

2016 年江苏筑富实业投资有限公司
公司债券 2017 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。



 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼 电话: 0755-82872333
传真: 0755-82872090 邮编: 518040 网址: <http://www.pyrating.cn>

2016 年江苏筑富实业投资有限公司公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2017】第 Z【367】
号 01

增信方式：土地使用权
和房地产抵押担保

债券剩余规模：16 亿元
债券到期日期：2023 年
07 月 20 日

债券偿还方式：按年付息，同时设置本金提前偿还条款，在存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按照发行总额 20% 的比例偿还债券本金

分析师

姓名：
桑竹 董斌

电话：
0755-82871625

邮箱：
sangzh@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

本期债券信用等级	AA+	本次跟踪评级结果
发行主体长期信用等级	AA	首次信用评级结果
评级展望	稳定	AA+
评级日期	2017 年 06 月 14 日	AA

AA+	首次信用评级结果
AA	AA
稳定	稳定
	2016 年 07 月 05 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江苏筑富实业投资有限公司（以下简称“筑富实业”或“公司”）及其 2016 年 07 月 20 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到灌云县地方经济继续保持增长，公司是灌云县重要的投融资平台，承担了灌云县内的城市基础设施项目的投资建设职能，继续获得当地政府在资产划拨和财政补助等方面的支持，并且国有土地使用权和房地产抵押担保可为本期债券的偿付提供较好保障；同时我们也关注到了灌云县公共财政收入和财政自给率大幅降低，公司其他应收款规模较大，占用较多资金，公司盈利对政府补助依赖较大、承担的建设项目资金需求量大、存在有息债务偿付压力和或有负债风险、抵押土地未按约定进行跟踪评估等风险因素。

正面：

- 灌云县经济继续保持增长。2016 年灌云县经济保持持续增长，实现地区生产总值 328.66 亿元，同比增长 8.2%。
- 公司继续获得灌云县人民政府较大的支持。2016 年 12 月，根据灌云县人民政府文件《关于明确向江苏筑富实业投资有限公司追加投资的通知》，给予公司拨款 32.26 亿元，作为追加投资，增加公司资本公积。此外，根据灌财[2016]29 号文件，2016 年灌云县财政局给予公司 2.13 亿元的政府补助。
- 国有土地使用权和房地产抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性。本期债券由公司持有的评估价值为 25.59 亿元（估价基准日为 2016 年 3 月 31 日）的国有土地

使用权和房地产提供抵押担保，已完成抵押登记，抵押比率 1.53，国有土地使用权和房地产抵押担保有效提升本期债券的安全性，。

关注：

- **2016 年灌云县公共财政收入大幅减少，财政自给率大幅下滑。**由于“营改增”和减税降费等政策的实施，2016 年灌云县公共财政收入 21.52 亿元，同比大幅减少 45.27%，财政自给率为 43.35%，同比大幅降低了 20.27 个百分点，公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度大幅减弱。
- **公司其他应收款金额仍然较大，回收期限存在不确定性，需关注其未来能否按期回收。**2016 年末其他应收款规模为 16.74 亿元，同比增长 190.95%，其中 1 年以内其他应收款比例为 76.28%，公司其他应收款基本为政府性应收款项，占用公司较多的资金，回收期限存在不确定性。
- **2016 年公司利润总额主要来源于政府补助，对政府补助收入依赖较大。**2016 年公司收到政府补助 2.13 亿元，占公司利润总额的 74.39%，公司利润总额对政府补助的依赖度较高。
- **公司承担的建设项目资金需求量大，资金支出压力较大。**截至 2016 年末，公司在建工程规划总投资规模达 52.42 亿元，尚需投资 33.97 亿元，资金支出压力较大。
- **公司经营活动现金流表现较差。**2016 年公司收现比为 0.89，经营活动现金净流出 25.71 亿元，表现较差。
- **跟踪期内，公司有息债务规模增速较快，存在一定的偿付压力。**截至 2016 年末，公司有息负债余额 31.67 亿元，占负债总额 56.88%，主要是长期有息负债；而公司货币资金 7.66 亿元，受限比例 20.25%，预计 2017 年偿付 1.67 亿元有息负债，存在一定的债务偿付压力，且未来建设压力较大，负债规模仍有上升趋势。
- **公司存在或有负债风险。**截至 2016 年末，公司（不包含泰和担保）对外担保合计 36.72 亿元，占 2016 年末公司所有者权益的 34.25%，担保对象均为国企或政府部门，但均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。
- **抵押土地未按约定进行跟踪评估。**截至 2017 年 5 月 31 日，公司尚未就抵押资产做跟踪价值评估。

主要财务指标：

项目	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	1,628,773.47	1,206,955.00	801,522.01

所有者权益（万元）	1,072,005.85	716,681.13	605,290.01
有息债务（万元）	316,700.00	181,500.00	46,900.00
资产负债率	34.18%	40.62%	23.50%
流动比率	9.04	4.06	6.55
营业收入（万元）	86,379.28	87,601.32	85,901.30
政府补助（万元）	21,312.11	19,850.00	19,845.00
利润总额（万元）	28,650.27	24,872.73	24,636.51
综合毛利率	20.58%	17.45%	19.41%
总资产回报率	2.59%	3.05%	4.16%
EBITDA	38,462.46	31,425.57	30,598.00
EBITDA 利息保障倍数	2.35	5.51	4.95
经营活动现金流净额（万元）	-257,071.74	241,982.97	-10,695.04

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年07月20日发行7年期16亿元公司债券，募集资金原计划用于灌云县东城新区民营工业园区及规划区安置房建设工程项目（4.00亿元）、灌云县海滨大道建设工程项目（4.30亿元）、灌云县农村饮水安全工程项目（5.50亿元）和补充流动资金（2.20亿元）。根据公司2016年9月1日披露的《江苏筑富实业投资有限公司关于拟变更“16筑富债”募集资金用途的公告》，公司将原计划用于灌云县农村饮水安全工程项目的5.50亿元，改用于灌云县沂北片区中小河流治理工程项目。

表1 2016年公司本期募集资金用途变更情况（单位：万元）

原募投项目	投资总额	拟投入募集资金
灌云县东城新区民营工业园区及规划区安置房建设工程项目	58,000.00	40,000.00
灌云县海滨大道建设工程项目	62,300.00	43,000.00
灌云县农村饮水安全工程项目	79,583.00	55,000.00
补充流动资金	-	22,000.00
合计	199,883.00	160,000.00
变更后募投项目	投资总额	拟投入募集资金
灌云县东城新区民营工业园区及规划区安置房建设工程项目	58,000.00	40,000.00
灌云县海滨大道建设工程项目	62,300.00	43,000.00
灌云县沂北片区中小河流治理工程项目	85,900.00	55,000.00
补充流动资金	-	22,000.00
合计	206,200.00	160,000.00

资料来源：江苏筑富实业投资有限公司关于拟变更“16筑富债”募集资金用途的公告，鹏元整理

截至2017年5月末，本期债券募集资金根据变更用途已经使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、经营范围、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2016年12月31日，公司注册资本为30,088.00万元人民币，控股股东和实际控制人为灌云县人民政府。

公司是灌云县人民政府下属重要的城市基础设施建设和投融资主体，主要从事灌云县内的城市基础设施等项目的投资建设，另外还开展担保等业务，跟踪期公司主营业务未发

生变化。2016年，公司新增2家子公司，具体情况见表2。子公司情况见附录五。

表2 2016年公司合并报表范围新增纳入子公司的情况（单位：万元）

子公司名称	经营范围	注册资本	持股比例	合并方式
灌云县金拓农村小额贷款有限公司	面向“三农”和中小企业发放贷款、提供融资性担保、开展金融机构业务代理	10,000.00	40%	新设
连云港富云新能源有限公司	新能源、新材料领域内的技术研发、技术咨询、技术推广服务等	2,000.00	100%	新设

资料来源：公司2016年审计报告

截至2016年12月31日，公司资产总额162.88亿元，所有者权益107.20亿元，资产负债率34.18%；2016年度，公司实现营业收入8.64亿元，利润总额2.87亿元，经营活动现金净流出25.71亿元。

三、区域经济与财政实力

2016年连云港市灌云县经济继续保持增长，但增速放缓

2016年灌云县经济稳步发展，整体经济实力进一步增长，实现地区生产总值328.66亿元，同比增长8.2%，增速较2015年减少2.40个百分点；人均生产总值40,926元，是全国人均生产总值的75.82%，人均生产总值有待进一步提高；从产业结构来看，三次产业结构由2015年的19.9：44.5：35.6调整为2016年的19.5：43.5：37.0。三次产业中，第二、第三产业对区域经济的拉动作用较大，但增加值增速下降，2016年第二、第三产业增加值增速分别为9.2%和10.1%，较2015年分别下降2.4个百分点和2.7个百分点。

2016年灌云县工业经济平稳增长。全年实现工业增加值109.3亿元，同比增长10.1%。全县262家规模以上工业实现总产值759.19亿元，同比增长17.9%，其中临海化工、装备制造、轻工纺织、新能源等四大产业实现产值659.2亿元，同比增长22.0%。

2016年灌云县全年完成全社会规模以上固定资产投资272.19亿元，同比增长21.4%，增速较2015年增加8.4个百分点，其中5,000万元以上投资201.49亿元，同比增长17.0%；房地产投资27.26亿元，同比增长42.9%。灌云县建筑业增速放缓，2016年建筑业增加值33.82亿元，同比增长6.5%，增速较2015年减少2.60%。

灌云县社会消费品零售总额稳定增长，2016年达到119.45亿元，同比增长12.1%，存款余额和贷款余额增长率分别为20.4%、10.8%。

表3 灌云县主要经济指标

项目	2016年	2015年
----	-------	-------

	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	328.66	8.2%	300.13	10.6%
第一产业增加值（亿元）	64.1	2.5%	59.81	3.9%
第二产业增加值（亿元）	143.12	9.2%	133.52	11.6%
工业增加值（亿元）	109.3	10.1%	101.23	12.4%
建筑业增加值（亿元）	33.82	6.5%	32.29	9.1%
第三产业增加值（亿元）	121.44	10.1%	106.8	12.8%
全社会规模以上固定资产投资（亿元）	272.19	21.4%	224.18	13.0%
社会消费品零售总额（亿元）	119.45	12.1%	106.57	12.3%
进出口贸易总额（万美元）	23,330	17.9%	19,784	8.5%
城镇居民人均可支配收入（元）	22,979	8.2%	21,239.80	9.0%
年末人民币存款余额（亿元）	260.8	20.4%	216.82	14.5%
年末人民币贷款余额（亿元）	183.79	10.8%	165.91	22.2%
人均GDP（元）	40,926	-	37,542	-
人均GDP/全国人均GDP	75.82%	-	76.07%	-

资料来源：灌云县 2015-2016 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

灌云县公共财政收入大幅减少，财政自给率较低

2016年灌云县公共财政收入21.52亿元，同比大幅减少45.27%，其中税收收入17.64亿元，同比大幅减少49.12%，占公共财政收入的81.96%，公共财政收入的稳定性较好。2016年灌云县公共财政支出为49.64亿元，财政自给率为43.35%，同比大幅降低20.27个百分点，公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度大幅减弱。

整体来看，2016年灌云县公共财政收入大幅减少，财政自给率偏低。

四、经营与竞争

公司是灌云县人民政府下属重要的城市基础设施建设和投融资主体，主要从事灌云县城市基础设施建设业务等。2016年公司营业收入规模8.64亿元，与2015年收入规模基本持平，其中工程建设收入规模8.37亿元，占营业收入比重为97.89%；另外公司还有担保费收入、贷款利息收入和租赁业务收入，该部分收入规模均不大。毛利率方面，2016年公司综合毛利率20.58%，较2015年增长3.13个百分点，主要系工程建设业务毛利率增长所致。公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表4 2015-2016年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务收入	84,558.52	20.33%	87,120.57	17.35%

其中：工程建设收入	83,675.62	19.51%	86,210.90	16.50%
担保费等收入	578.80	96.85%	666.43	96.70%
贷款利息收入	304.11	100.00%	243.23	100.00%
其他业务收入	1,820.76	32.18%	480.75	35.15%
其中：租赁业务收入	1,820.76	32.18%	480.75	35.15%
合计	86,379.28	20.58%	87,601.32	17.45%

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年审计报告，鹏元整理

公司收入主要来自工程建设业务，业务来源仍然较有保障

公司是灌云县城市基础设施建设主体，灌云县人民政府将工程建设项目委托公司代建，根据公司和政府签订的代建协议（每个项目单独签订协议），公司每年依据施工进度情况确认工程收入，收入确认方式为成本加上一定的代建费；回款周期一般在一年内，具体到账时间需要根据灌云县财政情况，存在一定的不确定性。2016年由于营改增，204国道灌云段改扩建工程、灌云县农村饮水安全工程项目以及灌云县东城新区基础设施建设工程项目毛利率同比有所减少。由于各工程项目代建管理费比例有差异（204国道灌云段改扩建工程和灌云县农村饮水安全工程项目代建管理费比例25%，灌云县灌河路（中山路-云台大道）工程项目和灌云县东城新区基础设施建设工程项目代建管理费比例为5%），故每个工程毛利率存在差异。

表 5 公司主要工程建设收入明细情况（单位：万元）

年份	项目名称	收入	毛利率
2016 年	204 国道灌云段改扩建工程	54,349.98	19.53%
	灌云县农村饮水安全工程项目	29,226.34	19.53%
	灌云县灌河路（中山路-云台大道）工程项目	80.25	4.63%
	灌云县东城新区基础设施建设工程项目	19.05	4.63%
	合计	83,675.62	19.51%
2015 年	农村饮水安全工程项目	31,053.08	20.00%
	204 国道灌云段改扩建工程	29,397.59	20.00%
	人民路东延道路建设项目	441.00	4.76%
	灌云县东城新区民营工业园及规划区安置房建设工程项目	3,979.39	4.76%
	灌云县东城新区基础设施建设工程项目	313.20	4.76%
	灌云县海滨大道建设工程	21,026.65	9.09%
	合计	86,210.90	16.50%

注：2016 年末，原募投项目农村饮水安全工程已全部完工并确认收入。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司在建项目较多，工程建设业务收入来源较有保障，但公司资金压力较大。截至2016年末，公司尚有204国道灌云段改扩建工程、灌云县海滨大道建设工程项目、灌云县东城新

区民营工业园及规划区安置房建设工程项目等重点在建项目，规划总投资规模达52.42亿元，尚需投资33.97亿元，资金压力较大。

表6 截至2016年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	是否签订代建协议	代建管理费比例
204国道灌云段改扩建工程	238,000.00	67,252.82	是	25%
灌云县海滨大道建设工程项目（募投项目）	62,300.00	39,537.84	是	10%
灌云县东城新区民营工业园及规划区安置房建设工程项目（募投项目）	58,000.00	20,610.45	是	5%
灌云县灌河路（中山路-云台大道）工程项目	30,000.00	1,271.43	是	5%
灌云县沂北片区中小河流治理工程项目（新募投项目）	85,900.00	54,836.19	否	-
灌云县东城新区基础设施建设工程项目	50,000.00	973.21	是	5%
合计	524,200.00	184,481.94	-	-

注：已投资系累计数，由于公司每年结转成本，故存货-工程施工账面价值小于已投资金额。

资料来源：公司提供

公司担保业务收入和贷款利息收入规模较小，需关注公司风险控制能力

公司的融资担保业务由子公司灌云县泰和融资担保有限公司（以下简称“泰和担保公司”）负责经营，主要为灌云县的中小企业提供担保服务。截至2017年3月末，泰和担保公司注册资本为10,008万元。

2016年泰和担保公司确认担保费收入578.80万元，同比减少13.15%，占营业收入比重为0.67%，跟踪期内业务规模缩减，主要系随着当地经济增速放缓，中小企业面临的风险明显加大，为了控制风险，公司有意控制担保业务规模。截至2016年末，泰和担保累计发生代偿2,811.19万元，其中376.73万元系当年新增，均在诉讼程序中。针对代偿风险的上升，泰和担保对操作规范进行了补充和修改，加强保后管理及责任追究制度的落实。公司担保业务经营时间不长，风险控制能力以及管理体系的有效性尚待检验。

公司贷款业务由子公司灌云县诚鑫科技小额贷款有限公司负责经营。2016年公司贷款利息收入304.11亿元，同比增加25.03%，占营业收入的比重为0.35%。截至2016年末，公司共为9家企业发放了9笔委托贷款，贷款总额达2,090万元，占公司期末净资产的比重为0.19%。其中已有3家企业共计3笔贷款发生了逾期，逾期金额累计650万元，占期末贷款总额的比重为31.10%。

总体来看，公司担保业务收入和贷款利息收入规模较小，未来需要关注公司相关业务的风险控制情况。

灌云县人民政府对公司的支持力度仍然较大

公司主要从事城市基础设施建设等业务，为使公司更好地开展业务，灌云县人民政府通过政府补助等方式为公司发展继续提供支持，从而增强了公司的资本实力和投融资能力。

2016年12月，根据灌云县人民政府文件《关于明确向江苏筑富实业投资有限公司追加投资的通知》，给予公司拨款32.26亿元，作为追加投资，增加公司资本公积。此外，根据灌财[2016]29号文件，2016年灌云县财政局给予公司2.13亿元的政府补助。未来公司可获得的财政补贴收入受灌云县财政情况影响较大。

总体来看，2016年公司继续获得灌云县人民政府的支持。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年的审计报告，报告采用新会计准则编制。

2016年公司新增2家纳入合并范围的子公司，具体情况见表2。

资产结构与质量

2016年公司资产规模增速较快，资产中存货占比较大，且其他应收款规模较大，占用公司资金，整体资产流动性较弱

随着政府资金的注入和业务规模的扩大，跟踪期内公司资产规模持续增长。截至2016年末，公司资产总额为162.88亿元，同比增长34.95%。从资产构成来看，公司资产仍以流动资产为主，2016年末流动资产占公司总资产比重为96.01%。

表7 2015-2016年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	1,563,806.59	96.01%	1,148,251.08	95.14%
其中：货币资金	76,641.14	4.71%	93,870.60	7.78%
其他应收款	167,399.66	10.28%	57,535.62	4.77%
存货	1,210,511.52	74.32%	845,177.73	70.03%
其他流动资产	25,510.00	1.57%	94,449.00	7.83%
非流动资产合计	64,966.88	3.99%	58,703.92	4.86%
其中：投资性房地产	49,383.18	3.03%	49,938.16	4.14%
资产总计	1,628,773.47	100.00%	1,206,955.00	100.00%

资料来源：公司2013-2015年、2016年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2016年末，公司货币资金减少至7.66亿元，其中受限货币资金合计为1.55亿元，分别系银行承兑汇票保证金0.25亿元、定期存款0.77亿元以及用于贷款担保的保证金存款0.53亿元，受限比例为20.25%；2016年末其他应收款规模为16.74亿元，同比增长190.95%，主要系与灌云东胜基础设施建设工程投资公司、连云港祥云投资有限公司（国企）、江苏大伊山投资发展公司（国企）、杨集镇人民政府和灌云县财政局等单位的往来款，与以上单位往来款的合计余额占其他应收款余额比例为57.09%。从账龄情况来看，账龄1年以上的其他应收款比例为23.72%，且均未计提坏账准备。根据《灌云县人民政府关于江苏筑富实业投资有限公司应收款项有关事项的批复》（灌政复【2015】9号），灌云县人民政府将在2015-2017年三个年度内完成对公司11.8亿元应收款项的支付，拟用土地出让收益优先偿还公司的应收款项，公司上述应收款项金额较大，截至2016年末，该文件还未执行，应关注其未来能否按期回收。

2016年末公司存货同比增加43.23%，主要系待开发土地和工程施工的增加。公司存货主要为公司的待开发土地，2016年末存货包括待开发土地114.20亿元、工程施工6.12亿元以及0.73亿元开发成本；待开发土地中包括了土地108宗、面积合计2,798.99万平方米，其中仓储用地797.82万平方米、其他商服用地1,319.65万平方米、工业用地609.11万平方米、城镇住宅用地、其他商服用地72.42万平方米。截至2016年末，已经抵押的土地共67宗，总面积合计806.12万平方米、账面价值合计54.62亿元，受限比例为47.82%，土地集中变现存在一定的风险，存货流动性较弱。其他流动资产均系2.55亿元银行理财产品。

公司非流动资产主要由投资性房地产构成。2016年末公司投资性房地产4.94亿元，主要系2.53亿元房屋、建筑物和2.41亿元土地使用权，公司相应经营房屋出租产生其他业务收入0.18亿元。

总体上看，2016年公司资产规模增速较快，但资产中土地占比较大，抵押比率较高，土地集中兑现存在一定的风险，且其他应收款规模较大，占用公司资金，整体资产流动性较弱。

盈利能力

跟踪期公司营业收入主要来自工程建设业务，利润总额对政府补贴依赖度较高

2016年公司营业收入主要来源于工程建设业务，工程建设收入占公司营业收入的比例为96.87%，担保费收入、贷款贷款利息收入和租赁业务收入是收入的有益补充。

2016年公司确认收入的工程建设业务全部为政府工程，根据公司与政府签订的代建协议，收入确认采取成本加成方式，其毛利率由各个工程合同单独确定，因此项目毛利率存在一定的差异，但公司业务可持续较好。

公司发展继续获得了灌云县政府的大力支持，2016年公司收到政府补助2.13亿元，占公司利润总额的74.39%，公司整体盈利对政府补助的依赖度较高。

表8 2015-2016年公司主要盈利指标

项目	2016年	2015年
营业收入（万元）	86,379.28	87,601.32
营业利润（万元）	7,494.76	5,039.75
政府补助（万元）	21,312.11	19,850.00
利润总额（万元）	28,650.27	24,872.73
净利润（万元）	26,767.73	23,627.66
综合毛利率	20.58%	17.45%

资料来源：公司2013-2015年、2016年审计报告，鹏元整理

现金流

跟踪期，公司经营活动净现金流为负，且公司在建项目投资规模较大，公司存在较大的资金压力

跟踪期内，公司业务现金回笼表现变差，收现比下滑至0.89，较多的工程款项未能在当年回收。公司经营活动净现金流从2015年净流入24.20亿元变为2016年净流出25.71亿元，主要系跟踪期内公司收到的往来款现金大幅减少，同时工程建设支出、支付其他单位往来款较多。由于公司在建项目投资规模较大，未来将有较大的资金需求。截至2016年底，公司工程建设规划总投资规模达52.42亿元，尚需投资33.97亿元。

投资活动方面，2016年公司投资活动现金流净流出22.90亿元，主要系购买银行理财产品支付现金1.30亿元，以及购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金30.34亿元。

目前公司资金需求主要依赖筹资活动。2016年，筹资活动现金流入主要来源于收到灌云县政府追加投资拨款32.26亿元以及发行本期债券收到现金15.87亿元。筹资活动现金流出主要是偿还贷款本息支付的现金。

总的来说，2016年公司经营活动净现金流为负，由于经营活动承建的项目工程资金缺口较大，仍存在较大的资金压力。

表9 2015-2016年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
收现比	0.89	1.38
销售商品、提供劳务收到的现金	77,242.57	121,013.67
收到其他与经营活动有关的现金	337,414.70	573,183.58
经营活动现金流入小计	414,657.27	694,197.25
购买商品、接受劳务支付的现金	174,425.79	72,345.75

支付其他与经营活动有关的现金	494,013.77	375,890.08
经营活动现金流出小计	671,729.01	452,214.28
经营活动净现金流	-257,071.74	241,982.97
投资活动净现金流	-228,993.45	-379,837.53
筹资活动净现金流	472,620.81	208,493.04
现金及现金等价物净增加额	-13,444.37	70,638.47

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2016年公司负债规模有所增长，有息债务快速上升，偿债压力加大

随着政府资金的注入，公司所有者权益持续增长，2016 年末公司所有者权益合计 107.20 亿元，同比增长 49.58%；随着本期债券成功发行，公司负债规模同比增长 13.56%。公司负债与所有者权益比率降低为 51.94%，权益对负债的覆盖程度有所改善。

表10 2015-2016年公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
负债总额	556,767.61	490,273.87
所有者权益	1,072,005.85	716,681.13
负债与所有者权益比率	51.94%	68.41%

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年审计报告，鹏元整理

2016 年公司负债结构变为以非流动负债为主，公司非流动负债占负债总额的 68.93%。

公司流动负债主要由其他应付款等构成。2016 年末，公司其他应付款规模 13.43 亿元，同比减少 43.23%，其中 1 年以上其他应付款占比为 27.22%，其他应付款主要系应付灌云县教育局、灌云县国土储备中心、连云港拓海实业有限公司、灌云旭升建筑材料销售有限公司和灌云县交通工程管理所等单位的往来款，应付以上单位款项合计占比为 78.60%。一年内到期的非流动负债系一年内到期的抵押借款。公司其他流动负债系担保赔偿准备金和未到期责任准备金。

公司非流动负债主要以长期借款、专项应付款、应付债券和长期应付款等为主。2016 年末，公司长期借款 4.00 亿元，全部为 4-8 年期银行贷款，均为土地使用权抵押；公司专项应付款小幅增长至 4.91 亿元，主要系子公司泰和担保公司收到灌云县财政局支付的担保专项资金 0.25 亿元，以及公司代建灌云县海滨大道建设工程项目收到的财政专项资金 4.66 亿元；公司应付债券主要系本期债券以及中期票据 15 苏筑富 MTN001（2015 年 12 月 29 日发行、5 年期、面值 10.00 亿元）；长期应付款系应付北京市政建设集团有限责任公司 204 国道项目 3.70 亿元建设资金。

表 11 2015-2016 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	172,986.74	31.07%	283,013.81	57.73%
其中：短期借款	0.00	0.00%	6,200.00	1.26%
应付票据	2,500.00	0.45%	0.00	0.00%
其他应付款	134,309.09	24.12%	236,580.37	48.25%
一年内到期的非流动负债	14,200.00	2.55%	15,600.00	3.18%
非流动负债合计	383,780.87	68.93%	207,260.06	42.27%
其中：长期借款	40,000.00	7.18%	59,700.00	12.18%
专项应付款	49,124.23	8.82%	49,060.06	10.01%
应付债券	257,656.65	46.28%	98,500.00	20.09%
长期应付款	37,000.00	6.65%	0.00	0.00%
负债总额	556,767.61	100.00%	490,273.87	100.00%
有息债务	316,700.00	56.88%	181,500.00	37.02%

注：（1）有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券；

（2）实际偿付时，应付债券按面值偿付，15 苏筑富 MTN001 面值 10.00 亿元，16 苏筑富债面值 16.00 亿元。

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年审计报告，鹏元整理

截至 2016 年末，公司有息负债余额 31.67 亿元，占负债总额比重 56.88%。公司预计 2017 年偿还有息债务 1.67 亿元，2016 年末，公司货币资金。公司存在一定的债务偿付压力。

表 12 截至 2016 年 12 月 31 日公司有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年及以后
应付票据	2,500.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	14,200.00	8,000.00	8,000.00	24,000.00
应付债券	0.00	30,000.00	62,000.00	168,000.00
合计	16,700.00	38,000.00	70,000.00	192,000.00

资料来源：公司提供

从偿债能力指标上看，2016 年公司的资产负债率 34.18%，较 2015 年末减少了 6.44 个百分点，长期债务压力有所减轻。公司流动比率较高，但流动资产中存货规模较大，速动比率表现一般。公司利息支出增大，2016 年公司 EBITDA 利息保障程度整体下降，依赖政府补助。

表 13 2015-2016 年公司主要偿债能力指标

项目	2016 年	2015 年
资产负债率	34.18%	40.62%
流动比率	9.04	4.06
速动比率	2.04	1.07

EBITDA (万元)	38,462.46	31,425.57
EBITDA 利息保障倍数	2.35	5.51

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年审计报告，鹏元整理

综上，公司整体负债规模有所增长，有息债务快速上升，债务偿还保障程度有所下降，面临一定的债务偿还压力。

六、本期债券偿还保障分析

公司提供的土地使用权抵押有效提升了本期债券的安全性，但用于抵押的土地资产规模较大，且公司未对抵押资产进行跟踪价值评估，极端情况下抵押资产能否集中变现及变现金额存在一定的不确定性

公司以 25 宗国有土地使用权和一处房地产为本期债券还本付息提供抵押担保。土地登记用途全部为“其他商服”，土地面积合计 369.78 万平方米，使用权类型为出让。房产的土地登记用途为“其他商服”，占地面积为 1.62 万平方米，使用权类型为出让，房屋建筑物名称为影剧院，建筑面积为 0.80 万平方米。根据万隆（上海）资产评估有限公司 2016 年 4 月 12 日出具的资产评估报告（估价基准日为 2016 年 3 月 31 日），二者评估价值共计 25.59 亿元，抵押比率 1.53。本期债券发行成功后，公司就抵押资产办妥抵押登记手续，担保范围包括本期债券的未偿本金、利息、逾期利息、违约金、损害赔偿金以及实现抵押权的费用。

根据公司（以下简称“甲方”或“抵押人”）与中国工商银行股份有限公司连云港分行（以下简称“乙方”或“债权代理人”）签订的《资产抵押协议》和《抵押资产监管协议》，本期债券存续期间，抵押人应保证抵押比率不低于 1.5 倍，抵押比率是指抵押资产价值总额与本期债券未偿本金及一年利息之和的比率。本期债券履行期尚未届满时，抵押资产发生被征用等情形，甲方因此获得的相关补偿，均视同为抵押资产，乙方代理本期债券全体债券持有人享有优先受偿权；如上述补偿不足以覆盖抵押资产价值时，甲方应就差额部分提供同等价值的其他资产以设定新的担保。

根据《抵押资产监管协议》，在本期债券存续期间，公司应当聘请监管银行认可的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。但是截至 2017 年 5 月 31 日，公司尚未就抵押资产做跟踪价值评估。

综上所述，评估总价为 25.59 亿元的土地使用权和房产抵押担保的增信方案有效提升了本期债券的信用水平。上述拟抵押的土地使用权主要位于灌云县灌西盐场，部分位于临港产业区海堤路南侧，均距离连云港市区 60 公里左右，距离灌云县城 50 公里左右。上述抵押的房产建筑位于灌云县县政府北侧。虽然抵押资产周边市政设施齐全，但是由于上述拟抵押的

土地使用权资产规模相对较大，且位于灌云县灌西盐场和临港产业区，能否集中变现且变现金额具有一定的不确定性，存在一定的集中处置风险。

七、或有事项分析

截至 2016 年末，公司外担保合计 36.72 亿元，占 2016 年末公司所有者权益的 34.25%，担保对象均为国企或政府部门，但均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 14 截至 2016 年末公司本部对外担保情况（单位：万元）

被担保人	企业性质	金额	担保形式	担保期限	是否有反担保措施
连云港标德实业有限公司	国企	102,680.00	保证	2015.09.21-2028.09.20	否
			抵押		否
连云港鼎海实业有限公司	国企	40,000.00	保证	2015.12.22-2024.12.21	否
灌云恒发农村供水有限公司	国企	18,200.00	保证	2015.12.08-2025.12.07	否
灌云永胜农业科技发展有限公司	国企	13,000.00	保证	2016.06.08-2019.06.03	否
灌云县人民医院	国企	6,000.00	保证	2012.04.16-2018.03.09	否
		3,996.00	保证	2014.11.24-2019.8.24	否
连云港潮河湾旅游开发有限公司	国企	1,000.00	保证	2014.08.19-2017.08.18	否
灌云东胜基础设施建设工程投资有限公司	国企	98,959.00	抵押	2016.10.20.-2034.10.19	否
灌云县国有土地储备中心	政府部门	38,937.00	抵押	2015.12.30-2022.12.29	否
连云港拓海实业有限公司	国企	9,888.90	抵押	2014.12.31-2019.12.30	否
		7,500.00	抵押	2016.9.12-2021.9.12	否
		20,000.00	抵押	2016.3.31-2025.7.3-	否
连云港海胜石料销售有限公司	国企	7,000.00	抵押	2016.9.6-2021.8.29	否
合计	-	367,160.90	-	-	-

资料来源：公司 2016 年审计报告

截至 2016 年 12 月 31 日，本公司对外诉讼事项如下，以下诉讼均关于泰和担保子公司。

表 15 截至 2016 年末公司对外诉讼事项情况（单位：万元）

案件名称	被告单位	标的金额	审理机关	案件进展情况
担保追偿权诉讼	连云港万顺农业开发有限公司	341.59	灌云县人民法院	进入执行程序
担保追偿权诉讼	连云港通泰工程器材有限公司	442.19	灌云县人民法院	进入执行程序
担保追偿权诉讼	连云港通泰工程器材有限公司 江苏汇九齿轮有限	245.25	灌云县人民法院	达成调解协议

公司				
	张文平、曹健			
担保追偿权诉讼	连云港欣森木业有限公司	357.30	灌云县人民法院	已向法院申请执行
实现担保物权		206.48		
实现担保物权	连云港放明机械有限公司	534.12	灌云县人民法院	已下达民事裁定书，进入执行程序
担保追偿权诉讼	江苏利昂实业有限公司	344.06	灌云县人民法院	下达民事判决书进入执行阶段
担保追偿权诉讼	连云港市巨龙铸造有限公司	343.03 427.14	灌云县人民法院	下达民事判决书进入执行阶段
担保追偿权诉讼	南京力达宁化学有限公司	267.02	灌云县人民法院	下达民事判决书进入执行阶段
合计		3,508.18	-	-

资料来源：公司 2016 年审计报告

八、评级结论

灌云县地方经济继续保持增长，公司是灌云县重要的投融资平台，承担了灌云县内的城市基础设施项目的投资建设职能，跟踪期内继续获得当地政府在资产划拨、财政补助等方面的支持，并且国有土地使用权和房地产抵押担保可为本期债券的偿付提供较好保障。

同时我们也关注到了 2016 年灌云县公共财政收入大幅减少，公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度大幅减弱，公司其他应收款规模较大，占用公司较多资金，公司盈利对政府补助依赖较大，公司承担的建设项目资金需求量大，存在有息债务偿付压力和或有负债风险等风险因素。

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

附录一 合并资产负债表 (单位: 万元)

项目	2016年	2015年	2014年
流动资产:			
货币资金	76,641.14	93,870.60	22,220.08
应收票据	420.00	400.00	0.00
应收账款	9,703.80	0.00	33,751.35
预付款项	73,620.46	56,818.12	1,640.72
其他应收款	167,399.66	57,535.62	84,517.18
存货	1,210,511.52	845,177.73	650,003.91
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	612.50
其他流动资产	25,510.00	94,449.00	4,000.00
流动资产合计	1,563,806.59	1,148,251.08	796,745.74
非流动资产:			
发放贷款及垫款	1,440.00	3,197.50	0.00
可供出售金融资产	8,756.32	1,400.00	1,440.00
投资性房地产	49,383.18	49,938.16	0.00
固定资产	3,733.19	2,864.56	1,295.56
在建工程	0.00	1,303.70	2,040.71
长期待摊费用(递延资产)	1,654.19	0.00	0.00
非流动资产合计	64,966.88	58,703.92	4,776.27
资产总计	1,628,773.47	1,206,955.00	801,522.01
流动负债:			
短期借款	0.00	6,200.00	4,600.00
应付票据	2,500.00	0.00	0.00
应付账款	9,217.99	16,259.14	29,885.57
预收款项	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	0.00	0.00	0.32
应交税费	6,470.05	5,510.70	6,252.44
应付利息	2,980.00	0.00	0.00
其他应付款	134,309.09	236,580.37	66,626.12
一年内到期的非流动负债	14,200.00	15,600.00	11,800.00
其他流动负债	3,309.61	2,863.61	2,446.31
流动负债合计	172,986.74	283,013.81	121,610.76
非流动负债:			
长期借款	40,000.00	59,700.00	30,500.00
应付债券	257,656.65	98,500.00	0.00

长期应付款	37,000.00	0.00	0.00
专项应付款	49,124.23	49,060.06	36,284.32
非流动负债合计	383,780.87	207,260.06	66,784.32
负债合计	556,767.61	490,273.87	188,395.08
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（股本）	30,088.00	30,088.00	30,088.00
资本公积	905,978.14	583,421.14	506,194.61
盈余公积	12,144.97	9,450.58	7,093.00
未分配利润	107,319.84	83,169.34	61,914.40
归属于母公司所有者权益合计	1,055,530.95	706,129.06	605,290.01
少数股东权益	16,474.90	10,552.07	7,836.93
所有者权益合计	1,072,005.85	716,681.13	613,126.93
负债和所有者权益总计	1,628,773.47	1,206,955.00	801,522.01

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业收入	86,379.28	87,601.32	85,901.30
其中：主营业务收入	84,558.52	87,120.57	85,901.30
减：营业成本	68,600.63	72,317.59	69,225.49
营业税金及附加	1,376.72	590.87	851.25
销售费用	603.03	651.42	778.31
管理费用	1,436.45	3,313.02	3,885.66
财务费用	6,706.06	5,614.09	5,971.15
资产减值损失	487.50	162.50	0.00
加：投资收益（损失以“-”号填列）	325.88	87.91	0.00
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	7,494.76	5,039.75	5,189.44
加：营业外收入	21,321.83	19,850.00	19,971.28
减：营业外支出	166.32	17.02	524.21
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	28,650.27	24,872.73	24,636.51
减：所得税费用	1,882.55	1,245.06	1,179.97
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	26,767.73	23,627.66	23,456.53
减：少数股东损益	-77.17	15.14	33.31
五、归属于母公司所有者的净利润	26,844.89	23,612.52	23,423.23

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	77,242.57	121,013.67	51,903.71
收到其他与经营活动有关的现金	337,414.70	573,183.58	468,960.94
经营活动现金流入小计	414,657.27	694,197.25	520,864.65
购买商品、接受劳务支付的现金	174,425.79	72,345.75	88,329.14
支付给职工以及为职工支付的现金	359.48	107.19	245.39
支付的各项税费	2,929.97	3,871.25	1,114.02
支付其他与经营活动有关的现金	494,013.77	375,890.08	441,871.14
经营活动现金流出小计	671,729.01	452,214.28	531,559.68
经营活动产生的现金流量净额	-257,071.74	241,982.97	-10,695.04
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	- 0.00	40.00	0.00
取得投资收益收到的现金	325.88	87.91	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	94,449.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	94,774.88	127.91	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	303,402.00	285,516.45	2,156.72
支付的其他与投资活动有关的现金	13,010.00	94,449.00	4,000.00
投资支付的现金	7,356.32	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	323,768.32	379,965.45	6,156.72
投资活动产生的现金流量净额	-228,993.45	-379,837.53	-6,156.72
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	328,557.00	81,100.00	18,296.70
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	6,000.00	0.00	3,300.00
取得借款收到的现金	0.00	52,200.00	32,600.00
发行债券收到的现金	158,720.00	98,500.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	27,000.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	514,277.00	231,800.00	50,896.70
偿还债务支付的现金	27,300.00	17,600.00	25,100.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12,956.19	5,706.96	6,424.06
支付其他与筹资活动有关的现金	1,400.00	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	41,656.19	23,306.96	31,524.06
筹资活动产生的现金流量净额	472,620.81	208,493.04	19,372.64
四、现金及现金等价物净增加额	-13,444.37	70,638.47	2,520.88

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	26,767.73	23,627.66	23,456.53
加：资产减值准备	487.50	162.50	0.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,445.91	845.88	72.69
长期待摊费用摊销	318.16	0.00	160.80
财务费用（收益以“-”号填列）	8,048.12	5,706.96	6,346.39
投资损失（收益以“-”号填列）	-325.88	-87.91	0.00
存货的减少（增加以“-”号填列）	-57,660.38	-195,173.82	-37,107.12
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-111,708.09	-151,820.33	-92,559.20
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-124,444.81	558,884.53	88,934.86
经营活动产生的现金流量净额	-257,071.74	241,982.97	-10,695.04
现金的期末余额	61,123.95	87,057.97	16,429.85
减：现金的期初余额	87,068.32	16,429.85	13,908.97
加：现金等价物的期末余额	12,500.00	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	-13,444.37	70,628.12	2,520.88

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
资产负债率	34.18%	40.62%	23.50%
流动比率	9.04	4.06	6.55
速动比率	2.04	1.07	1.21
综合毛利率	20.58%	17.45%	19.41%
期间费用率	10.12%	10.93%	12.38%
EBITDA(万元)	38,462.46	31,425.57	30,598.00
EBITDA 利息保障倍数	2.35	5.51	4.95
收现比	0.89	1.38	0.60

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司全称	业务性质	注册资本 (万元)	经营范围	持股比例
灌云县泰和融资担保有限公司	融资担保业务	10,008.00	融资性担保业务、贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保；其他业务	54.96%
连云港易安居保障性住房开发有限公司	住房开发与经营	6,000.00	保障性住房开发、经营；商住用房开发、经营	100.00%
灌云县诚鑫科技小额贷款有限公司	发放贷款	10,000.00	面向科技型中小企业发放贷款、创业投资、提供融资性担保	40.00%
灌云县金拓农村小额贷款有限公司	发放贷款	10,000.00	面向“三农”和中小企业发放贷款、提供融资性担保、开展金融机构业务代理	40.00%
连云港富云新能源有限公司	新能源、新材料技术研发、咨询、推广服务	2,000.00	新能源、新材料领域内的技术研发、技术咨询、技术推广服务等	100.00%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	(营业收入—营业成本)/营业收入×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	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+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	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
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

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。