

2016 年江苏筑富实业投资有限公司
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【355】号 01

债券简称：16 苏筑富债
/16 苏筑富、PR 苏筑富

增信方式：土地使用权
和房地产抵押担保

债券剩余规模：12.80 亿
元

债券到期日期：2023 年
07 月 20 日

债券偿还方式：按年付
息，在存续期的第 3-7
年末分别按照发行总额
20% 的比例偿还债券本
金

分析师

姓名：
秦风明 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
qinfm@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

2016 年江苏筑富实业投资有限公司公司债券 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

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

2020 年 06 月 23 日

2019 年 06 月 20 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”）对江苏筑富实业投资有限公司（以下简称“筑富实业”或“公司”）及其 2016 年 07 月 20 日发行的公司债券（以下简称“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。该等级的评定是考虑到公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，工程建设业务具有一定持续性，获得的外部支持力度较大，国有土地使用权和房地产抵押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了公司贷款及担保业务面临一定的代偿及回收风险，资产流动性较弱，面临较大的投资资金压力和债务集中偿付压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年灌云县地区生产总值为 401.00 亿元，增速 7.0%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司工程建设业务具有一定持续性。公司作为灌云县主要的基础设施建设主体在承接项目上仍具有一定优势，截至 2019 年末，公司工程项目总投资规模达 472,043.26 万元，已投资额 211,547.67 万元，业务具有一定持续性。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2019 年公司获得当地政府 27,000.00 万元的补贴资金，一定程度提升公司盈利能力。
- 国有土地使用权和房地产抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性。本期债券由公司持有的最新评估价值为 347,474.47 万元（估价基准日为 2020 年 5 月 31 日）

的国有土地使用权和房地产提供抵押担保，抵押比率为 2.60 倍，国有土地使用权和房地产抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性。

关注：

- **公司担保及贷款业务面临一定的代偿及回收风险。**截至 2019 年末，子公司担保业务在保责任余额 24,930.00 万元，当年发生担保代偿额 285.95 万元；2019 年末公司对外贷款余额 9,202.00 万元，其中损失类贷款为 910.00 万元，在经济下行压力较大环境下面临一定的代偿及回收风险。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由存货和其他应收款构成，截至 2019 年末，二者账面价值合计 1,522,447.66 万元，占资产总额比重为 86.57%。存货主要为待开发土地，2019 年末待开发土地账面价值为 1,204,914.74 万元，其中账面价值占比 33.96%的土地使用权已用于抵押；其他应收款主要为当地政府部门、单位及地方国有企业往来款，部分为民营企业借款，规模持续增加且回收时间存在不确定性，对公司营运资金形成较大占用，公司资产整体流动性较弱。
- **公司在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力。**截至 2019 年末，公司在建项目尚需投资 260,495.59 万元，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，存在较大偿债压力。**2019 年末公司有息债务余额 285,185.89 万元，2020-2022 年公司分别需偿还本金 140,925.54 万元、55,835.29 万元和 60,617.82 万元，未来三年集中偿付压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司本部对外担保合计 273,225.68 万元（不含子公司融资担保业务中的对外担保责任余额），占 2019 年末公司所有者权益的 22.28%，担保对象均为地方国企或政府部门，均无反担保措施，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	1,758,505.49	1,753,689.19	1,717,274.99
所有者权益	1,226,306.90	1,206,372.38	1,143,828.27
有息债务	341,588.99	400,182.04	378,414.60
资产负债率	30.26%	31.21%	33.39%
现金短期债务比	0.29	0.42	1.25
营业收入	100,337.15	105,586.85	82,144.20

其他收益	27,000.00	28,629.00	21,404.77
利润总额	20,048.91	21,852.10	20,967.03
综合毛利率	14.37%	15.93%	13.75%
EBITDA	35,016.85	39,264.45	29,757.13
EBITDA 利息保障倍数	2.70	2.29	1.64
经营活动现金流净额	49,783.71	-10,954.40	-38,524.17
收现比	0.72	0.71	1.14

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

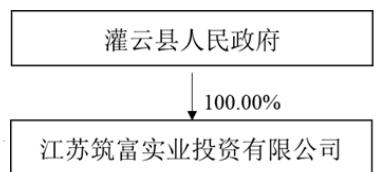
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年7月20日发行7年期16亿元公司债券，募集资金原计划用于灌云县东城新区民营工业园区及规划区安置房建设工程项目（4.00亿元）、灌云县海滨大道建设工程项目（4.30亿元）、灌云县农村饮水安全工程项目（5.50亿元）和补充流动资金（2.20亿元）。根据公司2016年9月1日披露的《江苏筑富实业投资有限公司关于拟变更“16筑富债”募集资金用途的公告》，公司将原计划用于灌云县农村饮水安全工程项目的5.50亿元，改用于灌云县沂北片区中小河流治理工程项目。截至2020年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为9,684.35元。

二、发行主体概况

跟踪期内公司注册资本和实收资本未发生变化，截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本均为60,088万元，控股股东和实际控制人仍均为灌云县人民政府，持股比例为100%。

图1 截至2020年3月末公司的产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司新增1家纳入合并范围的子公司，灌云农环能源环境科技有限公司（以下简称“农环能源”），农环能源注册资本8,000万元，公司持股比例100%，主要业务为有机废物处理、生物质能源项目管理等。

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，宏观政策强化逆周期调节，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。中证鹏元预计，此次疫情大概率拉低全年经济增长率 0.5 个百分点，2020 年 GDP 增长率为 5.5%。积极的财政政策和稳健的货币政策是宏观调控政策主基调。2020 年，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。在政策方向不变和疫情影响下，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，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 20%。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

灌云县经济发展较为平稳，固定资产投资仍是拉动经济增长的主要动力

近年灌云县经济发展较为平稳，逐步形成了以临港产业区、经济开发区、中小企业园和乡镇工业集中区为重点的工业经济板块，以现代农业产业园区、现代渔业园区、农产品集中加工园区为重点的高效农业经济板块，以四大旅游景区、东城商贸区、临港物流园、空港产业园、杨集物流园、电商产业园为重点的服务业板块。根据灌云县2019年政府工作报告，预计2019年全年完成地区生产总值401亿元，增长7%，2019年灌云县人均生产总值49,610.22元，占全国人均GDP的69.98%。预计2019年固定资产投资235.6亿元，增长

12.1%。预计2019年社会消费品零售总额153.5亿元，增长7%。

工业经济方面，2018灌云县工业经济明显下滑。2018年灌云县实现工业增加值119.46亿元，同比下降2.8%。2018年全县规模以上工业总产值80.22亿元，同比下降53.1%，规模以上工业企业实现销售收入82.21亿元，同比下降54.7%；实现利税总额3.52亿元，同比下降52.4%；实现利润总额2.61亿元，同比下降57.9%。

固定资产投资是灌云县经济增长的重要动力，2018年灌云县全年完成固定资产投资210.13亿元，同比增长20.1%，其中项目投资190.91亿元，同比增长20.1%；房地产投资19.21亿元，同比增长20.2%；工业投资143.17亿元，同比增长35.4%；工业技改投资67.97亿元，同比增长14.7%；高新技术产业投资40.63亿元，同比增长39.8%；制造业投资122.92亿元，同比增长24.9%。工业投资仍是灌云县固定资产投资重点，高新技术产业投资增速较快。此外，2018年灌云县实现社会消费品零售总额143.49亿元，同比增长8.1%；全年实现进出口贸易总额20,375万美元，同比下降0.9%。2018年末，全县金融机构人民币各项存款余额分别为320.06亿元和244.12亿元。

表1 近年灌云县主要经济指标

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	401.0	7.0%	375	4.0%
第一产业增加值（亿元）	-	-	69.15	0.4%
第二产业增加值（亿元）	-	-	159.06	0.4%
第三产业增加值（亿元）	-	-	146.79	9.0%
工业增加值（亿元）	-	-	119.46	-2.8%
全社会规模以上固定资产投资（亿元）*	235.6	12.1%	210.13	20.1%
社会消费品零售总额（亿元）	153.5	7.0%	143.49	8.1%
进出口贸易总额（万美元）	-	-	20,375	-0.9%
存款余额（亿元）	-	-	320.06	3.8%
贷款余额（亿元）	-	-	244.12	15.2%
人均GDP（元）	49,610		46,374	
人均GDP/全国人均GDP	69.98%		71.74%	

注：2018年披露的固定资产投资口径与之前年度存在差异。

资料来源：灌云县2017-2018年国民经济和社会发展统计公报，2019年数据系关灌云县政府关于2019年的政府工作报告。中证鹏元整理

根据《关于灌云县2019年预算执行情况和2020年预算草案的报告》，2019年灌云县实现公共财政收入22.59亿元，同比增长1.2%，其中税收收入16.75亿元，占公共财政收入比重为74.1%；同期灌云县公共财政支出为62.75亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为36.00%。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务构成未发生变化，公司作为灌云县主要的基础设施项目建设和投融资主体，主要从事区域内的基础设施建设业务。2019年公司实现主营业务收入96,839.05万元，其中工程建设收入占主营业务收入比重的97.65%，为公司收入最主要来源，2019年工程建设收入较上年下降5.87%。贷款、担保、保安服务、光伏发电业务收入涨跌互现，但收入规模均相对较小，对公司营业收入形成一定补充。其他业务收入主要为资金占用费及租赁收入，资金占用费主要系公司资金拆借收入，其中大部分系当地民营企业、国有企业借款。

毛利率方面，2019年工程建设毛利率有所下滑，贷款、担保、保安服务毛利率水平较高；光伏发电业务毛利率水平较高波动较大，2018年度光伏发电业务为试运营，于年底验收完成并将相关资产转入固定资产，尚未开始计提折旧费用，因此未产生成本，2019年开始计提折旧费用，毛利率大幅下降，2019年公司综合毛利率14.37%，较上年下降1.56个百分点。

表2 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
主营业务收入	96,839.05	13.46%	102,241.77	14.52%
其中：工程建设收入	94,567.81	11.46%	100,461.14	13.03%
担保费等收入	523.86	86.61%	640.60	96.00%
贷款利息收入	920.91	100.00%	460.89	100.00%
保安服务费及安装费	232.81	100.00%	221.40	100.00%
光伏发电收入	593.66	9.96%	457.74	100.00%
其他业务收入	3,498.10	54.66%	3,345.08	59.02%
合计	100,337.15	14.37%	105,586.85	15.93%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

公司收入主要来自工程建设业务，在建项目规模较大，业务具有一定持续性，但受工程进度及政府财政资金安排影响较大，且后续资金投入规模较大，面临较大的资金压力

公司是灌云县主要的城市基础设施项目建设主体，工程建设业务采取“委托代建”模式，跟踪期内，公司业务模式未发生变化，由于每个项目的代建管理费存在一定差异，公司以项目结算款确认工程建设收入，因此毛利率会有所不同，2019年工程代建毛利率有所下降，代建项目回款周期一般在一年内，具体到账时间需要根据灌云县财政情况，存在一定的不确定性。

2019年实现工程建设收入94,567.81万元,较上年有所下降,主要受项目结算进度影响,毛利率分为11.46%,公司工程建设业务毛利率波动较大主要系项目代建管理费不同所致。

表3 2018-2019年公司工程建设收入明细(单位:万元)

年份	项目名称	收入	毛利率
2019年	204国道灌云段改扩建工程	23,096.41	19.53%
	灌云县海滨大道建设工程	71,471.40	8.85%
	合计	94,567.81	11.46%
2018年	204国道灌云段改扩建工程	36,388.57	17.60%
	灌云沂北片区中小河流治理工程	64,072.58	10.43%
	合计	100,461.15	13.03%

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

公司在建项目较多,截至2019年末,主要有204国道灌云段改扩建工程、东城新区基础设施建设项目等重点在建项目,项目总投资规模472,043.26万元,已投资金额211,547.67万元,业务具有一定持续性。公司在建项目后期尚需投入260,495.59万元,面临较大的资金压力。

表4 截至2019年12月31日公司在建工程情况(单位:万元)

项目名称	预计总投资	已投资
204国道灌云段改扩建工程	238,000.00	162,841.88
温泉体验馆项目	55,696.00	25,818.13
东城新区基础设施建设项目	50,000.00	973.21
灌云县垃圾焚烧飞灰安全填埋场项目	5,718.60	1,236.39
灌云县城市粪便无害化处理场建设项目	800.00	576.37
灌云县综合物流中心工程	121,828.66	20,101.69
合计	472,043.26	211,547.67

注:项目已投资金额包含已结转成本,灌云县综合物流中心工程系公司发行的2020年江苏筑富实业投资有限公司公司债券募投项目,该项目由公司自主运营。

资料来源:公司提供

公司担保及贷款业务收入规模较小,业务风险控制能力偏弱,需关注担保及贷款业务的代偿和回收风险

公司担保业务由控股子公司灌云县泰和融资担保有限公司(以下简称“泰和担保公司”)经营,注册资本10,008.00万元,主要为灌云县的中小企业提供担保服务。公司的担保业务全部为融资担保,年担保费一般按担保额的1.4%收取。公司担保客户以工业企业为主,2019年公司确认担保费收入523.86万元,担保收入较上年有所下降。截至2019年末,公司在保责任余额24,930.00万元(均有反担保措施),计提的担保风险准备金合计2,786.52万元,在保企业主要分布于工业、农林牧渔和商业,单个客户担保额均不超过1,000万元。

截至2019年末，公司前五大担保客户分别为连云港银丰食用菌科技有限公司1,000万元；江苏永超建设有限公司1,000万元；连云港信天游旅游开发有限公司1,000万元；连云港临海新材料有限公司1,000万元；灌云利民再生资源科技发展有限公司1,000万元，合计占在保余额的20.06%。公司担保业务的反担保措施为资产担保和第三方担保，其中资产担保占比62.01%，第三方担保占比37.99%。

2019年公司发生担保代偿额为285.95万元，担保代偿额规模较大，系经济下行压力较大，被担保企业出现信用风险，需关注代偿风险。

表5 泰和担保公司担保业务情况

项目	2019年	2018年
期末在保余额（万元）	24,930.00	23,485.00
期末担保笔数（笔）	59	74
担保风险准备金（万元）	2,786.52	2,537.20
担保代偿额（万元）	285.95	0.50

资料来源：公司提供

公司贷款业务由子公司灌云县诚鑫科技小额贷款有限公司（以下简称“诚鑫小贷”）和灌云县金拓农村小额贷款有限公司（以下简称“金拓农贷”）负责经营。2019年公司贷款利息收入为920.91万元，贷款利息收入较上年大幅增长。

截至2019年末，公司贷款余额9,202.00万元，其中损失类贷款为910.00万元，按100%的贷款损失准备计提比例，已计提贷款损失准备910.00万元。目前诚鑫小贷针对损失贷款已与借款企业协商，约定分次偿还本息。从期限分布情况来看，公司放贷期限为6个月、12个月或24个月，利率在10%-15%，且单个企业放贷额度不到净资本的5%。

表6 截至 2019 年 12 月 31 日公司中小企业贷款情况（单位：万元）

项目	年末余额		
	账面余额	贷款减值准备	账面价值
正常类贷款	7,547.00	-	7,547.00
关注类贷款	630.00	12.60	617.40
次级类贷款	25.00	6.25	18.75
可疑类贷款	90.00	45.00	45.00
损失类贷款	910.00	910.00	0.00
合计	9,202.00	973.85	8,228.15

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，近年公司担保及贷款业务收入规模仍较小，担保业务已出现代偿，贷款业务可疑及损失类贷款规模较大，公司风险控制能力偏弱，面临一定的代偿及回收风险。

公司获得的外部支持力度较大

公司作为灌云县主要的基础设施项目建设和投融资主体，受当地政府支持力度较大，2019年公司获得政府补贴27,000.00万元，有效提升了利润水平。

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2018年、2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。2019年公司新增1家纳入合并范围的子公司。

资产结构与质量

公司资产依然以存货为主，资产抵押比率较高，其他应收款对公司资金形成较大占用，整体资产流动性较弱

截至2019年末，公司资产总额为1,758,505.49万元，较上年增长0.27%，从资产结构来看，以流动资产为主，流动资产占总资产比重的93.19%。

截至2019末，公司货币资金余额53,227.46万元，其中受限货币资金合计为32,324.24万元，主要为定期保证金22,713.00万元、银行定期存单4,973.40万元、贷款担保的保证金存款4,637.84万元，受限比例为60.73%，货币资金受限比例较高。

公司应收账款规模增长较快，截至2019年末应收账款期末账面价值62,499.73万元，主要系应收灌云县财政局的工程应收款，账龄在一年以内。近年公司其他应收款规模持续增加，截至2019年末，公司其他应收款账面价值240,988.37万元，其他应收款主要系与灌云县国有土地储备中心、灌云县临港产业区管委会、连云港祥云投资有限公司、灌云县教育局和连云港金淮旅游开发有限公司的往来款，与以上单位往来款的合计余额占2019年末其他应收款余额比例为47.33%。整体来看，公司其他应收款主要系应收当地政府部门、单位及地方国有企业往来款，规模较大，回收时间存在一定的不确定性，对公司营运资金形成较大占用。

公司存货由待开发土地、工程施工和开发成本构成，截至2019年末，公司存货账面价值1,281,459.29万元，其中待开发土地1,204,914.74万元，工程施工65,109.83万元，开发成本11,434.72万元，工程施工主要系公司在建的基础设施项目，开发成本为公司在建的商务大厦A座；2019年待开发土地中包括土地117宗土地，面积合计2,890.80万平方米，账面价

值合计1,204,914.74万元，土地性质主要为出让（4块划拨土地），公司待开发土地中1宗土地土地权证尚在办理之中，账面价值824.20万元。截至2019年末，公司存货受限土地资产48宗，账面价值合计409,210.56万元，占土地资产账面价值的33.96%，土地集中变现出存在一定的风险，存货流动性较弱。

总体上看，公司资产中土地使用权占比较大，且抵押比率较高，其他应收款规模较大，占用公司资金，产流动性较弱。

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	53,227.46	3.03%	81,163.24	4.63%
应收账款	62,499.73	3.55%	33,481.58	1.91%
其他应收款（合计）	240,988.37	13.70%	229,239.55	13.07%
存货	1,281,459.29	72.87%	1,310,257.69	74.71%
流动资产合计	1,638,835.59	93.19%	1,666,005.34	95.00%
投资性房地产	47,721.99	2.71%	49,051.45	2.80%
非流动资产合计	119,669.91	6.81%	87,683.85	5.00%
资产总计	1,758,505.49	100.00%	1,753,689.19	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年营业收入有所下降，整体盈利对政府补贴依赖度较高

跟踪期内，公司主营业务构成未发生较大变化，公司作为灌云县主要的基础设施项目建设和投融资主体，主要从事区域内的基础设施建设业务。2019年公司实现主营业务收入96,839.05万元，较上年下降4.97%，其中工程建设收入占公司主营业务收入比重的97.65%，是公司最主要收入来源，2019年工程建设收入较上年下降5.87%。贷款、担保、保安服务、光伏发电业务收入涨跌互现，但收入规模均相对较小，对公司营业收入规模形成一定补充。其他业务收入主要为资金占用费及租赁收入，资金占用费主要系公司资金拆借收入，其中大部分系当地民营企业、国有企业借款。

毛利率方面，公司不同建设项目的代建管理费存在一定差异，因此工程建设业务毛利率存在一定波动，2019年工程建设毛利率有所下滑。贷款、担保、保安服务毛利率水平较高，光伏发电业务毛利率水平较高波动较大，2018年度光伏发电业务为试运营，于年底验收完成并将相关资产转入固定资产，尚未开始计提折旧费用，因此未产生成本，2019年开始计提折旧费用，毛利率大幅下降，其他业务毛利率较上年有所下降，2019年公司综合毛

利率14.37%，较上年下降1.56个百分点。

利润方面，2019年公司实现利润总额20,048.91万元，其中政府补贴金额为27,000.00万元，是公司主要利润来源，公司整体盈利对政府补贴的依赖度较高。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	100,337.15	105,586.85
其他收益	27,000.00	28,629.00
营业利润	20,140.48	22,021.54
利润总额	20,048.91	21,852.10
综合毛利率	14.37%	15.93%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司2019年经营活动现金流有所改善，但回款情况一般，往来款规模较大；公司在建项目规模较大，面临较大的资金支出压力

2019年公司经营活动净现金流49,783.71万元，经营活动现金流有所改善，但工程建设业务回款情况受工程建设、竣工结算进度及政府财政资金安排影响存在一定波动，2019年公司收现比0.72，回款情况一般。

投资活动现金流方面，2019年收回投资收到现金以及投资支付现金规模较大，主要是年内投出并收回理财产品投资资金所致。

筹资活动现金流方面，公司筹资活动现金流入主要系政府增资、银行借款及债券融资，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支出，截至2019年末，公司在建项目尚需投入260,495.59万元，后期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	0.72	0.71
销售商品、提供劳务收到的现金	72,007.19	75,313.26
收到的其他与经营活动有关的现金	431,428.24	290,867.37
经营活动现金流入小计	503,435.43	366,180.63
购买商品、接受劳务支付的现金	31,453.01	66,138.38
支付的其他与经营活动有关的现金	418,487.59	303,239.62
经营活动现金流出小计	453,651.72	377,135.03
经营活动产生的现金流量净额	49,783.71	-10,954.40
投资活动产生的现金流量净额	-7,337.12	964.78

筹资活动产生的现金流量净额	-46,461.60	-7,709.70
现金及现金等价物净增加额	-4,015.02	-17,699.32

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

公司有息债务规模较大，存在较大的偿债压力

2019年末公司所有者权益为1,226,306.90万元，较上年增长1.65%，负债总额较上年下降2.76%，产权比率为43.40%，净资产对负债的保障程度有所上升。

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	532,198.59	547,316.81
所有者权益	1,226,306.90	1,206,372.38
产权比率	43.40%	45.37%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司流动负债371,897.42万元，占负债总额的69.88%，债务期限结构偏短。2019年末短期借款26,500.00万元，其中质押借款21,700.00万元，抵押借款3,000.00万元，抵押+保证借款1,800.00万元。应付票据20,000.00万元，主要为银行承兑汇票。公司应付账款规模增长较快，主要为应付工程款大幅上升，2019年末应付账款账面价值40,903.97万元，主要应付对象为南京路桥工程有限公司、曙光控股集团有限公司连云港分公司、江苏滨建集团有限公司、灌云县小伊乡人民政府。截至2019年末，公司其他应付款161,573.92万元，为灌云县人民医院、北京市政建设集团有限责任公司¹、连云港标德实业有限公司、灌云旭升建筑材料公司、灌云东胜基础设施建设工程投资有限公司的往来款，应付以上单位款项合计占比为69.73%。一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款13,600.00万元、一年内到期的应付债券87,000.00万元。

公司长期借款期末余额62,700.00万元，其中抵押借款12,000.00万元，均由土地使用权抵押；保证借款25,700.00万元，抵押+保证借款25,000.00万元。公司应付债券为15苏筑富MTN001（2015年12月29日发行、5年期、面值10.00亿元）、本期债券（2016年7月20日发行、7年前、面值16.00亿元）及2017年发行的债权融资计划（2017年3月3日发行、3年期、面值3.00亿元），截至2019年末，公司应付债券账面余额95,385.89万元。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

¹ 应付北京市政建设集团有限责任公司 3.64 亿元系 204 国道工程款。

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	26,500.00	4.98%	21,700.00	3.96%
应付票据	20,000.00	3.76%	47,210.00	8.63%
应付账款	40,903.97	7.69%	1,083.08	0.20%
其他应付款	161,573.92	30.36%	159,625.73	29.17%
一年内到期的非流动负债	100,600.00	18.90%	85,600.00	15.64%
流动负债合计	371,897.42	69.88%	336,438.16	61.47%
长期借款	62,700.00	11.78%	26,400.00	4.82%
应付债券	95,385.89	17.92%	181,868.94	33.23%
非流动负债合计	160,301.18	30.12%	210,878.65	38.53%
负债总额	532,198.59	100.00%	547,316.81	100.00%
有息债务	341,588.99	64.18%	400,182.04	73.12%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要为银行借款和应付债券，截至 2019 年末公司有息负债规模 341,588.99 万元，占负债总额比重 64.18%。从有息债务偿还期限来看，2020-2022 年公司分别需偿还有息债务 140,925.54 万元、55,835.29 万元和 60,617.82 万元，债务偿付压力较大。

表 12 截至 2019 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

年份	2020 年	2021 年	2022 年
有息负债当年偿付规模	140,925.54	55,835.29	60,617.82
其中：银行借款偿还规模	45,349.94	19,544.09	25,757.02
已发行债券偿还规模	95,575.60	36,291.20	34,860.80

注：表中数据为各年应付的本金及利息。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019 年末公司资产负债率为 30.26%，从短期偿债指标来看，公司现金短期债务比持续下滑，短期偿债能力有所下降。2019 年公司债务偿还力度较大，有息债务规模有所下降，EBITDA 利息保障倍数较 2018 年上升，但考虑到公司在建项目规模较大，随着在建项目的推进，有息债务可能进一步增长，未来仍存在较大的有息债务偿还压力。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	30.26%	31.21%
现金短期债务比	0.29	0.42
EBITDA 利息保障倍数	2.70	2.29
有息债务/EBITDA	9.75	10.19

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

资产抵押仍有效提升了本期债券的安全性

公司以25宗国有土地使用权和一处房地产为本期债券还本付息提供抵押担保。土地登记用途全部为“其他商服”，土地面积合计369.78万平方米，使用权类型为出让。房产的土地登记用途为“其他商服”，占地面积为1.62万平方米，使用权类型为出让，房屋建筑物名称为影剧院，建筑面积为0.80万平方米。根据万隆（上海）资产评估有限公司2016年4月12日出具的资产评估报告（估价基准日为2016年3月31日），二者评估价值共计25.59亿元，抵押比率1.89（抵押土地评估价值/（本期债券剩余本金+一年利息））。本期债券发行成功后，公司就抵押资产办妥抵押登记手续，担保范围包括本期债券的未偿本金、利息、逾期利息、违约金、损害赔偿金以及实现抵押权的费用。

根据公司与中国工商银行股份有限公司连云港分行（以下简称“乙方”或“债权代理人”）签订的《资产抵押协议》和《抵押资产监管协议》，本期债券存续期间，抵押人应保证抵押比率不低于1.5倍，抵押比率是指抵押资产价值总额与本期债券未偿本金及一年利息之和的比率。本期债券履行期尚未届满时，抵押资产发生被征用等情形，公司因此获得的相关补偿，均视同为抵押资产，乙方代理本期债券全体债券持有人享有优先受偿权；如上述补偿不足以覆盖抵押资产价值时，公司应就差额部分提供同等价值的其他资产以设定新的担保。

根据《抵押资产监管协议》，在本期债券存续期间，公司应当聘请监管银行认可的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。根据公司提供的经上海众华资产评估有限公司出具的资产评估报告《江苏筑富实业投资有限公司核实已抵押资产价值涉及其拥有的部分房地产价值资产评估报告》（沪众评报字（2020）第0351号），公司25宗国有土地使用权和一处房地产评估价值合计347,474.47万元，抵押比率为2.60倍，评估基准日2020年5月31日，能有效提升本期债券安全性。

表 14 公司抵押资产评估情况

土地权证编号	用地性质	土地用途	面积（平方米）	评估值（万元）
苏（2016）灌云县不动产权第0002525号	出让	其他商服用地	99,352.83	9,562.71
苏（2016）灌云县不动产权第0002526号	出让	其他商服用地	445,858.46	41,665.47
苏（2016）灌云县不动产权第0002507号	出让	其他商服用地	95,055.48	9,149.09
苏（2016）灌云县不动产权第0002518号	出让	其他商服用地	54,641.77	5,259.27

苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002509 号	出让	其他商服用地	99,253.67	9,553.17
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002512 号	出让	其他商服用地	99,345.06	9,561.96
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002522 号	出让	其他商服用地	98,213.70	9,453.07
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002524 号	出让	其他商服用地	98,945.96	9,523.55
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002508 号	出让	其他商服用地	97,905.54	9,423.41
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002521 号	出让	其他商服用地	99,178.86	9,545.97
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002510 号	出让	其他商服用地	99,480.52	9,575.00
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002514 号	出让	其他商服用地	94,878.22	9,132.03
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002513 号	出让	其他商服用地	99,460.83	9,573.10
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002516 号	出让	其他商服用地	99,147.39	9,542.94
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002505 号	出让	其他商服用地	98,931.70	9,522.18
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002515 号	出让	其他商服用地	92,279.50	8,881.90
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002527 号	出让	其他商服用地	457,237.00	42,728.80
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002520 号	出让	其他商服用地	80,974.76	7,793.82
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002501 号	出让	其他商服用地	431,469.00	40,320.78
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002517 号	出让	其他商服用地	74,752.72	7,194.95
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002519 号	出让	其他商服用地	95,153.39	9,158.51
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002504 号	出让	其他商服用地	95,320.63	9,174.61
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002511 号	出让	其他商服用地	94,511.71	9,096.75
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002506 号	出让	其他商服用地	82,738.44	7,963.57
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0002846 号	出让	其他商服用地	413,751.00	29,293.57
苏 (2016) 灌云县不动产权第 0004452 号		其他商服用地	16,216.22	5,824.29
合计	-	-	-	347,474.47

注：苏 (2016) 灌云县不动产权第0004452号为一处建筑物，建筑面积8,039.63平方米，占地面积16,216.22平方米。

资产来源：《江苏筑富实业投资有限公司核实已抵押资产价值涉及其拥有的部分房地产价值资产评估报告》，中证鹏元整理

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，2017年1月1日至报告查询日（2020年5月14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年末，公司外担保合计273,225.68万元，占2019年末公司所有者权益的22.28%，担保对象均为国企或政府部门，但均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 15 截至 2019 年末公司本部对外担保情况（单位：万元）

序号	被担保公司	担保金额	担保方式	担保期间
1	连云港标德实业有限公司	102,680.00	保证/抵押	2015.9.21-2028.9.20
2	连云港弘大旅游发展有限公司	24,380.10	保证	2019.2.18-2024.2.26
3	灌云恒发农村供水有限公司	18,200.00	保证	2015.12.8-2025.12.7
4	连云港弘大旅游发展有限公司	9,352.23	保证	2019.8.30-2024.8.30
5	连云港拓海实业有限公司	5,000.00	保证	2019.7.15-2020.7.16
6	连云港标德实业有限公司	4,000.00	保证	2019.11.21-2020.11.18
7	江苏省灌云县水利工程总队	4,000.00	保证	2019.12.16-2020.11.27
8	灌云旭升建筑材料销售有限公司	3,500.00	保证	2019.12.16-2020.11.27
9	灌云永胜农业科技发展有限公司	3,000.00	保证	2017.1.3-2020.6.1
10	连云港标德实业有限公司	3,000.00	保证	2019.11.26-2020.11.25
11	灌云永胜农业科技发展有限公司	3,000.00	保证	2019.11.26-2020.11.25
12	连云港标德实业有限公司	3,000.00	保证	2019.7.16-2020.7.16
13	江苏大伊山投资发展有限公司	2,000.00	保证	2019.5.21-2020.5.21
14	连云港信天游旅游开发有限公司	1,800.00	保证	2019.2.1-2020.1.12
15	灌云县国有土地储备中心	38,937.00	抵押	2015.12.30-2022.12.29
16	连云港善文水务工程有限公司	14,234.00	抵押	2017.2.15-2025.2.14
17	连云港拓海实业有限公司	9,888.90	抵押	2015.3.11-2022.3.9
18	连云港拓海实业有限公司	7,500.00	抵押	2016.9.12-2021.9.12
19	连云港海胜石料销售有限公司	7,000.00	抵押	2016.9.6-2021.8.29
20	连云港祥云投资有限公司	7,953.45	保证	2017.7.29-2021.11.10
21	连云港谷丰粮食购销有限公司	800.00	抵押	2019.9.11-2020.9.10
合计	-	273,225.68	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年12月31日，公司对外诉讼事项如下，以下诉讼均关于泰和担保公司子公司。

表 16 截至 2019 年末公司子公司泰和担保公司对外诉讼事项情况（单位：万元）

序号	案件名称	被告单位	标的金额	案件进展情况
1	担保追偿权诉讼	被执行人耿云、刘华军、刘政恩、何玉梅	10.84	该案已申请执行，耿云尚欠本、息共计 6.84 万元
2	担保追偿权诉讼	连云港市巨龙铸造有限公司	343.03	进入执行阶段
3	担保追偿权诉讼	连云港市巨龙铸造有限公司	427.14	进入执行阶段
4	担保追偿权诉讼	连云港市欣森木业有限公司	357.30	已进入执行程序
5	实现担保物权	连云港市欣森木业有限公司	206.48	已进入执行程序

6	实现担保物权	连云港放明机械有限公司	534.12	已进入执行程序
7	担保追偿权诉讼	连云港通泰工程器材有限公司	447.44	已进入执行程序
8	债权债务纠纷诉讼	江苏省枫林实业有限公司	139.90	已进入执行程序
9	担保追偿权诉讼	连云港万顺农业开发有限公司	341.59	已进入执行程序
合计			2,807.83	

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年，公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，工程建设业务具有一定持续性，获得的外部支持力度较大，国有土地使用权和房地产抵押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了公司贷款及担保业务面临一定的代偿及回收风险，资产流动性较弱，面临较大的资金压力、债务集中偿付压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持为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	53,227.46	81,163.24	110,847.80
应收账款	62,499.73	33,481.58	2.72
其他应收款	240,988.37	229,239.55	200,528.90
存货	1,281,459.29	1,310,257.69	1,324,249.09
流动资产合计	1,638,835.59	1,666,005.34	1,653,053.41
投资性房地产	47,721.99	49,051.45	49,612.23
非流动资产合计	119,669.91	87,683.85	64,221.58
总资产	1,758,505.49	1,753,689.19	1,717,274.99
短期借款	26,500.00	21,700.00	-
应付票据	20,000.00	48,293.08	-
应付账款	40,903.97	1,083.08	36.00
其他应付款	161,573.92	155,175.73	205,111.48
一年内到期的非流动负债	100,600.00	85,600.00	38,000.00
流动负债合计	371,897.42	336,438.16	264,511.90
长期借款	62,700.00	26,400.00	31,416.00
应付债券	95,385.89	181,868.94	258,198.60
非流动负债合计	160,301.18	210,878.65	308,934.83
总负债	532,198.59	547,316.81	573,446.72
有息债务	341,588.99	400,182.04	378,414.60
所有者权益	1,226,306.90	1,206,372.38	1,143,828.27
营业收入	100,337.15	105,586.85	82,144.20
营业利润	20,140.48	22,021.54	21,054.52
营业外收入	42.32	31.92	25.16
利润总额	20,048.91	21,852.10	20,967.03
经营活动产生的现金流量净额	49,783.71	-10,954.40	-38,524.17
投资活动产生的现金流量净额	-7,337.12	964.78	-821.36
筹资活动产生的现金流量净额	-46,461.60	-7,709.70	8,339.14
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	14.37%	15.93%	13.75%
收现比	0.72	0.71	1.14
产权比率	43.40%	45.37%	50.13%
资产负债率	30.26%	31.21%	33.39%
现金短期债务比	0.29	0.42	1.25
EBITDA 利息保障倍数	2.70	2.29	1.64

有息债务/EBITDA	9.75	10.19	12.72
-------------	------	-------	-------

资料来源：公司 2017-2019 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	(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
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)
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 × 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券 + 其他应付款中有息部分

附录三 主要财务指标计算公式

序号	名称	注册资本 (万元)	持股比例	
			直接	间接
1	连云港易安居保障性住房开发有限公司	17,000.00	100.00%	-
2	灌云县泰和融资担保有限公司	10,008.00	54.96%	-
3	灌云县诚鑫科技小额贷款有限公司	10,000.00	40.00%	-
4	灌云县金拓农村小额贷款有限公司	10,000.00	40.00%	-
5	连云港富云新能源有限公司	2,000.00	100.00%	-
6	灌云县保安服务公司	111.00	100.00%	-
7	连云港灌山云水实业投资有限公司	19,200.00	-	100.00%
8	连云港拓富贸易有限公司	5,000.00	100.00%	-
9	江苏源逸农业开发有限公司	10,000.00	100.00%	-
10	连云港鸿昇建筑安装工程有限公司	5,000.00	100.00%	-
11	江苏旺河淌农场有限公司	10,000.00	55.00%	-
12	连云港市英立物业服务有限公司	2,000.00	100.00%	-
13	连云港旺岗矿产资源开发有限公司	10,000.00	100.00%	-
14	灌云县现代粮食储备有限公司	3,000.00	64.00%	-
15	灌云农环能源环境科技有限公司	8,000.00	100.00%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。