

2019 年东台惠民城镇化建设发展有限公司

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。



评级总监: 李明华

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【629】号 01

债券简称：19东台惠民
债/19东台债

增信方式：保证担保

担保主体：江苏省信用
再担保集团有限公司

债券剩余规模：9亿元

债券到期日期：2026年
03月08日

债券偿还方式：每年付
息一次，在债券存续期
第3-7年每年偿还本金的
20%

分析师

姓名：
张曼燏 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
zhangmy@cspengyuan.c
om

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

2019年东台惠民城镇化建设发展有限公司公司债券

2019年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
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21日	2019年01月16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”）对东台惠民城镇化建设发展有限公司（以下简称“东台惠民”或“公司”）及其2019年3月8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AAA，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外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司工程建设业务可持续性尚可，获得一定力度的外部支持，此外，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“担保方”或“江苏再担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时我们也关注到了公司资产整体流动性较弱，面临较大的资金压力，偿债压力加大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018年，东台市地区生产总值为878.6亿元，按可比价格计算，同比增长5.6%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司工程建设业务可持续性尚可。截至2018年底，公司在建的代建工程预计总投资184,300.00万元，已投资6,673.97万元，公司工程建设业务可持续性尚可。
- 公司继续获得一定力度的外部支持。公司为东台经济开发区基础设施的重要建设主体，在财政补贴方面继续获得一定力度的外部支持。2018年公司收到政府补助7,488.56万元。
- 保证担保有效提升了本期债券的信用水平。江苏再担保实力雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的无

条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

关注:

- **公司资产以应收款项、存货为主，整体流动性较弱。**2018 年末公司资产中应收款项、存货规模分别为 13.97 亿元、27.46 亿元，合计占资产总额的 78.30%。应收款项系应收政府及相关单位的款项，回收时间不确定性较大，对公司资金形成较大占用；存货由土地整理开发、工程施工成本构成，变现能力欠佳，且占土地整理开发账面价值 18.10% 的土地已被抵押。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2018 年底，本期债券募投项目、公司在建的代建项目后续仍需投资 24.58 亿元，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息负债增长较快，偿债压力加大。**截至 2018 年底，公司有息负债总额为 18.37 亿元，同比增长 31.60%，占当年负债总额的 81.73%。由于公司有息债务规模较大、增长较快，2018 年公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.54，偿债压力加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年底，公司对外担保余额合计 15.06 亿元，对外担保余额合计占期末所有者权益的 49.46%。公司对外担保对象多为国营企业，但公司对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	529,173.45	525,155.45	430,466.72
所有者权益	304,438.36	294,911.72	284,532.86
有息债务	183,677.66	139,568.34	119,671.15
资产负债率	42.47%	43.84%	33.90%
流动比率	5.96	3.19	5.76
营业收入	38,461.40	39,462.07	38,214.48
其他收益	7,488.56	7,914.68	0.00
营业外收入	39.15	0.58	7,469.42
利润总额	9,526.64	10,382.49	10,233.63
综合毛利率	7.75%	6.92%	7.30%
EBITDA	9,705.59	10,406.31	10,251.94
EBITDA 利息保障倍数	0.54	1.27	1.59
经营活动现金流净额	-46,183.73	15,542.21	-86,080.64

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	1,439,296.61	1,222,442.84	1,084,751.81
所有者权益	752,668.99	717,323.61	698,626.25
直接担保责任余额（亿元）	-	444.50	318.03
再担保责任余额（亿元）	-	171.90	159.42
担保净资产放大倍数	9.12	8.59	6.83
累计担保代偿率	-	0.11%	0.13%

注：表中“-”为尚未获取数据。

资料来源：江苏再担保 2016-2018 年审计报告、江苏再担保提供，中证鹏元整理

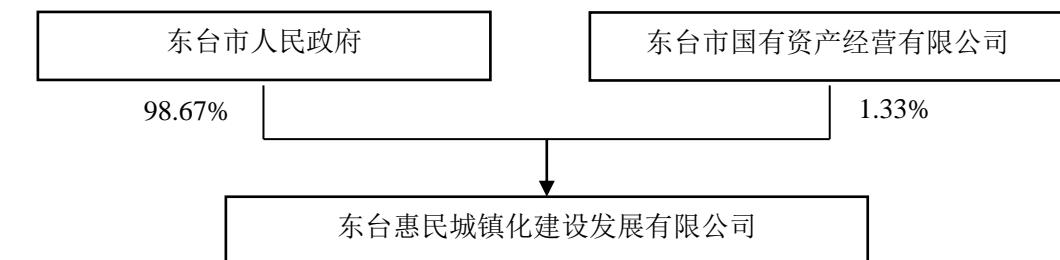
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年3月8日发行7年期9亿元公司债券，募集资金原计划用于中欧（东台）科技产业园建设项目、补充公司营运资金。截至2019年6月15日，本期债券募集资金专项账户余额为46,925.93万元。

二、发行主体概况

跟踪期内公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人、主营业务及合并范围均未发生变更。截至2019年5月底，公司注册资本仍为150,000.00万元，实收资本仍为108,000.00万元；控股股东、实际控制人仍为东台市人民政府，持股比例仍为98.67%。公司为东台经济开发区基础设施建设重要的投融资主体，主要承担东台经济开发区土地整理开发业务、基础设施建设业务等职责。截至2018年底，公司纳入合并范围的二级子公司仍为5家。

图1 截至2019年4月末公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：公司提供，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，战略性新兴服务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合规发行债券。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1 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	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方

	方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)		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

东台市经济总量相对较大，经济实力较强，但经济增速放缓

东台市系盐城市下属县级市，位于江苏省沿海中部，长江三角洲北翼，东拥黄海，西接泰州，南依南通，北望盐城。东台市总面积3,240平方公里，拥有85公里黄金海岸线。东台市下辖14个镇。截至2018年底，东台市户籍人口为109.81万人，同比减少0.75万人。

东台市经济总量相对较大，整体经济实力较强，但经济增速放缓。2018年东台市实现地区生产总值878.6亿元，按不变价计算，比上年增长5.6%，增速同比下降1.9个百分点。其中，第一产业增加值99.0亿元，同比增长3.5%；第二产业增加值356.1亿元，同比增长3.6%；第三产业增加值423.5亿元，同比增长7.9%。从产业结构来看，东台市经济以第二产业、第三产业为主导，2018年东台市三次产业增加值比例由2017年的11.97:40.5:47.53调整为11.3:40.5:48.2，服务业增加值占GDP比重比上年提高0.7个百分点。就人均GDP情况来看，2018年东台市人均地区生产总值为90,548元，同比增长9.2%。

工业方面，2018年东台市工业生产稳中有升、先进制造业增长较快。2018年东台市实现规模以上工业总产值925.8亿元，同比增长14.9%，比上年提升2.9个百分点；规模以上工业增加值增长7.8%。传统行业增速较快，主要有非金属矿物制品业、家具制造业、酒饮料和精制茶制造业、皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋业，分别同比增长52.0%、31.8%、29.0%、21.4%。2018年东台市先进制造业总产值同比增长16.7%，高于规模以上工业总产值增速1.8个百分点，其中医药制造、计算机通信制造、仪器仪表制造分别增长19.6%、19.1%、16.2%，分别比规模以上工业总产值增速高4.7、4.2、1.3个百分点。

从拉动经济的增长因素来看，近年来固定资产投资仍是拉动东台市经济发展的主要因素。东台市固定资产投资持续增长。2018年，东台市完成固定资产投资421.6亿元，同比

增长11.9%；工业投资282亿元，同比增长17.8%；服务业投资138亿元，同比增长8.6%。

东台市消费品市场平稳运行，进一步促进了东台市的经济发展，2018年东台市实现社会消费品零售总额290.1亿元，增长6.5%。进出口方面，2018年东台市对外贸易继续增长。2018年东台市完成进出口总额9.52亿美元，同比增长8.9%；其中，进口完成0.84亿美元，同比增长35.2%；出口完成8.6亿美元，同比增长6.9%。

东台市金融机构人民币存、贷款保持较快增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境。截至2018年底，东台市金融机构人民币存款余额、贷款余额分别为830.87亿元、509.21亿元，分别同比增长7.3%、9.5%。

表2 东台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）	878.60	5.6%	812.81	7.5%
第一产业增加值	99.00	3.5%	97.30	2.9%
第二产业增加值	356.10	3.6%	329.29	6.2%
第三产业增加值	423.50	7.9%	386.20	10.1%
工业总产值	925.80	14.9%	1,154.50	12.0%
固定资产投资	421.60	11.9%	647.05	10.6%
社会消费品零售总额	290.10	6.5%	279.90	10.4%
进出口总额（亿美元）	9.52	8.9%	8.74	18.7%
存款余额	830.87	7.3%	774.20	7.4%
贷款余额	509.21	9.5%	646.90	17.7%
人均GDP（元）	90,548.00			82,905.00
人均GDP/全国人均GDP	140.07%			138.96%

注：部分指标数据因统计口径调整，较上年不具可比性

资料来源：东台市2017-2018年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据东台市《2018年预算执行情况与2019年预算草案》，2018年东台市实现公共财政收入56.70亿元，同比增长4.99%，其中税收收入占公共财政收入比重为80.60%；实现政府性基金收入25.74亿元，同比增长96.00%；同期东台市公共财政支出为117.00亿元，同比增长23.24%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为48.46%。

四、经营与竞争

公司是东台市重要的一级平台，为东台经济开发区基础设施建设重要的投融资主体，承担东台经济开发区土地整理开发业务、基础设施建设业务等职责。受土地市场、政府规划及工程施工进度影响，近年来公司营业收入构成变动较大。2018年公司营业收入仍主要

来源于工程建设收入，此外有少量的经营租赁收入，2018年公司实现营业收入38,461.40万元，综合毛利率分别为7.75%。

表3 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
工程建设	38,399.40	7.60%	39,462.07	6.92%
经营租赁	62.00	100.00%	-	-
合计	38,461.40	7.75%	39,462.07	6.92%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程建设业务可持续性尚可，但在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力

公司承担东台经济开发区基础设施建设职责，由公司自筹资金进行东台经济开发区的基础设施建设，主要为安置房建设、道路建设、污水处理、管网工程等。其中，道路建设等基础设施工程的建设，公司主要与东台圣惠力置业有限公司（东台经济开发区管理委员会下属公司）签订建设工程施工合同；污水处理、管网工程等基础设施工程的建设以及安置房建设，公司主要与江苏东台经济开发区财政金融局签订建设工程施工合同。根据建设工程施工合同约定，委托方与公司结算金额均为成本加成一定比例，均按照完工进度结算。

2018年公司工程建设收入全部来自滨河花苑项目，实现工程建设收入38,399.40万元，毛利率为7.60%。截至2018年底，公司在建的代建工程系三团安置区三期项目、城北新寓三期项目、富新安置区二期项目等项目，预计总投资184,300.00万元，已投资6,673.97万元，公司工程建设业务可持续性尚可。中证鹏元关注到，公司在建项目尚未签订代建协议，且在建代建工程项目尚需投资177,626.03万元，公司面临较大的资金压力。

表4 截至 2018 年底公司在建的代建工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资
三团安置区三期项目	57,000.00	12.38
城北新寓三期项目	36,000.00	34.79
富新安置区二期项目	32,000.00	13.84
开发区东区道路配套工程项目	20,000.00	2,160.94
东台市城东污水处理厂扩建工程项目	15,000.00	884.91
滨河花苑三期项目	10,000.00	0.08
新景源建设集团道路建设	9,500.00	3,551.73
滨河花苑四期项目	4,800.00	15.3
合计	184,300.00	6,673.97

注：首次评级报告中的河港中心作业区码头项目，以及东区四路、东区五路、人民路、支三路、经十路均已基本完工，已投资合计 7.35 亿元

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本期债券募投项目中欧（东台）科技产业园建设项目，主要为厂房建设项目，完工后由公司负责运营。2018年部分完工厂房对外出租产生租赁收入62.00万元，收入规模尚小，未来随着募投项目的完工，公司租赁收入有望进一步增长。需关注，截至2018年底，中欧（东台）科技产业园建设项目尚需投资68,154.93万元，给公司带来一定资金压力。

表5 本期债券募投项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投资
中欧（东台）科技产业园建设项目	100,616.00	32,461.07

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地整理收入波动较大，持有土地规模较大但抵押比率较高，受多重因素影响，公司土地整理收入未来仍有较大的不确定性

公司通过政府资产注入、公开市场招拍挂等方式获得土地，计入存货，并对获得的土地资产进行深度开发或持有，实现土地资产增值后，通过东台市国土资源局公开出让变现账内的土地资产，获取土地整理收入，土地出让金由东台市财政局代收后通过江苏东台经济开发区财政金融局全额支付给公司。

2015年公司将政府划拨的开发区一宗土地，通过东台市国土资源局出让给东台市惠民房地产开发有限公司（东台投资子公司），该土地用途为商住用地，面积为72,975.00平方米，出让价格为27,876.45万元，出让均价为3,820元/平方米。公司按照土地出让合同金额确认土地整理收入27,876.45万元。2016年以来，公司未确认土地出让收入。

2018年公司通过招拍挂买入三块土地，新增土地面积、账面价值分别为38,842.00平方米、14,402.62万元。截至2018年底，公司存货中共十三块土地资产，面积合计567,595.00平方米，土地用途以商住、住宅为主，账面价值合计194,433.62万元，其中账面价值35,189.17万元的土地已被抵押、41,542.43万元土地尚未缴纳土地出让金。公司土地资产规模较大，为未来公司土地整理业务提供了一定保障，但需关注公司土地资产抵押比率较高、土地整理收入受土地市场影响较大，公司土地整理收入未来仍有较大的不确定性。

2018年公司继续获得一定力度的外部支持

公司为东台经济开发区基础设施的重要建设主体，在财政补贴方面获得一定力度的外部支持。2018年公司收到政府补助7,488.56万元。

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大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年三年连审审计报告、2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并范围未发生变更，截至2018年底，公司纳入合并范围的二级子公司仍为5家，具体见附录二。

资产结构与质量

公司资产仍以应收款项、存货为主，资产整体流动性较弱

2018年公司资产规模同比变动不大，截至2018年底，公司资产总额为529,173.45万元，同比增长0.77%。公司资产的减少主要集中在货币资金、存货，资产的增长主要集中应收账款、其他应收款。在从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，截至2018年末，流动资产占总资产比重为93.83%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款以及存货构成。2018年底公司货币资金规模为30,981.86万元，同比下降40.50%；其中受限货币资金规模为23,700万元，占货币资金总额的76.50%，以银行承兑汇票保证金为主。预付款项系预付东台市投资发展有限公司（以下简称“东台投资”）三团二期、富新二期、三团三期等保障性住房项目工程款，随着项目施工结算的进行，部分项目工程款由预付款项转入存货，2018年底公司预付款项为51,230.98万元，同比下降8.89%，账龄主要在1至2年。

公司应收账款主要系应收东台圣惠力置业有限公司的工程款、江苏东台经济开发区财政金融局的工程款、土地整理款，2018年底规模为100,535.73万元，同比增长13.12%，账龄1年以内、1-2年、2-3年、3年以上的分别占比40.68%、27.62%、3.68%、28.01%，应收账款账龄同比有所延长。其他应收款主要系应收东台市政府下属相关单位的资金拆借款、往来款以及股权转让款等，2018年底为39,198.62万元，同比增长256.50%。整体来看，公司应收款项回收风险较小，但资金回收时间存在一定的不确定，对公司资金形成较大占用。

表6 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	30,981.86	5.85%	52,068.52	9.91%
应收票据及应收账款	100,535.73	19.00%	88,876.32	16.92%
其中：应收账款	100,535.73	19.00%	88,876.32	16.92%
预付款项	51,230.98	9.68%	56,229.63	10.71%
其他应收款	39,198.62	7.41%	10,995.30	2.09%
存货	274,601.05	51.89%	291,413.36	55.49%

流动资产合计	496,548.38	93.83%	499,598.82	95.13%
在建工程	32,461.07	6.13%	25,403.11	4.84%
非流动资产合计	32,625.08	6.17%	25,556.63	4.87%
资产总计	529,173.45	100.00%	525,155.45	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年审计报告，中证鹏元整理

存货是公司最主要的资产组成部分，2018年底公司存货规模为274,601.05万元，占总资产规模的51.89%，同比下降5.77%。公司存货由土地整理开发、工程施工成本构成。工程施工成本系河港中心作业区码头项目和东区四路、东区五路、人民路、支三路、经十路等项目的建设成本，上述项目已投资合计7.35亿元，均已完工、尚未决算。土地整理开发成本系通过政府注入、公开市场招拍挂获得的土地资产，2018年公司土地整理开发同比增长主要系公司通过招拍挂购入土地所致；截至2018年底，公司土地资产面积合计567,595.00平方米，土地用途以商住、住宅为主，账面价值合计194,433.62万元，其中账面价值35,189.17万元的土地已用于贷款抵押，土地资产流动性不佳，并且我们还关注到政府注入的账面价值41,542.43万元土地尚未缴纳土地出让金，该部分资产变现时仍需向政府缴纳土地出让金、其变现价值受到一定影响。土地资产变现能力受土地市场景气度影响较大；工程施工项目变现能力受工程进度、政府财政计划影响较大。整体来看，公司存货变现能力不强。

公司非流动资产主要系在建工程。截至2018年底，公司在建工程规模为32,461.07万元，系本期债券募投项目中欧（东台）科技产业园项目。

表7 公司存货构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
土地整理开发	194,433.62	70.81%	180,031.00	61.78%
工程施工	80,142.76	29.19%	111,341.02	38.21%
原材料	24.68	0.01%	41.34	0.01%
合计	274,601.05	100.00%	291,413.36	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年审计报告，中证鹏元整理

综合而言，公司资产增长较快，但资产以应收款项、存货为主，资产整体流动性较弱。

盈利能力

公司主营业务盈利能力仍欠佳，利润总额对其他收益依赖程度仍较高

公司主要从事东台经济开发区土地整理开发业务、基础设施建设业务等。2018年公司实现营业收入38,461.40万元，主要来源于滨河花苑项目的工程建设收入。截至2018年底，公司存货中工程施工成本合计80,142.76万元，预付东台投资三团二期、富新二期、三团三

期等保障性住房项目工程款51,230.98万元，公司工程建设未来收入较有保障；公司存货中的土地整理开发成本194,433.62万元，若未来该部分土地能成功出让，将给公司带来一定土地整理收入，但需关注公司账面价值35,189.17万元的土地已用于贷款抵押、账面价值41,542.43万元土地尚未缴纳土地出让金，以及公司土地整理收入受土地市场景气度影响较大，该部分收入未来仍存在较大的波动性。公司综合毛利率同比略有增长为7.75%，仍处较低水平。

公司其他收益主要系政府补助，公司利润总额对财政补贴依赖程度较高，2018年公司收到政府补助7,488.56万元，实现利润总额9,526.64万元，政府补助占同期利润总额的比重为78.61%。

总体而言，2018年公司主营业务盈利能力仍欠佳，利润总额对其他收益依赖程度仍较高。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	38,461.40	39,462.07
其他收益	7,488.56	7,914.68
营业利润	9,487.71	10,399.95
营业外收入	39.15	0.58
利润总额	9,526.64	10,382.49
综合毛利率	7.75%	6.92%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司在建项目后续投资金额较大，公司面临较大的资金压力

2018年公司主营业务资金回笼情况仍欠佳，收现比为0.79，同比有所下降。2018公司往来款、暂借款及暂付款现金由2017年净流入22,600.20万元变为净流出10,209.09万元。同时由于公司工程建设投资规模较大，且通过招拍挂购买土地，2018年公司购买商品、接受劳务支付的现金规模进一步增长至72,907.40万元，较2017年增加25,457.53万元。2018年公司经营活动现金净流出46,183.73万元。公司投资活动主要为募投项目的建设，2018年公司投资活动现金净流出5,478.80万元。

为满足公司经营、投资资金需求，2018年公司主要通过银行借款、融资租赁公司借款以及资产管理计划等方式筹集资金，截至2018年底公司银行借款规模同比有所降低、融资租赁公司借款规模同比大幅增长。2018年公司偿付利息支付的现金为1.35亿元，同比增加

5,311.79万元。2019年3月，公司成功发行9亿元本期债券，一定程度上缓解了公司的资金压力。但需关注，截至2018年底，本期债券募投项目、公司在建的代建项目后续仍需投资245,780.96万元，公司仍面临较大的资金压力。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.79	0.84
销售商品、提供劳务收到的现金	30,506.43	33,142.03
收到的其他与经营活动有关的现金	230,633.08	129,349.28
经营活动现金流入小计	261,155.19	162,491.31
购买商品、接受劳务支付的现金	72,907.40	47,449.87
支付的其他与经营活动有关的现金	233,551.33	98,874.84
经营活动现金流出小计	307,338.92	146,949.10
经营活动产生的现金流量净额	-46,183.73	15,542.21
投资活动产生的现金流量净额	-5,478.80	-1,321.91
筹资活动产生的现金流量净额	50,475.87	-22,011.80
现金及现金等价物净增加额	-1,186.66	-7,791.49

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债增长较快，偿债压力加大

得益于公司的经营积累、政府的持续支持，公司净资产规模不断增长；截至2018年末，公司所有者权益为304,438.36万元，同比增长3.23%。2018年末公司负债规模为224,735.09万元，同比下降2.39%，产权比率为73.82%，较2017年下降4.25个百分点，自有资本对于负债的保障程度略有提高。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	224,735.09	230,243.73
所有者权益	304,438.36	294,911.72
产权比率	73.82%	78.07%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年公司负债的增长主要集中于长期应付款，负债的减少主要集中在应付票据、应付账款及长期借款（含一年内到期）。截至 2018 年底，公司负债以非流动负债为主，非流动负债占负债总额的 62.94%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款以及一年内到期的非流动负债构

成。截至 2018 年底，公司短期借款系 1.25 亿元质押借款、0.45 亿元保证借款，其中，质押借款的质押物全部为定期存单，保证借款担保人为东台市信用担保有限责任公司；应付票据全部系应付银行承兑汇票；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款。

公司非流动负债主要为长期借款、长期应付款。截至 2018 年底，公司长期借款为 87,350.00 万元，包括“抵押+保证”借款、保证借款、抵押借款、“质押+保证”及信用借款，质押物为应收账款，抵押物为公司或东台投资的国有土地使用权，担保人为东台投资、东台市交通投资发展有限公司以及江苏省信用担保有限责任公司。从银行长期借款(含一年内到期)的结构来看，2018 年公司保证借款、抵押+保证借款有所增加，信用借款规模有所下降。公司长期应付款主要系应付江苏金融租赁股份有限公司 1.22 亿元融资租赁款、应付江苏省国际租赁有限公司租赁 0.60 亿元融资租赁款，以及应付鑫沅资产管理有限公司借款 3.50 亿元。

表11 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
短期借款	16,850.00	7.50%	16,100.00	6.99%
应付票据及应付账款	21,823.26	9.71%	81,475.61	35.39%
其中：应付票据	21,500.00	9.57%	57,000.00	24.76%
应付账款	323.26	0.14%	24,475.61	10.63%
应交税费	11,992.49	5.34%	8,253.04	3.58%
其他应付款	7,187.47	3.20%	816.37	0.35%
一年内到期的非流动负债	25,369.49	11.29%	50,000.00	21.72%
流动负债合计	83,276.92	37.06%	156,775.40	68.09%
长期借款	87,350.00	38.87%	70,850.00	30.77%
长期应付款	54,108.17	24.08%	2,618.34	1.14%
非流动负债合计	141,458.17	62.94%	73,468.34	31.91%
负债合计	224,735.09	100.00%	230,243.73	100.00%
其中：有息债务	183,677.66	81.73%	139,568.34	60.62%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年审计报告，中证鹏元整理

随着业务的开展，公司有息债务规模迅速增长，截至 2018 年底，公司有息负债总额为 183,677.66 万元，同比增长 31.60%，占当年负债总额的 81.73%。公司偿债压力进一步加大。

表12 公司有息债务构成情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
短期有息债务：	42,219.49	66,100.00

其中：短期借款	16,850.00	16,100.00
一年内到期的非流动负债	25,369.49	50,000.00
长期有息债务：	141,458.17	73,468.34
其中：长期借款	87,350.00	70,850.00
长期应付款	54,108.17	2,618.34
合计	183,677.66	139,568.34

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，2018 年底公司资产负债率为 42.47%，同比略有下降，仍保持在较低水平。受应付票据、应付账款下降影响，公司流动负债规模同比大幅下降，流动比率、速动比率指标同比大幅提升，但需关注公司受限的货币资金占比较大、应收账款回收时间不确定性较大、存货变现能力不强，公司实际短期偿债能力一般。由于公司有息债务规模较大、增长较快，2018 年公司 EBITDA 利息保障倍数继续下降，有息债务/EBITDA 继续上升，公司偿债压力继续加大。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	42.47%	43.84%
流动比率	5.96	3.19
速动比率	2.67	1.33
EBITDA（万元）	9,705.59	10,406.31
EBITDA 利息保障倍数	0.54	1.27
有息债务/EBITDA	18.92	13.41

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能够继续有效提升本期债券的信用水平

本期债券的到期兑付由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本次债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其它应付的费用，保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，由江苏省人民政府发起设立，成立于 2009 年 10 月，初始注册资本为 30 亿元，其中江苏省人民政府出资比例为 53.33%。截至 2018 年末，江苏再担保注册资本和实收资本均为 630,763.10 万元，控股股东仍为江苏省人民政府，控股股东持股比例为 33.73%，股权结构如下表。

表14 截至 2018 年末江苏再担保股权结构（单位：万元）

名称	金额	比例
江苏省人民政府	212,763.10	33.73%
江苏省国信资产管理集团有限公司	44,000.00	6.98%
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	5.23%
常州市新北区人民政府	33,000.00	5.23%
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	5.23%
其他	275,000.00	43.60%
合计	630,763.10	100.00%

资料来源：江苏再担保 2018 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保为江苏省政府下属的国有担保公司，承担了部分支持中小企业的职能，业务主要包括再担保业务、直接担保业务、利息类业务（委托贷款、信托贷款、小额贷款、典当等）、融资租赁业务等。江苏再担保业务范围主要在江苏省内，近年主营业务收入持续增长，2018年同比增长27.48%。

表15 2016-2018 年江苏再担保主营业务收入情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
再担保业务	9,878.41	28.40%	4,417.44	7.17%	4,509.06	4.77%
直接担保业务	55,802.55	99.95%	50,813.02	99.69%	41,913.09	44.37%
利息业务	40,656.03	69.19%	31,731.11	67.48%	30,621.94	32.42%
融资租赁业务	21,996.44	100.00%	13,725.66	100.00%	17,414.21	18.44%
其他	20.44	-209.42%	-	-	-	-
合计	128,353.87	84.66%	100,687.23	85.52%	94,458.30	100.00%

资料来源：江苏再担保2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，江苏再担保资产总额143.93亿元，所有者权益75.27亿元；2018年度，江苏再担保实现营业收入13.31亿元，利润总额5.04亿元。

表16 2016-2018 年江苏再担保主要财务数据

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	1,439,296.61	1,222,442.84	1,084,751.81
所有者权益合计（万元）	752,668.99	717,323.61	698,626.25
现金类资产比率	38.19%	31.01%	36.48%
资产负债率	47.71%	41.32%	35.60%
流动比率	1.78	2.10	2.59
营业收入（万元）	133,070.87	112,564.11	100,294.46
利润总额（万元）	50,390.34	44,109.77	37,460.56
期间费用率	22.32%	20.76%	17.94%
净资产收益率	5.15%	4.51%	4.49%

风险准备金充足率	-	2.39%	2.63%
当期再担保发生额（亿元）	-	722.70	695.69
当期直接担保发生额（亿元）	-	116.47	247.52
直接担保余额（亿元）	-	444.50	318.03
再担保余额（亿元）	-	171.90	159.42
担保风险准备金（亿元）	17.10	14.75	12.56
担保净资产放大倍数	9.12	8.59	6.83
累计担保代偿率	-	0.11%	0.13%

注：表中“-”为尚未获取数据。

资料来源：江苏再担保 2016-2018 年审计报告，江苏再担保提供，中证鹏元整理

整体看，江苏再担保实力雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月4日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司对外担保的余额合计150,585.00万元，对外担保余额合计占期末所有者权益的49.46%。公司对外担保对象多为国营企业，但公司对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。

表17 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
江苏益东资产经营管理有限公司	国有	21,000.00	2021 年 6 月 20 日	否
		5,000.00	2020 年 5 月 23 日	否
		19,600.00	2023 年 6 月 30 日	否
		19,517.70	2021 年 6 月 20 日	否
		18,970.00	2023 年 6 月 30 日	否
		14,700.00	2023 年 6 月 30 日	否

		9,050.30	2023年6月30日	否
东台经济开发区为民资产经营有限公司	国有	10,000.00	2020年8月4日	否
东台市盛名新材料科技有限公司	国有	7,247.00	2020年5月5日	否
东祥麟（江苏）实业有限公司	民营	7,000.00	2021年12月31日	否
东台市城东污水处理有限公司	国有	7,000.00	2019年11月12日	否
东台成泰新实业有限公司	国有	5,000.00	2019年10月23日	否
江苏宏泰纤维科技有限公司	民营	2,000.00	2020年5月22日	否
东台市凯宏绿化工程有限公司	国有	4,500.00	2019年6月24日	否
合计		150,585.00		

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年，东台市地区生产总值为878.6亿元，按可比价格计算，同比增长5.6%，为公司发展提供了良好的基础。公司在建代建项目预计总投资规模较大，公司工程建设业务可持续性尚可。公司为东台经济开发区基础设施的重要建设主体，在财政补贴方面继续获得一定力度的外部支持。此外，江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券信用水平。

但同时中证鹏元也关注到了，公司资产以应收款项、存货为主，应收款项回收时间不确定性较大，存货变现能力欠佳；公司整体资产流动性仍较弱。本期债券募投项目、公司在建的代建项目尚需投资规模较大，公司仍面临较大的资金压力。公司有息债务快速增长，偿债压力进一步加大。公司对外担保对象多为国营企业，但对外担保规模较大且均未采取反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级AAA，维持公司主体长期信用等级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	30,981.86	52,068.52	26,260.01
应收票据及应收账款	100,535.73	88,876.32	96,502.17
应收账款	100,535.73	88,876.32	96,502.17
预付款项	51,230.98	56,229.63	61,450.30
其他应收款	39,198.62	10,995.30	6,642.94
存货	274,601.05	291,413.36	239,483.74
其他流动资产	0.15	15.70	15.63
流动资产合计	496,548.38	499,598.82	430,354.78
固定资产	164.01	153.52	111.94
在建工程	32,461.07	25,403.11	0.00
非流动资产合计	32,625.08	25,556.63	111.94
资产总计	529,173.45	525,155.45	430,466.72
短期借款	16,850.00	16,100.00	18,500.00
应付票据及应付账款	21,823.26	81,475.61	21,842.36
应付票据	21,500.00	57,000.00	19,500.00
应付账款	323.26	24,475.61	2,342.36
预收款项	26.21	66.18	0.05
应付职工薪酬	28.00	64.21	95.00
应交税费	11,992.49	8,253.04	3,944.21
其他应付款	7,187.47	816.37	381.08
一年内到期的非流动负债	25,369.49	50,000.00	29,950.00
流动负债合计	83,276.92	156,775.40	74,712.71
长期借款	87,350.00	70,850.00	67,500.00
长期应付款	54,108.17	2,618.34	3,721.15
非流动负债合计	141,458.17	73,468.34	71,221.15
负债合计	224,735.09	230,243.73	145,933.86
有息债务	183,677.66	139,568.34	119,671.15
所有者权益	304,438.36	294,911.72	284,532.86
营业收入	38,461.40	39,462.07	38,214.48
营业利润	9,487.71	10,399.95	2,764.21
其他收益	7,488.56	7,914.68	0.00
净利润	9,526.64	10,378.86	10,233.63
经营活动产生的现金流量净额	-46,183.73	15,542.21	-86,080.64
投资活动产生的现金流量净额	-5,478.80	-1,321.91	-8.97

筹资活动产生的现金流量净额	50,475.87	-22,011.80	90,598.39
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	7.75%	6.92%	7.30%
收现比	0.79	0.84	0.10
产权比率	73.82%	78.07%	51.29%
资产负债率	42.47%	43.84%	33.90%
流动比率	5.96	3.19	5.76
速动比率	2.67	1.33	2.55
EBITDA (万元)	9,705.59	10,406.31	10,251.94
EBITDA 利息保障倍数	0.54	1.27	1.59
有息债务/EBITDA	18.92	13.41	11.67

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的二级子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
东台惠民绿化有限公司	1,000	90.00%	绿化
江苏开创检测技术有限公司	3,000	99.00%	检测
东台民之惠贸易有限公司	10,000	100.00%	贸易
东台惠民农业发展有限公司	10,000	100.00%	农业养殖
江苏东台顺通港务发展有限公司	80,000	80.00%	运输服务

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	(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 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 长期应付款

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。