

2012 年株洲市云龙发展投资控股集团有限公司

公司债券 2019 年跟踪 信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【753】号 01

债券简称：12 株云龙债
/PR 株云龙

债券剩余规模：2.00 亿
元

债券到期日期：2019 年
11 月 19 日

债券偿还方式：按年付
息，在债券存续期的第 3
至第 7 年末分别偿还债
券发行总额的 20%

分析师

姓名：
李世伶 梁璇

电话：
0755-82879050

邮箱：
lishl@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2012 年株洲市云龙发展投资控股集团有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 26 日	2018 年 06 月 24 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对株洲市云龙发展投资控股集团有限公司（以下简称“云龙发展”或“公司”）及其 2012 年 11 月 19 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供良好基础，土地整理和委托代建业务具有一定持续性，公司获得的外部支持力度仍较大；同时中证鹏元也关注到了公司整体资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年株洲市实现地区生产总值 2,631.5 亿元，同比增长 7.8%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司土地整理和委托代建业务具有一定持续性。公司主要从事株洲云龙示范区内土地整理和基础设施建设业务，2018 年土地整理和基础设施建设收入占比为 53.61%，截至 2018 年末，公司主要在整理的土地总投资 3.05 亿元，已投资 1.50 亿元；已签订代建协议的代建项目总投资 23.00 亿元，已投资 15.44 亿元，土地整理和委托代建业务具有一定持续性。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2018 年株洲云龙示范区管理委员会将株洲经济开发区投资控股集团有限公司（以下简称“经投集团”）51%股权划转给公司，经

投集团主要从事云龙示范区内园区开发、土地整理和房地产开发等业务，截至 2018 年末，经投集团净资产 14.93 亿元，2018 年实现营业收入 1.66 亿元，净利润 223.40 万元。

关注：

- **公司整体资产流动性较弱。**公司资产以开发成本、应收款项¹等为主，截至 2018 年末，开发成本账面价值 95.88 亿元，流动性较差，开发成本中土地使用权账面价值合计为 78.62 亿元，其中划拨用地占比为 83.36%。公司应收款项共 50.35 亿元，占总资产的 19.46%，应收对象主要为政府部门，占用公司较多资金。截至 2018 年末，公司受限资产合计 14.74 亿元，占总资产的 5.70%，整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在开发房地产项目尚需投资 20.30 亿元，主要在建工程项目尚需投资 57.95 亿元，资金由公司自筹，公司未来仍面临较大资金压力。
- **公司有息债务规模持续增长，存在较大的偿债压力。**2018 年末公司有息债务规模 121.41 亿元，同比增长 7.74%。公司 EBITDA 利息保障倍数水平较低，2018 年仅为 0.35，2019-2021 年公司需偿还有息债务为 9.86 亿元、12.83 亿元和 25.25 亿元，偿债压力较大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,587,094.01	2,262,454.63	2,136,927.39
所有者权益	1,132,727.62	958,393.88	868,017.74
有息债务	1,214,095.66	1,126,886.12	1,102,900.47
资产负债率	56.22%	57.64%	59.38%
流动比率	5.39	4.42	4.78
营业收入	110,610.38	60,837.99	59,911.73
其他收益	1,718.32	9,311.88	0.00
利润总额	24,151.31	23,615.17	21,787.55
综合毛利率	30.04%	43.03%	55.79%
EBITDA	29,631.52	28,635.53	26,313.96

¹ 包括应收账款、其他应收款、长期应收款。

EBITDA 利息保障倍数	0.35	0.31	0.41
经营活动现金流净额	28,978.55	23,349.87	21,182.91

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告，2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数，下同，中证鹏元整理

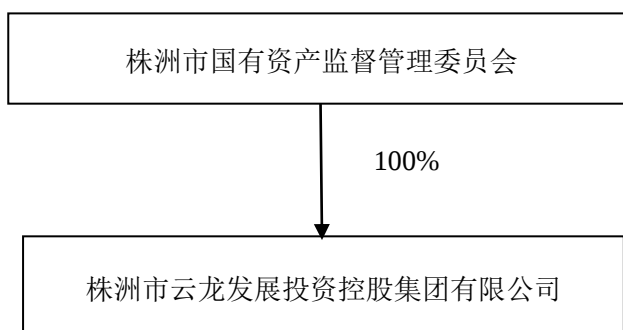
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年11月19日公开发行7年期10亿元公司债券，原计划用于云龙示范区2011年安置房工程一期和二期项目、长沙洞井铺至株洲荷塘区公路株洲段工程（云龙大道）、田明路（玉龙路）新建工程、华强路新建工程，截至2019年5月31日，本期债券募集资金专户余额为8,664.09元。

二、发行主体概况

2019年1月17日，公司注册资本由50,000.00万元变更为100,000.00万元。根据《株洲云龙示范区管理委员会财政金融部关于拨付资本金的通知》，株洲云龙示范区管理委员会财政金融部向公司注入资本金22,165.00万元，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的2018年审计报告认定公司实收资本相应增加，但截至本报告出具日，公司工商登记变更尚未完成。截至2019年5月31日，公司注册资本为100,000.00万元，实收资本为50,000.00万元，控股股东和实际控制人仍均为株洲市国有资产监督管理委员会，直接持有公司100%股权。

图1 截至2019年5月31日公司产权及实际控制关系



资料来源：公开网站查询，中证鹏元整理

2018年12月6日，公司法定代表人由谭跃飞变更为罗广。2019年1月，根据株洲市国有资产监督管理委员会《关于明确云发集团董事会、监事会组成人员的通知》（株国资【2019】7号），公司董事会成员调整为由罗广、苏晓青、陈平、李斌、叶美玉、刘子溪、钟志敏7人组成，其中陈平为职工董事；公司监事会由曹道忠、涂勇、王智、陈志勇、周继松5人组成，其中涂勇、王智为职工监事。

2018年公司报表合并范围新增1家子公司，为经投集团。截至2018年12月31日，公司

纳入合并报表范围的子公司共有15家，具体明细见附录二。

表 1 2018 年公司合并报表范围内增加的子公司（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
株洲经济开发区投资控股集团有限公司	51.00%	40,000.00	投融资及房地产	划拨

注：根据《株洲云龙示范区管理委员会财政金融部关于安排经投集团注册资本（指标）的通知》（株云龙管财预指【2017】153 号，增加经投集团注册资本 5,000.00 万元，增资后注册资本为 40,000.00 万元，截至本报告出具日工商登记尚未变更，公开资料显示经投集团注册资本是 35,000.00 万元。

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率

明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项

目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 2 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

2018年株洲市及云龙示范区经济总量持续增长，为公司发展提供了良好基础

2018年株洲市全年完成地区生产总值2,631.5亿元，按可比价格计算，同比增长7.8%。株洲市地区人均GDP为65,447元，是全国人均GDP的101.2%，经济发展水平高于全国平均水平。2018年株洲市第一产业增加值185.5亿元，同比增长3.6%；第二产业增加值1,149.2亿元，同比增长7.1%；第三产业增加值1,296.8亿元，同比增长9.6%。2018年株洲市国民经

济三次产业结构由上年的7.2：47.9：44.9调整为7.1：43.7：49.2，第三产业比重比上年提升4.3个百分点，株洲市产业结构以第二、第三产业为主。

2018年，株洲市工业增加值增速较上年有所上升，同比增长7.4%。分行业看，轨道交通装备业、汽车及零部件业、航空装备业等三大动力产业增加值增长11.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长10.4%，非金属矿物制品业增长7.5%，化学原料及化学制品制造业增长5.2%。

2018年株洲市固定资产投资比上年增长7.0%，增速进一步放缓。随着城镇居民生活水平的提高，消费规模持续增长，2018年株洲市社会消费品零售总额保持较快增长。此外，2018年株洲市实现进出口总额27.5亿美元，比上年上升25.5%，其中出口20.3亿美元，增长22.4%；进口7.2亿美元，增长35.1%。2018年株洲市存贷款余额仍保持较快增速，外部金融环境良好。

表 3 株洲市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,631.5	7.8%	2,580.40	8.0%
第一产业增加值	185.5	3.6%	206.58	3.9%
第二产业增加值	1,149.2	7.1%	1,237.46	6.7%
第三产业增加值	1,296.8	9.6%	1,136.37	10.7%
工业增加值	-	7.4%	-	7.0%
固定资产投资	-	7.0%	-	13.3%
社会消费品零售总额	1,065.6	9.8%	1,038.50	10.7%
进出口总额（亿美元）	27.5	25.5%	21.90	29.9%
存款余额	3,174.8	3.5%	3,068.80	8.5%
贷款余额	1,839.3	16.5%	1,578.80	18.2%
人均 GDP（元）	65,447		64,165	
人均 GDP/全国人均 GDP	101.2%		107.6%	

注：“-”表示未公开披露数据。

资料来源：2017 年数据来自鹏元财政经济数据库，2018 年数据来自 2018 年株洲市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年株洲市实现公共财政收入313.1亿元，同比增长6.2%，其中税收收入250.7亿元，占公共财政收入比重为80.06%；实现政府性基金收入233.87亿元，同比增长167.9%；同期株洲市公共财政支出为457.2亿元，同比增长2.3%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为68.48%。

2018年株洲云龙示范区实现地区生产总值28.0亿元，同比增长8.9%。从经济结构看，第一产业增加值3.3亿元，同比增长2.6%；第二产业增加值12.0亿元，同比增长7.5%；第三

产业增加值12.7亿元，同比增长12.6%，三次产业比重为11.67:43.05:45.28，三次产业对经济增长的贡献率依次为4.5%、39.0%和56.5%。

工业经济方面，2018年株洲云龙示范区完成工业增加值11.6亿元，同比增长7.6%，其中规模以上工业总产值19.9亿元，同比增长4.3%，实现规模工业增加值5.2亿元，同比增长7.4%。从重点企业看，株洲兴隆新材料股份有限公司和株洲湘火炬火花塞有限责任公司的产值占总产值的比重达64.3%，经济集中度仍然较高。2018年云龙示范区实现社会消费品零售总额8.6亿元，同比增长8.9%。

表 4 株洲云龙示范区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	28.0	8.9%	26.0	8.4%
第一产业增加值	3.3	2.6%	3.6	3.2%
第二产业增加值	12.0	7.5%	11.6	7.0%
第三产业增加值	12.7	12.6%	10.8	11.9%
工业增加值	11.6	7.6%	11.1	7.1%
固定资产投资	-	-	197.9	14.2%
社会消费品零售总额	8.6	8.9%	7.9	10.6%
人均 GDP（元）	-		42,904	
人均 GDP/全国人均 GDP	-		71.91%	

注：“-”表示未公开披露数据。

资料来源：2017 年数据来自鹏元财政经济数据库，2018 年数据来自云龙示范区 2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年云龙示范区公共财政预算总收入为12.5亿元，同比增长21.0%，其中税收收入10.2亿元，税收占公共财政收入比重为82.1%。

四、经营与竞争

2018年公司仍主要从事株洲云龙示范区内土地整理、基础设施建设和房地产开发业务，当年实现营业收入11.06亿元，同比增长81.81%。其他主营业务包含建安工程、广告、管道工程及租赁、管理服务等，业务规模较小，对公司的利润贡献较小。

从毛利率来看，2018年公司综合毛利率为30.04%，较上年下降12.99个百分点，主要是营业收入中占比较高的土地整理、销售商品房毛利率有所下降等原因所致。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率

土地整理	56,783.63	42.19%	18,935.58	52.11%
销售商品房	49,100.22	12.71%	29,997.96	19.61%
委托代建	2,514.92	100.00%	9,925.89	100.00%
其他主营业务	1,821.97	19.45%	1,747.54	23.01%
主营业务合计	110,220.75	30.00%	60,606.96	43.03%
其他业务	389.63	40.69%	231.03	42.89%
合 计	110,610.38	30.04%	60,837.99	43.03%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年土地整理业务收入有所上升，未来需要关注土地一级市场波动及政府土地出让计划变动情况

根据《关于支持云龙发展（集团）发展的若干意见》（株云龙管发[2011]22号），公司建设基础设施项目的配套土地，将按照土地出让价格的67%计算综合开发成本返还给公司，剩余33%计提相关规费计提后亦返还给公司。2015年以前，政府对于公司土地一级开发项目均按此比例返还土地出让金。2015年以后，划拨土地的出让金返还比例主要看所处云龙示范区的位置，如果是华强配套地，返还比例为93.73%；其他区域配套划拨地出让，收入返还比例为80%。

2018 年公司土地整理收入为 56,783.63 万元，同比上升 199.88%，结算项目面积合计为 940.02 亩，同比上升 810.70%，主要系当年云龙示范区土地出让较多所致。2018 年公司土地整理业务毛利率为 42.19%，较上年减少了 9.92 个百分点，主要是当年部分地块因采用协议合作出让价格偏低导致。

表 6 2018 年公司土地整理收入明细（单位：万元）

成交时间	地块座落	出让面积（亩）	确认收入金额
2018 年	云龙示范区云田镇莲花社区	411.24	17,793.77
	云龙示范区龙头铺镇响塘三搭桥社区	528.78	38,989.85
合计		940.02	56,783.62

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司在整理的土地包括盘龙湖片区、大数据片区等，面积合计479.36亩，总投资3.05亿元，已投资1.50亿元，未来土地整理收入有一定保障，但需要关注土地一级市场波动及政府土地出让计划的变化对公司土地整理业务收入的影响。

表7 截至2018年末公司主要在整理土地明细（单位：亩，亿元）

片区	坐落	面积	预计完工时间	计划总投资额	已投资额	尚需投资
磐龙湖片区	学林街道办事处	53.36	2019 年	0.32	0.19	0.13
磐龙湖片区	学林街道办事处 响塘社区	133.00	2019 年	0.80	0.43	0.37
磐龙湖片区	学林街道办事处 响塘社区	78.00	2019 年	0.47	0.08	0.39
大数据片区	菖塘社区	215.00	2019 年	1.46	0.8	0.66
合计	-	479.36	-	3.05	1.50	1.55

注：此外，公司在整理的土地还包括加油站共20个，目前已经整理完成15个，因后续投资金额难以预计所以未列示在表中。

资料来源：公司提供

得益于前期房地产项目销售收入的结转，2018 年公司商品房销售收入大增；公司现有房地产项目销售情况较好，去化压力不大，但需要关注在建房地产项目面临的资金压力

公司商品房销售收入系子公司株洲市云龙发展投资控股集团置业有限公司开发的磐龙世纪城、株洲云雅置业有限公司开发的云峰雅郡项目销售所得。磐龙世纪城项目位于云龙示范区响塘路，于 2011 年开工建设，预计总投资 33.14 亿元，总建筑面积 114.15 万平方米，包含住宅及商铺，2014 年开始销售，预计 2022 年完工；云峰雅郡项目位于云龙示范区云田镇，于 2014 开工建设，预计总投资 12.00 亿元，总建筑面积 29.03 万平方米，包含住宅及商铺，2017 年开始销售，预计 2020 年完工。

截至 2018 年末，公司在售的房地产项目为磐龙世纪城和云峰雅郡两个，上述项目可售面积合计 69.09 万平方米，累计已售面积合计 62.49 万平方米，已售面积占比为 90.45%，房地产项目销售情况较好；已售金额合计 20.94 亿元。2018 年末公司房地产项目未售面积 6.60 万平方米，待售面积不大。

2018 年公司房地产结转面积合计 13.82 万平方米，销售收入合计 4.91 亿元（含少量停车位销售收入），同比增长 63.68%。截至 2018 年末，磐龙世纪城已售未结转房款及保证金 8.23 亿元，云峰雅郡已售未结转房款及保证金 2.15 亿元，合计 10.38 亿元，公司未来仍可确认一定规模的房地产销售收入，但需关注后续市场景气度对销售的影响。

截至 2018 年末，磐龙世纪城项目后续仍需投资 11.63 亿元，云峰雅郡尚需投资 8.67 亿元，公司面临一定资金压力。

表 8 截至 2018 年末公司房地产项目销售及结转情况（单位：万平方米，万元）

项目	可售面积	已售面积	已售金额	2018 年结转面积	2018 年结转金额	已售未结转面积	已售未结转金额
磐龙世纪城	66.02	60.54	201,758.00	13.15	43,148.13 ²	24.27	82,277.91
云峰雅郡	3.07	1.95	7,659.68	0.67	5,952.09	1.28	21,513.09 ³
合计	69.09	62.49	209,417.68	13.82	49,100.22	25.55	103,791.00

（1）表中可售面积为已完工部分的面积。

资料来源：公司提供

表 9 2018 年末公司房地产项目投资进度（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
磐龙世纪城	331,395	215,099	116,296
云峰雅郡	120,000	33,341	86,659
合计	451,395	248,440	202,955

注：（1）除表中两个项目外，公司在开发的房地产项目还有子公司经投集团开发的云顶栖谷等项目，截至 2018 年末，云顶栖谷账面价值为 1.35 亿元，公司未提供总投资、总可售面积等数据。

（2）上述项目均为分期建设项目。

资料来源：公司提供

2018年公司委托代建收入同比大幅下降，未来仍存在波动性，自建项目收益存在不确定性，公司代政府垫资建设项目投资较大，对公司资金形成占用，同时在建工程项目面临较大的资金压力

公司代建业务主要有两种模式：（1）根据公司与株洲云龙示范区管理委员会财政金融部签订的《道路等基础设施工程项目政府回购协议书》，由公司自筹资金对云龙示范区内道路等基础设施进行建设，项目竣工验收后由株洲云龙示范区管理委员会财政金融部结算并支付项目建设资金，公司按实际投资额的10%计算投资回报额。（2）根据2017年公司子公司株洲云龙新农村建设投资发展有限公司（以下简称“新农村投资公司”）与株洲云龙示范区征地拆迁安置工作办公室签订的《株洲云龙示范区安置房建设项目委托开发建设总体协议》，由新农村投资公司负责安置房的建设实施，项目竣工验收后，株洲云龙示范区征地拆迁安置工作办公室结算并支付项目建设资金，建设资金包括建设成本、管理费、投资收益等，其中项目管理费按照安置房建设成本的3%支付，投资收益按照建设成本的3%计算，公司仅将项目管理费和投资收益确认收入。公司基础设施代建项目由云龙示范区管委会结算后，代建项目已投入的成本转入长期应收款核算。2018年公司确认安置房代建收入2,514.92万元，同比下降74.66%，主要是受工程进度影响所致。

除代建项目外，公司还有部分自建项目，包括湖南云龙大数据产业园项目和云龙创业

² 含 2,518.58 万元停车位结转收入。

³ 含部分保证金，保证金对应的面积未包括在本表的“已售面积”中。

创新园自建项目等，上述项目完工后多靠园区出租、出售实现收益，但收益存在不确定性。截至2018年末，公司主要在建工程项目有6个，含代建项目4个，其中株洲云龙示范区安置房已签订代建协议，总投资23.00亿元，已投资15.44亿元，未来代建收入有一定保障，但受工程进度及财政资金安排影响未来委托代建收入可能存在波动。截至2018年末，公司主要在建工程项目尚需投资57.95亿元，面临较大的资金压力。

表10 截至2018年末公司主要在建工程项目（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资额	尚需投资	项目类型
湖南华强文化科技产业基地配套开发项目	76.00	53.95	22.05	代建
株洲市一江四港白石港龙母河磐龙湖片区项目	33.29	26.87	6.42	代建
株洲云龙示范区安置房	23.00	15.44	7.56	代建
长郡株洲云龙试验学校新建项目	10.62	0.16	10.46	代建
湖南云龙大数据产业园项目	9.77	0.83	8.94	自营
云龙创业创新园	3.49	0.97	2.52	自营
合计	156.17	98.22	57.95	-

注：湖南华强文化科技产业基地配套开发项目包含了“在建工程”科目里的华强项目、华强文化产业基地项目和华强配套地等。

资料来源：公司提供

2018年公司在资本金和补助金方面获得的外部支持力度仍然较大

根据《中共株洲市委办公室、株洲市人民政府办公室关于推进市级融资平台公司转型发展的若干意见》（株办发【2018】21号）等文件，株洲云龙示范区管理委员会将其持有的经投集团51%股权划转给公司。经投集团股权划转前由株洲云龙示范区管理委员会100%持股，主要从事现代服务业园区开发、土地整理和房地产开发等业务。截至2018年末，经投集团总资产30.38亿元，净资产14.93亿元，资产以土地及房地产项目为主，当年经投集团实现营业收入1.66亿元，净利润223.40万元；公司在接受划转的经投集团51%股权（按净值7.58亿元）的同时，还按株洲云龙示范区管理委员会的批复，将账面净值4.14亿元（原值5.06亿元）的南大门资产划出给其他单位，综合影响公司资本公积净增3.44亿元。此外，2018年公司获得株洲市财政局补贴1,718.32万元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无

保留意见的2018年审计报告，报告采用新会计准则编制，2018年审计报告对2017年数据进行了追溯调整，2017年数据采用2018年审计报告期初数。2018年公司合并报表范围子公司增加1家，详见表1。截至2018年12月31日，公司纳入合并报表范围的子公司共有15家，明细见附录二。

资产结构与质量

2018年公司资产规模增长较快，其中土地资产较多，且部分已被抵押，应收款项存在较大的资金占用情形，资产整体流动性较弱

2018年末公司总资产规模为258.71亿元，同比上升14.35%。从资产结构来看，公司资产主要以流动资产为主，2018年末占比为68.69%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。2018年末货币资金20.70亿元，同比减少28.26%，其中有1.58亿元定期存单用于质押，使用受限。2018年末公司应收账款为6.62亿元，随着工程结算进度加快大幅增长128.60%，其中应收株洲云龙示范区委员会财政金融部6.36亿元，占应收账款总额的比重为81.52%。2018年预付款项金额为25.97亿元，主要包括预付关联方湖南华强文化科技有限公司7.28亿元、株洲云龙示范区建设用地征地拆迁指挥部4.23亿元、预付株洲云龙示范区华强配套土地征地拆迁指挥部3.09亿元等。预付款项账龄在一年以上的占比为50.10%。截至2018年末，公司其他应收款账面价值22.35亿元，多为往来款和保证金，其中应收株洲云龙示范区土地储备中心16.11亿元，占比74.52%。公司其他应收款回收风险相对可控，但规模较大，占用大量流动资金。

2018年末，公司存货账面价值为100.68亿元，主要为开发成本和开发产品，较上年大幅增长，系2018年由于合并范围增加经投集团，公司新增12宗土地资产以及在建项目持续投入资金等原因导致，新增土地账面价值为6.99亿元，性质均为出让地；同时，2018年公司将账面价值合计3.28亿元的土地转入投资性房地产。截至2018年末，公司开发成本账面价值为95.87亿元，主要为土地、在建安置房和基础设施项目（株洲云龙示范区安置房项目等）和在建房地产项目（磐龙世纪城和云峰雅郡）；开发产品账面价值4.62亿元，主要为磐龙世纪城建成待售部分。截至2018年末，公司存货中土地使用权账面价值合计为78.62亿元，其中划拨土地账面价值为65.54亿元，占比为83.36%。截至2018年末，公司存货中已用于融资抵押的土地资产账面价值4.92亿元，资产整体流动性较弱。

公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、在建工程以及无形资产构成。2018年末长期应收款账面价值21.39亿元，为应收株洲云龙示范区委员会财

政金融部委托代建款，回收周期较长，对公司资金形成较大占用。2018年公司长期股权投资账面价值7.17亿元，2018年确认投资损失909.23万元，长期股权投资质量不佳。2018年末公司投资性房地产为10.05亿元，为固定资产、无形资产转入形成，公司采用成本模式对投资性房地产进行后续计量，其中8.24亿元投资性房地产已用于抵押。在建工程为公司承建的基础设施项目及自营项目，2018年末同比增长48.35%，主要为华强文化产业基地项目等投入增加所致。截至2018年末，无形资产账面价值为15,863.12万元，由于部分转入投资性房地产同比减少66.82%。

总体来看，2018年公司资产规模增长较快，但资产以应收款项、土地和在建项目为主，应收款项共50.35亿元，占总资产比重19.46%，占用公司较多资金，在建项目即时变现能力较差，且受限资产合计14.74亿元，整体资产流动性较弱。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	207,037.39	8.00%	288,602.60	12.76%
应收账款	66,187.88	2.56%	28,953.45	1.28%
预付款项	259,675.31	10.04%	153,915.41	6.80%
其他应收款	223,491.25	8.64%	233,495.61	10.32%
存货	1,006,861.73	38.92%	856,615.79	37.86%
流动资产合计	1,777,002.66	68.69%	1,566,804.88	69.25%
长期应收款	213,867.05	8.27%	277,638.08	12.27%
长期股权投资	71,715.91	2.77%	68,906.28	3.05%
投资性房地产	100,539.29	3.89%	0.00	0.00%
在建工程	332,123.24	12.84%	223,878.33	9.90%
无形资产	15,863.12	0.61%	47,815.79	2.11%
非流动资产合计	810,091.35	31.31%	695,649.76	30.75%
资产总计	2,587,094.01	100.00%	2,262,454.63	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018 年公司营业收入大幅增长，土地整理、委托代建业务具有一定持续性

公司收入主要来源于销售商品房业务、土地整理业务和委托代建业务。受益于土地整理及商品房销售收入增长较快，2018 年公司实现营业收入 11.06 亿元，同比增长 81.81%。截至 2018 年末，公司主要在整理的土地总投资 3.05 亿元，已投资 1.50 亿元；已经签订代建协议的主要代建项目总投资 23.00 亿元，已投资 15.44 亿元，未来土地整理和代建收入

有一定保障，但受工程进度影响可能存在波动。

从毛利率来看，2018 年公司综合毛利率为 30.04%，同比下降 12.99 个百分点。2018 年获得政府补助 0.17 亿元，同比下降 81.55%，政府补助波动性较大。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	110,610.38	60,837.99
其他收益	1,718.32	9,311.88
营业利润	24,228.27	24,322.12
利润总额	24,151.31	23,615.17
综合毛利率	30.04%	43.03%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司主营业务回款不佳、投资资金支出规模大，考虑到主要在建项目仍需较大规模支出，未来仍面临较大资金压力

经营活动方面，2018年公司受出地出让收入回款不及时影响，收现比下降为0.61，主营业务回款不佳，但由于往来款表现为大幅净流入，2018年公司经营活动现金净流入2.90亿元。投资活动方面，2018年公司投资活动现金净流出12.46亿元，主要系购买新华基金联赢精选资产管理计划、支付在建项目的征地拆迁费用等导致。目前公司资金需求主要依赖筹资活动，2018年公司筹资活动现金净流入4.76亿元。考虑到公司在开发房地产项目尚需投资20.30亿元，在建工程项目尚需投资57.95亿元，未来仍面临较大资金压力。

表 13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.61	1.03
销售商品、提供劳务收到的现金	67,047.20	62,414.18
收到其他与经营活动有关的现金	79,305.76	69,116.75
经营活动现金流入小计	146,352.96	131,530.93
购买商品、接受劳务支付的现金	83,292.05	43,928.58
支付其他与经营活动有关的现金	12,279.01	55,644.07
经营活动现金流出小计	117,374.41	108,181.07
经营活动产生的现金流量净额	28,978.55	23,349.87
投资活动产生的现金流量净额	-124,577.38	-150,530.00
筹资活动产生的现金流量净额	47,607.61	92,039.77
现金及现金等价物净增加额	-47,991.21	-35,140.37

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务持续增长，且规模较大，存在较大的偿债压力

2018年由于经投集团纳入公司合并范围，公司所有者权益同比增长18.19%。2018年末负债总额达145.44亿元，同比增长11.53%，2018年末产权比率为128.40%。从公司负债结构来看，仍以非流动负债为主。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	1,454,366.38	1,304,060.75
所有者权益	1,132,727.62	958,393.88
产权比率	128.40%	136.07%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司流动负债主要由预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2018年末预收款项余额为10.38亿元，主要是预收的商品房销售款。2018年末公司其他应付款账面金额为10.71亿元，由于往来款大幅增长导致同比增长119.52%，账龄以一年以内（含1年）为主。一年内到期的非流动负债系2019年到期的长期借款等，含本期债券未偿还本金2.00亿元，2018年末账面金额为9.46亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2018年末长期借款账面金额为56.92亿元，主要为抵押、质押（质押物为政府购买服务收益）、保证借款，抵押物为公司持有的土地资产；2018年末公司应付债券51.43亿元，包括企业私募债PPN19.00亿元、债权融资计划5.00亿元、磐龙世纪城项目收益债11.43亿元、16云龙（公司债）7.00亿元等。长期应付款2018年末金额为4.00亿元，同比增长71.79%，主要系新增中国华融资产管理股份有限公司2.00亿元融资租赁款所致。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	103,790.59	7.14%	103,039.70	7.90%
其他应付款	107,053.26	7.36%	48,766.58	3.74%
一年内到期的非流动负债	94,580.00	6.50%	180,900.00	13.87%
流动负债合计	329,694.54	22.67%	354,411.63	27.18%
长期借款	569,232.00	39.14%	521,350.00	39.98%
应付债券	514,283.66	35.36%	404,636.12	31.03%
长期应付款	39,963.00	2.75%	23,263.00	1.78%

非流动负债合计	1,124,671.85	77.33%	949,649.12	72.82%
负债合计	1,454,366.38	100.00%	1,304,060.75	100.00%
其中：有息债务	1,214,095.66	83.48%	1,126,886.12	86.41%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司有息债务规模为 121.41 亿元，同比增长 7.74%，占 2018 年末负债总额比重为 83.48%。2019-2021 年公司预计需要偿还的债务规模均较大，偿债压力较大。

表 16 公司未来三年有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

	2019 年	2020 年	2021 年
金额	98,580.00	128,340.66	252,540.49

资料来源：公司提供

2018 年末公司资产负债率为 56.22%，负债水平较高。2018 年末流动比率和速动比率分别为 5.39 和 2.34，同比略有上升。2018 年公司 EBITDA 规模 2.96 亿元，EBITDA 利息保障倍数为 0.35，利息保障倍数仍然较低，公司仍然面临较大的偿债压力。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	56.22%	57.64%
流动比率	5.39	4.42
速动比率	2.34	2.00
EBITDA（万元）	29,631.52	28,635.53
EBITDA 利息保障倍数	0.35	0.31
有息债务/EBITDA	40.97	39.35

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自 2016 年 1 月 1 日至报告查询日⁴，公司本部、子公司株洲市华强云峰湖片区建设开发有限公司、株洲云龙发展集团土地开发有限公司、株洲云龙新农村建设投资发展有限公司不存在未结清不良类信贷记录。

七、评级结论

⁴ 公司本部、子公司株洲市华强云峰湖片区建设开发有限公司、株洲云龙发展集团土地开发有限公司、株洲云龙新农村建设投资发展有限公司企业信用报告查询日分别为 2019 年 5 月 8 日、2019 年 6 月 13 日、2019 年 6 月 12 日、2019 年 6 月 12 日。

综合来看，2018年株洲市及株洲云龙示范区经济和财政保持增长，继续为公司发展提供了良好基础；公司土地整理和委托代建业务具有一定持续性，外部支持进一步提升了公司的资本实力和盈利水平。

同时中证鹏元关注到，2018年末公司应收款项50.35亿元，占总资产的19.46%，占用公司较多资金；期末公司受限资产合计14.74亿元，占总资产的5.70%，整体资产流动性较弱；主要在开发房地产项目尚需投资20.30亿元，主要在建工程项目尚需投资57.95亿元，公司未来仍面临较大资金压力；2018年末公司有息债务规模为121.41亿元，EBITDA利息保障倍数仅为0.35，有息债务规模持续增长，存在较大的偿债压力。

基于上述情况，中证鹏元将本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	207,037.39	288,602.60	373,250.96
应收账款	66,187.88	28,953.45	26,944.83
预付款项	259,675.31	153,915.41	166,987.63
其他应收款	223,491.25	233,495.61	124,556.91
存货	1,006,861.73	856,615.79	832,393.01
流动资产合计	1,777,002.66	1,566,804.88	1,527,541.63
长期应收款	213,867.05	277,638.08	219,145.72
长期股权投资	71,715.91	68,906.28	57,381.62
投资性房地产	100,539.29	0.00	0.00
在建工程	332,123.24	223,878.33	195,121.94
无形资产	15,863.12	47,815.79	51,207.70
非流动资产合计	810,091.35	695,649.76	609,385.76
资产总计	2,587,094.01	2,262,454.63	2,136,927.39
预收款项	103,790.59	103,039.70	82,795.39
其他应付款	107,053.26	48,766.58	42,354.58
一年内到期的非流动负债	94,580.00	180,900.00	159,125.00
流动负债合计	329,694.54	354,411.63	319,780.84
长期借款	569,232.00	521,350.00	474,200.00
应付债券	514,283.66	404,636.12	429,575.47
长期应付款	39,963.00	23,263.00	40,000.00
非流动负债合计	1,124,671.85	949,649.12	949,128.81
负债合计	1,454,366.38	1,304,060.75	1,268,909.65
有息债务	1,214,095.66	1,126,886.12	1,102,900.47
所有者权益	1,132,727.62	958,393.88	868,017.74
营业收入	110,610.38	60,837.99	59,911.73
营业利润	24,228.27	24,322.12	21,051.05
营业外收入	88.23	34.45	1,097.60
净利润	23,118.03	23,112.82	21,300.46
经营活动产生的现金流量净额	28,978.55	23,349.87	88,773.46
投资活动产生的现金流量净额	-124,577.38	-150,530.00	-41,944.32
筹资活动产生的现金流量净额	47,607.61	92,039.77	82,607.65
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	30.04%	43.03%	55.79%
收现比	0.61	1.03	0.98

产权比率	128.40%	136.07%	146.18%
资产负债率	56.22%	57.64%	59.38%
流动比率	5.39	4.42	4.78
速动比率	2.34	2.00	2.17
EBITDA（万元）	29,631.52	28,635.53	26,313.96
EBITDA 利息保障倍数	0.35	0.31	0.41
有息债务/EBITDA	40.97	39.35	41.91

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
株洲市云龙发展投资控股集团置业有限公司	5,000	100.00%	房地产开发
株洲市华强云峰湖片区建设开发有限公司	10,000	100.00%	投资开发
株洲市云龙发展集团城市建设有限公司	1,000	100.00%	建设施工
株洲市云龙发展集团基础设施投资开发有限公司	19,000	100.00%	投资开发
株洲市云龙发展集团龙母河建设有限公司	103,433	100.00%	投资开发
株洲市云龙发展集团资源经营有限公司	2,000	100.00%	广告制作、策划
株洲市云龙发展集团物业管理有限公司	100	100.00%	物业管理和服务
株洲云龙新农村建设投资发展有限公司	10,000	100.00%	投资开发
株洲云龙发展集团土地开发有限公司	10,000	100.00%	土地开发
湖南东方稀土光能有限公司	1,000.00	100.00%	光电、节能照明生产
株洲市云龙管线资源经营有限公司	400.00	51.00%	管道建设与经营
株洲云雅置业有限公司	2,000.00	99.00%	房地产开发
湖南云龙大数据产业新城建设经营有限公司	30,000.00	100.00%	数据处理
湖南云发股权投资管理有限公司	3,000.00	100.00%	股权投资及咨询
株洲经济开发区投资控股集团有限公司	40,000.00	51.00%	投资融资及房地产

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	1 年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款中的融资租赁款

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。