

张家界市经济发展投资集团有限公司

2014 年公司债券 2016 年跟踪

信用评级报告

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级的有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。



张家界市经济发展投资集团有限公司 2014 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【502】号 01

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：2021 年
4 月 17 日

债券偿还方式：每年付
息一次，存续期第 3、4、
5、6、7 年末分别逐年按
照债券发行总额的 20%
的比例偿还债券本金

分析师

姓名：
易美连 王一峰

电话：
0755-82862736

邮箱：
yiml@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
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。

鹏元资信评估有限公司
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.pyrating.cn

	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	2016 年 06 月 28 日	2015 年 07 月 03 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“张家界经投”或“公司”）及其 2014 年 4 月 17 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 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跟踪期内区域经济和财政收入保持增长，当地财政实力得到进一步增强；公司旅游业务收入大幅增长，旅游业发展持续性较好；在建和拟建项目有一定的规模，未来 BT 业务收入较有保障；张家界政府在财政补贴方面给予公司大力支持。但我们也关注到，张家界市财政收入对上级补助收入依赖程度依然较高，财政自给能力依然较弱，且市本级政府性基金收入大幅下滑，财政稳定性不佳；公司资产流动性一般，应收账款规模较大且回收时间不确定，对公司资金占用明显；受 BT 业务回款滞后影响，公司经营现金流持续不佳；负债规模持续攀升，且以有息债务为主，偿债压力进一步加大。

正面：

- 区域经济和财政收入保持增长，当地财政实力得到进一步增强。2015 年，张家界市完成地区生产总值 447.70 亿元，较上年增长 8.50%，增速较快；受益于地方经济的快速增长，2015 年张家界市全市实现财政总收入 132.38 亿元，同比增长 19.81%。
- 跟踪期内公司旅游业务收入大幅增加，且拥有张家界多处旅游资源门票收益权，旅游业务发展持续性较好。受益于游客数量的增长，跟踪期内公司旅游业务合计

实现收入 89,318.34 万元，同比增加 19.45%，增速较快。包含张家界核心景区在内多处旅游资源的门票收益权分成是公司旅游业务收入稳定性的保障。

- **公司在建和拟建项目有一定规模，未来 BT 业务收入仍有保障。**截至 2015 年末，公司在建及拟建项目共 11 个，计划总投资 101,917.78 万元，规模较大，未来 BT 业务收入有保障。
- **公司在财政补贴方面仍持续获得当地政府支持。**2015 年，张家界市政府机构给予公司政府补助 2,837.15 万元，有效提升了公司的利润水平。

关注：

- 张家界市财政收入对上级补助收入依赖程度依然较高，财政自给能力依然较弱；另外，市本级政府性基金收入大幅下降，财政稳定性不佳。2015 年，张家界全市和市本级财政收入中，上级补助收入分别占 70.74%、73.81%，对上级补助收入的依赖程度依然较高；张家界全市和市本级公共财政收入对公共财政支出的覆盖率分别为 23.57%、42.62%，财政自给能力依然较弱。受国有土地使用权出让收入下滑影响，2015 年张家界市本级政府性基金收入为 18,917 万元，同比大幅下降 50.86%。
- 公司资产整体流动性一般，应收账款规模较大，且回款时间存在较大不确定，对公司资金占用明显。截至 2015 年末，公司应收账款余额为 151,657.19 万元，同比增长 49.44%，主要为应收张家界市财政局的 BT 项目款 145,969.45 万元，回款情况易受张家界市财政状况影响，回收时间具有一定的不确定性。
- 受公司 BT 业务回款滞后的影响，公司经营现金流持续不佳。跟踪期内，公司在建及拟建 BT 项目的资本支出规模较大，且 BT 项目回款时间具有很大不确定，公司经营活动现金流出规模将持续扩大。
- 公司负债规模持续攀升，且以有息债务为主，偿债压力进一步加大。截至 2015 年末，公司有息债务 693,366.71 万元，同比增长 28.16%，占负债总额的 82.53%，公司偿债压力进一步加大。

主要财务指标：

项目	2015年	2014年	2013年
总资产(万元)	1,601,362.33	1,413,460.07	1,273,557.57
归属于母公司所有者权益合计(万元)	719,636.04	706,779.21	701,647.18
有息债务(万元)	693,366.71	541,026.70	399,475.58
资产负债率	52.46%	47.60%	42.61%
流动比率	4.49	6.00	4.99
速动比率	1.33	1.36	0.74
营业收入(万元)	144,565.64	103,000.33	150,620.83
政府补助(万元)	2,837.15	2,359.31	10,234.15
利润总额(万元)	14,691.99	11,646.97	21,619.38
综合毛利率	35.22%	41.79%	25.49%
总资产回报率	2.51%	2.51%	2.93%
EBITDA(万元)	48,917.03	44,052.38	45,643.33
EBITDA利息保障倍数	1.26	1.37	1.58
经营活动产生的现金流量净额(万元)	-79,659.40	-35,137.52	2,967.74

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2014]358号文件批准，公司于2014年4月17日发行10亿元公司债券，票面利率为7.80%，期限7年。本期债券为固定利率债券，每年付息一次，付息日为2015-2021年每年的4月17日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。本期债券设置本金提前偿还条款，即本期债券存续期内第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额的20%、20%、20%、20%和20%的比例偿还债券本金。

跟踪期内，公司于2015年4月18日正常支付本期债券利息7,800万元。截至2016年5月31日，本期债券本息兑付情况如下表所示。

表1 截至2016年5月31日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付金额	利息支付	期末本金余额
2015年4月17日	-	7,800.00	100,000.00
2014年4月18日	-	7,800.00	100,000.00

资料来源：公司提供

截至2016年5月31日，本期债券募投项目进展及募集资金使用情况如下表所示。

表2 截至2016年5月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	拟使用募集资金	项目已投资	已使用募集资金
武陵山大道建设工程	90,485.00	30,000.00	33,500.00	20,000.00
张家界市沿江旧城改造工程	250,007.84	70,000.00	200,000.00	50,000.00
合计	340,492.84	100,000.00	233,500.00	70,000.00

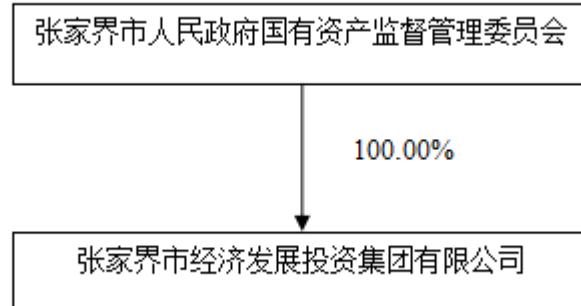
注：截至2016年5月31日募集资金项目已全部建设完毕。

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、股东及实际控制人均未发生变更。截至2015年末，公司注册资本与实收资本均为10,000.00万元，股东及实际控制人仍为张家界市人民政府国有资产监督管理委员会，股权关系如下图所示。

图1 截至2015年12月31日公司股权关系



资料来源：公司提供

公司主营业务为旅游资源开发，旅游基础设施建设，旅游配套服务，与旅游有关的高科技开发，土地房地产开发，城市基础设施建设开发，城市污水处理，殡葬服务等，跟踪期内公司主营业务未发生变化。2015年公司合并范围增加三家子公司。2015年公司出资100万元设立了北京张经投酒店有限公司，出资5,000万元设立了张家界公共交通发展有限公司，出资10,000万元设立了张家界经投资产管理有限公司。

表3 截至2015年末新纳入公司合并范围子公司情况

子公司名称	持股比例	业务类型	取得方式
北京张经投酒店有限公司	100%	酒店服务业	新设
张家界市公共交通发展有限公司	100%	交通运输服务	新设
张家界经投资产管理有限公司	100%	资产管理	新设

资料来源：公司提供

截至2015年12月31日，公司资产总额为1,601,362.33万元，归属于母公司所有者权益合计719,636.04万元，资产负债率为52.46%；2015年公司实现营业收入144,565.64万元，利润总额14,691.99万元，经营活动现金净流出79,659.40万元。

三、区域经济与财政实力

张家界市经济较快增长，经济和财政实力进一步增强

2015年张家界市经济实力进一步增强，全年完成地区生产总值447.70亿元，增长8.50%，增速较上年有所下降；其中，第一、二、三产业增加值分别为51.90亿元、101.90亿元、293.90亿元，分别增长4.00%、5.50%、10.60%，三次产业结构由2014年的12.0:24.3:63.7调整为11.6:22.8:65.6，第三产业占比进一步上升，产业结构得到进一步优化。2015年，主要受益于旅游业的较快发展，张家界市第三产业增加值同比增长10.60%，增速与上年相比有所放缓。2015年，张家界市全年景点接待旅游人数5,075.09万人次，比上年增长30.60%；接待过夜游客2,230.80万人天，增长31.40%，其中，境外游客334.20万人天，增长28.50%；

实现旅游总收入340.70亿元，增长37.00%。

表4 2014-2015年张家界市主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2015年		2014年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	447.70	8.50%	410.02	10.70%
第一产业增加值	51.90	4.00%	49.33	4.80%
第二产业增加值	101.90	5.50%	99.80	8.60%
第三产业增加值	293.90	10.60%	260.99	12.80%
工业增加值	83.60	6.40%	81.60	8.30%
固定资产投资	296.40	18.10%	253.04	19.00%
社会消费品零售总额	177.40	12.80%	138.40	11.60%
进出口总额（万美元）	6,600.00	-26.80%	9,019.00	96.90%
存款余额	540.50	17.00%	461.90	15.30%
贷款余额	371.22	9.50%	338.96	16.90%
旅游总收入	340.70	37.00%	248.70	17.20%

资料来源：张家界市2014、2015年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2015年张家界市财政收入继续保持增长势头，但财政收入对上级补助依赖较高，财政自给能力依然较弱；政府性基金收入大幅下降，财政收入稳定性不佳

2015年张家界市地方财政总收入总体保持增长势头，整体财政实力有所提升。全年全口径和本级财政总收入分别为1,323,823万元和523,758万元，分别较2014年增长19.81%和121.07%。

从张家界财政收入构成来看，公共财政收入和上级补助收入是张家界市财政收入的主要来源。2015年张家界市全口径获得上级补助收入936,422万元，占全口径财政收入的比重为70.74%，市本级获得上级补助收入386,605万元，占张家界市本级财政收入的73.81%，地方财政对上级补助存在较大依赖。2015年张家界市全口径公共财政收入315,761万元，市本级公共财政收入118,236万元。从公共财政收入结构看，张家界市全口径税收收入占公共财政收入比重为57.12%，市本级税收收入占公共财政收入比重为43.11%，表明无论是全口径还是市本级公共财政收入的质量和稳定性均一般。我们关注到2015年张家界市本级政府性基金收入出现大幅下滑，由2014年38,494万元降至2015年18,917万元，降幅达50.86%，主要是国有土地使用权出让收入下滑所致。考虑到土地出让市场的不确定性，未来张家界市政府性基金收入出现波动的可能性较大。

从财政支出来看，2015年张家界全口径财政支出为1,443,320万元，全口径和市本级财政自给率分别为23.57%和42.62%，覆盖程度较低，财政自给能力较弱，财政收支平衡主要

依靠上级政府补助收入维持。

表 5 2014-2015 年张家界市财政收支情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年	
	全口径	本级	全口径	本级
财政总收入	1,323,823	523,758	1,104,971	236,916
(一) 公共财政收入	315,761	118,236	285,653	107,783
其中：税收收入	180,374	50,975	171,043	47,102
非税收入	135,387	67,261	114,610	60,681
(二) 上级补助收入	936,422	386,605	754,679	90,639
其中：返还性收入	23,472	12,805	23,199	5,471
一般性转移支付收入	482,231	179,178	408,699	42,681
专项转移支付收入	430,719	194,622	322,781	42,487
(三) 政府性基金收入	71,640	18,917	64,639	38,494
其中：国有土地使用权出让收入	58,701	9,919	44,472	29,618
(四) 财政专户收入*	-	-	-	-
财政总支出	1,443,320	297,068	1,168,432	247,634
(一) 公共财政支出	1,339,795	277,412	1,067,196	210,130
(二) 政府性基金支出	103,525	19,656	101,236	37,504
(三) 财政专户支出*	-	-	-	-
财政自给率	23.57%	42.62%	26.77%	51.29%

注：*未提供财政专户收支情况表；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：张家界市财政局，鹏元整理

总体来看，跟踪期内张家界市财政收入保持较快增长，但财政收入对上级补助收入的依赖依然较高，财政自给能力较弱。另外，政府性基金收入大幅下降，影响了张家界市财政收入的稳定性。

四、经营与竞争

公司业务范围较广，以景区门票分成、景区资产运营、旅行社及环保客车构成的旅游业务收入为主，同时承担政府基础设施建设职能，分享投资收益。2015年，公司主营业务收入稳步增长，2015年公司实现营业收入144,565.64万元，其中主营业务收入144,462.74万元，其他业务收入102.90万元。

从收入构成来看，旅游业务收入和BT业务收入是公司主营业务收入的主要组成部分。2015年包括旅游服务业收入、景区环保客运业收入、酒店服务业和旅行社服务业收入在内的旅游业务收入占公司主营业务收入的比重为61.83%，BT业务收入占比为34.25%。公司

旅游服务业收入包括张家界政府返还给公司的各类景区门票收益权。景区环保客运业收入来源于张家界旅游集团股份有限公司（以下简称“张旅集团”）下属子公司张家界易程天下环保客运有限公司从事的张家界市武陵源核心景区内游客运输业务。其他收入为殡仪、租赁及广告、公交车等业务。公司房产项目开发收入和其他收入规模较小，对公司业绩贡献不大。

从毛利率情况来看，跟踪期内公司主营业务毛利率为35.28%，同比下降了6.42个百分点。BT业务、旅行社服务业占主营业务收入比重较大，毛利率偏低，且景区环保客运业和房产项目开发收入毛利率均较2014年下降，以上因素综合起来使得2015年公司主营业务收入毛利率下降。公司酒店服务业收入、房产项目开发收入和其他收入规模较低，对公司盈利水平影响不大。

表6 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
旅游服务业	45,051.08	70.00%	55,550.98	47.10%
景区环保客运业	19,316.01	64.44%	17,834.79	73.42%
酒店服务业	2,145.65	-18.51%	1,387.60	-27.06%
旅行社服务业	22,805.60	5.90%	-	-
房产项目开发收入	4,784.91	-13.78%	982.58	8.25%
BT项目	49,477.33	13.04%	26,341.73	13.04%
其他	882.15	26.80%	747.70	64.35%
合计	144,462.74	35.28%	102,845.39	41.70%

注：2015 年审计报告将旅行社服务业收入从旅游服务业收入分离，单独作为一类营业收入。应将 2015 年旅游服务业收入和旅行社服务业收入之和与 2014 年旅游服务业收入比较。

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

公司拥有张家界多处核心景区的门票分成收益权，跟踪期内公司旅游业务收入大幅增长，旅游业务发展持续性较好

公司旅游业务主要由其控股子公司张旅集团运营。张旅集团目前主要经营武陵源核心景区、宝峰湖景区（5A级）、十里画廊景区（5A级）、杨家界索道、周洛景区以及位于湘西地区的猛洞河、德夯景区、坐龙峡景区等景区。公司享有以武陵源核心景区为主的众多景区门票分成收益权。张旅集团子公司张家界易程天下环保客运有限公司负责上述景区的环保客运车的运营，形成较大规模的景区环保客运收入。另外，公司下属张家界国际大酒店于2014年完成重新装修，受装修停业影响，2014年酒店服务业收入较低，而2015年该酒店全年正常营业，因此跟踪期内酒店服务业收入与上年同期相比大幅增加。旅行社服务业收入是公司重要收入来源之一，主要是公司在张家界市当地经营旅行社业务取得的收

入，旅行社主要业务包括经营赴张家界当地景点的旅行团、销售旅游景点门票、旅游包车、导游伴游、机票、火车票销售等。

表7 公司主要景点门票分成收益权文件

文号	来源
武政发【2002】04号	易程天下环保客运公司享有武陵源核心景区门票60元/人分成收益权
张政函【2006】293号	公司享有武陵源核心景区门票49元/人分成收益权
张政函【2012】162、163号	公司享有武陵源核心景区载人工具和黄龙洞、宝峰湖景区门票中资源有偿使用费及50%的价格调节基金分成收益权，及武陵源核心景区门票价格中张家界国家森林公园管理处门票分流收入中调整为市级收入的15元/人和资源有偿使用费2.5元/人
张政函【2016】68号	公司享有武陵源核心景区门票全票（180元/人）全部收益权

资料来源：公司提供

凭借张家界得天独厚的旅游资源，张家界旅客人数不断增长。公司享有多项张家界核心景区门票收益分成权，成为公司旅游业务收入持续稳步增长的保证。跟踪期内，张家界主要景区接待游客收入明显上升。跟踪期内，武陵源核心景区、宝峰湖、十里画廊和杨家界索道等主要景区共接待游客775.83万人次，同比增加57.96%；门票总收入101,671.64亿元，较2014年增长33.68%。杨家界索道为2014年5月新增景点，当年收入规模较小。张家界主要景区接待游客人次的增加促使包括公司旅游服务业、景区环保客运业、酒店服务业和旅行社服务业在内的旅游业务收入稳步增长。2015年公司实现旅游业务收入达89,318.34万元，较上年增加19.45%。

表8 2014-2015年公司主要景区游客数量及收入情况（单位：万人次、万元）

景区名称	2015年		2014年	
	购票人数	收入	购票人数	收入
宝峰湖	101.59	7,690.51	56.24	4,854.55
十里画廊	120.47	4,742.11	108.32	4,217.74
杨家界索道	205.38	13,660.79	33.93	2,263.16
武陵源核心景区	348.39	75,578.23	292.66	64,722.00
合计	775.83	101,671.64	491.15	76,057.45

注：杨家界索道为2014年5月新增景点。

资料来源：公司提供

2015年公司获得的BT业务收入大幅增加，目前该业务在建和拟建项目有一定规模，但项目回款时间不确定，公司面临一定的资金压力

公司作为张家界市政府最大的城市基础设施建设投融资平台，肩负着张家界市城市基础设施建设和保障性安居工程建设的任务。公司与张家界市人民政府签订了《张家界市投资建设与转让收购（BT）模式投资项目总承包协议》，合同有效期为2012年2月1日

至2020年12月31日。在有效期内，按照每年公司报送并由张家界市人民政府核准的结算报告结算并分期拨付BT项目回购资金，但并未约定回款期限。签署该协议后，张家界人民政府不再与公司就具体BT业务签署回购协议。

2015年，公司完工结算的BT业务收入为49,477.33万元，较上年同比增加87.83%，完成投资43,023.77万元，实际毛利率为13.04%。BT业务是2013年公司新增的业务类型，在2015年获得较大发展。

表9 2015年公司BT业务收入明细（单位：万元）

项目	收入	成本	毛利率
鹭鸶湾片区防洪堤工程项目	22,777.98	19,806.94	13.04%
官黎坪片区防洪堤项目	16,618.00	14,450.43	13.04%
胡家河片区防洪堤项目	10,081.36	8,766.40	13.04%
合计	49,477.33	43,023.77	13.04%

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司主要的在建、拟建项目总投资规模为101,917.78万元，尚需投资91,254.45万元，后续随着该等项目陆续完工结算，预计仍将为公司贡献较好的BT业务收入。但我们也注意到，根据协议，公司需负责该项目前期的投融资工作，项目竣工交付后，张家界市人民政府也未与公司约定具体的回款期限，回款时间及金额取决于张家界市政府的财政状况，因此公司面临较大的资金压力。

表10 截至2015年末公司主要在建及拟建项目（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	回购模式
两园路连接线升级改造	6,600.00	4,400.00	2,200.00
宝峰湖广场	4,630.78	3,073.33	1,557.45
游客中心	7,666.00	3,040.00	4,626.00
殡仪馆改扩建工程	1,600.00	150.00	1,450.00
澧水大桥	10,600.00	-	10,600.00
澧兰桥	4,800.00	-	4,800.00
天门路	20,867.00	-	20,867.00
滨河路（观音桥至逸臣华天）	12,000.00	-	12,000.00
高架桥（澧水大桥至沙堤大道）	20,000.00	-	20,000.00
木龙滩路	8,154.00	-	8,154.00
澧水两岸截污干管整治	5,000.00	-	5,000.00
合计	101,917.78	10,663.33	91,254.45

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司获得了地方政府的较大支持

为使公司更好的承担张家界市城市基础设施建设任务，张家界市政府通过财政补贴的方式为公司可持续发展提供了支持。2015年公司获得财政补贴收入2,837.15万元，占公司当年利润总额的比重为19.31%，有效提升了公司的利润水平和可持续经营能力。

表 11 跟踪期内公司受政府支持情况（单位:万元）

来源	项目	金额
张家界市财政局拨付建设补贴款	城市基础建设补贴	2,200.00
张家界市财政局拨付建设补贴款	财政贴息	63.00
张家界市财政局, 湘发改高技【2011】1588	财政补贴	400.00
张家界市民政局补贴款	民政局付经费补贴	103.00
张家界市地税局	张国际酒店房产税返还	43.10
张家界市旅游局	张家界市旅游局入境游奖	3.29
湘发改财企 201348 号湘西地区省规划产业项目财政贴息	杨家界索道财政贴息	24.35
张家界市旅游局	张家界“自由行”旅游服务标准化试点	0.42
合计		2,837.15

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

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寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014-2015 年度审计报告，财务报表采用新会计准则编制。2015 年公司合并范围增加三家子公司（具体见表 3）。

资产结构与质量

公司资产保持增长，但整体资产流动性较弱；应收款项规模较大，且回款时间存在较大的不确定性，对公司资金占用明显

截至2015年末，公司总资产为1,601,362.33万元，同比增长13.29%，主要系应收账款及其他应收款增加所致。公司资产以流动资产为主，2015年末流动资产占比达75.69%。

表 12 2014-2015 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	76,458.08	4.77%	79,195.69	5.60%
应收账款	151,657.19	9.47%	101,482.73	7.18%

其他应收款	123,000.99	7.68%	53,380.38	3.78%
存货	852,341.69	53.23%	815,500.79	57.70%
流动资产合计	1,212,058.08	75.69%	1,055,613.09	74.68%
固定资产	62,589.70	3.91%	50,508.55	3.57%
无形资产	278,535.66	17.39%	283,101.83	20.03%
非流动资产合计	389,304.25	24.31%	357,846.98	25.32%
资产总计	1,601,362.33	100.00%	1,413,460.07	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2015年末，公司货币资金为76,458.08万元，同比减少3.46%。公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，其他货币资金为旅游保证金90万元。截至2015年末，公司应收账款余额为151,657.19万元，同比增长49.44%，主要为应收张家界市财政局的BT项目款145,969.45万元。公司应收账款的集中度很高，回款情况易受张家界市财政状况影响时间存在较大不确定性，对公司的资金形成较大占用。2015年末，公司其他应收款余额为123,000.99万元，同比增长130.42%，主要是由于与张家界市棚户区改造投资有限公司、张家界澧水风貌带建设开发有限责任公司和张家界市人民政府国有资产监督管理委员会等单位的往来款大幅增长所致。截至2015年末公司应收账款和其他应收款合计274,658.18万元，占公司总资产的17.15%，规模较大，鉴于应收对象主要是张家界市政府部门及国有单位，回收风险较小，但是回款时间存在较大的不确定性，对公司资金占用明显。公司存货主要由开发产品成本和土地构成。2015年末公司存货账面价值852,341.69万元，同比增长4.52%，主要是开发产品成本增加所致。2015年末开发产品成本和土地使用权分别为570,125.28万元和281,654.91万元，存货比例分别为66.89%和33.04%。公司目前在建项目主要体现在开发产品成本内，未来会随着项目的逐步结转形成收入。公司土地使用权全部用于借款抵押，存货流动性较差。

公司非流动资产主要由无形资产和固定资产等构成。无形资产主要是景区门票分成收益权，截至2015年末无形资产账面价值为278,535.66万元，该收益权已全部用于公司借款抵押。2015年末，公司固定资产账面价值为62,589.70万元，同比增长23.92%，主要是景区内购置大批运输工具所致。跟踪期内固定资产无抵押情况。

总体来看，2015年，公司资产保持增长，但整体资产流动性较弱；应收款项规模较大，且回款时间存在较大的不确定性，对公司资金占用明显。

盈利能力

2015年公司各项主要业务收入增长，盈利能力与上年持平；目前公司BT业务量充足，未来收入有保障

跟踪期内，公司各项业务均有不同程度增长。2015年，受益于BT业务和旅行社服务业大幅增加影响，公司主营业务收入较2014年大幅增加40.47%，达到144,462.74万元，从而带动营业收入、营业利润和净利润分别增长40.35%、24.22%和11.61%。由于旅行社服务业收入、酒店服务业和房产项目开发收入2015年毛利率不佳，拉低公司综合毛利率至35.22%。另外，2015年公司各项期间费用均保持增长，尤其是销售费用和管理费用，分别增长28.98%和33.63%，受公司营业收入大增的影响，期间费用率为24.22%，较上年下降5.91个百分点。综合以上来看，综合毛利率与期间费用率都有一定幅度的下降，盈利能力与上年持平。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
营业收入	144,565.64	103,000.33
主营业务收入	144,462.74	102,845.39
营业利润	12,572.50	10,120.84
政府补助	2,837.15	2,359.31
利润总额	14,691.99	11,646.97
净利润	10,287.53	9,217.33
销售费用	3,153.47	2,444.92
管理费用	8,987.66	6,725.72
综合毛利率	35.22%	41.79%
期间费用率	24.22%	30.13%
总资产回报率	2.51%	2.51%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

2015年，公司获得的政府补助2,837.15万元，同比上升20.25%。受此影响，2015年公司实现净利润10,287.53万元，同比增加11.61%。

截至2015年末，公司在建和拟建的城市基础设施项目计划投资101,917.78万元，业务量充足，未来BT业务收入仍有保障。

总体来看，2015年公司各项业务均有不同程度增长，公司营业收入、营业利润和净利润均有较大幅度增长；另外，目前公司BT业务量充足，未来收入有保障。

现金流

由于BT业务资金回收具有一定滞后性，2015年公司经营活动现金流仍表现不佳；公司在建、拟建项目有一定资金需求，对筹资活动存在依赖

由于公司BT业务规模增加，且回款存在一定的滞后性，2015年公司经营活动现金流出大幅增加。虽然经营活动现金流入也有所增加，但整体而言，经营活动现金流净额还是大幅下降，经营活动现金流表现不佳。2015年公司投资活动现金流相对来看体量较小。随着公司在建工程项目的推进，公司购置长期资产的投资活动增多，公司投资活动现金流出大幅增加。

为支持公司经营及投资活动的资金需求，公司融资需求较大。2015年公司有息负债较上年增加28.16%，使得公司筹资活动表现为115,609.51万元的净流入。截至2015年末，公司主要的在建、拟建项目总投资为101,917.78万元，尚需投资91,254.45万元，未来资金需求仍将依靠筹资活动解决。

总体来看，由于公司BT项目前期资金主要为自筹资金，公司外部融资需求较大，且代建款回笼存在一定滞后性，公司经营活动现金流持续表现不佳，对筹资活动仍存在依赖。

表 14 2014-2015 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
收现比	0.66	0.53
销售商品、提供劳务收到的现金	95,158.26	77,265.69
收到的其他与经营活动有关的现金	90,027.25	2,975.41
经营活动现金流入小计	185,228.61	80,275.60
购买商品、接受劳务支付的现金	91,772.43	65,034.53
支付的其他与经营活动有关的现金	150,656.13	36,652.70
经营活动现金流出小计	264,888.01	115,413.12
经营活动产生的现金流量净额	-79,659.40	-35,137.52
投资活动产生的现金流量净额	-38,667.72	-11,934.89
筹资活动产生的现金流量净额	115,609.51	109,695.81
现金及现金等价物净增加额	-2,717.61	62,623.39

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模持续上升，在建项目未来资金需求仍将依靠筹资活动解决，偿债压力将进一步加大

跟踪期内，公司负债持续增长，所有者权益略增，所有者权益对负债的保障程度下降。截至2015年末，公司负债总额840,118.20万元，同比增长24.86%；所有者权益合计761,244.13

万元，同比增长2.79%；负债与所有者权益比率为110.36%，同比上升19.51个百分点，所有者权益对负债的保障程度下降。

表 15 2014-2015 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015 年	2014 年
负债总额	840,118.20	672,848.11
所有者权益合计	761,244.13	740,611.96
负债与所有者权益比率	110.36%	90.85%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

跟踪期内，公司负债结构依然以非流动负债为主。公司负债主要源于短期借款、长期借款和应付债券的增长；其中，非流动负债570,100.08万元，同比增长14.74%，占负债总额的67.86%，占比较2014年末下降5.98个百分点。

表 16 2014-2015 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	96,000.00	11.43%	22,620.00	3.36%
预收款项	84,611.11	10.07%	84,107.14	12.50%
其他应付款	18,811.04	2.24%	9,540.63	1.42%
一年内到期的非流动负债	53,241.00	6.34%	48,486.71	7.21%
流动负债合计	270,018.13	32.14%	175,997.44	26.16%
长期借款	297,496.27	35.41%	262,496.00	39.01%
应付债券	221,190.00	26.33%	180,000.00	26.75%
长期应付款	25,439.44	3.03%	27,423.99	4.08%
专项应付款	25,341.36	3.02%	26,561.72	3.95%
非流动负债合计	570,100.08	67.86%	496,850.67	73.84%
负债合计	840,118.20	100%	672,848.11	100.00%
有息债务	693,366.71	82.53%	541,026.70	80.41%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年末，公司流动负债主要由短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。截至2015年末公司短期借款为96,000.00万元，其中质押借款为16,000.00万元，信用借款80,000.00万元。短期借款占总负债比例由2014年末3.36%上升至2015年末11.43%，主要系公司发行80,000.00万元短期融资券所致。2015年末，公司预收款项余额相对上年几乎无变动，为84,611.11万元，主要为预收委托项目开发款。2015年末，公司其他应付款余额为18,811.04万元，同比增加97.17%，主要是应付其他单位往来款增加所致；2015年末，公司一年内到期的非流动负债为53,241.00万元，较2014年末增加9.81%，

变动的原因系将要到期的长期借款转入该科目下。

截至2015年末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款等构成。截至2015年末，公司长期借款余额297,496.27万元，同比增长13.33%，主要缘于质押、抵押借款增加。2015年末应付债券大幅增长22.88%，至221,190.00万元，系发生国债转贷资金所致。长期应付款主要是张家界市财政局拨入的日元贷款、世行贷款和公司向湖南财信投资控股有限公司的贷款等，该等贷款无固定利率及期限，凭政府部门通知进行发放与回收，有一定的随意性。专项应付款主要是新火车站铁路专项资金、财政拨付新火车站建设资金、廉租房建设款、市政基础设施建设资金等政府专项拨款，将随项目竣工而结转，实际偿付压力不大。

截至2015年末，公司有息债务包括短期借款、长期借款(含一年内到期的非流动负债)、应付债券和长期应付款，合计693,366.71万元，同比增长28.16%，占负债总额的82.53%，占比较上年增长2.12个百分点，公司偿债压力进一步加大。

表 17 2014-2015 年公司偿债能力指标

指标名称	2015 年	2014 年
资产负债率	52.46%	47.60%
流动比率	4.49	6.00
速动比率	1.33	1.36
EBITDA (万元)	48,917.03	44,052.38
EBITDA 利息保障倍数	1.26	1.37
有息债务/EBITDA	14.17	12.28

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

从偿债指标来看，2015年末公司资产负债率上升至52.46%，流动比率较2014年末下降，但依然维持在较高水平，但公司资产中存货规模较大，速动比率一般。由于公司盈利水平的上升，2015年公司EBITDA较2014年增加11.04%，为48,917.03万元。受有息债务增加的影响此影响，公司EBITDA利息保障倍数表现弱化。总体来看，2015年，公司负债规模持续攀升，且以有息债务为主，偿债压力进一步加大。

表 18 截至 2015 年 12 月 31 日公司有息债务本金分布表（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2018 年以后
本金	167,137	142,640	75,915	307,675

资料来源：公司提供

六、评级结论

2015年张家界市经济和财政收入保持增长，财政实力进一步增强；公司旅游业务发展持续性佳，旅游业务收入保持增长；公司持续获得当地政府财政补贴支持；公司在建和拟建项目业务量充足，未来BT业务收入有保障。但我们也关注到张家界市财政收入对上级补助收入依赖程度较高，财政自给能力较弱，且市本级政府性基金收入大幅下滑，财政收入稳定性不佳；公司资产流动性一般，应收款项规模大且回款时间不定，对公司资金存在明显的占用；公司BT业务回款滞后，对经营现金流产生负面影响；公司负债规模持续攀升，偿债压力进一步加大等风险因素。

综上，鹏元对张家界经投及本期债券的2016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。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
货币资金	76,458.08	79,195.69	16,637.29
应收账款	151,657.19	101,482.73	82,414.92
预付款项	8,240.12	5,984.00	5,694.13
其他应收款	123,000.99	53,380.38	31,572.39
存货	852,341.69	815,500.79	782,058.27
其他流动资产	360.01	69.51	106.34
流动资产合计	1,212,058.08	1,055,613.09	918,483.34
可供出售金融资产	825.00	1,236.66	1,236.66
投资性房地产	1,446.45	1,523.27	1,600.09
固定资产	62,589.70	50,508.55	28,389.81
在建工程	3,999.49	1,968.73	16,640.78
长期股权投资	11,541.70	-	-
生产性生物资产	5.19	8.92	-
无形资产	278,535.66	283,101.83	288,922.23
商誉	16,737.63	16,737.63	16,737.63
长期待摊费用	12,282.42	1,714.06	1,365.60
递延所得税资产	296.84	285.72	181.44
其他非流动资产	1,044.15	761.62	-
非流动资产合计	389,304.25	357,846.98	355,074.23
资产总计	1,601,362.33	1,413,460.07	1,273,557.57
短期借款	96,000.00	22,620.00	26,250.00
应付账款	5,045.74	1,935.33	1,086.10
预收款项	84,611.11	84,107.14	81,606.17
应付职工薪酬	2,711.12	1,217.21	1,000.77
应交税费	2,674.30	1,315.68	914.43
应付利息	6,923.65	6,774.57	2,013.55
应付股利	0.17	0.17	0.17
其他应付款	18,811.04	9,540.63	29,322.36
一年内到期的非流动负债	53,241.00	48,486.71	41,900.00
流动负债合计	270,018.13	175,997.44	184,093.54
长期借款	297,496.27	262,496.00	222,861.71
应付债券	221,190.00	180,000.00	80,000.00
长期应付款	25,439.44	27,423.99	28,463.87
专项应付款	25,341.36	26,561.72	26,979.91

递延收益	454.19	368.96	243.48
非流动负债合计	570,100.08	496,850.67	358,548.96
负债合计	840,118.20	672,848.11	542,642.51
股本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	578,327.36	567,997.36	567,984.38
专项储备	38.79	-	56.99
盈余公积	12,269.56	12,269.56	11,931.51
未分配利润	119,000.33	116,512.29	111,674.31
归属于母公司所有者权益合计	719,636.04	706,779.21	701,647.18
少数股东权益	41,608.09	33,832.76	29,267.88
所有者权益合计	761,244.13	740,611.96	730,915.07
负债和所有者权益总计	1,601,362.33	1,413,460.07	1,273,557.57

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	144,565.64	103,000.33	150,620.83
其中：营业收入	144,565.64	103,000.33	150,620.83
二、营业总成本	132,152.35	92,886.25	138,942.85
其中：营业成本	93,655.69	59,960.85	112,221.61
营业税金及附加	3,079.63	1,915.13	2,140.90
销售费用	3,153.47	2,444.92	2,299.81
管理费用	8,987.66	6,725.72	6,385.95
财务费用	22,878.09	21,868.03	15,578.41
资产减值损失	397.81	-28.41	316.17
加：投资收益（损失以“-”号填列）	159.21	6.75	28.80
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	12,572.50	10,120.84	11,706.78
加：营业外收入	2,876.39	2,376.51	10,299.95
减：营业外支出	756.90	850.38	387.34
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	14,691.99	11,646.97	21,619.38
减：所得税费用	4,404.46	2,429.64	2,590.87
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	10,287.53	9,217.33	19,028.52
归属于母公司所有者的净利润	2,564.83	5,176.03	15,480.70
少数股东损益	7,722.70	4,041.30	3,547.81

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	95,158.26	77,265.69	72,386.36
收到的税费返还	43.10	34.50	38.30
收到其他与经营活动有关的现金	90,027.25	2,975.41	31,826.25
经营活动现金流入小计	185,228.61	80,275.60	104,250.91
购买商品、接受劳务支付的现金	91,772.43	65,034.53	69,637.22
支付给职工以及为职工支付的现金	9,359.46	7,243.55	5,910.09
支付的各项税费	13,099.99	6,482.33	6,454.23
支付其他与经营活动有关的现金	150,656.13	36,652.70	19,281.64
经营活动现金流出小计	264,888.01	115,413.12	101,283.17
经营活动产生的现金流量净额	-79,659.40	-35,137.52	2,967.74
收回投资收到的现金	50.00	100.00	70.00
取得投资收益收到的现金	-	6.75	27.80
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	42.81	87.62	30.54
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	348.44	7.44	-
收到其他与投资活动有关的现金	175.75	519.12	173.23
投资活动现金流入小计	617.00	720.93	301.57
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	27,863.48	12,624.82	10,602.46
投资支付的现金	11,086.63	-	100.00
支付其他与投资活动有关的现金	334.61	31.00	0.01
投资活动现金流出小计	39,284.72	12,655.82	10,702.47
投资活动产生的现金流量净额	-38,667.72	-11,934.89	-10,400.90
吸收投资收到的现金	10,330.00	654.00	-
取得借款收到的现金	240,398.51	130,666.00	89,065.00
发行债券收到的现金	-	100,000.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	-	1.25	-
筹资活动现金流入小计	250,728.51	231,321.25	89,065.00
偿还债务支付的现金	100,759.60	89,114.88	113,695.79
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	30,050.62	32,144.05	28,806.61
支付其他与筹资活动有关的现金	4,308.79	366.51	359.24
筹资活动现金流出小计	135,119.01	121,625.45	142,861.64
筹资活动产生的现金流量净额	115,609.51	109,695.81	-53,796.64
现金及现金等价物净增加额	-2,717.61	62,623.39	-61,229.80
加：期初现金及现金等价物余额	79,085.69	16,462.29	77,692.09
期末现金及现金等价物余额	76,368.08	79,085.69	16,462.29

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	10,287.53	9,217.33	19,028.52
加：资产减值准备	397.81	-28.41	316.17
固定资产折旧、油气折耗、生产性生物资产折旧	4,719.44	3,635.87	2,431.85
无形资产摊销	6,100.36	6,080.60	6,076.66
长期待摊费用摊销	293.73	583.51	156.97
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	-9.18	125.24	3.33
财务费用(收益以“-”号填列)	23,111.51	22,105.43	15,733.30
投资损失(收益以“-”号填列)	-159.21	-6.75	-28.80
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-11.13	-104.28	1.32
存货的减少(增加以“-”号填列)	-36,840.90	-18,033.70	12,245.59
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-110,826.60	-41,128.84	-76,623.41
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	23,277.24	-17,583.52	23,626.24
经营活动产生的现金流量净额	-79,659.40	-35,137.52	2,967.74

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2015年	2014年	2013年
有息债务（万元）	693,366.71	541,026.70	399,475.58
资产负债率	52.46%	47.60%	42.61%
流动比率	4.49	6.00	4.99
速动比率	1.33	1.36	0.74
综合毛利率	35.22%	41.79%	25.49%
期间费用率	24.22%	30.13%	16.11%
总资产回报率	2.51%	2.51%	2.93%
EBITDA（万元）	48,917.03	44,052.38	45,643.33
EBITDA 利息保障倍数	1.26	1.37	1.58
收现比	0.66	0.53	0.50

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录五 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
张家界市土地房产开发有限责任公司	1,208.00	100.00%	房地产开发经营（三级）建筑五金、建筑材料、电工器材、水暖器材销售；殡葬（殡仪馆、公墓山）开发；殡葬用品销售
张家界市火车站广场建设开发有限责任公司	500.00	100.00%	官黎坪火车站广场土地综合开发服务，政策允许经营的国内贸易业务
张家界金山陵园有限责任公司	200.00	51.00%	殡葬（殡葬馆、公墓山）开发；殡葬用品销售
张家界旅游集团股份有限公司	32,083.51	32.44%	旅游资源开发，旅游基础设施建设，旅游配套服务，与旅游有关的高科技开发；旅游环保产品开发、生产、销售、旅游信息咨询服务
北京张经投酒店有限公司	100.00	100%	住宿；中餐；会议服务；销售土产品、日用品、酒、饮料
张家界市公共交通发展有限公司	5,000.00	100%	汽车、有轨电车、无轨电车、小公共汽车城市客运；汽车、电车制造、销售、修理；汽车、电车租赁；汽车、电车驾驶员培训；汽车、电车技术咨询、技术服务、技术合作；公交 IC 卡销售；公交车身、车载、站场广告设计、制作、发布；汽车、电车充电服务；车辆检测；其他与城市公交相关业务
张家界经投资产管理有限公司	10,000.00	100%	受托资产管理；投资管理；企业资产重组、并购及项目投资；投资顾问；财务顾问；国内贸易；投资兴办实业

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	(营业收入—营业成本) /营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/((本年所有者权益+上年所有者权益)/2)×100%
	总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/(本年资产总额+上年资产总额)/2)×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
资本结构及 财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	(流动资产合计—存货)/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录七 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。