

# 标普信评

S&P Global  
China Ratings

主体评级报告：

## 安徽省农垦集团有限公司

主体信用等级\*：AAA<sub>spc</sub> 展望：稳定

评定日期：2025年12月24日

到期日期：2026年12月23日

项目负责人：

王璜,CPA 010-65166029; Huang.wang@spgchinaratings.cn

项目组成员：

王可欣,CFA 010-65166033; Kexin.wang@spgchinaratings.cn

### 目录

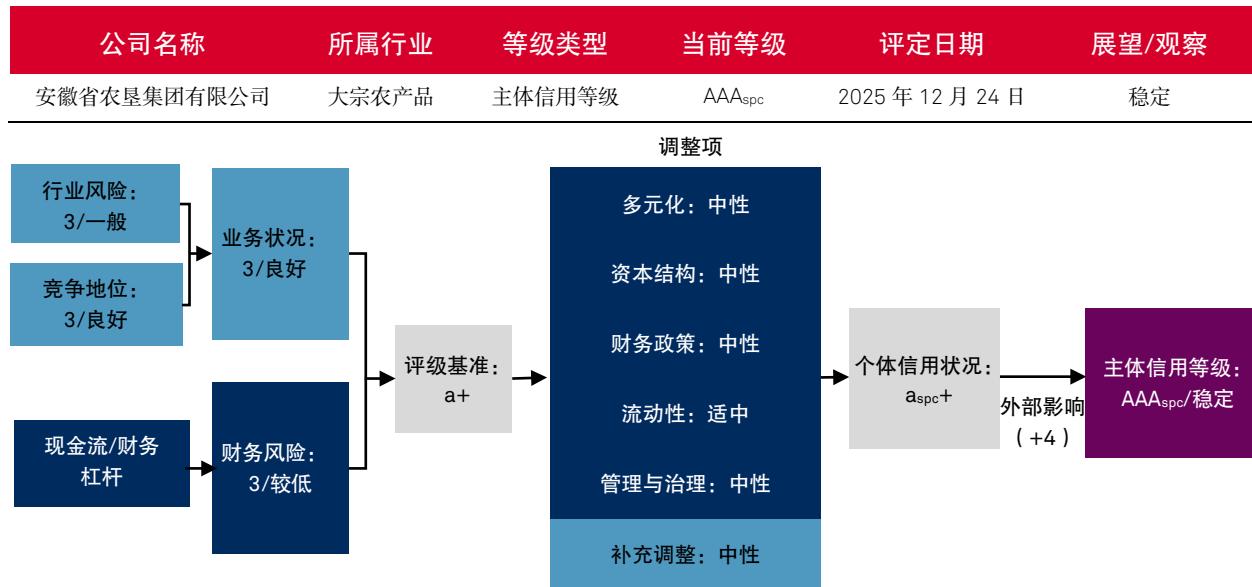
信用等级概况	2
声明	4
一、宏观经济与行业环境	5
二、评级基准	7
三、个体信用状况	15
四、主体信用等级	16
附录	18

\*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。

## 信用等级概况



## 本次评级概况

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）评定安徽省农垦集团有限公司（以下简称“安徽农垦”或“公司”）的主体信用等级 AAA<sub>spc</sub>，评级展望为稳定。安徽农垦的业务状况“良好”。粮食种植行业价格监管机制完善，为公司农业板块构建了低风险经营基础。公司较强的技术实力与生产保障能力，也强化了其盈利与现金流的抗风险能力。随着统一经营的深化与社会化服务的推进，我们预计公司粮食产销量将实现稳步增长。然而，公司自有土地资源规模有限、耕地的大规模流转存在天然障碍，叠加其农副产品业务竞争优势尚不显著，公司营收与利润规模相较于全国农业龙头企业存在一定差距。安徽农垦的财务风险“较低”，我们认为，公司杠杆将在未来几年有所上升，但得益于公司农业板块稳定的现金流及较低的债务存量规模，我们预计 2025-2026 年公司杠杆水平能够稳定在“较低”档位。公司房地产板块的去化压力将对其利润率和现金流造成一定负面影响，但该板块已加速转型，尚需投资规模可控。我们预计公司地产板块风险将逐步出清，对偿债风险影响可控。目前，该板块存量银行借款已降至 1 亿元以内，合约销售带来的现金流、可动用的流动资金能保障债务偿付。标普信评认为，安徽省政府对公司的外部支持为“高”。作为安徽省唯一的农业综合企业，公司将是安徽省农业现代化、乡村振兴的重要抓手。我们认为，政府对公司的支持意愿高、救助难度低，增加了其在极端情况下获得政府支持的可能性。

## 主要优势与风险

优势	风险
公司财务政策较为稳健，杠杆水平较低，利息覆盖能力好。	未来 1-2 年，地产板块去化承压、价格下降，将带来现金流收缩，相关存货的减值也将在一定程度上削弱公司盈利表现。
公司作为安徽省唯一的农业综合企业，将是安徽省推进农业现代化和乡村振兴的重要抓手，能持续获得政府在政策、资源等方面的支持。	
依托国家粮食价格监管机制及公司技术与生产保障优势，农业板块现金流稳健。	

## 评级展望

安徽农垦的评级展望为稳定。我们预计，未来 24 个月内，公司债务规模将稳定在较低水平。公司农业板块稳定的现金流将增强其财务韧性，在一定程度上缓解房地产板块去化承压、价格下行带来的现金流压力。我们预计 2025-2026 年，公司杠杆率将略有上升，但仍能维持在“较低”水平。公司房地产板块已加速转型，尚需投资规模可控。我们预计，公司地产板块风险将逐步出清，对偿债风险影响可控。安徽省政府对公司的外部支持将保持在“高”的水平。公司作为安徽省唯一的农业综合企业，将是省内农业现代化、乡村振兴的重要抓手。我们认为，政府对公司的外部支持意愿高。而公司低杠杆的经营现状，也进一步降低了救助难度。我们预计公司在极端情况下获得政府支持的可能性高。

**上调情形：**不适用。

**下调情形：**若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：1、公司财务风险显著上升，持续较长时间且没有改善的迹象，可能的情况包括：1) 公司未来资本开支及营运资金需求大幅增加，带来较高的外部融资需求，推升债务规模；2) 公司业务出现显著弱化，EBITDA 规模显著下降。2、公司受到的外部支持下降，这可能表现为：1) 公司的职能定位明显弱化；2) 公司股权结构发生变化，导致公司与政府的关联程度显著降低。

## 相关评级方法、模型及研究

**评级方法：**

- [标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2025年5月14日。](#)
- [标普信用评级（中国）补充评级方法论—必需消费品行业，2023年12月22日。](#)
- [标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019年5月21日。](#)

**相关研究：**无。

**相关模型：**无。

## 声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、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，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评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。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非是某种决策的结论和建议。

## 跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪（如适用）和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

## 高级管理人员

李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn



## 项目负责人

王璜

北京

Huang.wang@spgchinaratings.cn



## 项目组成员

王可欣

北京

Kexin.wang@spgchinaratings.cn



## 一、宏观经济与行业环境

根据国家“十五五”规划，发展实业和加大创新将是重中之重，同时促进消费仍然是支撑经济的关键。我们预计2026年中国GDP增速将较上年有所放缓，主要原因在于国内需求持续低迷和出口的放缓。在国家多个行业“反内卷”的各种措施实施下，有迹象显示商品价格下行压力有所缓解，但很多行业面临的供给过剩，需求端不足以及资本投入长期低回报的状况仍将持续。

我们认为，粮食安全与农村社会的稳定，将是“十五五”期间农业政策的核心议题。两者实现路径分别为农业的现代化与乡村的振兴，其本质在于提升农业生产效率保障粮食供应，以及升级农村产业保障农村的发展与安定。

中国粮食供需长期处于紧平衡状态，在耕地规模受限的背景下，解决农业现代化所面临的挑战至关重要。2024年全国粮食总产量达1.4万亿斤，根据国家小麦产业技术体系产业经济研究室估算，我国全年粮食消费总量在1.7万亿斤左右，总产量与总需求还有2000多亿斤的缺口需要进口弥补。这表明中国粮食供需仍处在紧平衡状况。中国人均耕地面积远低于世界平均水平，18亿亩耕地红线仅能保障底线需求。国际形势的复杂多变让提高粮食产能、改善农业效率变得紧迫。但与之相伴的是，中国农业现代化的推进却极具挑战。中国农村土地细碎、农业生产单位小而分散。新技术推广需覆盖上亿生产单位，成本高、见效慢。加之单个生产主体规模有限，农技应用难以形成规模效应。农民的技术革新收益微薄，最终导致农业技术推广落地慢、风险高、易反复。这种现代化进程中的现实困难，严重制约农业技术进步。推进农业现代化，是保障粮食安全、在粮食政治博弈中占领有利位置的重要一环。

中国农村的稳定与发展是全国发展大局的基石，通过优化农业生产关系提升生产效率、推动乡村振兴，是维系国家长治久安与持续发展的关键。农村贫瘠、农民增收乏力的问题曾十分突出。21世纪初的“三农”问题曾一度成为国家的重大战略挑战。尽管此后随经济快速发展，工业与房地产行业吸纳了大量农村劳动力，以更高收入实现了农村的平衡与稳定，但农村人口收入偏低、农业收益微薄的问题并未根除。如今，伴随着经济增速放缓与农村劳动力返乡潮的出现，进一步提升农业生产效率与盈利能力、通过产业升级带动农村的经济与就业，已成为社会发展和稳定的重要一环。在此基础上，如何在推动小田变大田、统一经营、农业现代化的基础上，保护农村资源、保障农民基本权益，成为政策的重点。

从近几年农业领域的核心政策来看，农业生产关系的变革或将成为解决的主要路径。2025年中央一号文件，强调以三种新的农业经营体系提升经营性效率：1)建立以社会化服务为支撑的现代农业经营体系。鼓励国有资本、民营资本发展农业，进行公司化运营，让农民变成股东或者员工；2)以农村合作社为纽带，发挥其联结小农户与大市场的桥梁作用；3)培育家庭农场等新型经营主体。政策旨在引导企业、农民合作社、家庭农场与农户等紧密合作，通过保底分红、入股参股、服务带动等方式，让农民更多分享产业增值收益。

表1

近三年来中国农业领域核心政策		
时间	政策	主要内容
2023年	《中共中央 国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作意见》	围绕全面推进乡村振兴，在稳定粮食生产、加强耕地保护、推动乡村产业高质量发展、巩固拓展脱贫攻坚成果等方面提出新要求、新举措，持续为乡村振兴添砖加瓦。
2024年	《中共中央 国务院关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》	强调学习“千万工程”经验，在产业发展、乡村建设、乡村治理等多方面借鉴其成功模式，推动乡村全面振兴取得新的更大成效。
2025年	《乡村全面振兴规划（2024-2027年）》	规划明确，坚持城乡融合发展，对优化城乡发展格局，分类有序推进乡村全面振兴作出部署。建设农业强国，全方位夯实粮食安全根基。拓宽增收渠道，促进农民收入增长。建设宜居宜业和美乡村，增进农民福祉。
2025年	《中共中央 国务院关于进一步深化农村改革扎实推进乡村全面振兴的意见》	将高标准农田建设作为提升国家粮食安全保障能力的关键举措，从农田建设标准、建设质量、建后管护等方面提出具体要求，为筑牢粮食安全根基提供坚实支撑。

2025 年	《加快建设农业强国规划（2024—2035 年）》	是以农业强国建设为战略总纲，锚定“供给保障强、科技装备强、经营体系强、产业韧性强、竞争能力强”目标，通过科技与改革双轮驱动，一体推进农业现代化与农村现代化，全方位夯实粮食安全根基、健全现代农业经营体系、建设宜居宜业和美乡村，分阶段实现乡村全面振兴与农业农村现代化的中长期战略蓝图。
2025 年	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划的建议》	加快农业农村现代化，扎实推进乡村全面振兴。坚持把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重，促进城乡融合发展，持续巩固拓展脱贫攻坚成果，推动农村基本具备现代生活条件，加快建设农业强国。重点要提升农业综合生产能力、质量效益、推进宜居宜业和美乡村建设、提高强农惠农富农政策效能。

资料来源：公开资料，标普信评。

我们预计，为实现农业现代化、推进乡村振兴，国有农业企业将成为重要抓手。受制于土地禀赋，中国粮食种植业盈利空间有限，社会资本介入较少，这使得国企成为落实相关政策的重要载体。我们认为，以农垦、农业综合集团为代表的国有企业将会在保障粮食安全中起到非常重要的作用，一方面利用自身经验优势，通过自有土地、流转土地扩大统一经营提升生产效率；另一方面，为农民提供社会化服务，既有覆盖耕种管收的全流程服务，也包括农业技术的指导帮扶，以此发挥示范带动效应。上述服务需顾全农民权益，往往不以盈利为主要目的，对企业的资本实力、经营耐心及社会责任感提出更高要求。乡村振兴有同样的低回报特征，政策实现的主要路径为提振县域经济、延伸农业产业链条、创造就业岗位。而农业产业链普遍盈利水平偏低，下游产业所在的消费品行业更是竞争激烈。受此影响，不管是农业产业链还是农业基础设施的投资，都有前期投入大、回报周期长的特征。我们认为，未来在乡村振兴过程中，政府将引导具备经验与融资优势的农业国有企业，更好地参与到县域经济振兴中，探路先行。

表2

农垦行业重要政策		
时间	政策	主要内容
2015 年 11 月	中共中央国务院《关于进一步推进农垦改革发展的意见》（以下简称《农垦改革发展意见》）	建议明确了农垦企业的四个定位，就是要努力把农垦建设成为保障国家粮食安全和重要农产品有效供给的国家队、中国特色新型农业现代化的示范区、农业对外合作的排头兵、安边固疆的稳定器。并明确了农垦改革路径确定，垦区集团化、农场企业化将是主要方向。
2023 年 6 月	《“农垦社会化服务+地方”行动方案》	力争用 3—5 年时间面向地方开展社会化服务面积达到 1.5 亿亩次，打造一批示范点，建立一批服务标准，培育一批服务品牌，壮大一批集体经济组织，助力全面推进乡村振兴、加快建设农业强国。推广应用先进农业生产技术和模式，示范带动地方提高现代农业发展水平，助力全面推进乡村振兴、加快建设农业强国。

资料来源：公开资料，标普信评。

我们认为，安徽省的经济体量大，财政平衡能力相对稳定。2024 年，安徽省实现地区生产总值 50,625 亿元，同比增长 5.8%，经济总量居全国第十一位。然而，2024 年安徽省人均地区生产总值 8.3 万元，人均可支配收入 3.7 万元，均略低于全国平均水平。安徽省是农业大省，是全国五个粮食净调出大省之一，2024 年全省粮食产量 837 亿斤，排名全国第五位。安徽省工业蓬勃发展，2024 年工业增加值 14,171 亿元，规模以上工业增加值增长 9%，增速位居全国第四位。从财政平衡率来看，安徽省一般公共预算平衡率和财政总平衡率近年有所弱化，但仍处于良好水平。2024 年，安徽省实现一般公共预算收入 4,041 亿元，同比增长 3%，其中税收收入 2,601 亿元，占比 64.4%，贡献度较低。受房地产政策调控影响，近两年安徽省的政府性基金收入规模明显减少，2024 年安徽省政府性基金收入 1,983 亿元，延续下滑趋势。同期，安徽省一般公共预算支出合计 8,995 亿元，政府性基金支出 4,020 亿元，转移支付和地方政府专项债收入是安徽省平衡财政收支的重要支撑。

## 二、评级基准

### 公司概况

安徽省农垦集团有限公司（以下简称“农垦集团”或“公司”）于 1998 年由原安徽省农垦农工商联合总公司改制设立，与安徽省农垦事业管理局系一个机构、两块牌子、一套班子。公司成立以来历经多次增资及股权划转，截止 2025 年 9 月末，公司注册资本 100 亿元，安徽省政府国有资产监督管理委员会（以下简称“安徽省国资委”）持股 61%，是公司的控股股东和实际控制人，安徽省投资集团控股有限公司持股 39%。公司具有完善的法人治理结构，设有股东会、董事会和经理层。公司不设监事会、监事，由董事会审计与风险委员会行使相关职权。

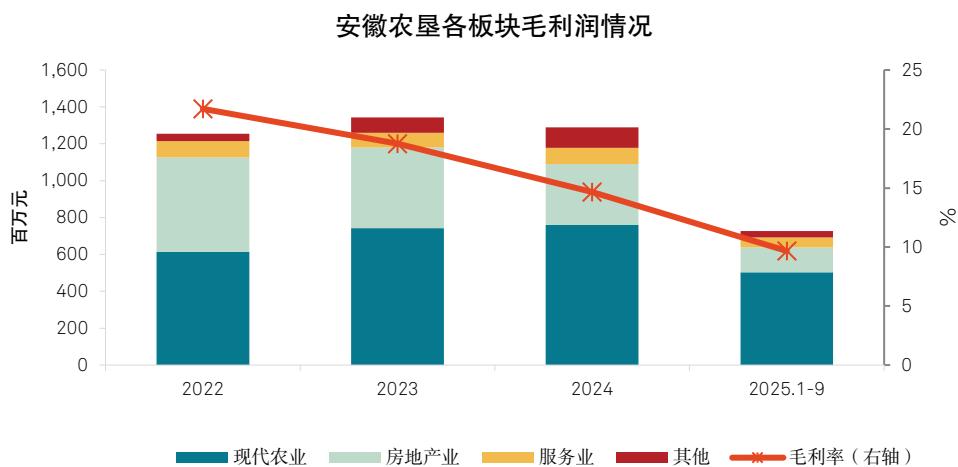
公司是安徽省属国有企业中唯一以现代农业为核心主业的大型企业集团、全省规模最大的现代农业企业，主营业务主要分为现代农业、房地产业和服务业三个板块。截至 2024 年末，公司总资产 414 亿元，净资产 283 亿元，全年实现营业收入 88 亿元，净利润 5 亿元；截至 2025 年 9 月末，公司总资产 407 亿元，净资产 285 亿元，2025 年 1-9 月实现营业收入 75 亿元，净利润 4 亿元。现代农业板块是公司主要的收入及利润来源。

图1



资料来源：公司提供，标普信评。  
版权所有©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图2



资料来源：公司提供，标普信评。  
版权所有©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 现代农业

现代农业是公司的主导产业，该板块主要包含农场农业、种业、农副产品初加工、土地复垦及养殖业。公司的农场农业主要以种植业为主，公司除了在自有耕地开展农产品种植，也通过土地流转、托管等方式开展社会化服务扩大种植面积，利用自身在农业生产方面的优势，提升自身及周边农村土地的生产能力。截止 2025 年 9 月末，公司耕地面积约 50 万亩，社会化服务面积 361 万亩。

种业业务由公司控股子公司安徽皖垦种业股份有限公司（以下简称“皖垦种业”）经营，主要以小麦种子和水稻种子为主，依托公司下属农场高标准农田资源，公司拥有 28 万亩的标准化良种繁育基地。农副产品初加工业务主要产品包括大米、面粉、面条、茶叶、黄酒等，养殖业务收入来源于生猪、猪肉、鸡蛋、苗鸡和虾的销售。土地复垦业务主要以全省耕地占补平衡任务为目标，以服务农场为宗旨，开展垦区土地开发复垦工作。

表3 现代农业板块收入成本情况（单位：百万元）

业务类型	2022		2023		2024		2025.1-9	
	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本
农场农业	2,117	1,629	2,996	2,447	5,375	4,898	4,562	4,180
其中：种植业	1,850	1,615	2,731	2,406	5,165	4,858	4,419	4,143
土地承包费	267	14	264	41	210	40	143	37
种业	415	355	452	372	295	250	80	70
农副产品初加工	328	308	734	728	788	766	632	635
土地复垦	131	77	158	39	239	39	72	2
养殖业	119	127	153	166	241	226	243	200
合计	3,110	2,496	4,494	3,752	6,939	6,179	5,590	5,087

资料来源：公司提供，标普信评。

## 房地产

公司房地产板块业务经营主体为安徽省通和房地产集团有限公司（以下简称“通和集团”）以及其下辖 17 家全资子公司。通和集团具备房地产开发二级资质，业务涉及住宅地产和商业地产，以住宅地产为主，项目布局以安徽省地级市、县为主。截止 2025 年 9 月末，公司已完工项目 17 个，在建项目 3 个。

## 服务业及其他

公司的服务业板块主要业务包括建筑安装、餐饮服务、类金融和资产租赁等，其他业务主要包含资产租赁、垦地合作和仓储烘干等，合计占收入及毛利润的比重均不足 10%。公司类金融业务主要由合肥皖垦小额贷款股份有限公司运营，主要从事“三农”企业及其他中小企业贷款业务，截至 2025 年 9 月末，贷款余额 3 亿元，不良率 5.1%。

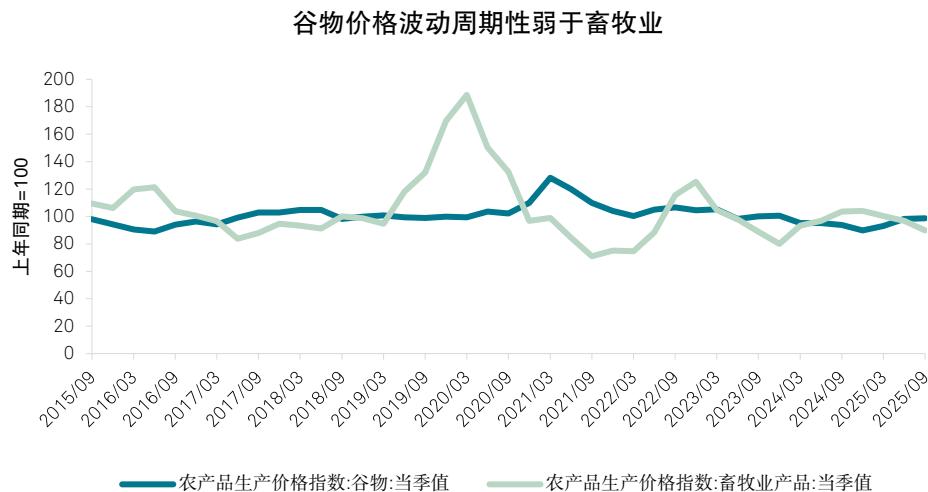
## 业务状况

标普信评认为，安徽农垦的业务状况“良好”。粮食种植行业价格监管机制完善，为公司农业板块构建低风险经营基础。安徽农垦较强的技术实力与生产保障能力，强化了其盈利与现金流的抗风险能力。随着统一经营的深化与社会化服务的推进，我们预计公司粮食种植的产销量将实现稳步增长。然而，公司自有土地资源规模有限、耕地的大规模流转存在天然障碍，叠加其农副产品业务竞争优势尚不显著，公司营收与利润规模相较于全国农业龙头企业存在差距。公司房地产板块的去化压力将对其利润率和现金流造成一定负面影响。但房地产板块已加速转型，尚需投资规模可控，且整体规模较小，因此部分项目去化难度较大的情况对公司整体业务状况的影响可控。

我们认为，价格监管机制成熟完善，为公司农业板块构建低风险经营基础。粮食需求的刚性决定了其需求的低周期性。同时，粮食价格有完善的价格监管机制调控。国家通过最低收购价、临时收储、市场调控储备等多重政策工具，保障了种植企业的合理收益。公司农业收入以小麦、水稻、大豆及玉米为主，小麦、水稻实行粮食收购最低保护价，大豆、玉米也有国家价格调控机制，保障了公司的种植板块的稳定、合理收益。公司作为五粮液集团、古井集团等知名企业的酿酒、食品糯米专用粮供应商，签订有长期供应合同，加强了销售渠道及价格的稳定。粮食种植成本的相对可控，也降低

了粮食种植的经营风险。种植业成本核心集中于种子、化肥、农药、农机作业等刚性支出，这些成本项均处于多重调控与市场约束之下，形成了相对稳定的成本区间。相较于养殖等其他细分领域所面对的剧烈价格波动及饲料成本的波动，公司以种植业为核心的业务形态保障了公司现金流和盈利的稳定。

图3



资料来源：国家统计局，标普信评。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，随着全国农业集约化的不断推进，公司的种植面积和产量将持续提升。近年来，公司通过推进农业统一经营和社会化服务，种植面积持续提升，总产量稳步增长，2024年公司主要作物种植面积151万亩，较2023年增加61万亩，产量66万吨，同比增长43.9%。我们预计，推进统一经营、社会化服务是中央构建农业现代化、构建新的农业生产关系的重要路径，公司将在基础上不断增加土地流转和社会化服务规模，带动农业板块收入持续上升。

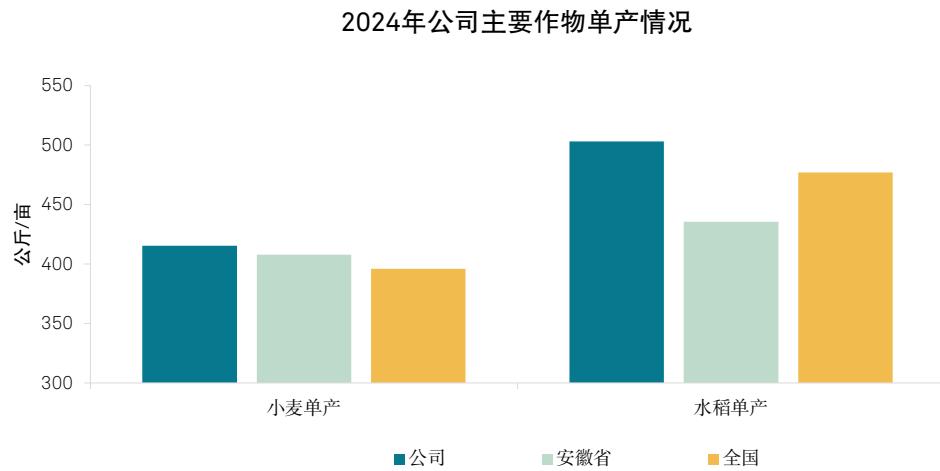
表4 主要作物种植面积及产量 (单位: 万亩, 万吨)

类型	2022		2023		2024	
	种植面积	产量	种植面积	产量	种植面积	产量
小麦	39	15	46	24	73	30
水稻	28	17	31	19	54	27
大豆	10	2	9	2	8	1
玉米	2	0	4	2	16	7
合计	78	34	90	46	151	66

资料来源：公司提供，标普信评。

公司具备较强的技术实力与生产保障能力，能够有效对冲天气、虫害等不利因素影响，进一步保障了盈利水平与现金流的稳定性。2024年，公司小麦的平均单产415公斤/亩，水稻平均单产503公斤/亩，明显高于安徽省及全国平均水平。公司大力推动农业统一经营，并持续改善水利、电力等农业基础设施，在规模化、集约化经营的同时有效抵御自然灾害，提升土地的生产能力。此外，公司拥有专业化人才队伍，形成了成熟、科学的种植技术规范，并在生产过程中利用机械化以及遥感、物联网、无人机等先进的农业科技。近年来，公司还通过社会化服务，持续向农户输出技术与服务，发挥了示范引领和辐射带动作用。截止2025年9月末，公司社会化服务面积361万亩，2024年累次开展社会化服务达1,263万亩次、带动地方粮食增产6,600万斤。

图4



资料来源：国家统计局、安徽调查、公司提供、标普信用评。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，公司种业业务能够与种植业形成良好的协同效应。皖垦种业是农业农村部首批认定的育繁推一体化种业企业，小麦种子和常规糯稻种子在安徽省内市占率长年保持领先，拥有国审品种 13 个和省审种子数量 56 个。种业方面较强的技术实力能够帮助公司获取到优质稳定的种源，提升整体的产量。同时，种植业也逆向驱动育种的创新，种业竞争力的提升能够帮助公司提升社会化服务能力，对其扩大社会化服务面积起到积极作用。

然而，与全国农业龙头企业相比，公司的规模相对有限。一方面，不同省份的农业企业存在资源禀赋差异，叠加自有土地资源固定、耕地大规模流转存在一定障碍的影响，公司能够掌握的土地资源相对有限，粮食产量也受此制约。2024 年公司小麦及水稻产量分别为 30 万吨和 27 万吨，占安徽省小麦及水稻产量的比重均为 1.7%。公司 88 亿元的收入及 5 亿元左右的净利润水平，在规模庞大的大宗农产品行业中表现并不突出。另一方面，与在下游消费品领域深耕多年、已经形成竞争优势的农业综合集团相比，公司的农副产品在品牌竞争力、规模和多样性上仍具有进步的空间，2024 年公司农副产品初加工收入约 8 亿元，而同期首农集团食品制造与销售收入 992 亿元，光明食品的乳业、肉业、糖酒业收入均超过 250 亿元。我们认为，业务向下游消费品领域拓展，除了在规模上有所助益外，也能够与公司的农业板块形成协同效应，提升公司经营的稳定性与综合竞争力。此外，公司统一经营、社会化服务面积也仍有提升空间，截止 2025 年 9 月末，公司统一经营面积占耕地面积的 77%。

表5

部分农业国有企业生产经营情况（单位：亿元）					
企业名称	业务	2024 年末资产	2024 年营业收入	2024 年净利润	
北京首农食品集团有限公司（以下简称“首农集团”）	北京市属大型国有农业食品企业，聚焦农食主业，产业涵盖种业、粮食、油脂、乳业、肉类及水产品、糖酒及副食调味品等品类。	1,872	1,507	22	
光明食品（集团）有限公司（以下简称“光明食品”）	上海市属综合食品产业集团，具有完整的食品产业链。农产品年批发交易量占上海市场的 40%以上。	2,576	1,270	15	
北大荒农垦集团有限公司	国家重要的商品粮基地，粮食生产连续 13 年稳定在 400 亿斤以上，打造了米、面、油、乳、肉、薯、种等支柱产业。	/	1,319	/	

<b>安徽农垦</b>	<b>安徽省属国有企业中唯一以现代农业为核心主业的大型企业集团、全省规模最大的现代农业企业。</b>	<b>414</b>	<b>88</b>	<b>5</b>
江苏省农垦集团有限公司	以现代农业为核心产业，医药健康、城镇开发、金融投资等为支撑产业的大型国有企业。	503	174	29
甘肃省农垦集团有限责任公司	甘肃省最大的现代农业企业集团，业务涵盖以现代制种、特色种植、畜牧养殖、食品加工及生物医药为核心的全产业链。	230	96	1
宁夏农垦集团有限公司	宁夏回族自治区最大的农业类综合产业集团，以农产品种植和养殖为主。	253	40	-10

资料来源：公开资料，标普信评。

我们认为，部分房地产项目去化压力较大的情况虽然对公司整体的存货周转效率、盈利水平和现金流产生能力有所拖累，但对公司业务状况的影响可控。公司房地产板块部分已完工和在建项目去化存在困难，近年来存货周转天数超过300天。截止2025年9月末，公司剩余货值17亿元，主要存货位于滁州市、合肥市和宿州市，已完工项目及在建项目中有4个项目受区位及竞争等因素影响，去化率不足60%。公司正积极采取如降价、对接政府收储等方式加大去化力度。公司房地产板块也正在积极对接代建及乡村振兴项目进行转型，2023年以来未新增土地储备，收入及利润规模和占比不断下降。截止2025年9月末，公司存量土储3块，2026-2027年每年预计投资约1亿元。我们预计，公司房地产板块销售额和利润率仍将继续下滑，存货仍面临减值风险，对公司的利润率水平和现金流均造成一定的压力。然而，公司房地产板块整体规模较小，大部分已完工项目已收回投资，在建项目尚需投资规模约5亿元，未来主要聚焦于存货去化，投资规模可控。同时，得益于现代农业板块的快速发展及稳定的利润贡献，公司的毛利率和EBITDA利润率将维持行业平均水平。

表6 截止2025年9月末公司房地产项目情况(万平米,亿元)

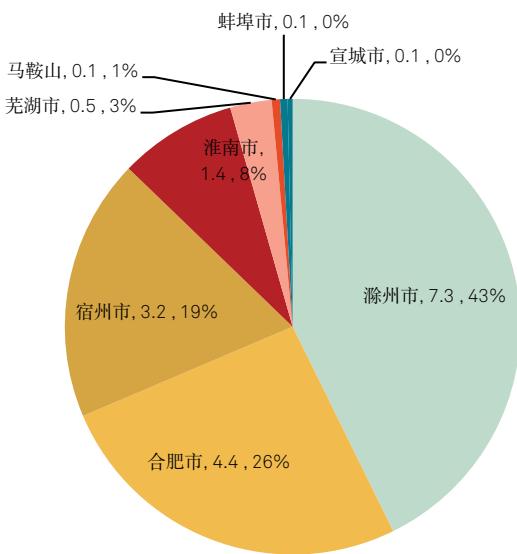
项目名称	区位	可售面积	累计销售面积	去化率	项目总投	累计销售金额	剩余货值
<b>已完工项目情况</b>							
星辰同辉	合肥市	7	4	58.8%	10	7	2.0
易居天玺	滁州市	30	28	92.5%	19	21	1.8
沁园春晓	淮南市	3	1	37.6%	3	1	1.4
易居天韵	滁州市	22	20	92.5%	10	9	1.3
翡翠印	合肥市	14	12	82.5%	19	18	0.9
融耀星辰	合肥市	8	6	76.7%	10	10	0.9
芜湖世纪之光	芜湖市	24	23	96.5%	14	17	0.5
易居同辉	合肥市	18	17	99.3%	14	15	0.3
通和天誉	合肥市	19	17	91.3%	21	25	0.2
易居天福	滁州市	6	6	97.3%	3	4	0.1
老报馆时代广场	马鞍山	4	4	96.0%	3	2	0.1
龙城水岸二期	蚌埠市	13	13	98.6%	4	4	0.1
天宁府	滁州市	9	9	96.3%	5	7	0.1
优诗美地	宣城市	16	15	96.4%	8	9	0.1
凤凰城	淮南市	10	10	100.0%	4	4	-
锦绣学府	蚌埠市	4	4	100.0%	1	1	-
龙城水岸一期	蚌埠市	9	9	100.0%	2	3	-
<b>在建项目情况</b>							
凤凰熙岸	滁州市	26	16	61.3%	15	7	4.1

通和云苑	宿州市	5	2	31.8%	16	1	3.2
美景·伯爵庄园	合肥市	2	-	N/A	4	-	N/A

资料来源：公司提供，标普信评。

图5

截止2025年月末公司剩余货值分布（单位：亿元）



资料来源：公司提供，标普信评。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 财务风险

核心假设：

- 2025-2026年，公司收入分别增长11%-15%、8%-10%。
  - 2025-2026年，房地产合同销售规模分别为8.0-9.0亿、6.0-8.0亿；结转收入分别为16.0-17.0亿元和8.0-10.0亿元。
  - 2025-2026年，房地产板块盈利承压，使得公司综合EBITDA利润率下降至6.0%-8.5%。
  - 2025-2026年，公司资本支出分别在4.0-5.0亿元、7.0-8.0亿元，主要投向新能源、农业基础设施、农业产业链扩展。
- 标普信评认为，安徽农垦的财务风险“较低”。虽然公司杠杆将在未来几年有所走高，但得益于农业板块稳定的现金流及较低的债务存量规模，我们预计2025-2026年公司以经调整总债务/EBITDA衡量的杠杆率将分别达到4.0-4.5倍以及4.8-5.3倍，仍维持在“较低”的打分档位。

房地产板块去化承压、价格下行，将持续削弱公司现金流。标普信评预计，2025-2026年公司EBITDA规模将下降，推高杠杆水平。公司现金流及利润主要来自现代农业与房地产板块，2024年两板块毛利润占比分别为59.0%和25.6%。随着房地产市场步入调整周期，地产板块收入及毛利率已显著下滑，我们预计2025-2027年该趋势将持续，地产板块现金流贡献将逐步出清。截至2025年底，通和集团剩余货值约17.0亿元，预计2-3年清盘。公司剩余货值集中于滁州市凤阳县的凤凰熙岸（剩余货值4.1亿）和宿州市的通和云苑（剩余货值3.2亿），所在区域市场活跃度低、价格下行压力大。公司地产板块毛利率预计从往年20%左右降至2025年的5.0%-8.0%，我们预计，后续利润率的下降仍会继续。受去化及价格的双重影响，地产板块利润及现金流贡献将大幅收缩。叠加资本开支与股权投资增加，债务规模将有所上涨，我们预计2025-2026年公司杠杆将有所走高。

表7 公司主要资本开支项目

项目名称	建设期	资金来源	未来三年投入预测(亿元)
皖垦明光市白米山风电场项目	2025 年-2026 年	国有资本经营预算资金+自有资金	6.0
垦健牧业 5000 头奶牛智慧牧场项目	2025 年-2027 年	国有资本经营预算资金+自有资金	2.7
安徽农垦设施农业项目	2025 年-2028 年	自有资金+财政资金	1.1
怀远县徐圩乡 143MW 风电项目	2026 年-2028 年	自有资金	1.1
雁湖鲜食营养健康食品项目	2024 年-2029 年	自有资金+财政资金	1.0
大圹圩农场大米及糯米粉的食品级深加工	2025 年-2027 年	自有资金+财政资金	0.7
安徽皖垦种业股份有限公司装备提升工程	2025 年-2030 年	自筹资金+外部融资	0.6
安徽农垦“十五五”农事服务中心建设项目	2026 年-2028 年	自有资金+财政资金	0.5
特色农产品加工项目	2025 年-2027 年	自有资金+财政资金	0.4
茶产业深加工项目	2026 年-2030 年	自有资金+财政资金	0.4

资料来源：公司提供，标普信评整理

我们预计，公司现金流在 2026-2027 年触底后将企稳，农业板块稳定的现金流增加了公司财务韧性，为其提供资金的托底与缓冲。公司主营粮食作物种植，核心品类涵盖小麦、水稻、大豆及玉米，其中小麦与水稻享受国家最低收购价政策托底，大豆、玉米也有国储收购调节。在这一政策保障下，农户及农业经营主体的盈利具备基本支撑。作为有一定技术、效率优势的企业，公司该板块的毛利水平与现金流稳定性也将得到有效保障。2024—2025 年，小麦、水稻价格持续下行，已接近国务院核定的最低收购价；2025 年极端天气也对作物产量具有负面影响。我们认为，公司农业板块的毛利润水平与 EBITDA 规模将在 2025 年逐步筑底。后续随着农业社会化服务覆盖面拓宽、主粮价格小幅回暖，以及生产效率的持续提升，相关盈利指标有望稳步修复。伴随地产影响的逐步减退，我们预计公司 EBITDA 将在 2026-2027 年触底后企稳，并重回增长。

公司地产板块风险将逐步出清，该板块待偿还的银行借款已降至 1 亿元以内，我们认为，地产板块对公司偿债风险影响可控。公司地产板块在过去几年积累了充裕的利润盈余，多数项目的开发与投入依赖自有资金，债务存量维持在较低水平。截至 2025 年 12 月 15 日，公司地产板块银行借款余额仅为 9,800 万元，远低于待售货值水平。这些借款将于 2026 年到期，我们预计公司 2026 年合约销售带来的现金流、通和集团可动用的流动资金能保障债务偿付。此外，通和集团存续一笔 CMBS，余额为 2.9 亿元，首个赎回日为 2027 年 3 月 28 日。公司计划于赎回期届满前完成续发工作，债务偿付风险整体可控。公司地产板块的影响主要体现在对利润规模的挤压和存货减值的压力，对偿债风险的影响有限。为对冲上述压力，公司积极联动地方政府，推进凤凰熙岸、通和云苑等项目纳入保障房收储体系。其中，凤凰熙岸项目已与政府达成收储协议，拟以两亿元收储约四百套住宅，相关款项预计在未来几年分期到账。尽管当前收储流程推进节奏偏缓，但依托公司省级国企的政企协作优势，我们认为，公司能实现部分项目的收储与资金回流。

我们预计，未来几年公司财务风险将维持在“较低”水平。核心支撑因素包括：农业板块现金流稳健，可提供稳定保障；地产板块较早停止拿地，未来投入规模有限，对公司的影响将逐步消退；公司整体采取轻资产运营模式，债务总量较低。作为安徽省省级国企，公司行政层级较高，良好的银企合作关系与畅通的融资渠道，也将进一步保障公司的债务偿付能力。

表8

#### 公司调整后主要财务数据及指标 (单位：百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
营业收入	5,780	7,161	8,790	2025 年公司收入增速为 11%-15%，2026 年收入增速为 8%-	
EBITDA	813	1,091	929		

营运现金流	536	858	815	10%;
利息支出	131	167	135	
经营性现金流	-1,020	67	284	
资本开支	459	264	542	
经调整总债务	2,258	2,798	3,362	

### 调整后核心财务指标

经调整总债务/EBITDA (倍)	2.8	2.6	3.6	4.0-4.5	4.8-5.3
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	6.2	6.5	6.9	4.5-5.5	4.2-5.2
EBITDA 利润率 (%)	14.1	15.2	10.6	7.5-8.5	6.0-7.0

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表9

安徽农垦财务数据调整-截至 2024 年 12 月 31 日 (单位: 百万元)					
	总债务	EBITDA	EBITDA	EBITDA	利息支出
报告值	4,515	723	723	723	108
标普信评调整					
盈余现金	-1,153	-	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	37	37	-	-
利息及股利收入	-	-	82	-	-
当期所得税	-	-	-60	-	-
非经营收入(成本)	-	-	-	272	-
利息支出	-	-	-108	-	-
资本化利息	-	-	-27	-	27
营业成本中的资本化利息	-	93	93	93	-
折旧及摊销	-	-	-	-311	-
其他调整	-	76	76	-	-
标普信评调整值					
经调整总债务	3,362	929	815	777	135

注：总债务=短期债务+长期债务。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评整理和调整。

## 同业比较

我们选择了江苏省农垦集团有限公司（以下简称“江苏农垦”）和广东省农垦集团公司（以下简称“广东农垦”）作为安徽农垦的对比公司。上述两家公司均从事农业生产，在业务和财务上与公司具有较强的可比性。

表10

同业情况			
	安徽农垦	江苏农垦	广东农垦
控股股东	安徽省国资委	江苏省国资委	农业农村部
主要业务	以现代农业为主导产业，主营业务主要分为现代农业、房地产业和服务业三个板块	以现代农业为核心产业，医药健康、城镇开发、金融投资等为支撑产业	发行人主要从事战略资源、绿色食品、城乡服务三大主业。
主要作物	小麦、稻谷	大小麦、水稻	天然橡胶、甘蔗
主要消费品品牌	雁湖、雪雁、敬亭绿雪等	葵王、金太阳等	蜂泉、丰、三环等
2024年营业收入（亿元）	88	174	289
2024年营业利润（亿元）	5	35	5
2024年末资产总计（亿元）	414	503	466

资料来源：公司提供，公开信息，标普信评。

### 三、个体信用状况

#### 流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来12个月流动性来源对流动性需求的覆盖超过1.2倍。未来12个月，公司主要的资金用途是项目投资建设的债务偿付、资本开支、向股东分红；主要的资金来源是现金及现金等价物、未使用授信、营运资本流入及营运现金流。

表11

流动性来源	流动性用途
现金及现金等价物 21.4亿元	债务本金到期规模 23.2亿元
安徽农垦未使用银行授信额度 230.2亿元， 公司可根据需求提用，满足资金支付需求	资本开支总计 6.0-8.0亿元
营运现金流及营运资金流入 5.5-6.5亿元	公司向股东分红 0.5-1.0亿元

注：数据截至2025年9月末。

数据来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表12

债务本息到期分布 (单位: 百万元)	
年份	金额
1 年以内	2,316
1-2 年	948
2-3 年	132
3-4 年	532
4-5 年	25
5 年以上	712
合计	4,665

注: 截至 2025 年 9 月末。

资料来源: 公司提供, 标普信评整理和调整。

## 或有事项

截至 2025 年 9 月末, 公司及子公司无对外担保。公司及子公司作为被告的案件主要涉诉原因为合同纠纷, 规模较小仅为 98.4 万元, 对公司信用质量无影响。

## 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, 截至 2025 年 10 月 9 日, 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, 截至本报告出具日, 公司在公开市场无信用违约记录。

综合以上分析, 标普信评认为, 安徽农垦的个体信用状况为  $a_{spc+}$ 。安徽农垦的业务状况“良好”。粮食种植行业价格监管机制完善, 为公司农业板块构建低风险经营基础。公司较强的技术实力与生产保障能力, 也强化了其盈利与现金流的抗风险能力。随着统一经营的深化与社会化服务的推进, 我们预计公司粮食种植的产销量将实现稳步增长。然而, 公司自有土地资源规模有限、耕地的大规模流转存在天然障碍, 叠加其农副产品业务竞争优势尚不显著, 公司营收与利润规模相较于全国农业龙头企业存在一定差距。安徽农垦的财务风险“较低”。我们认为公司杠杆将在未来几年有所走高。但得益于公司农业板块稳定的现金流及较低的债务存量规模, 我们预计 2025-2026 年公司杠杆仍将处在“较低”档位。公司房地产板块的去化压力将对其利润率和现金流造成一定负面影响, 但公司房地产板块已加速转型, 尚需投资规模可控。我们预计公司地产板块风险将逐步出清, 该板块存量银行借款已降至 1 亿元以内, 地产板块对公司偿债风险影响可控。

## 四、主体信用等级

标普信评认为, 安徽省经济财政规模较大, 整体实力很强, 财政平衡能力良好, 支持能力极强。

标普信评认为, 安徽省政府对公司的外部支持为“高”。安徽农垦是安徽省唯一的农业综合企业, 将是安徽省农业现代化、乡村振兴的重要抓手, 成为保障粮食安全、振兴乡村的重要一环。我们认为, 因公司符合国家战略发展方向, 且债务负担较轻, 政府对公司的支持意愿高、救助难度低。这增加了其在极端情况下获得政府支持的可能性。安徽省政府对安徽农垦的外部支持为“高”, 具体体现在:

- 安徽农垦是安徽省国资委的全资子公司, 国资委直接持有其股份 61%, 通过安徽省投资集团控股有限公司 (以下简称“安徽投控”) 间接持有其 39% 股权。安徽省国资委能对其实施全面控制。

- 作为安徽省唯一的综合性农业企业，公司将是省内农业现代化布局的重要抓手，成为保障国家粮食安全的一环。中国农村种植业盈利空间有限，这决定了国企将成为落实相关政策的重要载体。《农垦改革发展意见》将农垦企业定位为保障国家粮食安全和重要农产品有效供给的国家队，也凸显了农垦企业在农业粮食安全中的重要地位。作为省内最大且唯一的综合农业企业，公司地位的不可替代性较高。虽公司农产品产量仅占安徽省的1.7%，但其开展社会化服务360.7万亩，带动地方粮食增产6,600万斤。公司一方面利用自身经验优势，通过自有土地、流转土地扩大统一经营，提升生产效率。另一方面，为农民提供社会化服务，既包括覆盖耕种管收的全流程服务，也对先进农业技术提供帮扶指导。
- 公司将在安徽省乡村振兴中发挥带头作用，成为保障农村稳定与发展的重要一环。农村的稳定发展是全国发展的基石。我们认为，随着经济增速放缓、农村劳动力返乡潮的出现，“三农”问题或将再次成为社会重要议题。解决“三农”问题的一大核心在于乡村振兴--通过延伸农业产业链条来创造就业岗位、提振农民收入、发展县域经济。公司明确将加大食品、农机、工业品等农业产业链的投入。我们认为，公司具有成熟的行业经验与国企融资优势。基于政策要求及自身定位，公司将展现更强的长期投入意愿与责任担当，持续助力农村经济发展。
- 公司主业符合国家战略发展方向，安徽省国资委剥离、出售公司的可能性小。2015年国务院颁布的《农垦改革发展意见》也明确了农垦企业将在国有实控的基础上发展。这为公司的股权的稳定提供了政策支撑。
- 公司债务负担较轻，财务杠杆低，如果出现极端情况，政府对其救助难度不高。这增加了其在极端情况下获得政府支持的可能性。
- 公司是安徽省省级国企，股权层级、行政层级高，其在信贷市场中的表现对安徽省内国有企业的声誉有较为重要的影响。

综上，我们认为，安徽农垦的主体信用质量极强，并评定其主体信用等级为 AAA<sub>spc</sub>。

。

## 附录

### 附录1：主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标 (单位: 百万元)				
	2022	2023	2024	2025.1-9
货币现金和交易性金融资产	2,404	2,343	2,410	2,247
固定资产	3,273	3,165	3,649	3,615
资产总计	40,008	41,108	41,398	40,718
短期借款	1,155	794	1,004	1,515
一年内到期的非流动负债	652	709	789	101
长期借款	663	1,939	965	877
应付债券	1,000	500	1,477	1,472
所有者权益合计	27,290	27,815	28,328	28,546
营业收入	5,780	7,161	8,790	7,485
营业成本	4,525	5,818	7,502	6,759
销售费用	126	165	157	102
管理费用	476	540	478	283
财务费用	81	94	68	45
利润总额	458	526	585	415
净利润	348	428	510	378
经营活动现金流流入小计	5,767	7,617	9,378	7,057
经营活动现金流出小计	6,657	7,402	8,965	6,860
经营活动产生的现金流量净额	-889	215	413	196
投资活动现金流流入小计	152	364	660	630
投资活动现金流出小计	554	1,124	1,108	830
投资活动产生的现金流量净额	-401	-760	-448	-200
筹资活动现金流流入小计	4,060	3,677	3,598	2,250
筹资活动现金流出小计	3,128	3,177	3,571	2,389
筹资活动产生的现金流量净额	932	501	26	-139

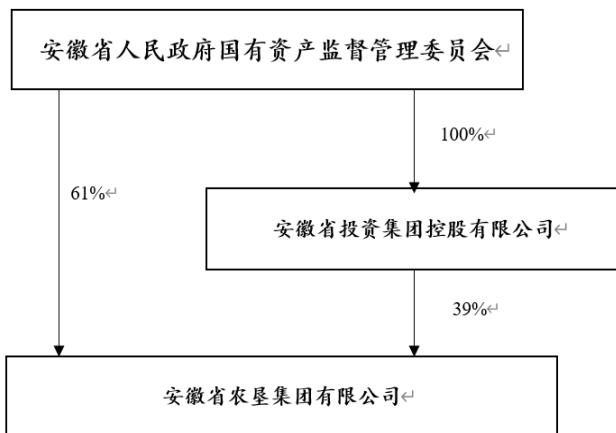
### 调整后财务数据及指标

	2022	2023	2024	2025.1-9
营业收入	5,780	7,161	8,790	7,485
EBITDA	813	1,091	929	--
利息支出	131	167	135	--
经调整总债务	2,258	2,798	3,362	--
EBITDA 利润率 (%)	14.1	15.2	10.6	--
经调整总债务/EBITDA (倍)	2.8	2.6	3.6	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	6.2	6.5	6.9	--

注：1、上表中财务数据基于公司披露的容诚会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的 2023-2024 年审计报告及 2025 年 1-9 月未经审计的财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。

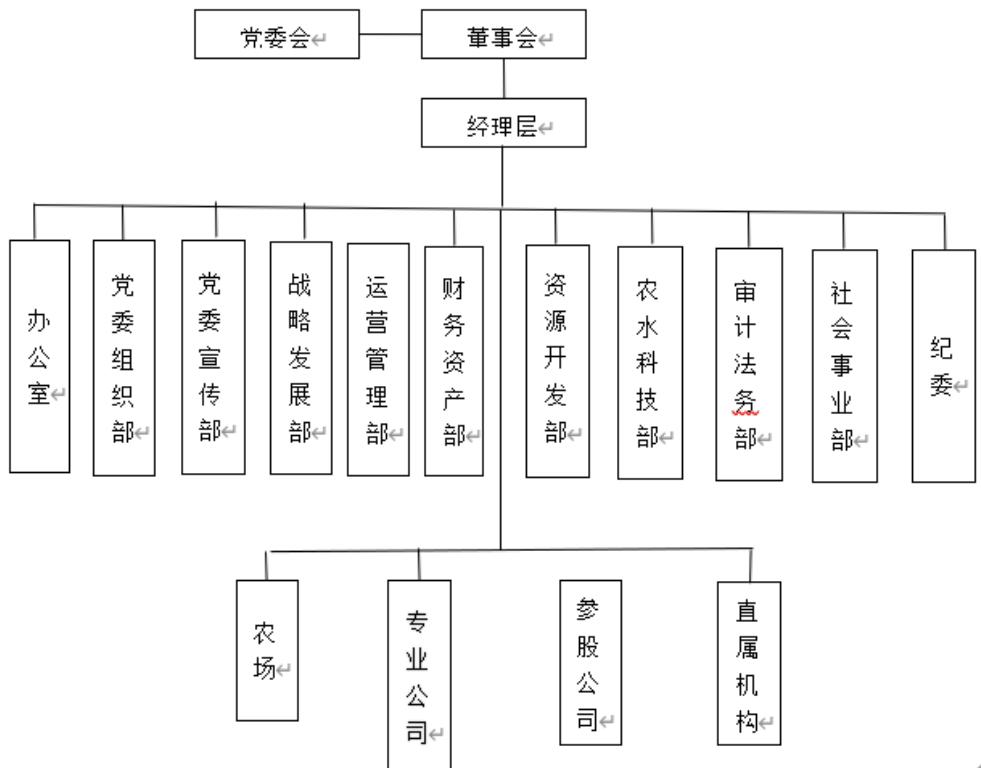
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

## 附录2：评级对象股权结构图（截至 2025 年 9 月末）



资料来源：公司提供。

## 附录3：评级对象组织结构图（截至 2025 年 9 月末）



资料来源：公司提供。

## 附录4： 主要财务指标计算公式

### 主要财务指标计算公式

EBITDA (调整前) = 营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销 (报告值) - 税金及附加-其他经营支出 (收入)
EBITDA=EBITDA (调整前) + 经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联营合营企业股利+其他调整
折旧及摊销=折旧及摊销 (报告值) + 经营租赁折旧摊销调整+其他调整
EBIT=EBITDA (调整前) + 经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入 (成本) + 其他调整
利息支出=利息支出 (报告值) + 资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整
已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整
营运现金流=EBITDA-利息支出+利息及股利收入-当期所得税+其他调整
经营性现金流=经营活动产生的现金流净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整
资本开支=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整
自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支
股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息
可支配现金流=自由经营性现金流-股利
短期债务=短期借款+交易性金融负债+ (应付票据-票据保证金) +一年内到期的非流动负债 (有息部分) +应付利息+其他短期有息债务
长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务
经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整
资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整
EBITDA 利息覆盖倍数=EBITDA/利息支出
营运现金流利息覆盖倍数=(营运现金流+利息支出) /已付现金利息
资本回报率=EBIT/两年平均资本
EBITDA 利润率=EBITDA/营业收入

## 附录5： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A <sub>spc</sub>	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB <sub>spc</sub>	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB <sub>spc</sub>	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C <sub>spc</sub>	不能偿还债务。

注：除 AAA<sub>spc</sub> 级， CCC<sub>spc</sub> 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商、以及其董事、管理人员股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能(AI)工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spghinaratings.cn](http://www.spghinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。