

2014 年张家界市经济发展投资集团  
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【481】号 02

债券简称：14 张家界经  
投债/PR 张经投

债券剩余规模：4 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 年末分别按照债  
券发行总额的 20% 的比  
例偿还债券本金

#### 分析师

姓名：  
邓艰 钟继鑫

电话：  
0755-82820859

邮箱：  
dengi@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](http://www.cspengyuan.com)

## 2014 年张家界市经济发展投资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 23 日	2018 年 06 月 26 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”）对张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“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 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，为其发展提供了良好基础，旅游和委托代建业务持续性仍然较好，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资产流动性较弱，有息负债规模加大，存在较大的偿债压力，有较大的对外担保，面临较大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 年张家界市实现 GDP578.92 亿元，同比增长 7.5%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司收入来源多样，业务持续性较好。旅游板块方面，公司拥有门票、客运、酒店和旅行社服务等多种收入；委托代建方面，截至 2018 年 12 月末，公司在建代建项目总投资 62.10 亿元，尚需投资 11.21 亿元，已完工未结转收入的代建项目 13.14 亿元，均已签订代建协议，收入较有保障。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2018 年政府在资产注入等方面给予了公司一定支持，向子公司张家界市武陵源旅游产业发展有限公司（以下简称“武陵源旅游”）注入资金 3.40 亿元；此外，2018 年公司获得当地政府 1.75 亿元的补贴收入及 2.00 亿元的财政贴息。

### 关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司其他应收款、存货和无形资产分别为 733,863.93 万元、1,228,888.51 万元和 807,520.03 万元，合计占总资产之比为 69.25%。其他应收款主要为往来款，回收时间存在不确定性，对公司资金有一定程度的占用；存货主要为开发项目及土地使用权；无形资产主要土地使用权、门票收益权和收费权。此外，公司受限资产占总资产的 16.07%，整体看，公司资产流动性较弱。
- **公司有息负债持续增加，面临较大的偿债压力。**2018 年末公司有息债务为 1,694,618.06 万元，同比增长 16.29%，占负债总额的 72.35%，资产负债率达 58.55%，EBITDA 利息保障倍数为 1.57。2018 年末，公司短期有息债务为 214,877.00 万元，偿债压力较大。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至 2019 年 3 月末，公司对外担保金额为 415,033.00 万元，占 2018 年末公司所有者权益比重为 25.03%，其中对民营企业的担保金额为 54,221.00 万元，均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

### 主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	4,000,225.29	3,539,076.98	2,781,185.52
所有者权益	1,658,084.94	1,618,862.59	1,433,519.29
有息债务	1,694,618.06	1,457,237.81	845,929.54
资产负债率	58.55%	54.26%	48.46%
流动比率	2.97	2.94	2.68
营业收入	165,580.37	181,972.53	88,866.39
其他收益	17,489.66	3,702.76	0.00
营业外收入	380.92	394.66	11,091.84
利润总额	17,301.95	13,364.58	8,815.28
综合毛利率	37.93%	24.41%	44.27%
EBITDA	152,664.49	57,555.51	47,214.98
EBITDA 利息保障倍数	1.57	1.02	0.84
经营活动现金流净额	48,903.35	-106,537.35	75,996.11

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

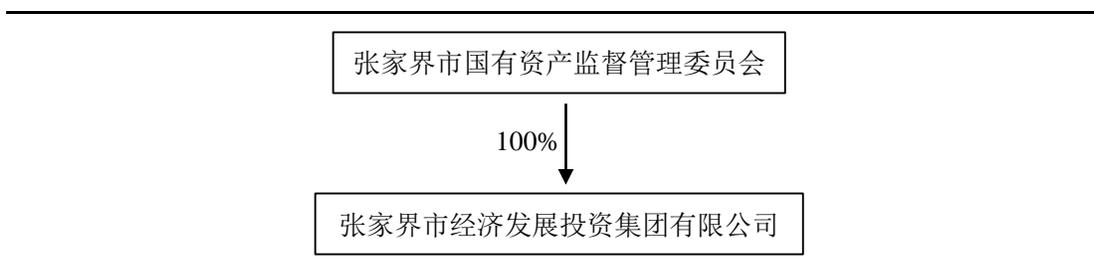
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年4月17日发行7年期10亿元公司债券，用于武陵山大道建设工程、张家界市沿江旧城改造工程，截至2018年12月31日，募集资金账户余额为48.76万元。

## 二、发行主体概况

2018年，公司名称、注册资本、股东及实际控制人均未发生变更。公司控股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。

**图 1 截至 2018 年末公司产权及控制关系**



资料来源：中证鹏元整理

2019年1月11日起，谷中元不再担任公司董事长，由赵文胜接任；赵文胜、陈琛和张德寅不再担任公司董事，由张丕、王章利和杨万均接任。朱韶东和陈友清不再担任监事，由宋彬和郑滨接任。赵文胜不再担任总经理兼财务负责人，由张丕达接任。2019年6月3日起，张丕达不再担任总经理，由王章利接任。

2018年公司合并报表范围变化情况，增加1家子公司，减少2家子公司。

**表 1 2018 年公司合并报表范围的一级子公司变化情况（单位：万元）**

1、新纳入公司合并范围的一级子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
张家界经投集团后勤服务管理有限责任公司	100%	500	机关单位内部后勤服务管理；住宿服务；餐饮服务	设立
2、不再纳入公司合并范围的一级子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
张家界市公共交通发展有限公司	100%	42,000	汽车、有轨电车、无轨电车、小公共汽车城市客运	引入新投资者股权稀释
张家界西线旅游环保客运有限责任公司	100%	3,000	公路旅客运输；城市公共汽（电）车客运	无偿划拨

资料来源：公司提供

### 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年张家界市经济保持增长，第三产业增速较快，经济实力进一步增强

2018年张家界市经济实力进一步增强，全年完成地区生产总值578.92亿元，增长7.5%。第一、二、三产业增加值分别为58.76亿元、102.57亿元、417.59亿元，分别同比增长3.5%、6.4%、8.4%，三次产业结构由2017年的10.8：20.7：68.5调整为2018年的10.2：17.7：72.1。按张家界市常住人口计算，人均生产总值37,643.54元，为全国人均GDP的58.23%

2018年，全市全部工业实现增加值77.18亿元，比上年增长5.2%，规模以上工业增加值增长7.0%。其中电力、热力生产和供应业和计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增速在20%以上，但化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业出现下降，行业间增速分化显著。

张家界市经济结构以第三产业为主导，2018年第三产业占比进一步上升。2018年，张家界市全年景点接待旅游人数7,959.55万人次，比上年增长14.04%；入境游客562.15万人

次，增长57.96%。旅游总收入756.8亿元，增长21.3%。

2018年，张家界市完成固定资产投资387.1亿元，同比增长10.2%，增速较上年下滑4.7个百分点，主要系基础设施投资增速下降所致。2018年，全市房地产开发投资77.0亿元，比上年增长77.5%。商品房屋销售额60.8亿元，增长54.3%，其中住宅销售额46.4亿元，增长62.9%。全市房屋待售面积9.7万平方米，下降50.9%，房地产市场交易活跃。2018年，张家界市社会消费品零售总额达到230.1亿元，同比增长10.1%，保持较快增速。

**表 3 张家界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）	578.92	7.5%	542.40	8.70%
第一产业增加值	58.76	3.5%	58.60	3.90%
第二产业增加值	102.57	6.4%	112.30	4.10%
第三产业增加值	417.59	8.4%	371.50	11.00%
工业增加值	77.18	5.2%	90.90	3.90%
固定资产投资	387.1	10.2%	351.30	14.90%
社会消费品零售总额	230.1	10.1%	219.20	10.70%
进出口总额（亿美元）	1.1	5.2%	1.04	30.50%
存款余额	854.24	7.35%	795.76	16.49%
贷款余额	662.10	18.75%	557.60	33.40%
人均 GDP（元）	37,643.54		32,598.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	58.23%		60.39%	

资料来源：张家界市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年张家界市实现地方公共财政收入34.66亿元，比上年增长1.4%。税收收入23.26亿元，增长21%，占地方公共财政收入67.11%。公共财政支出175.2亿元，增长15%。财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为19.78%。

## 四、经营与竞争

公司营业收入主要来源于旅游业务板块和基础设施代建业务板块。2018年，公司实现营业收入165,580.37万元，同比下降9.01%。其中旅游服务收入81,543.21万元，同比增加15.31%，主要原因是子公司武陵源旅游纳入合并范围<sup>1</sup>。委托代建服务收入为61,274.61万元，同比下降26.01%，主要原因是结算规模下降所致。其他业务收入规模不大，对公司营收贡献较小。从毛利率情况来看，2018年综合毛利率为37.93%，上升13.51个百分点，主

<sup>1</sup> 张家界市武陵源旅游产业发展有限公司 2017 年度合并资产负债表，未合并利润表。

要原因是武陵源旅游利润表纳入合并报表，内部成本抵消后导致旅游服务业毛利率提高。

**表 4 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
旅游服务业	81,543.21	69.69%	70,718.12	48.03%
酒店服务业	2,656.64	-36.87%	2,494.47	-26.62%
旅行社服务业	14,110.68	18.72%	20,238.62	16.69%
委托代建服务	61,274.61	13.04%	82,813.57	13.04%
其他	5,995.22	-61.36%	5,707.75	-53.58%
<b>合计</b>	<b>165,580.37</b>	<b>37.93%</b>	<b>181,972.53</b>	<b>24.41%</b>

注：1、2017 年以前公司将旅游服务业、景区环保客运业收入分开列示，2018 年公司将景区环保客运业收入并入旅游服务业收入。

2、其他包括殡仪服务业、租赁服务业、销售服务业、公交车服务业收入。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

#### **受武陵源旅游并入利润表影响，2018 年公司旅游板块收入和毛利率均有提升，但门票价格下调对武陵源旅游收入造成不利影响**

公司旅游板块主要由旅游服务业、酒店服务业和旅行社服务业构成。具体来看，公司旅游服务业收入主要源于张家界政府返还给公司的各类景区门票分成收益、武陵源旅游门票分成与经营收益，以及景区环保客运收入；酒店服务业收入主要源于下属张家界国际大酒店经营收益；旅行社服务业收入源于公司在张家界市当地经营旅行社业务取得的收入。2018 年公司旅游板块收入 98,310.53 万元<sup>2</sup>，同比增加 5.20%。增长幅度不大主要原因是，并入武陵源旅游利润表，合并口径抵扣公司本部及子公司张家界旅游集团股份有限公司原先收益权。旅游板块毛利率由 39.25% 提升到 59.49%，主要系武陵源旅游利润表纳入合并报表，内部成本抵消所致。

2018 年，武陵源核心景区、宝峰湖、十里画廊观光电车和杨家界索道等主要景区共接待购票游客 592.21 万人次，同比下降 0.43%；取得门票总收入 82,531.23 万元，同比下降 7.93%。杨家界索道收入降低主要是由于武陵山大道建设影响，部分路段禁止旅游大巴车通行，致使杨家界索道相对于核心景区处于孤立和封闭状态，客流也明显下降。2018 年 12 月 28 日，武陵山大道正式通车，大大缩短了市区至景区的通行时间，将有效提高旅游运输量，预计未来客流量将恢复并提升。武陵源核心景区收入下降，主要系根据《湖南省发展和改革委员会关于降低武陵源核心景区门票价格的批复》（湘发改价费〔2018〕544 号），景区门票进行价格调整所致。调整内容如下：1）武陵源核心景区门票（包含环保车车票）

<sup>2</sup> 旅游板块包括表 4 中的旅游服务业、酒店服务业、旅行社服务业收入。

实行淡旺季价格收费，每年3月至11月为旺季，12月至次年2月为淡季，其中旺季普通门票降为每人225元（原旺季普通门票为245元），淡季普通门票降为每人115元（原淡季普通门票为136元），门票连续四日有效。2）武陵源核心景区年票（包含环保车车票）价格为每人298元，游客购票后一年内可不限次数进入景区。3）景区对旅行社团购、网络提前购票的游客实行价格优惠：旺季普通门票为每人182元，淡季普通门票为每人91元。

**表 5 2017-2018 年主要景区游客数量及收入情况（单位：万人次、万元）**

景区名称	2018 年		2017 年	
	购票人数	收入	购票人数	收入
宝峰湖	78.59	6,748.50	69.83	5,849.71
十里画廊观光电车	122.42	5,011.53	113.05	4,865.22
杨家界索道	55.78	3,531.45	63.17	4,073.28
武陵源核心景区	335.42	67,239.75	348.72	74,853.00
<b>合计</b>	<b>592.21</b>	<b>82,531.23</b>	<b>594.77</b>	<b>89,641.21</b>

注：购票人数包含购买全票人数和购买优惠票人数。

资料来源：公司提供，张家界旅游集团股份有限公司 2018 年年报

**公司委托代建业务可持续性较好，但2018年受结算进度影响收入有所下降，且项目回款时间存在一定不确定性**

公司作为张家界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）模式投资建设项目总承包协议》，合同有效期为2012年2月1日至2020年12月31日。在实际操作中，张家界市财政局按照合同规定的施工进度节点结算，根据公司项目建设实际发生的建设支出核定工程项目建设成本，并给予一定比例的代建服务费，比例根据具体合同而定，目前回购价值为项目成本的115%。公司委托代建项目收入即为建设支出与代建服务费之和。公司依据张家界市财政局出具的收入确认函确认委托代建项目收入。值得注意的是，上述合同并未对张家界市财政局的回款时间进行约定，公司需先行垫付资金，张家界市财政局付款安排受其资金安排影响，回款时间存在一定不确定性。

2018年公司完工结算的项目包括子午西路二期、永定城区防洪堤和子午西路一期等，共实现代建收入61,274.61万元，同比下降26.01%，主要系结算规模下降。代建业务毛利率为13.04%，与上年持平。

**表 6 2018 年公司委托代建项目回购情况（单位：万元）**

项目名称	收入	成本
------	----	----

张清公路一期	2,740.75	2,383.26
张清公路二期	5,604.46	4,873.44
城市广场	6,099.63	5,304.02
子午西路一期	6,287.83	5,467.68
子午西路二期	12,111.58	10,531.81
张罗公路	4,751.26	4,131.53
张罗公路改线	1,322.29	1,149.81
黄家阁安置区	939.32	816.80
永定城区防洪堤	10,102.86	8,785.10
永定城区污水管网	2,520.00	2,191.30
永定西路	2,051.89	1,784.26
回龙路改造	953.09	828.77
陵园南路	2,320.74	2,018.04
子午公园	1,100.16	956.66
其他	2,368.75	2,059.79
<b>合计</b>	<b>61,274.61</b>	<b>53,282.27</b>

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司已完工未结转的代建工程余额为13.14亿元，主要为澧水风貌带建设项目(二)、西溪坪片区基础设施（道路）工程项目和白马泉高架桥等，所有项目均已签订代建协议，收入较有保障。

**表 7 截至 2018 年末公司已完工未结转的代建工程项目情况（单位：亿元）**

项目	已投资	是否签代建协议
白马泉高架桥	2.55	是
澧水风貌带建设项目(二)	5.54	是
西溪坪片区基础设施（道路）工程项目	2.81	是
陈家溪南路建设项目	0.70	是
澧兰桥	0.67	是
天问路	0.87	是
<b>合计</b>	<b>13.14</b>	-

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司主要的在建委托代建项目计划投资规模为62.10亿元，项目已全部签订代建合同，但在建代建项目未来尚需投资11.21亿元。

**表 8 截至 2018 年末公司主要在建代建项目（单位：亿元）**

项目名称	项目总投资	已投资	收益模式
张家界市沿江旧城改造工程	25.00	24.35	代建

“五路六园”项目	9.35	3.73	代建
贺龙体育中心	7.50	7.36	代建
沙堤大道	7.47	7.20	代建
月亮湾路	4.85	2.10	代建
红壁岩大桥	4.00	2.70	代建
高架桥（澧水大桥至沙堤大道）	2.29	1.95	代建
澧水两岸截污干管整治	0.95	0.85	代建
滨河路（回龙路至观音桥至宝塔岗段）	0.69	0.65	代建
<b>合计</b>	<b>62.10</b>	<b>50.89</b>	-

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司募投项目武陵山大道建设工程和张家界市沿江旧城改造工程已经完工，计入存货中。

#### 公司继续获得较大的外部支持

根据《关于同意张家界市武陵源旅游产业发展有限公司进行政府项目资金财务处理的通知》，张家界市武陵源区人民政府划拨公司子公司武陵源旅游资金33,960.50万元，增加公司资本公积。根据张武国资监[2018]05号和张武国资监[2018]12号文件，张家界市武陵源区国有资产监督管理局将武陵源旅游持有的子公司股权无偿划出，共减少公司资本公积1,100.00万元。整体上看，上述事项净增加资本公积32,860.50万元。

为使公司更好的承担张家界市城市基础设施建设任务，张家界政府通过财政补贴的方式给予公司支持。2018年公司获得财政补贴收入17,489.66万元及20,000.00万元财政贴息，有效提升了公司的利润水平。

**表 9 跟踪期内公司获得的外部支持情况（单位：万元）**

1、资产注入		
资产类别	金额	文件
货币资金	33,960.50	《关于同意张家界市武陵源旅游产业发展有限公司进行政府项目资金财务处理的通知》
2、财政补贴		
补贴金额	依据文件	
17,489.66	湘财建一指【2018】156号等	
20,000.00	-	

资料来源：公司提供

## 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审计并出具标准无保留意见的2017年和2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并范围增加1家一级子公司，减少2家一级子公司，合并范围具体见附录二。

## 资产结构与质量

**2018年公司资产规模保持增长，其他应收款、存货和无形资产占比较大，流动性较弱**

截至2018年末，公司总资产为4,000,225.29万元，同比增长13.03%，主要是债务融资和往来借款增加所致。公司资产结构以流动资产为主，2018年末占比为58.74%。

**表 10 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	366,135.83	9.15%	318,433.85	9.00%
其他应收款	733,863.93	18.35%	547,836.00	15.48%
存货	1,228,888.51	30.72%	1,072,905.80	30.32%
<b>流动资产合计</b>	<b>2,349,677.47</b>	<b>58.74%</b>	<b>1,970,892.50</b>	<b>55.69%</b>
固定资产	415,741.10	10.39%	224,548.17	6.34%
在建工程	301,387.83	7.53%	244,656.06	6.91%
无形资产	807,520.03	20.19%	839,307.71	23.72%
其他非流动资产	544.88	0.01%	176,669.78	4.99%
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,650,547.82</b>	<b>41.26%</b>	<b>1,568,184.48</b>	<b>44.31%</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,000,225.29</b>	<b>100%</b>	<b>3,539,076.98</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2018年末，公司货币资金为366,135.83万元，主要为银行存款，受限资金为15,600.00万元，其中担保保证金5,600.00万元，应付票据保证金10,000.00万元。截至2018年末，公司其他应收款余额为733,863.93万元，同比增长33.96%，主要是新增张家界产业投资（控股）有限公司往来款，以及与张家界市国有资产监督管理委员会与张家界财政局往来款大幅增长所致。鉴于应收对象主要是张家界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。2018年末公司存货账面价值1,228,888.51万元，同比增长14.54%，主要是开发成本增加所致，公司存货主要由开发成本和土地构成，账面价值分别为946,585.88万元和281,654.91万元，占存货比例分别为77.03%和22.92%。公司目前在在建建项目主要体现在开发成本内，未来会随着项目的逐步结转形成收入。存货科目下共有三宗土地使用权，均为商业用地，账面价值为281,654.91万元，面积为329.59万平方米，其中，账面价

值150,199.30万元土地已抵押，占土地总价值53.33%。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产等构成。公司固定资产主要为住宅小区、公路工程和景区设施等房屋建筑物、机器设备及运输工具，2018年末账面价值为415,741.10万元，同比增长85.15%，主要是在建工程和其他非流动资产转入固定资产。截至2018年末公司有价值为5,007.07万元的固定资产未办妥产权证明。2018年末，公司在建工程规模为301,387.83万元，同比增加23.19%，主要系大庸古城南门口特色街区项目账面价值增加，新增杨家坪片区棚户区改造项目等所致。无形资产主要为土地使用权、武陵源核心景区门票经营权和宝峰湖景区等门票分成收益权，2018年末账面价值为807,520.03万元，受摊销影响同比下滑3.79%。2018年末公司其他非流动资产规模为544.88万元，同比下降99.69%，主要为景区配套设施建设项目转入固定资产。

公司资产保持增长，但以其他应收款、存货和无形资产为主，其他应收款回款时间存在较大的不确定性，对公司资金占用明显，存货主要为开发成本和土地使用权，无形资产主要为门票经营收费权、门票分成收益权和土地使用权，且受限资产达64.30亿元，占总资产的16.07%，整体流动性较弱。

## 盈利能力

### 2018年公司营业收入规模下降，政府补助有效提升了公司利润水平

2018年公司营业收入为165,580.37万元，同比下降9.01%，主要是委托代建业务结算规模减少。2018年公司综合毛利率为37.93%，较上年上升13.51个百分点，主要系子公司武陵源旅游利润表纳入合并范围，旅游服务业收入毛利率提升所致。2018年，公司已完工未结转的代建工程余额为13.14亿元，在建代建项目尚需投资11.21亿，未来收入持续性较好。

2018年期间费率为38.29%，同比上升22.10个百分点，主要是2018年度合并子公司武陵源旅游利润表，导致管理费用中的折旧摊销增加，以及利息支出增加所致。2018年公司获得各项补助17,499.66万元，同比增长353.60%，占利润总额的比重达101.14%。2018年公司获得政府补助收入增加，推动公司利润总额大幅增长29.46%至17,301.95万元。

**表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
营业收入	165,580.37	181,972.53
期间费用率	38.29%	16.19%
营业利润	20,102.80	19,267.58
其他收益	17,489.66	3,702.76

营业外收入	380.92	394.66
利润总额	17,301.95	13,364.58
综合毛利率	37.93%	24.41%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金流净额由负转正，当前在建代建项目有一定资金需求，对筹资活动存在依赖**

受武陵源旅游现金流量表并入合并报表，增加销售商品、提供劳务收到的现金的影响，2018年公司收现比由0.77增长至1.50。2018年公司经营活动现金流净额为48,903.35万元，由负转正，主要是为防范化解债务风险，政府贴息性资金增加1.45亿元，武陵源旅游现金流量表本年度列入合并，增加本年度现金流量净额4.32亿元，导致经营性现金流大为改善。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金净流出169,866.50万元，规模较上年大幅增加，主要是武陵源旅游棚户区改造和景区建设项目较多，并入其现金流量表所致。

公司在建代建项目规模较大，且有息债务还本付息压力增加，2018年公司筹资活动现金净流入158,665.12万元，仍保持较高水平。截至2018年末，公司主要在建的代建项目未来仍需投资11.21亿元，公司仍需依赖外部筹资活动满足资金需求。

**表 12 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.50	0.77
销售商品、提供劳务收到的现金	249,178.38	140,723.64
收到的其他与经营活动有关的现金	595,084.42	420,498.02
经营活动现金流入小计	844,320.96	561,316.66
购买商品、接受劳务支付的现金	182,073.38	144,156.93
支付的其他与经营活动有关的现金	579,929.54	494,203.00
经营活动现金流出小计	795,417.61	667,854.02
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>48,903.35</b>	<b>-106,537.35</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-169,866.50</b>	<b>-58,741.04</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>158,665.12</b>	<b>178,734.07</b>
现金及现金等价物净增加额	37,701.97	13,455.68

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

**公司有息债务规模持续增长，偿债压力仍较大**

截至2018年末，公司负债总额2,342,140.35万元，同比增长21.97%，主要系往来借款和有息债务增加所致；2018年末公司所有者权益为1,658,084.94万元，同比小幅增长2.42%；综合以上影响，2018年公司负债与所有者权益比率为141.26%，比上年增加22.64个百分点，所有者权益对负债的保障程度下降。公司负债结构依然以非流动负债为主，非流动负债占比为66.25%。

**表 13 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年	2017年
负债总额	2,342,140.35	1,920,214.39
所有者权益	1,658,084.94	1,618,862.59
产权比率	141.26%	118.62%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2018年末，公司短期借款为28,900.00万元，同比下降50.50%，主要是质押借款大幅减少。截至2018年末，公司应付票据及应付账款余额为31,143.68万元，同比下降27.46%，主要系公司应付固定资产采购款本年减少所致。2018年末，公司预收款项余额为174,651.98万元，同比增加50.71%，主要为预收土地整理收益。2018年末，公司其他应付款余额为376,573.78万元，同比增加56.80%，主要是应付其他单位往来款和保证金增加所致。2018年末，公司一年内到期的非流动负债为175,977.00万元，同比下降15.77%。

截至2018年末，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。截至2018年末，公司长期借款余额965,729.85万元，同比增长25.80%，利率区间为基准利率上浮35%-10.5%。2018年末应付债券余额为434,699.54万元，同比增加17.32%，主要缘于公司本年发行100,000.00万元18年张经投中期票据所致。2018年末，长期应付款为110,301.81万元，同比增加46.64%，主要是新增张家界财政局拨入土地专项债所致，长期应付款中有息债务为79,311.67万元，专项应付款30,990.14万元。

**表 14 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	28,900.00	1.23%	58,380.00	3.04%
应付票据	10,000.00	0.43%	-	-
应付账款	21,143.68	0.90%	42,934.42	2.24%
预收款项	174,651.98	7.46%	115,889.17	6.04%

其他应付款	376,573.78	16.08%	220,147.58	11.46%
一年内到期的非流动负债	175,977.00	7.51%	208,914.05	10.88%
<b>流动负债合计</b>	<b>790,530.39</b>	<b>33.75%</b>	<b>670,774.56</b>	<b>34.93%</b>
长期借款	965,729.85	41.23%	767,697.97	39.98%
应付债券	434,699.54	18.56%	370,514.97	19.30%
长期应付款(合计)	110,301.81	4.71%	75,218.67	3.92%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,551,609.96</b>	<b>66.25%</b>	<b>1,249,439.83</b>	<b>65.07%</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,342,140.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,920,214.39</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	1,694,618.06	72.35%	1,457,237.81	75.89%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款。由于近年来公司对资金的需求不断增加，2018年末公司有息债务合计为1,694,618.06万元，同比增长16.29%，占负债总额的72.35%。截至2018年末，公司短期债务规模为214,877.00万元，占有息债务比重为12.68%，公司面临一定短期偿债压力。

截至2018年末，公司资产负债率为58.55%，上升4.29个百分点。2018年公司流动比率和速动比率较2017有小幅上升，分别为2.97和1.42。考虑到其他应收款对公司资金存在一定占用，且受限资产规模较大，资产流动性较弱，一定程度上削弱了资产对债务的保障能力。受利息支出规模大幅增加影响，2018年公司EBITDA为152,664.49万元<sup>3</sup>，EBITDA利息保障倍数由1.02上升至1.57，利息保障程度有所上升。

**表 15 公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	58.55%	54.26%
流动比率	2.97	2.94
速动比率	1.42	1.34
EBITDA（万元）	152,664.49	57,555.51
EBITDA 利息保障倍数	1.57	1.02
有息债务/EBITDA	11.10	25.32

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

<sup>3</sup> 2018 年 EBITDA 中利息费用为现金流量表-分配股利、利润或偿付利息支付的现金

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5月17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。

从2016年1月1日至报告查询日（2019年3月6日），公司子公司张家界市武陵源旅游产业发展有限公司不存在未结清不良类信贷记录，子公司于2017年9月22日还清中国进出口银行湖南省分行欠息5,771.66元。

## （二）或有事项分析

截至2019年3月31日，公司对外担保金额为415,033.00万元，占2018年末公司所有者权益比重为25.03%。其中张家界茅岩河旅游开发股份有限公司、张家界度假酒店有限公司和张家界长康中医药研究有限责任公司为民营企业，合计担保金额为54,221.00万元。张家界茅岩河旅游开发股份有限公司曾为法院被执行人，且存在失信记录；张家界度假酒店有限公司曾为法院被执行人，且存在失信和欠税记录；张家界长康中医药研究有限责任公司曾为法院被执行人，且存在失信记录。其余担保对象均为国有企业，均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

**表 16 截至 2019 年 3 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
张家界市高铁新区开发建设有限公司	65,000.00	2026-12-31	否
	50,000.00	2024-10-25	否
张家界市棚户区改造投资有限公司	49,800.00	2022-5-24	否
	6,500.00	2022-6-18	否
	15,000.00	2020-11-28	否
	40,000.00	2022-6-18	否
张家界市园林有限公司	10,000.00	2027-12-1	否
张家界游客中心有限公司	9,500.00	2027-12-1	否
张家界市绕城公路建设开发有限公司	14,000.00	2031-11-30	否
张家界茅岩河旅游开发股份有限公司	25,000.00	2018-11-27	否
张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司	20,512.00	2021.01.01	否
张家界市交通建设投资集团有限公司	12,000.00	2021-11-25	否
张家界市市场开发建设有限责任公司	3,500.00	2023-12-01	否
桑植县工业园开发建设有限公司	15,000.00	2037-05-28	否
张家界经济开发区开发建设有限公司	40,000.00	2027-01-25	否
张家界度假酒店有限公司	28,721.00	2005-04-24	否

张家界长康中医药研究有限责任公司	500.00	2017-12-10	否
张家界市市政工程有限责任公司	10,000.00	2018-10-19	否
<b>合计</b>	<b>415,033.00</b>		

资料来源：公司提供

## 八、评级结论

2018年张家界市经济保持增长，外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司拥有门票、客运、酒店和旅行社服务等多种收入，委托代建项目较多，业务发展持续性较好，当地政府在财政补贴和资产注入方面给予公司较大支持。

同时我们也关注到，公司资产以存货、其他应收款和无形资产为主，受限资产占到一定比例，资产流动性较弱。公司主要在建代建项目尚需一定投入，有息负债规模加大，存在较大的偿债压力，对外担保较大，面临较大或有负债风险等风险因素。

综上，中证鹏元对公司及本期债券的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。

## 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	366,135.83	318,433.85	319,993.18
其他应收款	738,086.57	547,836.00	243,618.77
存货	1,228,888.51	1,072,905.80	995,108.39
其他流动资产	9,188.57	20,258.85	2,010.23
流动资产合计	2,349,677.47	1,970,892.50	1,576,227.04
固定资产	415,741.10	224,548.17	81,473.56
在建工程	301,387.83	244,656.06	20,130.41
无形资产	807,520.03	839,307.71	1,055,062.24
其他非流动资产	544.88	176,669.78	148.53
非流动资产合计	1,650,547.82	1,568,184.48	1,204,958.48
资产总计	4,000,225.29	3,539,076.98	2,781,185.52
短期借款	28,900.00	58,380.00	40,950.00
应付票据及应付账款	31,143.68	42,934.42	67,879.32
预收款项	174,651.98	115,889.17	76,231.52
其他应付款	376,573.78	220,147.58	185,591.70
一年内到期的非流动负债	175,977.00	208,914.05	97,340.00
流动负债合计	790,530.39	670,774.56	587,626.00
长期借款	965,729.85	767,697.97	424,871.22
应付债券	434,699.54	370,514.97	262,000.00
长期应付款(合计)	110,301.81	51,730.82	20,768.32
非流动负债合计	1,551,609.96	1,249,439.83	760,040.24
负债合计	2,342,140.35	1,920,214.39	1,347,666.24
有息债务	1,694,618.06	1,457,237.81	845,929.54
所有者权益	1,658,084.94	1,618,862.59	1,433,519.29
营业收入	165,580.37	181,972.53	88,866.39
其他收益	17,489.66	3,702.76	--
营业利润	20,102.80	19,267.58	-89.58
营业外收入	380.92	394.66	11,091.84
净利润	16,318.49	12,114.49	5,758.14
经营活动产生的现金流量净额	48,903.35	-106,537.35	75,996.11
投资活动产生的现金流量净额	-169,866.50	-58,741.04	-88,240.61
筹资活动产生的现金流量净额	158,665.12	178,734.07	255,754.60
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	37.93%	24.41%	44.27%

收现比	1.50	0.77	4.10
产权比率	141.26%	118.62%	94.01%
资产负债率	58.55%	54.26%	48.46%
流动比率	2.97	2.94	2.68
速动比率	1.42	1.34	0.99
EBITDA（万元）	152,664.49	57,555.51	47,214.98
EBITDA 利息保障倍数	1.57	1.02	0.84
有息债务/EBITDA	11.10	25.32	17.92

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

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
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	40,481.77	35.30%	旅游资源开发，旅游基础设施建设，旅游配套服务
张家界市武陵源旅游产业发展有限公司	56,000.00	100.00%	武陵源风景区门票销售及旅游相关产业服务
张家界经投资产管理有限公司	10,000.00	100.00%	受托资产管理；投资管理；
北京张经投酒店有限公司	100.00	100.00%	住宿；中餐；会议服务；销售土产品、日用品、酒、饮料
张家界市城市建设投资有限公司	10,000.00	100.00%	市政建设；土地一级开发
长沙张经投酒店管理有限公司	500.00	100.00%	住宿、餐饮
张家界经投集团后勤服务管理有限责任公司	500.00	100.00%	机关单位内部后勤服务管理；住宿服务；餐饮服务

资料来源：公司提供

### 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+分配股利、利润或偿付利息支付的现金+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
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 $\times 100\%$
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	短期借款+ 应付票据+1 年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息债务

## 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。