

标普信评

S&P Global

China Ratings

债项评级报告：

评定安徽省农垦集团有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行乡村振兴公司债券（第一期）信用等级为 AAA_{spc}

评定日期：2026 年 7 月 10 日

债项名称：	安徽省农垦集团有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行乡村振兴公司债券（第一期）
主体信用等级：	AAA _{spc} /稳定
债项信用等级：	AAA _{spc}

标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）评定安徽省农垦集团有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行乡村振兴公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA_{spc}。本期债券的发行人是安徽省农垦集团有限公司（以下简称“安徽农垦集团”或“发行人”或“公司”），标普信评评定其主体信用等级为 AAA_{spc}，展望稳定。

本期债券基本情况：

本期债券发行总额不超过人民币 5 亿元（含）。债券面值为 100 元，按面值平价发行，本期债券不设定增信措施。本期债券发行期限为 5 年。本次债券为固定利率债券，单利按年计息，到期一次性偿还本金。本期债券的募集资金扣除发行费用后，将用于偿还有息债务。

条款分析：

本期债券无特殊发行条款。

综上所述，标普信评认为本期债券的债项信用等级为 AAA_{spc}，等同于发行人主体信用等级。

相关评级方法

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2026 年 6 月 17 日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论——必需消费品行业，2026 年 4 月 28 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。

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。

本评级报告所示信用等级在债券存续期内或我们进一步更新并出具前（两者孰早）有效。

相关模型

无。

相关主体信用质量分析

报告后附。

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，并非某种决策的结论和建议。

标普信评关于安徽省农垦集团有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行乡村振兴公司债券（第一期）债券的

跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体和受评债项的信用状况进行定期跟踪和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体和受评债项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

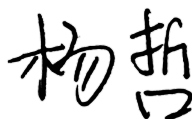


项目组成员

杨哲

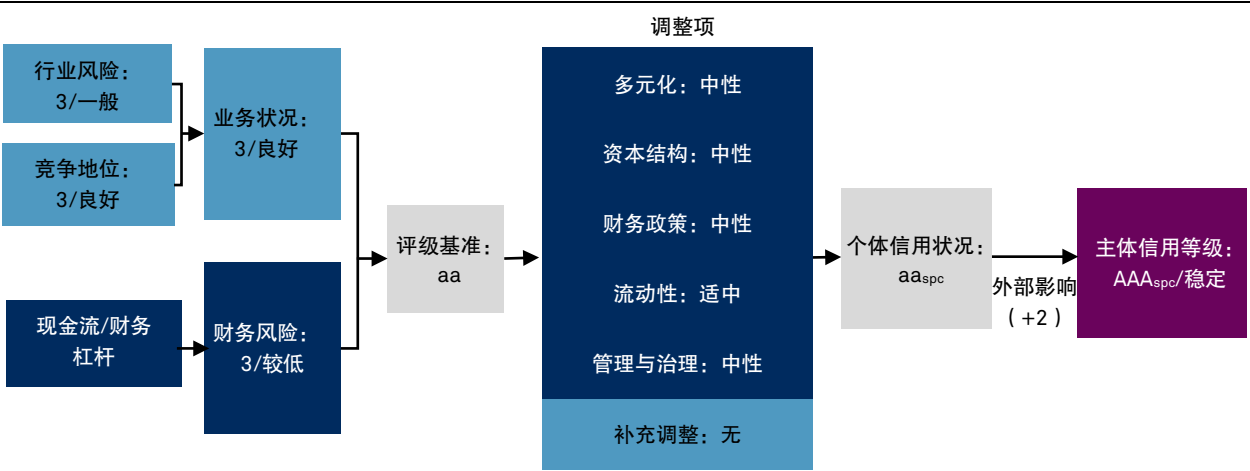
北京

Zhe.yang@spgchinaratings.cn



信用等级概况

公司名称	所属行业	等级类型	当前等级	展望/观察
安徽省农垦集团有限公司	大宗农产品	主体信用等级	AAA _{spc}	稳定



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_{spc}，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。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。

2026-2027 年公司的风电场、奶牛牧场、农产品加工等项目每年将产生 6-7 亿元资本开支，增加公司融资需求。同时，2026 年公司拟盘活现有两块闲置土地，置换取得相应城市核心地块进行商品房开发。我们预计，上述地产项目未来两年每年投资金额将达到 2.0-3.0 亿元，这也将一定程度上推高债务水平。我们预计，安徽农垦 2026-2027 年以经调整总债务/EBITDA 衡量的杠杆率将有所上升。但得益于农业板块稳定的现金流及较低的融资成本，公司利息覆盖能力好。较低的存量债务负担也为其债务增长提供一定空间，使其财务风险仍维持在“较低”水平。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，公司将保持农业领域的技术优势与生产保障能力，随着统一经营的深化与社会化服务的推进，公司粮食种植的产销量将实现稳步增长。公司作为安徽省唯一的农业综合企业，仍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。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。我们预计，公司 2026-2027 年经调整总债务/EBITDA 将上升至 5.0-6.5 倍。但得益于农业板块稳定的现金流及较低的融资成本，公司利息覆盖能力好。较低的存量债务负担也为其债务增长提供一定空间，使其财务风险仍维持在“较低”水平。

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、公司杠杆水平显著上升且利息覆盖能力明显弱化，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，显著推升债务规模；2）公司业务出现明显弱化，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。

标普信评对安徽省农垦集团有限公司的最近一次评级结果

主体信用等级	展望/观察	评定日期	到期日期
AAASPC	稳定	2026 年 6 月 18 日	2026 年 12 月 23 日

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，2026 年 6 月 17 日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论—必需消费品行业，2026 年 4 月 28 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。

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，提升农业生产力和生产效率至关重要。2025 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近 3000 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。但与之相悖的是，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，通过培育县域产业、促进农民工就业、扩大乡村消费促进农民稳定增收，成为政策的重点。

从近几年农业领域的核心政策来看，我们认为农业生产关系的变革仍是保障农业生产效率、维护农村稳定的重要路径。2026 年中央一号文件，强调创新农业经营体系提升农业生产效率保障农民权益：1）完善便捷高效的农业社会化服务体系，发展农业适度规模经营，促进小农户和现代农业发展有机衔接。2）提高农民合作社发展质量，发挥现代农事综合服务中心作用；3）提升家庭农场生产经营能力。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的意见》	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 国务院关于进一步学习运用“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十五个五年规划的建议》	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和质量效益、推进宜居宜业和美乡村建设、提高强农惠农富农政策效能。
2026 年	《中共中央国务院关于锚定农业农村现代化 扎实推进乡村全面振兴的意见》	全文共六个部分，包括：提升农业综合生产能力和质量效益、实施常态化精准帮扶、积极促进农民稳定增收、因地制宜推进宜居宜业和美乡村建设、强化体制机制创新、加强党对“三农”工作的全面领导。

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，国有农业企业将是重要一环。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，在县域经济振兴中起到重要作用。

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，安徽省经济体量大，财政平衡能力整体保持稳健。2025 年，安徽省实现地区生产总值 5.3 万亿元，同比增长 5.5%，经济总量位居全国第十一位。然而，2025 年安徽省人均地区生产总值 8.7 万元，居民人均可支配收入 3.9 万元，两项指标仍略低于全国平均水平（2025 年全国居民人均可支配收入 4.3 万元）。安徽省是传统农业大省，仍是全国五个粮食净调出大省之一，2025 年全省粮食总产量 838.6 亿斤，排名全国第六。安徽省工业发展动能持续走强，2025 年全部工业增加值 1.5 万亿元，规模以上工业增加值同比增长 9.4%。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持续承压、有所弱化，但依托转移支付与专项债支撑，整体仍处于可控良好区间。2025 年，安徽省实现一般公共预算收入 4,157 亿元，同比增长 2.9%；其中税收收入 2,680 亿元，税收占比 64.5%，税收贡献度依旧偏低。受土地市场持续调整、房地产调控延续影响，安徽省政府性基金收入规模延续收缩态势，2025 年全省政府性基

金收入 1,629 亿元，较 2024 年进一步下滑。同期，安徽省一般公共预算支出合计 9,120 亿元，政府性基金支出 4,003 亿元，中央转移支付资金与地方政府新增专项债收入仍是安徽省弥补收支缺口、平衡全年财政运行的重要支撑。

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，截至 2026 年 3 月末，公司注册资本 100 亿元，安徽省人民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、房地产和服务业三个板块。截至 2025 年末，公司总资产 402.2 亿元，净资产 285.2 亿元，全年实现营业收入 100.8 亿元，净利润 5.1 亿元；截至 2026 年 3 月末，公司总资产 393.6 亿元，净资产 286.4 亿元，2026 年 1-3 月实现营业收入 21.5 元，净利润 1.0 亿元。现代农业板块是公司主要的收入及利润来源。

图1

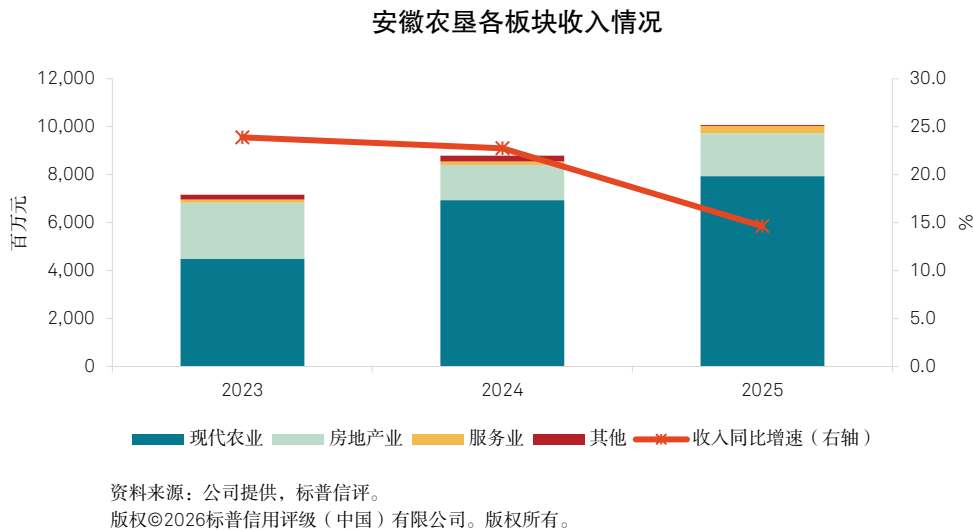
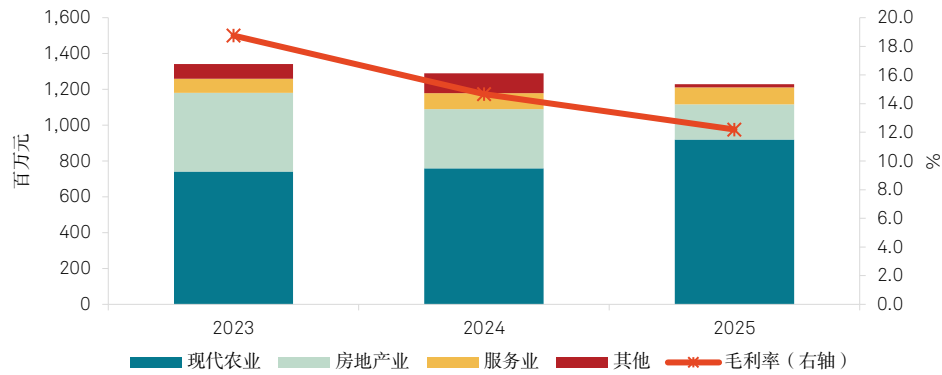


图2

安徽农垦各板块毛利润情况



资料来源：公司提供，标普信评
 版权©2026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。截至 2025 年末，公司耕地面积约 50.6 万亩，社会化服务面积 363.8 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	2023		2024		2025	
	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	2,996	2,447	5,375	4,898	6,156	5,665
其中：种植业	2,731	2,406	5,165	4,858	5,975	5,622
土地承包费	264	41	210	40	181	43
种业	452	372	295	250	257	219
农副产品初加工	734	728	788	766	807	786
土地复垦	158	39	239	39	388	49
养殖业	153	166	241	226	332	301
合计	4,494	3,752	6,939	6,179	7,940	7,019

资料来源：公司提供，标普信评。

房地产

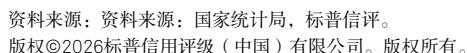
公司房地产板块业务经营主体为安徽省通和房地产集团有限公司（以下简称“通和集团”）以及其下辖 17 家全资子公司。通和集团具备房地产开发二级资质，业务涉及住宅地产和商业地产，以住宅地产为主，项目布局以安徽省地级市、县为主。截至 2025 年末，公司已完工项目 18 个，主要在建项目 2 个。

服务业及其他

业务状况

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。

谷物价格波动周期性弱于畜牧业



类型	2023		2024		2025	
	种植面积	产量	种植面积	产量	种植面积	产量
小麦	46	24	73	30	152	60
水稻	31	19	54	27	79	37

大豆	9	2	8	1	12	2
玉米	4	2	16	7	27	10
合计	90	46	151	66	270	109

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。2025 年，公司小麦的平均单产 394.7 公斤/亩，水稻平均单产 466.8 公斤/亩，较上年有所下降，2025 年小麦受干旱影响导致减产；水稻遭遇极端天气影响，导致水稻倒伏，影响了在地作物产量。同时，公司社会化服务规模不断扩大，外部耕地质量与水利条件不足也在一定程度上影响了整体单产水平。但从自有耕地作物产量来看安徽农垦生产效率仍优于安徽省平均水平。公司持续推动农业统一经营，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。截至 2025 年末，公司社会化服务面积 363.8 万亩。2023-2025 年累计实现服务 1,791 万亩次，带动地方粮食增产 2.1 亿斤。

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场占有率长期保持领先，截至 2025 年末，拥有国审品种 14 个和省审种子数量 59 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。2025 年公司小麦及水稻产量分别为 60 万吨和 37 万吨。公司 100.8 亿元的收入及 5.1 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，2025 年公司农副产品初加工收入约 8.1 亿元，而同期首农集团食品制造与销售收入 802.5 亿元，光明食品的商业收入 663.9 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，截至 2025 年末，公司统一经营面积占耕地面积的 78.0%。

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	2025 年 末资产	2025 年营 业收入	2025 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。	1,895	1,426	21
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。	2,504	1,233	-7
安徽农垦	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。	402	101	5
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。	522	168	30
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。	239	95	2

资料来源：公开资料，标普信评。

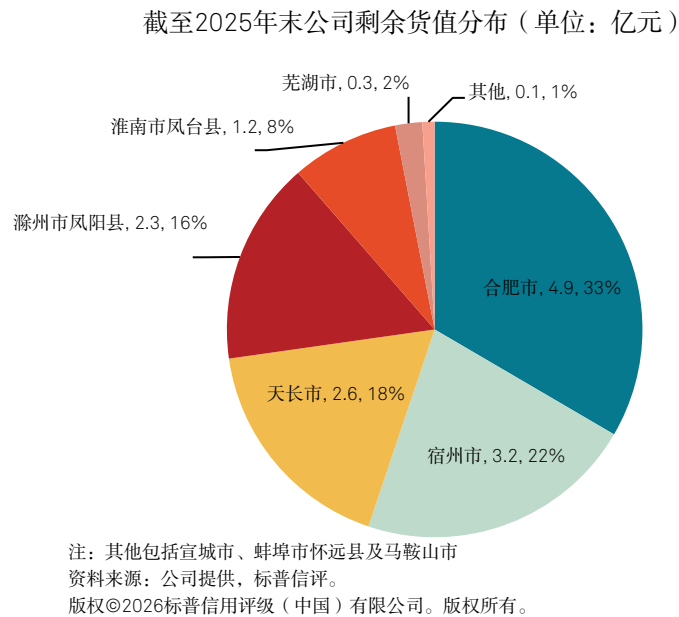
我们认为，地产项目的去化压力虽然对公司整体的存货周转效率、盈利水平和现金流产生能力有所拖累，但对公司整体业务状况的影响可控。公司房地产板块部分已完工和在建项目去化存在困难。截至 2025 年末，公司完工和在建项目剩余货值约 14.7 亿元，主要存货位于滁州市、合肥市和宿州市下属区县，已完工项目及在建项目中有 4 个项目受区位及竞争等因素影响，去化率不足 65%。2026 年公司将以两块土地储备，置换取得相应城市的核心地块，并规划开发商品房。我们预计，两个项目仅能保持微利状态，主要目的是盘活土地储备，对公司地产板块毛利润及 EBITDA 改善有限。公司正积极采取降价、对接政府收储等方式加大存量项目去化力度。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 年以来公司未新增土地储备，收入及利润规模和占比不断下降。我们预计，公司房地产板块销售额和利润率仍将继续下滑，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，未来主要聚焦于存货去化，对于公司拟建的新项目也将分两到三期进行开发，以避免去化不及预期带来的额外现金或债务压力。我们认为，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 截至 2025 年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
已完工项目情况							
凤凰熙岸	凤阳县	26	16	61.5%	15	7	2.3
易居天玺	天长市	30	28	92.5%	19	21	1.4
星辰同辉	蜀山区	7	4	62.9%	10	7	1.4
通和沁园春晓	凤台县	3	1	42.1%	3	1	1.2
易居天韵	天长市	22	20	92.7%	10	9	1.1
通和融耀星辰	蜀山区	8	6	77.0%	10	10	0.9
翡翠印	肥西县	14	12	87.3%	19	19	0.5
芜湖世纪之光	芜湖市	24	24	97.6%	14	17	0.3
通和天誉	合肥市	19	17	91.3%	21	25	0.2
龙城水岸二期	怀远县	13	13	98.7%	4	4	0.1
老报馆时代广场	马鞍山	4	4	96.3%	3	2	0.1
天宁府	天长市	9	9	96.4%	5	7	0.1
易居天福	天长市	6	6	97.3%	3	4	0.0
易居同辉	合肥市	18	17	99.3%	14	15	0.0
优诗美地	宣城市	16	15	96.4%	8	9	0.0
锦绣学府	怀远县	4	4	100.0%	1	1	-
龙城水岸一期	怀远县	9	9	100.0%	2	3	-
凤凰城一期	凤台县	10	10	100.0%	4	4	-
凤凰城二期	凤台县						
在建项目情况							
通和云苑	宿州市	8	2	28.4%	11	1	3
美景·伯爵庄园	合肥市	3	-	-	4	-	2

资料来源：公司提供，标普信评。

图4



财务风险

核心假设：

- 2026-2027年，公司收入增长约5.0%。
- 2026-2027年，房地产合同销售规模分别为6.0-10.0亿、4.0-6.0亿；结转收入（含土地收储）分别为14.0-18.0亿元和5.0-7.0亿元。
- 2026-2027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%-7.0%。
- 2026-2027年，公司每年资本支出约为6.0-7.0亿元，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”。公司杠杆将在未来几年有所走高，我们预计 2026-2027 年公司经调整总债务/EBITDA 将分别达到 5.0-6.0 倍以及 5.5-6.5 倍，但得益于农业板块稳定的现金流及较低的融资成本，公司利息覆盖能力较好，使其财务风险仍维持在“较低”的打分档位。

我们预计，2026-2027 年，公司债务规模将有所上升，主要源于新能源、农业产业链项目进入集中投资阶段，以及两处盘活地块的地产项目启动。2026-2027 年公司在风电、奶牛牧场、农产品加工等项目上将有较高投入，我们预计，未来两年公司每年资本开支规模将达到 6.0-7.0 亿元。其中，皖垦光明市白米山风电场项目预计总投达 6 亿元。该项目 2026-2027 年投资规模将达 5 亿元。此外，2026 年，公司拟建的地产项目将启动，两块盘活土地的建设投入预计为 10 亿元，2026-2027 年的投资金额预计将达到 2.0-3.0 亿元，推高公司债务融资规模。考虑到这两年较为密集的资金投入，公司债务规模将有较为明显的上涨。

表7 公司主要资本开支项目

项目名称	建设期	资金来源	2026-2027 年投入预测（亿元）
皖垦光明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	5.0
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	2.1
特色农产品加工项目	2025 年-2027 年	自有资金+财政资金	1.2
怀远县徐圩乡 143MW 风电项目	2026 年-2028 年	自有资金	1.1

大圩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	0.9
安徽农垦设施农业项目	2025 年-2028 年	自有资金+财政资金	0.8
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+争取财政资金支持	0.5
雁湖鲜食营养健康食品项目	2024 年-2029 年	自有资金+财政资金	0.5
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
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

公司存量地产项目将带来一定利润亏损，2026-2027 年 EBITDA 承压。公司现金流及利润主要来自现代农业与房地产板块，2025 年两板块毛利润占比分别为 74.9%和 16.0%。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。截至 2025 年底，通和集团剩余货值约 14.7 亿元，预计 2-3 年清盘。公司剩余货值所在区域市场活跃度低、价格下行压力大。我们预计地产板块毛利率预计从往年 20%左右降至 2026 年的小幅亏损。公司两个新增地产项目预计将于 2026 年开盘、2031 年全部交付。我们预计，两个项目预计仅能保持微利状态，主要目的是盘活资产、增加现金流，对公司地产板块毛利润及 EBITDA 贡献有限。我们预计，地产板块负面影响消除后，公司未来现金流会重新增长，公司白米山风电场项目、奶牛牧场项目、高标准农田建设项目计划于 2027 年投产或确认收入，预计可新增营收 8-9 亿元左右，社会化服务的继续扩大也会增加公司现金流体量。

我们认为，地产板块对公司偿债风险影响可控，完成仅存的两块存量土储开发后，地产板块风险将逐步出清。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 月末，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，公司已收到第一笔 4500 万的对价，剩余款项预计在未来三年分期到账。其他项目收储正在积极争取中，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，公司能实现部分的收储与资金回流。对于公司拟建的商品房项目，公司将分两到三期进行开发，以避免去化不及预期带来的额外现金或债务压力。公司除这两个地块外，已无待开发住宅项目土地，也没有获取土地的计划。我们预计这两个项目清盘后，地产板块带来的风险也将逐步出清。

我们预计，公司杠杆水平将在 2026-2027 年触顶，后随新增地产项目的去化逐步回落，持续降低的融资成本将使其利息覆盖能力维持在较好水平。我们预计，2026-2027 年公司杠杆水平将走高，分别达到 5.0-6.0 倍以及 5.5-6.5 倍，但利率水平的不断优化背景下（2026-2027 年预计降至 2.1%），公司仍将维持较好的利息覆盖水平。随着新建地产项目的逐步回款及相应债务的结清，我们预计公司债务总额将有回落，杠杆水平也将随之回到 6 倍以内。我们认为，公司农业板块稳定的现金流增加了公司财务韧性，能提供一定资金的托底与缓冲。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，公司该板块的现金流及利息保障能力提供保证。此外，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）					
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F
营业收入	7,161	8,790	10,077	2026-2027 年公司收入增速约为 5%。	
EBITDA	1,091	929	837		

营运现金流	858	815	682	EBITDA 利润率为 6.0%–7.0%。	
利息支出	167	135	103		
经营性现金流	67	284	136		
资本开支	264	542	257		
经调整总债务	2,798	3,362	3,361		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	2.6	3.6	4.0	5.0-6.0	5.5-6.5
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	6.5	6.9	8.1	6.5-7.5	6.0-7.0
EBITDA 利润率（%）	15.2	10.6	8.3	6.0-7.0	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 2025 年 12 月 31 日（单位：百万元）					
	总债务	EBITDA	EBITDA	EBITDA	利息支出
报告值	4,336	628	628	628	96
标普信评调整					
盈余现金	-975	-	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	38	38	-	-
利息及股利收入	-	-	57	-	-
当期所得税	-	-	-109	-	-
非经营收入（成本）	-	-	-	358	-
利息支出	-	-	-96	-	-
资本化利息	-	-	-8	-	8
营业成本中的资本化利息	-	32	32	32	-
折旧及摊销	-	-	-	-336	-
其他调整	-	140	140	-	-
标普信评调整值					
	经调整总债务	EBITDA	营运现金流	EBIT	利息支出
调整后	3,361	837	682	683	103

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、敬亨绿雪等	葵王、金太阳等	蜂泉、丰、三环等
2025 年营业总收入（亿元）	100.8	168.0	305.6
2025 年营业利润（亿元）	5.1	32.7	3.3
2025 年末资产总计（亿元）	402.2	522.5	458.4

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 19.5 亿元	债务本金到期规模 21.4 亿元
安徽农垦未使用银行授信额度 289.3 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 6.0-7.0 亿元
营运现金流及营运资金流入 5.0-6.0 亿元	公司向股东分红 0.5-1.0 亿元
	营运资本流出 3.5-4.5 亿元

注：数据截至 2025 年 12 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	2,142
1-2 年	952
3 年以上	1,242
合计	4,336

注：截至 2025 年 12 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 12 月末，公司及子公司无对外担保。

截至 2025 年 12 月末，公司没有金额超过净资产 5%的未决诉讼。

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 2026 年 6 月 1 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。

个体信用状况

综合以上分析，标普信评认为，安徽农垦的个体信用状况为 aa_{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”。我们预计受投资项目的推动 2026-2027 年公司调整总债务/EBITDA 将达到 5.0-6.5 倍，但得益于农业板块稳定的现金流及较低的融资成本，公司利息覆盖能力较好，使其财务风险仍维持在“较低”的打分档位。

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。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 2023-2025 年累计实现社会化服务 1791 万亩次，带动地方粮食增产 2.12 亿斤。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。
- 公司将在安徽省持续服务于乡村振兴政策，继续协助保障农村的稳定与发展。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，财务杠杆较低，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_{spc}。

。

附录

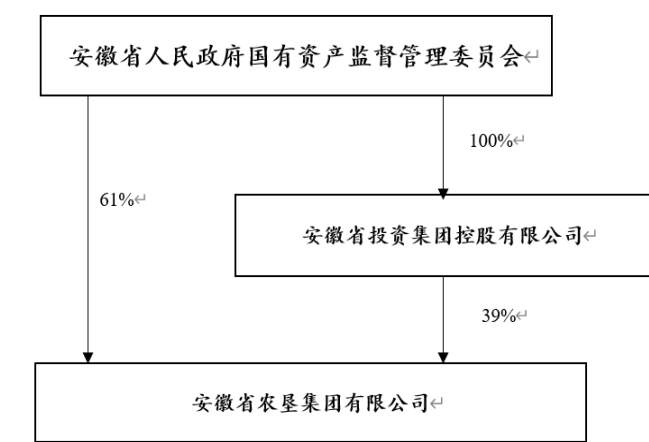
附录1： 主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）				
	2023	2024	2025	2026.1-3
货币现金和交易性金融资产	2,343	2,410	2,047	2,392
固定资产	3,165	3,649	3,681	3,636
资产总计	41,108	41,398	40,218	39,360
短期借款	794	1,004	1,752	1,679
一年内到期的非流动负债	709	789	193	1,405
长期借款	1,939	965	726	443
应付债券	500	1,477	1,471	508
所有者权益合计	27,815	28,328	28,516	28,642
营业总收入	7,161	8,790	10,077	2,149
营业成本	5,818	7,502	8,848	1,895
销售费用	165	157	154	57
管理费用	540	478	447	79
财务费用	94	68	64	18
利润总额	526	585	622	103
净利润	428	510	513	98
经营活动现金流入小计	7,617	9,378	10,755	2,935
经营活动现金流出小计	7,402	8,965	10,553	3,029
经营活动产生的现金流量净额	215	413	202	-94
投资活动现金流入小计	364	660	608	524
投资活动现金流出小计	1,124	1,108	835	164
投资活动产生的现金流量净额	-760	-448	-227	360
筹资活动现金流入小计	3,677	3,598	2,832	515
筹资活动现金流出小计	3,177	3,571	3,233	449
筹资活动产生的现金流量净额	501	26	-401	66

调整后财务数据及指标				
	2023	2024	2025	2026.1-3
营业收入	7,161	8,790	10,077	2,149
EBITDA	1,091	929	837	--
利息支出	167	135	103	--
经调整总债务	2,798	3,362	3,361	--
EBITDA 利润率（%）	15.2	10.6	8.3	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	2.6	3.6	4.0	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	6.5	6.9	8.1	--

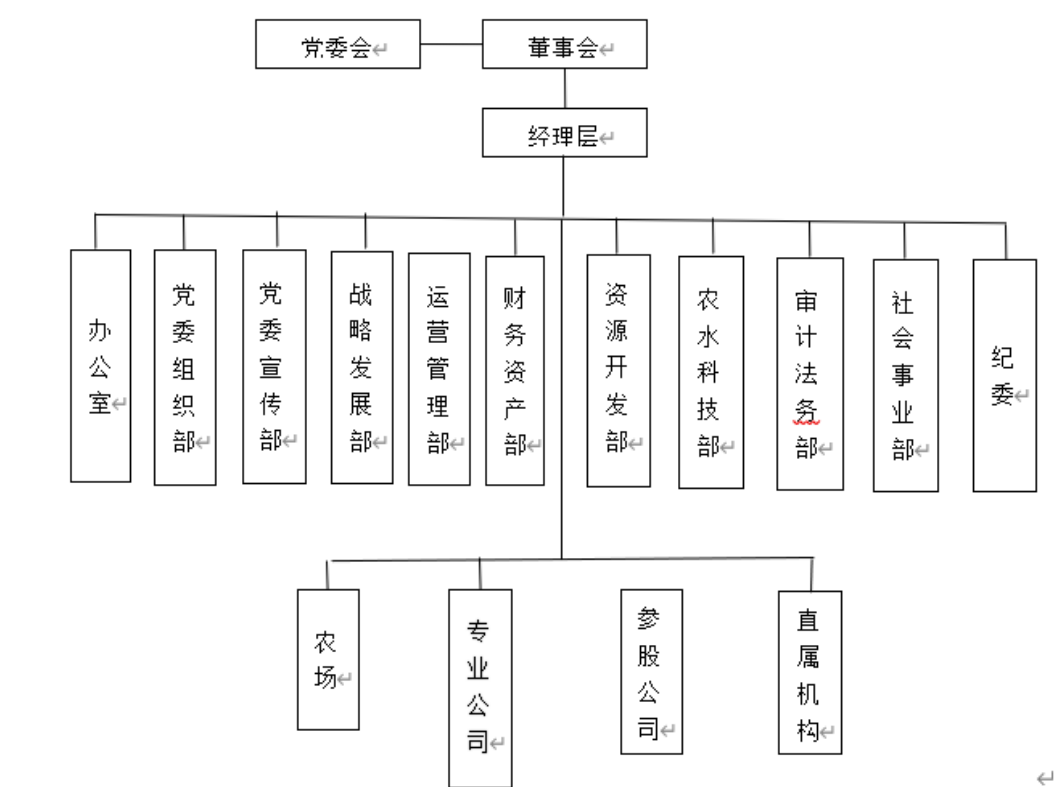
注：1、上表中财务数据基于公司披露的中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的 2023-2025 年审计报告及 2026 年 1-3 月未经审计的财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2026 年 6 月末）



资料来源：公司提供。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2026 年 6 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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	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 级	不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。级别以 spc” 后缀标识，如 AAAspc+。“spc” 代表标普信用评级（中国）的英文缩写。我们也可能给级别加上“展望”或“观察”，以表达我们对于级别的预期。

©版权所有

2026 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）的附属企业。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.spgchinaratings.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。