

2014 年江苏金灌投资发展集团有限公司
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【609】号 01

债券简称：

PR 苏金灌/14 金灌债

增信方式：

土地使用权抵押

债券剩余规模：2 亿元

债券到期日期：

2021 年 04 月 08 日

债券偿还方式：

每年付息，在债券存续
期的第 3 至 7 年每年末
偿还本金的 20%

分析师

姓名：

田珊 党雨曦

电话：

021-5103 5670

邮箱：

tiansh@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

2014 年江苏金灌投资发展集团有限公司公司债券 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 29 日	2019 年 05 月 30 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”）对江苏金灌投资发展集团有限公司（以下简称“金灌集团”或“公司”）及其 2014 年 4 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外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；公司主营业务具有可持续性；国有土地使用权抵押有效提升了本期债券的安全性。同时我们也关注到了公司资产流动性仍较弱；在建工程建设项目规模较大，存在较大的资金压力；有息债务规模较大，公司存在较大的短期偿债压力；对外担保规模较大，存在一定或有负债和代偿风险；公司未按照约定对本期债券抵质押土地进行跟踪评估等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年灌南县预计实现地区生产总值 383 亿元，不变价增长 6.5%，增速提升 2.5 个百分点，规模以上工业投资与固定资产投资规模增速由负转正，整体区域经济增长态势较好。
- 公司主营业务具有可持续性。截至 2019 年末，公司在建的工程建设项目总投资金额达 36.96 亿元，已投入 17.93 亿元，工程体量较大。此外，公司负责县域 82 万人口的生活供水及污水处理等，具有较强的区域垄断优势，业务具有可持续性。
- 国有土地使用权抵押有效提升了本期债券的安全性。作为本期债券抵押资产的 11

宗国有土地使用权(评估基准日为 2013 年 6 月 20 日)的评估总价共计 33.08 亿元, 为本期债券的安全偿还提供了较好的保障。

关注:

- **资产流动性仍较弱。**2019 年末公司资产存货和其他应收款占比较多, 合计账面价值为 147.05 亿元, 占总资产比重 58.60%, 其中已抵押土地账面价值在存货中占比为 39.13%, 其他应收款的回款时间有一定不确定性, 公司资产整体流动性仍较弱。
- **有息债务规模较大, 公司存在较大的短期偿债压力。**截至 2019 年末, 公司有息负债规模为 80.48 亿元, 同比上升 5.46%, 其中 2020 年需偿付的短期有息债务规模高达 32.76 亿元, 考虑到公司部分货币资金受限, 公司存在较大的短期偿债压力。
- **公司在建工程建设项目投资规模较大, 存在较大的资金压力。**2019 年公司收现比为 0.60, 业务回款情况不佳。截至 2019 年末, 公司在建工程建设项目预计总投资合计 36.96 亿元, 尚需投资 19.03 亿元, 此外公司从事土地整理业务有垫资需求, 存在较大的资金压力。
- **公司对外担保规模较大, 存在一定或有负债和代偿风险。**截至 2019 年 12 月 31 日, 公司对外担保余额共计 57.00 亿元, 占年末所有者权益的比例为 38.05%, 此外, 公司的担保业务中对自然人担保共计 4,783.80 万元, 对企业担保共计 11,980.00 万元, 截至 2019 年末, 累计产生代偿余额 1,262.00 万元。公司对外担保余额规模较大, 存在一定或有负债和代偿风险。
- **公司未按协议约定对本期债券抵押土地的价值进行跟踪评估。**截至 2020 年 5 月末, 公司尚未按协议约定, 对本期债券抵押土地的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,509,433.94	2,481,344.84	2,466,390.72
所有者权益总额	1,498,079.61	1,486,488.91	1,470,415.38
有息债务	804,757.36	763,096.52	754,787.97
资产负债率	40.30%	40.09%	40.38%
现金短期债务比	66.07%	63.77%	264.48%
营业收入	101,157.76	94,544.69	101,076.39
其他收益	10,026.43	30,000.00	30,000.00
利润总额	20,742.86	32,489.32	31,937.05
综合毛利率	16.96%	14.89%	11.58%
EBITDA	33,018.76	45,456.90	44,484.63
EBITDA 利息保障倍数	0.96	1.43	1.28
经营活动现金流净额	1,584.05	-92,719.89	-36,165.65
收现比	0.60	0.61	0.74

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

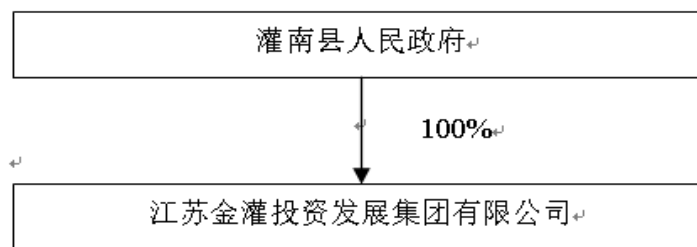
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年4月8日发行7年期10亿元公司债券，募集资金拟用于新建灌南县南环路一期工程、新建灌南县南环路二期工程、新建灌南县东环路工程、灌南县迎宾大道改建工程。截至2020年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为11,548.55元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2020年5月31日，公司注册资本和实收资本仍为60,000.00万元，控股股东和实际控制人仍为灌南县人民政府。公司产权及控制关系如下图1所示。

图1 截至2020年5月31日公司股权结构图



数据来源：公司提供

2019年度，公司营业范围未发生变更，仍主要为工程建设、水务和土地整理开发等业务。2019年度，公司合并范围减少2家二级子公司，具体情况见表1。截至2019年末，公司纳入合并范围的一级子公司为12家，1家一级子公司变更为二级子公司，详见附录二。

表1 2019年不再纳入公司合并范围的二级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
灌南县自来水有限公司	100.00%	9,278.00	自来水生产	政府划出
连云港中新化工环保城开发有限公司	100.00%	10,000.00	污水处理设备、空气除尘设备生产	政府划出

资料来源：公司提供，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，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

灌南县经济增速提升，规模以上工业投资与固定资产投资规模增速由负转正

2019年灌南县预计实现地区生产总值383亿元，不变价增长6.50%。2019年灌南县按2018年末常住人口计算的人均GDP为60,107元，是全国人均水平的84.79%。2019年灌南县第一、二、三产业增加值分别为59亿元、175亿元和149亿元，三次产业结构由2018年的15.2:46.0:38.8调整为15.4:45.7:38.9。

工业投资方面，2019年灌南县规模以上工业投资规模为72亿元，同比上升1.3%，增速由负转正。其中，高新技术产业产值占规模以上工业产值比重达9.6%，比2018年降低6.49个百分点，转型升级步伐仍需加快，新旧动能转换需进一步提速。固定资产投资方面，2019

年灌南县规模以上固定资产投资规模为134亿元，较上年增长6.8%，增速由负转正。消费方面，2019年全县实现社会消费品零售总额为120亿元，同比增长7.1%，增速虽有所下滑，但仍处于较高水平。对外贸易方面，2019年灌南县的进出口总额较上年大幅下降23.4%，降至1.50亿美元。总体来看，灌南县经济规模保持增长，规模以上工业投资与固定资产投资规模增速由负转正，整体区域经济增长态势较好。

表2 2018-2019年灌南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	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	383.00	6.5%	352.99	4.0%
第一产业增加值	59.00	4.1%	57.24	3.5%
第二产业增加值	175.00	6.0%	162.12	-0.1%
第三产业增加值	149.00	8.1%	133.63	9.9%
规模以上工业投资	72.00	1.3%	71.08	-13.1%
规模以上固定资产投资	134.00	6.8%	125.46	-21.0%
社会消费品零售总额	120.00	7.1%	112.08	8.1%
进出口总额（亿美元）	1.50	-23.4%	1.96	-26.2%
人均 GDP（元）	60,107		55,397	
人均 GDP/全国人均 GDP	84.79%		85.65%	

注：2018-2019年人均GDP均按2018年末常住人口估算；本表2018年的数据来源从《关于灌南县2018年国民经济和社会发展规划执行情况、2019年国民经济和社会发展规划（草案）的报告》替换为《2018年灌南县国民经济和社会发展统计公报》。

资料来源：《2018-2019年灌南县国民经济和社会发展统计公报》，中证鹏元整理

根据灌南县财政局发布的《2019年1-12月全县收支情况》，2019年灌南县预计实现公共财政收入23.52亿元，同比增长4.62%。其中，税收收入为20.02亿元，占公共财政收入比重为85.12%。

四、经营与竞争

跟踪期公司主营业务范围未发生变化，仍以工程建设、土地整理开发以及水务为主，2019年实现营业收入10.12亿元，同比上升6.99%，细分收入规模变化较大，其中工程建设收入大幅下滑72.45%，主要系当年结算项目规模下降所致；土地整理收入同比大幅上升1,331.47%，主要系当年变更业务模式，结算项目较多所致；水务收入同比大幅上升100.22%，主要系水务板块的工程类收入大幅上升所致。2019年公司综合毛利率为16.96%，较上年末增加2.07个百分点，其中工程建设业务中部分收入无需结算成本所致，毛利率大

幅上升，土地整理开发业务变更模式毛利率有所下降，水务工程收入的毛利率低于水费毛利率，导致当年水务毛利率大幅下降。

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
工程建设	19,136.11	16.04%	69,456.63	7.56%
土地整理开发	40,513.24	9.47%	2,830.19	12.50%
水务	37,871.94	18.27%	18,915.00	30.90%
资金拆借	1,994.09	100.00%	1,441.01	99.99%
租赁	1,136.79	73.14%	1,136.79	38.02%
金融担保业	423.14	100.00%	555.54	100.00%
主营业务收入合计	101,075.31	16.89%	94,335.16	14.71%
其他业务	82.44	99.84%	209.52	94.88%
合计	101,157.76	16.96%	94,544.69	14.89%

注：其他业务主要为租金收入和广告收入，2019 年无广告收入，故有所下降。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年工程建设收入大幅下滑，但目前公司在建工程建设项目较多，未来收入来源仍较有保障，后续仍存在较大的资金投入压力

公司是灌南县重要的城市基础设施建设主体，从灌南县人民政府承接南县内道路、安置房、水源改造等工程建设建设项目。由公司负责项目前期工作和建设，并可通过市场进行融资。根据公司和灌南县政府签订的协议，公司每年依据施工进度情况按照成本加上一定比例与政府进行结算。公司通过公开招标将项目外包给施工单位，并每年按工程进度支付施工费用。

2019年公司实现工程建设收入1.91亿元，同比大幅下滑72.45%，主要系当年结算项目规模下降所致。由于无需结算成本的收入占比提高，2019年该业务的毛利率为16.04%，较上年增长8.48个百分点。本期债券的4个募投项目已完工，按照约定需要回购款合计42.29亿元，按回购协议应于2022年回购完毕，截至2019年末，已实现21.51亿元回购收入，其中2019年未确认回购收入，尚未结转的募投项目成本约6.68亿元¹。

表4 2019 年公司工程建设业务确认收入情况（单位：万元）

项目名称	收入	成本
16 年棚户区改造	16,676.11	15,559.64
代建费用	1,784.78	0.00
消防中心	675.22	506.41

¹ 账上主要体现在其他应收款中。

合计	19,136.11	16,066.05
----	-----------	-----------

数据来源：公司提供

公司在建工程建设主要为2016年棚户区改造工程、灌南县金融中心工程、壹号院和中新污水处理改造项目，目前公司的在建工程建设项目较多，未来收入来源较有保障。截至2019年末，公司在建工程建设项目预计总投资合计36.96亿元，已投入17.93亿元，尚需投资19.03亿元，存在较大的资金压力。

表5 截至2019年12月31日公司在建工程建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
2016年棚户区改造工程	21.63	14.07
灌南县金融中心工程	1.46	0.82
壹号院	12.02	1.89
中新污水处理改造	1.85	1.15
合计	36.96	17.93

资料来源：公司提供

2019年公司变更土地整理业务模式，未来收入存在一定的可持续性

以前年度公司的土地整理业务的模式是由灌南县自然资源和规划局（以下简称“自规局”）与公司签订协议，公司获得政府授权从事灌南县土地增减挂钩工作。公司将土地开发整理款项按计划支付给灌南县所辖11个乡镇，由各乡镇进行土地整理，相关土地达到预定条件后，由公司上报自规局，自规局确认将相应地块的开发成本加成一定比例收益返还给公司作为公司土地整理收入。2018年公司土地开发确认收入金额为2,830.19万元。截至2019年末，公司以前从事的传统土地整理项目均已结算完毕，无在建和拟建的传统土地整理项目。

2019年起，公司所开展的土地整理业务，区别于传统土地整理收储模式。传统的土地整理只是简单的将规划内废弃土地平整，涉及的工程简单，且按整理亩数，确认成本与收入容易量化计算，而公司所开展的新兴土地整理开发业务，包括土地增减挂钩业务和特色农业业务，是按工程结算成本与收入，其情况如下：

（1）公司增减挂钩业务情况

公司从当地国有企业处承接灌南县土地增减挂钩项目，分年度将灌南县拟整理复垦为耕地的农村建设用地地块，通过拆旧和土地整理复垦等措施，增加耕地有效面积，提高耕地质量，节约集约利用建设用地，实现增加城镇建设用地。相关土地达到预定条件后，由发包方验收确认并支付项目款项给公司，公司以项目收入减去项目成本实现项目收益。

涉及北陈集镇、李集镇、三口镇、田楼镇、新集镇、堆沟港镇、张店镇这7个乡镇规

划范围内的房屋搬迁工程、土地整理工程及灌溉与排水工程，将涉及的农户搬迁后，将房屋拆除和建筑垃圾外运完成并对房屋占地进行土地平整，同时将对平整后新增农田实施土方及耕作层改造和土壤培肥，并完善灌溉及排水工程。

（2）公司特色农业项目

2019年，公司从当地国有企业处承接特色农业项目，主要涉及三口镇、百禄镇、李集镇、新安镇内部分村户的稻田改造、蔬菜大棚建设、菌菇厂房建设等。公司与发包方签订工程建设合同，项目完成后由发包方验收确认并支付项目款项给公司，公司以项目收入减去项目成本实现项目收益。

2019年度，公司实现土地整理收入共计4.05亿元，同比大幅上升1,331.47%，其中土地增减挂钩业务2.65亿元，特色农业业务1.40亿元，无传统土地整理业务收入。目前公司承接的土地整理业务发包方均为连云港灌河新农村发展建设有限公司，系灌南县人民政府直接控股的公司。截至2019年末，公司土地整理开发业务暂无在建和拟建项目。根据灌南县2020年土地增减挂钩项目计划，预计公司2020年拟开展整理复垦为耕地的农村建设用地业务量将与2019年保持平稳，且特色农业是农业发展趋势，未来短期收入具有一定的可持续性。

表6 2019年公司土地整理收入明细（单位：万元）

业务类型	项目名称	发包方	收入
土地增减挂钩业务	灌南县 2019 年度一片区城乡建设用地增减挂钩及高标准农田建设项目	连云港灌河新农村发展建设有限公司	26,523.58
	合计	-	26,523.58
特色农业业务	灌南县土地流转及特色农业产业一期项目工程	连云港灌河新农村发展建设有限公司	5,998.02
	灌南县土地流转及特色农业产业二期项目工程	连云港灌河新农村发展建设有限公司	4,506.70
	灌南县现代农业示范园产业升级项目	连云港灌河新农村发展建设有限公司	3,484.94
	合计	-	13,989.65
传统土地整理开发业务	-	-	0.00
合计	-		40,513.24

资料来源：公司提供

2019年公司水务收入大幅上升，但毛利率明显下降

连云港硕项湖水务集团有限公司（以下简称“硕项湖水务集团”）成立于2012年11月，由灌南县县政府出资，为县属国有企业，注册资金1.40亿元。集团下设硕项湖自来水有限公司、田楼自来水有限公司、硕项湖纯净水有限公司、灌南县畅达市政工程建设有限公司、灌南县硕项湖投资发展有限公司、灌南海西污水处理有限公司，主要负责县域82

万人口生活供水，污水处理及县域供水设施与设备维护等，具有较强的专营性。

2019年硕项湖水务集团建造的乡镇污水处理厂完工，污水处理能力从1.3万吨/日增至5.6万吨/日，但并未全部投入使用，且2019年工业园区内的很多企业停工整治导致工业污水处理量大幅下降，当年实现污水处理收入986.44万元，同比下降50.90%。

表7 硕项湖水务集团污水处理业务情况

项目	2019 年	2018 年
污水处理能力（万吨/日）	5.6	1.3
污水处理收入（万元）	986.44	2,009.14

数据来源：公司提供

近年来灌南县水价基本稳定，硕项湖水务集团管网规模和供水能力不断扩大，目前供水设计能力达到16万吨/日，实际供水能力达15.2万吨/日，较上年增加3.2万吨/日，主管网规模176公里，环状支管道282公里。受此推动，2019年公司售水量为4,948.00万吨，同比上升26.79%。公司水务业务除上述污水处理收入和供水业务外，还包括纯净水销售收入与工程类收入，因2019年公司工程类收入大幅上升至1.67亿元（2018年无工程类收入），带动当年公司共计实现水务收入3.79亿元，同比上升100.22%，毛利率为18.27%，较上年下降12.64个百分点，主要系水务工程收入的毛利率低于水费毛利率导致整体毛利率下降。

表8 灌南县水价

项目级别	户均年用水量（吨）	到户价格（元/吨）			
	每户4人及以下	基本水价	污水处理费	水资源费	合计
居民：第一级	≤192	1.60	1.15	0.2	2.85
居民：第二级	>192≤300 的部分	2.40	1.05	0.2	3.65
居民：第三级	>300 的部分	4.80	1.05	0.2	6.05
工商服务业用水	-	1.90	1.15	0.2	3.25
特种行业类用水	-	3.25	1.15	0.2	4.60

数据来源：公司提供

表9 硕项湖水务集团供水业务（单位：万吨）

指标名称	2019 年	2018 年
售水量	4,948.00	3,902.40

数据来源：公司提供

资金拆借、物业租赁和金融担保业务收入对公司收入来源形成有益补充

除工程建设业务、水务业务和土地整理开发业务外，公司收入来源还有资金拆借、物业租赁和金融担保业务收入等，这些业务收入占比较小，但对公司收入形成了有益的补充。

公司资金拆借业务主要系公司为灌南县范围内的部分国有企业提供借款服务，从而收取一定的利息费用。借款利息通常按照人民银行1年期贷款基准利率上浮30%计息，按季

付息。2019年公司资金拆借业务收入为0.20亿元，同比上升38.38%。截至2019年末，公司借出资金3.81亿元，未发生逾期现象。

公司物业租赁业务主要系公司持有的办公楼等物业租赁给政府相关部门实现的收入，2019年公司实现物业租赁收入0.11亿元，以上年保持一致。因当年一处房产由成本法计量变更为公允价值计量，折旧费用减少导致该项业务的毛利率大幅增长至73.14%。

公司金融担保业务主要由子公司连云港灌河投资担保有限公司（以下简称“灌河担保”）运作，由于公司担保对象主要为灌南县重点支持的大型企业和就业、创业的农村妇女²，具有一定政策功能。2019年公司实现担保业务收入423.14万元，同比有所下降。截至2019年末，公司担保业务共70笔，其中对自然人担保共计4,783.80万元，对企业担保共计11,980.00万元。累计产生代偿余额1,262.00万元，代偿率为2.23%，均已完成代偿。

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兴华会计师事务所（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，报告均采用新会计准则编制。2019年度，公司合并范围减少2家二级子公司。截至2019年末，公司纳入合并范围的一级子公司共12家，详见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模保持稳定，但应收款项和存货占比较大，且抵押资产占比较大，整体流动性较弱

截至2019年末，公司资产规模为250.94亿元，与上年基本保持一致。公司资产结构仍以流动资产为主，2019年末流动资产占总资产比例为75.41%，较上年略有下降。

截至2019年末，公司货币资金规模为21.24亿元，同比上升33.63%，主要系当年发行债券所致。其中因保证金和质押借款使用受限的规模为4.19亿元，货币资金受限比例为19.70%。公司应收账款绝大部分为应收灌南县财政局的工程款，2019年应收账款余额为

²根据江苏省财政厅苏财社【2009】201号、苏财社【2010】222号等文件精神，结合灌南县实际情况，在县委县政府的领导下出台了《灌南县促进妇女就业创业小额担保贷款实施方案》，明确广大妇女同志为贷款对象，联合县妇联、社保局、财政局、农商行等多个部门，以公务员、事业编等公职人员信用担保为主要反担保措施。

19.67亿元，同比上升16.59%，账期均为1年以内和1-2年，回收风险不大，但整体回款偏慢。2019年末公司其他应收款规模为32.35亿元，同比下降39.56%，前五大应收对象分别为灌南县财政局、灌南县住房和城乡建设局、连云港中新化工环保城开发有限公司、灌南县机关事务管理局和灌南县国土资源局，前五大债务人欠款合计占比仅36.14%，集中度不高，但欠款方主要为政府相关单位及国有企业，回收风险较小，但实际回收时间存在较大不确定性，对公司资金形成了较大的占用。公司存货包括待开发成本、原材料等，2019年公司存货账面价值为114.70亿元，同比上升7.67%，其中含土地5,800.85万平方米，土地用途多为商业用地和综合用地，入账价值102.02亿元，其中44.88亿元的土地已用于借款抵押，占存货余额的39.13%。

截至2019年末，公司投资性房地产账面价值为21.94亿元，均采用公允价值模式计量，较上年增加140.10%，主要系当年从存货中转入土地使用权规模较大所致。公司固定资产主要为房屋建筑物，受新购置及在建工程转固定资产影响，2019年公司固定资产增长25.97%，账面价值为20.54亿元。公司无形资产多为土地使用权，2019年末无形资产账面价值为12.98亿元。截至2019年末，无形资产中共有土地使用权129.03万平方米，合计账面价值为12.95亿元，其中账面价值4.77亿元的土地使用权用于抵押，土地性质全部系出让地，主要集中在灌南县新安镇，均为商业用地。

整体来看，公司资产规模和资产结构较为稳定，2019年末资产中应收政府相关部门的款项和土地资产占比较高，应收款项回收时间存在不确定性，全部土地资产的抵押受限比例高达36.64%，整体资产流动性较弱。

表10 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	212,432.02	8.47%	158,967.63	6.41%
应收账款	196,744.27	7.84%	168,747.47	6.80%
其他应收款	323,512.36	12.89%	535,277.85	21.57%
存货	1,147,025.81	45.71%	1,065,331.94	42.93%
流动资产合计	1,892,278.10	75.41%	2,010,386.05	81.02%
投资性房地产	219,441.50	8.74%	91,394.78	3.68%
固定资产	205,356.65	8.18%	163,013.92	6.57%
无形资产	129,831.91	5.17%	133,793.61	5.39%
非流动资产合计	617,155.84	24.59%	470,958.79	18.98%
资产总计	2,509,433.94	100.00%	2,481,344.84	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

公司营业收入与毛利率均有所上升，利润水平对政府补贴依赖程度有所下降

2019年公司营业收入为10.12亿元，同比上升6.99%，公司综合毛利率为16.96%，较上年末增加2.07个百分点。截至2019年末，公司在建的工程建设项目总投资金额达36.96亿元，已投入17.93亿元，工程体量较大。此外，公司负责县域82万人口的生活供水及污水处理等，具有较强的区域垄断优势，业务具有可持续性。因2019年公司获得的其他收益大幅下降，导致当年营业利润降至2.02亿元。2019年公司获得的政府补助1.04亿元，较大程度提高了公司总体的利润水平，在当年利润总额中占比50.04%，公司利润水平对政府补助的依赖程度有所下降。

表11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	101,157.76	94,544.69
营业利润	20,246.73	32,765.40
投资收益	3,314.27	-445.39
其他收益	10,026.43	30,000.00
营业外收入	903.67	251.88
利润总额	20,742.86	32,489.32
综合毛利率	16.96%	14.89%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金表现有所改善，筹资力度加大，但在建工程建设项目投资需求较大，资金支出压力较大

2019年公司收现比为0.60，较上年略有下降。2019年经营活动产生的现金流量由净流出转为净流入，净流入规模为0.16亿元，主要系当年收到其他与经营活动有关的现金（往来款项）增幅较大所致，经营活动现金表现有所改善。

2019年公司处置子公司及其他营业单位收到3.52亿元现金，导致当年投资活动产生的现金流量净额由净流出转为净流入，净流入规模为0.94亿元。为解决运营资金需求，公司主要通过银行借款、发行债券等方式筹集资金，2019年公司银行借款和发行债券大幅增加，筹资活动现金流入较多，2019年筹资活动产生的现金流量表现为净流入3.82亿元。截至2019年末，公司在建工程建设项目预计总投资合计36.96亿元，尚需投资19.03亿元，存在较大的资金压力。

表12 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.60	0.61
销售商品、提供劳务收到的现金	61,108.44	58,134.08
收到其他与经营活动有关的现金	673,298.07	523,727.18
经营活动现金流入小计	734,431.75	581,861.27
购买商品、接受劳务支付的现金	118,576.62	83,084.65
支付其他与经营活动有关的现金	603,871.01	582,779.80
经营活动现金流出小计	732,847.70	674,581.15
经营活动产生的现金流量净额	1,584.05	-92,719.89
投资活动产生的现金流量净额	9,436.85	-88,512.00
筹资活动产生的现金流量净额	38,159.93	-8,255.07
现金及现金等价物净增加额	49,180.83	-188,784.77

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

2019年公司债务规模略有上升，有息债务规模较大，存在较大的短期偿债压力

随着公司经营未分配利润的积累，2019年末公司所有者权益为149.81亿元，较上年略有增加。2019年末公司负债总额亦小幅增加至101.14亿元。2019年产权比率略有上升，净资产对于债务保障程度尚可。

所有者权益方面，2019年灌南县人民政府注入资金2.00亿元，并将连云港化工产业园区投资发展有限公司无偿划入至连云港硕项湖水务集团有限公司³，当年总计增加资本公积13.26亿元。2019年度，政府注销土地冲减资本公积8.56亿元，无偿划出灌南县自来水有限公司、连云港中新化工环保城开发有限公司和连云港化工产业园区投资发展有限公司股权，当年总计减少资本公积20.40亿元。2019年公司资本公积净减少7.14亿元。

表13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债合计	1,011,354.33	994,855.93
所有者权益合计	1,498,079.61	1,486,488.91
产权比率	67.51%	66.93%

³ 2019 年灌南县人民政府将公司直接控制的连云港化工产业园区投资发展有限公司的股权划转给子公司连云港硕项湖水务集团有限公司，账务处理上体现为先以划出时点的账面价值剔除合并范围减少资本公积，再纳入合并范围。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司仍以非流动负债为主，2019 年末占比为 57.61%，较上年末有所下降。

截至2019年末，公司短期借款余额为5.65亿元，同比下降10.32%；其他应付款余额为7.69亿元，主要为往来款项和暂借款；一年内到期的非流动负债余额为23.03亿元，同比上升30.14%，主要为2020年内到期需偿付的长期借款、应付债券和长期应付款。

截至2019年末，公司长期借款余额为23.85亿元，包括抵押借款、保证借款、质押借款和信用借款；应付债券余额为21.97亿元，同比上升16.49%，包括“14金灌债”、“17金灌投资MTN001”、“17金灌投资MTN002”等债券；公司长期应付款主要包括专项应付款和债券融资计划，截至2019年末，长期应付款达8.78亿元，系公司与南京银行及江苏银行签订的债权融资计划、融资租赁款及专项应付款。

表14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	56,500.00	5.59%	63,000.00	6.33%
其他应付款	78,682.30	7.78%	81,510.24	8.19%
一年内到期的非流动负债	230,284.17	22.77%	176,952.13	17.79%
流动负债合计	428,673.75	42.39%	389,665.86	39.17%
长期借款	238,452.72	23.58%	244,057.39	24.53%
应付债券	219,740.04	21.73%	188,637.31	18.96%
长期应付款	87,800.04	8.68%	157,342.98	15.82%
非流动负债合计	582,680.58	57.61%	605,190.07	60.83%
负债合计	1,011,354.33	100.00%	994,855.93	100.00%
其中：有息债务	804,757.36	79.57%	763,096.52	76.70%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息负债规模为80.48亿元，同比上升5.46%，其中2020年需偿付的短期有息债务规模高达32.76亿元，考虑到公司现金短期债务比仅66.07%，公司面临较大的短期偿债压力。

从偿债能力指标来看，2019 年公司资产负债率为 40.30%，较上年略有上升。公司现金短期债务比上升至 66.07%，现金对短期债务的保障程度一般。因 2019 年公司收到的政府补助有所下降，当年公司 EBITDA 降至 3.30 亿元，公司 EBITDA 利息保障倍数随之有所下降，息税折旧摊销前利润对于债务利息的保障程度较弱。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	40.30%	40.09%
现金短期债务比	66.07%	63.77%
EBITDA（万元）	33,018.76	45,456.90
EBITDA 利息保障倍数	0.96	1.43
有息债务/EBITDA	24.37	16.79

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、 本期债券偿还保障分析

土地使用权抵押有效提升了本期债券的信用水平，但公司尚未对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告

为保障本期债券债权人的利益，公司为本期债券提供的抵押资产为 11 宗国有土地使用权，其中 1 宗土地用途为物流仓储、性质为出让，其余 10 宗土地用途为综合、性质为划拨。根据江苏华信资产评估有限公司出具的评估报告（苏华评报字（2013）第 121 号）（评估基准日：2013 年 6 月 20 日），评估土地总面积 3,174.95 万平方米，评估价值共计 330,805.96 万元，为本期债券本金总额的 3.31 倍，剩余本金金额的 16.54 倍。上述抵押资产均已办妥抵押登记手续。

表16 本期债券抵押资产明细（单位：平方米、万元）

地块位置	土地用途	使用权类型	面积	评估价值
灌国用（2012）第 882 号	物流仓储	出让	2,410,251	41,129
灌国用（2013）第 0808 号	综合	划拨	3,502,103	34,538
灌国用（2013）第 0809 号	综合	划拨	2,594,748	25,849
灌国用（2013）第 0810 号	综合	划拨	2,595,709	25,599
灌国用（2013）第 0811 号	综合	划拨	1,252,755	12,355
灌国用（2013）第 0812 号	综合	划拨	739,649	7,368
灌国用（2013）第 0813 号	综合	划拨	1,753,635	17,294
灌国用（2013）第 0814 号	综合	划拨	3,339,323	32,932
灌国用（2013）第 0815 号	综合	划拨	4,311,315	42,518
灌国用（2013）第 0816 号	综合	划拨	4,373,657	43,133
灌国用（2013）第 0817 号	综合	划拨	4,876,388	48,091
合计	-	-	31,749,533	330,806

资料来源：本期债券募集说明书

根据抵押资产监管协议安排，在本期债券存续期间内，公司应聘请经本期债券代理人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，年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的三十个工作日。但截至2020年5月末，公司尚未按协议约定，对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年3月23日）公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至 2019 年 12 月 31 日，公司对外担保余额共计 57.00 亿元，占年末所有者权益的比例为 38.05%，包括政府下属单位以及国有企业，考虑到公司对外担保余额规模较大，且这部分担保均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

此外，子公司灌河担保从事金融担保业务，截至 2019 年末，灌河担保的担保业务共 70 笔，其中对自然人担保共计 4,783.80 万元，对企业担保共计 11,980.00 万元。这部分担保中，涉及到自然人及民营企业的担保均有反担保措施，涉及国企的担保无反担保措施。截至 2019 年末，累计产生代偿余额 1,262.00 万元，代偿率为 2.23%，均已完成代偿，仍存在一定的或有负债和代偿风险。

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

被担保方	担保余额	担保方式
灌南县城市建设投资发展有限公司	182,280.00	保证
灌南县城市建设投资发展有限公司	124,000.00	保证
灌南县城市建设投资发展有限公司	60,100.00	保证
灌南腾升投资有限公司	25,500.00	保证
连云港灌河新农村发展建设有限公司	20,000.00	保证
灌南腾升投资有限公司	20,000.00	保证
连云港灌河新农村发展建设有限公司	20,000.00	保证
连云港灌河新农村发展建设有限公司	18,000.00	保证
连云港灌河新农村发展建设有限公司	15,600.00	保证
灌南县汤臣实业有限公司	10,800.00	保证
连云港灌河新农村发展建设有限公司	10,000.00	保证
灌南五龙口水务投资有限公司	7,000.00	保证

江苏金路源交通发展集团有限公司	5,900.00	保证
灌南县城市建设投资发展有限公司	5,000.00	保证
连云港灌河新农村发展建设有限公司	5,000.00	保证
灌南腾升投资有限公司	4,500.00	保证
灌南腾升投资有限公司	4,500.00	保证
灌南县城市建设投资发展有限公司	4,000.00	保证
灌南县城市建设投资发展有限公司	4,000.00	保证
江苏亚欧工程管理中心	4,000.00	保证
灌南腾升投资有限公司	4,000.00	保证
江苏金路源交通发展集团有限公司	3,300.00	保证
连云港灌河新农村发展建设有限公司	3,000.00	保证
灌南县四通公路养护工程有限公司	2,500.00	保证
灌南县经济适用房开发中心	2,000.00	保证
江苏金路源交通发展集团有限公司	2,000.00	保证
连云港灌河新农村发展建设有限公司	2,000.00	保证
连云港灌河新农村发展建设有限公司	1,000.00	保证
合计	569,980.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年灌南县预计实现地区生产总值383.00亿元，不变价增长6.50%，规上工业投资与固定资产投资规模增速由负转正，整体区域经济保持良好增长态势，为公司发展提供了良好基础；公司的主营业务具有可持续性，且水务业务具有较强的区域垄断优势；作为本期债券抵押物的11宗国有土地使用权，2013年评估价值总计33.08亿元，为本期债券的安全偿还提供了较好保障。

同时我们也关注到，公司资产流动性仍较弱，且土地资产多已用作抵押；公司有息负债规模较大，存在较大的短期偿债压力；公司在建工程建设项目资金压力较大；2019年末公司对外担保余额较大，存在一定或有负债和代偿风险；公司未按协议约定对本期债券抵押土地的价值进行跟踪评估。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用级别为AA，本期债券信用等级维持

为AA+，维持评级展望为稳定。

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	212,432.02	158,967.63	313,992.12
应收账款	196,744.27	168,747.47	97,519.99
其他应收款	323,512.36	535,277.85	481,557.36
存货	1,147,025.81	1,065,331.94	1,147,621.36
投资性房地产	219,441.50	91,394.78	12,261.10
固定资产	205,356.65	163,013.92	144,965.72
在建工程	44,465.64	61,505.55	31,291.77
无形资产	129,831.91	133,793.61	165,567.39
资产总计	2,509,433.94	2,481,344.84	2,466,390.72
短期借款	56,500.00	63,000.00	40,600.00
其他应付款	78,682.30	81,510.24	86,086.08
一年内到期的非流动负债	230,284.17	176,952.13	71,390.00
长期借款	238,452.72	244,057.39	331,693.25
应付债券	219,740.04	188,637.31	222,824.72
长期应付款	87,800.04	157,342.98	194,495.60
负债合计	1,011,354.33	994,855.93	995,975.34
归属于母公司所有者权益合计	1,487,374.57	1,475,667.79	1,459,586.16
所有者权益合计	1,498,079.61	1,486,488.91	1,470,415.38
营业收入	101,157.76	94,544.69	101,076.39
其他收益	10,026.43	30,000.00	30,000.00
营业利润	20,246.73	32,765.40	32,142.63
净利润	18,503.80	30,272.28	31,127.41
经营活动产生的现金流量净额	1,584.05	-92,719.89	-36,165.65
投资活动产生的现金流量净额	9,436.85	-88,512.00	-160,823.97
筹资活动产生的现金流量净额	38,159.93	-8,255.07	374,394.61
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	16.96%	14.89%	11.58%
收现比	0.60	0.61	0.74
产权比	67.51%	66.93%	67.73%
资产负债率	40.30%	40.09%	40.38%
有息债务（万元）	804,757.36	763,096.52	754,787.97
现金短期债务比	66.07%	63.77%	264.48%
EBITDA（万元）	33,018.76	45,456.90	44,484.63
EBITDA 利息保障倍数	0.96	1.43	1.28

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 日纳入合并范围的一级及重要二级子公司

子公司名称	取得方式	持股比例 (%)	主营业务
海西国际投资有限公司	投资设立	100.00	投资、进出口贸易、咨询
灌南县金灌置业有限公司	投资设立	100.00	房地产开发
连云港灌河融资担保有限公司	投资设立	100.00	贷款担保
灌南县兴民扶贫开发有限公司	投资设立	100.00	种植业、养殖业扶贫开发
灌南县三创交通投资有限公司	合并	100.00	交通工程施工
灌南县晟灌实业有限公司	投资设立	100.00	土木工程建筑
江苏灌河投资发展有限公司	投资设立	100.00	投资开发
连云港灌河金融控股有限公司	投资设立	100.00	商务服务
连云港硕项湖水务集团有限公司	划拨	100.00	水务项目投资
灌南县灌河旅游发展有限公司	合并	100.00	旅游项目开发
灌南县堆沟港实业有限公司	投资设立	60.00	港务工程
硕灌融资租赁（深圳）有限公司*	投资设立	100.00	租赁
连云港市灌南县润灌科技小额贷款有限公司*	投资设立	70.00	商务服务
灌南县灌江农业投资发展有限公司	投资设立	100.00	商务服务

注：标*为重要二级子公司

资料来源：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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{其他应付款有息部分} + 1 \text{ 年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息部分}$

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。