

2013 年赣州发展投资控股集团有限责任公司

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：

2013 年赣州发展投资控股集团有限责任公司 公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【263】号 01

债券简称：13 赣州发展债
/13 赣发投

债券剩余规模：14.46 亿元

债券到期日期：2020 年
01 月 18 日

债券偿还方式：每年付息
一次，到期还本；附第 5
年末公司上调票面利率
选择权和投资者回售选
择权

分析师

姓名：
张涛 王一峰

电话：
0755-82873121

邮箱：
zhangt@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

	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 6 月 15 日	2018 年 6 月 24 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”）对赣州发展投资控股集团有限责任公司（以下简称“赣州控股”或“公司”）及其 2013 年 1 月 18 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，继续获得较大的外部支持；同时中证鹏元也关注到公司应收款项规模较大，回收时间不确定，长期应收款存在一定的坏账风险，资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，且存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年赣州市实现 GDP 2,807.24 亿元，同比增长 9.3%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司是赣州市重要的投融资主体和市政基础设施建设主体，业务可持续性较好。截至 2018 年末，公司主要在建市政项目计划总投资 234.96 亿元，累计已投资 106.38 亿元，随着项目陆续完工结算，可为公司带来可观的收入；公司拥有两条经营性高速公路，2018 年实现高速公路通行费收入 7.95 亿元，公司业务持续性较好。
- 公司继续获得较大的外部支持。2018 年赣州市财政局拨付给公司及下属子公司市政建设专项资金规模合计 5.16 亿元，此外，赣州市城乡建设局（以下简称“赣州市城建局”）将市建筑设计研究院划拨至公司子公司赣州城市投资控股集团有限

责任公司。

关注：

- **公司应收款项规模较大，回收时间不确定，长期应收款存在一定的坏账风险。**公司应收款项（应收账款+其他应收款）规模较大，截至 2018 年末合计 986,677.46 万元，占总资产的比重为 6.51%，具体回收时间不确定；2018 年末公司委托贷款和融资租赁业务增长使得长期应收款占比有所提升，存在一定坏账风险。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司资产中存货、固定资产和在建工程分别占总资产的 43.86%、15.25% 和 1.63%，受限的货币资金和土地等资产规模合计占总资产的 4.91%，公司资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2018 年底，公司主要在建市政项目计划总投资 234.96 亿元，未来尚需投资 128.58 亿元；在建的高速公路计划总投资 67.70 亿元，未来尚需投资 60.31 亿元，投资规模较大，未来仍面临较大的资金压力。
- **公司偿债压力较大。**2018 年末公司资产负债率达 61.41%，其中有息债务为 783.10 亿元，占负债总额的比例为 84.13%，EBITDA 利息保障倍数为 0.63，整体偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保余额合计为 250,609 万元，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	15,157,173.48	14,176,537.17	11,206,318.46
所有者权益	5,849,065.21	5,720,707.31	5,506,864.95
有息债务	7,831,003.00	7,205,577.00	4,775,412.36
资产负债率	61.41%	59.65%	50.86%
流动比率	6.28	5.55	6.07
营业收入	447,260.14	335,046.66	303,074.19
其他收益	51,625.98	45,666.00	0.00
营业外收入	1,888.03	1,391.04	35,664.97
利润总额	70,813.28	97,260.88	83,959.21
综合毛利率	33.99%	36.56%	35.82%
EBITDA	232,461.45	211,095.72	181,434.05
EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.87	0.90
经营活动现金流净额	155,802.12	42,673.40	-13,318.97

注：2016 年财务数据采用 2017 年审计报告的年初数。

资料来源：公司 2017-2018 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2013年1月18日发行7年期15亿元公司债券，募集资金原计划用于寻乌（赣闽界）至全南高速公路寻乌至信丰高速公路（以下简称“寻全高速公路”）项目。截至2019年5月20日，本期债券募集资金专户余额为2.25万元。

二、发行主体概况

2018年末，公司控股股东和实际控制人仍为赣州市国有资产监督管理委员会（以下简称“赣州市国资委”），持股比例为100%，公司法定代表人由欧阳忠变更为李贱贵；根据赣州市财政局赣市财资请字（2018）9号、赣州市国有资产监督管理局赣市国资规划字（2018）162号文件，赣州市财政对公司增资13,009.32万元，另以资本公积转增注册资本5,100万元。截至2018年末，公司注册资本118,109.32万元，实收资本118,109.32万元，2018年，公司合并范围内新增1家子公司，截至2018年末，纳入合并范围的子公司共8家，详情请参见附录二。根据公司2018年9月10日发布《关于董事会成员变更的公告》，委派李贱贵、杨晓斌担任董事、免去欧阳忠董事职务。根据公司2018年9月10日发布《关于监事会成员变更的公告》，委派吴文、易观平、洪力担任监事，吴文担任监事会主席，免去钟哲敏监事会主席、监事职务，免去李章龙监事职务。根据公司2018年9月10日发布《关于高管人员变更的公告》，决定李贱贵担任公司董事长，免去其总经理职务；杨晓斌担任总经理，免去欧阳忠董事长职务；免去钟久祥副总经理职务。

表 1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2018 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	注册资本	主营业务	合并方式
赣州金融控股集团 有限责任公司 ¹	100.00%	200,000	投资咨询、投资管理、企业管理等服务	新设

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

¹ 曾用名“赣州金融控股有限责任公司”，于 2018 年 6 月 22 日更名。

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

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

赣州市经济发展较快，经济实力不断增强，但对固定资产投资有一定的依赖

2018年赣州市地区生产总值为2,807.24亿元，同比增长9.3%，比全国（6.6%）、江西省（8.7%）分别高2.7、0.6个百分点。分产业看，第一产业增加值340.3亿元，增长3.7%；第二产业增加值1,194.24亿元，增长8.9%；第三产业增加值1,272.7亿元，增长11.5%。三次产业结构由上年的13.7：42.2：44.1调整为12.1：42.6：45.3。第二产业和第三产业仍是赣州市经济的重要组成。

表3 2017-2018年赣州市主要经济指标及增速情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,807.24	9.3%	2,524.01	9.5%
第一产业增加值	340.3	3.7%	345.22	4.8%
第二产业增加值	1,194.24	8.9%	1,066.65	8.5%
第三产业增加值	1,272.7	11.5%	1,112.14	12.3%
工业增加值	998.14	9.3%	897.48	8.9%
固定资产投资	-	11.3%	2,510.48	13.8%
社会消费品零售总额	901.71	11.1%	887.05	12.3%

进出口总额	351.52	9.6%	47.35	15.0%
存款余额	5,062.57	6.5%	4,753.57	14.77%
贷款余额	4,047.19	18.5%	3,415.98	20.19%
人均 GDP (元)	32,429.00		29,308.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	50.17%		49.13%	

注：2017 年进出口总额数据单位为亿美元

资料来源：2017-2018 年赣州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

工业方面，2018年赣州市实现工业增加值998.14亿元，同比增长9.3%，规模以上工业增加值增长9.5%。在规模以上工业中，七成行业实现增长。按行业大类分有27个实现增长，增长面达75%。高技术制造业和装备制造业增长较快，增加值增速分别达27.6%、19.2%。

从支出法来看，赣州市经济的发展主要由固定资产投资拉动，对固定资产投资有一定的依赖。2018年赣州市固定资产投资同比增长11.3%；其中工业投资增长19.8%。分产业投资看，第一产业投资增长26.8%；第二产业投资增长19.7%；第三产业投资增长3.9%。全年房地产开发投资318.43亿元，比上年增长3.0%。房地产房屋施工面积3,417.15万平方米，增长8.5%；房地产房屋竣工面积234.22万平方米，增长37.9%；商品房销售面积1,058.40万平方米，增长1.2%；商品房待售面积136.39万平方米，下降9.5%。商品房销售额732.09亿元，增长12.8%。

2018年赣州市社会消费品零售总额保持较快发展，同比增长11.1%，同时外贸出口保持平稳增长，2018年全市进出口总额351.52亿元，增长9.6%。2018年赣州市存贷款增速稳中趋缓，12月末金融机构人民币存、贷款余额分别增长6.5%、18.5%，比上年回落8.3个、1.7个百分点。赣州市2018年人均GDP保持增长，但当地人均GDP/全国人均GDP的比值仍偏低。

2018年赣州市实现公共财政收入265.21亿元，同比增长8.1%，其中税收收入187.4亿元，占公共财政收入比重为70.7%；实现政府性基金收入492.25亿元，同比增长66.7%；同期赣州市公共财政支出为857.58亿元，同比增长10.5%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为30.93%，较上年减少了0.83个百分点，财政自给率偏低。

四、经营与竞争

公司是赣州市最大的投融资及市政基础设施建设主体，收入主要来源于市政建设业务和高速公路业务。2018年公司实现营业收入为44.73亿元，较上年增长33.52%，主要系市政建设板块收入和其他收入增长所致，其他收入主要是租赁业务收入、利息收入、高速公路养护收入、商品销售收入。2018年公司综合毛利率为33.99%，较上年略有下滑。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
市政建设	21.61	12.08%	15.62	12.48%
高速公路通行费	7.95	43.14%	7.00	55.14%
商品房销售	0.08	62.50%	1.24	56.45%
其他	15.08	60.48%	9.65	59.59%
合计	44.73	33.99%	33.50	36.56%

资料来源：公司提供

2018 年公司市政建设业务收入持续增长，主要在建项目投资规模较大，市政建设业务可持续性较好，同时也面临较大的资金压力

作为赣州市主要的城市建设主体，公司承担着赣州市基础设施建设的重要任务。赣州市城市基础设施和安置小区代建业务主要由公司下属孙公司赣州城市开发投资集团有限责任公司（以下简称“赣州城投”）承担，完工后由赣州市政府进行结算，不同项目按其成本支出加代建费用支付给赣州城投，赣州城投以项目成本加成方式确定结算收入。实际项目结算过程中，大型工程项目下的分段工程或小项目完工后陆续验收结算。

2018年，公司市政建设业务结算项目主要包括老机场板块土地整理和章江新区东江源大道（赞贤路至赣康路段）等二十九条道路，确认市政建设收入21.61亿元，较上年增加38.35%。2018年公司市政建设业务的毛利率为12.08%，较上年变化不大。

截至2018年末，公司主要在建项目含幸福家园小区、迎宾大道快速路等项目，计划总投资234.96亿元，累计已投资106.38亿元，未来尚需投资128.58亿元。随着工程项目的完工并结算，将为公司带来可观的收入来源。公司市政建设业务可持续性较好，但主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。

表 5 截至 2018 年 12 月末公司主要在建市政工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
温馨家园小区 C1-8 地块（蓉江新区棚改安置房）	99,607.00	35,489.00
幸福家园小区	554,600.00	287,990.00
迎宾大道快速路	366,000.00	135,515.00
文明大道快速路	163,100.00	78,285.00
赣南大道快速路（章江大桥至新世纪大桥东引桥段）	187,000.00	17,839.00
东江源大道快速路	212,000.00	78,259.00
客家大道西延	260,400.00	221,661.00
新赣南路传统风貌街区改造	209,506.00	29,394.00

赣州市综合文化艺术馆	78,800.00	15,978.00
阳光西域华城	122,800.00	92,300.00
阳光和谐家园	95,800.00	71,100.00
合计	2,349,613.00	1,063,810.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司高速公路收费业务持续性较好，但在建公路投资规模较大，存在较大的资金压力

公司高速公路业务主要由子公司赣州高速公路有限责任公司负责运营，公司现拥有收费高速公路5条，其中赣定高速公路是公司高速公路通行费收入的主要来源。龙杨高速公路、寻全高速公路已于2015年末开始通车运行，2018年末兴赣高速公路已部分通车。公司高速公路分为经营性高速公路和政府还贷路，其中经营性高速路收入可计入公司营业收入，而政府还贷路收入一般不计入营业收入。因此，2018年公司高速公路通行费收入合计为12.21亿元，计入营业收入部分为7.95亿元。2018年赣定高速公路和赣州环城高速公路收入均有所上升，主要系公司增设经营性高速公路路段识别点，通行费测算更加准确使得通行费收入增加所致。2018年公司高速公路通行费的毛利率为43.14%，较上年下降12个百分点，主要系高速公路的道路养护成本、桥梁检测及其他专项养护成本增加所致。

表 6 公司拥有的收费高速公路情况（单位：公里、亿元）

高速公路	公司权益份额	公路性质	收费年度	总长度	2018年收入	2017年收入
赣定高速公路（赣州-定南）	100%	经营性高速公路	2004年-2034年	126.86	6.26	5.6
赣州环城高速公路（茅店-三益）	70%	经营性高速公路	2010年-2040年	43.59	1.69	1.4
龙杨高速公路（龙南-杨村）	100%	政府还贷路	2012年-2032年	60.83	1.98	1.22
寻全高速公路（寻乌-信丰）	55%	政府还贷路	2014年-2034年	112.10	1.39	1.08
兴赣高速公路（兴国-赣州）	100%	政府还贷路	2017年-2037年	72.00	0.89	0.57
合计	-	-	-	415.38	12.21	9.87

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司在建的高速公路主要为兴赣高速公路北延项目，计划总投资67.70亿元，未来尚需投资60.31亿元，面临较大的资金压力。

表 7 2018 年末公司在建的高速公路情况（单位：公里、亿元）

项目	总里程	计划投资	累计已投资	资金来源	开工日期	建设周期
兴赣高速北延	63.77	67.70	7.39	财政资金、公司自筹、银行贷款	2017年底	3年

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司金融板块业务收入持续增长，但资金主要投向房地产和能源行业，且客户集中度较高，不利于分散风险

公司近年来着力发展金融板块并取得一定的成效，金融板块主要包括委托贷款及融资租赁业务，同时公司参股了多家当地的银行和金融类公司。公司的委托贷款业务由多家子公司参与，公司委托贷款的对象主要是当地房地产公司，期限一般为24-36个月；费率根据行业及企业的风险情况而定，一般为7.5%-15.0%/年；还款方式通常为每月（季）付息，到期一次性还本。

公司融资租赁业务由孙公司赣州发展融资租赁有限责任公司（以下简称“赣发租赁”）运营，赣发租赁的前身为江西省易泰租赁有限责任公司，经多次增资扩股，截至2018年末，赣发租赁的注册资本为8.75亿元，公司和江苏爱康科技股份有限公司分别持股60%和40%。赣发租赁主要客户系发电站、医疗设备、机械设备、基础设施等产业，融资期限一般为5-10年；费率根据行业及企业的风险情况而定，一般为9%-11%/年；还款方式通常为按月（季）还本付息。

2018年公司金融板块收入快速增长，其中委托贷款业务收入3.69亿元（主要为债权）较上年增加10.48%；实现融资租赁业务收入2.27亿元，较上年大幅增加50.33%。2018年末公司委托贷款前5大客户主要是当地城投公司及房地产公司，金额合计29.10亿元，占期末委托贷款余额的74.86%，客户集中度较高。2018年末公司融资租赁业务前5大客户主要为能源企业及造纸企业，合计金额为10.12亿元，占期末融资租赁余额的33.81%。公司委托贷款和融资租赁款存在一定坏账风险。

公司金融板块业务规模的快速增长，将为公司带来可观收入，但委托贷款业务客户集中度较高，不利于分散风险。

表 8 公司委托贷款和融资租赁业务情况

项目	2018年	2017年
期末委托贷款余额（亿元）	38.87	48.54
当期委托贷款业务收入（亿元）	3.69	3.34
期末委托贷款笔数（笔）	21	39
期末融资租赁余额（亿元）	29.93	22.10
当期融资租赁业务收入（亿元）	2.27	1.51
期末融资租赁款笔数（笔）	72	91

资料来源：公司提供

表 9 2018 年末公司委托贷款和融资租赁业务前 5 大客户情况（单位：亿元）

类别	前 5 大客户名称	融资余额	期限（月）	年利率
委托贷款	信丰县城市建设投资开发有限公司	10.00	36	7.75%

	龙南县城市建设投资有限责任公司	10.00	36	7.75%
	赣州嘉福实业有限公司	4.00	36	13%
	赣州汇和置业有限公司	2.60	36	15%、13%
	赣州新润置业有限公司	2.50	36	12%
	合计	29.10	-	-
融资租赁	会昌白鹅峡水电发展有限公司	1.65	96	9.5%
	会昌石磊水电开发有限公司	1.80	120	9.6%
	华劲集团赣州纸品有限公司	1.45	60	10.5%
	赣州市南康区污水处理有限责任公司	1.50	36	9.0%
	崇义章源钨业股份有限公司	3.72	60	10%
	合计	10.12	-	-

资料来源：公司提供

公司持续获得较大的外部支持

公司是赣州市最大的投融资及市政基础设施建设主体，承担了大量市政道路、保障性住房等项目的建设、投资，持续获得当地政府在资产注入、财政补贴等方面的较大支持。

资产注入方面，为加强国有资产的整合力度，赣州市城建局将市建筑设计研究院划拨至公司子公司赣州城市投资控股集团有限责任公司。此外，根据赣州市财政局赣市财资请字（2018）9号、赣州市国有资产监督管理委员会赣市国资规划字（2018）162号文件，赣州市财政对公司增资13,009.32万元，截至2018年末，公司注册资本达118,109.32万元。

财政补贴方面，2018年赣州市财政局拨付给公司及下属子公司市政建设专项（补助）资金规模合计51,595.27万元；获得赣州赣南脐橙良种繁育补贴为30.70万元。另外，营业外收入与企业日常经营无关的政府补助为81.52万元，合计政府补贴金额为51,707.50万元。

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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年、2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2018年公司合并范围新增子公司1家，无不再纳入合并范围的原子公司，截至2018年末公司合并范围子公司共8家，详情见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模小幅增长，资产仍以土地资产、市政工程项目、高速公路和应收款项为

主，整体流动性较弱，且往来款对公司资金存在一定占用

公司2018年末总资产为15,157,173.48万元，较上年末增长6.92%，主要系固定资产的增加所致。公司资产结构相对稳定，截至2018年末公司流动资产占比59.04%。

表 10 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	1,151,082.34	7.59%	1,823,609.37	12.86%
应收票据及应收账款	81,162.24	0.54%	67,923.71	0.48%
其他应收款	909,227.17	6.00%	534,063.10	3.77%
存货	6,647,706.59	43.86%	5,818,881.80	41.05%
流动资产合计	8,948,316.76	59.04%	8,483,500.46	59.84%
可供出售金融资产	252,873.81	1.67%	296,451.92	2.09%
持有至到期投资	549,057.70	3.62%	485,414.99	3.42%
长期应收款	1,552,408.82	10.24%	1,369,101.29	9.66%
长期股权投资	350,043.12	2.31%	481,314.99	3.40%
固定资产	2,311,447.71	15.25%	1,415,167.26	9.98%
在建工程	246,845.94	1.63%	1,021,362.86	7.20%
其他非流动资产	442,406.79	2.92%	176,495.79	1.24%
非流动资产合计	6,208,856.72	40.96%	5,693,036.71	40.16%
资产总计	15,157,173.48	100.00%	14,176,537.17	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2018年末货币资金为1,151,082.34万元，较上年下降36.88%，主要系公司业务扩张所致。其中由于抵押、质押或冻结等原因对使用有限制、存放在境外、有潜在回收风险的其他货币资金合计203,915.83万元，在货币资金中占比17.72%。2018年末公司应收账款账面价值77,450.29万元，应收账款余额前五名合计金额为56,924.37万元，占应收账款总额的73.38%，应收账款集中度较高。其他应收款主要为公司与赣州市财政局的往来款，2018年末款账面价值889,700.43万元，其中2018年末应收赣州市财政局的款项330,410.38万元，在其他应收款总余额中所占的比重为33.40%，且账龄较长。公司应收款项（应收账款+其他应收款）规模大，回款时间存在不确定性，对公司资金形成一定的占用。

存货是公司资产最主要的构成部分，2018年末账面余额6,647,706.59万元，占总资产的43.86%，主要由待开发的土地使用权和开发成本构成，二者占比分别为54.04%、45.66%。其中待开发的土地使用权账面价值合计359.45亿元，其中受限存货账面价值51.28亿，占年末存货账面价值的比例是7.71%。开发成本主要为公司尚未完工和完工后待政府回购的工

程项目，2018年末其账面价值合计3,035,426.62万元。

公司的非流动资产主要由固定资产、长期应收款、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资和在建工程等构成。2018年末公司可供出售金融资产账面价值为252,873.81万元，主要为赣州招商致远壹号股权投资合伙企业、赣州康大高速公路有限责任公司等单位的投资；公司持有至到期投资为龙南县城投、信丰城投等单位的委托贷款和债权投资，2018年末余额为549,057.70万元，占总资产的比重为3.62%；公司长期股权投资主要为对赣州市金盛源担保有限公司、赣州华园文旅开发有限公司等联营企业的投资，2018年末余额为350,043.12万元，同比下降27.27%。2018年末公司长期应收款账面价值1,552,408.82万元，较上年增加13.39%，主要系国开行市代县转借资金和应收融资租赁款增多所致，其中，应收融资租赁款账面价值为289,592.25万元，客户主要集中于能源和造纸行业，存在一定坏账风险。公司固定资产主要为房屋建筑物和高速公路资产，2018年末账面价值2,311,447.71万元，较上年大幅增加63.33%，主要系廉租房建设和高速公路项目完工转固定资产所致。公司在建工程主要为尚未完工或验收的高速公路资产、廉租房建设和农民返迁房等，2018年末账面余额246,845.94万元，占总资产的1.63%，账面余额较上年大幅减少了75.83%，其中转固的高速公路项目主要是寻全高速，为政府还贷路，目前已经开通。2018年末公司其他非流动资产账面价值442,406.79万元，同比增加150.66%，主要系公司对赣州新能源汽车科技城建设开发有限公司等主体的股权投资转入所致。

整体来看，公司资产规模小幅增长，资产仍以土地资产、市政工程项目、高速公路和应收融资租赁款为主，受限的货币资金和土地等资产规模合计744,766.50万元，占总资产的4.91%，往来款对公司资金存在一定占用，公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

2018年公司营业收入持续增长，投资收益减少使得利润总额有所下滑，政府补助仍然是利润的重要来源

2018年公司主营业务市政建设收入增加使得当期营业收入较上年增加33.52%。2018年公司营业收入中市政建设收入、高速公路通行费和其他收入占比分别为48.32%、17.78%和33.72%，是营业收入的主要来源。2018年公司综合毛利率为33.99%，较上年小幅下滑。2018年公司取得投资收益2,383.38万元，同比大幅减少了90.42%，主要是部分短期投资到期使得可供出售金融资产产生的收益大幅减少所致。2018年公司营业利润为70,726.74万元，较上年减少了27.22%，这主要系联营子公司及可供出售金融资产产生的投资收益较上年末减少所致。2018年公司政府补助合计为51,707.50万元，占当期利润总额的73.02%，是

公司利润总额的重要来源。

整体来看，2018年公司营业收入持续增长，投资收益减少使得利润总额有所下滑，政府补助仍然是利润的重要来源。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	447,260.14	335,046.66
投资收益	2,383.38	24,886.00
政府补助	51,707.50	45,666.00
营业利润	70,726.74	97,173.10
营业外收入	1,888.03	1,391.04
利润总额	70,813.28	97,260.88
综合毛利率	33.99%	36.56%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主要在建项目投资规模较大，仍存在较大的资金压力

2018年公司营业收入的回款有所增加，收现比上升至0.74，经营活动产生的现金流净额较上年度增加265.10%至155,802.12万元。投资活动方面，子公司赣州城投支付的其他与投资活动有关的现金大幅增加使得投资活动现金净流出707,227.97万元。筹资方面，2018年公司筹资活动产生的现金流净额较上年度减少99.61%，主要系本年度偿还到期债务及新增借款较上年度减少所致。截至2018年末，公司主要在建市政项目计划总投资234.96亿元，未来尚需投资128.58亿元；主要在建高速公路计划总投资67.70亿元，未来尚需投资60.31亿元，投资规模较大，未来仍面临较大的资金压力。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.74	0.58
销售商品、提供劳务收到的现金	331,547.20	194,751.64
收到的其他与经营活动有关的现金	1,992,193.73	1,553,814.32
经营活动现金流入小计	2,323,740.93	1,748,887.86
购买商品、接受劳务支付的现金	782,910.10	480,847.37
支付的其他与经营活动有关的现金	1,329,044.72	1,181,095.65
经营活动现金流出小计	2,167,938.80	1,706,214.47
经营活动产生的现金流量净额	155,802.12	42,673.40
投资活动产生的现金流量净额	-707,227.97	-729,822.43

筹资活动产生的现金流量净额	5,152.36	1,329,002.08
现金及现金等价物净增加额	-546,273.49	641,825.98

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大，偿债压力仍然较大

由于公司将市财政往来款和资本公积转增资本，2018年公司实收资本新增18,109.32万元。截至2018年末所有者权益为5,849,065.21万元，较上年小幅增加。2018年公司应付账款和应付债券的增长使得负债总额较上年增加10.08%。2018年公司产权比率为159.14%，较上年增加了11.33个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
负债总额	9,308,108.27	8,455,829.86
所有者权益	5,849,065.21	5,720,707.31
产权比率	159.14%	147.81%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2018年末公司短期借款账面余额155,286.31万元，较上年小幅下滑，主要由质押借款和信用借款构成。2018年公司应付账款及应付票据较上年末新增147.71%，主要系应付账款增加。公司其他应付款主要系往来款，2018年末账面余额406,911.65万元，较上年增加13.88%，其中账龄在1年以内占比42.52%，账龄超过1年的重要其他应付款主要是应付华开（赣州）城市投资有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司和赣州市章贡区财政局等单位的款项。一年内到期的非流动负债主要系长期借款和应付债券在一年内需偿还的金额，2018年末余额为699,627.37万元，占总负债的比重为7.52%。

非流动负债是公司负债的主要构成，2018年末账面余额合计占总负债的84.70%，主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款构成。2018年末公司长期借款账面余额4,886,852.71万元，占总负债的比重为52.50%，主要由质押、保证借款组成。2018年末公司应付债券账面余额111.74亿元，主要为2013年发行的35亿元10年期的中期票据、本期债券、2015年发行的7年期的赣州城投公司债券16亿元。2018年末公司长期应付款总账面余额为1,931,741.77万元，占总负债的比重为20.75%；其中长期应付款账面余额1,186,244.77万元（包含一年内到期部分），占总负债的12.74%，包括浦发（赣州）企业管理中心（有限合伙）500,000.00万元借款、赣南苏区（赣州）新型城镇化投资中心（有限合伙）460,000.00

万元借款、赣州市财政局125,475.47万元往来款等。专项应付款主要是工程项目的预拨款，其中赣州市财政局2018年拨款181.00万元、赣州市旅发委—旅游产业发展基金新增款项50,000.00万元。

表 14 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
短期借款	155,286.31	1.67%	173,782.99	2.06%
应付票据及应付账款	85,453.55	0.92%	34,497.56	0.41%
预收款项	7,702.90	0.08%	13,905.10	0.16%
其他应付款	406,911.65	4.37%	357,328.19	4.23%
一年内到期的非流动负债	699,627.37	7.52%	867,433.04	10.26%
流动负债合计	1,423,798.14	15.30%	1,529,667.80	18.09%
长期借款	4,886,852.71	52.50%	4,366,826.48	51.64%
应付债券	1,063,037.88	11.42%	837,534.93	9.90%
长期应付款	1,931,741.77	20.75%	1,118,838.03	13.23%
非流动负债合计	7,884,310.13	84.70%	6,926,162.06	81.91%
负债合计	9,308,108.27	100.00%	8,455,829.86	10.00%
其中：有息债务	7,831,003.00	84.13%	7,205,577.00	85.21%

注：2018 年长期应付款科目包括专项应付款；公司 2018 年的有息债务是根据其各子公司的实际有息债务加总所得。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中的有息部分构成。2018年末公司有息债务账面余额7,831,003万元，较上年增加8.68%，主要系长期借款规模的增长，公司的债务压力进一步增大。从有息债务偿还计划来看，2020年的债务偿还规模偏大，2022年及以后需偿还的债务占比为51.05%，有息债务的整体期限较长。

表 15 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019	2020 年	2021 年	2022 年及以后
有息债务本金偿还计划	949,621.00	1,778,241.00	1,105,363.00	3,997,778.00

资料来源：公司提供

2018年，随着公司长期借款、应付债券和专项应付款规模的增长，资产负债率上升到61.41%。2018年公司流动比率、速动比率分别为6.28和1.62，考虑到公司流动资产主要以存在变现难度的土地资产、市政工程和高速公路为主，公司短期偿债能力一般。公司有息债务的增长，使得EBITDA利息保障倍数下降至2018年的0.63，有息债务/EBITDA的比值为33.69，公司偿债压力仍然较大。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	61.41%	59.65%
流动比率	6.28	5.55
速动比率	1.62	1.74
EBITDA (万元)	232,461.45	211,095.72
EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.87
有息债务/EBITDA	33.69	34.13

资料来源：公司 2017-2018 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（2012银行版），从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月10日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

(二) 或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保余额合计为250,609万元，占公司年末所有者权益合计的比重为4.28%。其中，除华开（赣州）城市投资有限公司系由公司与民营企业共同控股，其余主要为地方国企。对外担保规模较大，且未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 17 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

担保人	受担保企业	担保余额	担保起始日	担保到期日	担保方式
赣州发展投资控股集团有限责任公司	瑞金市城市发展投资集团有限公司	120,000	2016/9/5	2023/9/5	保证担保
	信丰县城市建设投资开发有限公司	50,000	2018/12/5	2025/12/5	保证担保
赣州城市开发投资集团有限责任公司	华开（赣州）城市投资有限公司	30,000	2015/10/22	2020/10/22	保证担保
		15,000	2016/4/1	2019/3/31	保证担保
		10,000	2018/6/27	2019/6/26	保证担保
		10,000	2018/9/25	2019/9/24	保证担保
		10,000	2018/10/18	2019/10/17	保证担保
赣州高速公路集团有限责任公司	赣州市交通投资集团有限责任公司	5,609	2003/3/27	2019/2/28	保证担保
合计	-	250,609	-	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

赣州市经济和地方综合保持增长；公司是赣州市重要的投融资主体和市政基础设施建设主体，业务可持续性较好；公司继续得到当地政府和城乡建设局大力支持。

同时我们也关注到公司应收款项规模较大，回收时间不确定，长期应收款存在一定的坏账风险，资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，且存在一定或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为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	1,151,082.34	1,823,609.37	1,082,125.01
存货	6,647,706.59	5,818,881.80	4,655,802.48
流动资产合计	8,948,316.76	8,483,500.46	6,710,680.31
长期应收款	1,552,408.82	1,369,101.29	925,638.53
固定资产	2,311,447.71	1,415,167.26	999,988.65
非流动资产合计	6,208,856.72	5,693,036.71	4,495,638.15
总资产	15,157,173.48	14,176,537.17	11,206,318.46
短期借款	155,286.31	173,782.99	172,550.00
一年内到期的非流动负债	699,627.37	867,433.04	412,354.12
流动负债合计	1,423,798.14	1,529,667.80	1,105,787.25
长期借款	4,886,852.71	4,366,826.48	2,905,199.05
应付债券	1,063,037.88	837,534.93	977,810.44
长期应付款	1,931,741.77	1,118,838.03	513,809.98
非流动负债合计	7,884,310.13	6,926,162.06	4,593,666.25
负债合计	9,308,108.27	8,455,829.86	5,699,453.50
有息债务	7,831,003.00	7,205,577.00	4,775,412.36
所有者权益	5,849,065.21	5,720,707.31	5,506,864.95
营业收入	447,260.14	335,046.66	303,074.19
营业利润	70,726.74	97,173.10	54,932.70
营业外收入	1,888.03	1,391.04	35,664.94
净利润	57,138.52	84,569.67	78,047.23
经营活动产生的现金流量净额	155,802.12	42,673.40	-13,318.97
投资活动产生的现金流量净额	-707,227.97	-729,822.43	-576,836.98
筹资活动产生的现金流量净额	5,152.36	1,329,002.08	1,115,715.06
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	33.99%	36.56%	35.82%
收现比	0.74	0.58	0.67
产权比率	159.14%	147.81%	103.50%
资产负债率	61.41%	59.65%	50.86%
流动比率	6.28	5.55	6.07
速动比率	1.62	1.74	1.86
EBITDA（万元）	232,461.45	211,095.72	181,434.05
EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.87	0.90
有息债务/EBITDA	33.69	34.13	26.32

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
赣州三和房地产开发有限公司	2,000	100.00%	房地产开发、销售和物业管理
赣州市春天实业有限公司	1,000	100.00%	项目投资与管理
赣州高速公路有限责任公司	110,000	99.31%	高速公路项目的投资建设、经营和管理
赣州发展房地产投资有限责任公司	10,000	100.00%	房地产项目投资和管理
赣州旅游投资集团有限公司	10,000	100.00%	旅游业的投资、开发；旅游景区的建设管理
赣州金融控股集团有限责任公司	200,000	100.00%	投资咨询、投资管理、企业管理等服务
赣州城市投资控股集团有限责任公司	3,000,000	100.00%	城市基础设施投资、建设、运营、管理；土地开发投资运营；房地产开发等
赣州发展产业转型投资基金（有限合伙）	305,001	99.51%	股权投资、基金管理、投资管理等

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	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 $\times 100\%$
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+长期应付款的有息债务

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。