

2014 年仪征市城市建设发展有限公司

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【618】
号 01

债券简称：
14 仪征债/PR 仪城发
债券剩余规模：4 亿元
债券到期时间：
2021 年 01 月 09 日
债券偿还方式：
单利按年计息，在中期债券存续期的第 3 年至第 7 年末分别偿还本金总额的 20%

分析师

姓名：
党雨曦 刘师宇

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@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

2014 年仪征市城市建设发展有限公司公司债券 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 06 月 24 日	2018 年 06 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”）对江苏恒源投资控股集团有限公司¹（以下简称“恒源控股”或“公司”）及其 2014 年 1 月 9 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外部环境良好，为公司发展提供了良好基础；公司未来收入较有保障；公司继续获得较大力度的外部支持。同时我们也关注到，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临一定的资金压力；公司整体资产流动性偏弱；公司负债水平较高，短期有息债务规模较大，面临较大的即期偿付压力；对外担保规模较大，存在较大或有负债等风险因素。

正面：

- 外部环境良好，为公司发展提供了良好基础。2018 年仪征市实现地区生产总值 673.94 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.7%，继续保持较快增长，为公司发展提供了良好基础。
- 公司未来收入较有保障。截至 2018 年末，公司已完成投资未确认收入的基础设施项目、土地整理成本和安置房项目投入合计为 52.27 亿元，若未来能顺利销售或政府回购以及土地出让，对公司未来收入构成一定保障。
- 公司继续获得较大力度的外部支持。2018 年，仪征市国有资产监督管理委员会以股权划拨的方式增加公司资本公积 24.03 亿元，增强了公司资本实力；此外 2018 年公司合计获得政府补贴 3.40 亿元，提升了公司利润水平。

¹公司原名仪征市城市建设发展有限公司，2019 年 5 月变更为江苏恒源投资控股集团有限公司

关注:

- **公司在建及拟建项目投资规模较大，面临一定的资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在建及拟建基础设施项目计划总投资合计 26.98 亿元，未来尚需投资 9.89 亿元，且待整理土地也需要一定资金支出，公司未来面临一定的资金压力。
- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司应收款项账面价值为 118.94 亿元，占资产总额的 35.79%，应收款项回款时间不确定，存在较多的资金占用情况；存货账面价值达 135.92 亿元，占资产总额的 40.90%，主要由安置房、基础设施投入以及土地资产构成，集中变现难度较大，此外，部分应收账款以及存货中大部分土地资产已用于借款和对外担保抵押，整体资产流动性较弱。
- **公司负债水平较高，面临较大的即期偿付压力。**截至 2018 年末，公司资产负债率为 61.96%，负债水平较高，公司有息债务上升至 134.23 亿元，其中，短期有息债务规模为 48.24 亿元，占公司有息债务总额的比重为 35.94%，公司面临较大的即期偿付压力。
- **公司对外担保规模较大，存在较大或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司及下属子公司对外担保余额为 59.98 亿元，占 2018 年末所有者权益的 47.45%。公司担保对象主要为地方建设平台及国有企业，但对外担保规模较大，存在较大或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）:

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	3,323,549.66	2,658,469.64	2,374,888.96
所有者权益合计	1,264,210.97	995,894.17	976,025.89
有息债务	1,342,319.68	1,205,208.50	1,038,609.09
资产负债率	61.96%	62.54%	58.90%
流动比率	2.65	2.99	3.24
营业收入	249,574.36	189,933.60	185,666.64
其他收益	34,000.00	33,000.00	-
利润总额	19,339.94	19,514.08	26,941.11
综合毛利率	19.22%	19.32%	21.13%
EBITDA	74,327.16	64,471.62	62,632.63
EBITDA 利息保障倍数	1.07	0.90	0.97
经营活动现金流净额	145,620.54	-187,892.24	-183,031.63

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

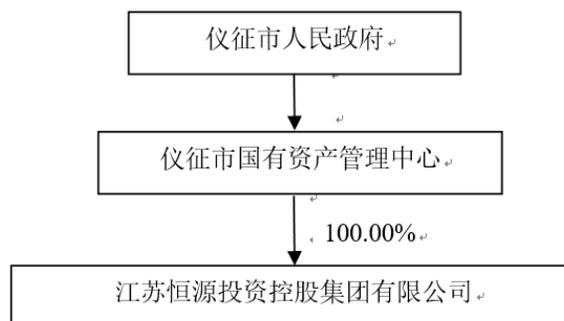
公司于 2014 年 1 月 9 日发行 7 年期 10 亿元公司债券，募集资金原计划用于仪征市居民安置及保障性住房项目-红旗花苑二期工程项目和仪征市城东区水环境综合整治项目。截至 2019 年 3 月 21 日，本期债券募集资金专项账户余额为 36.11 万元。

二、发行主体概况

2018 年，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，截至 2018 年末，公司注册资本与实收资本为 35,333,00 万元。

2019 年 5 月，公司名称由仪征市城市建设发展有限公司变更为恒源控股；2019 年 5 月，公司控股股东由仪征市扬子投资发展有限公司变更为仪征市国有资产管理中心（以下简称“仪征国管中心”），变更后由仪征国管中心 100.00% 持股，实际控制人仍然为仪征市人民政府。公司产权关系及控制关系如下图 1。

图 1 截至 2019 年 5 月 31 日公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018 年度，公司合并范围内增加 18 家子公司，主要系政府无偿划入，具体情况见附录二。

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

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 1 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

仪征市经济保持稳步增长,但增速明显回落,产业结构继续优化

2018年仪征市实现地区生产总值673.94亿元,按可比价格计算,同比增长6.7%,保持稳步增长,但增速有所回落。其中2018年仪征市第一产业增加值23.84亿元,可比价增长2.6%;第二产业增加值347.49亿元,可比价增长5.8%;第三产业增加值302.61亿元,可比价增长8.1%,三次产业结构由上年的3.7:52.3:44.0调整为3.5:51.6:44.9,第三产业占比继续上升,产业结构继续优化。2018年仪征市人均地区生产总值118,401元,同比增长6.79%,是全国人均GDP同期水平的183.16%。

工业方面,2018年全市规模以上工业实现产值1,048.39亿元,增长9.1%。从行业分类来看,仪征市三大主导产业分别为石油化工产业、汽车及零部件产业和船舶制造及配套产业,其中规模以上石油化工产业实现产值407.28亿元,增长13.8%;规模以上汽车及零部件产业实现产值348.94亿元,增长8.9%。此外,仪征市2018年建筑业实现总产值337.04亿元,增长14.5%,仪征市建筑业继续保持较快增长。

固定资产投资方面,2018年市本级全社会固定资产投资完成307.95亿元,增长12.1%。其中:第一产业完成投资2.87亿元,下降8.6%;第二产业完成投资105.74亿元,下降1.3%;第三产业完成投资197.92亿元,增长19.7%。固定资产投资尤其是其第三产业投资规模的

高速增长是依然是推动仪征市经济高速增长的重要力量。2018 年社会消费品零售总额为 129.57 亿元，增速为 8.0%，增速有所下滑。

表 2 2017-2018 年仪征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	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	673.94	6.7%	628.36	8.0%
第一产业增加值	23.84	2.6%	23.28	-0.4%
第二产业增加值	347.49	5.8%	328.81	6.8%
第三产业增加值	302.61	8.1%	276.27	10.3%
固定资产投资	307.95	12.1%	550.15	16.8%
社会消费品零售总额	129.57	8.0%	120.68	10.0%
进出口总额（亿美元）	17.08	26.3%	13.52	24.9%
存款余额	655.11	0.8%	649.94	7.2%
贷款余额	452.44	12.3%	402.88	17.4%
人均 GDP（元）	118,401		110,871	
人均 GDP/全国人均 GDP	183.16%		185.84%	

注：2018 年统计公告披露的固定资产投资为市本级固定资产投资，2017 年为全市固定资产投资
 资料来源：仪征市 2017-2018 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018 年仪征市实现公共财政收入 50.92 亿元，同比增长 6.5%，其中税收收入 44.04 亿元，占公共财政收入比重为 86.5%；实现政府性基金收入 28.91 亿元，同比增长 99.7%。

四、经营与竞争

公司作为仪征市土地开发、城市基础设施建设投资重要主体之一，主营业务涉及土地整理、房屋销售、代建工程、物业租赁、供水以及酒店运营等。2018 年公司主营业务收入为 24.58 亿元，较上年增长 30.54%，主要由房屋销售及代建工程业务收入增长所贡献。从收入构成来看，土地整理业务、房屋销售和代建工程是公司主要收入来源，分别占主营业务收入的 39.10%、38.73%和 20.75%。其中 2018 年土地整理业务收入为 9.61 亿元，毛利率为 35.11%，收入及毛利率均有所增长。2018 年房屋销售收入 9.52 亿元，较去年增长 87.51%，主要系新北花苑项目销售收入增加所致，受政府指导价影响，毛利率虽有所上升但仍然处于较低水平。受委托方资金安排影响，2018 年政府回购五一花苑 B、C 区以及红旗花苑 2 期使得当年度公司确认代建工程收入 5.10 亿元，同比增长 23.64%，毛利率较去年小幅上升。2018 年主营业务毛利率 18.69%，较为稳定。

表 3 2017-2018 年公司主营业务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
土地整理	96,070.60	35.11%	92,695.93	32.07%
房屋销售	95,150.41	9.07%	50,744.33	6.23%
代建工程	51,047.27	8.38%	41,285.42	7.41%
供水服务	1,852.73	-26.53%	1,728.31	-32.92%
租赁及管理费	1,135.23	-2.79%	1,263.19	2.99%
酒店服务	342.86	22.05%	169.02	-87.05%
担保收入	160.24	-23.48%	-	-
其他	76.70	-284.11%	448.79	37.09%
合计	245,836.04	18.69%	188,334.98	18.82%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年公司土地整理收入及毛利率均有所增长；未来仍将有较大规模的土地出让，公司土地整理业务持续性较好，但考虑到土地出让易受政策因素影响，公司土地出让收入的实现仍面临一定的不确定性

公司土地开发业务主要由公司本部和下属子公司仪征市恒耀建设投资有限公司（以下简称“恒耀建设”）负责经营，主要的开发区域位于滨江新城。公司根据仪征市政府的整体规划，通过征地拆迁形成可供政府出让的土地，提升现有土地的价值，并支付土地整理的相关费用，待土地出让后，根据公司与仪征市政府签订的土地一级开发委托协议，公司将仪征市财政局收到的土地出让金收益的 80% 确认为土地整理收入。

根据《关于仪征市建设发展有限公司享有若干地块土地出让金收益及税收事项的通知》，2018 年公司确认土地出让收益 9.61 亿元，较上年增长 3.64%，主要由滨江新城、两镇一办等地块的土地出让金组成，出让地块性质主要为商业、住宅用地，2018 年公司收到土地返还款 8.87 亿元，计入现金流量表中的销售商品、提供劳务收到的现金。受出让地块的区域位置，拆迁成本存在差异等因素影响，2018 年公司土地整理业务毛利率为 35.11%，较上年增加 3.04 个百分点。

根据仪征市国土资源局的土地出让计划，2019-2021 年共计划出让土地约 1,747 亩，预计可为公司带来一定的收入，公司未来土地开发业务持续性较好。但受国家对房地产行业的调控以及土地政策的调整等因素影响，当地政府未来土地出让计划以及公司土地出让金收益的实现尚存在一定的不确定性。

表 4 2019-2021 年公司拟上市土地出让计划（单位：亩）

拟上市时间	宗地座落	土地面积	土地用途
2019 年	石仪路以东、东园路以西、国华路以北、国民路以南	156	商住
2019 年	东园路以东、国民路以南、经六路以西、仪泗河以北	341	商住
2020 年	真州路南、梅家河大桥以西	350	商住
2020 年	仪扬河以南，沿江高等级以北，健康路以东	300	商住
2021 年	宁通高速以南、天宁大道以西、真州东路以北	400	商住
2021 年	宁通高速以南、东园路以东、真州东路以北	200	商住
总计		1,747	

资料来源：公司提供

受政府规划及安置房指导价影响，代建工程及房屋销售业务毛利水平较低；公司主要在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力

公司代建工程业务主要由公司本部及下属子公司仪征市建设发展有限公司（以下简称“建发公司”）负责运营，业务范围涉及基础设施建设（含景观改造、道路桥梁、公用场馆等）、居民安置及保障房建设等。基础设施建设方面，公司代建项目前期建设资金由公司自行筹措，项目建成后，仪征市政府一般按 5%-10%的收益加上成本作为回购金额，并根据公司的资金情况分批进行回购，公司以此确认代建工程收入。代建工程收入是公司收入的重要来源，但政府回购给予公司的利润空间较小，因此公司工程代建业务盈利性一般。2018 年，仪征市政府回购部分五一花苑 B、C 区以及红旗花苑 2 期安置房项目，公司确认代建工程收入 5.10 亿元，较上年大幅增长 23.64%，业务毛利率为 8.38%，较上年略有增加。

除上述委托代建模式外，公司部分安置房项目系通过定向销售实现相关收益，即公司按照协议约定的价格向安置房需求方销售，受政府指导价格影响，安置房销售价格一般低于市场价格，毛利率水平不高。安置房建设项目包括新北花苑、五一花苑 C 区、红旗花苑 2 期和新北花苑等项目，其中，2018 年公司分别实现新北花苑、五一花苑 C 区、红旗花苑 2 期房屋销售收入 6.19 亿元、1.41 亿元和 1.02 亿元，截至 2018 年底，存货中上述安置房项目账面价值分别为 7.60 亿元、8.52 亿元和 4.61 亿元，此外尚有晟泰一品项目账面价值 5.43 亿元，若上述项目能顺利销售或政府回购，仍将带来一定的收入。由于新北花苑项目销售收入增加以及受到政府指导价影响，公司收入及毛利率均有所增长，但毛利率仍然处于较低水平。

截至 2018 年末，公司在建及拟建基础设施项目主要包括滨江新城整体城镇化一期项目、仪征综合体育场馆项目等，上述项目计划总投资合计 26.98 亿元，已投资 17.09 亿元，未来尚需投资 9.89 亿元，公司面临一定的资金压力。

表 5 截至 2018 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	项目已投资
在建基础设施项目		
江城路（新真州路-横三路）	1,200.00	1,200.00
滨江新城整体城镇化一期项目	223,300.00	138,572.47
新解放路拓宽改造工程（石桥河-天宁大道）	7,000.00	7,000.00
江城路（文兴路-古运河路）	1,200.00	1,200.00
仪征综合体育场馆项目	29,999.00	22,878.68
拟建基础设施项目		
江城路（新沿山河路-新真州路）	1,500.00	-
江城路跨仪扬河桥梁	4,000.00	-
新沿山河路（建安路至江城路）	1,631.00	-
合计	269,830.00	170,851.15

资料来源：公司提供

2018 年公司供水服务、租赁管理、酒店服务业务经营状况平稳，但上述三项业务收入规模较小，对公司主营业务收入的贡献有限

公司供水业务主要由下属子公司仪征市水达供水有限公司和仪征市水务建设有限公司负责运营，业务范围涉及生活用水销售、给排水设备进行安装、维修、水利工程建设和城乡污水排放设施维护等。2018 年，马集镇和月塘镇纳入供水区域，公司实现供水业务收入 1,852.73 万元，较上年略有增长；此外，由于供水业务具有一定的公益性，近年来该业务持续亏损，2018 年公司供水业务毛利率为-26.53%。

公司物业租赁管理业务主要由下属子公司仪征市恒源资产管理中心（以下简称“恒源公司”）负责运营，业务范围涉及鼓楼街商业广场、仪征饭店、鼓楼商场、人民商场、万博综合楼、旭东商场等资产和公司持有其他房屋的租赁管理工作。目前，恒源公司可供租赁的各类物业资产总面积近 8 万平方米，承租率为 100%。2018 年，公司实现租赁及管理费收入 1,135.23 万元，较上年略有下降，受人工成本和设备维护费用增加等因素影响，该业务产生少量亏损。

公司酒店服务业务主要由下属子公司仪征市扬子江大酒店有限公司（以下简称“扬子江大酒店”）负责运营，主要提供餐饮类服务。扬子江大酒店位于仪征市扬子江公园内，区域位置较好。2018 年，公司实现酒店业务收入 342.86 万元，毛利率为 22.05%。

2018 年公司继续获得较大力度的外部支持

作为仪征市重要的土地开发利用、城市基础设施投融资和建设、国有资产运营主体，2018 年公司继续获得较大力度的外部支持。2018 年，仪征市国有资产监督管理办公室将仪

征市交通建设有限公司、扬州新润水务建设工程有限公司等公司的股权划拨给公司，同时将仪征市水泰工程检测有限公司、仪征市博润建材商贸有限公司等公司的股权划转出去，上述调整后公司增加资本公积 24.03 亿元，增强了公司资本实力；由于公司在土地开发、基础设施建设等方面的资金支出较大，2018 年公司合计获得政府补贴 3.40 亿元，提升了公司利润水平。

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华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017-2018 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。根据财会〔2018〕15 号文对一般企业财务报表格式进行了调整，报告使用调整后的财务报表，对 2017 年数据进行追溯调整。公司 2018 年合并的范围子公司增加 18 家，具体情况见附录二。

资产结构与质量

2018 年公司资产规模继续保持较快增长，但资产中存货和应收类款项占比较大，应收类款项回款时间不确定，存在较多的资金占用情况，部分应收账款及存货中大部分土地资产已用于借款和对外担保抵押，整体资产流动性较弱

随着在建项目持续推进以及政府资产注入，2018 年公司资产规模继续保持较快增长，截至 2018 年末，公司资产总额为 332.35 亿元，较上年末增长 25.02%。公司资产仍以流动资产为主，2018 年末占比为 95.46%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付账款、其他应收款、存货和其他流动资产等部分构成。2018 年末，公司货币资金余额为 31.90 亿元，主要由 24.06 亿元的银行存款和 7.84 亿元的其他货币资金组成，银行存款中 2.59 亿元用于定期存款质押，7.84 亿元为保证金，受限资金合计为 10.43 亿元，占货币资金的比例为 32.70%。公司应付票据及应收账款主要为应收项目工程款，2018 年末规模为 21.27 亿元，较上年增加 54.13%，主要当年度项目结转收入规模增加产生，主要应收对象分别为仪征市财政局、仪征市新城镇人民政府和仪征市滨江新城管理委员会，应收上述单位的款项合计占公司应收账款余额的比重为 99.74%，集中度较高。公司其他应收款主要为应收政府部门和其他国有企业的往来款项，2018 年末规模为 97.67 亿元，较上年末增长 40.51%，往来款流出增幅较大，主要

应收对象为仪征市恒耀建设投资有限公司、仪征市城市建设投资发展公司、仪征市交通运输局、仪征市财政局和仪征市滨江新城重点工程项目建设指挥部等单位，应收上述单位的款项合计占公司其他应收款余额的比例为 82.86%。考虑到公司的业务性质和应收对象，上述应收类款项未来的回收风险不大，但回收时间不确定，存在较多的资金占用情况，此外，截至 2018 年末，应收账款中账面价值为 11.86 亿元的应收账款已用于借款抵押，流动性受到一定限制。公司预付账款主要为预付工程款，2018 年末规模为 26.59 亿元，其中，预付仪征市城市规划控制区农民集中安置项目拆迁办公室的工程款规模为 11.84 亿元。随着市政基础设施项目投资进度不断推进以及当年度政府划入的土地，2018 年末公司存货规模增长至 135.92 亿元，公司存货主要由开发成本、土地使用权和市政基础设施项目等部分构成，其中土地使用权 83.41 亿元，较上年增长 36.72%，增加部分主要为政府划入子公司的土地资产；开发成本主要为安置房投入产生，2018 年末为 30.24 亿元，同比减少 25.74%，主要系当年度收入结转所致；市政基础设施项目包括代建基础设施投入和土地整理成本，2018 年末为 22.03 亿元，较上年增长 82.07%，主要系相关项目投资进度的推进，此外，截至 2018 年末，公司存货中账面价值为 60.13 亿元的土地使用权已用于借款和对外担保抵押，流动性受到一定的限制。其他流动资产主要由 3.27 亿元的预缴税款和 0.65 亿元的委托贷款组成。

公司非流动资产主要由长期股权投资和固定资产等部分构成，在公司资产总额中占比较小。长期股权投资主要是对仪征盛泰置业有限公司、扬州东硕交通建设有限公司和扬州中交一公局交通建设有限公司投资产生，2018 年末账面价值为 1.59 亿元，当年度未取得股利。公司固定资产主要为房屋建筑物，2018 年末账面价值为 5.13 亿元，较上年略有增加。

整体上看，2018 年公司资产规模继续保持较快增长，但资产中存货和应收类款项占比较大，应收类款项回款时间不确定，存在较多的资金占用情况，部分应收账款及土地资产已用于借款和对外担保抵押，整体资产流动性偏弱。

表 6 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	319,009.41	9.60%	213,608.74	8.04%
应收票据及应收账款	212,710.05	6.40%	138,010.43	5.19%
预付款项	265,876.12	8.00%	294,211.27	11.07%
其他应收款	976,684.81	29.39%	694,568.31	26.13%
存货	1,359,207.20	40.90%	1,139,899.21	42.88%
其他流动资产	39,173.87	1.18%	78,396.31	2.95%
流动资产合计	3,172,661.45	95.46%	2,559,246.57	96.27%

长期股权投资	15,889.71	0.48%	-	-
固定资产	51,318.87	1.54%	49,975.56	1.88%
非流动资产合计	150,888.21	4.54%	99,223.07	3.73%
资产总计	3,323,549.66	100.00%	2,658,469.64	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018 年公司营业收入有所增长且未来收入较有保障，但利润总额对政府补助的依赖程度很高

公司主营业务收入主要来源于土地平整收入、房产销售收入和代建工程收入。2018 年，公司实现营业收入 24.96 亿元，较上年增长 31.40%，主要由房屋销售及代建工程业务收入增长所贡献，截至 2018 年末，公司已完成投资未确认收入的基础设施项目、土地整理成本和安置房项目投入合计为 52.27 亿元，且未来仍将有较大规模的土地出让，未来收入较有保障。2018 年公司综合毛利率为 19.22%，毛利率水平较为稳定。当年度公司获得的政府补助为 3.40 亿元，是利润总额的 1.76 倍，公司利润总额对政府补助的依赖程度很高。

表 7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	249,574.36	189,933.60
其他收益	34,000.00	33,000.00
营业利润	18,510.75	19,518.94
利润总额	19,339.94	19,514.08
综合毛利率	19.22%	19.32%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018 年公司经营活动现金流表现大幅改善，但公司在建及拟建项目后续资金需求较大，未来面临一定的资金压力

2018 年，公司主营业务收现情况较好，收现比为 0.87。2018 年公司营业收入增加，主营业务收现情况稳定，使得当年度公司销售商品、提供劳务收到的现金较上年度增加较多，同时当年度主营业务支出减少，使得购买商品、接受劳务支付的现金较上年有所减少，上述情况下，公司主营业务收支产生的现金由上年度的净流出转变为净流入。收到的其他与经营活动有关的现金和支付的其他与经营活动有关的现金是公司外部单位的往来款，2018 年往来款亦由上年的净流出转变为净流入。综合上述因素，2018 年公司经营活动现金

流表现有所改善，由上年的净流出 18.79 亿元转变为净流入 14.56 亿元。

投资活动方面，由于 2018 年收回的到期理财产品现金以及对外的有息借款增加，使得 2018 年投资活动现金由上年度净流出 1.11 亿元转变为净流入 0.30 亿元。筹资活动方面，由于 2018 年公司融资活动放缓以及偿还部分到期的债务，2018 年公司筹资活动现金流净流出 6.21 亿元。

整体上看，2018 年公司经营活动现金流表现有所改善，但相关资金缺口依赖于外部融资解决，考虑到公司在建及拟建项目后续资金需求较大，未来将面临一定的资金压力。

表 8 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.87	0.88
销售商品、提供劳务收到的现金	216,416.57	167,547.99
收到的其他与经营活动有关的现金	282,970.35	517,877.82
经营活动现金流入小计	499,386.92	685,425.81
购买商品、接受劳务支付的现金	65,933.69	184,983.36
支付的其他与经营活动有关的现金	279,011.72	676,386.96
经营活动现金流出小计	353,766.38	873,318.06
经营活动产生的现金流量净额	145,620.54	-187,892.24
投资活动产生的现金流量净额	3,033.36	-11,155.31
筹资活动产生的现金流量净额	-62,086.03	160,567.26
现金及现金等价物净增加额	86,567.87	-38,480.29

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

公司有息债务规模较大，且短期有息债务占比较高，面临较大的偿付压力

当年度政府资产注入使得 2018 年末公司所有者权益增加至 126.42 亿元，同比增长 26.94%；受外部融资规模扩大影响，2018 年末公司负债总额增加至 205.93 亿元，同比增长 23.86%，上述因素综合影响下，2018 年末公司产权比率下降至 162.90%，公司所有者权益对负债的保障程度有所上升，但保障程度仍然一般。

表 9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债合计	2,059,338.69	1,662,575.46
所有者权益合计	1,264,210.97	995,894.17
产权比率	162.90%	166.94%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构看,公司负债结构仍然以流动性负债为主,2018年流动性负债占比58.05%,较上年上升6.60个百分点。

从具体构成看,公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。公司短期借款主要用于补充流动资金,2018年末账面价值为8.56亿元,较上年末有所减少,其中质押借款2.46亿元,保证借款4.01亿元,信用借款0.40亿元以及多种担保方式组合借款1.70亿元。截至2018年末,公司应付票据及应付账款为19.42亿元,其中公司应付票据全部为承兑汇票,2018年末为9.05亿元,较上年增加3.65亿元,应付票据的增加一定程度上缓解了公司即时支付压力;公司应付账款主要为应付工程款,2018年末账面价值为10.37亿元,受部分工程项目结算等因素影响,2018年末公司应付账款较上年有所减少。公司预收账款主要为预收的项目工程建设款以及预收房款,2018年末账面价值为11.59亿元,较上年末增长96.64%,主要系晟泰一品项目预售定金的增加。公司其他应付款主要是与外部公司的往来流入形成,2018年往来款流入增加,使得公司其他应付款增加至48.86亿元。公司一年内到期的非流动负债由长期借款、应付债券和长期应付款等科目转入,2018年末账面价值为30.63亿元,给公司带来一定的即期偿付压力。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款组成。为满足项目建设资金需求,公司通过银行借款、发行债券等多种方式进行外部融资,非流动负债规模较上年继续增加。2018年末,公司长期借款为51.77亿元,其中抵押借款2.94亿元、保证借款13.91亿元、信用借款2.38亿元以及多种担保方式组合借款32.55亿元。由于“12仪征债”和“14仪征债”2019年需要偿还部分重新分类至一年内到期的非流动性负债科目,公司应付债券减少至9.60亿元。公司长期应付款主要为应付融资租赁款,2018年末账面价值为9.55亿元,较上年末增长22.03%,该部分借款利息相对较高。

表 10 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	85,613.20	4.16%	95,340.30	5.74%
应付票据及应付账款	194,198.56	9.43%	166,027.00	9.99%
预收款项	115,896.74	5.63%	58,939.91	3.55%
其他应付款	488,595.75	23.73%	280,631.34	16.88%
一年内到期的非流动负债	306,254.84	14.87%	254,295.64	15.30%
流动负债合计	1,195,415.04	58.05%	855,533.11	51.45%
长期借款	517,711.50	25.14%	532,791.00	32.05%

应付债券	96,000.00	4.66%	146,000.00	8.78%
长期应付款	95,489.14	4.64%	78,251.36	4.71%
其他非流动负债	154,723.00	7.51%	50,000.00	3.01%
非流动负债合计	863,923.64	41.95%	807,042.36	48.55%
负债合计	2,059,338.69	100.00%	1,662,575.46	100.00%
其中：有息债务	1,342,319.68	65.18%	1,205,208.50	72.49%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

随着外部融资规模的扩大，2018 年末公司有息债务规模增至 134.23 亿元，其中，短期有息债务规模为 48.24 亿元，占公司有息债务总额的比重为 35.94%，公司面临较大的即期偿付压力。

从偿债指标来看，2018 年末公司资产负债率为 61.96%，负债水平依然较高。由于 2018 年流动负债增长较快，公司流动比率和速动比率分别较上年末下降至 2.65 和 1.52，但考虑到流动资产中存货、预付款项和应收类款项合计占比较大，相关资产流动性偏弱，公司实际短期偿债能力偏弱。2018 年公司 EBITDA 为 7.43 亿元，较上年增长 15.29%，使得公司 EBITDA 利息保障倍数上升至 1.07，EBITDA 对利息的保障程度略有上升，但仍然较弱。

表 11 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	61.96%	62.54%
流动比率	2.65	2.99
速动比率	1.52	1.66
EBITDA（万元）	74,327.16	64,471.62
EBITDA 利息保障倍数	1.07	0.90
有息债务/EBITDA	18.06	18.69

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，从 2016 年 1 月 1 日至报告查询日（2019 年 5 月 16 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司近三年各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至 2018 年 12 月 31 日，公司及下属子公司对外担保余额为 59.98 亿元，占 2018 年末所有者权益的 47.45%。公司担保对象主要为地方建设平台及国有企业，但对外担保余额

较大，存在较大或有负债风险。

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

被担保方	担保金额	企业性质
仪征市众城建设开发有限公司	119,000.00	国企
扬州园博投资发展有限公司	70,000.00	国企
扬州化工产业投资发展有限公司	59,000.00	国企
仪征市新吉实业投资发展有限公司	52,000.00	国企
仪征市汽车工业园投资发展服务中心	40,000.00	国企
仪征建阳市政公用设施养护有限公司	32,900.00	国企
仪征市恒耀建设投资有限公司	32,700.00	国企
	14,000.00	
	11,082.00	
扬州市建和城市建设发展集团有限公司	30,000.00	国企
仪征市市政管网有限公司	22,700.00	国企
仪征市兴农投资发展有限公司	22,000.00	国企
江苏华海房地产开发有限公司	20,000.00	国企
仪征市天盛城市建设工程有限公司	18,100.00	国企
扬州海峡两岸绿色石化产业投资有限公司	10,000.00	国企
仪征市新集镇建设开发服务有限公司	8,000.00	国企
仪征市汽车工业公司	7,000.00	国企
仪征市十二圩新区建设有限公司	6,000.00	国企
江苏铜枣实业发展有限公司	5,500.00	国企
扬州市华茂化工实业有限公司	5,000.00	国企
仪征市绿锦园林景观工程有限公司	5,000.00	国企
仪征市泰盛贸易有限公司	5,000.00	国企
仪征市美地实业投资有限公司	4,800.00	国企
合计	599,782.00	

资料来源：公司提供

七、评级结论

2018 年仪征市实现地区生产总值 673.94 亿，按可比价格计算，同比增长 6.7%，继续保持较快增长，较好的外部环境为公司发展提供了良好基础；公司已完成投资未确认收入的基础设施项目和安置房项目投入规模较大，且未来仍将有较大规模的土地出让，公司未来收入较有保障；此外，在资本注入及补贴方面，公司继续获得较大力度的外部支持。

同时，中证鹏元也关注到公司在建及拟建项目投资规模较大，面临一定的资金压力；

公司资产中应收款项和存货占比较高，应收款项回收时间不确定，占用较多的营运资金，部分应收账款和存货中大部分土地资产已经用于抵押借款和对外担保抵押，公司整体资产流动性偏弱；公司有息债务规模较大且短期有息债务占比较高，公司面临较大的即期偿付压力；公司担保对象主要为地方建设平台及国有企业，但对外担保规模较大，面临较大或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元将公司主体长期信用等级维持为 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 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	319,009.41	213,608.74	230,688.83
应收票据及应收账款	212,710.05	138,010.43	113,618.87
预付款项	265,876.12	294,211.27	259,551.40
存货	1,359,207.20	1,139,899.21	1,160,485.78
流动资产合计	3,172,661.45	2,559,246.57	2,277,214.21
非流动资产合计	150,888.21	99,223.07	97,674.75
资产总计	3,323,549.66	2,658,469.64	2,374,888.96
短期借款	85,613.20	95,340.30	59,568.00
应付票据及应付账款	194,198.56	166,027.00	262,478.65
预收款项	115,896.74	58,939.91	57,612.78
其他应付款	488,595.75	280,631.34	169,423.58
一年内到期的非流动负债	306,254.84	254,295.64	152,931.09
流动负债合计	1,195,415.04	855,533.11	702,283.06
长期借款	517,711.50	532,791.00	460,219.00
应付债券	96,000.00	146,000.00	182,000.00
长期应付款	95,489.14	78,251.36	54,361.00
其他非流动负债	154,723.00	7.51%	50,000.00
非流动负债合计	863,923.64	807,042.36	696,580.00
负债合计	2,059,338.69	1,662,575.46	1,398,863.07
有息债务	1,342,319.68	1,205,208.50	1,038,609.09
所有者权益	1,264,210.97	995,894.17	976,025.89
营业收入	249,574.36	189,933.60	185,666.64
其他收益	34,000.00	33,000.00	-
营业利润	18,510.75	19,518.94	-2,988.24
利润总额	19,339.94	19,514.08	26,941.11
经营活动产生的现金流量净额	145,620.54	-187,892.24	-183,031.63
投资活动产生的现金流量净额	3,033.36	-11,155.31	-34,056.92
筹资活动产生的现金流量净额	-62,086.03	160,567.26	298,139.76
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	19.22%	19.32%	21.13%
收现比	0.87	0.88	0.90
产权比率	162.90%	166.92%	143.32%
资产负债率	61.96%	62.54%	58.90%
流动比率	2.65	2.99	3.24

速动比率	1.52	1.66	1.59
EBITDA（万元）	74,327.16	64,471.62	62,632.63
EBITDA 利息保障倍数	1.07	0.90	0.97
有息债务/EBITDA	18.06	18.69	16.58

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告

附录二 2018年度公司合并范围新增子公司（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
仪征市交通建设有限公司	100.00%	57,450.00	工程建设	无偿划入
扬州市新润水务建设工程有限公司	100.00%	119,690.28	水利工程、市政工程施工等	无偿划入
仪征市建设工程交易中心	100.00%	53.50	建设工程技术咨询,为建设双方交易提供商务后勤服务	无偿划入
仪征市工业企业贷款担保有限责任公司	90.08%	30,000.00	融资性担保业务等	非同一控制下合并
仪征市保安服务公司	100.00%	1,000.00	门卫、巡逻、守护等	无偿划入
仪征市兴业房地产开发有限公司	100.00%	800.00	房地产开发、经营	无偿划入
仪征市房屋拆迁服务有限公司	100.00%	300.00	房屋拆迁服务	无偿划入
仪征市恒宇房地产网络咨询服务有限公司	100.00%	100.00	房地产网络信息咨询服务、房地产登记代理服务	无偿划入
仪征市恒信房屋安全鉴定技术服务有限公司	100.00%	10.00	房屋安全鉴定技术咨询服务	无偿划入
仪征建华建设工程质量检测有限公司	100.00%	186.60	土建二级工程质量检测服务	无偿划入
仪征市建辰工程项目管理咨询有限公司	100.00%	30.00	建设工程项目管理咨询、工程质量鉴定咨询等	无偿划入
仪征市贵华工程测量业务咨询服务中心	100.00%	63.00	工程测量咨询等	无偿划入
仪征市建辰市政公用工程设计有限公司	100.00%	5.00	道路、桥梁、给排水、园林绿化工程设计、咨询服务	无偿划入
仪征市建伟施工图审查有限公司	100.00%	50.00	房屋建筑与市政基础设施工程的施工图设计、审查	无偿划入
仪征市维安建筑工程安全技术咨询服务有限公司	100.00%	10.00	建筑施工企业安全技术服务咨询等	无偿划入
仪征市润洲物业服务有限公司	100.00%	50.00	物业服务等	无偿划入
仪征为民物业服务有限公司	100.00%	300.00	物业服务等	无偿划入
仪征市为民停车场管理服务服务有限公司	100.00%	100.00	停车场管理服务等	无偿划入

资料来源：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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用	管理费用+销售费用+财务费用
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 $\times 100\%$
有息债务	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+长期应付款中的计息部分+其他非流动负债
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
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
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入净额
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)

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。