

2018 年第一期、2019 年第一期
谷城县建设投资经营有限公司
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

2018年第一期、2019年第一期谷城县建设投资经营有限公司公司债券2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【442】号 01

债券简称：
2018年第一期：18 谷城
01/18 谷城建投债 01；
2019年第一期：19 谷城
01/19 谷城建投债 01

增信方式：保证担保

担保主体：重庆进出口融
资担保有限公司

债券剩余规模：7.0 亿元
(其中：18 谷城 01 剩余
4.0 亿元；19 谷城 01 剩
余 3.0 亿元)

债券到期日期：
18 谷城 01：2025 年 4 月
27 日
19 谷城 01：2026 年 4 月
26 日

债券偿还方式：每年付息
一次，在债券存续期的第
3-7 年末每年分别按照债
券发行总额的 20% 偿还
债券本金。

分析师
姓名：
蒋中 肖旅菲
电话：
0755-82872532
邮箱：
jiangsh@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

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	18 谷城 01：AA+	18 谷城 01：AA+
	19 谷城 01：AA+	19 谷城 01：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 06 月 23 日	2019 年 06 月 24 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”）对谷城县建设投资经营有限公司（以下简称“谷城建投”或“公司”）及其 2018 年 4 月 27 日发行的 2018 年第一期公司债券和 2019 年 4 月 26 日发行的 2019 年第一期公司债券（以下分别简称为“18 谷城 01”、“19 谷城 01”，统称“本期债券”）的 2020 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然较好，为其发展提供了良好的基础，基础设施工程业务持续性仍然较好，企业股权等资产的无偿划入使公司收入构成和资本实力进一步丰富和提升，由重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，经营活动现金流表现较差，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等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好的基础。2019 年谷城县工业和固定资产投资增速较快，带动区域经济稳步增长，实现地区生产总值 408.43 亿元，同比增长 8.2%，继续为公司发展提供良好的基础。
- 公司业务持续性仍然较好。公司是谷城县重要的基础设施建设运营主体，主要从事谷城县基础设施投融资及建设业务。截至 2019 年末公司已签订代建协议的主要在建和拟建项目总投资为 30.19 亿元，已投资 6.08 亿元。此外，新增的砂石销售

业务 2019 年 11-12 月实现的收入占公司当年营收的 15.92%，毛利率为 27.96%，提升公司的收入及盈利水平。

- **公司获得较大力度的外部支持。**2019 年谷城县国有资产监督管理局（以下简称“县国资局”）无偿划入企业股权等资产，增加公司资本公积 16.83 亿元；此外，公司获得谷城县财政局下拨的企业发展资金 1.08 亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，重庆进出口主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末公司建造合同形成的已完工未结算资产、林场和土地（含购入的不动产）账面价值分别为 19.49 亿元、15.62 亿元和 11.71 亿元，合计占总资产的 64.85%，其中公益性资产占净资产的比重达 48.04%；此外，应收款项规模合计 12.91 亿元，占总资产的 17.87%，回收时间存在不确定性，公司资产整体流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力。**2019 年公司收现比下降至 0.25，经营活动现金净流出 1.16 亿元；截至 2019 年末，公司主要在建和拟建项目尚需投入资金 25.82 亿元，资金支出压力较大。此外，受西武高铁暂未通车和疫情停工的影响，本期债券募投项目建设进度未达预期。
- **公司偿债压力加大。**2019 年末公司有息债务为 16.97 亿元，同比增长 48.38%；EBITDA 利息保障倍数由 2018 年的 2.24 下降至 1.73，有息债务/EBITDA 由 2018 年的 9.42 增至 11.14，偿债压力加大。
- **公司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 15.14 亿元，与同期末净资产之比为 33.29%，均系对谷城县地方国企谷城县住房投资有限公司的担保，担保规模较大且未设置反担保措施，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	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	722,097.14	488,991.30	396,637.25
所有者权益	454,694.88	281,507.32	284,676.76
有息债务	169,742.99	114,396.99	62,562.50

资产负债率	37.03%	42.43%	28.23%
现金短期债务比	4.37	3.88	9.09
营业收入	35,467.68	22,191.24	27,762.17
其他收益	10,800.00	9,900.00	11,537.00
利润总额	7,423.88	8,385.21	13,464.81
综合毛利率	17.03%	14.46%	13.04%
EBITDA	15,237.58	12,142.92	14,449.50
EBITDA 利息保障倍数	1.73	2.24	3.73
经营活动现金流净额	-11,597.67	-29,544.86	7,368.83
收现比	0.25	0.60	0.45

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

重庆进出口主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	617,204.16	565,248.25	528,612.20
所有者权益合计	367,240.15	354,313.87	343,502.25
融资担保责任余额	-	2,822,038	2,550,733
准备金覆盖率	-	5.41%	5.32%
融资担保放大倍数	-	7.96	7.43
当期担保代偿率	-	2.14%	3.00%

注：2017-2018年数据根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算；“-”表示数据尚未取得。
 资料来源：重庆进出口2017-2019年审计报告，重庆进出口提供，中证鹏元整理

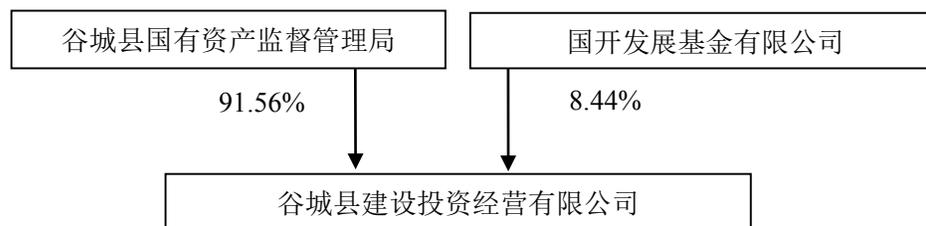
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年4月27日发行7年期4.0亿元2018年第一期公司债券，于2019年4月26日发行7年期3.0亿元2019年第一期公司债券，募集资金用于谷城县水厂工程项目、谷城县公铁客运中心建设项目以及补充流动资金。截至2020年1月31日，本期债券募集资金专项账户余额为3,226.23万元。

二、发行主体概况

2019年以来，公司注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2020年4月末，公司注册资本为2.37亿元，实收资本为2.17亿元，县国资局持有公司91.56%股权，仍为公司控股股东及实际控制人，公司股权结构见图1。2020年，根据县国资局印发的谷国资发〔2020〕3号及谷国资发〔2020〕4号文件，由王忠东任公司董事长职务；由盛娇担任副总经理职务，免去王忠东总经理职务，截至目前，上述人员变动暂未完成工商登记变更。

图1 截至2020年4月末公司的股权及控制关系图



注：国开发展基金有限公司投入的2,000万元计入“长期应付款”核算，故公司实收资本为2.17亿元。该笔投资自2018年起，由县国资局分十年按照每年回购200万元的方式偿还，并按照当年剩余投资本金的1.2%支付投资收益。

资料来源：公司提供

公司是谷城县重要的基础设施建设运营主体，主要从事谷城县基础设施投融资及建设业务，2019年主营业务未发生重大变化。2019年，公司新增纳入合并报表范围的子公司2家，无减少子公司。新增子公司系县国资局无偿划入的谷城县生态林业工程建设投资有限公司（以下简称“林投公司”）¹和谷城县交通建设投资有限责任公司（以下简称“交投公

¹ 林投公司2019年末总资产171,693.70万元，其中林地资产合计156,197.79万元，净资产160,231.60万元；2019年11月1日-12月31日营业收入31.09万元，净利润-67.90万元。

司”)²，其中林投公司拥有较多的林地资产，目前主要通过工程类项目招标代理服务取得收入；交投公司于2019年1月起开展砂石经营销售业务。截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司共6家，详见附录二。

表 1 2019 年度新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	取得方式	合并时间
谷城县生态林业工程建设投资有限公司	100.00%	36,000	林业工程投融资、工程招标代理等	划拨	2019 年 10 月
谷城县交通建设投资有限公司	100.00%	20,000	交通基础设施建设项目、砂石经营销售	划拨	2019 年 10 月

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

² 交投公司 2019 年末总资产 12,177.45 万元，净资产 4,201.48 万元；2019 年 11 月 1 日-12 月 31 日营业收入 5,646.58 万元，净利润 787.20 万元。

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年谷城县工业和固定资产投资增速较快，带动区域经济稳步增长

2019年谷城县实现地区生产总值408.43亿元，同比增长8.2%，增速较上年增加0.1个百分点。其中，第一产业实现增加值39.67亿元，同比增长3.4%；第二产业实现增加值222.41亿元，同比增长9.3%；第三产业实现增加值146.35亿元，同比增长7.7%，第二产业系拉动谷城县经济发展的主导力量。按年末户籍人口数估算，2019年谷城县人均GDP约为68,552元，为全国人均GDP的96.70%。

2019年谷城县规模以上工业增加值同比增长10.5%，增速较上年提高1.8个百分点。其中，规模以上大中型工业企业完成产值361.56亿元，同比增长10.2%，产值占规模以上工业总产值的比重达56.0%。从企业主营业务收入规模来看，过亿元的企业117家，过5亿元的企业22家，过10亿元的企业5家。

2019年全县固定资产投资同比增长12.5%，其中，第一产业完成投资8.71亿元，同比增长453.1%；第二产业完成投资192.17亿元，同比增长4.5%；第三产业完成投资77.20亿元，同比增长25.3%。5,000万元以上项目完成投资258.02亿元，同比增长14.3%；5,000万元以下项目完成投资9.72亿元，同比增长12.8%；房地产开发投资完成10.34亿元，同比下降18.4%。

表 2 谷城县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）	408.43	8.2%	375.08	8.1%
第一产业增加值	39.67	3.4%	36.43	3.3%
第二产业增加值	222.41	9.3%	238.94	8.0%
第三产业增加值	146.35	7.7%	99.71	10.4%
规模以上工业增加值	-	10.5%	-	8.7%

固定资产投资	-	12.5%	-	11.9%
社会消费品零售总额	152.12	12.6%	135.10	12.0%
出口总额（万美元）	23,259.00	21.7%	19,114.00	33.1%
存款余额	314.63	6.9%	294.35	9.4%
贷款余额	167.30	15.6%	144.70	18.5%
人均 GDP（元）		68,552		62,660
人均 GDP/全国人均 GDP		96.7%		96.9%

注：人均 GDP 按“地区生产总值/年末户籍人口数”估算；“-”表示数据未公开披露。

资料来源：谷城县 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年谷城县实现公共财政收入14.94亿元，同比增长2.2%；同期谷城县本级实现政府性基金收入5.13亿元。

四、经营与竞争

公司主要从事谷城县基础设施投融资及建设业务，2019年公司基础设施工程收入占比为82.13%，系公司主要的收入来源。砂石销售为2019年新增业务，由子公司交投公司开展，2019年砂石销售收入占比达15.92%。此外，公司本部及谷城县工业产业投资有限公司等子公司通过将资金借与其他企业使用收取利息³，形成资金占用费收入；2019年因合并林投公司新增少量工程类项目招标代理服务收入。由于新增的砂石销售业务毛利润较高、资金占用费收入增长，公司2019年综合毛利率较2018年增长2.57个百分点至17.03%。

表 3 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
基础设施工程	29,129.96	13.04%	21,818.72	13.04%
砂石销售	5,646.58	27.96%	0.00	-
资金占用费	690.05	100.00%	372.52	100.00%
招标代理服务	1.09	100.00%	0.00	-
合计	35,467.68	17.03%	22,191.24	14.46%

注：交投公司和林投公司合并日为 2019 年 10 月 31 日，上表的砂石销售和招标代理服务为 2019 年 11 月 1 日-2019 年 12 月 31 日的收入合计数。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司基础设施工程收入大幅增长，目前承建的大部分项目与政府签订了委托代建协议，业务持续性较好

³ 借款期限在一年以内，以三个月内的为主，2019 年借款金额合计 24,350.00 万元，其中借与民营企业的款项占比为 77.41%，截至 2019 年末借款余额为 5,275.00 万元。

根据《谷城县人民政府关于明确县基础设施项目法人的通知》（谷政函〔2018〕4号），谷城县政府授权公司作为谷城县基础设施运作主体，明确公司作为谷城县基础设施项目法人并由双方签订项目投资建设与转让协议以确保项目顺利实施。公司与子公司谷城县水利工程投资建设有限公司（以下简称“水利公司”）同谷城县人民政府签订的《谷城县基础设施建设工程项目委托代建协议》约定，公司及水利公司作为承建主体负责相关基础设施项目的立项、融资和建设，每年年底政府对项目的投入情况进行认定，出具基础设施建设投入确认通知书，公司依此确认成本和收入，并将投入成本和工程毛利计入存货，在项目建设完毕后移交给谷城县人民政府，谷城县财政局根据签订的协议和年度交接单，在经监理施工和成本支出评审后，于每年末出具工程款支付通知文件，工程转让款包括项目的建设总成本和收益，代建管理费均约定为投资成本的15%。

根据2019年12月26日谷城县财政局出具的2019年度基础设施建设投入确认通知书（谷财函〔2019〕64号和谷财函〔2019〕66号），2019年公司确认了2.91亿元收入，公司基础设施建设业务毛利率稳定在13.04%。2019年谷城县财政局未支付工程转让结算款。

表4 2019年公司基础设施工程收入确认情况（单位：万元）

工程项目	成本	收入
城东片区棚户区改造项目	6,282.15	7,224.47
党校、老年大学及妇儿活动中心	4,231.62	4,866.36
S303 省道改线建设项目	2,500.00	2,875.00
汉十高铁站南大道项目	2,204.96	2,535.70
产业新区三号道路工程	2,111.30	2,427.99
殡葬服务体系建设项目	1,609.48	1,850.91
三环工业园工程	1,515.46	1,742.78
汉水文化展示区工程	1,000.50	1,150.58
其他工程	3,874.93	4,456.16
合计	25,330.40	29,129.96

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前承建的基础设施建设工程较多，包括谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护项目、产业新区三号路道路工程等项目，截至2019年末，公司主要在建、拟建项目预计总投资为32.84亿元，累计已投资7.02亿元，未来尚需投资25.82亿元，未来几年公司融资需求较大，存在较大的资金压力。

本期债券募投项目为自营项目，包含谷城县水厂工程项目和谷城县公铁客运中心建设项目两个子项目。谷城县水厂工程项目于2019年4月建成试运营，计划于2020年投入运营，预计年生产水量为3,194万m³，年销售水量为2,585万m³，将通过售水实现年销售收入约5,688万元，2019年暂未取得收益；根据子公司谷城县水务有限公司（以下简称“谷城水务”）

与谷城县供水总公司（以下简称“供水公司”）签订的《资产委托经营管理协议》，谷城水务将水厂资产委托给供水公司经营管理，供水公司获得委托资产经营收益的30%，谷城水务取得剩余70%的收益。谷城县公铁客运中心建设项目始建于2017年1月，建成后的收入主要以停车收入、车辆清洗收入和其他配套商业设施出租收入为主，收入归属公司，项目运营期为完工后20年，年均利润总额为1,704.06万元，项目原计划于2019年1月建成，因西武高铁暂未通车，谷城县公铁客运中心建设项目需与之匹配建设，再加之受疫情停工的影响，致使建设进度未达预期。募投项目建成后将丰富公司的收入和利润来源，但能否产生预期收益存在不确定性。

除本期债券募投项目谷城县水厂工程项目和谷城县公铁客运中心建设项目外，其余主要在建及拟建基础设施工程项目均与谷城县政府签订了代建协议，总投资合计30.19亿元，累计已投资6.08亿元，未来收入来源较有保障。

表 5 截至 2019 年 12 月 31 日公司在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	累计已投资
谷城县公铁客运中心建设项目*	26,523.00	9,399.60
谷城县高铁新区路网工程建设项目	67,639.60	3,373.52
谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护项目	56,270.44	3,252.33
产业新区三号路道路工程	30,000.98	26,282.38
谷城县苗木培育及园林生态绿化建设项目	22,611.00	1.50
谷城县殡葬体系建设项目	18,908.00	4,969.55
三环大桥	17,649.00	5,303.87
谷城县城东片区（城中村）棚户区改造项目一期	15,326.66	7,048.47
银城大道至北辰大道工程	13,805.00	7,000.43
襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程	10,103.00	1,001.65
北河北路工程	6,377.00	2,573.76
谷城县文化中心项目	43,173.29	-
合计	328,386.97	70,207.06

注：标*项目为本期债券募投子项目之一，累计已投资额含前期征地拆迁款 8,503.99 万元，本期债券募投项目另一子项目谷城县水厂工程项目已于 2019 年 4 月完工，均为自建自营项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司新增砂石销售业务，提升了公司的收入及盈利水平

2019年10月公司合并报表增加交投公司，新增砂石销售业务。交投公司拥有喻家湾、王康、塔湾三个砂石中心，目前已入驻6家砂石生产企业，负责砂石的开采和生产，由交投公司进行统一监管，并负责砂石的销售，主要的下游客户包括谷城县内工程施工企业、重点项目建设单位和各商砼站等，取得的销售收入按照7：3在交投公司和各砂石生产企业

之间分配⁴。砂石销售价格根据周边县市区砂石销售价格、当地实际情况及市场价格波动情况确定并报上级批准后执行。2019年11月1日至12月31日，交投公司实现砂石销售收入5,646.58万元，毛利率为27.96%，提升公司的收入及盈利水平。

2019年公司获得较大力度的外部支持

公司承担了谷城县城市基础设施建设的重要职能，当地政府持续在资产注入和财政补助等方面给予公司较大支持。

资产注入方面，根据谷国资发〔2019〕59号和谷国资发〔2019〕60号文件，2019年公司获得县国资局无偿划入的林投公司100%股权、交投公司100%股权和湖北省谷城银隆电业有限公司⁵（以下简称“银隆电业”）31.768%股权，以划拨日的账面价值入账，合计增加资本公积167,581.59万元；根据谷财函〔2019〕65号文件，谷城县财政局将以前年度拨付的专项资金作为公司权益性资本金，增加公司资本公积710.99万元。

2019年，根据谷城县财政局下达的《关于下达谷城县建设投资经营有限公司营运资金专项补贴的通知》（谷财函〔2019〕67号），公司获得谷城县财政局下拨的企业发展资金10,800.00万元，用于营运资金补贴，有效提升了公司的利润水平。

表 6 2019 年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入		
资产类别	价值	依据文件
林投公司股权	160,299.50	1、《关于国有资产划转的通知》（谷国资发〔2019〕41号）；
交投公司股权	3,414.28	2、《关于划转国有资产计价入账的通知》（谷国资发〔2019〕59号）
银隆电业股权	3,867.81	1、《关于国有资产划转的通知》（谷国资发〔2019〕30号）；
往年拨付的专项资金	710.99	2、《关于划转国有资产计价入账的通知》（谷国资发〔2019〕60号）
		《关于以前年度拨付专项资金转增资本金的通知》（谷财函〔2019〕65号）
合计	168,292.58	-
2、补贴收入		
补贴事项	补贴金额	依据文件
营运资金补贴	10,800.00	《关于下达谷城县建设投资经营有限公司营运资金专项补贴的通知》（谷财函〔2019〕67号）

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

⁴ 该分配比例尚未签订合同，根据公司报送谷城县交通运输局《关于进一步完善县砂石集并中心经营模式、调整销售款结算方案的请示》确定。

⁵ 银隆电业主营水力发电，主要经营白水峪水电站。

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年和2019年审计报告，公司财务报表均按新会计准则编制。2019年新增2家纳入合并报表范围的子公司，详见表1，截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司共6家，详见附录二。

资产结构与质量

2019年公司资产规模保持增长，以应收款项、建造合同形成的已完工未结算资产、林场等资产为主，且公益性资产规模较大，整体资产流动性较弱

2019年末公司总资产较上年末增长47.67%，主要系当期县国资局将交投公司等企业股权划入所致。公司资产主要为流动资产，2019年末占总资产的比重为75.07%。

表 7 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	39,111.06	5.42%	21,745.90	4.45%
应收账款	28,048.94	3.88%	26,065.11	5.33%
其他应收款	101,011.52	13.99%	90,619.10	18.53%
存货	366,734.79	50.79%	196,647.31	40.21%
流动资产合计	542,085.59	75.07%	335,961.65	68.71%
固定资产	50,079.87	6.94%	15,318.80	3.13%
在建工程	9,754.24	1.35%	37,845.23	7.74%
其他非流动资产	114,335.30	15.83%	97,868.25	20.01%
非流动资产合计	180,011.55	24.93%	153,029.66	31.29%
资产总计	722,097.14	100.00%	488,991.30	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司货币资金余额 3.91 亿元，主要为银行存款，无使用受限款项。2019 年末，公司应收账款主要为应收谷城县财政局 2.71 亿元的基础设施建设工程款，账龄在 3 年以内，未计提坏账准备。公司其他应收款主要为往来款、借款及少量备用金，主要为谷城县财政局 4.09 亿元往来款、湖北谷城一飞汽车制造有限公司 2.76 亿元无息借款、谷城县住房投资有限公司 0.86 亿元无息借款、谷城县城东片区棚户区改造项目指挥部 0.65 亿元往来款和湖谷城县汉江湿地水生态修复与保护工程建设项目管理办公室 0.51 亿元往

来款⁶，合计占其他应收款期末余额的 87.71%。2019 年末公司应收政府及政府相关部门往来款项合计 6.23 亿元，应收外借未到期款项合计 3.85 亿元，对公司资金形成一定占用且存在一定的回收风险。

2019 年末公司存货账面价值同比大幅增长 86.49%，主要系合并林投公司增加林地资产所致。其中，消耗性生物资产账面价值 14.10 亿元，主要系蕰山林场和跃进林场等林场，均已办理权证；建造合同形成的已完工未与谷城县财政局结算的资产账面价值为 19.49 亿元，均已确认收入，由于结算时间较不确定，对公司资金存在较大占用；开发成本为公司通过招拍挂方式取得的出让地，用途为商服、住宅，面积合计 401,915.78 平方米，账面价值合计 3.08 亿元，其中有价值合计 5,368.33 万元的土地已抵押。

固定资产主要系公司拥有的房屋建筑物和机器设备等，2019 年末账面价值同比增长 226.92%，主要系本期债券募投项目之谷城县水厂项目完工转入所致。截至 2019 年末，公司已抵押房产价值 2,941.00 万元，占总资产的比重为 0.41%。2019 年末公司在建工程账面价值为 9,754.24 万元，主要为公司自筹资金建设的谷城县公铁客运中心项目、砂石集并中心项目等项目，上述项目均为公司自建项目。

其他非流动资产主要为储备用地、公司往年收购的资产和 2019 年林投公司并入新增的林场。截至 2019 年末，储备用地账面价值为 62,228.47 万元，面积合计 113.71 万平方米。公司收购的资产包括 36,346.70 万元的土地、厂房和设备等资产和中国农业银行股份有限公司襄阳米公支行 600.00 万元的不良贷款资产包（以下简称“债权资产”）。购入的土地使用权面积合计 409,229.90 平方米，房屋建筑面积合计 137,004.58 平方米，后续将通过收取租金或厂房出售的方式获取收益；债权资产的账面原值为 16,132.54 万元，回款对象多以当地中小企业为主，债务人集中度较为分散，目前公司已向各债务单位发布律师函，但未来回收仍存在较大的不确定性。林场包括承恩寺林场、庙岗林场等 6 家林场，账面价值合计 15,160.13 万元，均已办理权证，系公益性生物资产防护林及特种用途林。

总体上看，近年公司资产规模稳步增长，截至 2019 年末公司资产中应收款项、建造合同形成的已完工未结算资产、林场和土地（含收购的不动产）账面价值分别为 12.91 亿元、19.49 亿元、15.62 亿元和 11.71 亿元，占总资产的比重分别为 17.87%、26.99%、21.63% 和 16.22%，且林地资产和储备用地等公益性资产占净资产的比重达 48.04%，整体资产流动性较弱。

⁶ 前五大其他应收款应收对象除湖北谷城一飞汽车制造有限公司系民营企业外，其余均为政府部门和地方国有企业。

盈利能力

2019年营业收入规模大幅增长，砂石销售丰富了公司的收入构成，政府补贴对公司利润水平有较大提升

基础设施工程建设收入是公司主要的收入来源，截至2019年末，公司在建及拟建项目规模较大，未来收入较有保障。2019年公司新增砂石销售业务，业务毛利润较高，丰富了公司的收入构成。

受毛利率较高砂石销售业务并入以及资金占用费收入增长的影响，公司综合毛利率较上年增长2.57个百分点至17.03%。2019年公司获得补贴收入1.08亿元，占同期利润总额的145.48%，政府补贴对公司利润水平有较大提升。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	35,467.68	22,191.24
其他收益	10,800.00	9,900.00
营业利润	7,446.09	8,378.03
利润总额	7,423.88	8,385.21
综合毛利率	17.03%	14.46%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现较差，在建和拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力

2019 年公司收现比下降至 0.25，业务回款情况较差。2019 年公司与企业和政府部门的往来款以及借款收支规模大幅增长，同期业务收现规模较小而支出增加，使当年经营活动现金净流出 1.16 亿元，经营现金流表现仍较差。

投资活动方面，2019 年因在建工程投入以及支付骆驼资产相关税费等资金流出规模较大，当年投资活动现金净流出 0.80 亿元。公司主要通过外部融资满足主营业务资金需求。2019 年公司通过银行借款以及发行“19 谷城 01”债券获得融资资金。从公司在建及拟建项目来看，截至 2019 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投入资金共计 25.82 亿元，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	2019年	2018年
收现比	0.25	0.60

销售商品、提供劳务收到的现金	8,974.34	13,209.05
收到的其他与经营活动有关的现金	146,429.93	47,003.83
经营活动现金流入小计	155,404.27	60,212.88
购买商品、接受劳务支付的现金	28,557.91	12,698.48
支付的其他与经营活动有关的现金	137,122.97	76,161.54
经营活动现金流出小计	167,001.95	89,757.74
经营活动产生的现金流量净额	-11,597.67	-29,544.86
投资活动产生的现金流量净额	-8,009.30	-23,275.25
筹资活动产生的现金流量净额	36,972.14	48,601.21
现金及现金等价物净增加额	17,365.16	-4,218.90

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模增长较大，偿债压力进一步增加

截至2019年末，公司负债总额同比增长28.88%，其中新划入子公司合并形成的负债规模为1.94亿元；2019年县国资局划入股权等资产以及公司经营利润累积使公司所有者权益同比增长61.52%；综合影响下，公司2019年末产权比率下降至58.81%，公司权益对债务的覆盖程度较好。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	267,402.27	207,483.98
所有者权益	454,694.88	281,507.32
产权比率	58.81%	73.70%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司应付账款主要为未结算工程款，应付对象包括中国市政工程中南设计研究总院有限公司等，账龄均在2年以内。其他应付款主要为往来款和应付利息，2019年末其他应付款主要包括应付谷城县土地收购储备中心2.41亿元、谷城县汉十铁路建设指挥部0.90亿元、谷城县中药材公司0.55亿元和谷城县医药有限责任公司0.49亿元等款项。公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款5,744.35万元和一年内到期的长期应付款200.00万元。

2019年末公司长期借款（含一年内到期部分）包括4.17亿元的质押借款、2.90亿元的抵押借款和1.69亿元的保证借款。应付债券为本期债券，年末余额为6.83亿元。长期应付款（含一年内到期部分）主要为应付国开发展基金有限公司的1,600.00万元（投资项目为

襄阳市谷城水厂及管网工程)、应付中国农发重点建设基金有限公司9,200.00万元(投资项目为谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护工程和襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程),投资协议约定,上述投资到期后将由谷城县国有资产监督管理局或谷城县人民政府实施购买,期间利息由公司支付。

表 11 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
应付账款	24,954.62	9.33%	28,223.60	13.60%
其他应付款	48,135.32	18.00%	49,438.92	23.83%
一年内到期的非流动负债	5,944.35	2.22%	5,601.27	2.70%
流动负债合计	106,603.63	39.87%	97,977.26	47.22%
长期借款	81,854.03	30.61%	58,598.38	28.24%
应付债券	68,344.61	25.56%	39,397.34	18.99%
长期应付款	10,600.00	3.96%	11,510.99	5.55%
非流动负债合计	160,798.64	60.13%	109,506.72	52.78%
负债合计	267,402.27	100.00%	207,483.98	100.00%
其中:有息债务	169,742.99	63.48%	114,396.99	55.14%

资料来源:公司2018-2019年审计报告,中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、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有息部分构成,截至2019年末,公司有息债务规模为169,742.99万元,占负债总额的比重为63.48%,较上年末增长48.38%,其中短期有息债务8,944.35万元。有息债务规模快速增长,偿债压力进一步增加。

从偿债指标上看,受益于县国资局划入股权等资产,公司资产负债率下降至37.03%;2019年末公司现金短期债务比提升至4.37,货币资金对短期有息债务的保障程度较好,但2019年EBITDA利息保障倍数有所下降,有息债务/EBITDA有所增加,显示公司面临的偿债压力有所增加。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	37.03%	42.43%
现金短期债务比	4.37	3.88
EBITDA利息保障倍数	1.73	2.24
有息债务/EBITDA	11.14	9.42

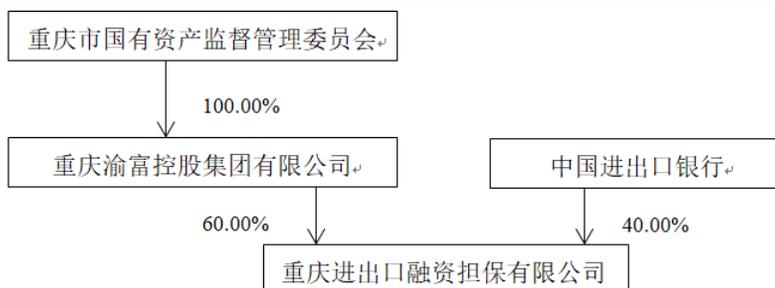
资料来源:公司2018-2019年审计报告,中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

重庆进出口为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性

重庆进出口由重庆渝富资产经营管理集团有限公司和中国进出口银行于 2009 年共同组建，原始注册资本 10 亿元；2018 年 9 月 4 日，完成了第一大股东由重庆渝富资产经营管理集团有限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）的工商登记；历经多次增资，截至 2019 年末，重庆进出口注册资本和实收资本均为 30 亿元，重庆进出口股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为 60%和 40%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如图 2 所示。

图 2 截至 2019 年末重庆进出口股权结构



资料来源：重庆进出口提供

重庆进出口主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2017-2019 年重庆进出口分别实现营业收入 53,323.91 万元、45,379.63 万元和 56,106.89 万元，营业收入规模有所波动。从收入结构来看，重庆进出口营业收入主要来源于担保费收入。

表 13 重庆进出口营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	34,703.19	61.85%	27,181.82	59.90%	33,714.78	63.23%
手续费及佣金收入	570.67	1.02%	287.23	0.63%	41.75	0.08%
利息收入	12,168.50	21.69%	8,604.58	18.96%	7,065.40	13.25%
投资收益	8,421.00	15.01%	8,500.25	18.73%	11,385.96	21.35%
其他业务收入	103.94	0.19%	632.84	1.39%	1,038.01	1.95%
资产处置收益	42.36	0.08%	0.00	0.00%	-0.99	0.00%
其他收益	97.23	0.17%	172.90	0.38%	79.00	0.15%
营业收入	56,106.89	100.00%	45,379.63	100.00%	53,323.91	100.00%

资料来源：重庆进出口提供，中证鹏元整理

截至2019年末，重庆进出口资产总额为617,204.16万元，所有者权益合计为367,240.15万元；2019年度，重庆进出口实现营业总收入56,106.89万元，利润总额20,605.37万元。

表 14 重庆进出口主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	617,204.16	565,248.25	528,612.20
所有者权益合计	367,240.15	354,313.87	343,502.25
现金类资产	258,499.72	62,247.52	120,799.91
营业收入	56,106.89	45,379.63	53,323.91
已赚担保费	34,703.19	27,181.82	33,714.78
利息收入	12,168.50	8,604.58	7,065.40
投资收益	8,421.00	8,500.25	11,385.96
利润总额	20,605.37	17,527.99	16,154.75
净资产收益率	4.83%	4.39%	3.87%
融资担保责任余额	-	2,822,038	2,550,733
当期担保发生额	-	714,384	813,023
准备金覆盖率	-	5.41%	5.32%
融资担保放大倍数	-	7.96	7.43
当期担保代偿率	-	2.14%	3.00%

注：2017-2018 年数据根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算；“-”表示数据尚未取得。
资料来源：重庆进出口 2017-2019 年审计报告，重庆进出口提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，重庆进出口主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

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6月8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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司对外担保对象单一且规模较大，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15.14亿元，占2019年末净资产的33.29%，均系

对县国资局下属企业谷城县住房投资有限公司的担保。被担保方为谷城县地方国有企业，但规模较大且未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 15 截至 2019 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
谷城县住房投资有限公司	国有企业	67,500.00	2033/1/11	否
		48,869.25	2036/5/30	
		35,000.00	2033/1/24	
合计	-	151,369.25	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年谷城县工业和固定资产投资增速较快，带动区域经济稳步增长，为公司发展提供了良好的基础。公司作为谷城县人民政府明确的基础设施项目法人，基础设施项目规模较大，未来业务可持续性较好；为支持公司的发展，县国资局无偿划入企业股权等资产，公司收入来源和资本实力进一步丰富和提升，谷城县财政局亦通过财政补贴给予公司支持；此外，重庆进出口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的安全性。

同时，中证鹏元也关注到公司资产中建造合同形成的已完工未结算资产、林场和土地等资产占比较高，流动性较弱，应收账款和其他应收款规模较大，存在一定的回收风险；2019年公司业务收现情况和经营活动现金流表现较差，基础设施工程投资资金压力较大；公司有息债务规模继续增加，偿债压力加大；此外，对外担保对象单一且规模较大也使公司面临一定的或有负债风险。

基于以上分析，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	39,111.06	21,745.90	25,964.80
其他应收款	101,011.52	90,619.10	43,754.77
存货	366,734.79	196,647.31	197,228.83
其他非流动资产	114,335.30	97,868.25	89,650.97
总资产	722,097.14	488,991.30	396,637.25
短期借款	3,000.00	0.00	0.00
其他应付款	48,135.32	49,438.92	35,627.07
一年内到期的非流动负债	5,944.35	5,601.27	2,855.00
长期借款	81,854.03	58,598.38	48,507.50
应付债券	68,344.61	39,397.34	0.00
长期应付款	10,600.00	11,510.99	11,910.99
总负债	267,402.27	207,483.98	111,960.49
有息债务	169,742.99	114,396.99	62,562.50
所有者权益	454,694.88	281,507.32	284,676.76
营业收入	35,467.68	22,191.24	27,762.17
其他收益	10,800.00	9,900.00	11,537.00
营业利润	7,446.09	8,378.03	13,443.02
利润总额	7,423.88	8,385.21	13,464.81
经营活动产生的现金流量净额	-11,597.67	-29,544.86	7,368.83
投资活动产生的现金流量净额	-8,009.30	-23,275.25	-15,367.78
筹资活动产生的现金流量净额	36,972.14	48,601.21	-3,760.71
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	17.03%	14.46%	13.04%
收现比	0.25	0.60	0.45
产权比率	58.81%	73.70%	39.33%
资产负债率	37.03%	42.43%	28.23%
现金短期债务比	4.37	3.88	9.09
EBITDA（万元）	15,237.58	12,142.92	14,449.50
EBITDA 利息保障倍数	1.73	2.24	3.73
有息债务/EBITDA	11.14	9.42	4.33

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
谷城县市政工程投资建设有限公司	10,000.00	100.00%	基础设施建设
谷城县水利工程投资建设有限公司	20,000.00	100.00%	水利工程投资
谷城县水务有限公司	5,000.00	100.00%	集中式供水
谷城县工业产业投资有限公司	20,000.00	100.00%	工业产业项目的投融资、过桥资金运营
谷城县生态林业工程建设投资有限公司	36,000	100.00%	林业工程投融资、工程招标代理等
谷城县交通建设投资有限责任公司	20,000	100.00%	交通基础设施建设项目、砂石经营销售

资料来源：公司 2019 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

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
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	货币资金/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)
有息债务	短期借款+一年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款中有息部分

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。