

2015 年马鞍山经济技术开发区建设投资有限公司

**公司债券 2019 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： 

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【98】号 01

债券简称：
15 马经开债/PR 马建投
债券剩余规模：3.6 亿元
债券到期日期：2022 年
03 月 06 日
债券偿还方式：每年付
息一次，自第三年末逐
年还本，每年偿还 20%
本金。

分析师

姓名：
王强 刘伟强

电话：
0755-82872621

邮箱：
wangq@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。

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

2015 年马鞍山经济技术开发区建设投资有限公司 公司债券 2019 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	2019 年 5 月 28 日	2018 年 05 月 22 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”）对马鞍山经济技术开发区建设投资有限公司（以下简称“马鞍山经开”或“公司”）及其 2015 年 3 月 6 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 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外部环境较好，土地开发收入来源有一定保障，继续获得较大的外部支持；同时中证鹏元也关注到，公司主要在建及拟建项目投资存在一定的资金压力，公司工程代建回购协议执行时间不确定，资产整体流动性较弱，且连续三年注销多宗土地的使用权，面临较大的债务压力，并存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好。2018 年马鞍山市经济技术开发区实现地区生产总值 197.9 亿元，同比增长 10.18%，增速小幅提升，经济保持较快增长。
- 土地开发收入来源有一定保障。公司是开发区土地开发及基础设施建设的主要投融资、建设主体，2019 年度开发区计划供应用地预计 1,745 亩，面积较大，公司土地开发业务具有一定可持续性。
- 公司继续获得较大的外部支持。2018 年公司获得开发区项目建设专项资金补贴 2.21 亿元，同时马鞍山经济技术开发区管理委员会将马鞍山新银建设发展有限公司 100% 股权无偿划转给公司、以货币形式向公司增资 6.6 亿元，使得期末公司所有者权益规模同比增长 8.68%。

关注：

- **公司主要在建及拟建项目投资存在一定的资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在建及拟建项目预计尚需投资 29.90 亿元，存在一定的资金压力。
- **公司工程代建回购协议执行时间不确定。**公司主要在建项目规模较大，虽大多已签订委托代建协议，但实际操作中回购协议的具体执行时间不确定，使得公司工程建设业务收入存在较大的不确定性。
- **公司资产整体流动性较弱。**截至 2018 年末公司资产主要由应收款项、在建工程以及可供出售金融资产构成，三者合计占比 67.67%；应收款项欠款方集中度较高，回收时间不确定，在建项目流动性较差；公司受限资产规模 9.06 亿元。
- **公司连续三年注销多宗土地的使用权。**因政府收回，公司 2016-2018 年分别注销七宗、六宗和三宗土地的使用权，相应减少土地使用权账面价值 7.00 亿元、7.56 亿元和 5.81 亿元。
- **公司有息债务规模继续增加，未来债务偿付压力较大。**截至 2018 年末公司有息债务余额为 75.51 亿元，同比增长 3.94%，占总负债规模的 92.97%，与所有者权益之比为 125.79%，其中截至 2019 年 3 月末公司 2019-2021 年需偿还有息债务本金 32.67 亿元，未来债务偿付压力较大。
- **公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 8.84 亿元，占 2018 年末净资产的 14.73%，担保期限较长，部分未设置反担保措施。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,412,415.71	1,331,454.90	1,240,245.31
所有者权益	600,257.74	552,294.36	548,170.18
有息债务	755,083.65	726,458.54	535,007.00
资产负债率	57.50%	58.52%	55.80%
流动比率	4.56	5.70	2.83
营业收入	73,027.18	82,400.38	70,700.44
其他收益	22,050.00	29,298.55	-
营业外收入	91.52	5,000.00	26,101.16
利润总额	57,601.31	39,280.33	40,266.00
综合毛利率	71.43%	47.29%	29.79%
EBITDA	81,561.30	41,829.56	40,333.03
EBITDA 利息保障倍数	1.59	1.16	1.16
经营活动现金流净额	50,547.52	55,008.37	89,472.62

注：2017 年数据取自 2018 年审计报告年初数。

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

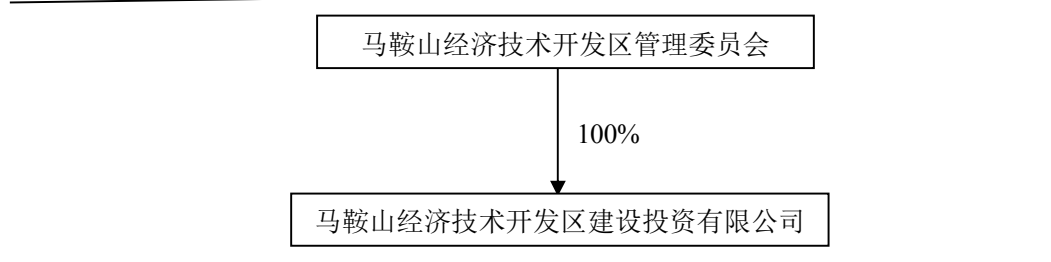
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年3月6日发行7年期6亿元公司债券，募集资金用于马鞍山经济技术开发区公共租赁住房项目、原黄梅山矿棚户区改造项目、保障性住房周边配套路网建设工程项目、章塘雨水泵站及配套水系整治建设工程项目、前进雨水泵站及配套水系整治建设工程项目。截至2019年5月14日，本期债券募集资金专项账户余额为6.68万元（利息）。

二、发行主体概况

2018年，公司控股股东及实际控制人未发生变更，仍为马鞍山经济技术开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）。2018年开发区管委会以货币形式向公司增资6.6亿元，截至2019年4月末，公司注册资本及实收资本增加至22.41亿元。

图1 截至2019年4月末公司产权及控制关系



资料来源：国家企业信用信息公示系统

2018年，公司主营业务范围没有变化，纳入合并报表范围的子公司新增1家马鞍山新银建设发展有限公司。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式（新设、投资或收购等）
马鞍山新银建设发展有限公司	100%	46,000	土地开发、园区及新农村基础设施建设、城镇化建设、安置房建设、保障房建设、城市道路养护	无偿划转

资料来源：公司提供

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年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，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。3月,财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号),从出资人问责角度,严堵地方违规融资。5月,财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号),明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”,增加了一般债券和普通专项债券的期限类型,有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年,随着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相关政策的出台,城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月,国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展,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,对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月,国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号),明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018年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
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)	发展改革委、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
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政

			府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

2018年马鞍山市经济持续平稳增长，其中工业经济发展态势较好

2018年马鞍山市经济总体保持了持续平稳增长态势，经济实力不断增强。2018年全年实现地区生产总值（GDP）1,918.10亿元，按可比价格计算，比上年增长8.2%，增速较2017年小幅回落，但仍高于全国6.6%的平均增速。第一产业增加值86.85亿元，增长2.8%；第二产业增加值1,027.96亿元，增长8.6%；第三产业增加值803.29亿元，增长8.2%；三次产业增加值比重由2017年的4.90:56.93:38.17调整为2018年的4.5:53.6:41.9，二三产业占比持续提升，产业结构持续优化。2018年马鞍山市人均GDP达到82,075.31元，居民收入水平持续提高，是全国人均GDP的1.27倍，经济发展程度较好。

固定资产投资方面，马鞍山市2018年全年固定资产投资比上年增长10.1%，增幅上年提升0.8个百分点。其中，第一产业投资增长15.6%，第二产业投资增长45.5%，第三产业投资下降9%。工业投资增速强劲，增长46%，增幅比全省高21.2个百分点，居全省第3位；工业投资占全市固定资产投资比重为45.1%，拉动全市投资增长15.6个百分点。工业经济持续较快增长，2018年全年规模以上工业增加值比上年增长9.1%，增幅比上年提升0.1个百分点；超七成行业保持增长，全市36个工业大类行业中，有28个行业实现增长，行业增

长面为77.8%，比上年提升5.5个百分点；企业效益大幅提升，规模以上工业企业实现利税总额323.57亿元，增长28.4%。消费品市场、对外贸易持续增长，2018年全年实现社会消费品零售总额589.95亿元，比上年增长13.7%，增速提高1.2个百分点，2018年全年实现外贸进出口总额44.80亿美元，比上年增长18.2%，增速小幅回落。

表 3 马鞍山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	1,918.10	8.2%	1,738.09	8.70%
第一产业增加值	86.85	2.8%	85.16	3.80%
第二产业增加值	1,027.96	8.6%	989.43	8.70%
第三产业增加值	803.29	8.2%	663.50	9.50%
固定资产投资	-	10.1%	2,255.72	9.30%
社会消费品零售总额	589.95	13.7%	529.45	12.50%
进出口总额（亿美元）	44.80	18.2%	38.05	19.30%
存款余额	2,237.05	-	1,994.05	6.52%
贷款余额	1,630.41	-	1,501.85	11.21%
人均 GDP（元）	82,075.31		75,503.48	
人均 GDP/全国人均 GDP	126.97%		126.56%	

资料来源：马鞍山市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报

2018年马鞍山市实现公共财政收入151.02亿元，同比增长9.2%，其中税收收入114.19亿元，占公共财政收入比重为75.61%；实现政府性基金收入102.54亿元，同比增长18.11%；同期马鞍山市公共财政支出为226.56亿元，同比下降0.50%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为66.66%。

2018年开发区经济保持快速增长，以工业为主，主导产业受宏观经济影响增速呈现出放缓趋势

2018年度原马鞍山南部承接转移示范园区并入开发区，部分经济指标有所增长，因未获取新合并口径的增长率数据，为增加数据的可比性，以下分析以未合并马鞍山南部承接转移示范园区的经济数据为准。近年开发区经济保持快速增长，2018年全区实现地区生产总值197.9亿元，同比增长10.18%，增速小幅提升。其中第二产业实现增加值131.8亿元，受全国宏观经济整体运行影响，增速近年呈现出放缓趋势，第三产业实现增加值66.1亿元，增速提升至15.68%；此外，固定资产投资规模为135亿元，同比增长10.63%，增速小幅下降，社会消费品零售总额实现39.8亿元，增速大幅提升至21.60%，投资和消费总体维持了良好的发展态势。

表 4 2017-2018 年开发区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年				2017 年	
	金额	增长率	金额*	增长率*	金额	增长率
地区生产总值	228.90	-	197.9	10.18%	179.61	9.50%
第一产业增加值	0.00	-	-	0.00%	0.00	0.00%
第二产业增加值	155.80	-	131.80	7.62%	122.47	8.10%
第三产业增加值	73.10	-	66.10	15.68%	57.14	12.70%
固定资产投资	135.00	-	135.00	10.63%	122.03	11.44%
社会消费品零售总额	39.80	-	39.80	21.60%	32.73	12.59%
进出口总额 (亿美元)	4.36	-	4.36	25.29%	3.48	4.82%

注：2018 年度原马鞍山南部承接转移示范园区并入开发区，2018 年末标“*”经济指标为合并口径数据，增长率数据出具单位未提供；标“*”经济指标表示未合并马鞍山南部承接转移示范园区的相关统计数据。
资料来源：马鞍山经济技术开发区管理委员会经贸发展局

工业是开发区支柱产业，随着开发区基础设施的不断完善，初步形成了汽车及汽车零部件业、绿色食品加工、机械加工和成套设备制造、电子信息等四大特色产业集群。目前园区内以上市企业华菱星马汽车（集团）股份有限公司和泰尔重工股份有限公司为代表的汽车及零部件制造产业，成为安徽重要的汽车及零部件生产基地。以蒙牛乳业（马鞍山）有限公司、马鞍山达利食品有限公司、马鞍山雨润食品有限公司等为代表的绿色食品加工厂产业，已经成为华东地区重要的绿色食品加工基地。受全国宏观经济整体运行影响，开发区第二产业增加值增速呈现出放缓趋势。

2018年马鞍山市开发区实现公共财政收入26.14亿元（因新合并马鞍山南部承接转移示范园区，未获取增长率指标数据，下同）其中税收收入21.23亿元，占公共财政收入比重为81.22%；实现政府性基金收入12.16亿元；同期马鞍山市开发区公共财政支出为14.53亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为179.90%。

四、经营与竞争

公司是开发区主要的投融资主体，主要从事土地开发及基础设施建设业务，2018年公司营业收入主要来源于土地开发收入，土地开发收入占营业收入的比重达99.49%，土地开发收入规模受政府供应用地计划、招商引资以及土地市场供求关系等影响存在一定的不确定性。受土地开发收入规模下降的影响，2018年公司实现营业收入7.30亿元，同比下降11.38%。综合毛利率方面，受本期开发的商住用地平均单价和面积占比均提升的影响，公司综合毛利率大幅提升至71.43%。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发整理业务	72,653.68	71.28%	82,304.53	47.23%
其他业务	373.50	100.00%	95.85	100.00%
合计	73,027.18	71.43%	82,400.38	47.29%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司土地开发收入毛利率大幅提升，根据开发区供应用地计划，公司未来土地开发收入来源有一定保障

公司土地开发业务模式为：运用自有资本和债务融资，对开发区内招商引资和新城建设所需的工业土地和商业土地实施征用、拆迁、土地开发、基础设施建设和配套设施建设，交由马鞍山公共资源交易中心挂牌出让，土地出让金收入缴纳至财政金库，在扣除国有土地收益金、农业土地开发资金、城镇廉租住房保障资金后剩余土地使用权出让收入由开发区管委会支付给公司，作为土地开发收入。公司土地开发成本主要是拆迁费、征地费和相关基础设施建设费用，上述费用均由公司先垫付，待土地出让成交后确认土地出让收入、结转相应成本。

2018年公司及其子公司马鞍山新银建设发展有限公司土地开发业务合计实现收入7.27亿元，其中2018年工业用地开发面积930.19亩，商住用地开发面积366.45亩，土地开发面积的规模受政府计划供应用地规模以及招商引资情况等较2017年有所波动；工业用地开发平均每亩收入18.22万元，较2017年有所下降，结合政府调控措施，变动处在合理范围内，商住用地开发平均每亩收入152.03万元，较2017年平均每亩收入增加15.07万元，主要系受市场供求关系影响个别地块（2017-16号地块和2017-17号地块）出让单价较高所致；受本期开发的商住用地平均单价和面积占比均提升的影响，2018年公司土地开发业务毛利率大幅提升至71.28%。

2019年度开发区计划供应用地1,745亩，其中商品房用地350亩，商服用地70亩，安置房用地38亩，交通设施用地278亩，工业用地749亩，公共服务用地260亩。考虑到开发区规划用地面积较大，作为开发区土地开发主要投融资主体，公司未来土地开发收入来源有一定保障，但仍可能受政府供应用地计划、招商引资以及土地市场供求关系等影响。

表 6 2017-2018 年公司土地开发情况（单位：亩、万元）

指标	2018 年		2017 年	
	面积	开发收入	面积	开发收入
工业用地	930.19	16,943.70	1,408.04	26,113.76

商、住用地	366.45	55,709.98	235.99	32,319.77
合计	1,296.64	72,653.68	1,644.03	58,433.53

注：2017 土地开发出让业务统计口径未包括本期新增子公司马鞍山新银建设发展有限公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司工程建设项目较多，且大部分已签订回购协议，但回购协议的具体执行时间不确定，工程建设业务收入存在较大的不确定性，同时存在一定的资金压力

公司承担了开发区内主要市政基础设施建设职能，建设项目包括道路、保障房、棚户区改造以及配套水系整治建设等。公司基础设施建设业务模式为通过自有或自筹资金进行项目建设投入，开发区管委会根据项目约定的回购安排或工程进度支付工程款，对公司投入成本进行补偿，并给予一定收益。实际操作中，目前只有银塘安置房项目按工程进度进行收入、成本结转，其他在建项目均为项目完工、政府审计局审计后才进行收入确认、成本结转。近年来，公司投建的项目主要有南部路网及附属工程、太白大道等道路工程、开发区公共租赁房项目和黄梅山棚户区改造项目等。

2018年政府未对公司代建项目进行回购，故本期无工程建设收入。未来公司代建项目或将不再增加，本期代建项目增加额主要为资本化利息。截至2018年末公司账面上在建的基础设施建设项目仍较多，且大部分已签订回购协议，但实际操作中，具体回购执行计划取决于财政预算安排，存在较大的不确定性，同时工程决算时间较长，结算进度较慢，综合使得公司工程建设业务收入存在较大的不确定性。

太白大道（金山路-银黄路）等五条道路工程，根据公司与开发区管委会签订的《马鞍山经济技术开发区太白大道等5条道路建设工程BT回购投资建设合同》，开发区管委会将会向公司支付回购款总额为10.82亿元，回购款分5年支付，项目完工后每年支付款项总额的20%，截至2019年4月末，该项目预计整体于2022完工，累计确认收入2.45亿元，累计已投资6.87亿元，投资进度76.16%，投资进度不达预期。

本期债券募投项目黄梅山矿棚户区改造项目根据《马鞍山市原黄梅山矿棚户区改造项目委托代建回购合同》回购协议约定，自项目交工及竣工验收合格起，开发区管委会向公司支付回购款项总额（包括工程结算造价及20%的毛利率）2.36亿元，从2015年至2020年每年支付回购款3,937万元，但在实际经营活动中，该项目的部分年份收入根据结转的项目投资额和投资额2%的利润来确定，截至2019年4月末，该项目已完工，累计确认收入2.78亿元，未来尚可确认回购收入0.31亿元。此外，公司与开发区管委会签订了《马鞍山经济技术开发区公共租赁住房项目委托代建回购合同》，根据合同条款，公司以自有资金及银行贷款进行工程建设，回购款总额为6.24亿元，从2015年至2020年每年支付回购款1.04亿元。截至2019年4月末该项目主体工程基本完工，在进行工程审计，待尾款支付，累计已

确认收入2.99亿元，未来尚可确认回购收入2.38亿元。此外章塘泵站及配套工程、前进泵站及配套工程、保障房周边路网工程投资进度不达预期，预计分别于2019年、2020年和2022年完工，且完工后是否被回购尚不明确。

截至2018年末，公司主要在建及拟建项目预计总投资65.82亿元，已投资36.24亿元，预计尚需投资29.90亿元，其中皖江中小企业创新创业产业谷项目、经开区南区保障房项目等已取得项目贷款15.78亿元，未来投资压力有所减低，但仍面临一定的资金压力。

表 7 截至 2018 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资	尚需投资	是否签订回购协议
基础设施工程	9.60	9.37	0.23	已签订
太白大道（金山路-银黄路）等 5 条道路工程	9.02	6.87	2.14	已签订
章塘泵站及配套工程	1.16	0.73	0.43	-
前进泵站及配套工程	1.38	0.49	0.89	-
保障房周边路网工程	4.95	2.28	2.67	-
黄梅山棚户区改造	3.00	3.33	-	已签订
开发区公租房项目	5.20	3.79	1.41	已签订
污水处理厂工程（北污）	0.19	0.19	0.00	已签订
南部路网及附属工程	11.87	8.17	3.70	已签订
明珠路	0.65	0.55	0.10	已签订
章塘安置小区\四边美好乡村安置房	0.60	0.31	0.29	已签订
银塘农贸市场	0.19	0.12	0.07	自持物业
天成纺织茂迪宿舍楼工程	0.20	0.04	0.16	自持物业
皖江中小企业创新创业产业谷	14.31	-	14.31	自持物业
经开区南区保障房	3.50	-	3.50	已签订
合计	65.82	36.24	29.90	-

资料来源：公司提供

公司继续获得较大的外部支持

根据开发区管委会及相关文件规定，为支持公司基础设施建设任务的持续开展，开发区管委会对公司的投资成本予以补偿，并给予一定的利润，从而满足公司后续基础设施建设的资金投入，2018年公司未确认工程建设收入，获得开发区项目建设专项资金补贴2.21亿元，同时开发区管委会将马鞍山新银建设发展有限公司100%股权无偿划转给公司、以货币形式向公司增资6.6亿元。

五、财务分析

财务分析基础说明

2018年公司更换会计师事务所，以下分析基于公司提供的经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）安徽分所审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，其中2017年数据取自2018年审计报告年初数，报表采用新会计准则。公司2018年合并报表范围新增1家子公司马鞍山新银建设发展有限公司。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但以应收款项、在建工程以及可供出售金融资产为主，流动性较弱，其中土地资产连续多年出现注销现象

受融资规模、实收资本的增加以及经营积累等影响，截至2018年末公司资产总额141.24亿元，同比增长6.08%，其中受限资产合计9.06亿元，占比6.41%。近年公司资产结构有所变动，截至2018年末公司资产主要以非流动资产为主，非流动资产占总资产比重为54.24%。

表 8 2017-2018 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	66,157.33	4.68%	77,802.95	5.84%
应收票据及应收账款	76,402.64	5.41%	55,678.57	4.18%
预付款项	122,506.86	8.67%	109,632.86	8.23%
其他应收款	325,974.93	23.08%	366,288.60	27.51%
存货	55,221.25	3.91%	113,287.07	8.51%
其他流动资产	0.00	0.00%	26,300.00	1.98%
流动资产合计	646,263.02	45.76%	748,990.06	56.25%
可供出售金融资产	126,407.06	8.95%	66,054.20	4.96%
长期股权投资	26,602.76	1.88%	21,298.03	1.60%
投资性房地产	84,937.57	6.01%	30,309.02	2.28%
在建工程	426,949.55	30.23%	384,201.18	28.86%
无形资产	63,093.80	4.47%	61,960.28	4.65%
其他非流动资产	37,800.00	2.68%	18,000.00	1.35%
非流动资产合计	766,152.69	54.24%	582,464.85	43.75%
资产总计	1,412,415.71	100.00%	1,331,454.90	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、其他应收款、存货以及其他流动资产构成。截至2018年末公司货币资金规模6.62亿元，其中使用受限规模较

小，为4.19万元。截至2018年末公司应收账款为7.64亿元，同比增长37.22%，全部为应收马鞍山经济技术开发区管委会财政局的土地开发款，集中度高，账龄在1年以上的款项占比41.5%，具体回收时间受开发区财力及资金安排影响，存在一定的不确定性，其中用于质押借款的规模为5.74亿元，占比75.13%。公司预付款项主要为预付马鞍山经济技术开发区管理委员会征迁安置局征迁款，截至2018年末公司预付款项规模为12.25亿元，同比增长11.74%，以及本期预付泗县非税收入征管局2亿元的土地指标调剂费所致。公司其他应收款主要系对地方政府或财政、对政府控股企业等的单位往来款，截至2018年末其他应收款规模为32.60亿元，同比下降11.01%，主要系应收开发区管委会财政局的往来款规模下降所致，本期新增对同一实际控制人下的关联公司——马鞍山绿茵文化发展有限公司6.5亿元应收往来款；期末其他应收款余额前五名占比94.00%，其中应收开发区管委会财政局和马鞍山绿茵文化发展有限公司的款项占比86.68%，欠款方较为集中。整体来看，截至2018年末公司应收款项规模40.24亿元，占总资产比重28.49%，主要应收对象为财政部门和政府控股企业，集中度较高，款项何时收回存在不确定性，对公司资金形成较大规模的占用。

表 9 截至 2018 年末其他应收款前五名单位情况（单位：万元）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款总额的比例（%）
马鞍山经济开发区管委会财政局	单位往来款	217,673.37	1 年以内	66.75
马鞍山绿茵文化发展有限公司	单位往来款	65,000.01	1 年以内	19.93
高博集团有限公司	单位往来款	12,000.00	1-2 年	3.68
马鞍山市财政局	单位往来款	6,372.81	1-2 年	1.95
马鞍山经济开发区管委会	单位往来款	5,500.00	1 年以内	1.69
合计	-	306,546.19	-	94.00

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末公司存货规模为5.52亿元，主要系已完工尚未办理竣工结算的工程项目（市政道路）和拟开发土地的土地资产，同比减少51.26%，主要系公司本期注销马国用（2011）第83780号土地使用权、马国用（2011）第83779号土地使用权以及马国用（2011）第83778号土地使用权减少账面价值5.81亿元所致。此外公司2016年、2017年分别注销七块和六块土地的使用权，相应减少资产规模7.00亿元、7.56亿元。公司其他流动资产系理财产品，因到期赎回，2018年末余额为0。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、在建工程、无形资产以及其他非流动资产构成。截至 2018 年末公司可供出售金融资产规模为 12.64 亿元，同比增长 91.37%，主要系本期新增对马鞍山经开区徽银城镇化壹号基金管理中心以及马鞍山经开区徽银调转促基金（有限合伙）的投资、因合并范围变更原账面中的其他

应收款涉及部分款项核算科目调整所致。截至 2018 年末公司长期股权投资规模为 2.66 亿元，同比增加 24.91%，系本期回购建信资本管理有限责任公司持有的马鞍山振银建设发展有限公司部分股份所致。截至 2018 年末公司投资性房地产规模大幅增长至 8.49 亿元，主要系自“预付款项”科目转入已购入投资性房地产 4.64 亿元所致；公司投资性房地产价值按照公允价值计量，本期根据安徽民生房地产评估有限公司出具的评估报告（皖民生[2019]房评 018 号）确定公允价值；截至 2018 年末方远金属制品、长山高新产业园、宝庆高新产业园三处投资性房地产的产权尚在办理中，投资性房地产中受限资产规模 3.03 亿元，占比 35.69%。公司在建工程系在建的代建项目、自持物业等，截至 2018 年末在建工程规模为 42.69 亿元，同比增长 11.13%，主要系在建项目本期资本化利息增加所致。公司无形资产为土地资产，截至 2018 年末无形资产规模为 6.31 亿元，变动较小，其中受限规模为 0.28 亿元。公司其他非流动资产系委托贷款，截至 2018 年末规模为 3.78 亿元，主要贷款对象为马鞍山杰生半导体有限公司、中兴华旺（马鞍山）置业有限公司等，部分委托贷款设置抵押，存在一定的回收风险。

综上所述，2018 年公司资产总量有所增长，主要由应收款项、在建工程以及可供出售金融资产构成，三者合计占比 67.67%；应收款项欠款方集中度较高，回收时间不确定，在建项目流动性较差；此外受限资产规模 9.06 亿元，土地资产连续多年出现注销现象；公司资产整体流动性较弱。

盈利能力

2018 年公司营业收入下降，综合毛利率提高，利润总额对政府补助有一定依赖

公司主要从事土地开发及基础设施建设业务，近年收入结构有所变化，2018 年公司无基建回购收入，土地开发收入占营业收入的比重达 99.49%。受土地开发收入规模下降的影响，2018 年公司实现营业收入 7.30 亿元，同比下降 11.38%。综合毛利率方面，受本期开发的商住用地单价和面积占比均提升的影响，公司综合毛利率大幅提升至 71.43%。考虑到 2019 年开发区规划用地面积较大，作为开发区土地开发主要投融资主体，公司未来土地开发收入来源有一定保障。

2018 年公司财务费用大幅提升，政府补助规模较 2017 年有所下降，但因营业毛利较高，且本期注销的三块土地在权益科目核算，使得公司营业利润较 2017 年大幅提升至 5.81 亿元，实现利润总额 5.76 亿元。2017-2018 年公司分别获得政府补助 2.93 亿元和 2.21 亿元，占公司利润总额的比重分别为 74.59% 和 38.28%，利润总额对政府补助有一定依赖。

整体来看，2018 年公司营业收入下降，综合毛利率提高，利润总额对政府补助有一定

依赖。

表 10 2017-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	73,027.18	82,400.38
其他收益	22,050.00	29,298.55
营业利润	58,062.77	34,280.33
营业外收入	91.52	5,000.00
利润总额	57,601.31	39,280.33
综合毛利率	71.43%	47.29%

资料来源：公司 2018 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，未来随着在建及拟建项目的推进，存在一定的资金压力，外部融资需求将进一步加大

2018年公司营业收入收现比为0.8，较2017年有所下降，资金回笼情况一般。2018年公司经营活动现金流量净额5.05亿元，表现良好；其中经营活动现金流入主要为营业收入、政府补贴以及往来款项所形成的现金流入，经营活动现金流出主要为营业成本、往来款项、投资性房地产以及委托贷款所形成的现金流出，往来款项以及主营业务净流入金额较大综合使得2018年公司经营活动净流入5.05亿元。

公司投资活动现金流出主要系本期可供出售金融资产、长期股权投资等增加所涉及到的现金流出，2018年投资活动净流出7.69亿元。筹资活动现金流入主要系实收资本增加、2018年度第一期、第二期债权融资计划以及新增银行借款等涉及到的现金流入，筹资活动现金流出主要系偿还债务、支付利息以及股利涉及的现金流出，2018年公司筹资活动现金净流入1.47亿元。

截至2018年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资29.90亿元，未来随着在建及拟建项目的推进，公司面临一定的资金压力，外部融资需求将进一步加大。

表 11 2017-2018 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.80	1.00
销售商品、提供劳务收到的现金	58,771.09	82,400.38
收到的其他与经营活动有关的现金	127,516.85	62,251.96
经营活动现金流入小计	186,287.93	144,652.34
购买商品、接受劳务支付的现金	26,511.90	41,390.94

支付的其他与经营活动有关的现金	107,268.35	43,838.78
经营活动现金流出小计	135,740.41	89,643.97
经营活动产生的现金流量净额	50,547.52	55,008.37
投资活动产生的现金流量净额	-76,900.80	-111,113.56
筹资活动产生的现金流量净额	14,707.66	-19,242.30
现金及现金等价物净增加额	-11,645.62	-75,347.49

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2018年公司有息债务规模持续攀升，债务压力进一步加大

随着本期融资规模的增加，截至2018年末公司负债总额增至81.22亿元，同比增长4.23%；受实收资本增加、经营积累、股权划转以及部分土地注销的综合影响，截至2018年末公司所有者权益增长至60.03亿元，同比增长8.68%；截至2018年末公司产权比率下降至135.30%，权益对负债的覆盖程度仍较弱，负债以非流动负债为主，非流动负债占总负债的比重为82.54%。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

资本构成	2018 年	2017 年
负债总额	812,157.96	779,160.54
所有者权益	600,257.74	552,294.36
产权比率	135.30%	141.08%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由应付票据及应付账款、其他应付款以及一年内到期的非流动负债构成。截至 2018 年末公司应付账款规模为 1.64 亿元，系应付中国十七冶集团有限公司、安徽海外海集团有限公司的购房款。截至 2018 年末公司其他应付款规模为 4.02 亿元，同比下降 22.41%，主要系与当期新增子公司马鞍山新银建设发展有限公司之间的往来款合并抵消所致。公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款和应付债券，截至 2018 年末规模为 8.47 亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券以及长期应付款构成。截至 2018 年末公司长期借款余额 24.34 亿元，其中以保证借款和信用借款居多。2018 年公司发行了第一期债权融资计划和第二期债权融资计划，发行总额和期限均为 5 亿、5 年，发行利率分别为 7.00%和 7.30%，公司应付债券规模随之增至 34.33 亿元。公司长期应付款系应付徽银城镇化基金（调转促）和徽银城镇化基金（壹号）的借款，截至 2018 年末规模为 8.37 亿元。

表 13 2017-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据及应付账款	16,375.14	2.02%	10,000.00	1.28%
其他应付款	40,228.66	4.95%	51,847.58	6.65%
一年内到期的非流动负债	84,698.40	10.43%	68,728.80	8.82%
流动负债合计	141,772.72	17.46%	131,430.80	16.87%
长期借款	243,369.00	29.97%	292,027.40	37.48%
应付债券	343,316.25	42.27%	272,002.34	34.91%
长期应付款	83,700.00	10.31%	83,700.00	10.74%
非流动负债合计	670,385.25	82.54%	647,729.74	83.13%
负债合计	812,157.96	100.00%	779,160.54	100.00%
有息债务	755,083.65	92.97%	726,458.54	93.24%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券以及长期应付款中计息部分构成，截至2018年末公司有息债务余额为75.51亿元，同比增长3.94%，占总负债规模的92.97%，与所有者权益之比为125.79%，主要以长期借款和应付债券为主，未来债务偿付压力较大。根据公司提供的2019-2021年有息债务本金偿还计划及货币资金储备情况，短期内公司存在较大的债务偿付压力。

表 14 截至 2019 年 3 月末公司 2019-2021 年有息债务本金偿付计划（单位：亿元）

年份	当期偿还本金
2019 年	8.02
2020 年	9.56
2021 年	15.09
合计	32.67

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，由于本期实收资本增加、经营积累使得所有者权益增加较多，截至2018年末公司资产负债率小幅下降至57.50%。因本期一年内到期的非流动负债增加较多，同时流动资产中部分土地注销、收回部分往来款等，使得截至2018年末公司流动比率、速动比率分别下降至4.56、4.17。因本期利润规模大幅提升，2018年公司EBITDA增至8.16亿元，EBITDA利息保障倍数提高至1.59，有息债务/EBITDA下降至9.26，公司盈利对有息债务本息偿付的覆盖能力有所提升，但仍较弱。同时中证鹏元也考虑到，公司主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，后续融资规模可能继续增加，公司的偿债保障能力可能进一步削弱。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	57.50%	58.52%
流动比率	4.56	5.70
速动比率	4.17	4.84
EBITDA（万元）	81,561.30	41,829.56
EBITDA 利息保障倍数	1.59	1.16
有息债务/EBITDA	9.26	17.37

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、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（银行版），截至2019年4月4日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司本部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2018年末，公司对外担保金额合计8.84亿元，占2018年末净资产的14.73%，担保期限较长，部分未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表 16 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保企业性质	担保金额	担保到期日	是否设置反担保措施
马鞍山市工业投资有限责任公司	国有控股企业	18,000.00	2022.01.03	互保
马鞍山市汇马新型城镇化建设综合开发有限责任公司	国有控股企业	21,000.00	2034.12.13	互保
江东控股集团有限责任公司	国有控股企业	21,000.00	2025.12.31	互保
马鞍山嘉祥实业有限公司	国有控股企业	28,404.00	2026.12.28	否
合计	-	88,404.00	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2018年马鞍山市经济技术开发区实现地区生产总值197.9亿元，同比增长10.18%，增速小幅提升，经济保持较快增长为公司发展提供良好的外部环境。2019年度开发区计划供

应用地1,745亩，面积较大，公司作为开发区主要的土地开发主体，土地开发业务具有一定可持续性。2018年公司在股权划转、增资以及财政补助等方面继续获得较大的外部支持。

同时中证鹏元也关注到，公司主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金压力；公司工程代建回购协议执行时间不确定，工程建设业务收入存在较大的不确定性；公司资产整体流动性较弱，且土地资产连续三年出现注销现象；有息债务规模继续增加，未来存在较大的债务偿付压力和一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	66,157.33	77,802.95	148,204.86
其他应收款	325,974.93	366,288.60	263,052.87
在建工程	426,949.55	384,201.18	263,747.18
总资产	1,412,415.71	1,331,454.90	1,240,245.31
一年内到期的非流动负债	84,698.40	68,728.80	46,824.00
长期借款	243,369.00	292,027.40	178,083.00
应付债券	343,316.25	272,002.34	242,000.00
长期应付款	83,700.00	83,700.00	-
总负债	812,157.96	779,160.54	692,075.14
有息债务	755,083.65	726,458.54	535,007.00
所有者权益	600,257.74	552,294.36	548,170.18
营业收入	73,027.18	82,400.38	70,700.44
其他收益	22,050.00	29,298.55	-
营业利润	58,062.77	34,280.33	14,724.67
营业外收入	91.52	5,000.00	26,101.16
利润总额	57,601.31	39,280.33	40,266.00
经营活动产生的现金流量净额	50,547.52	55,008.37	89,472.62
投资活动产生的现金流量净额	-76,900.80	-111,113.56	-89,236.02
筹资活动产生的现金流量净额	14,707.66	-19,242.30	136,855.07
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	71.43%	47.29%	29.79%
收现比	0.80	1.00	0.94
产权比率	135.30%	141.08%	126.25%
资产负债率	57.50%	58.52%	55.80%
流动比率	4.56	5.70	2.83
速动比率	4.17	4.84	2.42
EBITDA（万元）	81,561.30	41,829.56	40,333.03
EBITDA 利息保障倍数	1.59	1.16	1.16
有息债务/EBITDA	9.26	17.37	13.26

注：2017 年数据取自 2018 年审计报告年初数。

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
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	应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中计息部分

附录三 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。