

2019 年南通天山置业有限公司  
公司债券 2020 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：

谭璇

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪第  
【205】号 01  
债券简称：19 天山置业债  
/19 天山债

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：2.7 亿元  
债券到期日期：2026 年 12  
月 10 日

还本付息方式：采用单利  
按年计息，每年付息一次，  
本期债券存续期的第 3 至  
7 个计息年度末分别按照  
债券发行总额 20%的比例  
偿还债券本金

#### 分析师

姓名：  
郜宇鸿 陈刚

电话：  
0755-82873966

邮箱：  
gaoyh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资  
信评估股份有限公司城投  
公司信用评级方法，该评  
级方法已披露于中证鹏元  
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)

## 2019 年南通天山置业有限公司 公司债券 2020 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	2020 年 6 月 17 日	2019 年 10 月 29 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”）对南通天山置业有限公司（以下简称“天山置业”或“公司”）2019 年 12 月 10 日公开发行总额 2.7 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2020 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崇川区经济实力较强，为公司发展提供了良好基础，公司承建的保障房项目较多，业务可持续性较好，财政补贴有效提升了公司的利润水平，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保提升了本期债券的安全性；同时我们也关注到了公司资产整体流动性较弱、后续面临较大资金支出压力、债务规模增长较快以及存在一定的或有负债等风险因素。

### 正面：

- 崇川区经济实力较强，为公司发展提供了良好基础。受益于消费及固定资产投资增加，2019 年崇川区实现地区生产总值 948.47 亿元，同比增长 5.8%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务可持续性较好。随着崇川区保障房建设工作的持续推进，公司承建的保障房项目较多，截至 2019 年末，公司全部项目尚需投资 89.61 亿元，待结转成本规模达 69.08 亿元，后续业务可持续性较有保障。
- 财政补贴有效提升了公司的利润水平。公司作为崇川区重要的保障房建设主体，地方政府在财政补助等方面给予了一定的支持，2019 年公司获得财政补贴 5,038.00

万元，有效提升了公司的盈利能力。

- **江苏再担保提供的不可撤销连带责任保证担保提高了本期债券的安全性。**经中证鹏元评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保提高了本期债券的安全性。

### 关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由应收款项和存货构成，截至 2019 年末应收款项和存货合计占总资产比重为 82.00%，应收款项对公司营运资金形成较大占用，存货主要系安置房开发成本，且大部分处于未完工状态，较难在短期内集中变现，存在一定流动性风险。
- **公司主业回款情况不佳，面临较大资金支出压力。**由于公司安置房项目回款速度缓慢，2019 年公司收现比为 0.31，仍维持在较低水平。截至 2019 年末，公司在建及拟建项目尚需投资规模为 89.61 亿元，面临较大资金支出压力。
- **公司债务规模增长较快，负债水平较高。**随着经营规模的不断扩大，公司负债规模快速上升，2019 年末资产负债率上升至 70.00%，有息债务为 43.79 亿元，较上年末增长 12.81%，债务负担进一步加重。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2019 年 12 月末，公司及其子公司对外提供担保金额合计 21.62 亿元，与 2019 年末所有者权益之比为 48.16%，被担保单位主要系政府下属单位，但金额较大，且无相应的反担保措施，存在一定或有负债风险。

### 公司主要财务指标：（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,496,626.57	1,118,852.04	985,081.97
所有者权益	448,959.83	430,203.37	410,167.11
有息债务	437,919.21	388,195.36	437,482.14
资产负债率	70.00%	61.55%	58.36%
现金短期债务比	3.42	7.31	16.12
营业收入	225,020.18	264,271.36	79,943.68
其他收益	5,038.00	5,931.00	5,888.00
利润总额	23,851.65	24,951.65	16,107.12
综合毛利率	10.56%	10.53%	15.79%
EBITDA	31,044.82	29,350.09	17,092.59
EBITDA 利息保障倍数	1.74	1.36	0.94

经营活动现金流净额	74,225.72	13,187.99	-40,593.53
收现比	0.31	0.20	0.56

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 江苏再担保主要财务指标：（单位：亿元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	143.93	122.24	108.48
所有者权益	75.27	71.73	69.86
融资性直接担保责任余额*	452.98	452.04	327.25
融资性再担保责任余额*	23.62	171.90	159.42
融资担保放大倍数（合计）（倍）*	8.59	8.70	6.97
当期担保代偿率*	0.04‰	0.97‰	0.00‰

注 1：2016 年和 2017 年财务数据分别采用 2017 年和 2018 年审计报告的上期数。

注 2：“\*”表示数据为母公司口径。

注 3：2018 年融资担保责任余额和融资担保放大倍数按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：江苏再担保 2017-2018 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

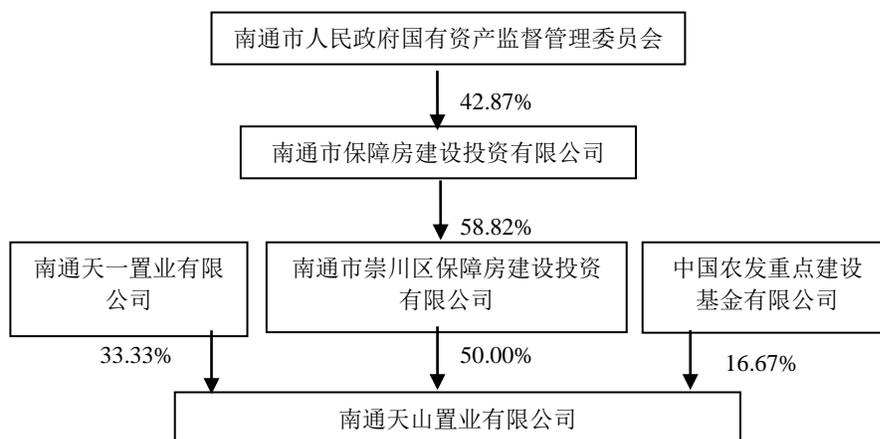
## 一、本期债券募集资金使用情况

本期债券募集资金总额2.7亿元，其中1.35亿元拟用于R15030地块一期（东区）建设项目，1.35亿元拟用于R15030地块二期（西区）建设项目。截至2020年4月30日，本期债券募集资金专户余额为14,369.10万元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构及实际控制人均未发生变化。截至2019年12月31日，公司注册资本为30,000.00万元，实缴资本30,000.00万元，南通市崇川区保障房建设投资有限公司持股50.00%，南通天一置业有限公司持股33.33%，中国农发重点建设基金有限公司持股16.67%。公司股权及控制关系如下。

图1 截至2019年12月31日公司股权及控制关系图<sup>5</sup>



资料来源：公司提供

公司作为南通市崇川区重要的安置房建设主体，主要从事安置房建设工作，具体包括房地产开发经营、房屋租赁、基础工程、水电安装、园林绿化、装饰装潢材料销售等。截至2019年末，公司纳入合并范围子公司2家，当年合并范围未发生变化，详见下表。

<sup>5</sup> 截至2019年末，南通市崇川区保障房建设投资有限公司、南通天一置业有限公司、中国农发重点建设基金有限公司实缴金额占实收资本比例分别为54.76%、33.33%和11.91%，实收资本占比变动系公司控股股东南通市崇川区保障房建设投资有限公司回购中国农发重点建设基金有限公司持有公司的股权所致。

**表1 截至 2019 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司（单位：万元）**

子公司名称	注册资 本	持股比 例	主营业务
南通天乐资产管理 有限公司	3,000.00	100.00%	实业投资；物业管理；建筑材料、贵金属、纺织品、纺织机械设备的销售；房屋租赁
南通天特建设项 目管理有限公司	500.00	51.00%	建设项目管理服务；建设工程造价咨询；建设工程招标代理；建设工程技术服务

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

### 三、外部运营环境

#### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹**

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施投资建设增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施投资建设预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风

险的大背景未变，反弹力度有限。

### **2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

**2019年南通市经济总量保持增长，第二产业支柱作用依然明显，固定资产投资增速有所下滑**

2019年南通市实现地区生产总值9,383.4亿元，按可比价格计算，比上年增长6.2%。其中：第一产业增加值428.8亿元，同比增长2.7%；第二产业增加值4,602.1亿元，同比增长6.9%；第三产业增加值4,352.5亿元，同比增长5.7%。南通市三次产业结构由2018年4.7:46.8:48.4调整为2019年的4.6:49.0:46.4，第二产业支柱作用依然明显。2019年南通市人均GDP达到128,295元，同比增长11.25%，是同期全国人均GDP的1.81倍，地区经济发展较好。

南通市拥有较强的工业基础，逐渐形成了电子信息业、高端纺织业、船舶海工产业三大重点支柱产业和新能源、智能装备和新材料三大重点新兴产业。2019年南通市规模以上工业增加值同比增长7.2%。分经济类型看，国有企业同比增长21.6%，股份制企业同比增长8.9%，外商及港澳台投资企业同比增长3.5%。固定资产投资方面，2019年南通市固定资产投资额同比增长6.6%，增速较上年有所下滑，其中，工业投资同比增长5.9%，服务业投资同比增长7.6%，基础设施投资同比增长6.8%。2019年南通市房地产投资增长较快，全年完成房地产开发投资914.4亿元，同比增长20.4%。

消费方面，2019年南通市社会消费品零售总额3,260.2亿元，同比增长5.6%；对外贸易方面，2019年南通市进出口总额为2,519.9亿元，同比下降0.9%；其中，出口额1,715.1亿元，同比增长2.3%；进口总值804.8亿元，同比下降7.1%。

南通市金融机构人民币存、贷款继续增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境，2019年末金融机构本外币存款、贷款余额分别为13,725.3亿元和10,211.9亿元，分别同比增长12.4%和14.9%。

**表2 2018-2019年南通市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	9,383.4	6.2%	8,427.0	7.2%
第一产业增加值	428.8	2.7%	397.8	2.2%
第二产业增加值	4,602.1	6.9%	3,947.9	6.5%
第三产业增加值	4,352.5	5.7%	4,081.4	8.4%
规模以上工业增加值	-	7.2%	-	7.7%
固定资产投资	-	6.6%	-	8.8%
社会消费品零售总额	3,260.2	5.6%	3,088.8	9.0%

进出口总额	2,519.9	-0.9%	2,542.9	7.7%
存款余额	13,725.3	12.4%	12,211.2	4.0%
贷款余额	10,211.9	14.9%	8,878.0	11.1%
人均 GDP (元)	128,295		115,320	
人均 GDP/全国人均 GDP	180.97%		178.39%	

资料来源：南通市 2018-2019 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年南通市实现公共财政收入619.3亿元，同比增长2.2%，其中税收收入507.6亿元，占公共财政收入比重为82.0%；同期南通市公共财政支出为972.8亿元，同比增长10.9%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为63.66%。

### 受益于消费及固定资产投资增长，2019年崇川区经济总量保持增长

崇川区系南通市主城区，南通市委、市政府的驻地，下辖10个街道、1个省级开发区，截至2019年末，全区常住人口共计72.18万人，人均GDP为131,732元，是南通市人口最密集、生产要素最集中、城市化水平最高的区域。2019年崇川区实现地区生产总值948.47亿元，增速为5.8%，经济总量增速持续放缓。由于崇川区系南通市商贸服务核心区域，第三产业占比较高，2019年三次产业结构比例为0.0:24.8:75.1。

崇川区近年已形成了以船舶修造、装备制造、轻工食品、电子信息、现代纺织五大产业板块。2019全年实现工业增加值171.58亿元，增速为5.8%。2019年崇川区固定资产投资增速为7.5%，其中工业投资增速8.8%；2018年崇川区房地产投资增速为11.1%，同比提升8.4个百分点。2019年崇川区社会消费品零售总额保持增长，其中批发零售总额为441.44亿元，住宿餐饮业销售额为47.87亿元。

**表 3 崇川区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	948.47	5.8%	819.51	6.7%
第一产业增加值	0.04	-29.6%	0.06	-27.2%
第二产业增加值	235.65	5.6%	195.26	4.7%
第三产业增加值	712.77	5.8%	624.19	7.3%
工业增加值	171.58	5.8%	130.89	4.3%
固定资产投资	-	7.5%	-	8.2%
社会消费品零售总额	489.31	5.7%	462.97	7.8%
进出口总额	418.92 (亿元)	-10.1%	71.07 (亿美元)	7.7%
人均 GDP (元)	131,732		114,385	
人均 GDP/全国人均 GDP	185.82%		176.95%	

资料来源：南通市崇川区 2018-2019 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年崇川区实现一般公共预算收入72.53亿元，同比增长3.6%，其中税收收入61.63亿元，占公共财政收入比重为84.97%；同期崇川区一般公共预算支出为42.81亿元，同比增长8.3%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为169.42%。

#### 四、经营与竞争

公司是崇川区重要的保障房建设主体，主营业务范围涵盖了保障房建设、棚户区改造，并附带少量物业管理及房屋中介业务，现阶段业务领域主要集中于崇川区观音山新城片区。2019年公司实现主营业务收入22.50亿元，其中工程建设收入占比为99.48%，系公司主营业务收入的主要来源。公司还负责少量物业管理及工程管理及咨询业务，规模较小。2019年主营业务收入同比下滑14.80%，主要是保障房建设项目受工程结算进度影响所致；主营业务毛利率为10.56%，与上年基本持平。

**表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	223,858.89	10.72%	262,726.36	10.54%
租赁及物业	1,161.29	-1.89%	1,391.17	15.02%
<b>合计</b>	<b>225,020.18</b>	<b>10.56%</b>	<b>264,117.53</b>	<b>10.54%</b>

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

**公司安置房项目较多，业务持续性较好，但目前在建拟建项目尚需投资规模较大，后续面临较大的资金支出压力**

公司的安置房项目主要以委托代建模式进行运营，委托方为南通市天城建设投资有限公司（以下简称“天城建设”），根据签订的代建协议，公司按照项目委托方提供的相关施工图纸、技术要求及标准，自主进行建设、投资。工程完工后，经项目委托人组织交工验收无误后，再由公司交于项目委托人投入使用。项目委托人按照合同约定应偿还包括融资费用、管理费用、建设投资及其他属于代建款的款项。除双方认定的代建款之外，另加计代建投资额的15%-20%作为项目代建收益。项目委托人承诺，代建投资额及相应的代建收益将根据项目建设进度或项目验收结果分期支付至公司，但项目委托人为政府实际控制下的平台公司，实际支付额度较易受财政支付安排影响，近年来回款情况表现不佳。

公司安置房项目建设成本主要包括安置房小区用地成本、安置房项目本身建设成本、以及拆迁安置户的补贴费用。其中，公司安置房业务所需建设用地全部系公司通过“招拍挂”等方式取得的，加之安置房项目本身建设成本及拆迁安置补偿费，全部作为项目成本记入存货。2019年公司工程建设收入来源于鑫城南苑、观阳名邸、观河华府安置房和滨河

五期项目，详见下表。

**表 5 2018-2019 年公司安置房业务收入明细情况（单位：万元）**

年份	项目名称	项目成本	确认收入
2018 年	鑫城南苑	74,743.05	83,450.98
	观阳名邸	63,082.34	70,431.74
	观河华府	97,198.13	108,843.64
	<b>合计</b>	<b>235,023.52</b>	<b>262,726.36</b>
2019 年	观阳名邸	90,531.81	101,079.20
	观河华府	58,981.92	65,853.59
	鑫城南苑	36,880.83	41,177.63
	滨河五期	13,467.70	15,748.47
	<b>合计</b>	<b>199,862.25</b>	<b>223,858.89</b>

资料来源：公司提供

公司作为崇川区重要的保障房建设主体，自成立以来，安置房项目不断增加，业务规模逐年上升，截至2019年末，公司在建及拟建项目13个，预计总投资达220.88亿元，已累计投资137.40亿元，尚需投资合计89.61亿元（剔除观河华府、鑫城南苑及滨河六期等超出预计总投资部分），所需资金均由公司自行筹措，公司后续面临较大融资压力。

**表 6 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要在建及拟建工程项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
观阳名邸	193,289.98	179,631.95	13,658.03
观河华府	145,793.55	158,494.42	-
兴石河	433,600.00	300,798.90	132,801.10
鑫城南苑	104,773.80	124,888.95	-
中桥名邸	141,202.37	138,283.66	2,918.71
R15030 地块建设项目	128,800.00	105,922.45	22,877.55
滨河五期	168,967.92	168,821.77	146.15
滨河六期	89,989.78	118,511.13	-
水街	25,919.51	14,806.57	11,112.94
华润及周边地块	180,000.00	171.77	179,828.23
裕景苑西侧地块	83,660.00	33,304.20	50,355.80
R19026 兴石花园二期（四号地块）	282,800.00	30,378.38	252,421.62
兴石花园二期（二号地块）	230,000.00	0.00	230,000.00
<b>合计</b>	<b>2,208,796.91</b>	<b>1,374,014.15</b>	<b>896,120.13</b>

资料来源：公司提供

尚未结算的在建项目中，截至2019年末，有滨河五期、滨河六期、观阳名邸、观河华府以及鑫城南苑已确认全部或部分收入，相应结转成本68.31亿元，全部项目待结转成本

规模达69.08亿元，公司后续业务可持续性较好。

**表 7 截至 2019 年末公司在建项目结转情况（单位：万元）**

项目名称	项目已投资	累计已结转成本	待结转成本
观阳名邸	179,631.95	163,278.65	16,353.31
观河华府	158,494.42	156,467.96	2,026.46
兴石河	300,798.90	-	300,798.90
鑫城南苑	124,888.95	116,862.57	8,026.38
中桥名邸	138,283.66	-	138,283.66
R15030 地块建设	105,922.45	-	105,922.45
滨河五期	168,821.77	165,538.83	3,235.50
滨河六期	118,511.13	80,990.80	37,518.04
水街	14,806.57	-	14,806.57
华润及周边地块	171.77	-	171.77
R19004 裕景苑西	33,304.20	-	33,304.20
R19026 兴石河四	30,378.38	-	30,378.38
<b>合计</b>	<b>1,374,014.15</b>	<b>683,138.81</b>	<b>690,825.62</b>

资料来源：公司提供

### 财政补贴有效提升了公司的利润水平

公司系南通市崇川区保障房建设投资有限公司下属子公司，实际控制人为南通市人民政府，目前主要负责崇川区的保障房建设工作，为支持和保障公司稳步发展，政府在财政补贴方面对公司给予支持，在一定程度上增强了公司的盈利能力。为保证保障性住房建设的稳步推进，2019年南通市崇川区观音山新城管理委员会下发了对公司进行财政补贴的文件，公司获得政府补助5,038.00万元，增厚了公司利润。

## 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勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年三年连审审计报告和2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内，公司合并报表范围未发生变化，截至2019年末纳入合并范围的一级子公司共2家，具体情况如表1所示。

## 资产结构与质量

**2019年公司资产规模增幅较大，公司资产主要系应收款项和在建安置房的开发成本，资产整体流动性较弱**

由于安置房项目投入持续增加，叠加外部融资规模增长，公司资产规模扩张较快，2019年末公司资产总额较上年末增长33.76%至149.66亿元。公司主要资产为应收款项和安置房投资成本，其中安置房建设成本计入存货，2019年末公司流动资产占比为98.31%。

**表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	237,667.97	15.88%	72,344.59	6.47%
应收账款	407,926.91	27.26%	251,695.83	22.50%
其他应收款	128,336.32	8.58%	128,190.06	11.46%
存货	690,825.61	46.16%	632,025.04	56.49%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,471,259.68</b>	<b>98.31%</b>	<b>1,096,963.33</b>	<b>98.04%</b>
长期股权投资	10,472.33	0.70%	7,056.48	0.63%
投资性房地产	13,777.37	0.92%	14,185.66	1.27%
<b>非流动资产合计</b>	<b>25,366.89</b>	<b>1.69%</b>	<b>21,888.71</b>	<b>1.96%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,496,626.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,118,852.04</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末，公司货币资金余额为23.77亿元，主要为银行存款，其中2.04亿元系银行承兑汇票保证金和质押定期存单，使用受限。2019年公司保障房项目结算规模较大，而回款情况表现不佳，2019年末公司应收账款期末余额大幅增长至40.79亿元，全部为应收天城建设的工程款，账龄为1年以内及1-2年。其他应收款主要系应收关联单位的往来款，2019年末余额为12.83亿元，与上年基本持平，欠款方前五名分别为天城建设（8.48亿元）、南通友富贸易有限公司(2.14亿元)、南通市崇川国有资产运营有限公司（1.68亿元）、南通天启置业有限公司（0.40亿元）和南通市建筑工程管理处（0.32亿元）。公司各类应收款项规模较大，对营运资金造成较大占用。存货系公司资产的主要构成部分，2019年末账面价值为69.08亿元，占总资产的46.16%，全部系安置房及部分基础设施工程的开发成本。

公司非流动资产比重较小，长期股权投资主要为对联营企业南通天扬置业有限公司的股权投资款，2019年有所增加主要是联营企业分配利润所致；投资性房地产主要为子公司南通天乐资产管理服务有限公司（以下简称“天乐资产”）2016年购买的部分商铺和商品房。

总体来看，随着在建项目投入的不断累积，公司资产规模增长较快，资产主要构成系应收账款及存货中的开发成本，资产整体流动性较弱。

## 盈利能力

### 公司未来业务可持续性较好，毛利率水平保持稳定

2019年公司实现营业收入22.50亿元，较上年略有下滑，其中工程建设收入占比为99.48%，系公司营业收入的主要来源。公司承建的保障房项目较多，总投资规模和待结算规模较大，未来业务可持续性较好。公司代建项目结算加成比例较为稳定，2019年综合毛利率为10.56%，与上年基本持平。

跟踪期内，公司持续获得当地政府的财政支持，2019年获得财政补贴占利润总额的21.12%。2019年公司实现投资收益7,915.85万元，系投资联营企业南通天扬置业有限公司确认的投资损益。外部支持和投资收益的实现，对公司利润形成了较好支撑。

**表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019 年	2017 年
营业收入	225,020.18	264,271.36
其他收益	5,038.00	5,931.00
投资收益	7,915.85	-770.52
营业利润	23,795.79	24,942.12
营业外收入	61.28	9.65
利润总额	23,851.65	24,951.65
综合毛利率	10.56%	10.53%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司回款情况仍表现不佳，项目建设投入力度较大，融资需求较大

由于项目代建款的回收情况不善，2019年公司的收现比为0.31，较上年略有提升，但仍表现较差。2019年随着公司往来款净流入增加，经营活动净现金流持续改善。2019年公司投资活动现金净流入4,495.81万元，系联营企业确认的投资收益。

筹资活动方面，2019年公司主要通过发行债券、银行借款等方式筹集资金，同时政府及相关单位对公司的资金拆借亦为公司外部筹资活动的重要资金来源，当年公司筹资活动现金净流入6.62亿元。随着工程建设的持续投入，且代建工程回款时间不确定，公司整体现金流入主要依赖于外部融资活动，融资需求较大。

整体上看，近年公司安置房项目建设投资力度较大，叠加营收回款收缩，公司整体现金流平衡主要依赖于外部融资，考虑到在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

**表10 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	0.31	0.20
销售商品、提供劳务收到的现金	68,749.69	51,891.92
收到的其他与经营活动有关的现金	322,247.25	306,676.68
经营活动现金流入小计	390,996.94	358,568.61
购买商品、接受劳务支付的现金	225,877.53	101,992.62
支付的其他与经营活动有关的现金	85,849.76	239,745.53
经营活动现金流出小计	316,771.22	345,380.61
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>74,225.72</b>	<b>13,187.99</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>4,495.81</b>	<b>-1.94</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>66,201.85</b>	<b>-69,769.03</b>
现金及现金等价物净增加额	144,923.39	-56,582.98

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司债务负担进一步加重，面临一定的偿债压力

随着安置房投资的增加，公司融资规模加大，2019年末负债规模大幅增长52.13%至104.77亿元。虽然收益累积使公司的权益资本逐步增厚，但负债规模上升较快，2019年公司产权比率增长至233.35%，净资产对负债的保障程度较弱。

**表 11 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年	2018年
负债总额	1,047,666.74	688,648.67
所有者权益	448,959.83	430,203.37
产权比率	233.35%	160.08%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末短期借款余额为2.46亿元，全部为子公司天乐资产的借款，保证人为公司和南通众和融资担保集团有限公司，质押为银行定期存单。公司应付票据均为银行承兑汇票，2019年末余额2.48亿元。应付账款主要系对施工单位的应付工程款，2019年末余额0.80亿元。其他应付款主要系关联单位往来款，2019年款项规模持续大幅增加，年末余额为54.98亿元，同比增长102.31%，其中对南通市崇川区保障房建设投资有限公司、南通市崇川区财政局和南通市保障房建设投资有限公司的应付规模分别为18.22亿元、14.51亿元和12.39亿元；账龄分布方面，账期1年以内的占比59.48%，1-2年的占比28.98%，2-3年的占比11.53%。其他应付款主要为对股东和政府单位的往来款，偿付具有一定的弹性。

公司的长期借款包括国家开发银行借款、商业银行借款和信托借款，其中国家开发银

行借款11.80亿元，信托借款0.48亿元，其余为商业银行借款。公司长期借款全部为抵押、质押借款和保证借款，其中抵、质押资产为土地、在建安置房项目、应收债权，保证人为天城建设（公司安置房项目的委托方）、南通市崇川城市建设投资有限公司和南通市保障房建设投资有限公司（公司股东）。公司应付债券系“17天山01”、“18天山01”、“19天山01”和“19天山债”，截至2019年底，应付债券余额为18.14亿元。

**表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	24,570.00	2.35%	9,900.00	1.44%
应付票据	24,800.00	2.37%	0.00	0.00%
应付账款	7,980.57	0.76%	7,049.31	1.02%
其他应付款	549,849.34	52.48%	271,792.05	39.47%
一年内到期的非流动负债	45,000.00	4.30%	0.00	0.00%
<b>流动负债合计</b>	<b>679,317.53</b>	<b>64.84%</b>	<b>310,353.31</b>	<b>45.07%</b>
长期借款	186,955.25	17.84%	311,351.50	45.21%
应付债券	181,393.97	17.31%	66,943.86	9.72%
<b>非流动负债合计</b>	<b>368,349.21</b>	<b>35.16%</b>	<b>378,295.36</b>	<b>54.93%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,047,666.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>688,648.67</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	437,919.21	41.80%	388,195.36	56.37%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年底，有息债务总额为43.79亿元，同比增长12.81%，占负债总额比重为41.80%。从公司有息债务偿还期限分布来看，2020-2021年有息债务到期金额较大，公司面临一定的偿债压力。

**表 13 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）**

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
有息负债	11.67	11.33	1.58	8.55

资料来源：公司提供

2019年公司债务负担进一步加重，资产负债率上升到70.00%，处于较高水平。由于一年内到期的非流动负债大幅增加，公司现金短期债务比迅速下降至3.42，货币资金仍能够对短期有息债务形成覆盖。公司有息债务规模较大，2019年EBITDA利息保障倍数为1.74，较上年略有提升，有息债务与EBITDA比值增加至14.11，面临一定的偿债压力。

**表 14 公司偿债能力指标**

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	70.00%	61.55%

现金短期债务比	3.42	7.31
EBITDA（万元）	31,044.82	29,350.09
EBITDA 利息保障倍数	1.74	1.36
有息债务/EBITDA	14.11	13.23

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

**江苏再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保提高了本期债券的安全性**

本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期间为债券存续期及债券到期日起第二年。债券持有人在此期间未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本30亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属政策性再担保机构。2018年，江苏再担保分别以资本公积和未分配利润转增资本2.27亿元和3.46亿元，注册资本由57.34亿元增加至63.08亿元。2019年3月，江苏再担保注册资本由63.08亿元增加至72.75亿元；其中，宿迁市人民政府、扬州龙川控股金融投资有限公司、新沂市人民政府、徐州市贾汪城市建设投资有限公司、江苏润城资产经营集团有限公司、江苏裕华投资开发集团有限公司和淮安高新技术产业开发区管理委员会分别增资2.75亿元、2.00亿元、1.00亿元、1.00亿元、1.00亿元、1.00亿元和0.92亿元。截至2019年6月末，江苏再担保注册资本和实收资本均为72.75亿元，控股股东和实际控制人仍为江苏省人民政府，其持股比例为29.25%。

**表 15 截至 2019 年 6 月 30 日江苏再担保股权结构情况**

股东名称	出资额（亿元）	持股比例（%）
江苏省人民政府	21.28	29.25
江苏省国信集团有限公司	4.40	6.05
江苏国经控股集团有限公司	3.30	4.54
常州市新北区人民政府	3.30	4.54
启东国有资产投资控股有限公司	3.30	4.54
宿迁市人民政府	2.75	3.78
丹阳市人民政府	2.20	3.02
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	2.20	3.02
扬州市广陵区国有资产管理中心	2.20	3.02
如皋市人民政府	2.20	3.02

常州市钟楼新城投资建设有限公司	2.20	3.02
扬州经济技术开发区开发总公司	2.20	3.02
扬州龙川控股金融投资有限公司	2.00	2.75
其他 22 名股东	19.22	26.42
<b>合计</b>	<b>72.75</b>	<b>100.00</b>

资料来源：江苏再担保提供，中证鹏元整理

江苏再担保主要从事直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款、典当等业务。担保业务收入和利息收入是江苏再担保最主要的收入来源，2018年分别占营业总收入的49.36%和30.55%。江苏再担保的担保业务收入以直接担保业务收入为主，利息收入主要来自信托产品、委托贷款、小额贷款、典当业务等。随着各主要业务的发展，2016-2018年江苏再担保营业总收入持续增长，分别为10.03亿元、11.26亿元和13.31亿元，年均复合增长率为15.19%。

**表 16 2016-2018 年江苏再担保营业总收入构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	65,680.96	49.36%	55,230.46	49.07%	46,422.15	46.29%
其中：直接担保业务收入	55,802.55	41.93%	50,813.02	45.14%	41,913.09	41.79%
再担保业务收入	9,878.41	7.42%	4,417.44	3.92%	4,509.06	4.50%
利息收入	40,656.03	30.55%	31,731.11	28.19%	30,621.94	30.53%
融资租赁业务收入	21,996.44	16.53%	13,725.66	12.19%	17,414.21	17.36%
其他收入	4,737.44	3.56%	11,876.88	10.55%	5,836.16	5.82%
<b>合计</b>	<b>133,070.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>112,564.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>100,294.46</b>	<b>100.00%</b>

注：2016年和2017年财务数据分别采用2017年和2018年审计报告的上期数。

资料来源：江苏再担保 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年12月31日，江苏再担保资产总额为143.93亿元，所有者权益合计75.27亿元；2018年度，江苏再担保实现营业总收入13.31亿元，利润总额5.04亿元。

**表 17 2016-2018 年江苏再担保主要财务指标（单位：亿元）**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	143.93	122.24	108.48
所有者权益合计	75.27	71.73	69.86
现金类资产	37.34	23.62	28.43
营业总收入	13.31	11.26	10.03
担保业务收入	6.57	5.52	4.64
利息收入	4.07	3.17	3.06
投资收益	0.56	0.75	0.32
利润总额	5.04	4.41	3.75

净资产收益率	5.15%	4.51%	4.49%
担保余额*	1,215.72	1,036.64	921.24
融资担保责任余额*	476.60	623.94	486.67
其中：融资性直接担保责任余额*	452.98	452.04	327.25
融资性再担保责任余额*	23.62	171.90	159.42
当期担保发生额*	1,021.87	901.56	943.21
拨备覆盖率*	651.42%	354.56%	294.37%
准备金覆盖率*	3.04%	2.09%	2.34%
融资担保放大倍数（合计）（倍）*	8.59	8.70	6.97
其中：融资担保放大倍数（直保）（倍）*	8.17	6.30	4.68
融资担保放大倍数（再保）（倍）*	0.43	2.40	2.28
当期担保代偿率*	0.04‰	0.97‰	0.00‰
累计代偿回收率*	40.65%	30.81%	32.68%

注 1：2016 年和 2017 年财务数据分别采用 2017 年和 2018 年审计报告的上期数。

注 2：“\*”表示数据为母公司口径。

注 3：2018 年融资担保责任余额和融资担保放大倍数按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。  
资料来源：江苏再担保 2017-2018 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销的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2017年1月1日至报告查询日（2020年3月11日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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2019年12月31日，公司及其子公司对外提供担保金额合计21.62亿元，与2019年末所有者权益之比为48.16%，被担保单位主要系政府下属单位，但担保金额较大，且无相应的反担保措施，存在一定或有负债风险。

**表 18 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保单位	担保金额	担保到期日	是否有反担保措施
南通鑫浩建设投资发展有限公司	15,000	2020 年 9 月 24 日	否

南通市天城建设投资有限公司	48,600	2022年9月29日	否
南通市天城建设投资有限公司	15,000	2020年4月2日	否
南通市崇信建设有限公司	10,000	2022年3月20日	否
南通观音山经济开发有限公司	15,000	2020年12月18日	否
南通观音山经济开发有限公司	7,200	2020年8月27日	否
南通市天城建设投资有限公司	8,500	2020年1月15日	否
南通江海融资租赁有限公司※	4,900	2021年3月15日	否
南通市崇川城市建设投资有限公司	50,000	2021年3月11日	否
南通市天城建设投资有限公司	22,000	2021年8月20日	否
南通市天城建设投资有限公司	20,000	2024年11月20日	否
<b>合计</b>	<b>216,200</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

注：※该笔对外担保形成原因是南通江海融资租赁有限公司向公司提供融资租赁款，公司为该笔融资租赁款提供担保。

资料来源：公司提供

## 八、评级结论

2019年，崇川区地方经济总量和财政收入规模持续增长，为公司发展提供了较好的外部环境。公司营业收入略有下降，但随着崇川区保障房建设工作的深入推进，公司承建的保障房项目较多，业务可持续性较好，未来营业收入仍较有保障。公司2019年获得财政补贴5,038万元，有效提升了公司的利润水平。江苏再担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保提升了本期债券的安全性。

同时我们也关注到了公司资产整体流动性较弱；主业回款情况表现不佳，后续面临较大资金支出压力；有息债务规模增长较快，面临一定的偿债压力以及存在一定的或有负债等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元将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。

## 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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	237,667.97	72,344.59	128,927.57
应收账款	407,926.91	251,695.83	39,250.65
其他应收款	128,336.32	128,190.06	32,354.87
存货	690,825.61	632,025.04	751,840.46
资产总计	1,496,626.57	1,118,852.04	985,081.97
短期借款	24,570.00	9,900.00	8,000.00
其他应付款	549,849.34	271,792.05	114,673.67
一年内到期的非流动负债	45,000.00	0.00	0.00
长期借款	186,955.25	311,351.50	379,700.00
应付债券	181,393.97	66,943.86	49,782.14
负债合计	1,047,666.74	688,648.67	574,914.86
所有者权益合计	448,959.83	430,203.37	410,167.11
营业收入	225,020.18	264,271.36	79,943.68
其他收益	5,038.00	5,931.00	5,888.00
营业利润	23,795.79	24,942.12	16,158.60
利润总额	23,851.65	24,951.65	16,107.12
经营活动产生的现金流量净额	74,225.72	13,187.99	-40,593.53
投资活动产生的现金流量净额	4,495.81	-1.94	16.28
筹资活动产生的现金流量净额	66,201.85	-69,769.03	74,002.72
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	10.56%	10.53%	15.79%
收现比	0.31	0.20	0.56
产权比率	233.35%	160.08%	140.17%
资产负债率	70.00%	61.55%	58.36%
有息债务（万元）	437,919.21	388,195.36	437,482.14
现金短期债务比	3.42	7.31	16.12
EBITDA（万元）	31,044.82	29,350.09	17,092.59
EBITDA 利息保障倍数	1.74	1.36	0.94
有息债务/EBITDA	14.11	13.23	25.59

资料来源：公司 2016-2018 三年连审及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
有息债务	短期借款+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

## 附录三 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。