



# 2014年江苏南通二建集团有限公司 公司债券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：



# 2014年江苏南通二建集团有限公司公司债券 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	AA+	AA+
评级日期	2021-06-16	2020-06-22

## 债券概况

**债券简称:** 14南通二建债/PR南二建

**债券剩余规模:** 1.50 亿元

**债券到期日期:** 2021年07月10日

**偿还方式:** 按年付息, 在债券存续期的第3-7年末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金

**增信方式:** 保证担保

**担保主体:** 启东城投集团有限公司

## 联系方式

**项目负责人:** 蒋申  
jiangsh@cspengyuan.com

**项目组成员:** 张涛  
zhangt@cspengyuan.com

**联系电话:** 0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元对江苏南通二建集团有限公司（以下简称“南通二建”或“公司”）及其2014年7月10日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2021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：公司整体竞争能力较强，未来收入较有保障，同时启东城投集团有限公司<sup>1</sup>（以下简称“启东城投”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。但中证鹏元也关注到，公司在建项目规模较大，未来面临一定的资金压力，资产流动性较弱，债务压力仍较大及存在一定或有负债和司法风险等风险因素。

## 未来展望

- 公司在手订单充足，预计公司未来收入较有保障，经营风险和财务风险相对可控。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：亿元）

项目	2021.03	2020	2019	2018
总资产	475.43	464.23	487.99	495.43
归母所有者权益	141.82	139.13	131.85	126.39
总债务	121.05	111.14	109.73	94.68
营业收入	76.31	307.07	313.89	302.97
净利润	2.59	9.25	9.69	9.69
经营活动现金流净额	0.10	9.24	11.25	4.66
销售毛利率	6.24%	6.37%	6.38%	7.49%
EBITDA 利润率	--	5.33%	5.32%	6.63%
总资产回报率	--	3.64%	3.57%	3.61%
资产负债率	69.88%	69.73%	72.65%	74.16%
净债务/EBITDA	--	4.44	3.82	2.73
EBITDA 利息保障倍数	--	3.57	3.54	5.13
总债务/总资本	45.81%	44.17%	45.12%	42.51%
经营活动现金流/净债务	--	12.70%	17.63%	8.50%
速动比率	0.69	0.68	0.69	0.73
现金短期债务比	0.54	0.50	0.54	0.56

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年第一季度财务报表，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 原名“启东市城市建设投资开发有限公司”，于2021年2月变更为现名。

## 优势

- **公司资质较全面，整体竞争能力较强。**截至 2021 年 3 月末，公司拥有建筑工程施工总承包特级资质，市政公用工程施工总承包、建筑装修装饰工程专业承包等 5 个壹级资质，国家注册一级建造师 704 名。2020 年公司获得江苏建筑业百强企业证书（综合实力）、“中国承包商 80 强”（列第 12 位）等荣誉，整体竞争能力较强。
- **公司在手订单较为充足且合同金额较大，未来收入较有保障。**2020 年公司新签合同金额为 612 亿元，与去年基本持平。公司合同金额普遍较大，亿元以上项目合同占新签合同总额的 84.25%。截至 2021 年 3 月末，公司未完成施工合同金额 667.48 亿元，在手工程项目较为充足，未来收入较有保障。
- **启东城投提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，启东城投主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

## 关注

- **目前公司在建项目规模较大，未来面临一定资金压力。**公司房建业务占比较大，房地产企业的现金流状况将对公司的现金流产生直接的影响，未来房地产调控政策仍将趋紧，可能对公司经营活动现金流状况产生一定的影响。目前公司所承接的工程规模较大，随着在建项目施工进度推进，未来公司将面临一定的资金压力。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、已完工未结算工程款为主，对资金形成一定占用，存在一定回收风险，且货币资金受限比例较高，整体流动性较弱。
- **公司有息负债规模进一步增长，短期债务占比较高，债务压力仍然较大。**截至 2021 年 3 月末，公司有息债务规模进一步增长至 121.05 亿元，且短期债务占比仍然较高。2020 年，公司利润水平下降，对债务保障程度减弱，流动性一般，偿债压力仍然较大。
- **公司存在一定或有负债和司法风险。**截至 2020 年末，公司对外担保余额为 22.36 亿元，为同期末公司所有者权益的 15.91%，且担保对象大多为南通市的建筑企业，行业较为集中，存在一定的或有负债风险；此外，公司涉及多起未决诉讼，其中作为被告的未决诉讼事项诉讼标的金额为 5.79 亿元，存在一定的司法风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
建筑施工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
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

经国家发展改革委《关于江苏南通二建集团有限公司发行公司债券核准的批复》（发改财金[2014]1040号）核准，公司于2014年7月10日公开发行7.5亿元公司债券，票面利率为8.10%。本期债券募集资金原计划用于启东市城东村安置房建设项目，截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为88,067.12元。

## 三、发行主体概况

2020年末，公司注册资本仍为10.18亿元，其中7.86亿元为第一大股东江苏苏东投资有限公司（以下简称“苏东投资”）认缴出资，截至2021年3月末，公司实收资本仍为3.25亿元，苏东投资仍为公司控股股东，南通二建工会仍为公司的实际控制人。

2020年，公司主营业务未发生变化，新纳入公司合并范围的子公司2家，不再纳入合并范围子公司2家；截至期末，纳入合并范围子公司20家，详见附录四。

**表1 2020年公司合并报表范围变化情况**

### 1、2020年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	合并方式
江苏通尔工程科技有限公司	100%	新设
黑龙江苏东工程建设有限公司	100%	新设

### 2、2020年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	不再纳入的原因
江苏南通二建集团吉林建设工程有限公司	-	注销
大连长兴岛临港工业区东方凯尔建筑安装工程有限公司	-	注销

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

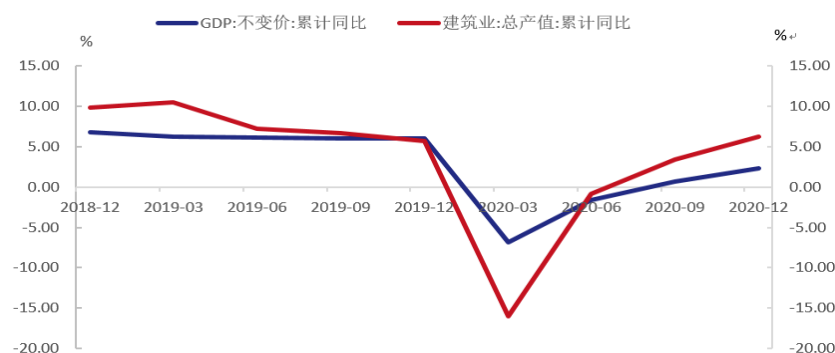
随着经济复苏，建筑施工业稳定器作用或将减弱，预计未来建筑施工行业景气度将有所下滑

2020年建筑施工业行业发挥了经济稳定器作用，2021年此作用或将减弱。受疫情冲击影响，2020年以来中国经济增速降幅较大，第一季度GDP同比下降6.8%，随着疫情控制，我国经济稳步恢复，但增速

仍远低于2019年水平；作为经济稳定器，建筑业在疫情得到控制后快速反弹，2020年实现总产值263,947.04亿元，同比增长6.20%，增速同比增长0.52个百分点。从行业贡献度来看，2020年建筑业对国民生产总值的贡献度为11.36%，较上年同期增长5.03个百分点。根据“十四五”规划，未来要“优化投资结构，提高投资效率，保持投资合理增长”，规划没有明确约束GDP的增长率，而是要提高经济增长质量，预计2021年我国经济对建筑依赖减弱，建筑业增速或将有所放缓。

建筑行业相关政策从“为企业减负降费促产值”过渡到“合理规范行业管理保质量”，虽然不利于建筑施工企业分包扩张，但有利于引导着建筑业的良好发展。具体来看，2020年一季度，建筑行业政策目的是降低疫情影响，减轻企业负担，随着疫情逐步控制，行业政策开始侧重提升工程质量、简化资质、完善评价标准等方面。

**图1 2020年建筑业对实际GDP增速形成上支撑，2021年此作用或将减弱**

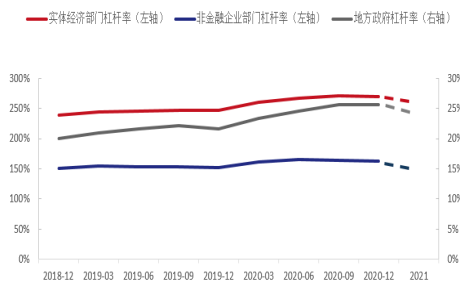


数据来源：wind，中证鹏元整理

2021年建筑业融资环境适度收紧，一定程度上限制建筑施工行业增速。银行是建筑施工企业的最主要融资途径，2020年以来人民银行三次全面降准、三次下调LPR报价利率等，提供了适度充裕的流动性；此外，2020年6月，中国人民银行进一步下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点至2%，进一步降低企业的融资成本。随着疫情得到有效控制，国民经济回归正轨，流动性将迎来温和拐点。2020年前三季度我国宏观杠杆水平稳步提升，四季度开始回落，2020年末实体经济部门、非金融企业部门、政府部门杠杆率分别较2020年9月末下滑1个百分点、2个百分点和0.1个百分点，受去杠杆持续推行以及限制地方政府融资等政策影响，我们预计2021年一季度宏观杠杆率会继续下滑，二三季度有所回升，全年宏观杠杆率与2020年持平或略有下降。

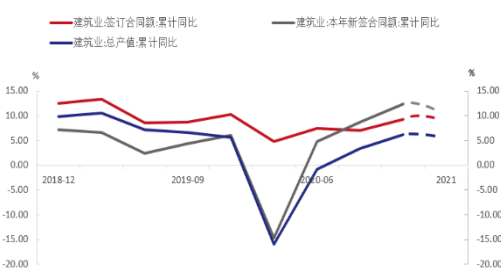
综上，我们推断2021年建筑业景气度或将有所下滑。

图2 2020年前三季度中国宏观杠杆率攀升，四季度开始呈回落态势



数据来源：wind，中证鹏元整理

图3 预计2021年建筑业产值增速放缓



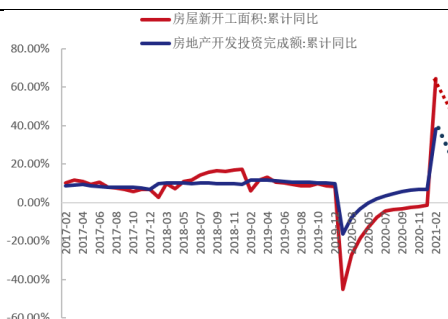
数据来源：wind，中证鹏元整理

### 2021年房地产开发投资规模仍具一定韧性，但增速将缓慢回落

中证鹏元预计2021年房地产新开工面积略下滑至-3%至-1%。随着疫情解除后各行业加速复工复产，2020年新开工面积累计增速逐步收窄至-1.20%，三季度以来，“房住不炒”的调控信号进一步明确，2021年2月新开工面积累计增速同比大幅增至64.3%，主要系2020年同期受到疫情影响项目普遍停工，低基数是同比大幅增长的主要原因，如果排除疫情影响，相较于2019年1-2月，房地产新开工面积累计增速下滑9.44%。考虑到融资管控常态化下房企拿地的趋势性回落，叠加库存水平抬升的抑制作用，中证鹏元预计2021年房企开工意愿将持续减弱，房屋新开工面积累计增速为-3%至-1%。

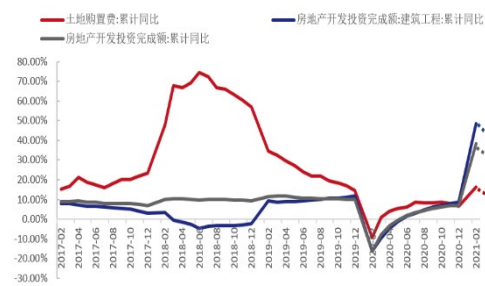
中证鹏元预计2021年国内房地产开发投资增速增幅缓慢回落至3%-6%。2020年房地产开发投资累计同比增长7.0%，增速创2019年4月以来新高，增速延续修复；2021年1-2月，房地产开发投资累计同比增长38.3%，如果排除疫情影响，相较于2019年1-2月，房地产开发投资累计同比增长14.18%，但房地产新开发面积相较于2019年1-2月减少9.44%，也就是2021年1-2月房地产开发投资主要靠施工环节支撑，房企加快施工进度抢占春节等营销节点，支撑房地产开发投资保持较快增长。考虑到“三道红线”影响，开发投资增速大幅上涨可能性不大。

图4 新开工后续乏力，增速呈回落态势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图5 建筑工程对房地产开发投资形成支撑，但投资增速将缓慢回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计2021年土地购置费增速存在向下并转负的可能。从主要分项数据来看，2020年土地市场由热转冷，上半年流动性合理充裕带动房企拿地情绪高涨，对开发投资形成有利支撑，下半年货币政

策逐步回归常态化、过热区域加大调控力度，叠加“三道红线”的监管新规，土地出让市场整体走低，2020年土地购置费用同比增长6.7%，已较上年同期14.5%的增速大幅回落。考虑到上半年房企拿地金额较高，土地成交兑现为房地产投资具有时滞效应，土地购置费增速短期仍有支撑，但随着融资收紧下房企拿地意愿的收敛，中证鹏元预计土地购置费增速存在向下并转负的可能，将会对未来的地产开发投资形成拖累。基于目前施工面积仍维持高位，施工单价提升，预计建安投资将稳定增长。

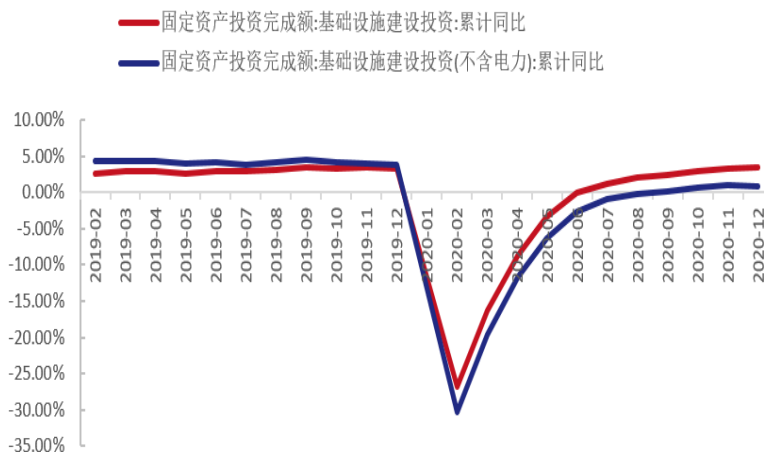
综合上述影响，预计2021年房地产开发投资规模仍具一定韧性，但增速将缓慢回落至3%-6%，进而影响房屋建筑市场增速放缓。

### 预计 2021 年财政政策将加强对于新基建等领域的支持力度，优化投资结构，未来基建类建筑投资增速或将维持温和增长态势

未来基建建筑投资增速或将维持温和增长态势。2020年全国基础设施建设投资（不考虑电力）累计增长0.90%，其中受疫情影响，第一季度大幅下滑19.70%，随着疫情控制，第二、三季度逐步恢复，第四季度实现正增长。从资金来源来看，2020年受疫情冲击，目标赤字率提到3.6%以上，新增专项债3.75万亿元，同时发行特别国债1.00万亿元。然而从政策来看，国内政策导向仍然以严控地方政府债务风险为主，2020年9月发改委例行新闻发布会表示“要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡”。从资金运用来看，财政资金重点运用在民生领域，旨在减轻中小企业负担，稳定微观企业经营，整体基建投资增速较为缓慢。另外，2021年两会提出，今年赤字率拟按3.2%左右安排，不再发行抗疫特别国债，在抗疫相关民生支持平稳退出的基础上，安排地方专项债券3.65万亿元，继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施。

综合基建相关的资金和政策，我们预测，2021年基建建筑投资增速或将维持温和增长态势。

**图6 2020年基建建筑投资增速较为缓慢，2021年或将维持温和增长**



资料来源: Wind, 中证鹏元整理



## 我们预计2021年钢价将稳中有增，建筑施工企业成本难以回落

在施工成本中占比较大的主要是钢材等，其市场价格具有较强的波动性。

我们预计2021年钢价将稳中有增。从钢材供给端来看，我们预计2021年将开启新一轮去产能政策，钢铁供给端将小幅收缩，粗钢产量将有所下降，市场供需平衡进一步向供给端倾斜。中央层面，习近平主席在2020年9月22日至2021年1月25日之间连续7次就碳达峰、碳中和发表重要讲话，党的十九届五中全会公报明确提出制定二〇三〇年前碳排放达峰行动方案；2020年中央经济工作会议则将做好碳达峰、碳中和工作列为2021年八大重点任务之一。部委层面，生态环境部、国家发改委、财政部、工信部、国家能源局、中国人民银行等多部委密集发声，在加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源等方面作出部署。地方层面，据不完全统计，京沪津等20个省（市）明确提出要研究、编制碳达峰行动方案，江浙沪等8省（市）提出要率先实现碳达峰，或推动部分城市、部分行业率先实现碳达峰。在中央及地方层面自上而下的行政支持下，碳达峰目标推进力度或超预期。在中央和地方层面的强有力推动下，钢铁行业未来将面临巨大的低碳转型压力，预计将开启新一轮去产能政策。从钢材需求端来看，2021年国内需求表现稳定，地产投资需求表现较有韧性，基建投资需求温和回升，机械制造仍将保持平稳发展。综合供给和需求，我们预计2021年钢价将稳中上涨。

## 五、经营与竞争

公司是一家集土建、装潢、安装为一体的大型建筑施工企业，总承包各类土木工程建筑、配套设施线路、管道、工业设备、民用设备、制冷设备安装、室内外装潢等。2020年收入仍主要来源于房屋建筑工程业务，全年实现营业收入307.07亿元，其中房屋建筑工程收入占比为63.26%，收入结构保持相对稳定；尽管受到疫情及房地产调控政策影响，但公司此前项目储备较为充足，营业收入小幅下降。毛利率方面，2020年销售毛利率与去年基本持平。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房屋建筑工程	47.24	6.80%	194.25	6.90%	198.91	5.71%
建筑安装和架线、管道建筑工程	12.72	6.70%	52.00	6.70%	53.08	6.43%
道路、桥梁、水利、港口建筑工程	1.82	6.50%	13.34	8.80%	13.59	12.21%
建筑装饰装修工程	7.27	7.50%	26.23	6.50%	26.81	7.58%
其他	7.27	5.30%	21.26	5.20%	21.50	7.20%
<b>合计</b>	<b>76.31</b>	<b>6.24%</b>	<b>307.07</b>	<b>6.37%</b>	<b>313.89</b>	<b>6.38%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司施工资质较为全面，整体竞争能力仍较强

跟踪期内，公司无新增资质；截至2021年3月末，公司具有建筑工程施工总承包特级资质，市政公用工程施工总承包、建筑装饰装修工程专业承包、建筑机电设备安装工程专业承包、钢结构工程专业承包

包及地基基础工程专业承包共5个壹级资质，公路工程施工总承包、机电工程施工总承包、建筑幕墙工程专业承包和消防设施工程专业承包4个贰级资质，铁路工程施工总承包、电力工程施工总承包和水利水电施工总承包3个叁级资质。

截至2021年3月末，公司拥有各类专业技术人员1.29万人，包括高级职称人员1,241人，中级职称人员5,225人；国家注册一级建造师704名、二级建造师447名。公司注重技术研发，2020年获得30项实用新型专利，14项省部级工法；截至2021年3月末，公司拥有国家级工法6项，发明专利33项，实用新型专利137项，主参编国家和行业标准3项。

2020年公司获得江苏建筑业百强企业证书（综合实力），进入中国企业500强（列第281位）、“中国承包商80强”（列第12位）。

### 2020年公司施工和竣工面积有所下滑，但在手订单较为充足且合同金额仍较大，未来收入较有保障

公司主要业务模式仍为施工总承包模式，工程项目以自建为主，公司获得项目的方式主要有两种，一种是与大型房地产开发商进行长期战略合作，主要合作开发商包括碧桂园、万科等企业。公司通过战略合作伙伴获取项目，商业性住宅、工商业建筑、建筑装饰建筑工程等业务均采取该种方式获取项目。另一种是与政府合作，通过公开招投标的方式获取项目，保障性住房、公用设施建筑、道路、桥梁、水利、港口建筑工程等业务均采取该种方式获取项目，主要客户为政府单位及城投公司等。2020年，一方面受疫情防控政策影响，公司复工复产延迟，另一方面，受房地产调控收紧政策影响，部分业务资金较为紧张，投资进度减缓，综合影响下公司施工和竣工面积双双下滑。

**表3 近年来公司施工及竣工面积情况（单位：万平方米）**

项目	2020年	2019年
施工面积	5,954.80	6,698.00
竣工面积	782.50	1,214.80

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从订单承接情况来看，2020年公司新签合同金额为612亿元，与2019年基本持平，为当年度营业收入的1.99倍。公司合同金额普遍较大，亿元以上项目合同金额515.60亿元，占新签合同总额的84.25%。截至2021年3月末，公司在建项目541个，未完成施工面积4,676.14万平方米，未完成施工合同金额667.48亿元，在手工程项目较为充足，规模较大，未来收入较有保障。

**表4 近年来公司新签合同情况**

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
当年新签合同金额（亿元）	77.43	612.00	610.00
亿元以上项目数量（个）	21	116	138
其中：亿元以上项目合同金额（亿元）	68.69	515.60	431.20
当年新接施工面积（万平方米）	275.79	1,179.20	2,167.00
期末在建项目数量（个）	541	751	931

期末未完成施工面积（万平方米）	4,676.14	5,559.50	5,484.00
期末未完成施工合同金额（亿元）	667.48	667.10	702.04

注：新签合同统计中，包括公司股东（主要为建筑公司）签订的合同，下同。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司施工面积保持增长，业务开展进一步集中于江苏及周边区域，面临一定的区域风险

2020年，公司工程施工收入进一步集中于江苏及上海区域，相关区域营业收入占比持续增长至70.63%，天津片区和东北片区收入占比小幅下降。从新签合同的地区分布来看，2020年，公司业务分布与以往未发生明显变化，其中江苏片区、上海片区新签合同金额占比较上年略有增长。2021年一季度，公司在上海、其他地区新签合同占比明显提升。考虑到北京、天津、山东等北方片区受环保政策影响，部分月份无法开工，且南方地区投融资环境较好，公司加大对长三角、粤港澳大湾区等地区的业务拓展力度，并于2021年成立负责西南（成都、重庆）及南方（粤港澳大湾区）区域业务的子公司，未来公司业务重心可能逐步南移。

表5 公司工程施工收入的区域构成情况（单位：亿元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
江苏片区	39.95	52.35%	169.69	55.26%	159.36	50.77%
天津片区	6.56	8.60%	23.95	7.80%	33.40	10.64%
东北片区	6.94	9.10%	23.34	7.60%	31.11	9.91%
上海片区	9.36	12.27%	47.20	15.37%	32.36	10.31%
北京片区	4.30	5.63%	17.01	5.54%	15.79	5.03%
山东片区	4.49	5.88%	18.30	5.96%	21.75	6.93%
西南片区	0.35	0.46%	3.78	1.23%	-	-
其他	4.36	5.71%	3.81	1.24%	20.12	6.41%
<b>合计</b>	<b>76.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>307.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>313.89</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 公司新签合同地区分布情况（单位：亿元）

地区	2021年1-3月		2020		2019年	
	新签合同金额	占比	新签合同金额	占比	新签合同金额	占比
江苏片区	36.17	46.71%	328.41	53.66%	318.70	52.25%
天津片区	5.50	7.10%	57.55	9.40%	63.70	10.44%
东北片区	4.67	6.03%	58.08	9.49%	58.30	9.56%
上海片区	11.85	15.31%	71.90	11.75%	61.40	10.07%
北京片区	0	0%	33.33	5.45%	30.60	5.02%
山东片区	7.40	9.56%	37.20	6.08%	41.30	6.77%
西南片区	0.85	1.10%	3.15	0.51%	0.00	-
其他	10.99	14.19%	22.38	3.66%	36.00	5.89%
<b>合计</b>	<b>77.43</b>	<b>100%</b>	<b>612.00</b>	<b>100%</b>	<b>610.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

考虑到房地产调控政策仍趋严，未来公司的回款存在一定的不确定性；公司未完工订单规模较大，面临一定的资金压力

施工结算方面，公司与业主单位签订合同后，一般在施工后开始付款，少量业主有预付款项；施工

期间按月进度结算，支付已完工工程的70%-85%不等，有预付款的，按月扣回，工程完工决算后，业主向公司支付至97%左右的工程款项，剩下的工程款项作为工程质保金，质量保证期过后无重大施工质量问题出现，业主将质保金等返还给公司。考虑到房地产调控政策仍趋严，房地产开发商销售放缓且融资渠道受阻，建筑业整体结算将放慢，未来公司的回款存在一定的不确定性。

本期债券募投项目（启东市城东村安置房建设项目）已于2016年12月份完工，相关收益已全部收回。公司目前仅有1个PPP项目，为内蒙古海拉尔扎兰屯职业学院PPP项目，系由呼伦贝尔市国有资产投资运营有限公司（政府方）、公司（牵头人）以及深圳市中装建设集团股份有限公司（联合体成员）共同组建了呼伦贝尔建联教育基础设施投资建设有限公司<sup>2</sup>，公司持股69%，为控股股东；该项目合作期20年（2年建设期+18年运营期），合作期满后移交给政府；总投资额为12.50亿元，已于2018年7月开工，建设期为两年，收益来源于运营期间使用者付费和政府可行性缺口补助，每年收入合计为1.46亿，该项目截至2021年3月末，已投资12.50亿元，预计将于2021年9月投入使用。

截至2021年3月末，公司未完成施工合同规模较大，主要在建项目包括未来（无锡）大数据产业发展有限公司XDG-2019-66号地块开发项目（EPC）、乌鲁木齐儿童医院城北项目、镇江高校投资建设发展集团有限公司江苏大学京江校区建设项目等，合同金额合计为122.39亿元，已投资60.19亿元。考虑截至2021年3月末，公司未完成施工合同金额667.48亿元，公司面临一定资金压力。

**表7 截至 2021 年 3 月末公司前十大在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	合同金额	已投资额
未来（无锡）大数据产业发展有限公司 XDG-2019-66 号地块开发项目（EPC）	16.44	0.05
乌鲁木齐儿童医院（城北）建设项目	15.38	8.01
镇江市高校投资建设发展（集团）有限公司江苏大学京江校区建设项目	13.67	10.13
无锡爱之虹置业有限公司无锡市梁溪区造船厂 C 地块（XDG-2020-33 号）总承包工程	11.50	1.09
南京安居保障房建设发展有限公司百水工业园地块保障房三期项目 B、C 地块施工总承包（PC）	10.24	9.05
苏州泓业房地产开发有限公司苏州华贸中心项目 B 区总承包工程（PC）	10.22	9.96
南通市市级政府投资项目建设中心南通市中央创新区医学综合体（一期）项目（公建）	10.06	8.92
苏州新高融建建设发展有限公司苏地 2017-WG-41 号地块三期项目施工总承包二标段	9.80	2.98
苏州工业园区园恒捷建设发展有限公司建设 DK20180109 地块项目施工	8.75	7.11
苏州市三角咀生态园开发有限公司永方路东、华元路北 1 号安置点项目施工总承包	8.33	2.73
<b>合计</b>	<b>114.39</b>	<b>60.03</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

<sup>2</sup> 已纳入公司合并范围。

## 财务分析基础说明

以下财务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2019-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。合并范围方面，2020年公司合并范围子公司增加2家，减少2家，具体见表1。

## 资产结构与质量

### 公司资产规模小幅下降，货币资金受限比例较高，整体资产流动性较弱

随着公司与关联方往来款规模下降，2020年末，公司资产规模小幅下降至464.23亿元，公司资产仍以应收款项、存货为主。

截至2020年末，公司货币资金为48.13亿元，受限货币资金占比为67.77%，包括银行保函、承兑汇票等保证金24.06亿元，司法冻结货币资金1.99亿元，农民工专户保证金2.85亿元。公司应收账款主要系应收客户工程款，2020年末应收账款前五名合计金额为11.46亿元，占比15.43%，比例不高，应收对象较为分散；且前五大应收对象账龄均在1年以内。公司按照5%坏账比例计提坏账准备，2020年末累计计提坏账准备3.91亿元。其他应收款主要为公司与关联方之间的资金拆借及往来款，以及工程质量保证金和投标保证金等，资金拆借收取一定的利息，主要因部分银行的授信向公司集中而实际用款主体为各关联公司而形成。2020年其他应收款账面价值大幅下降，系自住建部严禁违法发包、转包、分包等行为后，公司工程项目管理模式及资金往来核算方法改变所致。截至2020年末，公司其他应收款计提坏账准备3.86亿元。公司存货主要为原材料和已完工未结算工程款，规模较大，考虑到房地产调控仍然趋紧、地方政府及央企严控债务，公司工程款存在一定回收风险。2021年一季度，因会计政策变更，公司部分应收账款通过合同资产核算，期末合同资产账面价值为59.48亿元。

整体来看，公司资产以应收款项、已完工未结算工程款为主，对资金形成较大占用，存在一定回收风险，且货币资金受限比例较高，整体流动性一般。

**表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	50.13	10.54%	48.13	10.37%	52.66	10.79%
应收账款	14.87	3.13%	74.28	16.00%	77.93	15.97%
其他应收款	69.82	14.69%	69.62	15.00%	91.29	18.71%
存货	253.36	53.29%	245.71	52.93%	237.54	48.68%
合同资产	59.48	12.51%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>流动资产合计</b>	<b>463.31</b>	<b>97.45%</b>	<b>452.72</b>	<b>97.52%</b>	<b>477.13</b>	<b>97.77%</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>12.11</b>	<b>2.55%</b>	<b>11.51</b>	<b>2.48%</b>	<b>10.86</b>	<b>2.23%</b>
<b>资产总计</b>	<b>475.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>464.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>487.99</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2019-2020年审计报告和未经审计的2021年第一季度财务报表，中证鹏元整理

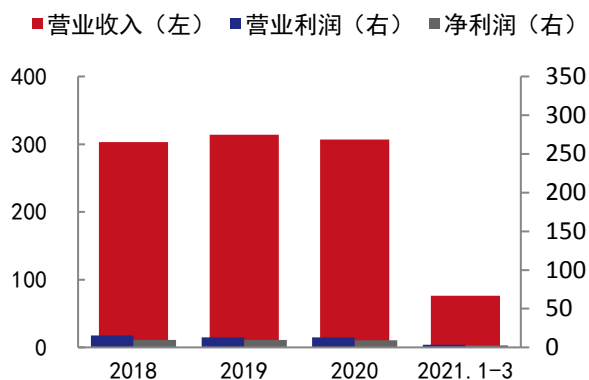
## 盈利能力

### 受疫情防控及房地产调控政策收紧影响，公司营业收入小幅下降，盈利能力保持稳定

2020年，受疫情防控及房地产调控政策收紧影响，公司营业收入小幅下降至307.07亿元，仍然主要来源于房建工程、建筑安装和架线、管道建筑工程两大类。公司在手订单充足，未来收入持续性较有保障。

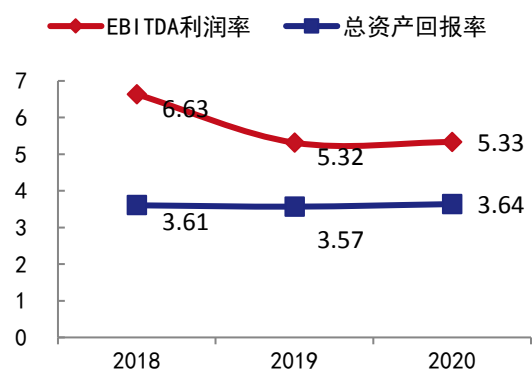
2020年，公司综合毛利率为6.37%，较为稳定。公司EBITDA利润率、总资产回报率较上年基本持平。整体来看，公司盈利能力保持稳定。

图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

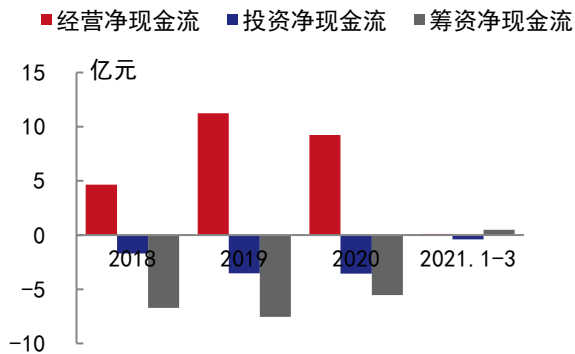
### 公司经营活动现金流表现较好，但在建项目规模较大，未来仍面临一定资金压力

2020年，虽然受业务规模下降、疫情期间垫资较多、房地产企业融资渠道受限等因素影响，公司经营活动净现金流规模小幅收缩，但表现仍然较好。公司房建业务占比较大，房地产企业的现金流状况将对公司的现金流产生直接的影响，未来房地产调控政策仍将趋紧，可能对公司经营活动现金流状况产生一定的影响。目前公司所承接的工程规模较大，随着在建项目施工进度的推进，未来公司将面临一定的资金压力。

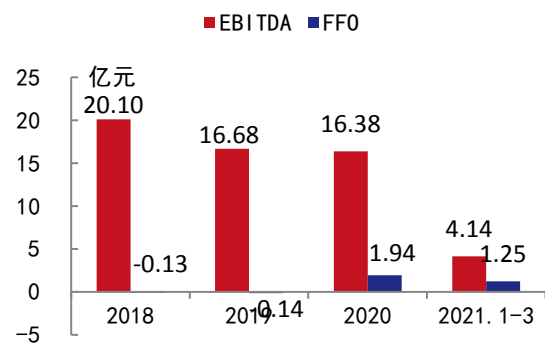
2020年，随着公司办公楼、内蒙古海拉尔扎兰屯职业学院PPP项目持续投入，投资活动现金流出规模较大，使得投资活动现金净流出规模进一步扩大。

2020年3月，公司发行规模5.00亿元的中期票据，全年对外融资规模较上年有所下降，全年借款收到的现金为59.20亿元。公司还本付息规模较大，使得当年度公司筹资活动净流出5.54亿元。2021年一季度，公司先后发行规模4.00亿元的一般短期融资券和4.00亿的超短期融资券，筹资活动净流入0.48亿元。

整体而言，公司经营活动现金流表现较好，但公司还本付息规模较大，且由于下游房地产企业融资受限，在手项目规模较大，未来面临一定资金压力。

**图9 公司现金流结构**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

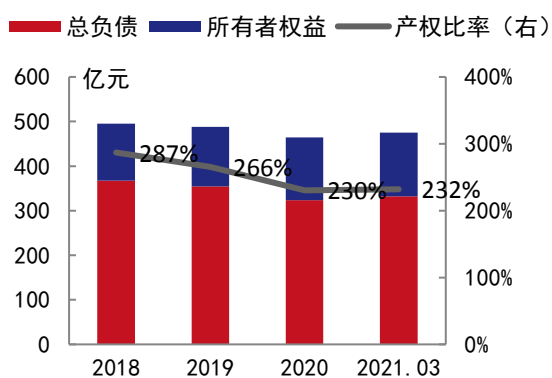
**图10 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

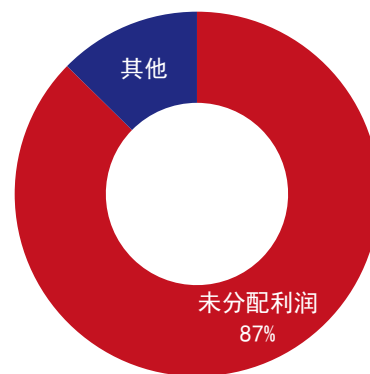
## 资本结构与偿债能力

公司有息负债规模进一步攀升，短期债务占比较高，债务压力仍然较大

随着利润积累，公司2020年末所有者权益增至140.51亿元，主要由未分配利润构成，稳定性不足；同时，因往来款规模收缩，公司总负债较上年略有下降；叠加影响之下，产权比率明显下降，资本对负债保障程度提升，但仍然较弱。

**图11 公司资本结构**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

**图12 2021年3月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

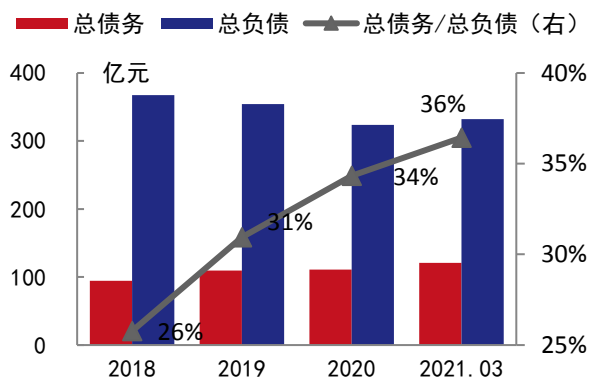
截至2021年3月末，公司负债合计332.22亿元，较2019年末下滑6.29%。公司主要通过借款、票据、债券等方式融资，跟踪期内，随着银行借款增长，以及20南通二建MTN001、20南通二建CP001、21南通二建SCP001等债券先后发行，融资规模持续增长。公司其他应付款主要系与关联方往来款，跟踪期内，往来款规模大幅下降，截至2021年3月末，其他应付款账面余额31.39亿元。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

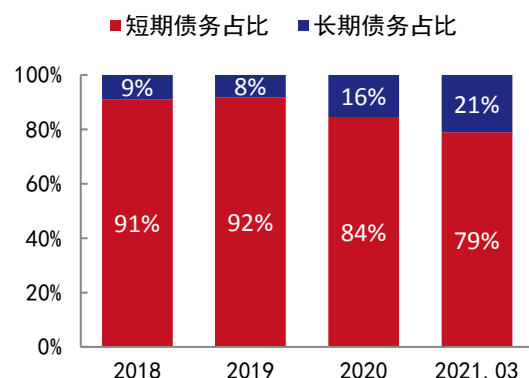
项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	51.50	15.50%	46.36	14.32%	52.03	14.68%
应付票据	42.55	12.81%	45.78	14.14%	41.54	11.72%
应付账款	138.64	41.73%	139.98	43.24%	136.96	38.63%
合同负债	25.81	7.77%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	31.39	9.45%	31.27	9.66%	63.32	17.86%
一年内到期的非流动负债	1.50	0.45%	1.50	0.46%	7.05	1.99%
<b>流动负债合计</b>	<b>306.11</b>	<b>92.14%</b>	<b>305.72</b>	<b>94.44%</b>	<b>344.91</b>	<b>97.29%</b>
长期借款	12.50	3.76%	12.50	3.86%	7.60	2.14%
应付债券	13.00	3.91%	5.00	1.54%	1.50	0.42%
<b>非流动负债合计</b>	<b>26.11</b>	<b>7.86%</b>	<b>18.00</b>	<b>5.56%</b>	<b>9.60</b>	<b>2.71%</b>
<b>负债合计</b>	<b>332.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>323.72</b>	<b>100.00%</b>	<b>354.51</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2021年3月末，公司有息债务规模进一步增长至121.05亿元。跟踪期内，随着到期债务的偿还，以及公司新增长期借款和债券发行，公司短期债务占比较2019年末下降13个百分点至79%，期限结构有所改善，但短期债务仍然较高，面临集中偿付压力。

**图13 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

**图14 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

2020年，伴随着负债规模收缩、利润增厚所有者权益，公司资产负债率小幅下降。但由于公司有息负债增长、利润水平小幅下滑、经营活动现金流净流入规模收缩，EBITDA、经营活动现金流对债务保障程度减弱。

**表10 公司杠杆状况指标**

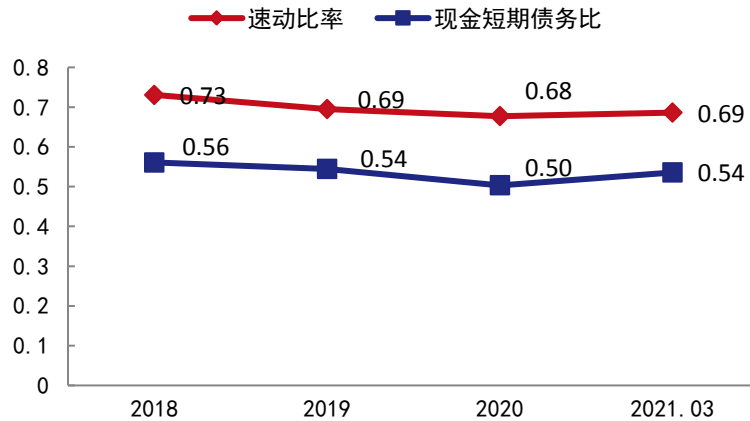
项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	69.88%	69.73%	72.65%
净债务/EBITDA	--	4.44	3.82
EBITDA 利息保障倍数	--	3.57	3.54
总债务/总资本	45.81%	44.17%	45.12%
经营活动现金流/净债务	--	12.70%	17.63%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



跟踪期内，公司速动比率保持稳定，现金短期债务比小幅波动，均处于较低水平。公司债务以短期为主，现金短期债务比较低，短期偿债能力较弱。

**图15 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年第一季度财务报表，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（2021年5月6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。

### 或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保余额为22.36亿元，为同期末公司所有者权益的15.91%，担保对象大多为南通市的建筑企业，行业较为集中，其中，12.82亿元担保余额未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

截至2020年末公司作为原告的未决诉讼23件，作为被告的未决诉讼456件，诉讼标的合计5.79亿元，主要包括建设工程施工合同纠纷及买卖合同纠纷等，公司存在一定的司法风险。其中，公司于2020年12月，因建设工程施工合同纠纷起诉天津松江股份有限公司（以下简称“松江股份”）及其全资子公司天津松江地产投资有限公司（以下简称“松江地产”），涉案金额为1.47亿元。由于在审理过程中，天津市第二中级人民法院于2021年4月20日受理了松江股份、松江地产的破产申请，该案已中止诉讼，公司作为施工总承包人，拥有建设工程价款优先受偿权，但上述款项回收仍存在一定不确定性。

## 八、本期债券偿还保障分析

### 启东城投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能持续提升本期债券的安全性

启东城投为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及其利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

2019年4月启东城投控股股东启东市国有资产监督管理委员会更名为启东市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“启东市国资办”），由启东市财政局加挂启东市国资办牌子。2019年12月启东市国资办决定将启东城投注册资本增加至45亿元（启国资发〔2019〕62号），并在当年完成货币形式增资51,965万元。2021年2月25日启东城投更名为“启东城投集团有限公司”。启东城投资于2021年2月变更经营范围，变更后业务范围包括道路工程建设、水利设施工程开发建设、房屋工程施工、桥梁工程施工等。2021年3月30日，启东城投董事会、监事会及公司高管成员发生变化，袁素琴为副董事长兼任总经理，吴敬东、何和平为董事。截至2021年3月末，启东城投注册资本为450,000万元，实收资本为260,000万元，股东和实际控制人仍为启东市国资办，持股比例100%。截至2020年12月31日，启东城投资产总额为509.74亿元，所有者权益合计为228.81亿元，资产负债率为55.11%；2020年度，启东城投实现营业收入33.36亿元，利润总额8.42亿元，经营活动现金净流入0.22亿元。启东城投是启东市重要的城市基础设施投融资和建设主体，跟踪期内主要业务未发生变化，仍主要从事启东市内基础设施建设、保障房建设及物业管理等业务。2020年工程建设和保障房及物业管理业务仍是启东城投主要的收入来源，两者收入合计占营业收入的89.31%，医疗养老业务增幅较大，为其收入提供一定补充。2020年启东城投营业收入持续增长，实现营业收入33.36亿元，同比增长34.15%；综合毛利率小幅上升，主要得益于智慧城市业务毛利率上升。截至2020年末启东城投在建工程建设项目及保障房项目总投资规模较大，业务可持续性良好。

**表11 启东城投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
工程建设	174,420.87	10.20%	122,918.04	10.52%
保障房及物业	123,509.35	11.92%	108,085.65	15.73%
贸易流通	15,512.06	3.24%	13,753.91	4.54%
智慧城市	3,280.43	10.38%	3,061.94	-50.40%
医疗养老	3,171.23	-65.29%	78.56	-518.07%
其他业务	17,311.03	68.10%	779.71	95.09%
<b>合计</b>	<b>333,604.97</b>	<b>12.18%</b>	<b>248,677.81</b>	<b>11.80%</b>

资料来源：启东城投2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

启东城投外部环境较好，其代建业务可持续性良好，业务多元化发展持续推进，且继续获得较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到，启东城投资产整体流动性偏弱，面临一定的资金支出压力和较大的债务压力，以及存在一定或有负债等风险因素。基于此，中证鹏元评定启东城投主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

## 九、结论

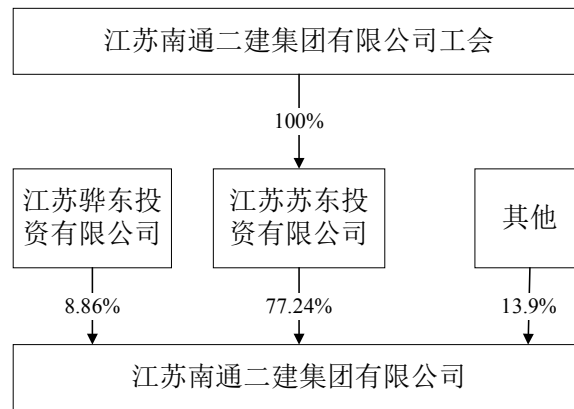
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	50.13	48.13	52.66	45.61
其他应收款（合计）	69.82	69.62	91.29	111.95
存货	253.36	245.71	237.54	225.74
合同资产	59.48	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	463.31	452.72	477.13	487.47
非流动资产合计	12.11	11.51	10.86	7.95
资产总计	475.43	464.23	487.99	495.43
短期借款	51.50	46.36	52.03	50.31
应付票据	42.55	45.78	41.54	30.10
应付账款	138.64	139.98	136.96	132.98
一年内到期的非流动负债	1.50	1.50	7.05	5.70
流动负债合计	306.11	305.72	344.91	358.16
长期借款	12.50	12.50	7.60	3.57
应付债券	13.00	5.00	1.50	5.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	26.11	18.00	9.60	9.25
负债合计	332.22	323.72	354.51	367.41
总债务	121.05	111.14	109.73	94.68
归属于母公司的所有者权益	141.82	139.13	131.85	126.39
营业收入	76.31	307.07	313.89	302.97
净利润	2.59	9.25	9.69	9.69
经营活动产生的现金流量净额	0.10	9.24	11.25	4.66
投资活动产生的现金流量净额	-0.41	-3.55	-3.54	-1.70
筹资活动产生的现金流量净额	0.48	-5.54	-7.54	-6.73
<b>财务指标</b>	<b>2021年3月</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>	<b>2018年</b>
销售毛利率	6.24%	6.37%	6.38%	7.49%
EBITDA 利润率	--	5.33%	5.32%	6.63%
总资产回报率	--	3.64%	3.57%	3.61%
产权比率	231.99%	230.40%	265.60%	287.00%
资产负债率	69.88%	69.73%	72.65%	74.16%
净债务/EBITDA	--	4.44	3.82	2.73
EBITDA 利息保障倍数	--	3.57	3.54	5.13
总债务/总资本	45.81%	44.17%	45.12%	42.51%
经营活动现金流/净债务	--	12.70%	17.63%	8.50%
速动比率	0.69	0.68	0.69	0.73
现金短期债务比	0.54	0.50	0.54	0.56

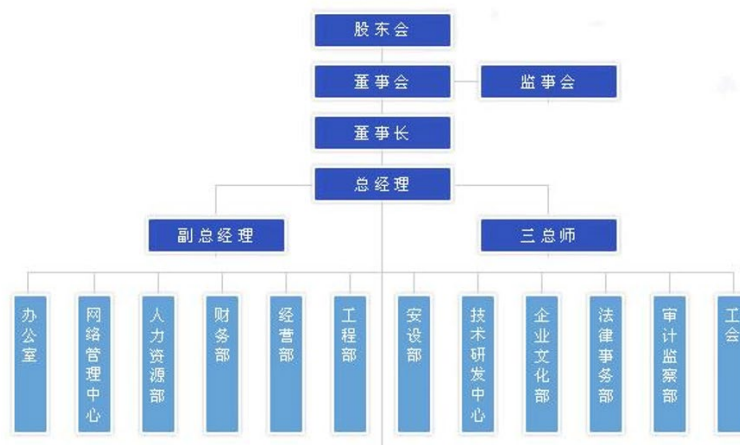
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录四 2020 年末公司子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	享有的表决权 (%)	取得方式
江苏南通二建集团家装电子商务有限公司	电子商务	100	100	投资设立
江苏南通二建集团工程技术服务有限公司	工程技术	100	100	投资设立
启东景盛担保有限公司	担保	100	100	投资设立
江苏南通二建集团劳务有限公司	建筑劳务分包	86.66	86.66	投资设立
天津中鸿丰建设集团有限公司	建筑安装施工	49.38	49.38	投资设立
河南中鸿丰建筑工程有限公司	建筑安装施工	100	100	投资设立
天津中腾建筑工程有限公司	建筑安装施工	100	100	投资设立
上海通豪建设工程有限公司	建筑工程	90	90	投资设立
江苏南通二建集团(辽宁)建设工程有限公司	建筑安装施工	100	100	投资设立
秦皇岛东裕建筑工程有限公司	建筑安装施工	100	100	投资设立
乌鲁木齐疆泰新安建设投资有限公司	工程项目管理	90	90	投资设立
新疆高新康达建设投资有限公司	工程项目管理	95	95	投资设立
徐州泉山区南通二建建筑工程有限公司	建筑安装施工	100	100	投资设立
广州中城工程管理咨询有限公司	租赁和商务服务业	100	100	投资设立
江苏南通二建集团讯腾云创智能科技有限公司	建筑业	51	51	投资设立
呼伦贝尔建联教育基础设施投资建设有限公司	租赁和商务服务业	69	69	投资设立
江苏邕有未来智能科技有限公司	科学研究和技术服务业	100	100	投资设立
安徽启润建筑有限公司	建筑安装施工	100	100	投资设立
江苏通尔工程科技有限公司	科学研究和技术服务业	100	100	投资设立
黑龙江苏东工程建设有限公司	房屋建筑业	100	100	投资设立

注：1) 公司直接享有天津中鸿丰建设集团有限公司 49.38%表决权，剩余 50.62%表决权由 18 名自然人股东享有，其中自然人股东杨晓东为江苏南通二建集团有限公司法定代表人，享有天津中鸿丰建设集团有限公司 4.01%表决权，剩余 17 名自然人股东享有表决权的比例均低于 4.10%。公司能够对天津中鸿丰建设集团有限公司实施控制，故将其纳入合并范围；2) 江苏南通二建集团讯腾云创智能科技工程有限公司原名为江苏南通二建集团讯腾智能工程有限公司，于 2019 年 7 月变更为现名。

资料来源：公司 2020 年审计报告

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 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。