

2012 年沭阳金源资产经营有限公司

公司债券 2018 年跟踪

信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
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：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【917】号 01

债券简称：12 沭阳债/PR
沭金源

增信方式：国有土地使
用权抵押担保

债券剩余规模：4 亿元

债券到期日期：2019 年
12 月 3 日

债券偿还方式：按年付
息，债券存续期后五年
等额偿付本金

姓名：
田珊 张伟亚

电话：
021-53015670

邮箱：
tiansh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站

鹏元资信评估有限公司
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.pyrating.cn

2012 年沭阳金源资产经营有限公司公司债券 2018 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	2018 年 6 月 27 日	2017 年 6 月 22 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对沭阳金源资产经营有限公司（以下简称“金源资产”或“公司”）及其 2012 年 12 月 3 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 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；公司工程建设与房产建设业务收入有一定保障；继续获得较大的外部支持；国有土地资产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的流动性较差；有息负债规模较大，存在一定的短期偿付压力；面临一定的或有负债风险以及未按照监管协议要求出具最新的抵押资产评估报告等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年沭阳县经济总量继续增长，当年沭阳县实现地区生产总值（GDP）765.00 亿元，按可比价计算增长 8.0%，经济实力持续增强。
- 公司工程建设与房产建设业务收入有一定保障。截至 2017 年末，公司主要在建工程项目计划总投资 54.60 亿元，房产建设业务中剩余可销售面积达 37.59 万平方米，未来业务收入有一定保障。
- 公司继续获得较大的外部支持。2017 年公司继续获得地方政府在财政补贴方面的大力支持，当年公司收到财政补贴收入合计 2.68 亿元，提升了公司的利润水平。
- 国有土地资产抵押有效提升了本期债券的安全性。根据江苏金土地房地产评估测绘咨询有限公司出具的评估基准日为 2014 年 8 月 3 日的苏金土地（2014）（估）字第 016 号土地估价报告，本期债券的国有土地抵押物价值共计约 14.41 亿元，与

本期债券未偿还本金及一年利息的比率高于《土地使用权抵押监管协议》约定的不低于 1.3 倍承诺。

关注：

- **公司资产的流动性较差。**截至 2017 年底，公司存货与其他应收款账面价值为 169.53 亿元，占资产总额的比重为 82.76%；其他应收款中部分款项回收时间不确定且部分款项存在回收风险，以土地资产与建设项目为主的存货变现能力较差，整体资产流动性较差。
- **公司有息负债规模较大，存在一定的短期偿付压力。**截至 2017 年末，公司有息债务规模为 68.26 亿元，有息负债规模较大，其中 2018 年需偿付的有息负债规模为 10.92 亿元，存在一定的短期偿付压力。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2017 年底，公司对外担保余额为 50.93 亿元，无反担保措施，占所有者权益的比重为 41.25%，规模较大，公司虽对外担保对象主要为事业单位与地方国有企业，但仍存在一定的或有负债风险。此外，我们还关注到公司涉及多起重大诉讼，公司主要作为起诉方，但考虑被诉方存在无力偿还情况，仍可能会对公司偿债能力构成一定影响。
- **公司未按照协议要求出具最新的抵押资产评估报告。**截至本报告出具之日，公司未对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，与抵押协议中对抵押资产进行按年跟踪评估的约定不符。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,048,483.17	1,913,846.91	1,845,294.54
所有者权益（万元）	1,234,640.76	1,217,531.38	1,196,530.44
有息债务（万元）	682,640.76	582,535.39	560,868.45
资产负债率	39.73%	36.38%	35.16%
流动比率	9.11	8.33	8.49
营业收入（万元）	200,630.64	194,642.12	235,450.66
其他收益（万元）	26,030.37	-	-
营业外收入（万元）	1,022.20	22,018.60	18,898.27
利润总额（万元）	18,891.14	14,323.56	28,350.32
综合毛利率	3.65%	4.18%	7.77%
EBITDA（万元）	23,971.23	19,767.25	32,974.67
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.64	0.93

经营活动产生的现金流量净额（万元）	103,441.93	15,178.68	214.62
-------------------	------------	-----------	--------

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

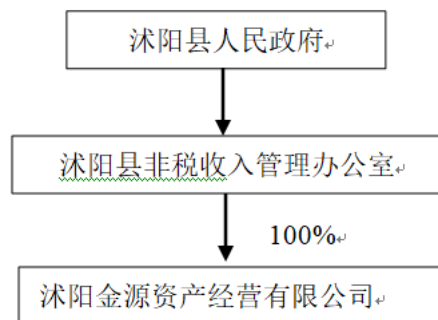
一、本期债券募集资金使用情况

根据《国家发展改革委关于江苏沭阳金源资产经营有限公司发行2012年公司债券核准的批复》（【发改财金[2012]3775号】）核准，公司于2012年12月3日公开发行10亿元公司债券，发行利率为6.5%，期限7年，同时设置本金提前偿付条款。截至2018年5月31日，公司募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

截至2018年5月底，控股股东与实际控制人未发生变化，控股股东为沭阳县非税收入管理办公室，持股比例为100%，实际控制人为沭阳县人民政府。公司注册资本和实收资本仍为11.98亿元。2017年度公司主营业务新增保安服务，合并范围通过划拨方式获得沭阳县保安服务公司，持股比例为100%。

图1 截至2018年5月底，公司产权与控制关系图



资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为204.85亿元，所有者权益为123.46亿元，资产负债率为39.73%；2017年度，公司实现营业收入20.06亿元，利润总额1.89亿元，经营活动现金净流入10.34亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发

展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证

监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 1 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定

2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式，扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

从宏观需求来看，国内宏观经济下行压力仍然存在，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

沭阳县区域经济总量持续增长，产业结构不断优化，但增速同比略有下滑

2017年度，沭阳县实现地区生产总值（GDP）765.00亿元，按可比价计算增长8.0%。按常住人口计算人均地区生产总值4.94万元，与全国人均GDP之比为83.66%，经济总量进一步增加，但区域经济增速有所放缓。

根据关于沭阳县2017年国民经济与社会发展计划执行情况与2018年国民经济和社会发展初步计划的报告，2017年高新技术产业产值占规模以上工业产值达21%。连续3次入选工信部全国工业百强县，位居第55位。服务业加速发展，2017年预计实现服务业增加值324亿元，同比增长9.3%，工业经济继续保持平稳发展。

2017年全县规模以上固定资产投资546亿元，同比增长9.2%，其中工业固定资产投资380亿元，同比增长1.1%；95个技改项目预计完成投资45亿元，实施兼并重组企业15户，新增股改企业12户；2017年54个重大项目预计完成投资180.92亿元，37个新型工业化项目预计完成投资98.9亿元，占目标任务的100%。总体看来，固定资产投资对于区域经济增长拉动作用显著，重大项目顺利推进。

表2 2016-2017年沭阳县主要经济指标

项目名称	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	765.00	8.0%	697.31	9.0%
第一产业增加值（亿元）	-	-	91.27	1.9%
第二产业增加值（亿元）	-	-	317.95	9.3%
第三产业增加值（亿元）	-	-	288.09	11.0%
规模以上工业增加值（亿元）	-	-	314.64	10.9%
固定资产投资（亿元）	546.00	9.2%	515.03	13.0%
社会消费品零售总额（亿元）	220.00	11.5%	197.68	12.6%
进出口总额（万美元）	-	-	63,854.00	9.9%
存款余额（亿元）	-	-	461.62	16.9%
贷款余额（亿元）	-	-	403.49	19.1%
人均GDP（万元）	4.94		4.51	
人均GDP/全国人均GDP	83.66%		85.10%	

注：“-”表示数据缺失。

资料来源：2016年沭阳县国民经济与社会发展统计公报与关于沭阳县2017年国民经济与社会发展计划执行情况与2018年国民经济和社会发展规划初步计划的报告，鹏元整理

沭阳县公共财政收入较上年有所下滑，质量尚可，未来政府性基金收入存在不确定性

2017年沭阳县公共财政收入为48.00亿元，较上年有所下滑，其中税收收入32.44亿元，税收收入占公共财政收入的比重为67.59%，公共财政收入质量尚可。政府性基金收入方面，2017年沭阳县政府性基金收入同比有所增加，规模达到15.52亿元，其中国有土地使用权出让收入为其主要构成部分，考虑到其规模受区域土地交易市场景气度影响较大，未来收入规模存在不确定性。

财政支出方面，2017年沭阳县公共财政支出继续增加，达到104.37亿元，公共财政支出主要集中在教育、农林水事务、医疗卫生以及社会保障和就业支出等刚性支出方面。2017年沭阳县财政自给率为45.99%，公共财政收入对公共财政支出的保障程度进一步降低，总体保障水平表现一般。

表3 2016-2017年沭阳县地方财政收入情况（单位：亿元）

项目	2017年	2016年
----	-------	-------

财政收入		
公共财政收入	48.00	71.75
其中：税收收入	32.44	54.48
非税收入	15.56	17.27
政府性基金收入	15.52	13.08
其中：国有土地使用权出让收入	-	11.62
财政支出		
公共财政支出	104.37	121.51
政府基金支出	26.17	23.47
财政自给率	45.99%	59.05%

注：财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：《关于沭阳县 2016 年财政预算执行情况和 2017 年财政预算（草案）的报告》与《关于沭阳县 2017 年财政预算执行情况和 2018 年财政预算（草案）的报告》，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主营业务主要包括工程建设、房产建设、交通运输及粮食销售等。2017年公司主营业务收入为19.99亿元，与上年大体持平，从主营业务收入构成来看，工程建设收入、房产建设收入与粮油销售收入为其主要来源，2017年度工程建设业务收入较上年减少1.60亿元，但粮油销售收入与房产建设收入大幅增加，对公司当年主营业务收入构成一定支撑，交通运输服务较上年有所减少，但规模不大，对整体主营业务收入影响有限，保安服务系2017年新增业务，当年实现业务收入334.72万元，规模较小。从毛利率方面来看，2017年粮油销售业务毛利率下滑较多，使得公司主营业务毛利率水平降至3.42%，盈利能力较差。

表4 2016-2017年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	56,563.25	6.36%	72,600.56	6.36%
房产销售	36,373.28	6.26%	23,811.62	4.32%
粮油销售	103,195.87	0.54%	93,395.41	0.90%
交通运输	3,480.65	7.79%	4,068.18	23.64%
保安服务	334.72	39.37%	-	-
合计	199,947.77	3.42%	193,875.78	3.84%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

公司工程建设业务收入有所降低，未来业务收入具备一定保障，但需关注在建设项目的资金支出压力

公司是沭阳县的投融资和建设主体，沭阳县人民政府将城市基础设施建设项目委托公司进行代建，主要有两种委托形式：一是政府与公司签订工程项目回购合同，项目完工达

到预定可使用状态时实施回购，政府向公司所支付的回购价款包括工程项目开发成本及回购收益，回购收益为项目开发成本的一定比例；二是政府与公司签订项目委托代建合同，约定公司项目完工达到可使用状态时向政府收取代建管理费（包括为完成项目管理服务可能发生的全部费用及合理的利润和应缴纳的税金），工程建设业务收入为当年工程建设实际成本加成一定比例进行确定。受工程项目建设进度的影响，2017年公司工程建设业务的收入规模为5.66亿元，规模有所降低，毛利率为6.36%，盈利能力较差。

表5 2017年工程建设收入明细情况（单位：万元）

项目名称	确认收入	业务模式
1:1000 地形图航测项目	9,202.68	委托代建
永康路改造工程	980.82	委托代建
学校工程	13,064.44	委托代建
美术馆工程	2,457.42	委托代建
驾驶员培训考试基地建设工程	2,361.63	委托代建
扎下晏湾小区土建工程	1,712.84	委托代建
桑高路工程	2,182.59	委托代建
新河镇项目	5,936.85	委托代建
沭阳县区域供水工程	4,349.87	委托代建
农村饮水安全工程	7,235.59	委托代建
金水桥工程	6,290.28	委托代建
古泊河巷道高墟段疏浚工程	788.24	委托代建
合计	56,563.27	-

注：小数点第二位与2017年审计报告略有出入主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年底，公司规模较大的在建项目为沭阳县2013-2017年棚户区改造一期项目、326省道沭阳段工程、县道路工程以及城区污水处理厂配套管网工程等项目，项目总投资合计54.60亿元，已累计完成投资45.03亿元，后续公司尚需投资9.57亿元，公司仍面临一定的资金支出压力。

表6 截至2017年底公司在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
沭阳县 2013-2017 年棚户区改造一期工程项目	24.11	20.80	3.31
326 省道沭阳段工程	11.90	6.35	5.55
县道路工程	8.79	8.60	0.19
城区污水处理厂配套管网工程	8.00	7.89	0.11
沭阳县湿地公园	1.80	1.39	0.41
合计	54.60	45.03	9.57

资料来源：公司提供，鹏元整理

房产销售业务收入规模大幅增加，但盈利能力较差，考虑到目前可供销售面积较大，未来该项业务持续性较好

公司及子公司承担了沭阳县保障房、安置房建设，承建的保障房与安置房项目大部分由政府回购（计入工程建设业务收入），剩余的房产及铺面、门面等，公司将其进行市场化销售（计入房产销售收入）。2017年公司主要销售梦溪小区、江南枫景小区、孙巷小区与桃园小区等部分剩余房产、铺面及门面等，实现销售收入3.64亿元，同比增加52.75%，毛利率略有提升，增至6.26%，但该项业务盈利能力较差。

表7 2017年公司房产建设收入情况（单位：平方米、万元）

项目	销售面积	销售收入
江南枫景小区	31,893.07	19,135.84
东部棚户区	151.66	91.00
桃园小区	4,965.17	2,979.1
长庄小区	1,848.00	1,108.9
孙巷小区	6,848.60	4,109.2
梦溪小区	9,593.40	5,756.04
幸福家园	5,322.00	3,193.2
合计	60,621.90	36,373.28

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年底，公司在售的房产主要有东部棚户区、孙巷小区一期与江南风景小区等项目，剩余可售房产面积为37.59万平方米，若未来顺利销售，将可实现较大规模业务收入。

表8 截至2017年底，公司房地产业务剩余未销售房产情况（单位：平方米）

项目	可供销售面积
东部棚户区	266,496.00
江南风景小区	50,734.08
孙巷小区一期	16,864.67
梦溪四二	13,247.30
孙巷二四期	7,699.24
城市花园	4,506.59
长庄小区	3,833.73
梦溪小区	3,584.22
孙巷三期	2,155.12
桃园二期	2,121.59
河滨新村二期	1,606.80
幸福二期	880.55
梦溪五期	849.73

任巷小区四期	451.71
沂涛二圩	402
城北八期	279.4
桃园三期	181.58
合计	375,894.31

资料来源：公司提供，鹏元整理

粮油销售业务收入小幅增加，但毛利率水平较低；交通运输业务收入继续下滑，盈利能力较弱

沭阳县粮食购销总公司（以下简称“粮食购销公司”）是沭阳县规模最大的国有粮油骨干企业，集粮油收购、加工、贸易、仓储、检测等于一体，下属 1 个沭阳国家粮食储备库、1 个军粮供应站，控股 7 家粮食储销有限公司。公司粮食储备模式分政策性储备和自营储备，政策性储备受国家政策调控；自营储备主要依据市场价格自行调整储备和购销规模。截至 2017 年底，该公司的总储备仓容已达 75.80 万吨，年经营量达 139.78 万吨。2017 年度，得益于粮食收购规模的扩大，公司粮油销售业务收入同比增加 10.49%，规模达到 10.31 亿元，但毛利率较上年略有下滑，仅为 0.54%，盈利能力较弱。

表9 2017公司粮食购销业务情况

项目	2017 年
收购粮食（吨）	318,864.41
销售粮食（吨）	397,227.91
销售收入（亿元）	10.31

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司交通运输业务由子公司沭阳县汽车运输公司（以下简称“汽运公司”）负责，汽运公司下辖公交分公司、镇村公交分公司、客运分公司、沭阳县汽车运输公司修理厂等 9 个单位。汽运公司还对老长途客运东站、快客公司、淮海驾培中心等企业单位进行股权投资。公司交通运输主要以客运为主业。随着国家高铁运输的快速发展与沭阳县居民私家车人均保有量的增加，使得沭阳县长途及县乡短途旅客也出现较大流失。受此影响，2017 年公司交通运输业务实现收入 0.35 亿元，规模进一步下滑，毛利率降至 7.79%，盈利能力较差。

公司继续获得地方政府财政补贴，有助于提升公司的利润水平

公司承担沭阳县基础设施建设与保障房建设职能，为增强公司的可持续发展能力及融资能力，上级政府继续在财政补贴上给予了公司大力支持。财政补贴方面，依据《关于对沭阳金源资产经营有限公司给予财政拨款的通知》[沭财字（2017）185号]等文件，2017 年公司收到财政补贴收入合计 2.68 亿元，提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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2015-2017年审计报告，采用新会计准则编制。2017年公司合并报表范围新增一家子公司。

资产结构与质量

公司资产规模有所增加，存货与其他应收款占比较高，资产整体流动性较差

截至2017年底，公司资产总额达到204.85亿元，同比略有增加；从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，流动资产占总资产的比重为96.17%。

截至2017年底，公司流动资产主要以货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。货币资金主要是现金与银行存款，账面价值为23.15亿元，无货币资金使用受限情况。应收账款账面价值为4.16亿元，主要的应收对象为沭阳金诚资产经营有限公司，账龄主要集中在1年以内，占应收账款比重为92.78%，账龄不长，回收风险相对可控。其他应收款主要为往来款，账面价值为12.44亿元，较上年大幅降低，前五大应收对象分别为沭阳县财政局、江苏沭阳南部新城置业有限公司、江苏四海不锈钢制品有限公司、江苏苏北花卉股份有限公司与江苏天天同业股份有限公司，占其他应收款的比重为72.38%，部分款项账龄相对较长，考虑到应收对象中包括部分民营企业，存在一定的回收风险；总体看来，公司其他应收款规模较大，回收时间不确定，会对公司营运资金形成较大占用，且面临一定的坏账风险。截至2017年底，公司存货账面价值为157.09亿元，占资产总额的比重为76.69%，从存货构成来看，开发成本为其主要组成部分，开发成本主要包括土地资产与建设项目的开发投入，其中土地资产账面价值为66.07亿元，占存货的比例为42.06%，抵押的土地账面价值达到44.76亿元，受限比率为67.75%；总体看来，公司项目投入变现时间取决于政府财政支付安排，土地资产部分已抵押，存货整体变现能力较差。公司非流动资产主要是固定资产。固定资产主要是房屋和建筑物，2017年末固定资产账面价值为4.11亿元，主要系计提折旧因素的影响。

表10 2016-2017年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	231,458.62	11.30%	67,788.82	3.54%

应收账款	41,612.92	2.03%	24,279.86	1.27%
其他应收款	124,367.85	6.07%	304,462.99	15.91%
存货	1,570,915.91	76.69%	1,437,438.85	75.11%
流动资产合计	1,970,028.01	96.17%	1,834,909.48	95.88%
固定资产	41,135.10	2.01%	44,364.58	2.32%
非流动资产合计	78,455.16	3.83%	78,937.43	4.12%
资产总计	2,048,483.17	100.00%	1,913,846.91	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

总体看来，公司资产同比有所增加，但其他应收款与存货占比较大，其他应收款回收时间不确定，部分款项存在回收风险；存货变现能力较差，资产流动性较差。

盈利能力

公司营业收入同比略有增加，盈利能力较差，盈利对政府补助的依赖明显

公司经营业务范围包括工程建设、房产建设、交通运输及粮食销售等，2017年实现营业收入规模为20.06亿元，同比略有增加，其中工程建设收入、房产建设收入与粮油销售收入为其主要的来源。截至2017年底，公司在建工程建设项目计划总投资54.60亿元；房产建设业务中剩余房产未来预计可供销售面积为37.59万平方米，对公司营业收入构成一定的保障，但收入具体实现时间取决于项目进度与销售进度等因素影响，存在不确定性。从毛利率方面来看，2017年在粮油销售业务毛利率下滑的影响下，公司综合毛利率进一步降低，达到3.65%。考虑到公司工程建设与粮油销售业务均具备一定的公益性，未来盈利能力提升空间有限。利润方面，2017年政府补贴计入其他收益，受此影响，当年营业利润扭亏为盈，当年利润总额为1.89亿元，主要来源于其他收益贡献，公司盈利对于政府补贴依赖性较强。

表11 2016-2017年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年
营业收入	200,630.64	194,642.12
其他收益	26,030.37	-
营业利润	18,231.61	-7,490.15
营业外收入	1,022.20	22,018.60
利润总额	18,891.14	14,323.56
综合毛利率	3.65%	4.18%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现有所改善，但在建工程项目尚需投资金额较大，存在一定的

资金压力

公司工程建设业务回款情况取决于委托单位支付安排，存在不确定性，2017年公司经营回款较上年有所降低，当年收现比降至0.93。当年公司经营现金流仍表现为净流入，且规模较上年进一步增加，经营活动现金流表现较好。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流表现为净流出，但规模较小，仅为0.15亿元。筹资活动方面，2017年公司仍主要依赖银行借款来满足项目建设资金需求，当年筹资活动实现现金净流入规模达到6.17亿元，截至2017年底，公司在建的工程建设项目尚需投入资金，存在一定的资金支出压力。

表12 2016-2017年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.93	1.38
销售商品、提供劳务收到的现金	186,877.89	268,236.76
收到的其他与经营活动有关的现金	274,858.51	263,622.66
经营活动现金流入小计	462,539.41	531,859.43
购买商品、接受劳务支付的现金	296,156.02	443,184.77
支付的其他与经营活动有关的现金	56,784.98	69,764.51
经营活动现金流出小计	359,097.48	516,680.75
经营活动产生的现金流量净额	103,441.93	15,178.68
投资活动产生的现金流量净额	-1,513.24	-11,022.95
筹资活动产生的现金流量净额	61,741.11	28,798.49
现金及现金等价物净增加额	163,669.80	32,954.22

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模有所增长，有息债务规模较大，存在一定的短期偿付压力

截至2017年底，公司所有者权益较上年略有增加，规模达到123.46亿元，资本实力略有增强；但负债总额增至81.38亿元，同比增加16.88%，负债与所有者权益的比率增至65.92%，净资产对负债总额的保障进一步降低，但水平仍较好。

表13 2016-2017年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债总额	813,842.41	696,315.53
所有者权益	1,234,640.76	1,217,531.38
产权比率	65.92%	57.19%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，公司的负债以非流动负债为主，2017年末非流动负债占比为73.44%。

截至2017年底，流动负债主要包括短期借款、预收账款、其他应付款与一年内到期的非流动负债。短期借款主要是保证与信用借款，账面余额为5.04亿元，略有增加；预收账款账面余额为1.69亿元，主要为预收安置房款；其他应付款账面余额为7.13亿元，较上年大体持平，应付对象包含沭阳金诚资产经营有限公司、沭阳县第二水厂、沭阳县财政局、江西省建工集团有限责任公司与沭阳县中小企业信用担保公司等，应付对象较为分散，集中偿付压力较小；一年内到期的非流动负债系长期借款与应付债券结转所致，账面余额为5.88亿元。

公司非流动负债主要为长期借款与应付债券。截至2017年底，公司长期借款主要是担保借款、抵押借款、质押借款与信用借款，规模达到28.43亿元；应付债券主要是公司本期债券、14沭阳金源债、15沭阳金源债与17沭阳债，期末应付债券账面余额为28.92亿元。截至2017年末，公司有息债务规模为68.26亿元，有息负债规模较大，其中2018年需偿付的有息负债规模为10.92亿元，存在一定的短期偿付压力。

表14 2016-2017年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	50,405.23	6.19%	45,529.32	6.54%
预收账款	16,877.75	2.07%	15,561.67	2.23%
其他应付款	71,384.57	8.77%	72,147.57	10.36%
一年内到期的非流动负债	58,750.00	7.22%	69,186.41	9.94%
流动负债	216,192.07	26.56%	220,258.88	31.63%
长期借款	284,250.00	34.93%	237,750.00	34.14%
应付债券	289,235.53	35.54%	230,069.65	33.04%
专项应付款	17,164.81	2.11%	1,237.00	0.18%
非流动负债	597,650.34	73.44%	476,056.65	68.37%
负债合计	813,842.41	100.00%	696,315.53	100.00%
其中：有息债务	682,640.76	83.88%	582,535.39	83.66%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

偿债能力指标方面，随着公司负债总额的增加，资产负债率有所增加，2017年末资产负债率为39.73%，但总体负债经营水平不高。流动比率与速动比率分别为9.11与1.85，但由于资产主要以应收款项、土地资产、开发项目为主，公司实际短期偿债能力或弱于账面表现。2017年公司EBITDA较上年有所改善，息税折旧摊销前利润对于债务利息的保障程度也相应提升，但水平仍较低。

表15 2016-2017年公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年
资产负债率	39.73%	36.38%

流动比率	9.11	8.33
速动比率	1.85	1.80
EBITDA（万元）	23,971.23	19,767.25
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.64
有息负债/EBITDA	28.48	29.47

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2017年底，公司对外担保余额为50.93亿元，无反担保措施，占所有者权益的比重为41.25%，规模较大，公司虽对外担保对象主要为事业单位与地方国有企业，但仍存在一定的或有负债风险。此外，我们还关注到2017年度，公司涉及多起重大诉讼，公司主要作为起诉方，但考虑被诉方存在无力偿还情况，仍可能会对公司偿债能力构成一定影响。

表16 截至2017年底，公司对外担保情况（单位：万元）

指标名称	担保金额
江苏苏北花卉股份有限公司	2,000.00
沭阳金诚资产经营有限公司	392,912.48
沭阳经济开发区建设投资有限公司	53,000.00
沭阳县第二水厂	42,000.00
沭阳县人民医院	9,400.00
沭阳县中医院	10,000.00
合计	509,312.48

资料来源：公司提供，鹏元整理

七、本期债券偿还保障分析

国有土地使用权抵押有效地提升了本期债券的安全性

2012年公司以6宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，中国银行股份有限公司宿迁分行作为本期债券全体持有人的债权代理人，并担任本期债券抵押资产的监管人。根据江苏金宁达不动产评估咨询有限公司出具的土地估价报告，以2012年3月15日为评估基准日的抵押资产总估值为242,689.79 万元，截至2017年底，抵质押手续已全部办完。

根据《土地使用权抵押监管协议》的约定，公司将在本期债券的本息全部清偿完毕之前聘请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。债券存续期间，年度评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息首日。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。

另外，在本期债券存续期间，抵押资产的价值与本期债券未偿还本金及一年利息的比

率（以下简称“抵押比率”）不得低于1.3，否则公司需追加抵押资产。当抵押比率不低于1.8倍时，发行人有权申请解除超过1.8倍部分的抵押资产。发行人依据资产评估报告，可在所有抵押资产中选择解除抵押的资产，但应保证该资产解除抵押之后抵押比率不低于1.3倍。发行人解除资产抵押的决定应以书面形式通知债权代理人，债权代理人在收到发行人的书面通知后，应在15个工作日内召开债券持有人会议，经债券持有人会议通过后方可协助发行人完成抵押标的释放的相关手续。

据公司2014年8月4日发布的《沭阳金源资产经营有限公司关于“2012年沭阳金源资产经营有限公司公司债券”存续期间释放部分抵押资产的公告》（以下简称“《释放抵押资产的公告》”），公司释放土地339亩，评估价10.04亿元，释放土地资产后“12沭阳债”抵押比率为1.35倍，符合《土地使用权抵押监管协议》要求。

江苏金土地房地产评估测绘咨询有限公司出具的评估基准日为2014年8月3日的苏金土地（2014）（估）字第016号土地估价报告，上述抵押物价值共计约14.41亿元，与本期债券未偿还本金及一年利息的比率高于《土地使用权抵押监管协议》约定的不低于1.3倍承诺。但截至本报告出具之日，公司未对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，与抵押监管协议中对抵押资产进行按年跟踪评估的约定不符。

八、评级结论

2017年度，公司外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；工程建设与房产建设业务收入有一定保障；在跟踪期内，公司继续获得较大的外部支持；国有土地资产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的流动性较差；有息负债规模较大，存在一定的短期偿付压力；面临一定的或有负债风险以及未按照监管协议要求出具最新的抵押资产评估报告等风险因素。

基于以上情况，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 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	231,458.62	67,788.82	54,834.60
应收账款	41,612.92	24,279.86	125,620.75
预付款项	1,672.72	938.95	755.64
其他应收款	124,367.85	304,462.99	395,436.22
存货	1,570,915.91	1,437,438.85	1,192,858.62
流动资产合计	1,970,028.01	1,834,909.48	1,769,505.83
可供出售金融资产	17,307.42	16,705.72	16,855.72
长期股权投资	5,449.30	4,444.95	930.05
固定资产	41,135.10	44,364.58	40,330.14
在建工程	3,575.56	3,404.79	9,077.97
无形资产	7,581.44	7,766.41	7,947.11
递延所得税资产	3,406.35	2,250.99	647.71
非流动资产合计	78,455.16	78,937.43	75,788.71
资产总计	2,048,483.17	1,913,846.91	1,845,294.54
短期借款	50,405.23	45,529.32	82,956.36
应付票据	-	-	30,000.00
应付账款	326.29	1,938.32	8,393.52
预收款项	16,877.75	15,561.67	5,481.63
应付职工薪酬	822.69	186.88	360.35
应交税费	17,625.54	15,599.08	12,745.19
应付利息	-	109.62	-
其他应付款	71,384.57	72,147.57	60,814.73
其他应付款	-	-	100.22
一年内到期的非流动负债	58,750.00	69,186.41	7,500.00
流动负债合计	216,192.07	220,258.88	208,352.01
长期借款	284,250.00	237,750.00	145,175.00
应付债券	289,235.53	230,069.65	295,237.08
长期应付款	7,000.00	7,000.00	-
专项应付款	17,164.81	1,237.00	-
非流动负债合计	597,650.34	476,056.65	440,412.08
负债合计	813,842.41	696,315.53	648,764.10
实收资本	119,800.00	119,800.00	118,000.00
资本公积	883,690.30	883,590.30	879,154.30
盈余公积	3,783.47	2,391.98	2,031.80
未分配利润	180,750.44	163,422.59	149,637.84
归属于母公司所有者	1,188,024.20	1,169,204.86	1,148,823.93

少数股东权益	46,616.56	48,326.52	47,706.51
所有者权益	1,234,640.76	1,217,531.38	1,196,530.44
负债和所有者权益	2,048,483.17	1,913,846.91	1,845,294.54

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
营业收入	200,630.64	194,642.12	235,450.66
营业成本	193,299.68	186,512.54	217,148.26
投资收益	594.61	478.94	757.76
其他收益	26,030.37	-	-
营业税金及附加	1,941.53	373.14	580.80
销售费用	2,404.34	1,751.70	949.84
管理费用	6,022.17	6,237.94	7,175.48
财务费用	429.82	965.67	-205.16
资产减值损失	4,926.47	6,770.22	620.04
营业利润（亏损以“-”号填列）	18,231.61	-7,490.15	9,939.18
加：营业外收入（政府补贴）	1,022.20	22,018.60	18,898.27
减：营业外支出	362.67	204.89	487.13
利润总额（亏损总额以“-”号填列）	18,891.14	14,323.56	28,350.32
减：所得税费用	-523.40	-441.38	3,361.95
净利润（净亏损以“-”号填列）	19,414.54	14,764.94	24,988.37

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	186,877.89	268,236.76	188,861.41
收到的税费返还	803.02	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	274,858.51	263,622.66	116,587.53
经营活动现金流入小计	462,539.41	531,859.43	305,448.94
购买商品、接受劳务支付的现金	296,156.02	443,184.77	229,988.41
支付给职工以及为职工支付的现金	3,506.73	2,352.68	3,004.14
支付的各项税费	2,649.76	1,378.78	26,011.68
支付其他与经营活动有关的现金	56,784.98	69,764.51	46,230.10
经营活动现金流出小计	359,097.48	516,680.75	305,234.32
经营活动产生的现金流量净额	103,441.93	15,178.68	214.62
投资活动产生的现金流量：	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	27.76	8.27	247.20
取得投资收益所收到的现金	495.44	764.04	827.71
投资活动现金流入小计	523.21	772.31	1,074.91
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	556.36	8,145.27	23,906.24
投资支付的现金	1,480.09	3,650.00	1,150.00
投资活动现金流出小计	2,036.45	11,795.27	25,056.24
投资活动产生的现金流量净额	-1,513.24	-11,022.95	-23,981.32
筹资活动产生的现金流量：	-	-	-
吸收投资收到的现金	-	1,800.00	17,500.00
取得借款收到的现金	151,354.82	242,462.69	106,194.24
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	80,000.00
发行债券收到的现金	102,818.55	-	-
筹资活动现金流入小计	254,173.37	244,262.69	203,694.24
偿还债务支付的现金	156,415.32	184,628.32	126,258.23
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	34,300.29	30,835.88	35,617.79
支付其他与筹资活动有关的现金	1,716.65	-	20,960.00
筹资活动现金流出小计	192,432.26	215,464.19	182,836.01
筹资活动产生的现金流量净额	61,741.11	28,798.49	20,858.23
现金及现金等价物净增加额	163,669.80	32,954.22	-2,908.48

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	19,414.54	14,764.94	24,988.37
加：资产减值准备	4,926.47	6,770.22	620.04
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,411.34	3,361.90	2,891.80
无形资产摊销	184.97	180.71	183.94
预提费用	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	25.96	60.12	248.35
财务费用	1,483.77	1,901.08	1,548.61
投资损失	-594.61	-478.94	-757.76
递延所得税资产减少	-1,155.36	-1,603.28	-112.55
存货的减少	-103,964.61	-220,033.72	-23,835.35
经营性应收项目的减少	162,178.32	217,262.41	-82,414.17
经营性应付项目的增加	17,531.13	-7,006.76	76,853.34
经营活动产生的现金流量净额	103,441.93	15,178.68	214.62

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	682,640.76	582,535.39	560,868.45
资产负债率	39.73%	36.38%	35.16%
流动比率	9.11	8.33	8.49
综合毛利率	3.65%	4.18%	7.77%
EBITDA（万元）	23,971.23	19,767.25	32,974.67
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.64	0.93

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，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
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	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

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。