

2014 年(第一期、第二期)  
温州高新技术产业开发区投资建设开发有限公司  
**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。



报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【345】号 01

债券简称：  
第一期：14 温高新债  
01/PR 温高 01  
第二期：14 温高新债  
02/PR 温高 02

债券剩余规模：  
第一期：1.20 亿元  
第二期：2.40 亿元

债券到期日期：  
第一期：2021 年 3 月 21  
日  
第二期：2021 年 5 月 30  
日

债券偿还方式：每年付  
息一次，在债券存续期  
内的第 3-7 年分别按照  
债券发行总额的 20%比  
例偿还债券本金

分析师  
姓名：  
游云星 何佳欢  
电话：  
0755-82879050  
邮箱：  
[youyx@cspengyuan.com](mailto:youyx@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)

## 2014 年（第一期、第二期）温州高新技术产业开发区投资 建设开发有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告



	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
债券信用等级	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：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	2020 年 6 月 20 日	2019 年 6 月 18 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”）对温州高新技术产业开发区投资建设开发有限公司（以下简称“温州高新”或“公司”）及其 2014 年 3 月 21 日发行的公司债券（以下简称“14 温高新债 01”）、2014 年 5 月 30 日发行的公司债券（以下简称“14 温高新债 02”）的 2020 年度跟踪评级结果为：“14 温高新债 01”、“14 温高新债 02”信用等级均维持为 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为其发展提供了良好基础，公司土地整理业务和代建回购业务持续性较好，继续获得较大的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，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。2019 年温州市龙湾区实现地区生产总值 704.52 亿元，同比增长 8.2%，进出口贸易及固定资产投资保持较快增长，为公司发展提供了良好基础。
- 公司土地整理业务和代建回购业务可持续性较好。公司主要从事温州市龙湾区土地开发整理、基础设施建设等业务，截至 2019 年末公司有 358.82 亩土地已全部整理完毕达到可出让条件，总投资合计 11.59 亿元；代建回购业务方面，温州市龙湾城市中心区开发建设管理委员会对公司基础设施项目制定了二十年的具体回购计划。
- 公司获得较大的外部支持。2019 年至 2020 年一季度，公司股东以货币资金对公司合计增资 2.70 亿元，2019 年公司资本公积增加 2.45 亿元。此外，2019 年公司确

认政府补助 9,913.00 万元，外部支持有效提升了公司资本实力和盈利水平。

### 关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产中存货和在建工程占比较高，2019 年末两者合计占比 64.84%，存货主要为土地整理成本和代建项目开发成本，即时变现能力较差；此外公司其他应收款为占总资产的 29.38%，对公司资金形成较大占用，资产整体流动性较弱。
- **公司经营活动现金流波动较大，存在较大的资金压力。**公司经营活动现金流受往来款波动影响较大，2019 年经营活动现金净流出 4.14 亿元。截至 2019 年末，公司主要在整理土地、在建基础设施工程项目尚需投入 54.71 亿元，资金主要依赖公司自筹，公司存在较大的项目资金支出压力。
- **公司有息债务增长较快，短期债务压力较大。**截至 2019 年末，公司有息债务规模为 62.04 亿元，同比增长 20.64%；其中一年内需偿还的债务 7.72 亿元，现金短期债务比仅为 0.14，货币资金对短期债务的保障能力较弱。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计为 14.64 亿元，与 2019 年末净资产之比为 19.70%，对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,725,795.60	1,628,055.03	1,477,281.39	1,504,399.26
所有者权益	766,523.64	743,058.05	699,429.89	715,444.05
有息债务	643,537.85	620,392.65	514,240.04	595,367.53
资产负债率	55.58%	54.36%	52.65%	52.44%
现金短期债务比	0.47	0.14	0.07	0.19
营业收入	1,551.30	58,342.00	45,864.48	47,701.26
营业外收入	0.08	9,931.17	3,013.06	162.84
利润总额	400.11	20,290.66	30,190.51	32,434.94
综合毛利率	58.86%	20.96%	61.44%	67.70%
EBITDA	-	21,803.92	30,539.69	32,435.09
EBITDA 利息保障倍数	-	0.52	0.63	1.04
经营活动现金流净额	55,636.53	-41,408.06	134,986.93	-264,254.10
收现比	1.53	1.06	0.92	1.00

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 一、债券募集资金使用情况

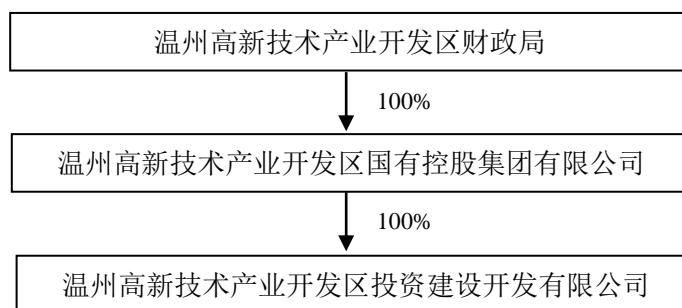
公司分别于2014年3月21日、2014年5月30日发行“14温高新债01”、“14温高新债02”，募集资金用于龙湾城市中心区旧城改造安置房及配套（永强北片奥林匹克单元B01地块）工程、龙湾区保障性住房(人才公寓)建设工程和温州市温州大道东延(温强路—海滨围垦)三个项目，截至2020年5月27日，“14温高新债01”、“14温高新债02”募集资金账户余额为213.28万元。

## 二、发行主体概况

根据温龙委办发〔2019〕11号文，2019年公司整体划入温州高新技术产业开发区国有控股集团有限公司（以下简称“国控集团”）名下，公司控股股东由温州高新技术产业园区财政局变更为国控集团，国控集团控股股东为温州高新技术产业开发区财政局，公司实际控制人为温州高新技术产业开发区财政局。

2019年国控集团以货币资金对公司增资0.40亿元，2020年1月继续以货币资金增资2.30亿元，但截至本报告出具日公司暂未进行注册资本变更。截至2020年3月末，公司注册资本依然为3.00亿元，实收资本为5.70亿元。公司股权结构如图1所示。

图1 截至2020年3月末公司产权及实际控制关系



资料来源：公开网站查询，中证鹏元整理

由于温州龙湾区属国有企业的整合重组，2019年公司合并范围新增4家子公司，均为划拨取得，明细见表1。

表1 2019年公司合并范围新增子公司情况（单位：万元）

企业名称	注册资本	持股比例	主营业务
温州市龙湾区文化传媒有限公司	30.00	100%	形象宣传策划等
温州市龙湾区永昌堡旅游投资开发有限	5,000.00	100%	旅游项目的投资、开发与经

公司			营管理等
温州市龙湾区公路养护工程有限公司	50.00	100%	二级及其以下等级公路的路基、路面等养护工程等
温州市龙湾区城市管理服务有限公司	500.00	100%	市政设施维养

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，着力深化改革开放扩大开放，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；战略性新兴服务业企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建设投资增长较快，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 万亿元，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、土地储备等领域，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，基础设施建设投资预计将会回暖，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，但严禁新增隐形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年温州市经济持续增长，固定资产投资增速较上年有所提升

2019年温州市完成地区生产总值6,606.1亿元，增长率较上年进一步提升至8.2%，增速高于全国平均增速。当年末温州市常住人口930万人，按常住人口计算的人均GDP为71,225元，同比增长7.7%。分产业看，第一产业增加值151.7亿元，同比增长2.1%；第二产业增加值2,811.9亿元，同比增长6.1%；第三产业增加值3,642.5亿元，同比增长10.1%。三次产业结构为2.3:42.6:55.1，第三产业比重有所提高。

2019年温州市工业持续发展，当年温州市工业增加值为2,311.0亿元，同比增长7.8%。规模以上工业企业5,336家，实现工业增加值1,109.3亿元，同比增长7.6%。规模以上工业中，高新技术产业、装备制造业、战略性新兴产业增加值分别同比增长7.7%、8.8%和6.8%。

固定资产投资方面，2019年温州市固定资产投资同比增长10.3%，增速较上年进一步增长，对区域经济增长贡献明显。2019年全市房地产开发投资同比增长2.0%，房屋施工面积为5,409.6万平方米，商品房销售面积1,139.9万平方米。2019年温州市社会消费品零售总额3,655.9亿元，比上年增长9.6%，其中新能源汽车、智能家用电器和音像器材类、可穿戴智能设备等新型消费商品零售额分别同比增长705.0%、26.3%和17.9%。对外经济方面，2019年温州货物进出口总额1,902.2亿元，同比增长26.3%。其中进口216.9亿元，同比增长6.0%；出口1,685.3亿元，同比增长29.4%，出口占全国的9.8%。金融方面，2019年末金融机构本外币存款余额13,379.7亿元，比上年末增长11.8%，年末金融机构本外币贷款余额11,608.8亿元，同比增长15.5%。

**表2 2018-2019年温州市主要经济指标及变化情况（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	6,606.1	8.2%	6,006.2	7.8%
第一产业增加值	151.7	2.1%	141.8	2.0%
第二产业增加值	2,811.9	6.1%	2,379.5	7.6%
第三产业增加值	3,642.5	10.1%	3,484.9	8.2%
工业增加值	2,311.0	7.8%	1,921.2	8.6%
固定资产投资	-	10.3%	-	8.1%
社会消费品零售总额	3,655.9	9.6%	3,337.1	9.0%
进出口总额	1,902.2	26.3%	1,507.2	13.6%
存款余额	13,379.7	11.8%	11,966.0	6.7%
贷款余额	11,608.8	15.5%	10,051.0	16.1%
人均 GDP(元)		71,225		65,055
人均 GDP/全国人均 GDP		100.47%		100.64%

资料来源：2018-2019年温州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年温州市实现公共财政收入579.0亿元，同比增长12.5%，同期全市公共财政支出1,084.1亿元，同比增长24.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为53.41%。

### 龙湾区经济实力保持稳定增长，进出口贸易保持较快增速，地区经济实力进一步增强

龙湾区是温州市三大城区之一，全区划分为高新技术产业开发区、龙湾中心区、空港新区、瓯江口新区和滨海开发区等五大功能区。2019年全区实现地区生产总值704.52亿元，按不变价格计算，增长8.2%，其中三次产业分别完成增加值2.89亿元、373.70亿元和327.94亿元，分别增长1.2%、7.3%和9.8%，产业结构由2018年的0.5: 50.6: 48.9调整为0.41: 53.04: 46.55，第二产业比重有所提高。2019年全区人均生产总值为207,782元，是全国人均GDP的2.93倍。

经过多年发展，龙湾区形成了合成革、不锈钢拉管、水暖洁具、制笔、皮鞋、民用电器、食品机械、精细化工、紧固件和阀门等主要产业。2019年全区实现规模以上工业增加值177.99亿元，增长7.9%，其中规模以上高新技术产业增加值119.03亿元，增长8.3%，占规模以上工业增加值的比重为66.9%，高新技术产业拉动了龙湾区工业产业发展。

2019年龙湾区社会消费品零售总额438.30亿元，比上年增长10.1%；全区进出口贸易总额为406.27亿元，比上年增长21.1%。总体来看，2019年龙湾区经济实力保持稳定增长，进出口贸易保持较快增速。

**表3 龙湾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（GDP）	704.52	8.2%	681.90	7.7%
第一产业增加值	2.89	1.2%	2.76	-0.7%
第二产业增加值	373.70	7.3%	394.69	6.9%
第三产业增加值	327.94	9.8%	284.44	9.2%
社会消费品零售总额	438.30	10.1%	389.90	2.9%
进出口总额	406.27	21.1%	335.61	20.2%
地区人均GDP（元）		207,782		202,674
地区人均GDP/全国人均GDP		293.10%		313.52%

资料来源：2018、2019年温州市龙湾区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年温州市龙湾区实现一般公共财政收入52.57亿元，比上年增长16.9%；公共财政支出62.75亿元，比上年增长25.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为83.78%。

## 四、经营与竞争

公司主要从事温州市龙湾区土地开发整理、基础设施建设等业务。得益于代建回购收

入的增长，2019年公司实现营业收入5.83亿元，同比增长27.21%。从构成来看，公司营业收入以土地整理收入和代建回购收入为主，2019年两者合计占比为87.83%。毛利率方面，2019年综合毛利率为20.96%，较上年大幅下降，主要原因包括：一是土地整理业务受出让总价返还比例下降和土地整理成本较高等因素影响，毛利率下降；二是2019年公司调整代建回购业务收入确认方式，不再以净额确认代建管理费，因此代建回购业务毛利率由2018年的100.00%降至2019年的2.80%。公司房屋管理收入主要来源于公司持有的文化中心、人才公寓等物业的管理及租金收入，其他业务收入主要是安置房销售、停车泊位、公路养护等，规模不大。

**表4 公司营业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
土地整理收入	31,244.03	23.13%	39,000.00	58.09%
代建回购收入	20,000.00	2.80%	1,956.58	100.00%
房屋管理收入	5,006.03	84.86%	4,146.15	84.52%
其他业务	2,091.94	9.33%	761.75	8.27%
<b>合计</b>	<b>58,342.00</b>	<b>20.96%</b>	<b>45,864.48</b>	<b>61.44%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

**公司土地整理业务持续性较好，但受土地市场波动等因素影响，该业务收入可能存在一定波动**

公司主要从事温州市龙湾区的土地开发整理业务，土地开发整理后采取“招拍挂”的方式出让，每年根据温州市龙湾区土地储备中心出具的结算文件确认土地整理收入。根据《关于温州高新技术产业开发区投资建设开发有限公司土地收入的说明》，2019年公司整理了2宗出让土地，面积合计77.00亩，出让总价为10.65亿元，确认返还收入3.12亿元。受出让总价返还比例下降和土地整理成本较高等因素的影响，2019年公司土地整理业务毛利率大幅下降至23.13%。

**表5 2018-2019年公司土地整理收入明细（单位：亩、万元）**

年份	地块	面积	出让总价	返还收入
2019 年	XY18-395	13.61	7,106.00	31,244.03
	XY2018-072-2	63.39	99,400.00	
	<b>合计</b>	<b>77.00</b>	<b>106,506.00</b>	<b>31,244.03</b>
2018 年	XY18-BDC001	54.28	68,800.00	39,000.00
	G-2012-092	11.02	4,870.00	
	<b>合计</b>	<b>65.29</b>	<b>73,670.00</b>	<b>39,000.00</b>

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司有358.82亩土地已全部整理完毕达到可出让条件，总投资合计11.59亿元，未来如能顺利出让，仍可为公司带来一定的土地整理业务收入。但考虑到公司土地整理收入及毛利率水平受土地市场波动（包括土地出让规模、出让价格）及返还比例的影响较大，未来可能存在一定波动。2019年末公司在整理土地283.93亩，后续尚需投资4.10亿元。

**表6 截至2019年末公司土地储备情况（单位：亩、万元）**

地块	面积	总投资	已投资	形象进度
中心区单元 C-07 商业地块	31.00	6,200.00	6,200.00	已启动招投标程序
永中单元 B-32 地块	31.78	9,534.00	9,534.00	已启动招投标程序
龙湾城市中心区瑶南 12-G-23a 地块	30.08	11,200.00	11,200.00	已完成，待挂牌
中心区单元 F-01 商业地块	14.37	2,874.00	2,874.00	已完成，待挂牌
瑶南单元 G-18 地块	9.23	1,661.40	1,661.40	已完成，待挂牌
永中单元 G-04 地块	91.97	36,787.60	36,787.60	已完成，待挂牌
永中单元 B-02 地块	31.79	12,080.20	12,080.20	已完成，待挂牌
永中单元 B-32 地块	54.20	16,260.00	16,260.00	已完成，待挂牌
永中单元 G-14 地块	18.40	5,520.00	5,520.00	已完成，待挂牌
永中单元 G-17 地块	46.00	13,800.00	13,800.00	已完成，待挂牌
永中单元 G-23 地块	51.90	15,570.00	10,924.00	部分迁改未完成
龙湾城市中心区瑶南单元 12-A-12 地块	49.00	14,820.00	11,200.00	部分迁改未完成
中心区单元 D-09 地块	5.00	1,000.00	500.00	初步完成，待红线确认
永中单元 B-02 地块	48.33	14,499.00	800.00	土地污染处理阶段
瑶溪南单元 12-C-07、09 地块(党校西)	86.00	17,200.00	9,050.00	土地征收阶段
永中单元 F-16、17a 地块	27.00	5,400.00	0.00	土地征收阶段
瑶溪南单元 H-20 地块	3.64	1,092.00	0.00	土地征收阶段
永中单元 F-10 地块	13.06	3,918.15	0.00	土地征收阶段
<b>合计</b>	<b>642.75</b>	<b>189,416.35</b>	<b>148,391.20</b>	-

资料来源：公司提供

**温州市龙湾城市中心区开发建设管理委员会对公司基础设施项目制定了具体的回购计划，公司代建回购业务持续性较好，2019年公司调整代建回购业务收入确认方式**

代建业务方面，2016年温州市龙湾区政府与公司签订了《温州市龙湾城市中心区市政工程项目委托代建协议》（以下简称“委托代建协议”），明确温州市龙湾城市中心区171个总概算为76.85亿元的市政工程项目由公司负责项目前期工作及全部建设实施工作，公司按照实际工程进度金额的2.80%向温州市龙湾区政府收取代建管理费。2018年及以前年度公司仅对当年新增工程量确认代建管理费。

2019年公司调整了代建回购业务收入确认方式。根据2018年12月24日《温州市龙湾城

市中心区开发建设管理委员会会议纪要》，针对公司代建的瓯海大道东延及枢纽集散系统工程等129个、账面价值合计84.68亿元的项目，温州市龙湾城市中心区开发建设管理委员会计划自2019年度开始陆续进行回购，建设项目先按照建设成本、融资成本等进行竣工决算，并将根据决算后的金额进行回购条款的细化，回购计划将分期分批进行，其中2019年计划回购2.00亿元。

**表7 基础设施项目回购计划表（单位：万元）**

回购年份	回购金额	回购年份	回购金额
2019 年度	20,000.00	2029 年度	50,000.00
2020 年度	20,000.00	2030 年度	50,000.00
2021 年度	30,000.00	2031 年度	40,000.00
2022 年度	30,000.00	2032 年度	40,000.00
2023 年度	40,000.00	2033 年度	40,000.00
2024 年度	40,000.00	2034 年度	40,000.00
2025 年度	50,000.00	2035 年度	40,000.00
2026 年度	50,000.00	2036 年度	40,000.00
2027 年度	50,000.00	2037 年度	40,000.00
2028 年度	50,000.00	2038 年度	差额全部回购完全

资料来源：公司提供

2019年公司确认了2.00亿元代建回购收入，主要来源于法院办公楼、公安局办公楼等项目，代建回购业务毛利率为2.80%。考虑到政府约定了每年回购金额，未来公司代建回购业务持续性较好。

#### **公司在建项目较多，后续投入资金规模较大，公司面临较大的资金压力**

截至2019年末，公司主要在建项目有龙湾城市中心区城中村改造工程（永中单元A-34地块）、龙湾城市中心区城中村改造工程（永中单元D-08地块）等，项目总投资62.36亿元，已投资11.75亿元，尚需投资50.61亿元，且资金主要依赖公司自筹，公司面临较大的资金压力。

本期债券募投项目方面，（1）龙湾区保障性住房（人才公寓）建设工程已于2016年7月建设完工，公司将通过公寓租金收入、车位租金收入及项目回购收入实现收益，2019年实现租金收入268.36万元；（2）温州大道东延（温强路-海滨围垦）工程已于2016年6月建设完工，道路建成后公司将陆续通过出让道路周边附属土地获得收益；（3）龙湾城市中心区旧城改造安置房及配套工程已经完工，该项目建设完成后计划通过增购收入、商业门面销售收入等回收资金，2019年暂未实现销售收入。总体来看，本期债券募投项目收益不及预期。

**表 8 截至 2019 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
龙湾城市中心区城中村改造工程（永中单元 A-34 地块）	10.34	0.52	9.82
龙湾城市中心区城中村改造工程（永中单元 D-08 地块）	5.28	0.45	4.83
龙湾城市中心区城中村改造工程（永中单元 D-06 地块）	9.24	2.29	6.95
龙湾城市中心区城中村改造工程（永中单元 12-I-11,12,15 地块）	9.12	1.57	7.55
龙湾城市中心区城中村改造工程（永中单元 B-28 地块）	7.11	1.58	5.53
文昌路（温州大道—瓯海大道）地下综合管廊工程	3.50	1.85	1.65
龙江路（瓯海大道—永定路）上改下综合管廊工程	5.26	1.85	3.41
黄石山公园及周边配套一期工程项目	4.85	1.42	3.43
永定路（建中街-滨海大道）	5.27	0.18	5.09
瑶南二路市政道路	2.39	0.04	2.35
<b>合计</b>	<b>62.36</b>	<b>11.75</b>	<b>50.61</b>

资料来源：公司提供

### 2019年公司继续获得较大力度的外部支持

公司作为温州市龙湾区重要基础设施建设平台，2019年持续获得政府及股东的支持，提升了公司资本实力。

2019年国控集团以货币资金对公司增资0.40亿元，2020年一季度继续以货币资金增资2.30亿元。根据温州市龙湾城市中心区开发建设管理委员会《关于拨付龙湾城市中心区城中村改造工程项目资本金的通知》等文件，2019年公司资本公积增加2.45亿元。

此外，2019年公司获得计入营业外收入的政府补助9,913.00万元，有效提升了公司的盈利水平。

## 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2018-2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围新增子公司4家，具体见表1。

### 资产结构与质量

公司资产规模有所增长，资产中存货和在建工程占比较高，其他应收款规模较大，对资金形成占用

由于股东增资及债务增加，公司资产规模有所增长，2020年3月末公司总资产172.58亿元，较2018年末增长16.82%。公司资产以流动资产为主，2020年3月末占比为75.97%。

流动资产方面，2019年末公司货币资金为1.10亿元，其中有240.00万元使用受限。其他应收款主要是应收借款及往来款，2019年末公司应收温州市龙湾区兆晟建筑工程开发有限公司（以下简称“龙湾兆晟”）<sup>1</sup>无息借款28.90亿元，占其他应收款期末余额的60.41%，应收温州市龙湾城市中心区开发建设管理委员会往来款16.38亿元，占其他应收款期末余额的34.24%。公司其他应收款规模较大，部分账龄较长，对公司资金形成较大占用。公司存货均为开发成本，包括土地整理成本和代建项目开发成本，土地整理成本包括永中单元G-04地块、永中单元B-02地块等，代建项目开发成本包括文昌路（温州大道—瓯海大道）地下综合管廊工程、龙江路（瓯海大道—永定路）上改下综合管廊工程等，代建项目开发成本由政府约定进行回购。

非流动资产方面，公司可供出售金融资产系对温州市龙湾区龙富投资合伙企业<sup>2</sup>（有限合伙）（以下简称“龙富投资”）投资，2018年末公司对龙富投资的持股比例为24.83%，2019年公司向其增资1.80亿元，但截至本报告出具日尚未进行股权变更。公司投资性房地产主要是文化中心、人才公寓等，采用成本法计量，2019年公司购入部分人才公寓使得投资性房地产有所增长。公司在建工程主要是建设中的科技创新中心大楼1,2,3期及周边配套项目、温州大道市政道路工程等项目，2019年及2020年一季度随着部分项目投入的增加有所增长。

总体来看，2019年公司资产规模有所增长，资产中存货和在建工程占比较高，其他应收款规模较大，对公司资金形成占用，公司资产整体流动性较弱。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	33,346.39	1.93%	10,987.70	0.67%	6,488.21	0.44%
其他应收款	479,709.74	27.80%	478,328.08	29.38%	483,162.65	32.71%
存货	789,635.77	45.75%	789,635.77	48.50%	680,505.21	46.06%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,311,047.40</b>	<b>75.97%</b>	<b>1,286,104.80</b>	<b>79.00%</b>	<b>1,179,104.12</b>	<b>79.82%</b>
可供出售金融资产	36,000.00	2.09%	36,000.00	2.21%	18,000.00	1.22%

<sup>1</sup> 龙湾兆晟为温州市龙湾区财政局全资子公司，注册资本3.00亿元，为公司主要的往来资金拆借对象，主要经营业务涉及城市建设、基础和公用设施建设以及建筑材料销售等。

<sup>2</sup> 龙富投资成立于2016年1月22日，系中银龙湾交通基础设施产业基金SPV。2015年龙湾区政府为实施瓯海大道东延立交及立交以南段工程，先期以中银龙湾交通基础设施产业基金筹集资金72,697万元，其中中国银行授信贷款54,523万元，期限3+2年，年利率7.5%，其余部分由公司补足，待财政资金到位后安排产业资金逐步退出。

投资性房地产	39,558.08	2.29%	39,761.26	2.44%	30,805.42	2.09%
在建工程	338,801.26	19.63%	265,971.92	16.34%	249,352.09	16.88%
<b>非流动资产合计</b>	<b>414,748.20</b>	<b>24.03%</b>	<b>341,950.24</b>	<b>21.00%</b>	<b>298,177.27</b>	<b>20.18%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,725,795.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,628,055.03</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,477,281.39</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2019年公司营业收入有所增长，但盈利能力有所下降，土地整理业务和代建回购业务持续性较好**

得益于代建回购收入的增长，2019年公司实现营业收入5.83亿元，同比增长27.21%。毛利率方面，2019年综合毛利率为20.96%，较上年大幅下降，主要原因包括：一是土地整理业务受出让总价返还比例下降和土地整理成本较高等因素影响，该业务毛利率下降；二是2019年公司调整代建回购业务收入确认方式，不再以净额确认代建管理费，因此代建回购业务毛利率由2018年的100.00%降至2019年的2.80%。受毛利率下降影响，2019年公司营业利润同比下降61.86%。考虑到公司已整理完成的土地规模较大，政府约定每年回购一定规模的代建项目，公司土地整理业务和代建回购业务持续性较好。

2019年公司获得政府补助9,913.00万元，占当期利润总额的48.85%，政府补助是公司利润的有益补充。2020年一季度，公司实现营业收入0.16亿元，综合毛利率为58.86%。

**表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
营业收入	1,551.30	58,342.00	45,864.48
营业利润	400.03	10,365.06	27,177.51
营业外收入	0.08	9,931.17	3,013.06
利润总额	400.11	20,290.66	30,190.51
综合毛利率	58.86%	20.96%	61.44%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金流受往来款影响较大，随着在建项目持续投入，公司后续面临较大资金压力**

公司土地整理和代建回购业务现金回流情况尚可，2019年收现比为1.06。公司经营活动现金流受往来款波动影响较大，2019年由于支付其他与经营活动有关的现金较多，使得当年经营活动现金净流出4.14亿元。2020年一季度由于收到其他与经营活动有关的现金流

出较多使得经营活动现金净流入5.56亿元。

投资活动方面，2019年及2020年一季度由于黄石山公园及周边配套一期工程项目等在建项目投资较多，使得投资活动现金分别净流出1.52亿元和6.06亿元。筹资活动方面，由于在建项目资本支出较多，跟踪期内公司加大了银行、融资租赁等渠道筹资力度，2019年及2020年一季度筹资活动分别净流入6.08亿元和2.74亿元。截至2019年末，公司主要在整理土地项目尚需投入4.10亿元、主要在建工程项目尚需投入50.61亿元，公司存在较大的项目资金支出压力。

**表 11 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
收现比	1.53	1.06	0.92
销售商品、提供劳务收到的现金	2,379.79	61,798.28	42,082.17
收到其他与经营活动有关的现金	118,196.93	223,916.30	250,057.49
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>120,576.73</b>	<b>285,714.59</b>	<b>292,139.66</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	691.52	38,280.51	42,475.61
支付其他与经营活动有关的现金	63,617.68	287,178.02	114,166.66
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>64,940.20</b>	<b>327,122.64</b>	<b>157,152.73</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>55,636.53</b>	<b>-41,408.06</b>	<b>134,986.93</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-60,630.59</b>	<b>-15,165.70</b>	<b>-9,834.26</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>27,352.75</b>	<b>60,833.25</b>	<b>-132,236.20</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>22,358.69</b>	<b>4,259.49</b>	<b>-7,083.54</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务增长较快，短期债务压力较大

由于股东的注资，公司所有者权益由2018年末的69.94亿元增至2020年3月末的76.65亿元；同期公司加大了筹资力度，负债总额由77.79亿元增至95.93亿元，导致公司产权比率由111.21%增至125.15%，所有者权益对负债的覆盖程度不高。公司负债以非流动负债为主，2020年3月末占比为76.28%。

**表 12 公司资本结构情况（单位：万元）**

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
负债合计	959,271.96	884,996.98	777,851.50
所有者权益合计	766,523.64	743,058.05	699,429.89
<b>产权比率</b>	<b>125.15%</b>	<b>119.10%</b>	<b>111.21%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

流动负债方面，公司短期借款主要为保证借款和信用借款，2019年末短期借款余额有所减少。应交税费主要是应交企业所得税。其他应付款主要为应付温州市龙湾区龙腾新农村建设开发服务有限公司等单位往来款，2019年末、2020年3月末随着往来款的变动其他应付款规模波动较大。一年内到期的非流动负债为一年内到期长期借款，未包括一年内到期的应付债券。

非流动负债方面，公司长期借款以信用借款和保证借款为主，借款利率在4.99%-9.03%之间，2019年末和2020年3月末长期借款规模持续增长。应付债券包括本期债券、“17温州高新”、“18浙温州高新ZR001”和“19温州高新MTN001”。公司长期应付款为政府债务置换资金和融资租赁款，2020年3月末融资租赁款为43,228.20万元。

**表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2020 年 3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	34,100.00	3.55%	28,300.00	3.20%	51,000.00	6.56%
应交税费	66,181.77	6.90%	68,879.50	7.78%	64,310.20	8.27%
其他应付款	117,834.64	12.28%	76,818.13	8.68%	84,554.54	10.87%
一年内到期的非流动负债	3,925.00	0.41%	3,925.00	0.44%	43,500.00	5.59%
<b>流动负债合计</b>	<b>227,533.36</b>	<b>23.72%</b>	<b>182,735.13</b>	<b>20.65%</b>	<b>248,432.46</b>	<b>31.94%</b>
长期借款	399,485.00	41.64%	359,755.00	40.65%	239,040.00	30.73%
应付债券	162,799.65	16.97%	174,799.65	19.75%	180,700.04	23.23%
长期应付款	169,453.95	17.66%	167,707.20	18.95%	109,679.00	14.10%
<b>非流动负债合计</b>	<b>731,738.60</b>	<b>76.28%</b>	<b>702,261.86</b>	<b>79.35%</b>	<b>529,419.04</b>	<b>68.06%</b>
<b>负债合计</b>	<b>959,271.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>884,996.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>777,851.50</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	643,537.85	67.09%	620,392.65	70.10%	514,240.04	66.11%

注：有息债务=短期借款+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中融资租赁款。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务规模达62.04亿元，同比增长20.64%，占负债总额比重为70.10%。2020-2022年公司每年需偿还有息债务7.72亿元、14.42亿元和8.83亿元，存在较大的刚性债务偿付压力。

**表 14 截至 2019 年末公司未来三年有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）**

年份	2020 年	2021 年	2022 年
偿还债务本金	77,225.00 <sup>3</sup>	144,225.7	88,302.63

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，2020年3月末公司资产负债率为55.58%，较2018年末增长2.93

<sup>3</sup> 含一年内到期的应付债券 4.50 亿元。

个百分点。截至2019年末，公司现金短期债务比为0.14，现金资产对短期债务覆盖程度较低。2019年公司EBITDA利息保障倍数仅为0.52，盈利对利息保障程度较低，且公司有息债务/EBITDA有所增长。总体来看，公司有息债务增长较快，短期债务压力较大。

**表 15 公司偿债能力指标**

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
资产负债率	55.58%	54.36%	52.65%
现金短期债务比	0.47	0.14	0.07
EBITDA（万元）	-	21,803.92	30,539.69
EBITDA利息保障倍数	-	0.52	0.63
有息债务/EBITDA	-	28.45	16.84

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 六、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6月3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

#### 公司对外担保存在一定的或有负债风险

截至2019年末，公司对外担保金额合计14.64亿元，占当期末净资产的比重为19.70%，被担保方均为国有企业，公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表 16 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

全称	担保金额	担保期限	是否反担保
温州市龙湾区市域铁路投资有限责任公司	25,000.00	2018.07.13-2023.07.13	否
	3,000.00	2019.8.30-2020.8.30	否
温州民科产业基地开发有限公司	5,000.00	2019.1.10-2020.1.10	否
	30,000.00	2018.10.22-2033.10.22	否
	10,000.00	2019.10.29-2021.10.27	否
温州市龙湾区龙腾新农村建设开发服务有限公司	20,000.00	2017.12.27-2022.12.26	否
	10,000.00	2017.12.27-2022.12.26	否
	5,000.00	2017.12.27-2022.12.26	否

	4,000.00	2018.05.14-2023.05.11	否
	3,000.00	2018.07.30-2023.05.11	否
	1,000.00	2018.07.20-2023.05.11	否
	7,000.00	2019.1.28-2023.05.11	否
	10,000.00	2019.2.19-2022.1.17	否
温州空港建设投资管理有限公司	4,000.00	2017.3.28-2020.3.28	否
	4,000.00	2019.11.24-2020.11.28	否
	5,400.00	2020.01.07-2021.01.05	否
合计	<b>146,400.00</b>	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

## 七、评级结论

2019年温州市龙湾区经济总量持续增长，公司土地整理业务和代建回购业务可持续较好，2019年获得的外部支持力度较大。但中证鹏元也关注到，公司资产以存货、在建项目等为主，且其他应收款对公司资金形成占用，公司资产整体流动性较弱；2019年末公司在整理土地、在建工程项目规模较大，资金支出压力较大；公司有息债务规模增长较快，短期债务压力较大，且公司对外担保存在一定的或有负债风险。

基于以上分析，中证鹏元维持“14温高新债01”信用等级为AA，维持“14温高新债02”信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为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）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	33,346.39	10,987.70	6,488.21	13,571.75
其他应收款	479,709.74	478,328.08	483,162.65	594,708.51
存货	789,635.77	789,635.77	680,505.21	607,133.47
流动资产合计	1,311,047.40	1,286,104.80	1,179,104.12	1,215,413.73
在建工程	338,801.26	265,971.92	249,352.09	239,517.83
非流动资产合计	414,748.20	341,950.24	298,177.27	288,985.53
资产总计	1,725,795.60	1,628,055.03	1,477,281.39	1,504,399.26
短期借款	34,100.00	28,300.00	51,000.00	41,000.00
一年内到期的非流动负债	3,925.00	3,925.00	43,500.00	30,000.00
流动负债合计	227,533.36	182,735.13	248,432.46	252,987.68
长期借款	399,485.00	359,755.00	239,040.00	255,800.00
应付债券	162,799.65	174,799.65	180,700.04	188,567.53
长期应付款	169,453.95	167,707.20	109,679.00	91,600.00
非流动负债合计	731,738.60	702,261.86	529,419.04	535,967.53
负债合计	959,271.96	884,996.98	777,851.50	788,955.21
有息债务	643,537.85	620,392.65	514,240.04	595,367.53
所有者权益	766,523.64	743,058.05	699,429.89	715,444.05
营业收入	1,551.30	58,342.00	45,864.48	47,701.26
营业利润	400.03	10,365.06	27,177.51	32,272.10
营业外收入	0.08	9,931.17	3,013.06	162.84
利润总额	400.11	20,290.66	30,190.51	32,434.94
经营活动产生的现金流量净额	55,636.53	-41,408.06	134,986.93	-264,254.10
投资活动产生的现金流量净额	-60,630.59	-15,165.70	-9,834.26	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	27,352.75	60,833.25	-132,236.20	207,069.79
项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	58.86%	20.96%	61.44%	67.70%
收现比	1.53	1.06	0.92	1.00
产权比率	125.15%	119.10%	111.21%	110.27%
资产负债率	55.58%	54.36%	52.65%	52.44%
现金短期债务比	0.47	0.14	0.07	0.19
EBITDA（万元）	-	21,803.92	30,539.69	32,435.09
EBITDA利息保障倍数	-	0.52	0.63	1.04
有息债务/EBITDA	-	28.45	16.84	18.36

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计 2020 年一季度财务报表，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	(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×100%
产权比率	负债总额/所有者权益×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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)
现金类资产	货币资金
有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中融资租赁款

## 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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。