公司控股的上市公司正业科技经营。正业科技生产的产品主要为锂电智能检测设备、芯片缺陷检查机、PCB 智能检测设备等，此外，正业科技亦生产应用于 5G 通讯、智能安防、智能车载、电动汽车等领域的 FPC 高端材料、平板显示模组等产品，产品覆盖行业较广，对技术研发、产品创新具有一定要求，生产模式和销售方式未发生改变。

截至 2024 年末，公司实际控制正业科技 30%的表决权²，2023 年第二大股东宿迁楚联科技有限公司（以下简称“楚联科技”）被申请破产重整。2024 年 4 月 26 日，根据正业科技发布的《广东正业科技股份有限公司关于持股 5%以上股东被法院宣告破产的公告》，因楚联科技第二次债权人会议对《宿迁楚联科技有限公司重整计划》进行分组表决有担保债权组、普通债权组未获通过，经管理人、债务人与未通过债权组协商仍未通过，因此裁定终止楚联科技重整程序并宣告破产。2024 年 8 月 16 日，正业科技发布《广东正业科技股份有限公司关于持股 5%以上股东所持公司部分股份将被司法拍卖的提示性公告》，楚联科技持有正业科技占公司总股本 2.72%的股份将被司法拍卖，拍卖后，楚联科技持有正业科技股份降为 10.77%，公司仍为正业科技第一大股东，正业科技控制权不会变更。根据正业科技 2024 年 10 月 25 日发布的《广东正业科技股份有限公司关于持股 5%以上股东被司法拍卖的股份完成过户暨被动减持的公告》，楚联科技前述被司法拍卖的股份已完成过户登记手续，竞买人均个人，楚联科技所持公司股份被司法拍卖过户不会导致正业科技控制权发生变更，不会影响正业科技的正常生产经营。2025 年 6 月 11 日，正业科技发布《广东正业科技股份有限公司关于持股 5%以上股东所持公司股份将被司法拍卖的提示性公告》（以下简称“公告”），拟司法拍卖楚联科技持有的正业科技占公司总股本 10.77%的股份。根据公告，若本次司法拍卖的股份最终全部完成过户，楚联科技将不再持有正业科技股份。楚联科技不是正业科技控股股东或第一大股东，其所持正业科技股份被司法拍卖不会导致正业科技控制权发生变

²截至 2024 年末，公司享有正业科技表决权股份数量 110,125,153 股，正业科技有表决权股份数量为总股本 367,114,797 股。

更，不会影响正业科技的正常生产经营，但公司将不再持有楚联科技委托行使的表决权，合盛投资的表决权股份比例将由 30.00%减少至其对正业科技实际持股比例的 22.13%。需持续关注楚联科技破产清算进度以及对正业科技股权结构和业务运营的影响。

2024 年，行业下游投资需求仍处于调整期，市场竞争加剧，正业科技整体营业收入、毛利总额仍未达预期，并且计提信用减值损失和资产减值损失、减记部分递延所得税资产，利润维持亏损状态。公司亦持续对正业科技及其下属子公司计提商誉减值准备，未来存在进一步减值的可能性。中诚信国际将持续关注正业科技后续的经营情况及其对公司未来经营及信用状况的影响。

此外，正业科技通过成立合资公司景德镇正业新能源科技有限公司（以下简称“正业新能源”），在景德镇高新区投资建设年产 5GW 光伏组件及 8GW 异质结光伏电池片生产基地投资项目，项目投资总额 50 亿元，分三期投资建设。根据正业科技《关于对深圳证券交易所关注函的回复公告》，正业新能源项目第一期拟投资 10 亿元，第二期拟投资 28 亿元，第三期拟投资 12 亿元。每一期投资资金根据项目实施进度逐步落实到位。项目第一期股东投入 1 亿元，其他资金来源于融资租赁、发行债券、银行贷款和政府补助等。2023 年 7 月项目第一期 1GW 的光伏组件生产设备已完成安装调试并正式投产，2023 年度正业科技合并口径实现光伏组件销售收入约为 1,299.09 万元。因拟租赁厂房工程进展不及预期，项目第一期剩余部分进展情况与公司前期披露的相关项目建设进展公告中列示的建设计划存在延后情形，项目第一期剩余 1GW 光伏组件及 1GW 异质结电池片的厂房原计划 2023 年 9 月份交付，其中光伏组件的厂房已于 2024 年 9 月份交付，1GW 光伏组件产线已于 2024 年 12 月投产，异质结电池片厂房主体建设已完成，1GW 异质结电池片产线尚未投产，预计于 2025 年开工，2026 年投产；截至 2025 年 3 月末，第一期项目已投资规模为 2.31 亿元，2024 年该项目累计确认收入 1.34 亿元。根据正业科技 2024 年 11 月 5 日发布的《广东正业科技股份有限公司关于终止投资年产 5GW 光伏组件及 8GW 异质结光伏电池片生产基地项目的公告》，鉴于该项目推进过程中，光伏行业市场环境变化、融资环境变化等多因素影响，正业科技结合自身实际经营管理及综合考虑资金使用效率情况，综合评估认为目前该项目的实施条件已发生了变化，其投资效益预测不及预期，正业科技决定终止该项目投资，并且于 2024 年 12 月，将持有正业新能源 40%转让至合盛产投，后续项目投资运营交由公司直接负责，需持续关注已投资项目后续运营情况。

表 3：近年来正业科技主要业务收入及占比情况（亿元）

业务	2022		2023		2024	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
锂电检测自动化	4.50	45.40%	1.64	21.61%	0.95	13.38%
平板显示模组自动化	1.37	13.85%	1.47	19.45%	1.03	14.49%
高端新材料	2.35	23.77%	2.29	30.28%	2.03	28.61%
PCB 检测自动化	0.92	9.25%	0.69	9.15%	0.68	9.56%
智能制造集成	0.75	7.58%	0.79	10.45%	0.84	11.79%
光伏新能源	0.00	0.00%	0.67	8.90%	1.40	19.75%
其他	0.02	0.15%	0.01	0.16%	0.17	2.42%
营业总收入	9.91	100.00%	7.58	100.00%	7.10	100.00%

注：各项加总与合计数不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

租赁及物业板块：公司将自有的工业和商业房屋对外出租并进行物业管理，获取房屋租赁收入及物业管理费。截至 2024 年末，公司共有可租赁房产 115.21 万平方米，已出租房产 61.51 万平方米，租赁对象以高新区招商一航两新企业，如江西神州六合直升机有限责任公司、江西九由航空装备有限公司、广东奥迪威传感科技股份有限公司等为主。工业厂房租金 8~10 元/m²/月，住房平均约 20 元/m²/月，商铺租金根据周边市场价格而定，租金价格 13-50 元/m²/月。公司整体出租率约 53.39%，公司出租率一般，租金及物业管理费收入规模较小。

公司目前在建及拟建自建自营项目规模较大，项目前期自筹资金建设，项目用地均为公司通过公开招拍挂或司法拍卖获得，拟采用厂房或房屋出租及出售等方式实现资金平衡。截至 2024 年末，公司主要在建项目总投资为 89.51 亿元，已投资 52.15 亿元，拟建项目规模 27.14 亿元。公司自建自营项目投资规模较大且回收期较长，项目资金平衡情况存在很大的不确定性，需持续关注自建自营项目后续运营情况。

表 4：截至 2024 年末公司自建自营模式下主要在建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	资金平衡方式	建设资金来源
景德镇市直升机航空产业孵化园项目	2020 年-2024 年	12.78	9.77	租赁	企业债+自有资金
景德镇市高新区通用航空产教融合基地建设 项目	2022 年-2023 年	10.00	5.83	租赁	专项债+自有资金
景德镇航空科技园（一期）项目	2018 年-2023 年	5.80	3.76	租赁	专项债+自有资金
高新区职业教育学校工程项目	2020 年-2023 年	1.35	1.34	租赁	专项债+自有资金
高新区职业教育学校（二期）工程项目	2021 年-2023 年	1.54	1.08	租赁	融资+自有资金
景德镇市高新区智慧产业标准厂房建设项目	2021 年-2023 年	7.00	7.96	租赁	专项债+自有资金
景德镇市高新区高端装备制造厂房一期工程	2022 年-2025 年	10.00	4.33	租赁	融资+自有资金
景德镇高新区电子信息产业标准厂房建设项 目	2021 年-2023 年	4.12	3.88	租赁	融资+自有资金
高新区高端新材料产业标准厂房建设项目	2022 年-2024 年	6.60	6.08	租赁	融资+自有资金
新经济产业园项目（二期）	2023 年-2025 年	11.75	2.72	租赁	融资+自有资金
江西昌河航空技术装备公司搬迁项目	2023 年-2024 年	2.91	1.05	租赁	融资+自有资金
景德镇市高新区应急救援产业标准厂房项目	2023 年-2026 年	15.66	4.35	租赁	融资+自有资金
合计	--	89.51	52.15	--	--

注：景德镇市高新区应急救援产业标准厂房项目已投资规模为财务口径核算计入在建工程口径，募集资金使用金额包含预付款，因此存在数据差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

表 5：截至 2024 年末公司主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	建设模式
景德镇高新区农产品批发市场建设项目	2025 年 6 月-2026 年 4 月	0.52	自建自营
新经济产业园项目（一期、三期）	2025 年 12 月-2026 年 12 月	21.05	自建自营
景德镇高新区产城融合示范区污水处理设施建设项目	2025 年 10 月-2026 年 12 月	2.05	自建自营
景德镇高新区仓储物流建设项目	2025.11-2028.5	2.52	自建自营
景德镇陶瓷文化创意设计孵化园提升改造利用项目	2025.7-2026.7	1.00	自建自营
合计	--	27.14	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

房地产及土地转让板块：公司房地产业务均位于景德镇高新区范围内，通过招拍挂获得建设用地，并通过招投标形式委托其他具有相应资质的施工单位建设。项目建设完成后，公司通过定向安置和对外销售实现资金平衡，其中安置房部分按略低于市场价格的政府指导价向拆迁户进行市场化销售，对应拆迁户均已完成货币化补偿，可自主选择购买安置房，并直接向公司支付全部购房款。截至 2024 年末，公司房地产项目为景德镇高新·梧桐雅苑项目和景德镇高新区滨江盛景项目。梧

桐雅苑截至 2024 年末已投资 6.79 亿元，项目已竣工验收，规划安置面积占比约 25%。同期末，梧桐雅苑去化率约 74.54%，累计确认收入 4.08 亿元，累计回款 4.58 亿元；滨江盛景计划总投资 8.66 亿元，截至 2024 年末已投资 5.33 亿元，预计 2025 年竣工，没有规划固定的安置面积。同期末滨江盛景去化率约 9%，累计回款 0.35 亿元。2024 年公司结转全部地下停车场和配套的幼儿园成本，但由于停车场销售收入较少且幼儿园暂无收入，因此当期房地产业务毛利率呈亏损状态。

表 6：截至 2024 年末公司房地产项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	预计总投资	已投资	总建筑面积	已售面积	已安置面积	累计确认收入	安置房收入	累计回款
景德镇高新·梧桐雅苑项目	8.27	6.79	17.84	8.88	2.75	4.08	0.99	4.58
景德镇高新区滨江盛景项目	8.66	5.33	14.76	0.89	0.89	0.00	0.00	0.35
合计	16.93	12.12	32.60	9.77	3.64	4.08	0.99	4.93

注：预计总投资数据摘自可研报告，实际投资略小于可研报告。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

此外，公司根据景德镇市城市建设需要，将部分自有土地制定土地转让计划，并将土地交付给景德镇市土地储备中心后，景德镇市土地储备中心负责协调景德镇市财政局，按照确定的回款时间安排土地收购资金支付给公司。截至 2024 年末，公司土地账面价值为 177.19 亿元，包含工业用地、商业用地、商住用地等，主要通过“招拍挂”和股东注入获得，均已缴纳土地出让金，尚有约 19%的土地尚在办证中。2024 年，公司转让一宗工业用地，确认土地转让收入 0.59 亿元，截至 2024 年末，公司土地转让业务累计收到回款 3.74 亿元。公司土地转让受政策变化、城市规划影响较大，未来收入存在较大不确定性。

产业投资板块：公司通过设立产业基金对区域内重点产业进行投资，收益来自基金退出和收益分配等。公司产业基金投资以中信建设投资管理、上海杉杉创晖创业投资管理有限公司等第三方作为基金管理人（GP），公司及景德镇市国企等其他机构或个人作为有限合伙人（LP）共同成立产业基金，资金来源主要系公司自有资金，基金投资周期视项目所处阶段一般为 7~10 年，投资方向涉及航空、新能源、新材料等新兴产业。截至 2024 年末，公司主要在投基金累计认缴规模 9.32 亿元，已完成对外实缴投资 2.13 亿元，暂无项目退出，公司基金投资规模整体较小，并且绝大部分基金仍处于投资初期，2024 年以来暂无分红收益。

表 7：截至 2024 年末公司主要在投基金情况（亿元）

基金名称	投资方向	GP	基金募集规模	已投资规模	公司认缴规模	公司实缴规模	投资起始日期	存续期	分红收益		
									2022	2023	2024
景德镇润信昌南投资中心（有限合伙）	高端装备、环保领域、TMT 领域、大健康领域	中信建投资本管理有限公司	3.59	2.36	0.55	0.55	2016 年 1 月	2015/12/21-2022/12/20	0.00	0.00	0.00
景德镇市国信杉创新能源投资合伙企业（有限合伙）	以新能源汽车、人工智能等战略新兴产业链为主的先进制造产业领域，以及政	上海杉杉创晖创业投资管理有限公司	3.00	2.6	0.45	0.45	2021 年 7 月	2020/8/21-2027/8/20	0.00	0.00	0.00

府重点发展的其他产业											
深圳市弘远合盛创业投资合伙企业（有限合伙）	军民融合、航空产业领域	万和弘远投资有限公司	0.21	0.20	0.21	0.21	2023 年 2 月	2022/10/28-2029/11/15	0.00	0.00	0.00
景德镇市合盛弘远产业投资基金合伙企业（有限合伙）	高端制造、新材料、生物医药、数字经济等战略性新兴产业及景德镇市特色产业（陶瓷、航空、精细化工、制冷、汽车等）	万和弘远投资有限公司	5.00	0.40	4.99	0.41	2023 年 11 月	2023/3/3-2033/3/2	0.00	0.00	0.00
景德镇市先进科技创新产业基金合伙企业（有限合伙）	先进陶瓷为主，其他重点领域兼顾	中银国际投资有限责任公司	10.00	0.78	0.48	0.06	2023 年 1 月	2022/8/24-2032/8/23	0.00	0.00	0.00
深圳市润土中泽私募创业投资基金合伙企业（有限合伙）	先进陶瓷产业	厦门浚源创业投资基金管理合伙企业（有限合伙）	0.55	0.50	0.44	0.44	2023 年 9 月	2022/12/30-2030/10/17	0.00	0.00	0.00
景德镇国盛和辉航空产业投资合伙企业（有限合伙）	航空无人机产业	深圳市和辉信达投资有限公司	5.00	0.00	0.95	0.01	/	2023/3/15-2033/3/14	0.00	0.00	0.00
景德镇国控陶瓷产业投资合伙企业（有限合伙）	陶瓷产业链优质企业	深圳市和辉信达投资有限公司	5.00	0.00	1.25	0.00	/	2023/9/12-2033/9/11	0.00	0.00	0.00
合计			32.35	6.84	9.32	2.13			0.00	0.00	0.00

注：景德镇润信昌南投资中心（有限合伙）正在申请延期流程，目前还处于存续状态尚未注销，分红收益冲抵本金，未确认为投资收益。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块：跟踪期内，公司工程建设收入仍主要来源于子公司景德镇国新建设工程有限公司（以下简称“国新建设”）承担的工程施工业务，国新建设在景德镇市范围内承接各类施工业务，收取施工费用，目前主要客户为高新区园区内企业。国新建设作为承包人与发包人签订建设工程施工合同，发包人向国新建设预付工程款，国新建设对所承包的工程进行建设，每月向监理人发送进度报告，待监理人审核后由发包人按每月完成工程量的一定百分比支付给公司工程款，2024 年工程建设收入小幅回升。

公司子公司国新建设亦开展制造业原材料、工程施工材料等贸易业务，贸易种类包括钢筋、钢材、

混凝土，公司通过与大型施工央企或高新区的入园企业合作，将采购的原材料出售给上述企业，从中赚取买卖货物的价差；或者在入园企业与原材料供应商之间充当代理人角色，负责两者贸易业务沟通协调并从中赚取差价，公司与上游供应商采用款到发货的结算方式，对下游客户的账期一般为 1~3 个月。2024 年，贸易业务收入为 0.04 亿元，受部分业务采用净额法核算等因素影响，当期公司贸易业务收入有所下滑，但毛利率大幅增长。

公司防火保温新材料业务仍由控股子公司江西合盛安泰新材料有限公司（以下简称“安泰新材料”）负责，安泰新材料致力于研发及生产 MAA 防火保温材料，MAA 防火保温材料是一种高分子 A 级防火新型材料，下游客户主要为建筑公司、保温施工分包等施工企业以及各化工生产企业，公司目前已建成河北衡水基地并于 2022 年 7 月进行规模投产，2024 年防火保温新材料销售收入 1,498.53 万元，较上年度有所减少，主要系当期订单量下降所致。业务目前处于发展初期，收入规模较小且利润尚为亏损，公司目前在建江西景德镇基地，建设规划为六条保温板产线，一条彩钢板产线，分为两期进行建设，截止 2025 年 4 月，已建成 3 条保温板生产线，开始进行试产阶段，待试产完成，厂房验收后，正式投产。全部建成投产后 MAA 保温板年产能预计可达 21.12 万 m³，MAA 彩钢板年产能预计可达 5.28 万平方米，新建厂房投产后预计收入规模有所增长。

另外公司和上海龙创汽车设计股份有限公司合作成立江西龙盛汽车有限公司（以下简称“龙盛汽车”），公司持股比例为 60%，由龙盛汽车负责运营龙盛新能源汽车零部件生产项目。项目主要建设内容为新能源汽车车型开发、KD 件制造以及整车控制器的开发，建成年产 5 万台纯电动汽车 KD 件的制造能力，以及研发用设备、生产用设备、辅助设备配套设施设备购置及安装。项目总投资额约为 12 亿元，产品主要出口一带一路国家。项目于 2023 年 8 月开工建设，截至 2024 年末，累计已投资 6.63 亿元，项目已于 2024 年 10 月建成投产，2024 年项目累计确认收入 0.16 亿元，目前处于项目运营初期，收入规模尚小。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，公司业务盈利能力一般，营业收入小幅下降且期间费用率进一步上升，当期补助力度加大带动利润同比增长。受益于业务发展和政府的大力支持，公司所有者权益持续增长，资本实力进一步增强；受业务扩张的影响，公司债务规模增长较快，财务杠杆水平保持增长趋势；公司短期债务规模持续攀升，经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力有所提升，但经营活动现金流波动较大且无法覆盖利息支出，货币资金无法覆盖短期债务，存在一定的短期偿债压力。

盈利能力

跟踪期内，受正业科技经营不佳等因素影响，公司营业收入呈下降态势。同时由于正业科技利润降低以及房地产项目结转大量成本等，公司营业毛利率整体呈下降态势。财务费用为期间费用主要构成之一，随着公司债务规模增长，财务费用逐年攀升，且随着营业收入下降，期间费用率大幅提升。2024 年公司利润总额大幅增长，以其他收益为主，主要系当期公司获得企业扶持发展基金补助等政府资金支持大幅增长。整体来看，公司盈利能力一般，需持续关注各业务板块后续发展稳定性和期间费用控制情况。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2022	2023	2024
营业收入	23.89	10.76	10.27
营业毛利率	26.49	20.92	17.95
期间费用合计	7.59	8.70	9.35
期间费用率	31.76	80.83	91.00
其他收益	4.81	10.07	15.28
经营性业务利润	3.16	2.99	7.29
利润总额	1.93	1.42	2.22
EBIT 利润率	24.00	57.87	77.41

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

跟踪期内，公司仍作为景德镇市支持产业发展投资的重要平台，地位重要，2024 年以来公司购买大量项目储备用地，并持续进行项目投资，加之获得政府和股东的持续支持，资产规模保持快速增长态势。公司资产主要由存货、无形资产及投资性房地产构成，以非流动资产为主，截至 2024 年末，非流动资产占总资产的比重为 55.08%。公司存货主要为土地和项目开发成本，土地基本上为出让地且已缴出让金，但已抵押和未办证的土地占比接近 86%。公司还有一定规模的投资性房地产，主要为土地使用权、房屋及建筑物，可为公司带来一定的租金收入，但规模有限。公司无形资产主要为景德镇枫树山的林权资产，其中未办妥产权证的规模较大。公司在建工程主要系自营项目投资成本，2024 年以来随之项目推进有所增长。公司其他非流动资产主要系预付土地款，2024 年因公司购买项目储备用地而大幅增长。整体来看，公司资产中工程项目成本和投资性房地产等变现周期较长，土地转让受土地市场行情影响较大，存货变现存在一定不确定性，而受限资产规模较大同时部分土地和林权未办妥产权证进一步限制了资产的流动性，资产流动性不足；资产收益性方面，正业科技后续经营情况易受市场影响，波动较大，并且 2024 年公司持续对正业科技计提商业减值准备，后续存在持续减值可能性；公司租赁业务能为公司带来稳定的现金流，但目前规模较小，并且公司拥有的林权资产未来收益性存在一定的不确定性，资产收益性一般。

随着公司项目投资加大对资金需求的增加，2024 年以来公司有息债务规模保持增长趋势，推动公司负债规模呈扩张态势。公司有息债务以银行借款、非标融资以及发行债券为主，期限以中长期为主。公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，2024 年，资本公积增长主要系公司收到国有资本收益返还 0.20 亿元所致。

2024 年以来公司债务规模持续扩张，财务杠杆水平持续增长。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，公司财务杠杆率预计会进一步攀升。

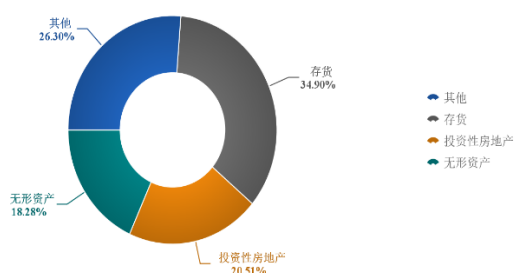
表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2022	2023	2024
资产总计	323.50	355.35	394.37
货币资金	11.40	13.29	15.77
存货	145.91	130.37	137.64
投资性房地产	33.76	73.87	80.90
无形资产	66.19	68.20	72.11

非流动资产/资产总计	42.74	53.02	55.08
所有者权益合计	183.58	173.63	174.35
实收资本或股本	30.00	30.00	30.00
资本公积	129.02	119.49	119.70
总债务	120.99	150.57	179.35
短期债务/总债务	42.52	36.67	37.17
资产负债率	43.25	51.14	55.79
总资本化比率	39.72	46.44	50.71

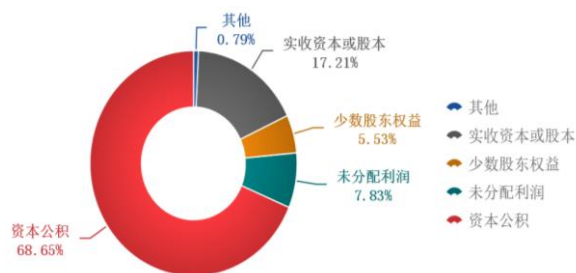
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 1：截至 2024 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 2024 年末公司权益分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

公司经营活动净现金流主要来源于工程建设项目的结算回款和电子仪器设备及材料销售回款，2024 年由于供应链贸易规模增加，销售商品、提供劳务收到的现金增长加之公司当期项目投资支出较少，当期经营活动现金流为净流入。公司每年保持一定投资规模，且投资收回规模较小，投资活动现金流呈现净流出态势，2024 年由于公司购买土地规模大幅增长，投资活动现金净流出规模有所增加。如前所述，公司经营活动现金流持续净流出，同时公司有一定投资需求，加之公司债务逐步到期，进一步加剧了公司对外部融资的需求，公司主要依赖于银行借款、非标融资及债券发行来弥补资金缺口，同时，受益于股东及政府的持续支持，2024 年公司吸收投资收到的现金以及政府补贴合计 15.36 亿元，亦是其资金补充的重要渠道。

跟踪期内，公司利润总额随政府补助增长而有所提升，EBITDA 亦随之上升，能对利息支出形成有效覆盖；公司经营活动现金流存在较大波动性，无法保障公司利息支出。截至 2024 年末，公司可动用账面资金为 7.06 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源，但无法覆盖短期债务；截至 2024 年末，公司银行授信总额为 115.36 亿元，尚未使用授信额度为 19.03 亿元，备用流动性一般，公司存在一定的短期偿债压力。

表 10：近年来公司现金流及偿债能力情况（亿元、X、%）

项目	2022	2023	2024
经营活动产生的现金流量净额	-10.97	-19.95	6.23
投资活动产生的现金流量净额	-13.17	-11.89	-19.92
筹资活动产生的现金流量净额	17.39	36.84	11.92
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-1.54	-2.75	0.85
总债务	120.99	150.57	179.35
短期债务/总债务	42.52	36.67	37.17
EBITDA	6.51	7.00	8.94

总债务/EBITDA	18.59	21.50	20.07
EBITDA 利息覆盖倍数	0.92	0.97	1.22

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 11：截至 2024 年末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	平均融资成本	类型	融资余额	一年以内到期	1~2 年	2~3 年到期	3 年及以上到期
银行贷款	5.13%	信用、抵押、 质押、保证借款	98.71	38.48	9.40	10.23	40.60
债券融资	5.95%	企业债	29.69	4.79	10.29	3.99	10.61
非标融资	7.26%	融资租赁、债权 融资计划	16.99	8.65	5.71	2.27	0.36
其他	3.20%	专项债等	21.41	2.63	0.00	0.00	18.78
合计	--	--	166.79	54.55	25.40	16.49	70.35

注：此表不包括应付票据和不计息租赁负债。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2024 年末，公司受限资产规模 112.89 亿元，占总资产比例为 28.63%，主要为受限货币资金、土地使用权和投资性房地产等，抵质押融资空间有限。或有负债方面，截至 2024 年末，公司对外担保余额为 14.68 亿元³，占净资产的比例为 8.42%，被担保方为景德镇市华信建设投资有限公司和景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司等，均为国有企业且为关联方。此外，正业科技 2023 年 11 月因建设工程施工合同纠纷事宜，被福建省润翔建筑工程有限公司（以下简称“润翔建筑”）起诉列为被告，涉诉金额 1.49 亿元，并且公司坐落于东莞市松山湖北部工业城科技九路南侧的国有建设用地使用权（正业科技总部大楼）被查封，2024 年 1 月，正业科技和润翔建筑达成调解协议，正业科技按照约定分期支付工程款 0.76 亿元，并完成项目验收交接，正业科技已于 2024 年 1 月支付 2,300 万元工程款，由于正业科技资金周转整体相对紧张，正业科技于 2024 年 2 月计划将上述总部大楼工程项目按不低于评估价的方式挂牌转让，2024 年 4 月 7 日，盛鸿科技发展（广东）有限公司以 1.78 亿元的报价成为该项目的受让方，2024 年 5 月 17 日，交易价款的首期款 1.07 亿元已于“江西省产交所”平台完成支付。截至 2025 年 2 月 10 日，正业科技本次出售标的资产的变更和过户手续已全部完成。2025 年 3 月 26 日，公司已完成标的资产相关资料的移交工作，2025 年 2 月 28 日~2025 年 4 月 29 日，公司陆续收到交易对手方盛鸿科技所支付的标的资产交易款 0.68 亿元，剩余尾款 0.03 亿元及延期付款利息未支付。鉴于盛鸿科技对标的资产剩余 3,179,998.17 元工程造价及延期付款利息存在异议，双方会持续保持沟通协商，需持续关注后续款项支付情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业征信报告》及相关材料，子公司正业科技 2022 年票据承兑累计逾期余额 160.35 万元，出现票据逾期情况均为正业科技财务人员或供应商未及时在网银系统进行操作导致汇票在票据系统中未兑付；2024 年 2 月 1 日至 2024 年 7 月 31 日，正业科技承兑的 4 张商业汇票发生逾期，共计 44.29 万元，票据逾期原因为正业科技财务人员未及时应答提示付款。截止目前上述票据均已全部兑付⁴，除以上情况外，截至 2025 年 5 月，公司及重要子公

³对外担保详见附件 8。

⁴正业科技于 2022 年 5 月 13 日和 2024 年 8 月 2 日分别于上海票据交易所发布《关于广东正业科技股份有限公司商业汇票不存在信用风险的公告》、《关于广东正业科技股份有限公司承兑票据不存在信用风险的公告》。

司无其他未结清和已结清不良信贷记录，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

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

2024 年，公司经营活动净现金流呈现净流入状态，年末公司可动用账面资金为 7.06 亿元，可为公司日常运营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2024 年末，公司银行授信总额为 115.36 亿元，尚未使用授信额度为 19.03 亿元，备用流动性较弱。但公司作为景德镇市支持产业发展投资的重要平台，公司可持续获得政府在项目投资及债务还本付息方面的资金支持。近年来，公司在债券市场表现活跃度较好，但截至目前暂无存续债券批文，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。公司在建项目尚需投资规模一般；债务到期方面，公司未来一年债务到期规模较大，综合来看，公司未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖存在一定压力。

外部支持

公司作为景德镇市支持产业发展投资的重要平台，景德镇市国资委对公司高管任命、日常经营等方面高度管控，公司经营战略及业务运营易受景德镇市国资委及股东影响，景德镇市政府支持能力强。公司业务集中于景德镇市，主要负责产业投资板块运营，重点围绕航空、新能源、新材料等新兴产业孵化，发挥产业投资专业化平台作用，在景德镇市具有重要的地位。2024 年以来获得政府支持力度较大，政府及股东对公司支持意愿较强。

景德镇市是环鄱阳湖新经济圈的重要城市，也是世界瓷都，中国直升机工业重镇，战略地位突出，且综合经济实力持续增强，具备向区域内企业协调一定金融及产业资源的能力。区域内融资平台主要包括景德镇国控、合盛产投、景德镇陶文旅控股集团有限公司和景德镇市城市建设投资集团有限责任公司，近年来上述公司有息债务总额逐年增加。2024 年以来受经济下行和实施组合式退税减税降费政策等因素影响，景德镇市一般预算收入出现小幅下滑，需关注财政收支平衡压力加大背景下的系统性债务风险。整体来看，景德镇市政府的支持能力强。

公司作为景德镇市支持产业发展投资的重要平台，业务集中于景德镇市，主要负责产业投资板块运营，重点围绕航空、新能源、新材料等新兴产业孵化，发挥产业投资专业化平台作用，具有较高的市场地位。公司为景德镇投资重要子公司之一，但公司由景德镇市国资委实际控制，公司人事任命及财务投融资等方面由景德镇市国资委管理，股权结构、业务运营、战略规划和高管任命均与市政府具有较高的关联性。自组建以来，公司在财政补贴、股权划入等方面持续获得政府和股东较大支持，2024 年，公司获得政府补助 15.28 亿元，并且获得国有资本收益返还 0.20 亿元，夯实公司资本实力并且对公司资本支出和还本付息具有重要支撑，政府及股东支持意愿较强。

跟踪债券信用分析

“21 合盛债 01/21 合盛 01”于 2021 年 5 月 6 日成功发行，募集资金为 10.00 亿元，其中 6.00 亿元计划用于景德镇市直升机航空产业孵化园项目，4.00 亿元计划用于补充营运资金，截至 2025 年 3 月末，已有 6.00 亿元用于景德镇市直升机航空产业孵化园项目，4.00 亿元用于补充营运资金，募集资金余额为 0.00 亿元，募投项目总投资 12.78 亿元，截至 2024 年末已投资 9.77 亿元，债券未变更募集资金用途。

“21 合盛债 01/21 合盛 01”未设置担保措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位重要，每年保持一定投资规模，债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。“21 合盛债 01/21 合盛 01”设置回售条款和提前偿还条款，根据投资人回售选择权履行结果公告，“21 合盛债 01/21 合盛 01”未回售，公司已于 2025 年 5 月 6 日，偿还债券本金 4.00 亿元，目前跟踪债券信用风险很低。

“23 合盛债 01/23 合盛 01”于 2023 年 4 月 28 日成功发行，募集资金为 5.00 亿元，其中 2.50 亿元拟用于景德镇市高新区航空应急救援产业园区建设项目，2.50 亿元用于补充公司营运资金，根据企业提供的资料，截至 2025 年 3 月末，其中景德镇市高新区航空应急救援产业园区建设项目已使用 2.5 亿元，2.50 亿元已用于补充公司营运资金，剩余资金为 0.00 亿元，债券未变更募集资金用途。

“24 合盛债 01/24 合盛 01”于 2024 年 1 月 29 日发行成功，募集资金为 2.00 亿元，其中 1.00 亿元用于景德镇市高新区航空应急救援产业园区建设项目，1.00 亿元用于补充公司营运资金。根据企业提供的资料，截至 2025 年 3 月末，其中景德镇市高新区航空应急救援产业园区建设项目已使用 1.00 亿元，1.00 亿元已用于补充公司营运资金，剩余资金为 0.00 亿元，债券未变更募集资金用途。“23 合盛债 01/23 合盛 01”和“24 合盛债 01/24 合盛 01”均由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证。

“25 合盛债 01/25 合盛 01”于 2025 年 1 月 8 日发行成功，募集资金为 2.00 亿元，其中 1.00 亿元用于景德镇市高新区航空应急救援产业园区建设项目，1.00 亿元用于补充公司营运资金。根据企业提供的资料，截至 2025 年 3 月末，其中景德镇市高新区航空应急救援产业园区建设项目已使用 0.87 亿元，0.69 亿元已用于补充公司营运资金，剩余资金为 0.44 亿元，债券未变更募集资金用途。“25 合盛债 01/25 合盛 01”由中证信用融资担保有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

偿债保障分析——“23 合盛债 01/23 合盛 01”、“24 合盛债 01/24 合盛 01”

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为“23 合盛债 01/23 合盛 01”、“24 合盛债 01/24 合盛 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证。

中合担保于 2012 年 7 月 19 日注册设立，初始注册资本为 51.26 亿元，是国务院利用外资设立担保公司的唯一试点项目，旨在发展多层次中小企业金融服务体系。经多轮增资和股权变更，截至 2024 年末，中合担保实收资本为 71.76 亿元，中合担保股权结构较为分散，无控股股东和实际控

制人，中合担保前三大股东分别为海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）、宏达控股集团有限公司和海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）。海航科技和海航资本作为关联方，合计持有中合担保 43.34% 的股份，在 10 名董事组成的董事会中合计拥有 2 名股东董事的席位。因无法清偿到期债务，2021 年 1 月海航集团有限公司破产重整，海航资本在海航集团重整范围内，海航资本的股东现已变更为海南海航二号信管服务有限公司；海航科技作为上市公司，不在海航集团重整范围内。

目前中合担保正处于业务转型阶段，核心目标为全力化解存量风险，逐步压降非城投类融资担保业务规模，存量担保业务仍以城投债担保为主。针对当前宏观经济形势及监管政策的变化，中合担保及时调整业务策略，采取稳健策略开展债券担保业务；中合担保依托股东中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）的资源，不断推动风控运营管理标准化、线上化、数字化，逐步探索供应链金融业务。受城投债政策影响，中合担保 2024 年末债券担保业务规模下降，在保余额降至 185.02 亿元。股东中国宝武持有中合担保股权 14.63%，中合担保的副总经理（分管财务）由中国宝武选派，中合担保与中国宝武在供应链上下游展开合作，并获得其授信支持，在同业合作、产业链资源协同、业务渠道拓展等方面也能得到其他股东的支持，中国宝武以及其他股东具有较强的能力和意愿在有需要时对中合担保给予支持。

综合来看，中诚信国际维持中合中小企业融资担保股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证对本期债券还本付息起到强有力的保障作用。

偿债保障分析——“25 合盛债 01/25 合盛 01”

中证信用融资担保有限公司（以下简称“中证融担”或公司）为“25 合盛债 01/25 合盛 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中证融担成立于 2019 年 12 月 9 日，由中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”）发起设立，成立时注册资本 30.00 亿元。2019 年 12 月 16 日，中证信用进一步对中证融担增资 10.00 亿元；截至 2024 年末，中证融担注册资本和实收资本均为 40.00 亿元，中证信用持有其 100% 的股权，为中证融担控股股东。

中证融担自成立以来，依托股东积极推进与各级政府、各主要金融机构的合作，以主体类业务为基础，以小微业务为战略重心，通过科技驱动实现担保业务的较快发展。中证融担作为中证信用下属从事融资担保业务的专业子公司，业务范围包括借款类担保业务、发行债券担保业务和其他融资担保业务，近年来担保业务规模保持增长。担保组合质量方面，公司仅 2022 年发生过一笔代偿，代偿规模极小。截至 2024 年末，中证融担总资产为 77.07 亿元，所有者权益为 63.78 亿元，期末在保余额为 558.55 亿元；2024 年实现担保业务收入 5.45 亿元，实现净利润 4.70 亿元。

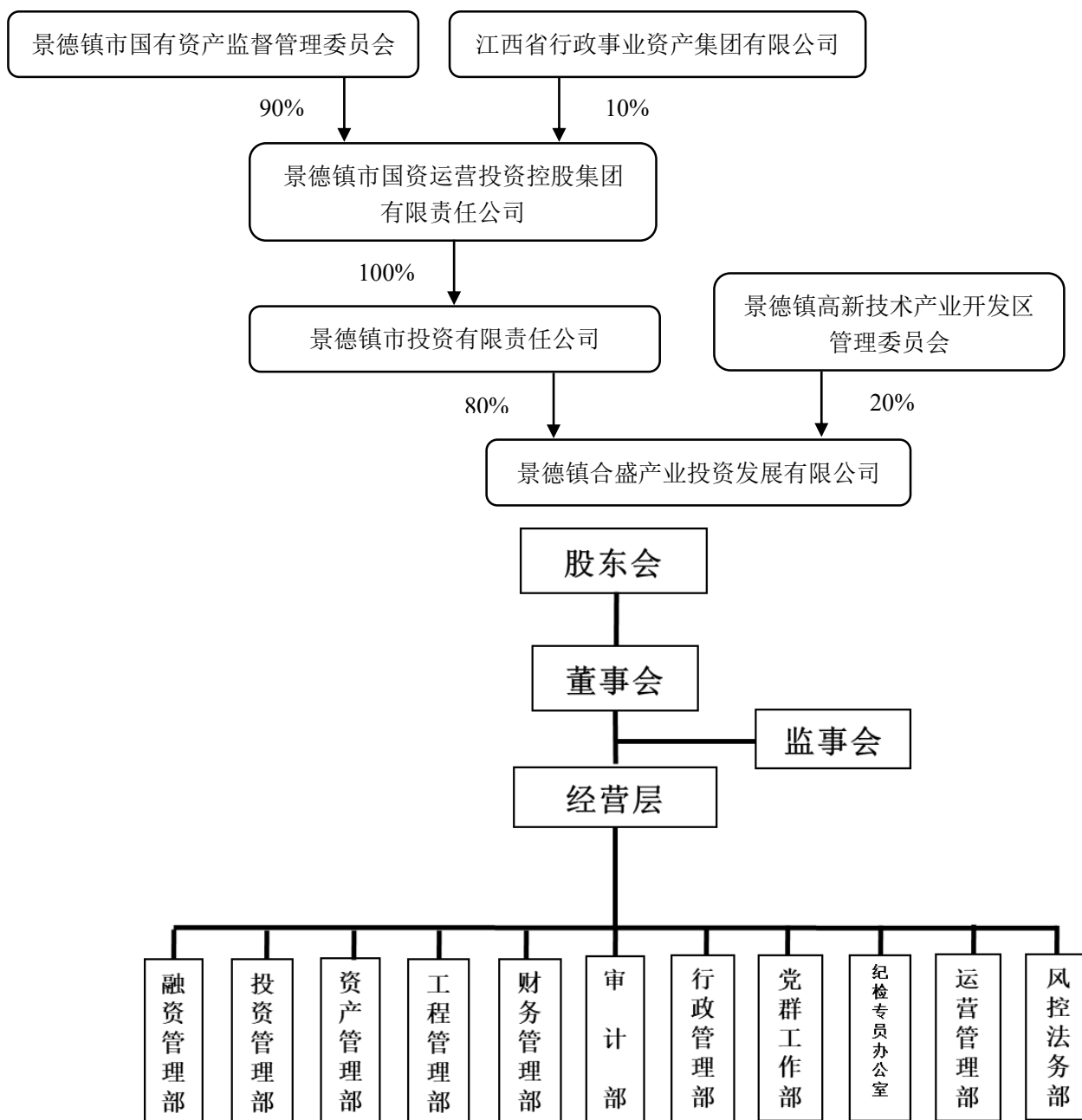
中证信用为中证融担控股股东，持有中证融担 100.00% 的股权。中证信用作为一家全国性的综合信用服务机构，致力于通过信用科技打造服务于信用资产全生命周期管理的基础设施，以信用增进为基础，通过科技手段和专业化服务，为机构客户提供包括信用风险管理、信用增进、信用资产交易管理在内的全信用价值链服务。作为中证信用下属从事融资担保业务的专业子公司，中证

融担将继承中证信用的增信业务定位。考虑到中证信用控股股东的身份以及所承担的推动资本市场发展的重要使命，中诚信国际认为中证信用有很强的意愿在有需要时为中证融担提供支持。综上所述，中诚信国际维持中证融担主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为中证融担提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够对本期债券的还本付息起到强有力的保障作用。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持景德镇合盛产业投资发展有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“23 合盛债 01/23 合盛 01”、“24 合盛债 01/24 合盛 01”、“25 合盛债 01/25 合盛 01”的债项信用等级为 **AAA**；维持“21 合盛债 01/21 合盛 01”的债项信用等级为 **AA**。

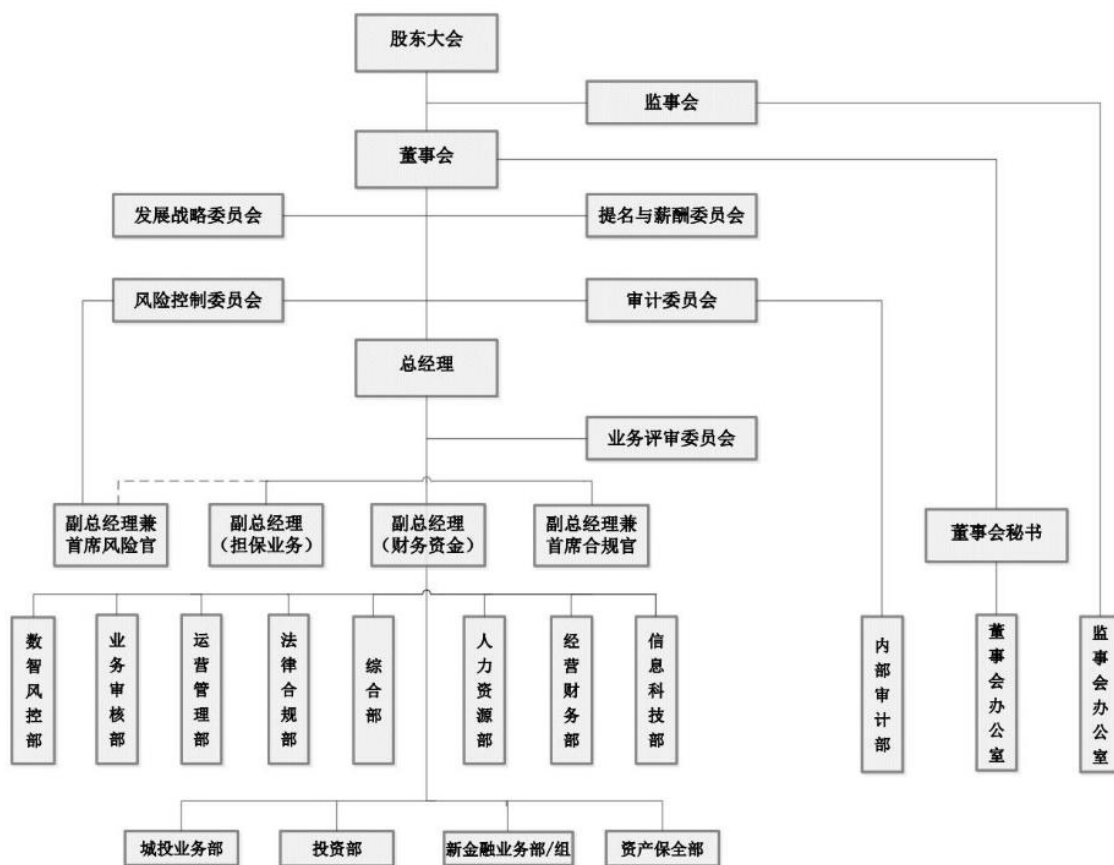
附一：景德镇合盛产业投资发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供

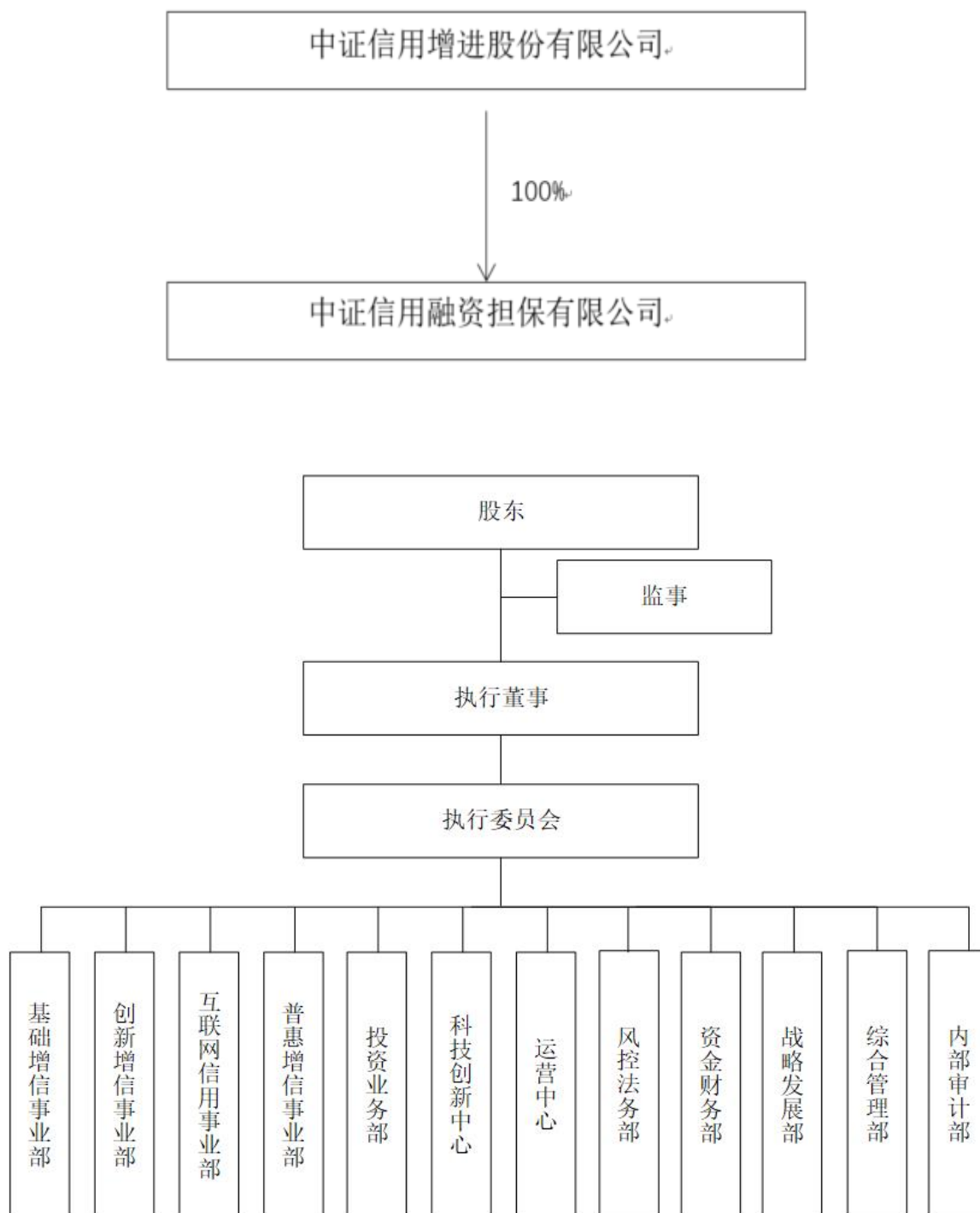
附二：中合中小企业融资担保股份有限公司股权结构及组织结构图（截至 2024 年末）

股东名称	持股数额（万股）	持股比例(%)
海航科技股份有限公司	191,040	26.62
宏达控股集团有限公司	127,600	17.78
海航资本集团有限公司	120,000	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	105,000	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	68,000	9.47
中国进出口银行	50,000	6.97
西门子（中国）有限公司	35,000	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	21,000	2.93
合计	717,640	100.00



资料来源：中合担保

附三：中证信用融资担保有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年末）



资料来源：中证融担，中诚信国际整理

附四：景德镇合盛产业投资发展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）	2022	2023	2024
货币资金	114,013.71	132,914.16	157,736.92
应收账款	125,563.94	119,030.72	101,492.34
其他应收款	76,921.17	38,626.09	41,797.08
存货	1,459,125.90	1,303,655.42	1,376,378.55
长期投资	8,744.87	59,476.15	59,443.02
固定资产	64,000.53	79,701.10	83,726.45
在建工程	124,294.31	117,305.91	180,957.36
无形资产	661,896.61	681,994.51	721,096.91
资产总计	3,235,030.60	3,553,540.03	3,943,684.59
其他应付款	46,008.87	138,377.87	164,335.92
短期债务	514,406.63	552,120.94	666,625.58
长期债务	695,463.35	953,559.64	1,126,875.30
总债务	1,209,869.98	1,505,680.58	1,793,500.88
净债务	1,171,530.61	1,417,408.20	1,722,940.56
负债合计	1,399,212.19	1,817,257.81	2,200,136.82
所有者权益合计	1,835,818.40	1,736,282.22	1,743,547.77
利息支出	71,032.64	72,535.91	73,122.43
营业总收入	238,885.37	107,583.97	102,707.33
经营性业务利润	31,626.29	29,938.70	72,947.29
投资收益	-691.06	-223.57	-576.73
净利润	10,028.32	4,229.45	4,363.37
EBIT	57,327.72	62,262.90	79,507.08
EBITDA	65,072.41	70,020.26	89,377.22
经营活动产生的现金流量净额	-109,684.68	-199,544.36	62,308.02
投资活动产生的现金流量净额	-131,710.78	-118,907.80	-199,229.43
筹资活动产生的现金流量净额	173,892.44	368,380.42	119,199.31

财务指标	2022	2023	2024
营业毛利率（%）	26.49	20.92	17.95
期间费用率（%）	31.76	80.83	91.00
EBIT 利润率（%）	24.00	57.87	77.41
总资产收益率（%）	1.77	1.83	2.12
流动比率（X）	2.69	1.98	1.69
速动比率（X）	0.57	0.43	0.38
存货周转率（X）	0.12	0.06	0.06
应收账款周转率（X）	1.90	0.88	0.93
资产负债率（%）	43.25	51.14	55.79
总资本化比率（%）	39.72	46.44	50.71
短期债务/总债务（%）	42.52	36.67	37.17
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.12	-0.17	0.00
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.29	-0.47	-0.01
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-1.54	-2.75	0.85
总债务/EBITDA（X）	18.59	21.50	20.07
EBITDA/短期债务（X）	0.13	0.13	0.13
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.92	0.97	1.22
EBIT 利息保障倍数（X）	0.81	0.86	1.09
FFO/总债务（X）	0.02	0.01	0.03

注：1、中诚信国际根据合盛产投提供的其经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023~2024 年审计报告整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；2、长期应付款中的带息债务调入长期债务，其他应付款中的带息债务调入短期债务；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，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

附五：中合中小企业融资担保股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

（金额单位：百万元）	2022	2023	2024
资产			
货币资金（含定期存款）	628.49	432.53	1,462.21
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	40.29	879.64	0.00
交易性金融资产	3,882.55	2,747.08	2,560.34
债权投资	1,902.06	2,290.23	2,345.42
委托贷款	151.59	2.55	0.00
长期股权投资	35.67	11.03	0.00
资产合计	8,223.53	8,605.80	9,134.23
负债及所有者权益			
短期借款	0.00	123.78	839.33
未到期责任准备金	137.16	123.56	85.13
担保赔偿准备金	271.88	262.77	184.35
担保损失准备金合计	409.05	386.33	269.47
存入担保保证金	0.00	0.00	0.00
负债合计	826.51	1,293.53	1,593.11
实收资本	7,176.40	7,176.40	7,176.40
一般风险准备	31.23	47.32	79.33
所有者权益合计	7,397.03	7,312.27	7,541.13
利润表摘要			
担保业务收入	272.02	246.12	169.79
担保赔偿准备金支出	73.61	9.12	78.42
提取未到期责任准备	13.49	12.42	37.38
投资收益	207.40	199.08	219.71
营业费用	(158.94)	(142.22)	(87.61)
净利润	105.30	155.42	318.85
担保组合			
在保余额	33,546.00	26,702.37	18,501.84
	2022	2023	2024
盈利能力(%)			
营业费用率	28.27	29.91	14.97
平均资产回报率	1.27	1.85	3.59
平均资本回报率	1.43	2.11	4.29
担保项目质量(%)			
年内代偿额（百万元）	0.00	0.00	0.62
年内回收额（百万元）	313.00	125.98	4.17
年内代偿率	0.00	0.00	0.01
累计代偿率	3.14	2.83	2.64
累计回收率	32.71	35.30	35.38
担保损失准备金/在保责任余额	1.22	1.45	1.46
资本充足性			
融资担保放大倍数(X)	3.68	2.92	1.99
流动性(%)			
高流动性资产/总资产	25.45	20.20	10.08
高流动性资产/在保责任余额	6.24	6.51	4.98

附六：中证信用融资担保有限公司主要财务数据（合并口径）

财务数据（金额单位：百万元）	2022	2023	2024	2025.03
资产				
货币资金	2,224.85	959.62	921.56	1,178.49
结算备付金	55.01	8.36	35.85	7.81
交易性金融资产	2,607.28	4,451.96	4,678.37	3,742.49
债权投资	1,939.29	1,969.18	1,893.66	2,862.41
长期股权投资	0.00	0.78	1.08	1.08
资产合计	7,121.78	7,566.91	7,707.12	8,097.26
负债及所有者权益				
短期债务	50.01	317.68	145.14	50.02
风险准备金	451.31	468.77	560.09	613.53
存入担保保证金	23.96	0.00	0.00	0.00
负债合计	863.11	1,081.12	1,329.14	1,635.90
实收资本	4,000.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00
其他权益工具	1,498.43	1,498.43	1,500.00	1,500.00
一般风险准备	83.84	139.03	185.99	185.99
未分配利润	592.55	709.32	509.99	583.39
所有者权益合计	6,258.67	6,485.80	6,377.98	6,461.37
利润表摘要				
担保业务收入	475.88	516.49	545.02	159.78
提取风险准备金	(151.42)	(22.43)	(108.96)	(46.97)
担保业务净收入	291.19	461.31	414.38	108.40
投资收益	102.14	136.64	152.08	62.51
公允价值变动损益	(72.51)	75.46	68.87	(50.60)
营业费用	(46.23)	(67.89)	(91.21)	(16.22)
税金及附加	(4.29)	(4.13)	(5.17)	(3.35)
营业利润	508.32	667.27	549.53	130.47
税前利润	508.32	667.27	549.48	130.47
所得税	(72.02)	(115.14)	(79.89)	(15.83)
净利润	436.31	552.13	469.59	114.64
担保组合				
在保余额	36,567.12	41,357.76	55,854.95	59,011.00

附七：中证信用融资担保有限公司主要财务指标（合并口径）

财务指标	2022	2023	2024	2025.03
盈利能力（%）				
营业费用率	7.46	9.49	14.12	8.01
平均资产回报率	6.38	7.52	6.15	--
平均资本回报率	7.18	8.66	7.30	--
担保项目质量（%）				
年内代偿额（百万元）	1.01	0.00	0.00	0.00
年内代偿率	0.01	0.00	0.00	0.00
累计代偿率	0.004	0.003	0.001	0.001
风险准备金/在保余额	1.23	1.13	1.00	1.04
最大单一客户在保余额/净资产	15.66	15.42	15.68	15.48
最大十家客户在保余额/净资产	151.89	149.65	147.24	153.02
资本充足性				
净资产（百万元）	6,258.67	6,485.80	6,377.98	6,461.37
净资产放大倍数（X）	5.84	6.38	8.76	9.13
融资担保放大倍数（X）	4.77	5.19	7.05	7.43
流动性（%）				
高流动性资产/总资产	68.52	64.57	64.09	52.04
高流动性资产/在保余额	13.34	11.81	8.84	7.14

附八：景德镇合盛产业投资发展有限公司对外担保明细（截至 2024 年末）

序号	被担保对象	企业性质	担保余额（单位：万元）
1	景德镇市华信建设投资有限公司	国企	9,584.00
2	景德镇市高新创业投资有限公司	国企	2,940.00
3	景德镇国信人文纪念有限公司	国企	5,000.00
4	景德镇国控供应链管理有限公司	国企	1,000.00
5	江西直升机有限公司	国企	1,000.00
6	景德镇国控环境产业有限公司公司	国企	1,000.00
7	景德镇市国信资产管理有限公司公司	国企	1,000.00
8	景德镇市高新创业投资有限公司	国企	7,000.00
9	景德镇市国信康华酒店管理有限公司	国企	800.00
10	景德镇官方陶瓷旗舰店运营管理有限公司	国企	1,000.00
11	景德镇国资运营投资控股集团有限责任公司	国企	89,000.00
12	景德镇市国信康养产业有限公司	国企	1,000.00
13	景德镇市高新创业投资有限公司	国企	9,000.00
14	古镇商旅文商业运营管理有限公司	国企	1,000.00
15	景德镇市国信汽车销售有限公司	国企	1,000.00
16	景德镇国控供应链管理有限公司	国企	1,000.00
17	景德镇国信经贸有限责任公司	国企	1,000.00
18	景德镇航投实业有限公司	国企	8,000.00
19	江西赣翔通用航空有限公司	国企	1,000.00
20	景德镇市国信康养产业有限公司	国企	999.00
21	景德镇国信人文纪念有限公司	国企	950.00
22	景德镇市国信汽车销售有限公司	国企	995.00
23	景德镇国控环境产业有限公司公司	国企	540.00
24	景德镇国控供应链管理有限公司	国企	1,000.00
合计		--	146,808.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附九：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
	净债务	总债务-非受限货币资金
	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
经营效率	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)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(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×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。

附十：担保方基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
盈利能力	营业费用	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
	净资产放大倍数	在保余额/净资产

附十一：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，违约风险极大。
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）66428877

传真：+86（10）66426100

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）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn