

南通苏通科技产业园控股发展有限公司

2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：孟一波 ybmeng@ccxi.com.cn

项目组成员：王梦怡 mywang@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 6 月 17 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 0789 号

南通苏通科技产业园控股发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“15 苏通债/PR 苏通债”、“17 苏通 MTN001”和“17 苏通 MTN002”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十七日

评级观点：中诚信国际维持南通苏通科技产业园控股发展有限公司（以下简称“苏通控股”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“15 苏通债/PR 苏通债”、“17 苏通 MTN001”和“17 苏通 MTN002”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了南通经济技术开发区的经济实力不断增强、公司在苏通科技产业园中地位突出获得政府支持力度大等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到土地业务受政策影响较大，债务压力较大，未来投资规模较大及公司资产流动性较弱等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

苏通控股（合并口径）	2017	2018	2019	2020.Q1
总资产（亿元）	158.40	157.81	174.44	171.96
所有者权益合计（亿元）	69.67	67.42	67.89	67.77
总负债（亿元）	88.74	90.40	106.55	104.19
总债务（亿元）	84.61	80.19	95.05	94.81
营业总收入（亿元）	8.99	9.25	9.37	1.09
经营性业务利润（亿元）	1.41	1.39	1.55	0.07
净利润（亿元）	0.19	0.41	0.60	0.07
EBITDA（亿元）	3.06	6.43	7.40	-
经营活动净现金流（亿元）	-10.13	9.17	-0.30	0.23
收现比(X)	0.88	1.04	0.50	0.24
营业毛利率(%)	27.59	53.83	44.20	35.10
应收类款项/总资产(%)	36.60	35.20	37.60	38.00
资产负债率(%)	56.02	57.28	61.08	60.59
总资本化比率(%)	54.84	54.33	58.33	58.32
总债务/EBITDA(X)	27.62	12.47	12.85	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.72	1.11	1.31	-

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

南通苏通科技产业园控股发展有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	1.47	7
	收现比(X)*	0.74	7
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	1.49	10
	受限资产占总资产的比重(X)	0.07	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	67.89	7
	总资本化比率(X)	0.58	7
	资产质量	5	5
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			a
BCA			a
支持评级调整			3
评级模型级别			AA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用近三年数据计算得出

正面

■ **开发区很强的经济实力为苏通产业园建设提供了良好的支持。**开发区 2019 年实现地区生产总值 690.68 亿元，同比增长 6.5%；苏通产业园位于开发区内，与开发区的发展具有协同优势，且得到政府高度重视，具有较大发展潜力。

■ **公司地位突出、政府支持力度大。**公司是苏通科技产业园管委会下属重要的投融资主体，地位突出，2019 年获得政府补助 3.31 亿元，政策支持和资源支持力度较大。

关注

■ **政策性风险。**由于土地整理开发业务是公司利润的重要来源，国家宏观调控、土地及拆迁政策、市场需求结构的变化可能对公司业务经营造成一定影响。

■ **债务压力较大，面临一定的偿付压力。**截至 2019 年末，公司总债务 95.05 亿元，同比增长 18.53%，财务杠杆水平持续攀升，且 2021 年及 2022 年为偿债高峰，面临一定偿债压力。

■ **未来投资规模较大。**目前苏通科技产业园一期开发完成，原规划的二期、三期将加快进度划为大二期同时开发，预计公司未来的投资规模将明显增加，面临一定的资金压力。

■ **资产流动性较弱。**公司基建及土地开发业务结算及回款进度偏慢，形成较大规模存货及应收类款项，截至 2019 年末，公司存货和应收类款项分别为 77.93 亿元和 65.59 亿元，占当期总资产的比重分别为 44.67%和 37.60%，资产流动性较弱。

评级展望

中诚信国际认为，南通苏通科技产业园控股发展有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，资产质量显著提升或盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**地方经济环境恶化，公司地位下降致使股东及各方支持意愿减弱，财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化导致流动性紧张等。

评级历史关键信息

南通苏通科技产业园控股发展有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	15 苏通债/PR 苏通债 (AA) 17 苏通 MTN001 (AA) 17 苏通 MTN002 (AA)	2019/06/12	杨晨晖、刘建平、陆鼎原	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 140000_2018_01	阅读全文
AA/稳定	17 苏通 MTN002 (AA)	2017/11/27	杨晨晖、刘建平	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 CCXI_140200_2017_02	阅读全文
AA/稳定	17 苏通 MTN001 (AA)	2016/05/30	王娟、王梦璇	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 CCXI_140200_2014_01	阅读全文
AA/稳定	15 苏通债/PR 苏通债 (AA)	2014/07/08	赵晓曦、付东阳、王梦璇	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 CCXI_140200_2014_01	阅读全文

同行业比较

2019 年南通市基础设施投融资企业主要指标对比表							
公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总债务	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动产生的现金流量净额 (亿元)
南通经开	405.16	153.28	62.17	175.44	38.36	1.04	-12.38
南通新农村	110.94	55.02	50.41	53.59	5.63	0.61	-3.61
苏通控股	174.44	67.89	61.08	95.05	9.37	0.60	-0.30

注：“南通经开”为“南通经济技术开发区控股集团有限公司”简称；“南通新农村”为“南通经济技术开发区新农村建设有限公司”。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
17 苏通 MTN002	AA	AA	4.00	4.00	2017/12/06~2022/12/06
17 苏通 MTN001	AA	AA	2.00	2.00	2017/04/26~2022/04/26
15 苏通债/PR 苏通债	AA	AA	9.00	3.60	2015/03/18~2022/03/18

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“15 苏通债/PR 苏通债”募集资金 9.00 亿元，全部用于南通市东方大道快速化改造工程项目，项目总投资 32.37 亿元。截至 2020 年 3 月末，发债资金已全部使用完毕，按照合同约定进行支付。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全

球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球

主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

南通经济技术开发区的各项经济保持增长，财政实力稳步提升，财政平衡指标较高，为公司业务发展提供了良好的经济和财政基础

南通经济技术开发区（以下简称“开发区”）于 1984 年 12 月 9 日经国务院批准建立，总面积 146.98 平方公里，为中国首批 14 个国家级开发区之一。

2019 年，开发区（含苏通产业园）各项经济指标继续保持增长态势，全年实现地区生产总值 690.68 亿元，增长 6.5%；完成工业应税销售 1,464.8 亿元，增长 15.1%；服务业应税销售 1,277 亿元，增长 17%；固定资产投资 358.67 亿元，增长 1.5%；进出口总额 466.5 亿元，降低 3.4%，其中出口 281.9 亿元，降低 2.9%；工业用电量 53.8 亿千瓦时。

招商引资方面，2019 年，开发区全年完成实际利用外资 6.1743 亿美元，增长 2.3%；新签约项目 54 个，其中亿元以上产业项目 26 个、10 亿元重大项目 8 个；全年新增规模以上企业 115 家；新增高新技术企业 39 家，高新企业总数达 178 家；高新技术产业产值、新兴产业产值占规模工业产值比重分别达 41.5%、27.7%；新增 IPO 上市企业 1 家、新三板上市企业 2 家；全年服务业增加值占 GDP 比重达 39%，新设立注册资本 1000 万元以上服务业

企业 160 家；服务外包执行额超 3.8 亿美元，总量居全市第一。

财政实力方面，2019 年开发区实现一般公共预算收入 56.96 亿元，同比增长 8.72%，其中税收收入 53.43 亿元，同比增长 9.04%，占一般公共预算收入的比例为 93.80%，收入质量较高。受 2019 年开发区土地市场活跃度下降的影响，当年基金预算收入为 36.75 亿元，同比下降 53.06%。2019 年开发区一般公共预算支出为 26.70 亿元，较上年小幅减少，当年财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 213.33%，财政平衡指标保持较高水平。

中诚信国际认为，作为国家级开发区，开发区各项经济指标保持增长态势，同时区域财政实力亦稳步趋升，为公司业务发展提供了良好的区域环境。

苏通产业园作为江苏省与新加坡的重点合作项目，得到了政府的高度重视，具有较强的发展潜力；但苏通产业园仍在建设发展期，面临增加资本投入和提高培育水平的问题

为实施国家沿海开发和长三角一体化发展战略，在苏新合作理事会第二次会议上，苏州工业园、南通开发区和中新集团股份有限公司达成合作意向，决定借鉴中新苏州工业园区的成功经验，引进新加坡先进的规划开发理念，在苏通大桥北翼建设一个高科技、国际化、生态化、综合性的科技新区、商务新城，即苏通科技产业园（以下简称“苏通产业园”或“产业园”）。

苏通产业园于 2009 年经江苏省外经贸厅批准设立，是江苏省与新加坡重点合作项目，也是苏州、南通两市跨江联动、合作开发的新型园区。产业园位于南通经济技术开发区内，东至海门行政区划界线、西至东方大道、北至南通农场中心河、南至长江围垦线，总体规划面积为 50 平方公里。产业园区位优越、交通发达，是江苏沿江、沿海发展的交汇点，也是沪、苏、通“小金三角”的中心点，

产业园重点发展精密机电、电子信息、生物科

技、新材料、环保及新能源、现代服务业等六大产业，并鼓励研发和总部类企业入驻产业园，形成“科技为先”的主线和现代服务业与战略性新兴产业“双轮驱动”的格局。截至 2019 年，产业园累计在手推进项目 62 个，其中捷捷微电子二期、神马电力一期、联钢精密机械等 12 个续建项目基本竣工，音户平田、迈特维克等 22 个项目顺利开展；通富微电连续四年列入省重大项目，上研动力、道通电子等 11 个项目列入是重大项目，产业园 10 亿元以上项目 28 个，亿元以上项目 138 个。推进中新、中奥合作，中新智能制造产业园、环普现代产业园等特色载体加快建设，引进饶州电子、祈瑞医药等 11 个中新合作项目；奥地利史达利、瑞德勒三圣等项目签约落户。

截至 2019 年末，产业园完成工业生产总产值¹65 亿元，同比增长 21.6%；完成一般公共预算收入 8.98 亿元，同比增长 37.6%，税收占比达到 93.2%；完成进出口总额 4.8 亿美元，同比增长 4.4%。预计全年完成全社会固定资产投资 80 亿元，同比增长 18.9%，其中工业固定资产投资 42 亿元，服务业固定资产投资 28 亿元。全年新增注册外资 6.8 亿美元，同比增长 114%。

中诚信国际认为，苏通产业园作为江苏省与新加坡的重点合作项目以及苏州工业园成功经验的推广，得到了政府的高度重视，苏通产业园优越的区位也增强了其发展潜力。总体看，苏通产业园仍在建设发展期，未来潜力大，但也面临资本投入和提高培育水平的问题。

跟踪期内，公司在苏通产业园的地位及职能未发生变化，土地开发业务平稳发展带动营业收入稳步增长，新增房地产销售业务为营业总收入带来一定补充

公司作为苏通产业园重要的基础设施投融资和建设主体，主要从事苏通产业园的土地开发整理、工程项目建设以及物业出租等业务。跟踪期内，公司业务结构基本保持稳定，2019 年，公司营业总收

入 9.37 亿元，同比增长 1.24%，其中土地一级开发收入 7.79 亿元，仍是公司收入最主要的来源，产业园土地开发业务稳步推进；同期管理费收入 1.01 亿元，系政府拨付东方大道维护管理费，随着东方大道政府回购金额增加，维护管理费逐年减少；租金收入 0.28 亿元，随着物业资产出租率提升，租赁收入持续增长；2018 年末南通苏通科技产业园滨江房地产开发有限公司（以下简称“滨江地产”）纳入合并报表范围，2019 年新增房地产销售收入 0.24 亿元。

表 1：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019
土地一级开发	7.23	7.65	7.79
管理费	1.46	1.29	1.01
租赁	0.22	0.25	0.28
物业管理	0.03	0.03	0.03
园林管理和苗木销售	0.01	0.01	0.01
房地产销售	-	-	0.24
其他	0.05	0.03	0.01
合计	8.99	9.25	9.37
占比	2017	2018	2019
土地一级开发	80.42%	82.70%	83.14%
管理费	16.24%	13.95%	10.73%
租赁	2.45%	2.70%	2.97%
物业管理	0.33%	0.32%	0.35%
园林管理和苗木销售	0.11%	0.11%	0.10%
房地产销售	-	-	2.56%
其他	0.56%	0.32%	0.15%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

注：1、表中各项加和数与合计数不一致系数据四舍五入所致；2、其他包括劳务派遣收入、电信配套服务费收入和其他收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地整理业务为公司收入主要来源，随着苏通产业园开发持续推进，公司未来将承担更多开发任务，业务可持续性得到保障，但资金需求或有所增加

产业园管委会授权公司从事产业园内的土地一级开发业务，根据产业园管委会、产业园财政局与苏通控股签署的《土地一级开发协议》，公司作为实施主体支付土地整理的各项成本和费用，每年年末产业园管委会支付公司当年实际发生的土地开发工作报告》，为初步统计数。

¹ 产业园经济财政数据摘自公司提供的《2019 年全区年终

发成本，同时按开发成本 6%的比例给予公司建设管理费。此外，对整理后出让的土地，产业园财政局将按照不超过土地出让价 45%的比例给予公司土地出让分成，具体分成比例由产业园财政局与公司协商确定。2019 年公司实现土地一级开发收入 7.79 亿元，同比增长 1.83%；同期，公司土地整理业务收到回款 2.00 亿元。截至 2019 年末，公司存货中尚未结转的土地整理成本为 47.30 亿元，公司应收产业园管委会土地整理款 14.28 亿元，后续土地一级开发结转及回款情况需持续关注。

表 2：土地一级开发收入情况（万元）

收入	2017	2018	2019
开发成本	62,213.52	70,477.75	48,616.77
管理费收入	3,732.81	4,228.66	2,917.01
土地出让分成	6,357.63	1,760.52	26,323.59
土地一级开发收入	72,303.96	76,466.93	77,857.36

注：为保持数据口径一致，开发成本中包含计入财务费用的利息支出。
资料来源：公司提供

公司出让土地主要为工业用地，2019 年少量商住用地的出让推动当期平均出让价格及出让面积均有所增长。

表 3：土地整理和出让情况

收入	2017	2018	2019
土地整理面积（亩）	2,789.54	2,437.66	2,300.00
土地出让面积（亩）	528.85	462.14	964.50
土地平均出让价格（万元/亩）	47.03	25.91	61.25
土地出让金（亿元）	2.49	1.20	5.91

资料来源：公司提供

苏通产业园总规划面积 50.0 平方公里，原规划分三期进行开发，规划面积分别为 9.5 平方公里、20 平方公里和 20.5 平方公里。截至 2020 年 3 月末，苏通产业园已完成一期 9.5 平方公里的开发，累计完成开发 30.0 平方公里，剩余可开发面积为 20.0 平方公里。

未来几年，苏通产业园原规划的二期、三期将并作大二期同时开发，公司作为产业园管委会下属的开发主体，未来将承担更多的开发任务以及配套设施建设，土地整理业务仍将为公司的营业收入的主要支撑公司，后续资金需求或有所增大，需持续关注融资压力情况。

城市基础设施建设形成的管理费收入对公司营业总收入形成良好补充，但随着东方大道项目完工，公司暂无在建重大基础设施建设项目，业务持续性值得关注

基础设施建设业务由公司本部负责。公司受产业园管委会委托对苏通产业园园区内基础设施项目进行代建，由公司先行投入建设资金，项目完工后，产业园管委会按照公司投入成本并加成 5%支付回购资金。

截至 2019 年末，公司主要已完工的基础设施项目为南通市东方大道。东方大道全长约 14.73 公里，主要建设内容包括高架道路、桥涵、管线、绿化及附属设施等，该项目总投资为 32.37 亿元，由公司承建部分金额为 24.81 亿元。项目完工后，公司按实际建设成本并加成 5%确认回购金额，计入“长期应收款”和“其他应收款”。根据公司与产业园管委会签订的《回购协议》，产业园管委会分 7 年（2015 年 7 月~2022 年 6 月）对东方大道项目进行回购，公司每年收到回购款时冲减“长期应收款”和“其他应收款”。截至 2019 年末，公司累计收到东方大道项目回款 11.22 亿元。此外，公司还能获取一定的管理费收入弥补利息支出，利息支出加成 5%后的结算收入即为管理费收入，随着东方大道政府回购金额增加，维护管理费逐年减少，2019 年东方大道项目实现管理费收入 1.01 亿元，同比减少 21.71%。

自东方大道项目竣工后，公司无在建重大基础设施项目，拟建项目主要包括农贸市场维修改造、服务部维修改造及中奥消防站项目，总投资 1,850 万元，金额较小，该板块业务未来持续性值得关注。

表 4：公司主要拟建基础设施项目情况(万元)

项目名称	规划建设期间	计划总投资	2020 年计划投资	2021 年计划投资
农贸市场维修改造	2020 年全年	100.00	100.00	-
服务部维修改造	2020 年全年	200.00	200.00	-
中奥消防站	2020~2021 年	1,550.00	850.00	700.00
合计		1,850.00	1,150.00	700.00

资料来源：公司提供

自营项目出租率较高，租赁收入近年来有所增长，因招商初期部分物业资产需进行装修，毛利率较低且波动较大

为了满足苏通产业园招商引资、吸引人才的需要，完善产业园的功能配套，公司投资建设了研发中心、标准化厂房、职工人才公寓、便利中心和邻里中心等多种物业。

截至 2020 年 3 月末，公司已建成可供出租物

业面积 24.45 万平方米，总投资 10.41 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司物业已出租面积 22.67 万平方米，整体出租率约 93%，其中便利中心为生活配套商业，面向产业职工出租，目前出租率较低。2019 年实现租金收入 0.28 亿元，较上年增长 12.81%，毛利率为 0.87%，较上年提升 6.85 个百分点，但仍然处于较低水平，主要系建成初期，因招商引资需要公司对部分物业资产进行装修所致。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司已建成经营性物业情况

项目	可出租面积 (万平方米)	已出租面积 (万平方米)	出租价格 (元/平米/月)	实际总投资 (亿元)	出租率 (%)
研发中心	2.55	2.55	38.00	2.95	100
标准厂房一期	4.32	4.32	20.00	1.29	100
标准厂房二期	4.56	4.56	20.00	1.31	100
职工人才公寓	4.60	4.37	18.00	1.91	95
便利中心	1.51	0.65	20.00	0.95	43
职工人才公寓三期	3.54	3.36	15.60	1.11	95
邻里中心	3.37	2.86	41.90	0.89	85
合计	24.45	22.67	-	10.41	93

注：研发中心项目建成后分自用和出租，总投资额 2.95 亿元，其中经营性物业部分投资额为 1.40 亿元，此表中为出租部分面积。

资料来源：公司提供

此外，公司拟建物业包括东部职工人才公寓二期及东部邻里中心，总投资 3.82 亿元，计划由公司子公司滨江地产负责建设，建成后交由公司本部负责运营。

表 6：主要拟建物业情况(亿元)

项目名称	规划建设期间	计划总投资	2020 年计划投资	2021 年计划投资
东部职工人才公寓二期	2020 年-2021 年	3.30	1.20	1.40
东部邻里中心	2020 年-2021 年	0.52	0.22	0.25
合计		3.82	1.42	1.65

资料来源：公司提供

2019 年公司新增房地产销售业务，在建项目尚未集中交付，收入规模较小；物业管理和苗木销售收入占比较小

2019 年度增加商品房销售业务，该业务由下属子公司滨江地产负责实施，滨江地产为 2018 年末新纳入合并范围的二级控股子公司。截至 2019 年末，滨江地产在建项目为滨江丽都桥语楼盘项目四期，滨江丽都桥语楼盘项目于 2011 年开始建设，占

地 11.80 万平方米，为住宅类项目，总投资 11.20 亿元，截至 2019 年末，已投资 10.60 亿元；截至 2019 年末，该项目共完成销售进度 88%，累计回笼资金 14.50 亿元，2019 年该项目完成合同销售金额 1.45 亿元，实现部分交付，结转收入 0.24 亿元，计划于 2020 年完成四期封顶并集中交付，并进行尾盘销售。目前滨江地产暂无拟建房地产项目。

此外，物业管理业务由公司本部负责，面向租赁标准厂房、人才公寓等入园企业、入住人员收取物业管理费；公司园林管理、苗木销售业务主要由二级子公司南通苏通科技产业园都市生态园林建设有限公司负责，通过销售苗木、提供园林工程施工与绿化养护管理服务获得园林管理、苗木销售收入。2019 年实现物业管理及苗木销售收入分别为 0.03 亿元和 0.01 亿元，较上年基本保持稳定。

财务分析

以下的财务分析基于公司提供的经江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的 2017~2018 年度财务报告、经公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的 2019 年度财务报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，公司各期财务报表按照新会计准则编制。各期数据均采用期末数。

受土地开发业务影响，公司收入波动较大；主营业务能够实现盈利，期间费用较高，政府补助对利润形成了一定的补充，公司整体盈利状况较好

受土地开发业务影响，公司综合毛利率波动较大，2019 年公司综合毛利率为 44.20%，较上年降低 9.63 个百分点，其中土地一级开发毛利率为 42.88%，较上年有所下降，但仍维持较高水平；东方大道成本通过长期应收款核算，因 2019 年产生少量监理费计入成本，毛利率为 98.44%；租赁业务毛利率为 0.87%，因部分物业招商初期需进行装修，成本支出较大，毛利率微薄；物业管理收入较低，不能有效弥补成本，导致出现亏损；新增房地产销售业务毛利率为 74.20%，毛利率水平较高。

表 7：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司毛利率（%）

毛利率	2017	2018	2019
土地一级开发	13.97	49.68	42.88
管理费	100.00	100.00	98.44
租赁	28.14	-5.98	0.87
物业管理	-357.36	-266.42	-337.75
园林管理和苗木销售	-32.63	-8.25	9.60
房地产销售	-	-	74.20
其他	-	-	-
营业毛利率	27.59	53.83	44.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要系管理费用和财务费用。2019 年管理费用 0.31 亿元，相对稳定；同期财务费用 5.33 亿元，较上年增加 34.60%，主要系土地整理业务利息支出全部计入财务费用，不再资本化处理。受土地整理利息支出核算方式变更影响，公司

期间费用率逐年上升，且处于较高水平。2020 年 1~3 月，期间费用合计 0.32 亿元，期间费用率 29.11%。

表 8：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月期间费用情况（亿元、%）

项目	2017	2018	2019	2020.Q1
销售费用	-	-	0.03	0.00
管理费用	0.22	0.26	0.31	0.07
财务费用	0.97	3.96	5.33	0.25
期间费用合计	1.20	4.22	5.68	0.32
期间费用率	13.34	45.58	60.66	29.11

注：管理费用含研发费用

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2019 年公司经营性业务利润 1.55 亿元，受期间费用影响较大，产业园管委会给予 3.30 亿元土地一级开发财政专项补贴，对盈利能力形成一定的补充。随着费用化利息支出的增长，公司 EBIT 和 EBITDA 逐年增长，带动 EBITDA 利润率和总资产收益率持续增长且维持较高水平。

表 9：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月盈利能力相关指标（亿元、%）

项目	2017	2018	2019	2020.Q1
经营性业务利润	1.41	1.39	1.55	0.07
其中：其他收益	0.31	0.81	3.31	0.00
资产减值损失	0.00	0.06	0.09	-
投资收益	0.01	0.37	0.01	-
利润总额	1.46	1.70	1.42	0.07
EBITDA 利润率	34.07	69.51	78.97	--
总资产收益率	1.87	3.90	4.26	--

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

跟踪期内公司资产和负债规模均持续提升，资产仍以土地及项目开发成本为主，流动性较差；大量资金被占用导致公司债务规模持续走高

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.Q1
货币资金	6.67	9.13	18.25	16.32
应收账款	9.39	9.56	15.68	16.64
其他应收款	32.35	33.27	40.75	39.54
存货	80.47	81.66	77.93	78.14
长期应收款	16.24	12.73	9.16	9.16
投资性房地产	5.58	6.23	6.89	6.84
资产总额	158.40	157.81	174.44	171.96

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司资产总额 174.44 亿元，

较上年增长 10.54%，公司资产结构以流动资产为主，主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。截至 2019 年末公司流动资产 154.37 亿元，其中货币资金 18.25 亿元，主要为银行存款；应收账款 15.68 亿元，同比增长 63.96%，账龄以两年以内为主，主要为应收产业园管委土地一级开发和基础设施建设款项，发生坏账可能性较小；其他应收款 40.75 亿元，主要系应收产业园财政局东方大道回购款及南通中奥苏通生态产业园发展有限公司的关联方往来款，较上年末增长 22.51%；同期末，存货 77.93 亿元，主要包括土地整理成本 47.30 亿元、土地使用权 26.11 亿元和房地产开发成本 3.66 亿元，其中 2019 年末账面价值 6.01 亿元土地使用权用于银行抵押贷款。非流动资产主要系长期应收款和投资性房地产，截至 2019 年末，长期应收款 9.16 亿元，主要系东方大道快速化改造工程的回购款，随着政府逐年回购，长期应收款逐年减少；同期末，投资性房地产 6.89 亿元，主要系已建成的经营性物业资产，较上年增长 10.62%，主要系新建的邻里中心投入运营。截至 2020 年 3 月末，公司资产总额 171.96 亿元，其中流动资产 151.96 亿元，非流动资产 20.00 亿元，较年初基本保持稳定。

表 11：近年来公司主要负债及权益情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.Q1
预收账款	0.05	4.93	5.87	5.95
一年内到期的非流动负债	15.62	15.35	12.27	26.27
长期借款	28.50	19.94	15.48	17.03
应付债券	39.20	44.90	67.30	51.50
负债总额	88.74	90.40	106.55	104.19
实收资本	45.00	45.00	45.00	45.00
资本公积	16.21	13.18	13.18	13.18
未分配利润	7.27	7.65	8.05	7.88
所有者权益	69.67	67.42	67.89	67.76

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

公司一直维持较高的债务融资需求，负债规模持续上升。截至 2019 年末，公司负债总额 106.55 亿元，同比增长 17.87%，其中非流动负债为 83.23 亿元，占总负债比重为 78.11%，主要由长期借款和应付债券构成，其中长期借款 15.48 亿元，随着融

资渠道扩展，有所下降；应付债券 67.30 亿元，同比增长 43.03%，主要系 2019 年新发行“19 苏通控股 ZR001”、“19 苏通控股 ZR2”、“19 苏通 PPN001”、“19 苏通 02”、“19 苏通 03”和“19 苏通 04”所致。截至 2019 年末，公司流动负债 23.32 亿元，以预收账款及一年内到期的非流动负债为主，其中预收账款 5.87 亿元主要为新并入合并范围子公司滨江地产的预售房款；一年内到期的非流动负债 12.27 亿元，主要系一年内到期的长期借款和应付债券。总的来看，公司负债以刚性债务为主，2019 年末，公司总债务为 95.05 亿元，同比增长 18.53%，其中短期债务/总债务为 12.91%，较上年下降 6.23 个百分点，债务结构较为合理。截至 2020 年 3 月末，公司总负债 104.19 亿元，总债务为 94.81 亿元，较年初变化不大，但一年内到期的非流动负债增至 26.27 亿元，短期偿债压力上升。

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定，截至 2019 年末，公司所有者权益 67.89 亿元，其中实收资本 45.00 亿元；资本公积 13.18 亿元，主要为产业园注入的土地使用权；未分配利润 8.04 亿元。2020 年 3 月末，公司所有者权益为 67.77 亿元。

资金压力导致公司财务杠杆持续上升，且处于较高水平，2019 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 61.08%和 58.33%，较上年末均有所提高；2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 60.59%和 58.32%。

受回款影响，公司经营活动现金流呈净流出状态；债务规模持续增长，公司的偿债指标仍有待加强

2019 年受回款影响，公司经营活动现金流呈净流出状态；同期，公司直接融资增加，带动筹资活动净现金流增长较大，债务增长较快，经营活动净现金流无法对债务本息形成覆盖；2019 年，公司 EBITDA 为 7.40 亿元，较上年保持增长，对债务本息保障能力有所增强，但仍有待提升。

表 12：近年来公司偿债能力分析（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.Q1
短期债务	15.62	15.35	12.27	26.27
总债务	84.61	80.19	95.05	94.81
EBITDA	3.06	6.43	7.40	-
经营活动净现金流	-10.13	9.17	-0.30	0.3
投资活动净现金流	-0.59	2.12	-0.19	-0.03
筹资活动净现金流	10.66	-8.93	9.60	-2.13
经营活动净现金流/总债务	-0.12	0.11	0.00	--
经营活动净现金流/利息支出	-2.38	1.59	-0.05	--
总债务/EBITDA	27.62	12.47	12.85	--
EBITDA 利息倍数	0.72	1.11	1.31	--

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

到期债务方面，截至 2020 年 3 月末，公司 2020 年 4~12 月、2021 年及 2022 年到期债务规模分别为 10.31 亿元、40.10 亿元和 29.94 亿元，2021 年和 2022 年为偿债高峰。中诚信国际将持续关注公司到期债务的偿还情况。

公司备用流动性较为紧张；部分资产所有权受限，一定程度上降低了资产流动性；对外担保对象均为地方国有企业，代偿风险较小

截至 2020 年 3 月末，公司获得银行授信合计 49.50 亿元，其中未使用授信额度 1.91 亿元，备用流动性紧张。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计 12.64 亿元，占同期总资产的 7.25%，受限资产主要系用于抵押的土地使用权、投资性房地产和固定资产等。

或有事项方面，截至 2020 年 3 月末，公司为南通市经济技术开发区控股集团有限公司及南通沿海开发集团有限公司等区域内国有企业提供担保，担保余额合计 29.50 亿元，占公司当期净资产的 43.53%，目前被担保人的生产经营情况正常，代偿风险相对可控。

过往债务履约情况：根据公司提供的企业征信报告及公开信息渠道查询，截至 2020 年 5 月 25 日，公司不存在未结清不良信贷信息。

外部支持

公司依然保持了较强的区域平台地位，可持续获得产业园管委会及开发区管委会给予了公司大力支持

公司仍将持续在产业园和开发区基础设施建设和配套项目建设当中发挥着重要作用，产业园管委会及开发区管委会给予了公司大力支持。

根据产业园管委会、产业园财政局与公司签订的土地一级开发协议：产业园管委会定期与公司进行土地一级开发业务的结算，对于其开发整理后的土地，除弥补成本外还将按照公司开发成本的一定比例加成确认土地开发整理收入。

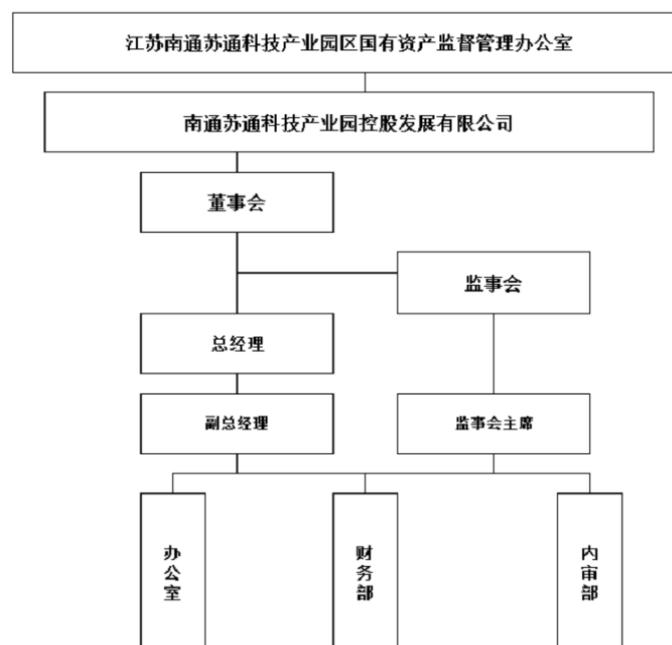
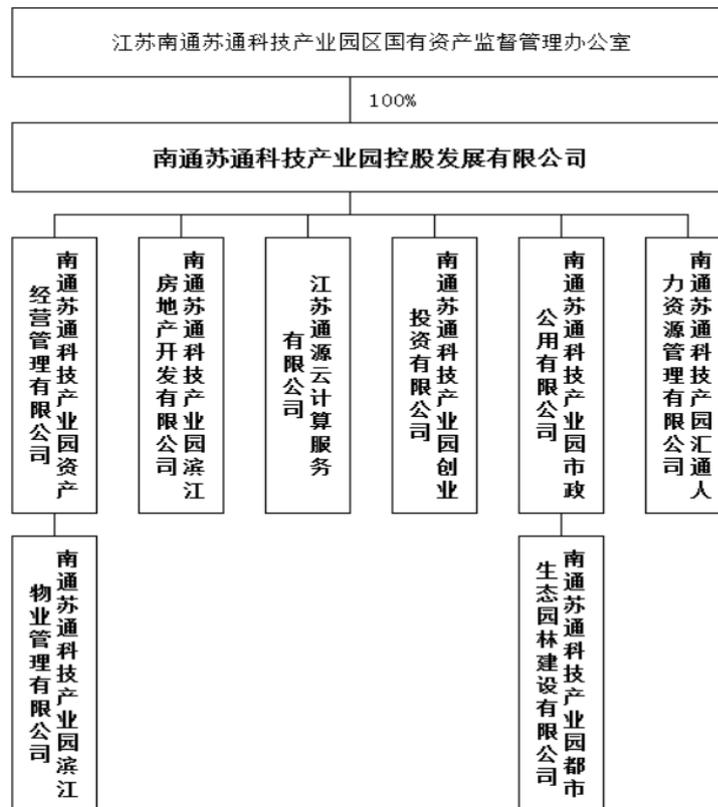
2019 年，公司获得人才公寓、土地一级开发等专项补助 3.31 亿元，对公司盈利能力形成较好补充。

整体来看，公司是苏通产业园重要的基础设施投融资和建设主体，产业园管委会及开发区管委会给予了公司大力支持，公司具有较强抗风险能力。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持南通苏通科技产业园控股发展有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“15 苏通债/PR 苏通债”、“17 苏通 MTN001”和“17 苏通 MTN002”信用等级为 **AA**。

附一：南通苏通科技产业园控股发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至2020年3月末）



资料来源：公司提供

附二：南通苏通科技产业园控股发展有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.Q1
货币资金	67,744.70	91,325.72	182,485.87	163,243.78
应收账款	93,878.96	95,614.22	156,771.77	166,416.99
其他应收款	323,493.77	332,651.81	407,547.14	395,366.44
存货	804,729.44	816,616.12	779,313.05	781,379.79
长期投资	35,149.03	6,259.88	6,031.06	6,031.06
在建工程	6,634.55	4,170.71	0.00	0.00
无形资产	17,068.92	18,516.37	17,821.37	17,717.22
总资产	1,584,025.86	1,578,148.65	1,744,413.10	1,719,590.64
其他应付款	1,641.41	1,230.81	29,312.35	15,181.68
短期债务	156,206.22	153,524.25	122,740.00	262,740.00
长期债务	689,899.25	648,375.00	827,765.00	685,340.00
总债务	846,105.47	801,899.25	950,505.00	948,080.00
总负债	887,361.60	903,958.49	1,065,490.35	1,041,940.07
费用化利息支出	13,619.74	44,683.09	56,554.57	-
资本化利息支出	28,978.03	13,166.68	0.00	-
实收资本	450,000.00	450,000.00	450,000.00	450,000.00
少数股东权益	6.16	3,676.93	3,803.59	4,194.97
所有者权益合计	696,664.26	674,190.16	678,922.75	677,650.56
营业总收入	89,923.57	92,508.07	93,650.58	10,854.22
经营性业务利润	14,079.06	13,888.77	15,531.84	688.48
投资收益	93.68	3,717.05	68.02	0.61
净利润	1,894.18	4,063.72	5,951.71	703.51
EBIT	28,218.66	61,636.99	70,797.70	-
EBITDA	30,637.16	64,302.34	73,955.05	-
销售商品、提供劳务收到的现金	79,078.12	95,857.32	46,569.67	2,578.61
收到其他与经营活动有关的现金	19,106.13	58,075.79	41,599.34	20,422.10
购买商品、接受劳务支付的现金	22,753.82	15,017.80	15,700.96	10,940.93
支付其他与经营活动有关的现金	164,183.89	35,035.70	51,366.20	3,660.24
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	11,651.49	4,303.11	2,182.99	277.52
经营活动产生现金净流量	-101,333.84	91,717.31	-3,001.37	2,312.39
投资活动产生现金净流量	-5,886.09	21,180.07	-1,877.27	-276.91
筹资活动产生现金净流量	106,638.78	-89,316.37	96,038.79	-21,277.56
财务指标	2017	2018	2019	2020.Q1
营业毛利率(%)	27.59	53.83	44.20	35.10
期间费用率(%)	13.34	45.58	60.66	29.11
应收类款项/总资产(%)	36.60	35.20	37.60	38.00
收现比(%)	0.88	1.04	0.50	0.24
总资产收益率(%)	1.87	3.90	4.26	--
资产负债率(%)	56.02	57.28	61.08	60.59
总资本化比率(%)	54.84	54.33	58.33	58.32
短期债务/总债务(X)	0.18	0.19	0.13	0.28
FFO/总债务(X)	0.02	0.06	0.07	--
FFO 利息倍数(X)	0.41	0.84	1.15	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-2.38	1.59	-0.05	--
总债务/EBITDA(X)	27.62	12.47	12.85	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.42	0.60	--
货币资金/短期债务(X)	0.43	0.59	1.49	0.62
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.72	1.11	1.31	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款中的有息债务调整至长期债务；3、将研发费用计入管理费用。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	
资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。