



# 2018年第一期、第二期及2019年赣州市 南康区城市建设发展集团有限公司双创孵 化专项债券2021年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 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、第二期及2019年赣州市南康区城市建设发展集团有限公司双创孵化专项债券2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	第一期:	第一期:
	AA;	AA;
	第二期:	第二期:
	AA;	AA;
	第三期:	第三期:
	AA;	AA;
评级日期	2021-06-01	2020-06-29

## 评级观点

中证鹏元对赣州市南康区城市建设发展集团有限公司（以下简称“南康城建”或“公司”）及其2018年9月发行的第一期双创孵化专项债券（以下简称“18南康01”）、2018年10月发行的第二期双创孵化专项债券（以下简称“18南康02”）及2019年1月发行的第三期双创孵化专项债券（以下简称“19南康债”）的2021年跟踪评级结果为：18南康01、18南康02及19南康债（以下三期债券简称为“本期债券”）信用等级均维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到：公司外部经济发展势头仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性仍然较好，对收入形成支撑，并且能够获得较大外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产质量及流动性一般，资金压力和偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

## 债券概况

### 债券简称：

第一期：18南康01/18南康债01；

第二期：18南康02/18南康债02；

第三期：19南康债；

债券剩余规模：7.70亿元（其中：第一期3亿元；第二期2.30亿元；第三期：2.40亿元；）

### 债券到期日期：

第一期：2025年09月27日；

第二期：2025年10月29日；

第三期：2026年01月23日；

偿还方式：三期债券均为每年付息一次，在债券存续期第3-7年末分别按照债券发行规模20%的比例偿还债券本金

## 联系方式

项目负责人：张伟亚

zhangwy@cspengyuan.com

项目组成员：朱磊

zhul@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 未来展望

公司是赣州市南康区主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体，业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：万元）

项目	2020	2019	2018
总资产	3,137,107.72	2,874,256.97	2,645,352.43
所有者权益	1,306,352.75	1,210,844.64	1,186,968.78
总债务	1,425,386.13	1,075,650.33	975,551.98
资产负债率	58.36%	57.87%	55.13%
现金短期债务比	0.39	0.51	2.43
营业收入	88,696.90	85,137.05	79,267.04
其他收益	1,832.43	14.39	0.00
利润总额	15,789.81	20,210.08	21,925.35
销售毛利率	30.02%	35.09%	34.77%
EBITDA	25,515.58	27,616.22	24,577.78
EBITDA利息保障倍数	0.31	0.54	0.35
经营活动现金流净额	19,804.49	-202,308.13	-509,439.89
收现比	1.25	1.53	1.08

资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **外部运营环境为公司提供了良好发展基础。**赣州市是江西省的第二大经济城市，是全国稀有金属产业基地和先进制造业基地；南康区是全国主要的实木家具生产基地之一。2020年赣州市实现经济生产总值为 3,645.20 亿元，同比增长 4.2%，增速高于全国平均水平；同期，南康区实现地区生产总值 354.60 亿元，同比增长 4.7%，增速在全市区县中位居第一。
- **公司经营业务持续性仍然较好。**公司是南康区内主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体。截至 2020 年末，公司主要在建代建项目、拟建自营项目和在建房地产项目计划总投资合计 145.24 亿元，累计已投资合计 54.78 亿元。随着工程陆续完工交付，可为公司带来一定的收入。
- **公司获得较大的外部支持。**2020 年，政府通过货币增资及股权划转等方式增加公司资本公积 8.54 亿元，提升了公司资本实力。财政补贴方面，2020 年，公司收到的政府补贴及税收减免 1,527.28 万元，对公司利润形成一定补充。

## 关注

- **公司资产质量及流动性一般。**公司资产主要由存货、其他应收款和投资性房地产构成。截至 2020 年末，其他应收款账面价值 49.35 亿元，主要为往来款，回收时间不确定，对公司营运资金形成较大占用。公司存货中受限部分账面价值 31.40 亿元，均用于银行借款担保。公司另有 18.17 亿元待开发土地和 35.13 亿元投资性房地产未取得相应权证。
- **公司仍面临较大的资金压力和偿债压力。**截至 2020 年末，公司主要在建代建项目、拟建自营项目和在建房地产项目合计尚需投资 90.46 亿元，公司面临较大资金压力。截至 2020 年末，公司有息债务合计 142.54 亿元，规模进一步扩大。现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数较低，短期偿付压力较大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额合计为 47.54 亿元，占同期末所有者权益的比重为 36.39%。公司担保对象均为国有企业，无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2018年9月、2018年10月及2019年1月分期发行2018年第一期、第二期双创孵化专项债券及2019年双创孵化专项债券，其中，第一期债券（18南康01）发行规模为3亿元；第二期债券（18南康02）发行规模为2.30亿元，第三期债券（19南康债）发行规模为2.40亿元。2018年第一期、第二期双创孵化专项债券募集资金的3.30亿元及2019年双创孵化专项债券募集资金的1.58亿元计划用于赣州市南康区双创孵化园区项目建设，剩余募集资金合计2.82亿元计划用于补充营运资金。截至2021年5月10日，本期债券募集资金专项账户余额为95,472.09元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元；控股股东和实际控制人均为赣州市南康区国有资产监督管理局办公室，持有公司100%股权。跟踪期内，公司经营范围有所变更，新增工业地产开发、货运代理、道路普通货物运输、贸易代理、国内一般贸易、股权投资、资产管理、财富管理、股权众筹、投资咨询、农贸市场经营等经营活动，不再从事土地收购、一级开发和拆迁安置经营活动。截至2020年末，公司股权结构图、组织结构图分别参见附录二、附录三。

跟踪期内，公司董事、监事、高管变更情况见表1。

**表1 跟踪期内公司董监高变动情况**

时间	变更事项	变更前	变更后
2020年3月13日	董事会成员	吴云（董事长）、肖凌、邓雪波、黄晓军	吴云（董事长）、赖远明、曾广油、邓雪波、黄晓军、肖凌、李华、谢开盛、刘玉莲（职工董事）
2020年3月13日	监事会成员	赖远明（监事会主席）、方名辉、黄裕文	刘康明（监事会主席）、肖志兰、蓝贤普、李琴（职工监事）、刘健康（职工监事）
2020年3月13日	总经理	吴云	赖远明

注：2021年2月22日，黄晓军、曾广油退出董事备案。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是赣州市南康区主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体，承担着南康区规划范围内基础设施建设及相关配套设施项目投融资建设等职能。2020年新增纳入合并报表范围子公司为7家，截至2020年末，公司合并范围内的一级子公司共19家，合并范围内的一级子公司情况见附录四。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

#### 2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020 年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

## 区域经济环境

### 赣州市经济保持稳步增长，产业结构持续优化

赣州市是江西省的第二大经济城市，是全国稀有金属产业基地和先进制造业基地。近年来赣州市依托丰富的钨、稀土和岩盐资源，重点打造稀土新材料及应用、钨新材料及应用、新能源汽车及配套、电子信息和以家具为主的现代轻纺支柱产业。

2020年赣州市实现经济生产总值为3,645.20亿元，同比增长4.2%，高于全国平均水平，经济保持稳步增长。三产结构由2019年的10.8:39.4:49.8调整为2020年的11.4:38.1:50.5，第三产业占比持续提升，逐渐成为赣州市经济增长的主要动力。2020年赣州市人均地区生产总值为4.19万元，占全国人均GDP的比重为57.78%，经济发展水平偏低。

工业方面，2020年赣州市实现工业增加值1,145.34亿元，同比增长4.10%，增速放缓，但转型升级态势显著。其中，轻工业增长4.3%，重工业增长4.8%。分行业看，35个行业大类中18个行业实现增长，其中，计算机通信和其他电子设备制造业增加值增长7.9%、仪器仪表制造业增长48.3%、食品制造业增长5.1%、医药制造业增长24.2%、电气机械和器材制造业增长13.4%、纺织服装服饰业增长14.7%。赣州

市新产业加速发展，高技术制造业增加值增长12.0%，快于规模以上工业7.4个百分点，占全市比重为23.6%；装备制造业增加值增长9.2%，快于规模以上工业4.6个百分点，占全市比重为28.5%。但整体来看，区域工业基础仍较为薄弱，农业占经济比重较大，工业经济占经济比重有待提升。

2020年赣州市经济发展主要由固定资产投资拉动，固定资产投资同比增长率为9.2%，其中工业投资增长7.7%。分产业投资看，第一产业投资增长30.1%，第二产业投资增长7.7%，第三产业投资增长10.1%。2020年赣州市房地产开发投资337.51亿元，比上年增长2.8%。商品房销售面积1,204.02万平方米，增长9.1%；商品房待售面积98.50万平方米，下降14.2%。近年来，赣州市商品房待售面积持续下降，去化速度较快。

2020年赣州市社会消费品零售总额1,684.48亿元，同比增长2.8%。受疫情影响，增速下滑明显。2020年赣州市货物出口总额同比增长24.3%，货物出口总额持续快速增长，外向经济向好。2020年，赣州市存贷款余额保持增长，当地金融环境良好，对经济发展形成一定支持。

**表2 赣州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,645.20	4.2%	3,474.34	8.5%
第一产业增加值	414.64	2.6%	376.32	3.3%
第二产业增加值	1,389.19	4.2%	1,368.19	8.2%
第三产业增加值	1,841.37	4.6%	1,729.83	10.1%
工业增加值	1,145.34	4.1%	1,138.61	8.6%
固定资产投资	-	9.2%	-	10.5%
社会消费品零售总额	1,684.48	2.8%	1,005.87	11.6%
进出口总额（亿美元）	-	-	57.83	8.8%
存款余额	6,009.35	10.67%	5,429.91	7.26%
贷款余额	5,764.41	19.49%	4,824.34	19.20%
人均GDP（元）		41,860		39,968
人均GDP/全国人均GDP		57.78%		56.38%

注：1、2019年人均GDP来自于赣州市2019年国民经济和社会发展统计公报，2020年人均GDP=2020年地区生产总值/2019年常住人口；

2、2019-2020年存款余额和贷款余额增长率依据2018-2020年赣州市政府官网所披露的存款余额和贷款余额计算得。

资料来源：赣州市2019-2020年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年赣州市实现一般公共预算收入285.8亿元，同比增长1.9%；实现政府性基金收入391.2亿元，同比增长0.5%。

### 南康区经济保持较快增速，家具产业集群发展较好

南康区系赣州市三大市辖区（章贡区、南康区、赣县区）之一，境内有民航机场、铁路、国道和高速公路等，区位优势较好，交通比较便利。2020年南康区实现地区生产总值354.60亿元，同比增长4.7%，增

速位列赣州市十八个县(市、区)第一。南康市三次产业结构由2019年的6.9:43.5:49.6调整为2020年的7.3:41.9:50.8，第三产业占比进一步提升。2020年南康区人均地区生产总值为4.77万元，占全国人均GDP的比重为65.87%，经济发展水平偏低。

南康区拥有全国最大的实木家具生产基地，已形成家具产业集群。2020年南康区家具产业集群产值突破2,000亿元，1,015家家家具企业达到规上标准，省规以上工业企业增加至583家，数量居全省各产业集群之首，同期引进世界500强工业制造企业格力电器，以及美克家居、居然之家、月星集团、大自然家居等家居龙头企业。汇森家居在港交所成功上市，成为全省首家本土家具上市企业。区域支柱产业发 展势头良好，为地方经济的发展提供一定的支撑。2020年，规模以上工业增加值、固定资产投资增速位列全市18个县（市、区）第一。

**表3 南康区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	354.60	4.7%	338.56	9.4%
第一产业增加值	25.77	2.3%	23.44	3.2%
第二产业增加值	148.67	5.3%	147.36	8.8%
第三产业增加值	180.16	4.5%	167.77	11.0%
工业增加值	434.28	2.0%	418.44	9.10%
固定资产投资	-	-	-	9.8%
社会消费品零售总额	-	-	54.53	12.0%
进出口总额（亿美元）	-	-	37.15	31.4%
存款余额	-	-	532.83	-
贷款余额	-	-	503.66	-
人均GDP（元）		47,719		45,656
人均GDP/全国人均GDP		65.87%		64.40%

注：2019年人均GDP为南康区2019年国民经济和社会发展统计公报数据，2020年人均GDP=2020年地区生产总值/2019年常住人口。

资料来源：南康区2019年国民经济和社会发展统计公报及南康市政府官网统计数据栏中各项公告，中证鹏元整理

2020年南康区实现一般公共预算收入23.99亿元，同比增长2.8%；实现税收收入19.35亿元，同比增长6.6%，税收收入占一般公共预算收入的比重为80.7%。一般公共预算支出完成74.88亿元，同比下降6.4%，南康区财政自给率为32.04%。2020年，南康区实现政府性基金收入21.16亿元，同比下降14%。

## 五、经营与竞争

公司是赣州市南康区主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体，承担南康区规划范围内基础设施建设及相关配套设施项目投融资建设等职能。公司涉及的业务类型较多，收入主要来自代建、房地产销售及工业厂区运营业务。2020年，公司营业收入小幅增长，房地产销售收入和代建项目收入占比

分别为23.18%和20.70%。工业厂区运营业务扩展迅速，2020年占收入比重提升至18.69%。2020年，公司新增建筑材料、电器销售等业务收入，对营业收入形成补充，且使得业务结构更加多元。毛利率方面，受业务结构变动影响，2020年公司综合毛利率下降至30.02%。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
<b>1.主营业务小计</b>	<b>83,745.07</b>	<b>28.84%</b>	<b>82,079.70</b>	<b>34.15%</b>
代建项目收入	18,360.64	16.67%	40,205.64	16.65%
房地产销售收入	20,558.19	42.89%	30,130.93	48.36%
工业厂区运营业务收入（标准厂房租金收入）	16,576.29	66.18%	9,449.07	67.31%
物业服务收入	2,253.54	21.61%	2,294.05	17.69%
建筑材料收入	12,205.41	3.98%	0.00	0.00%
土地转让收入	7,043.89	1.48%	0.00	0.00%
电器销售收入	5,664.27	0.36%	0.00	0.00%
酒店服务收入	1,082.84	19.21%	0.00	0.00%
<b>2.其他业务小计</b>	<b>4,951.83</b>	<b>50.01%</b>	<b>3,057.36</b>	<b>60.45%</b>
房屋场地出租收入	806.43	-16.10%	1,134.04	44.47%
保洁服务收入	968.2	27.19%	696.64	19.68%
融资租赁收入	993.82	100.00%	148.30	100.00%
利息收入	687.88	69.92%	974.47	99.91%
其他	1,495.51	58.04%	103.90	81.73%
<b>合计</b>	<b>88,696.90</b>	<b>30.02%</b>	<b>85,137.05</b>	<b>35.09%</b>

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

#### 代建业务收入缩减，但在建项目投资规模大，业务持续性较好，同时公司仍面临较大的资金压力

公司承担南康区范围内主要的城市基础设施建设。公司返迁房项目与赣州市南康区城市住房保障管理中心签订代建协议，部分项目与财政局签订代建协议。根据上述代建协议，公司返迁房项目及其他代建项目均由公司自筹资金进行建设成本的支付；公司提供项目年度成本核算明细，委托方审核确认后，按照工程量及对应发生的建设成本并加计20%固定收益作为工程款（包括利息和管理费），并在项目竣工验收合格后5年内支付。2020年公司代建项目收入缩减，主要系项目结算量减少所致。其中，迎宾苑返迁房确认收入1.02亿元，滨江苑返迁房项目确认收入0.81亿元，项目毛利率与2019年保持一致，均为16.67%。

确认收入年份	项目	项目成本	确认收入
2020年	迎宾苑返迁房	8,542.44	10,250.93
	滨江苑返迁房	6,758.10	8,109.71
	合计	<b>15,300.54</b>	<b>18,360.64</b>

2019年	迎宾苑返迁房	20,655.37	24,786.44
	滨江苑返迁房	12,809.90	15,371.89
	其他	47.80	47.31
	<b>合计</b>	<b>33,513.07</b>	<b>40,205.64</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建代建项目包括南康机场快速路（南康区段）、南康金融中心一期工程及滨江苑小区返迁房等。上述项目合计计划总投资额80.12亿元，已投资44.05亿元。公司代建业务持续性较好，但受工程进度和财政资金规划影响，未来收入可能面临一定的波动。截至2020年末，公司在建代建项目尚需投资36.07亿元。由于需要垫付资金用于项目建设，公司面临较大资金压力。

此外，公司拟建自营项目为赣粤产业合作区项目。建设内容包括：返迁房、人才公寓、医院、学校、残疾人社会福利机构、市政道路和公用设施等。项目建筑面积为96.49万平方米，规模较大；建设期为2021年至2030年，建设期较长。项目预计总投资50.35亿元，公司面临较大资金压力。

公司在建双创孵化园区项目（自营项目）为本期债券募投项目，该项目计划总投资9.03亿元，已投资8.25亿元，拟使用募集资金4.88亿元，现已全部使用完毕。

**表5 截至2020年12月31日公司主要在建代建项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订代建协议	委托方
南康机场快速路（南康区段）	375,291.21	148,611.37	是	南康区财政局
南康金融中心一期工程	207,700.00	146,742.93	是	南康区财政局
滨江苑小区返迁房	82,338.00	33,248.13	是	南康区城市住房保障管理中心
迎宾苑小区返迁房	79,614.00	66,920.58	是	南康区城市住房保障管理中心
家具产业园公租房及配套基础设施	53,620.00	42,445.91	是	南康区财政局
其他零星项目	2,648.77	2,512.18	-	-
<b>合计</b>	<b>801,211.98</b>	<b>440,481.10</b>		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 房地产销售业务毛利率有所下滑，但剩余可售面积充足，业务持续性好

公司房地产销售业务主要由全资子公司赣州市南康区城发集团城发房地产开发有限公司进行运营。2020年，公司房地产销售收入来自于东山之星和东山之冠项目，分别实现收入1,261.81万元和19,296.38万元，分别实现销售面积1,855.60平方米和24,120.48平方米，销售价格分别在6800元/平方米和8000元/平方米左右。受疫情影响，建筑材料价格增加，房价上涨缓慢，2020年公司房地产业务毛利率有所下滑。

截至2020年末，公司在建房地产项目包括东山之冠、东山之星和康顺花园，尚需投入资金合计4.03亿元，剩余可售面积充足，业务持续性较好。考虑到商品房未来销售情况受市场景气度影响较大，未来盈利情况存在一定不确定性。

**表6 截至 2020 年末公司在建房地产项目情况（单位：平方米，万元）**

项目	项目类型	计划总投资	累计投资	已售面积	剩余可售面积
东山之星	商品房	30,000.00	29,378.54	45,698.72	65,150.77
康顺花苑	商品房	12,271.22	11,217.65	23,851.56	27,699.11
东山之冠	商品房	105,350.98	66,750.82	149,566.99	177,125.81
<b>合计</b>		<b>147,622.20</b>	<b>107,347.01</b>	<b>219,117.27</b>	<b>269,975.69</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 工业厂区运营业务收入大幅增长，厂房出租率较高，合同期限较长，未来收入较有保障

公司工业厂区运营业务收入主要来自于子公司江西佳宸建设工程有限公司对外出租的厂区。公司出租厂区包括南康区东山官坑家具集聚区和南康区唐江家具集聚区等。由于租赁合同签订的时间因素，2019年公司收租期为6个月，2020年公司收租期为12个月，因此2020年公司工业厂区运营业务收入大幅增长。

截至2020年末，工业厂区运营业务可供出租面积160.43万平米、已出租面积152.09万平米，出租率在95%左右，租赁期间在5年左右。根据厂房地段的不同，租金价格在5-15元/m<sup>2</sup>/月的不同标准。2020年受疫情影响，公司免除租赁对象3-4个月租金。由于免除的租金收入分摊至整个合同租赁期限<sup>3</sup>，因此毛利率未出现大幅下降。

### 新增建筑材料、电器销售等业务，对营业收入形成补充，但业务毛利率较低

2020年，公司新增建筑材料收入，占当年营业收入的13.76%，但业务毛利率较低。公司建筑材料收入由子公司赣州市南康区城发集团星冠贸易有限公司（以下简称“星冠贸易”）负责运营。星冠贸易经营河沙、钢筋、水泥、沥青、橡胶木和防水材料等建筑材料，均为现货贸易。星冠贸易根据下游客户需求向上游供应商进行采购。为争取价格优势，星冠贸易对上游采用现货现款结算方式。星冠贸易对下游客户账期不超过三个月，其中现货现款占比约15%，1-2个月账期占比约70%-80%，其余为三个月。

公司电器销售业务同样由星冠贸易负责运营。2020年，星冠贸易取得格力南康经销商资格，并取得格力授权成立格力电器销售子公司。

### 公司获得较大力度的外部支持

公司作为赣州市南康区主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体，近年来在资产注入和财政补贴方面得到当地政府支持。资产注入方面，2020年，公司收到当地政府货币增资5.56亿元。同期，公司接收赣州市南康区市政工程有限责任公司、南康区康健检测有限公司、赣州水务集团股份有限公司股权及其他资产划转，增加公司资本公积2.98亿元。政府补贴方面，2020年，公司收到的政府补贴及税收减免1,527.28万元，对公司利润形成一定补充。

<sup>3</sup>2020年租金收入金额=[(应收租金收入总额-免除的租金)/合同租赁期限]\*12个月。

**表7 2020年政府资产注入情况（单位：万元）**

支持类型	支持内容	依据文件	支持金额
货币增资	财政补贴	《关于拨付赣州市南康区城市建设发展集团有限公司财政补贴的通知》	55,000.00
	家居小镇“九井十八厅”展览提升项目奖金	康府办抄财字【2019】206号	600.00
<b>合计</b>			<b>55,600.00</b>
资产划转	唐江镇区域内原国有企业资产及唐江镇自持资产划入	康府办抄字【2020】67号	20,545.99
	赣州市南康区市政工程有限责任公司及南康区康建检测有限公司股权划入	康府办抄财字【2020】56号	6,665.79
	赣州水务集团股份有限公司13.04%股权划入	康府办抄财字【2020】56号	2,175.92
	江西木客家居发展有限公司自持资产划入	《关于区域发集团公司接受江西木客家居发展有限公司资产有关事项备案的通知》	425.73
<b>合计</b>			<b>29,813.43</b>

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年和2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年合并报表范围变化情况如表8所示。

**表8 2020年公司合并报表范围变化（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	变动情况
赣州市南康区兴康教育发展有限公司	100.00%	5,000.00	商务服务业	新纳入
赣州市南康区城发集团资产租赁运营有限公司	100.00%	5,000.00	租赁和商务服务业	新纳入
赣州市南康区迎宾馆有限责任公司	100.00%	2,700.00	餐饮业	新纳入
赣州市南康区市政工程有限责任公司	100.00%	1,000.00	土木工程建筑业	新纳入
赣州市南康区康建建筑工程质量检测有限公司	100.00%	180.00	专业技术服务业	新纳入
赣州市南康区城发集团供应链管理有限公司	66.00%	20,000.00	道路运输业	新纳入
赣州市南康区城发集团仓储运营管理有限公司	66.00%	5,000.00	装卸搬运和仓储业	新纳入

资料来源：公司2019年和2020年审计报告，中证鹏元整理

### 资产结构与质量

公司资产规模有所增长，主要由存货、其他应收款和投资性房地产构成，整体资产质量和流动性一般

2020年，公司资产规模有所增长。截至2020年末，公司资产仍主要以流动资产为主。

2020年，公司货币资金有所下降。截至2020年末，公司货币资金中有4.10亿元因用于银行定期存单质押而受限。2020年，公司预付款项规模有所增长。公司预付款项主要为预付赣州市南康区土地房屋征

收管理办公室的项目征拆资金，尚未有明确的结算时间。

公司其他应收款主要为往来款。截至2020年末，其他应收款主要欠款方为赣州市南康区土地房屋征收管理办公室、赣州市南康区财政局和赣州市南康区口岸发展有限责任公司，账龄在1-3年间，部分欠款账龄时间较长，回收时间存在不确定性，对公司营运资金形成较大占用。

截至2020年末，公司存货主要由工程施工、开发成本和待开发土地构成。待开发土地中除位于赣州市南康区唐江镇的一块土地资产外，其均以出让方式取得。土地用途方面，待开发土地中文化设施用地、科教用地和公共设施用地合计账面价值1.67亿元，其余为住宅用地、工业用地等。待开发土地中尚未办理土地证部分合计账面价值18.17亿元，占待开发土地账面价值比重为27.20%。已有权证土地资产中已抵押价值27.73亿元。截至2020年末，公司存货中借款费用资本化金额为16.89亿元，占存货总额的11.99%。存货中受限部分账面价值31.40亿元，占存货总额的22.29%，受限存货均用于银行借款担保。

公司投资性房地产主要为标准厂房。2020年，公司投资性房地产同比增长39.60%，规模增长迅速。截至2020年末，公司投资性房地产均未办妥产权证书，并且其中受限部分账面价值合计10.41亿元，占投资性房地产总额的29.63%。

总体来看，公司资产规模有所增长，资产以存货、其他应收款、和投资性房地产为主。公司往来款规模较大，对公司资金形成占用，部分土地使用权已抵押，投资性房地产权证尚未办理，整体资产质量与流动性一般。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	95,484.56	3.04%	130,978.14	4.56%
预付款项	274,093.33	8.74%	257,290.37	8.95%
其他应收款	493,548.40	15.73%	544,652.48	18.95%
存货	1,408,530.20	44.90%	1,359,091.19	47.28%
<b>流动资产合计</b>	<b>2,346,454.71</b>	<b>74.80%</b>	<b>2,342,281.47</b>	<b>81.49%</b>
投资性房地产	351,347.99	11.20%	251,676.32	8.76%
<b>非流动资产合计</b>	<b>790,653.01</b>	<b>25.20%</b>	<b>531,975.50</b>	<b>18.51%</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,137,107.72</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,874,256.97</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 收入质量与盈利能力

公司营业收入有所增长，业务更加多样化，整体收现情况保持较好，但受业务结构变化影响，公司利润总额和毛利率呈现下降趋势

2020年，公司营业收入小幅提升，主要由房地产销售收入、代建项目收入、工业厂区运营业务收入

和建筑材料收入构成，占营业收入比重分别为23.18%、20.70%、18.69%和13.76%，业务较为多样。截至2020年末，公司在建代建及拟建自营业务尚需投资86.43亿元，房地产业务剩余可售面积27.00万平方米，工业厂区出租率较高且合同期限较长。公司各项业务持续性较好，对公司营业收入形成支撑。2019-2020年，公司收现比均在1.00以上，业务收现情况保持较好。

2020年，公司利润总额和综合毛利率有所下降，主要是受业务结构变动影响。同年，公司获得车辆购置税收入地方补助资金和税款减免合计1,483.94万元，计入其他收益；收到与企业日常活动无关的政府补助43.33万元，计入营业外收入。政府补助对公司利润形成一定补充。

**表10 公司主要盈利指标（单位：万元）**

指标名称	2020年	2019年
营业收入	88,696.90	85,137.05
收现比	1.25	1.53
营业利润	15,747.36	20,080.02
其他收益	1,832.43	14.39
利润总额	15,789.81	20,210.08
销售毛利率	30.02%	35.09%

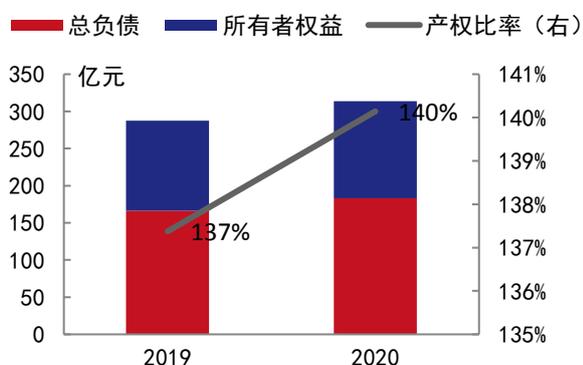
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本结构与偿债能力

公司有息债务规模进一步扩大，现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数有所下降，仍存在较大偿债压力

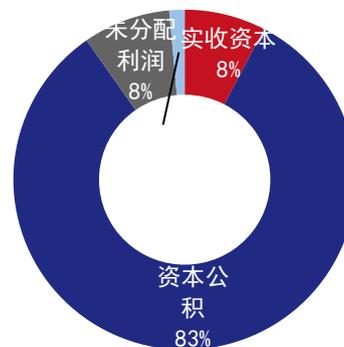
2020年公司所有者权益和负债均有所上升，负债增速高于所有者权益增速，因此公司产权比率进一步升高，所有者权益对负债的保障程度一般。公司所有者权益构成较为稳定，截至2020年末，仍以资本公积、实收资本和未分配利润为主。

**图 1 公司资本结构**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

**图 2 2020 年末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债主要由非流动负债构成，2020年，公司非流动负债占比有所上升。

公司其他应付款包括往来款和借款，其中往来款无息，部分借款为所欠中国农发重点建设基金有限公司有息借款。公司一年内到期的非流动负债主要为临近到期的长期借款和长期应付款，短期偿付压力较大。

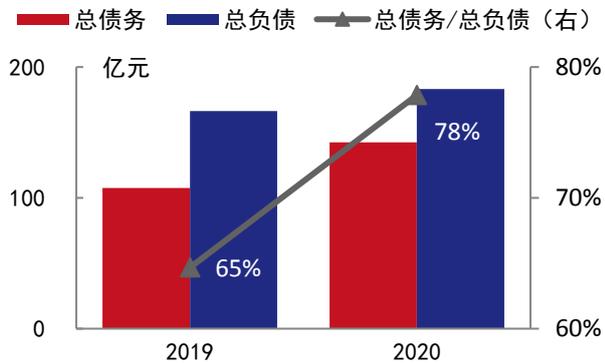
截至2020年末，长期借款均为银行借款，主要借款方为国有银行、政策性银行和地方性银行，利率区间在4.9%-8.08%之间。2020年，公司新增应付债券20南康01、20南康02、20南康03，合计募集资金15亿元，均为7年期；新增扶贫债S20南康1，募集资金5.00亿元，3年期；上述新增债券票面利率在6.5%左右。公司长期应付款包括所欠赣州市南康区金投基金管理有限公司13.5亿元借款（借款利率在6%左右，借款期限7年）、无息专项应付款6.47亿元和融资租赁借款。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

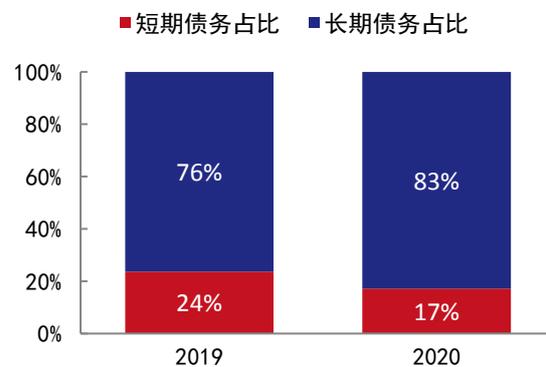
项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	48,500.00	2.65%	27,700.00	1.67%
其他应付款	154,956.37	8.46%	228,353.87	13.73%
一年内到期的非流动负债	189,982.21	10.38%	226,970.14	13.64%
<b>流动负债合计</b>	<b>571,701.43</b>	<b>31.23%</b>	<b>593,765.29</b>	<b>35.70%</b>
长期借款	733,526.00	40.07%	744,590.00	44.76%
应付债券	264,363.08	14.44%	76,390.19	4.59%
长期应付款	182,714.84	9.98%	182,544.06	10.97%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,259,053.54</b>	<b>68.77%</b>	<b>1,069,647.04</b>	<b>64.30%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,830,754.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,663,412.34</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司有息债务合计142.54亿元，规模进一步扩大，公司面临较大偿债压力。其中短期有息债务24.28亿元，占有息债务比重下降至17.17%。2021年、2022年、2023年、2024年及以后公司计划偿还有息债务本金分别为23.80亿元、19.08亿元、45.14亿元和54.51亿元，债务偿还主要集中在2023年及以后。

**图3 2020年12月末公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

**图4 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标看，随着公司负债规模的提升，公司资产负债率有所上升，债务压力增加。截至2020年末，受货币资金波动影响，公司现金短期债务比下降至0.39，短期偿付压力较大。受债务规模扩大影响，公司EBITDA利息保障倍数同样有所下降，公司盈利能力对债务利息保障较弱。

**表12 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	58.36%	57.87%
现金短期债务比	0.39	0.51
EBITDA 利息保障倍数	0.31	0.54

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日为2021年02月26日）、重要子公司江西佳宸建设工程有限公司（查询日为2021年05月21日）、重要子公司赣州市南康区城发集团星冠贸易有限公司（查询日为2021年03月04日）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；各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额合计为47.54亿元，占同期末所有者权益的比重为36.39%，公司担保对象均为国有企业，无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表13 截至2020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	担保到期日	是否有反担保
赣州市南康区众拓家具产业运营有限公司	90,000.00	2032/4/27	否

赣州市南康区群拓家具产业运营有限公司	86,000.00	2032/12/21	否
赣州市南康区众拓家具产业运营有限公司	62,000.00	2035/2/24	否
赣州市南康区群拓家具产业运营有限公司	58,000.00	2033/12/31	否
赣州市南康区口岸发展有限责任公司	37,000.00	2021/1/10	否
赣州市南康区众拓家具产业运营有限公司	30,000.00	2025/5/21	否
江西省城镇开发投资有限公司	30,000.00	2025/4/26	否
赣州市南康区口岸发展有限责任公司	20,000.00	2027/5/26	否
赣州市南康区口岸发展有限责任公司	20,000.00	2022/9/14	否
赣州市南康区口岸发展有限责任公司	10,000.00	2021/4/14	否
赣州市南康区口岸发展有限责任公司	10,000.00	2021/9/28	否
赣州市南康区口岸发展有限责任公司	7,700.00	2022/10/21	否
赣州市土地开发投资有限公司	7,428.80	2023/3/20	否
赣州融通实业有限公司	5,000.00	2023/8/13	否
赣州市南康区口岸发展有限责任公司	2,300.00	2022/10/17	否
<b>合计</b>	<b>475,428.80</b>	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据	2020年	2019年	2018年
货币资金	95,484.56	130,978.14	288,841.36
其他应收款	493,548.40	544,652.48	501,216.59
存货	493,548.40	544,652.48	501,216.59
流动资产合计	1,408,530.20	1,359,091.19	1,336,904.22
投资性房地产	2,346,454.71	2,342,281.47	2,380,959.25
非流动资产合计	351,347.99	251,676.32	16,326.06
资产总计	790,653.01	531,975.50	264,393.19
短期借款	3,137,107.72	2,874,256.97	2,645,352.43
一年内到期的非流动负债	48,500.00	27,700.00	12,500.00
流动负债合计	189,982.21	226,970.14	106,274.80
长期借款	571,701.43	593,765.29	366,309.28
应付债券	733,526.00	744,590.00	705,027.00
长期应付款	264,363.08	76,390.19	151,750.18
非流动负债合计	258,290.16	247,244.24	235,297.19
负债合计	182,714.84	182,544.06	167,435.69
总债务	1,259,053.54	1,069,647.04	1,092,074.38
所有者权益	1,830,754.98	1,663,412.34	1,458,383.65
营业收入	1,425,386.13	1,075,650.33	975,551.98
营业利润	1,306,352.75	1,210,844.64	1,186,968.78
其他收益	88,696.90	85,137.05	79,267.04
利润总额	15,747.36	20,080.02	22,166.06
经营活动产生的现金流量净额	1,832.43	14.39	0.00
投资活动产生的现金流量净额	15,789.81	20,210.08	21,925.35
筹资活动产生的现金流量净额	19,804.49	-202,308.13	-509,439.89
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	30.02%	35.09%	34.77%
收现比	1.25	1.53	1.08
资产负债率	58.36%	57.87%	55.13%
现金短期债务比	0.39	0.51	2.43
EBITDA(亿元)	2.55	2.76	2.46
EBITDA 利息保障倍数	0.31	0.54	0.35

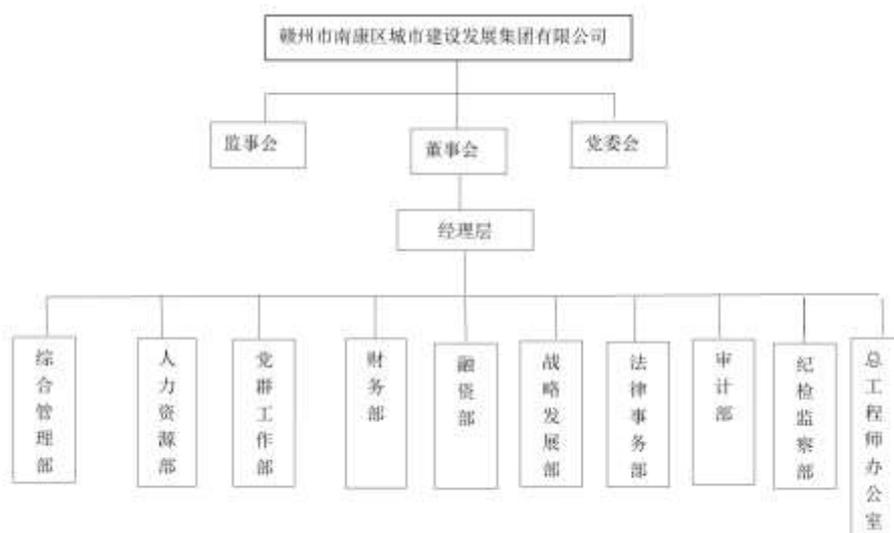
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2020年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
赣州市南康区域发集团中小企业投资发展有限责任公司	51,000.00	100.00%	房地产业
江西佳宸建设工程有限公司	50,000.00	100.00%	房屋建筑业
赣州市南康区域发集团市政管网投资经营有限公司	30,000.00	100.00%	建筑装饰、装修和其他建筑业
赣州市南康区域发集团城发房地产开发有限公司	20,000.00	100.00%	房地产业
赣州市南康区域发集团赣南汽车城产业投资有限公司	20,000.00	100.00%	批发业
赣州市南康区域发集团唐江城镇开发有限公司	20,000.00	100.00%	土木工程建筑业
赣州市南康区域发集团供应链管理有限公司	20,000.00	66.00%	道路运输业
赣州市南康区域发集团国有资产经营投资有限公司	14,800.00	70.14%	商务服务业
赣州市南康区域发集团金融投资有限公司	14,500.00	90.00%	商务服务业
赣州市南康区域发集团皇冠贸易有限公司	5,000.00	100.00%	批发业
赣州市南康区兴康教育发展有限公司	5,000.00	100.00%	商务服务业
赣州市南康区域发集团仓储运营管理有限公司	5,000.00	66.00%	装卸搬运和仓储业
赣州市南康区域发集团资产租赁运营有限公司	5,000.00	100.00%	租赁和商务服务业
赣州市南康区迎宾馆有限责任公司	2,700.00	100.00%	餐饮业
赣州市南康区域发集团旅游开发投资有限责任公司	2,600.00	100.00%	商务服务业
赣州市南康区市政工程有限责任公司	1,000.00	100.00%	土木工程建筑业
赣州市南康区域发集团户外广告经营有限公司	500.00	100.00%	商务服务业
赣州市南康区康建建筑工程质量检测有限公司	180.00	100.00%	专业技术服务业
江西城发尚源物业服务有限公司	100.00	51.00%	房地产业

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他应付款中有息借款}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息部分}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录六 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。