

2016 年平阳县国资发展有限公司
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員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



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【477】号 01

债券简称：
16 平阳债/PR 平阳债

债券剩余规模：
9 亿元

债券到期日期：
2023 年 1 月 8 日

债券偿还方式：
每年付息一次，自存续
期的第 3 年至第 7 年末
分别偿还债券发行总额
的 20%

分析师

姓名：
邓凌宇 蒋申

电话：
0755-82872940

邮箱：
dengly@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 年平阳县国资发展有限公司公司债券 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 28 日	2019 年 06 月 28 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”）对平阳县国资发展有限公司（以下简称“平阳国资”或“公司”）2016 年 1 月 8 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。该评级结果是考虑到公司发展的外部环境较好，安置房剩余可售房源充足，区域内待开发土地规模较大，且获得的外部支持力度较大。同时，中证鹏元也关注到公司整体资产流动性较弱，仍面临较大的建设资金压力和短期偿债压力，以及存在一定的或有负债等风险因素。

正面：

- 平阳县工业经济发展势头较好，投资、消费和出口均实现较快增长。2019 年平阳县完成地区生产总值 510.29 亿元，比上年增长 8.9%；实现工业增加值同比增长 8.6%，固定资产投资同比增长 10.1%，社会消费品零售总额同比增长 10.2%，出口总额同比增长 18.9%，为公司发展提供了较好的外部环境。
- 公司安置房剩余可售房源充足，区域内待开发土地规模较大。截至 2019 年末，公司累计实现的安置房销售回款金额为 24.41 亿元，主要可售房源账面价值约 40 亿元，未来收入仍有保障；滨海新区和城东新区规划的待开发土地面积较大，公司有望持续获得土地开发业务。
- 公司获得的外部支持力度较大。2019 年平阳县人民政府向公司及子公司注入财政资金并划拨股权资产，扣除划出的子公司股权，使公司资本公积合计净增加 2.48

亿元；同时公司获得平阳县财政局给予的多项政府补助，合计 5.74 亿元，计入其他收益。

关注：

- **公司整体资产流动性较弱。**2019 年末公司存货和其他应收款账面价值分别为 270.08 亿元和 41.70 亿元，合计占资产总额的比重为 79.65%。存货以土地、代建成本及房地产开发成本为主，流动性较弱；其他应收款规模较大且回款期限不确定，对公司资金形成占用。
- **公司经营活动现金流持续净流出，面临较大的建设资金压力。**2019 年公司经营活动现金净流出 32.82 亿元，连续大幅净流出。截至 2019 年末公司在建的基础设施项目和安置房项目规模较大，主要项目未来尚需投资 28.69 亿元，资金缺口较大。同时基础设施建设一直未实现收入，未来收益和资金回收方式存在不确定性。
- **公司有息债务规模进一步攀升，短期偿债压力较大。**截至 2019 年末，公司有息债务规模增至 188.51 亿元，同比增长 18.49%，其中 2020 年公司需偿还 45.24 亿元；现金短期债务比降至 0.52，当年 EBITDA 利息保障倍数亦出现下降。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额为 16.30 亿元，占同期末所有者权益的比重为 10.95%，担保对象主要为地方建设平台以及国有企业，无反担保措施。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	3,914,515.25	3,520,428.39	3,176,301.58
所有者权益	1,488,059.43	1,411,587.32	972,278.04
有息债务	1,885,120.98	1,590,940.05	1,502,467.27
资产负债率	61.99%	59.90%	69.39%
现金短期债务比	0.52	0.97	1.22
营业收入	167,225.20	132,643.33	46,939.27
其他收益	57,441.23	29,798.01	26,143.85
营业利润	34,650.11	28,309.31	7,221.21
利润总额	34,278.66	28,089.95	6,974.06
综合毛利率	0.42%	14.10%	11.12%

EBITDA	49,602.90	37,781.99	14,597.87
EBITDA 利息保障倍数	0.52	0.75	0.30
经营活动现金流净额	-328,166.17	-201,384.11	-446,011.24
收现比	0.85	1.02	2.03

注：公司进行了重要前期会计差错更正，2018 年数据为 2019 年审计报告期初数或上年数。

资料来源：公司 2017 年、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1月8日公开发行15亿元公司债券。全部用于平阳县昆阳镇城东新区B30地块安置房建设项目、平阳县昆阳镇城东新区B43地块安置房建设项目、平阳县昆阳镇城东新区C28地块安置房建设项目和平阳县昆阳镇城东新区C29地块安置房建设项目（以下合称“本期债券募投项目”）。截至2020年4月30日募集资金专户余额为102,865.02元。

二、发行主体概况

2019年以来，公司名称、实收资本、控股股东和实际控制人未发生变化。截至2020年4月末，控股股东仍为平阳县财政局，实际控制人仍为平阳县人民政府，注册资本和实收资本仍均为15亿元。公司主要从事安置房建设、土地开发、供水（含水表安装）、商品销售、工程施工、客运等业务，主营业务范围亦未发生变化。

2019年9月，公司法定代表人、董事、监事和高级管理人员进行了变更，法定代表人由陈志敏变更为杨孝远；新任副董事长为杨孝远，公司尚未任命董事长、总经理，由杨孝远代为执行，其余董事分别为林剑勇、张伟、王超剑、陈炜；监事分别为章璋（监事会主席）、温徐雷、潘梦思、章瑶、吴雨蒙。

2019年公司合并范围新增5家子公司，另有7家子公司不再纳入合并范围，截至2019年末公司合并范围内共有68家子公司，其中一级子公司6家，见附录三。

表1 2019年公司合并范围的变化（单位：万元）

1、2019年新纳入公司合并范围的子公司情况					
企业名称	经营范围	注册资本	持股比例	合并方式	级次
平阳县国新综合能源有限公司	综合能源技术开发，光伏发电，综合供能服务站建设，基础设施建设	1,000.00	100%	新设	2
平阳县国诚石化建设有限公司	提供施工设备服务；建设和经营加油、加气、充电桩的综合供能服务站及相关基础设施、交通设施	5,000.00	50%	新设	2
平阳县远大公路养护工程有限公司	公路管理与养护、各类工程建设活动	10,000.00	100%	无偿划转	2
平阳县国渠水利物业管理有限公司	物业管理	200	100%	新设	3
平阳县国渠水利水电勘测设计有限公司	水利工程设计、咨询、测量；水土保持方案编制、水利工程施工图审查	300	100%	公司改制	3

2、2019 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

企业名称	处置日	注册资本	原持股比例	不再纳入合并范围的原因
平阳县红色旅游培训有限公司	2019 年 1 月 1 日	500	100%	划拨转出
温州穿平越户外旅游有限公司	2019 年 1 月 1 日	100	100%	划拨转出
平阳县碧海仙山旅游开发有限公司	2019 年 1 月 1 日	10,000	100%	划拨转出
平阳县碧海仙山酒店管理有限公司	2019 年 1 月 1 日	1,000	100%	划拨转出
平阳县南鹿环岛客运有限公司	2019 年 1 月 1 日	50	100%	划拨转出
平阳县智慧南鹿信息科技有限公司	2019 年 1 月 1 日	300	60%	划拨转出
浙江平悦旅游开发有限公司	2019 年 1 月 1 日	20,000	50%	划拨转出

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年平阳县经济实力进一步增强，工业经济发展势头较好，投资、消费和出口均实现较快增长

2019年平阳县经济实力进一步增强，全年完成地区生产总值510.29亿元，比上年增长8.9%。其中，第一产业18.61亿元，增长3.4%；第二产业228.84亿元，增长7.5%；第三产业262.84亿元，增长10.3%；国民经济三次产业结构由上年的3.7：38.9：57.4调整为3.6：44.8：51.5。按常住人口计算，全县人均地区生产总值为63,528元，增长7.8%，为全国人均GDP的89.61%。

工业方面，2019 年平阳县实现工业增加值 189.24 万元，同比增长 8.6%。规模以上工业企业 414 家，实现规模以上工业增加值 78.84 亿元，比上年增长 8.5%；其中重工业增加值 29.19 亿元，轻工业增加值 49.65 亿元。规模以上工业中，高新技术产业增加值 40.42 亿元，增长 5.4%，装备制造业增加值 25.48 亿元，增长 2.6%，战略性新兴产业增加值 10.3 亿元，下降 5.2%。

2019 年平阳县投资进度稳步推进，全年固定资产投资同比增长 10.1%（可比口径），其中，工业投资同比增长 16.6%，其中工业技改投资同比增长 31.4%；基础设施建设工程投资同比增长 9.3%；制造业投资同比增长 15.8%。全年完成房地产开发投资比上年降低 7.5%。其中住宅投资同比下降 6.6%；商品房销售面积 226.51 万平方米，与 2018 年持平；商品房销售额 173.89 亿元，下降 0.7%。2019 年平阳县社会消费品零售总额 239.01 亿元，同比增长 10.2%，实现稳定增长，是经济增长的重要支撑之一。此外，2019 年平阳县进出口总额 79.35 亿元，增长 18.4%，其中出口总额 75.84 亿元，增长 18.9%，出口市场继续成长。

表2 2018-2019 年平阳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	增速	金额	增速
地区生产总值	510.29	8.9%	460.17	9.2%

第一产业增加值	18.61	3.4%	16.92	1.7%
第二产业增加值	228.84	7.5%	179.25	8.6%
第三产业增加值	262.84	10.3%	263.99	10.3%
规模以上工业总产值	78.84	8.5%	332.26	12.8%
固定资产投资	-	10.1%	-	10.7%
社会消费品零售总额	239.01	10.2%	204.77	10.6%
进出口总额	79.35	18.4%	69.13	9.1%
存款余额	662.90	14.5%	578.95	8.9%
贷款余额	642.54	24.2%	527.10	13.2%
人均 GDP（元）	63,528		57,611	
人均 GDP/全国人均 GDP	89.61%		89.12%	

资料来源：2018-2019 年平阳县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《关于平阳县 2019 年全县和县本级预算执行情况及 2020 年全县和县本级预算（草案）的报告》，2019 年平阳县实现公共财政收入 38.03 亿元，比上年增长 16.00%，其中税收收入 30.52 亿元，同比增长 10.26%；全县政府性基金收入 36.86 亿元，下降 37.67%，其中国有土地出让金收入 31.86 亿元，下降 41.56%。同期全县公共财政支出为 90.88 亿元，增长 26.95%。

四、经营与竞争

公司作为平阳县重要的土地开发利用、城市基础设施建设投融资、国有资产运营主体，主要从事安置房建设、土地开发、供水（含水表安装）、商品销售、工程施工、客运等业务。2019 年公司实现营业收入 16.72 亿元，同比增长 26.07%，安置房、土地开发、水电费、商品销售等业务均实现增长，客运和其他收入出现下滑。其中，安置房销售收入同比增长 20.55%，主要系 2019 年完工交付的房产增加；土地开发收入增加 252.76%，主要系当年出让地块收益返还额较高；水电费收入增长 17.24%，主要系新增山门自来水厂；石料、燃油、矿产销售收入增加，主要系石料销售情况较好且价格上涨；客运收入大幅下滑，主要系客运业务受高铁开通的冲击较大。

毛利率方面，2019 年公司安置房销售业务毛利率由上年的 3.13%下降至-11.94%，主要系当年交付的 B43 地块等安置房项目开发成本高、亏损较大；土地开发业务毛利率同比下滑 37.09 个百分点，主要系结转成本较高所致；水电费毛利率下降主要系新增的山门自来水厂盈利较弱且管网维护成本整体上升；受益于石料行业的高景气度，公司石料、燃油、矿产销售毛利率明显提升；客运收入持续萎缩但固定成本仍较高，亏损扩大。

公司其他收入包括租金、水表安装、停车费、广告收入和培训收入等，对公司收入构成了一定的补充，且毛利率较高。

表3 2018-2019 年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
销售安置房	104,256.87	-11.94%	86,481.72	3.13%
土地开发	21,077.13	29.94%	5,975.00	67.03%
水电费	17,581.47	5.89%	14,996.65	16.68%
石料、燃油、矿产销售	7,624.25	27.10%	3,717.51	12.08%
客运	3,604.08	-73.88%	5,129.44	-15.51%
工程施工	3,471.99	28.92%	2,773.54	28.76%
其他	9,609.41	56.18%	13,569.47	66.56%
合计	167,225.20	0.42%	132,643.33	14.10%

注：公司进行了重要前期会计差错更正，2018 年数据为 2019 年审计报告上年数。

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司安置房销售收入较快增长，剩余可售房源较为充足，未来收入较有保障，但部分项目存在亏损

安置房开发及销售业务主要由平阳县城市建设投资有限公司（以下简称“平阳城投”）负责运营，建成后采用自行销售的模式。公司在售的项目主要包括本期债券募投项目、鳌江镇旧城改造五期、下桥小区、下埭小区、嘉禾花苑等安置房建设项目等，2019 年确认的销售收入为 10.43 亿元，同比增长 20.55%，毛利率为-11.94%，主要系当年交付的 B43 地块等安置房项目开发成本高、亏损较大。截至 2019 年末，公司累计实现的销售回款金额为 24.41 亿元，预售形成的预收款项约 10.5 亿元，主要可售房源账面价值约 40 亿元，除上述在售项目外还包括蓝田项目、凤山地块等项目待售，安置房业务未来收入较有保障，但受政策影响安置房销售的利润空间有限。

截至 2019 年末，公司主要的在建安置房项目为平阳县昆阳镇城东新区 B43 地块安置房建设项目、吴山安置小区，计划总投资 8.55 亿元，未来尚需投资 3.42 亿元。

表4 截至 2019 年末公司主要在建安置房项目建设情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	项目已投资	预计完工时间
平阳县昆阳镇城东新区B43地块安置房建设项目	61,801.26	38,638.50	2020.6
吴山安置小区	23,741.00	12,708.42	2020.12
合计	85,542.26	51,346.92	-

资料来源：公司提供

公司土地开发收入实现大幅增长，因结转的开发成本较高，毛利率大幅下滑；滨海新区和城东新区待开发的土地面积较大，公司有望持续获得土地开发业务

公司土地开发业务主要由下属子公司平阳县滩涂围垦开发建设有限公司（以下简称“平阳滩涂围垦”）和平阳城投负责经营。平阳滩涂围垦根据浙江省海洋与渔业局的总体规划，主要负责平阳县滨海新区的土地围垦开发工作。平阳城投根据当地政府的开发规划，主要负责对平阳县城东新区规划出让的土地进行整理（包括征地、拆迁、安置、补偿、场地平整及适当的城市配套设施），以达到净地的出让标准。土地开发完毕后，通过“招、拍、挂”程序进行出让（滨海新区开发完毕的土地由平阳县海洋与渔业局和平阳县国土资源局联合出让，城东新区开发土地由平阳县国土资源局出让），在扣除必要规化费、市政配套费及相关税收后按一定比例给予返还，公司按照当年度收到的土地出让金返还金额确认土地开发收入。

2019 年公司土地开发业务实现收入 21,077.13 万元，较上年增长 252.76%。由于出让地块的价格和成本不同，每年土地开发业务的毛利率存在一定波动，2019 年出让的地块为平阳县昆阳镇城东 D12、D17 地块，返还的土地净收益为 2.11 亿元，结转的成本为 1.48 亿元，毛利率较上年下降 37.09 个百分点至 29.94%。

表5 2018-2019 年公司土地开发业务经营情况（单位：亩、万元/亩）

项目	2019 年	2018 年
出让面积	104.74	384.1
出让单价	566.26	35.19

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年末，滨海新区围垦规划为 12,500 亩，城东新区规划开发面积为 9.25 平方公里，待开发土地面积较大，公司有望持续获得土地开发业务。但考虑到土地开发业务受当地出让规划及政策性影响较大，未来仍需关注公司土地开发业务收入及毛利率状况。

近年公司基础设施建设业务未实现收入，在建项目规模较大，面临较大建设资金压力

公司基础设施建设业务由公司本部及下属子公司平阳县交通投资集团有限公司（以下简称“平阳交投”）负责运营，建设内容主要包括市政工程、道路桥梁等。公司承接的大部分基础设施项目与政府签订了相关协议，约定由公司负责项目资金筹措和项目建设，待项目工程竣工决算后，由政府按照经审计确认的竣工决算金额拨付建设款或者加成一定比例进行回购；少部分项目建成后由公司自主运营，近年来公司未确认该项收入。平阳县停车场建设项目收入主要来源于车位和配套商业用房销售、停车费，实现的停车费收入计入其他收入。2019 年末已完工和在建的代建项目账面成本合计 143.68 亿元，但近年政府未对完工项目进行结算，公司未实现相关收入，未来收益和资金回收方式存在不确定性。

截至 2019 年末，公司主要在建基础设施项目包括平阳县停车场建设项目、平阳文化中心项目、昆宋公路工程、万鳌公路工程和万锦公路工程等，计划总投资 67.55 亿元，未来预计尚需投资 25.27 亿元，面临较大建设资金压力。

表6 截至 2019 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	项目已投资
平阳县停车场建设项目	156,168.00	152,770.00
平阳文化中心项目	170,777.00	98,672.06
昆宋公路工程	76,000.00	66,876.57
万鳌公路工程	149,000.00	49,047.64
万锦公路工程	66,000.00	21,783.26
新河北路	14,410.00	12,909.18
鳌江客运中心	7,262.86	6,398.43
水头国发创业大楼	7,119.63	5,438.33
远东路市政工程	14,259.87	3,198.69
经四路市政工程	10,341.34	3,301.74
经五路市政工程	4,163.00	2,377.85
合计	675,501.70	422,773.75

资料来源：公司提供

公司供水能力进一步提高，供水收入随供水量增加而上升，为公司收入提供一定补充

公司供水业务主要由下属子公司平阳县公用事业投资有限公司（以下简称“平阳公投”）负责运营，平阳公投是平阳县境内的供水单位，向鳌江镇、昆阳镇、麻步镇、水头镇以及肖江镇等区域供应生活用水和工业用水。2019 年，当地政府将山门自来水厂无偿划拨给平阳公投，使其供水面积增加至 260 平方公里，服务人口增至 76.5 万人，供水能力亦提升至每日 21.2 万吨。受益于供水能力提升，2019 年公司实现水费收入 17,581.47 万元，较上年增长 17.24%；毛利率下降 10.79 个百分点至 5.89%，主要系新增山门自来水厂且其毛利率较低，同时水网维护成本上升所致。

表7 2018-2019 年公司供水业务经营情况

项目	2019 年	2018 年
供水面积（平方公里）	260	255
服务人口（万人）	76.5	71.0
供水能力（万吨/日）	21.2	18.0
供水总量（万吨）	7,280	5,860
售水总量（万吨）	4,657	4,298
管网漏损率	31%	27%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除供水业务外，平阳公投还负责新增供水用户的水表安装业务和平阳县区域内的供水

工程安装业务。2016 年开始，平阳公投对下属子公司业务进行调整，将水表安装业务和供水工程安装业务进行整合，统一由平阳县通泉市政安装工程有限公司（以下简称“平阳通泉”，系平阳公投子公司）负责经营，供水工程安装业务属于外部招标业务。平阳通泉对相关业务的收入统计口径进行调整，部分水表安装费收入计入工程施工收入。2019 年公司分别实现水表安装费收入 1,735.99 万元，工程施工收入 3,471.99 万元。

受高铁通车的不利影响，公司客运收入显著下滑，亏损幅度扩大；受益于石料销售情况较好且价格上涨，石料、燃油、矿产销售收入和毛利率提升

公司运输业务主要由下属子公司温州长安集团有限公司（以下简称“长安集团”）负责经营，业务范围包括平阳县内公交线路（包括公交车及出租车）、长途客运及货运等，收入来源主要来自车票销售收入，以及对出租车收取管理费等。近年来，随着鳌江站高铁线路通车，全县内客流量逐步减少，部分线路暂停运营，导致长安集团客运收入逐年减少，2019 年实现运输收入 3,604.08 万元，同比下降 29.74%；同时，由于车辆购置成本折旧、燃油费以及人工费用等运营成本仍然较高，营业成本未相应下降，亏损幅度进一步扩大，毛利率由上年的-15.51%进一步减至-73.88%。

公司商品销售业务收入主要包括油气销售收入和石料销售收入。油气销售收入主要来自长安集团经营的加油站，每年销售规模较为稳定；石料销售收入则来自平阳县交通投资集团矿业有限公司（以下简称“矿业公司”，系平阳交投子公司）。2019 年矿业公司和加油站改造基本完成，石料和燃油销售回升，2019 年实现销售收入 7,624.25 万元，同比增长 105.09%，销售业务毛利率升至 27.10%，主要系石料销售情况较好且价格上涨所致。

2019 年公司继续获得较大力度的外部支持

2019 年平阳县人民政府向公司及子公司注入财政资金并划拨股权资产，使公司资本公积合计增加 5.15 亿元；另一方面，公司持有的部分子公司股权被无偿划出（详见表 1 合并范围变化情况）¹，合计减少资本公积 2.67 亿元。2019 年公司及子公司获得平阳县财政局给予的多项政府补助，合计 5.74 亿元，计入其他收益。

表8 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	增加资本公积	依据文件
山门自来水厂	2,414.19	平政发【2019】62 号
平阳县远大公路养护工程有限公司 100%股权	84.24	平国资产【2019】103 号
平阳县国渠水利水电勘测设计有限公司改制	1,851.68	-

¹ 划出后公司不再有旅游收入，2018 年旅游收入为 967.61 万元。

财政资金资本投入	47,125.37	平国资【2019】25号
合计	51,475.48	-
2、财政补贴		
补贴金额	依据文件	
57,441.23	平交投【2019】121号、平水投【2019】164号、平公投【2019】236号等、平围建字【2019】47号等	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告，审计报告均采用新会计准则编制。因子公司平阳城投 2019 年 6 月 30 日完成财务整合，公司进行了重要前期会计差错更正，对 2019 年期初数进行追溯调整，重要科目调整情况见下表。报告中的 2018 年数据均为 2019 年审计报告中期初数或上期数。

表9 重要前期会计差错更正主要科目调整情况（单位：万元）

科目	2018 年 (调整后)	2018 年 (调整前)	差异
其他应收款	357,117.53	418,215.74	-61,098.21
存货	2,323,171.12	2,379,299.18	-56,128.06
预收款项	152,788.74	203,590.55	-50,801.81
其他应付款	225,662.96	393,168.47	-167,505.51
一年内到期的非流动负债	282,849.29	229,002.50	53,846.79
长期应付款	389,534.69	453,760.89	-64,226.20
资本公积	1,037,507.24	942,633.04	94,874.20
所有者权益	1,411,587.32	1,301,593.03	109,994.29
营业收入	132,643.33	90,048.89	42,594.44

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年度公司合并报表范围变化见表 1，年末合并范围内共有 68 家子公司，其中一级子公司 6 家，见附录三。

资产结构与质量

2019 年公司资产规模继续增长，但应收款项对资金形成了较大的占用，存货主要为

土地、代建和房地产开发成本，同时部分资产受限，整体资产流动性较弱

受融资规模扩大和政府注资影响，2019 年末公司资产总额大幅增至 391.45 亿元，较上年增长 11.19%。

截至 2019 年末，公司货币资金为 23.50 亿元，较上年末下降 33.75%，主要系业务投入的资金大幅增加；其中受限资金 5.40 亿元，比例为 22.97%，主要为存单质押和保证金等。其他应收款主要为与政府及下属关联单位的往来款，2019 年末与平阳县鳌江镇财政局、平阳县万全镇人民政府、平阳县昆阳镇财政局、平阳县财政局、平阳县水头镇人民政府等单位的往来款合计 23.21 亿元，合计占其他应收款比为 55.13%，账龄大部分在 2 年内，回收时间不确定性较大，存在一定的资金占用情况。

公司存货主要由工程代建项目、开发成本、开发产品及开发土地等构成，是公司最主要资产。其中，工程代建项目主要系各在建项目的建设成本，2019 年末规模为 143.68 亿元，由于项目投入持续增加，较上年增长 27.31%；开发成本主要系尚未完工的安置房项目和征地拆迁等工程成本，2019 年末规模为 58.35 亿元；开发产品主要为开发完成的安置房项目，由于部分项目完工，开发成本转为开发产品，导致开发产品同比增长 267.59%至 59.91 亿元。开发土地为土地使用权，以出让性质的住宅、商业用地为主，2019 年末规模为 7.51 亿元，与上年持平。

公司可供出售金融资产主要为对外投资而持有的股权，2019 年末对浙江温州沈海高速公路有限公司、温州绕城高速公路西南线有限公司和温州市融资担保有限公司的投资账面价值分别为 6.02 亿元、5.92 亿元和 1.00 亿元；期末账面价值较上年末增长 29.63%，主要系对浙江温州沈海高速公路有限公司等企业追加投资、以及新增对温州市融资担保有限公司等企业投资。公司无形资产主要为土地使用权、采矿权等，2019 年末因折旧摊销账面价值较上年末减少 2.23%。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 13.29 亿元，占公司总资产的 3.39%。在受限资产中，货币资金 5.40 亿元，抵押存货—开发土地 4.77 亿元，抵押无形资产 2.89 亿元、抵押固定资产 0.23 亿元。

表10 2018-2019 年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	234,975.00	6.00%	354,663.50	10.07%
其他应收款	416,970.83	10.65%	357,117.53	10.14%
存货	2,700,779.80	68.99%	2,323,171.12	65.99%

流动资产合计	3,402,762.21	86.93%	3,088,191.02	87.72%
可供出售金融资产	149,334.09	3.81%	115,197.45	3.27%
无形资产	96,004.31	2.45%	98,198.48	2.79%
非流动资产合计	511,753.04	13.07%	432,237.37	12.28%
资产总计	3,914,515.25	100.00%	3,520,428.39	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入保持较快增长，未来收入较有保障，政府补助仍是利润的主要来源

2019 年公司实现营业收入 16.72 亿元，同比大幅增长 26.07%，主要系当年房产交付增加、土地出让规模较大、供水能力提升、石料销售情况较好等原因所致。同期，公司毛利率大幅下滑至 0.42%，原因主要系交付的安置房开发成本高而亏损较大、出让的地块结转成本较高、水网维护成本升高、客运业务萎缩但固定成本仍较高等。考虑到公司安置房可售房源充足，业务区域内待开发的土地面积较大，未来收入较有保障，但公司业务结构、收入结算方式近年来波动较大，未来仍有不确定性。

公司持续获得较大力度的外部支持，2019 年公司获得计入其他收益的政府补助 5.74 亿元，政府补助仍是公司利润的主要来源。受益于较高的政府补助，公司利润总额同比增长 22.03%。

表11 2018-2019 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	167,225.20	132,643.33
其他收益	57,441.23	29,798.01
营业利润	34,650.11	28,309.31
利润总额	34,278.66	28,089.95
综合毛利率	0.42%	14.10%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流继续大幅净流出，资金需求主要依赖于外部融资；同时公司在建项目尚需投入较多资金，面临较大的建设资金压力

2019 年公司收现比为 0.85，回款情况一般。由于持续的建设投入和回款的延迟，公司主营业务产生的净现金流继续大幅净流出，为 28.97 亿元。此外，公司与其他单位的往

来款同样呈净流出状态。综合上述因素影响,2019 年公司经营活动产生的现金净流出 32.82 亿元。

投资活动方面,公司的投资活动现金主要用于固定资产投资和股权投资,2019 年投资活动现金净流出 4.88 亿元。筹资活动方面,由于经营活动现金流持续净流出,加之各项业务推进和债务到期置换,公司融资需求仍然较大,主要通过外部融资获得资金,2019 年筹资活动实现现金净流入 28.88 亿元。此外,截至 2019 年末公司主要的在建基础设施和安置房项目仍需投资 28.69 亿元,仍面临较大的资金压力。

表12 2018-2019 年公司现金流情况表(单位:万元)

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.85	1.02
销售商品、提供劳务收到的现金	141,778.94	135,337.74
收到其他与经营活动有关的现金	303,654.35	181,451.31
经营活动现金流入小计	445,433.29	316,789.55
购买商品、接受劳务支付的现金	431,524.57	471,729.25
支付其他与经营活动有关的现金	313,830.98	28,277.49
经营活动现金流出小计	773,599.46	518,173.66
经营活动产生的现金流量净额	-328,166.17	-201,384.11
投资活动产生的现金流量净额	-48,809.15	-40,480.70
筹资活动产生的现金流量净额	288,788.52	248,547.35
现金及现金等价物净增加额	-88,186.80	6,682.53

资料来源:公司 2019 年审计报告,中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模进一步攀升,现金短期债务比显著下降,短期偿债压力较大

由于股东对公司的持续支持,以及公司自身利润的积累,2019 年公司所有者权益较上年末小幅增长 5.42%至 148.81 亿元。同时,由于债务增长,2019 年末公司负债总额增至 242.65 亿元,较上年末增长 15.06%。综合上述因素影响,2019 年末公司产权升至 163.06%。

表13 2018-2019 年公司资本结构情况(单位:万元)

项目	2019 年	2018 年
负债合计	2,426,455.82	2,108,841.08
所有者权益合计	1,488,059.43	1,411,587.32
产权比率	163.06%	149.40%

资料来源:公司 2019 年审计报告,中证鹏元整理

公司短期借款主要用于补充流动资金,以保证借款为主。公司预收款项主要为安置房

预收房款，2019 年末公司预收款项同比减少 15.56%，主要系预收的部分安置房款项结转为收入。公司其他应付款主要为与当地国企及政府单位的往来款，前五大对象为平阳县碧海仙山旅游开发有限公司、平阳县横阳市政园林建设有限公司、平阳县文化旅游投资集团有限公司、平阳县新鳌城市建设有限公司和温州浙南沿海新进装备产业聚集区平阳县滨海分区管理委员会，合计 8.65 亿元。2019 年末公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款 8.06 亿元、应付债券 3.87 亿元、长期应付款 13.39 亿元及其他款项²12.04 亿元。

长期借款由于新增借款较上年末增长 13.70%，主要为保证借款、抵质押借款及混合类借款。公司应付债券余额 20.69 亿元，包括公司债券和债务融资工具，到期日分布于 2022-2027 年。公司长期应付款包括长期应付款 53.34 亿元（包括一年内到期的非流动负债中的长期应付款）和专项应付款 9.90 亿元，其中长期应付款主要是非银行机构的借款；专项应付款主要为项目拨款形成；2019 年公司长期应付款增长较快，主要是公司新增多笔融资租赁借款。

表14 2018-2019 年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	比重
短期借款	78,765.00	3.25%	81,900.00	3.88%
预收款项	129,016.36	5.32%	152,788.74	7.25%
其他应付款	260,660.28	10.74%	225,662.96	10.70%
一年内到期的非流动负债	373,621.17	15.40%	282,849.29	13.41%
流动负债合计	888,372.29	36.61%	785,114.81	37.23%
长期借款	826,372.50	34.06%	726,832.50	34.47%
应付债券	206,928.13	8.53%	204,687.60	9.71%
长期应付款	498,470.55	20.54%	389,534.69	18.47%
非流动负债合计	1,538,083.53	63.39%	1,323,726.27	62.77%
负债合计	2,426,455.82	100.00%	2,108,841.08	100.00%
有息负债	1,885,120.98	77.69%	1,590,940.05	75.44%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司有息债务规模增至 188.51 亿元，较上年末增长 18.49%，占年末负债总额的比重为 77.69%。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，2020 年公司需偿还的债务规模为 45.24 亿元，面临的短期偿债压力较大。

表15 截至 2019 年末公司有息债务偿还期限分布情况（单位：万元）

² 主要为短期非金融机构借款。

项目	2020 年	2021 年	2022 年
本金	452,386.17	414,923.85	238,713.35

资料来源：公司提供

从偿债指标看，2019 年末公司资产负债率上升至 61.99%，整体负债经营程度仍处于较高水平。由于短期债务增加、货币资金减少，2019 年公司现金短期债务比降至 0.52，现金对短期债务的覆盖不足。此外，尽管 2019 年 EBITDA 实现同比增长，但有息债务增幅较大，导致 EBITDA 利息保障倍数亦出现下降，整体来看债务负担仍然较重。

表16 2018-2019 年公司偿债能力指标

项目	2019 年	2018 年
资产负债率	61.99%	59.90%
现金短期债务比	0.52	0.97
EBITDA（万元）	49,602.90	37,781.99
EBITDA 利息保障倍数	0.52	0.75
有息债务/EBITDA	38.00	42.11

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、或有事项分析

（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1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

公司面临一定的或有负债风险

截至 2019 年 12 月 31 日，公司对外担保金额为 16.30 亿元，占公司同期末所有者权益的比重为 10.95%。公司对外担保对象主要为地方建设平台以及国有企业，但对外担保规模仍较大，且无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表17 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
平阳县横阳市政园林建设有限公司	60,000.00	2018-08-27	2020-12-20
平阳县鳌江流域综合治理工程建设办公室	59,000.00	2015-08-11	2020-12-23
平阳县安居城镇建设有限公司	22,000.00	2018-12-25	2021-12-24

平阳县安居城镇建设有限公司	15,000.00	2018-03-23	2028-03-23
平阳县横阳市政园林建设有限公司	7,000.00	2019-08-05	2024-08-05
合计	163,000.00	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2019 年平阳县地区生产总值比上年增长 8.9%，工业经济发展势头较好，投资、消费和出口均实现较快增长，为公司提供了较好的外部环境；公司安置房剩余可售房源充足，未来收入较有保障，同时土地开发业务可持续性较好；公司还获得了资产注入和政府补助，继续获得较大力度的外部支持。

同时中证鹏元也关注到，公司资产构成以存货和其他应收款为主，资产整体流动性较弱；在建项目投资规模较大，存在较大的建设资金压力；有息债务规模进一步攀升，其中 2020 年需偿还的规模较大，现金对短期债务的覆盖不足，面临的短期偿债压力较大；此外公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，经综合评定，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为 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 （调整后）	2018 年 （调整前）	2017 年
货币资金	234,975.00	354,663.50	354,572.83	325,157.98
其他应收款	416,970.83	357,117.53	418,215.74	508,798.16
存货	2,700,779.80	2,323,171.12	2,379,299.18	1,907,326.39
可供出售金融资产	149,334.09	115,197.45	115,197.45	98,209.58
无形资产	96,004.31	98,198.48	98,234.60	105,102.46
资产总计	3,914,515.25	3,520,428.39	3,639,251.01	3,176,301.58
短期借款	78,765.00	81,900.00	78,100.00	100,540.00
预收款项	129,016.36	152,788.74	203,590.55	160,568.90
其他应付款	260,660.28	225,662.96	393,168.47	232,951.98
一年内到期的非流动负债	373,621.17	282,849.29	229,002.50	166,550.53
长期借款	826,372.50	726,832.50	730,832.44	857,926.00
应付债券	206,928.13	204,687.60	204,687.60	243,361.03
长期应付款(合计)	498,470.55	389,534.69	453,760.89	427,991.67
负债合计	2,426,455.82	2,108,841.08	2,337,657.99	2,204,023.54
有息债务	1,885,120.98	1,590,940.05	1,601,460.67	1,502,467.27
所有者权益	1,488,059.43	1,411,587.32	1,301,593.03	972,278.04
营业收入	167,225.20	132,643.33	90,048.89	46,939.27
其他收益	57,441.23	29,798.01	24,798.01	26,143.85
营业利润	34,650.11	28,309.31	22,012.11	7,221.21
利润总额	33,351.76	28,089.95	21,792.76	6,974.06
经营活动产生的现金流量净额	-328,166.17	-201,384.11	-205,721.34	-446,011.24
投资活动产生的现金流量净额	-48,809.15	-40,480.70	-40,480.70	-59,238.86
筹资活动产生的现金流量净额	288,788.52	248,547.35	252,930.10	588,548.90
财务指标	2019 年	2018 年 （调整后）	2018 年 （调整前）	2017 年
综合毛利率	0.42%	14.10%	20.71%	11.12%
收现比	0.85	1.02	1.53	2.03
产权比率	163.06%	149.40%	179.60%	226.69%
资产负债率	61.99%	59.90%	64.23%	69.39%
现金短期债务比	0.52	0.97	1.15	1.22
EBITDA（万元）	49,602.90	37,781.99	31,484.80	14,597.87
EBITDA 利息保障倍数	0.52	0.75	0.63	0.30
有息债务/EBITDA	38.00	42.11	50.99	102.92

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金类资产	货币资金+应收票据+交易性金融资产
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务

附录三 截至2019年末纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

企业名称	注册资本	持股比例	主营业务
平阳县城市建设投资有限公司	45,000.00	73.33%	城市基础设施的投资、建设；房地产开发等
平阳县公用事业投资有限公司	11,000.00	72.73%	污水收集与处理的投资
温州长安集团有限公司	5,000.00	100%	交通运输业
平阳县交通投资集团有限公司	26,406.00	37.87%	交通基础设施投资、房地产开发与经营
平阳县国有资产投资经营有限公司	5,800.00	100%	国有资产经营
平阳县温投航创科技有限公司	1,000.00	100%	无人驾驶汽车、无人智能飞行器、智能电机、多媒体科技领域内的技术研发、技术服务、技术咨询、技术转让、产业推广

资料来源：公司 2019 年审计报告

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。