

2013 年寿光市城市建设投资开发有限公司
公司债券 2020 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：

谭璇

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪第
【288】号 01

债券简称:

13寿光城投债/PR 寿城投

债券剩余规模: 0.96 亿元

债券到期日期: 2020 年
10 月 18 日

债券偿还方式: 按年付
息, 同时设置本金提前偿
还条款, 在存续期的第 3、
4、5、6、7 年末分别按照
发行总额 20% 的比例偿
还债券本金

分析师

姓名:
宋晨阳 胡长森

电话:
010-66216006

邮箱:
songchy@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方法,
该评级方法已披露于中
证鹏元官方网站。

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

2013 年寿光市城市建设投资开发有限公司公司债券 2020 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	2020 年 6 月 24 日	2019 年 6 月 20 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”)对寿光市城市建设投资开发有限公司(以下简称“寿光城投”或“公司”)及其 2013 年 10 月 18 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2020 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寿光市经济实力较强, 为公司发展提供了良好基础, 公司业务具有较好的持续性, 且获得的外部支持力度仍较大。同时中证鹏元也关注到了公司资金压力较大, 资产流动性较弱, 有息债务大幅增长, 以及面临较大或有负债风险等风险因素。

正面:

- 寿光市经济实力较强, 为公司发展提供了良好基础。寿光市为全国百强县, 优势产业突出, 工业基础较好, 是中国“蔬菜之乡”、全国三大重点盐业产区之一和重要的盐化工基地, 2019 年实现地区生产总值 768.1 亿元, 增长率为 3.7%, 经济持续增长, 为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务具有较好的持续性。公司在建房地产项目数量较多, 未来房地产收入来源较有保障, 供暖业务在寿光市具有一定的专营性, 且经营性房产对外租赁收入保持增长, 公司业务具有较好的持续性。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2019 年公司获得当地政府拨入项目资本金和划入资产金额合计 3.62 亿元, 计入资本公积。另外, 2019 年公司收到政府补助款项金额合计 1.80 亿元, 有效提升了公司的利润水平。

关注:

- **公司存在较大的资金压力。**截至 2019 年末，公司主要在建房地产项目后续尚需投资 21.25 亿元，主要在建基础设施项目尚需投资 9.48 亿元，公司面临较大的资金压力。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收账款、其他应收款、存货和长期股权投资为主，与政府部门的应收账款和其他应收款回收时间存在一定的不确定性，存货以及长期股权投资即时集中变现难度较大；2019 年末公司受限资产达 22.78 亿元，占总资产的比重为 14.95%，整体资产流动性较弱。
- **公司有息债务规模大幅增长，偿债压力进一步加大。**截至 2019 年末，公司有息债务合计 74.99 亿元，同比增长 40.22%，占负债总额的比重为 75.72%，规模大幅增长，公司面临较大的刚性债务压力。
- **公司对外担保规模较大，面临较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 12.43 亿元，部分被担保对象为民营企业，且存在不良担保，面临较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,651,193.61	1,524,028.17	1,201,164.25	752,567.52
所有者权益合计	530,227.37	533,651.34	504,055.51	242,254.95
有息债务	-	749,941.58	534,829.70	416,096.24
资产负债率	67.89%	64.98%	58.04%	67.81%
现金短期债务比	1.75	0.92	0.77	0.76
营业收入	11999.51	119,255.23	68,841.53	58,552.82
其他收益	3.53	17,953.28	29,230.61	30,707.91
利润总额	-3423.97	13,549.72	7,053.89	9,054.18
综合毛利率	32.99%	36.36%	17.57%	22.96%
EBITDA	-	57,301.40	45,764.34	38,330.81
EBITDA 利息保障倍数	-	1.39	1.42	1.77
经营活动现金流净额	12,487.51	13,948.79	-74,490.87	14,786.43
收现比	1.62	1.28	1.17	1.19

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2013 年 10 月 18 日发行 7 年期 4.80 亿元公司债券，票面利率为 7.10%，募集资金拟用于景新园保障性住房项目和城区热力管网改造项目。截至 2020 年 3 月 31 日，募集资金专项账户余额为 3,172.40 元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本和实收资本均未发生变化，寿光市城投控股集团有限公司持有公司 100% 股权，公司实际控制人仍为寿光市人民政府。

2020 年 4 月，公司法定代表人和董事长由刘子兴变更为房光胜，公司一名董事由张晓东变更为张文利。

公司 2019 年合并报表范围未发生变化，截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共 21 家（详见附录二）。

三、外部经营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法

体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方

式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

寿光市优势产业突出，工业基础较好，经济保持增长，但增速有所下滑

寿光市优势产业特色突出。寿光市是著名的“中国蔬菜之乡”，南部水源丰沛，是蔬菜、粮食、果品等产品生产基地；北部石油、天然气资源丰富，是全国三大重点盐业产区之一和重要的盐化工基地。工业方面，近年寿光市在改造提升绿色造纸、新型化工、精品钢铁等传统优势产业转型升级基础上，重点培植石油装备产业、生物医药产业、新型防水材料产业、橡胶新材料及高端轮胎产业、生态木业产业、新能源产业、清洁煤电产业、生物基材料产业等八个百亿级新兴产业，拥有中国海洋化工（寿光）产业基地、中国石油装备（寿光）产业基地、中国建筑防水产业基地等国字号平台。

寿光市经济增长主要依靠资源驱动，造纸、化工、橡胶等传统工业以及资源消耗型产业占比较大。2019年寿光市全年实现地区生产总值 768.1 亿元，按可比价格计算，同比增长 3.7%，增速较 2018 年下降 2.8 个百分点。其中，第一产业增加值 101.2 亿元，同比增长 1.1%；第二产业增加值 328.5 亿元，同比下降 0.6%；第三产业增加值 338.4 亿元，同比增长 9.4%。2019 年寿光市三次产业比例为 13.2:42.8:44.0，主要以第二产业和第三产业为主。2019 年寿光市人均生产总值为 6.62 万元，为全国人均 GDP 的 92.24%。

工业方面，2019 年寿光市规模以上工业企业累计完成工业总产值 1,609.8 亿元，同比增长 1.8%；其中，轻工业完成产值 395.6 亿元，同比增长 7.9%；重工业完成产值 1,214.2 亿元，同比持平，轻重工业之比为 24.6:75.4，以重工业为主。实现主营业务收入 1,744.9 亿元，同比增长 4.5%；实现利润 55.6 亿元，同比下降 30.0%，企业盈利水平下降。

从拉动地区经济增长的三大要素来看，2019 年寿光市社会消费品零售总额 333.9 亿元，同比增长 6.7%。实现进出口总额 402.9 亿元，同比增长 14.1%。固定资产投资同比下降 25.4%，其中计划投资过亿元项目 256 个，完成投资同比下降 24.4%。按产业划分，第一

产业投资同比增长 12.8%，第二产业投资同比下降 36.4%，第三产业投资同比下降 16.6%。房地产方面，全年有房地产开发项目的 69 家企业房地产投资同比下降 23.4%。房屋施工面积同比下降 6.6%，房屋竣工面积同比增长 55.5%，商品房销售面积同比下降 4.9%，商品房现房待售面积同比下降 23.4%。

受 COVID-19 疫情影响，2020 年 1 季度寿光市完成地区生产总值 168.9 亿元，同比下降 7%；社会消费品零售总额同比下降 13.9%；规模以上工业企业累计完成工业总产值 330.1 亿元，同比下降 11.6%。

表 3 寿光市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	768.1	3.7%	902.7	6.5%
第一产业增加值	101.2	1.1%	99.4	0.2%
第二产业增加值	328.5	-0.6%	355.6	7.1%
第三产业增加值	338.4	9.4%	447.6	7.4%
固定资产投资	-	-25.4%	-	7.9%
社会消费品零售总额	333.9	6.7%	313.0	8.3%
进出口贸易总额	402.9	14.1%	353.6	23.2%
存款余额	1,064.3	10.2%	966.0	4.4%
贷款余额	836.6	13.9%	734.2	0.1%
人均 GDP（万元）		6.62		7.61
人均 GDP/全国 GDP		93.40%		115.29%

资料来源：2018-2019 年寿光市国民经济和社会发展统计公报、公开资料，中证鹏元整理

2019 年寿光市实现公共财政收入 94.4 亿元，同比增长 1.0%；实现政府性基金收入 50.42 亿元，同比增长 24.9%。受 COVID-19 疫情影响，2020 年 1 季度寿光市实现公共财政收入 24.8 亿元，同比下降 7.0%。

四、经营与竞争

公司是寿光市重要的基础设施建设投融资主体，业务涉及城市基础设施建设、房地产开发、供暖、土地综合开发与经营以及国有资产的运营管理等。2019 年公司实现营业收入 119,255.23 万元，同比增长 73.23%，主要系土地增减挂钩收入和房地产收入大幅增长所致，取暖费及配套费收入和房产租赁收入等其他收入仍能对公司收入形成一定补充。其他收入包括建材收入、建筑施工收入、物业管理收入以及文体传媒收入等合计 25,264.72 万元。2019 年公司综合毛利率为 36.36%，较上期大幅上升 18.79 个百分点，主要系土地

增减挂钩收入及房地产收入毛利率大幅上升所致。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施建设收入	6,183.69	5.52%	2,576.60	15.38%
房地产收入	25,620.59	29.90%	17,770.35	-6.17%
取暖费及配套费收入	11,029.16	13.22%	9,974.57	22.22%
土地增减挂钩收入	41,808.70	60.35%	10,920.89	45.87%
其他收入（子公司）	25,264.72	12.51%	19,819.13	12.13%
主营业务收入	109,906.69	34.44%	61,061.54	14.47%
其他业务	9,348.36	58.98%	7,779.99	41.89%
合计	119,255.23	36.36%	68,841.53	17.57%

注：其他业务主要为房产租赁业务。

资料来源：公司提供

2019年公司基础设施建设收入大幅增长，未来仍存在波动的可能性

公司基础设施建设业务主要采用委托代建模式，公司负责项目的投融资及建设，寿光市政府根据施工进度按投资成本上浮一定比例对项目进行回购。2019年寿光市政府对企业总部群3号楼、悦动生态城土地熟化项目进行回购，合计确认基础设施建设收入6,183.69万元，同比大幅增长139.99%，毛利率同比降幅较大主要系本年度确认收入的项目上浮比例较低。截至2019年末，公司主要在建的基础设施项目为金光街大桥项目和城投·悦动生态城土地熟化一期，计划总投资合计14.06亿元，已投资4.58亿元，尚需投资9.48亿元。目前可回购基础设施项目规模不大，未来基础设施建设收入仍存在波动的可能性。

公司房地产收入有所增长，目前在建项目较多，未来收入来源较有保障，但是面临较大的资金压力

近年公司投资建设的房地产项目主要有商业地产项目五星广场和五星大厦，住宅项目五星花园、兰亭香苑、锦绣城一期、学景花园、景新园一期、西刘村安置区项目和东景花园，养老地产项目康复中心以及太阳城养老项目。

目前公司在售的房地产项目主要包括五星广场、五星大厦、五星花园、兰亭香苑、锦绣城一期、景新园一期和东景花园项目等。受益于一品家园项目结算收入，2019年公司实现房地产收入25,620.59万元，同比增长44.18%，同时毛利率大幅上升至29.90%，主要系毛利率较高的一品世家项目本年度确认的收入规模较大。

表7 公司房地产收入明细（单位：万元）

项目名称	房地产收入	
	2019年	2018年

商业	五星广场	110.09	417.67
	五星大厦	1,787.21	2,370.97
住宅	五星花园	24.79	586.58
	兰亭香苑	225.63	617.89
	锦绣城一期	45.10	391.78
	学景花园	0.00	518.08
	景新园一期	15.39	748.43
	西刘村安置区	0.00	5,332.39
	东景花园	3,606.38	6,786.56
	一品世家	19,806.00	0.00
合计	25,620.59	17,770.35	

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建房地产项目包括养老地产项目康复中心和太阳城养老，住宅项目包括东景花园、鲁能·悦动生态城6号小区、城投·新居时代以及潍坊科技学院五专部等。康复中心项目计划总投资3.10亿元，规划总建筑面积6.36万平方米，其中老年公寓建筑面积3.62万平方米，收益主要来源于老年公寓出租；太阳城养老项目由子公司寿光太阳城养老服务有限公司负责建设，项目预计总投资13.73亿元，规划建筑面积36.83万平方米，收益主要来源于物业的销售和出租。东景花园、鲁能·悦动生态城6号小区和城投·新居时代计划总投资分别为4.00亿元、13.00亿元和1.48亿元，规划建筑面积分别为13.43万平方米、27.91万平方米和5.69万平方米，未来收益来源于房屋销售。截至2019年末，公司主要在建房地产项目计划总投资合计35.31亿元，已投资14.06亿元，后续尚需投资21.25亿元，公司面临较大的资金压力。

表8 2019年末公司主要在建房地产项目情况（单位：万元、万平方米）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	规划建筑面积
康复中心	31,000.00	15,509.99	15,490.01	6.36
太阳城养老	137,319.00	14,575.78	122,743.22	36.83
东景花园	40,000.00	20,985.63	19,014.37	13.43
鲁能·悦动生态城 6号小区	130,000.00	85,596.99	44,403.01	27.91
城投·新居时代	14,790.00	3,942.54	10,847.46	5.69
合计	353,109.00	140,610.93	212,498.07	90.22

资料来源：公司提供

公司继续实现取暖费及配套费收入、房产租赁收入，且未来业务可持续较好

公司取暖费及配套费收入来自子公司寿光市金惠热力有限公司（以下简称“金惠热力”）和寿光西城供热有限公司（以下简称“西城供热”），金惠热力供热区域主要集中在

寿光市中东部城区，西城供热主要负责寿光市西城区小部分地区和周边城镇的供暖。由于供热面积保持增长，2019 年公司实现取暖费及配套费收入 11,029.16 万元，同比增长 10.57%。

公司取暖费的收取采用双标准，居民户可选择按照房产证建筑面积缴纳取暖费，也可选择按实际使用热量缴纳取暖费。2019 年寿光市按房产证建筑面积计供暖价格维持为 22.5 元/平方米，按计量计供暖价格维持为 56 元/吉焦，实际供暖面积为 560.00 万平方米，2019 年公司实现供暖费收入 8,148.80 万元，规模同比下降 4.55%。配套费收入为金惠热力和西城供热对供热区域进行供热管道铺设等供热基础设施建设而向开发商一次性收取的配套收费，2019 年配套费标准维持为 32 元/平方米，本年度新建楼盘配套面积大幅增长，配套费收入上升至 2,880.36 万元。考虑到公司供热业务在寿光市具有一定区域专营性，未来公司取暖费收入和配套费收入可持续较好。

表9 公司供热业务情况

项目	2019 年	2018 年
按房产证建筑面积计供暖价格（元/平方米）	22.5	22.5
按计量计供暖价格（元/吉焦）	56	56
实际供暖面积（万平方米）	560	560
取暖费收入（万元）	8,148.80	8,536.85
配套费标准（元/平方米）	32	32
配套面积（万平方米）	90.01	44.93
配套费收入（万元）	2,880.36	1,437.72
取暖费及配套费收入（万元）	11,029.16	9,974.57

资料来源：公司提供

2019 年公司继续对外出租圣城街以北、东环路以西的办公楼和五星大厦等经营性房产。2019 年公司新增潍坊科技学院五专部房产出租，出租面积为 89,268.95 平方米，实现出租收入 1,376.76 万元。2019 年公司合计实现房产租赁收入 6,334.77 万元，对公司收入和利润有所贡献。考虑到 2019 年末五星大厦尚有部分面积可供出租，随着剩余可租赁房产的陆续出租，公司未来租赁收入较有保障。总体来看，公司租赁业务可持续性较好。

表 10 公司主要租赁收入情况（单位：平方米、万元）

项目		2019 年	2018 年
办公楼	建筑面积	156,623	156,623
	出租面积	156,623	156,623
	出租收入	4,237.90	4,237.90
五星大厦	建筑面积	51,930	51,930
	出租面积	28,158.57	28,158.57

	出租收入	720.11	720.11
潍坊科技学院五专部	建筑面积	89,268.95	0.00
	出租面积	89,268.95	0.00
	出租收入	1,376.76	0.00
合计		6,334.77	4,958.01

资料来源：公司提供

2019 年公司土地增减挂钩收入大幅增长，但考虑到土地整治周期较长，未来土地增减挂钩收入存在一定的波动性

根据寿政发【2015】35 号文，自 2015 年起，公司负责土地增减挂钩项目的投资及节余指标的运营工作。土地增减挂钩项目主要包括两项内容：一是将废弃的盐田拆除，复垦为耕地，将新增耕地置换为新的建设用地指标；二是将村庄原有的宅基地拆除，在原址进行安置，腾出空地复垦为耕地，再将新增耕地置换为新的建设用地指标。公司土地增减挂钩业务的运作模式为：公司负责全市农村土地和废弃盐田整治项目的融资和投资工作，各相关镇、街（区）为项目实施主体，负责项目规划设计、拆旧建新等工作，土地整治完成后，节余土地指标的运营归公司所有，各用地单位一律按每亩不低于 30 万元的标准向公司缴纳节余土地指标使用费，公司据此确认土地增减挂钩收入。2019 年公司获得土地增减挂钩收入 41,808.70 万元，同比大幅增长 282.83%，主要系寿光市 2019 年土地指标需求量大幅上升所致。随着土地整理项目的推进，公司有望获得更多节余土地指标，但考虑到土地整治周期较长，指标市场不活跃，未来公司土地增减挂钩收入存在一定的波动性。

公司获得的外部支持力度仍较大

为提高公司持续经营能力，当地政府在资产注入和财政补贴方面继续给予公司较大支持。2019 年公司累计获得当地政府拨入项目资本金和划拨资产合计 3.62 亿元，计入资本公积。另外，2019 年公司收到政府补助款项金额合计 1.80 亿元，有效的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 2018-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，报告采用新会计准则编制。2019 年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，以应收款项、存货和长期股权投资为主，应收款项回收时间存在一定的不确定性，且部分资产受限，整体资产流动性较弱

随着借款规模增加以及资产划拨，公司资产规模大幅增长，2019年末为152.40亿元，同比增长26.88%。从资产结构来看，仍以流动资产为主，2019年末流动资产占总资产的比重为64.26%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项 目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	378,859.20	22.94%	245,499.70	16.11%	87,382.07	7.27%
应收账款	125,136.33	7.58%	130,602.51	8.57%	111,477.61	9.28%
其他应收款	126,026.03	7.63%	129,849.97	8.52%	119,016.75	9.91%
存货	417,724.60	25.30%	407,847.84	26.76%	351,751.72	29.28%
流动资产合计	1,100,683.75	66.66%	979,266.22	64.26%	702,879.26	58.52%
长期股权投资	267,755.97	16.22%	267,755.97	17.57%	259,817.11	21.63%
投资性房地产	112,102.39	6.79%	112,102.39	7.36%	87,106.23	7.25%
固定资产	88,784.13	5.38%	89,892.66	5.90%	79,164.85	6.59%
在建工程	31,044.83	1.88%	24,817.66	1.63%	19,361.55	1.61%
无形资产	39,209.85	2.37%	39,422.32	2.59%	40,373.31	3.36%
非流动资产合计	550,509.87	33.34%	544,761.95	35.74%	498,285.00	41.48%
资产总计	1,651,193.61	100.00%	1,524,028.17	100.00%	1,201,164.25	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2019年末公司货币资金为245,499.70万元，其中其他货币资金为79,773.08万元，主要为银行承兑汇票保证金和用于担保的定期存款或通知存款，使用受限。2019年末公司应收账款为130,602.51万元，同比增长17.16%。2019年末公司其他应收款为129,849.97万元，同比增长9.10%。截至2019年末，公司应收账款和其他应收款合计230,494.36万元，占资产总额的比重为17.09%，对公司资金形成较大规模占用，与政府部门的款项回收时间存在一定的不确定性。公司存货主要由土地存货、开发成本和开发产品等构成，2019年末为407,847.84万元，其中开发成本202,124.37万元，主要包括鲁能·悦动生态城、陶然亭与城投·新居时代等项目；开发产品金额为61,445.59万元，同比大幅增长，主要系新增土地增减挂钩成本；土地存货为111,097.04万元，土地性质为出让，土地用途为商务金融用地、采矿用地和工业用地，2019年末存货中已有账面价值为63,341.07万元的土地使用权用于借款抵押。

表12 公司存货构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
土地存货	111,097.04	27.24%	111,097.04	31.58%
开发成本	202,124.37	49.56%	208,440.55	59.26%
开发产品	61,445.59	15.07%	12,277.90	3.49%
工程施工	27,076.31	6.64%	2,162.98	0.61%
原材料	1,404.36	0.34%	1,157.36	0.33%
库存商品	4,566.44	1.12%	16,505.89	4.69%
周转材料	133.73	0.03%	109.99	0.03%
合计	407,847.84	100.00%	351,751.72	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司长期股权投资为 267,755.97 万元，同比变化不大，主要系公司对联营企业的股权投资。公司投资性房地产主要为经营性的房屋、建筑物以及土地使用权，其中房屋、建筑物金额为 99,791.74 万元，土地使用权金额为 12,310.65 万元。截至 2019 年末，公司用于抵押的投资性房地产金额为 17,886.80 万元。公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备等构成，2019 年末为 89,892.66 万元，其中金额为 13,703.96 万元的房屋及建筑物尚未办妥产权证书。2019 年末公司在建工程为 24,817.66 万元，主要包括供热管网工程 3,871.42 万元、太阳城项目 10,376.85 万元。公司无形资产主要为土地使用权，2019 年末无形资产中土地使用权账面价值 39,288.19 万元，其中 24,418.86 万元已用于借款抵押。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 227,849.31 万元，占总资产的比重为 14.59%，受限规模较大。

表13 截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：万元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	79,773.08	保证金、定期存款为应付票据、短期借款、长期借款质押
应收票据	42,429.50	为长期借款质押
存货	63,341.08	为长期借款抵押
投资性房地产	17,886.80	为短期借款、长期借款抵押
无形资产	24,418.86	为长期借款抵押
合计	227,849.31	-

资料来源：公司 2019 年审计报告

总体而言，公司资产规模大幅增长，以应收款项、存货和长期股权投资为主，其中应收款项回款时间存在一定的不确定性，且部分资产受限，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入大幅增长，但利润对外部支持的依赖大

2019 年公司实现营业收入 119,255.23 万元，同比增长 73.23%。目前可回购基础设施项目规模不大，未来基础设施建设收入仍存在波动的可能性；在建房地产项目较多，未来房地产收入来源较有保障，但需关注其盈利的波动；供暖业务在寿光市具有一定的专营性，仍可持续对公司收入形成一定补充；土地增减挂钩业务收入存在波动可能性。

毛利率方面，受房地产业务和土地增减挂钩业务盈利能力回升的影响，2019 年公司综合毛利率上升至 36.36%。2019 年公司期间费用率进一步下降至 35.97%，仍处于较高水平，对公司利润产生较大侵蚀。2019 年公司计入其他收益的财政补贴款合计 17,953.28 万元，实现利润总额 13,549.72 万元，利润对外部支持的依赖大。

表14 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
营业收入	11,999.51	119,255.23	68,841.53
其他收益	7,250.84	17,953.28	29,230.61
营业利润	-3,422.28	13,721.12	7,252.57
营业外收入	3.53	42.71	72.68
利润总额	-3,423.97	13,549.72	7,053.89
期间费用率	115.86%	35.97%	49.72%
综合毛利率	32.99%	36.36%	17.57%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营现金流状况改善，在建房产项目存在较大的资金缺口，未来面临较大的资金压力

受益于收入规模大幅增长，2019 年公司经营活动现金流入 188,156.96 万元，同比增长 43.84%。同时由于公司经营活动现金流出规模下降，2019 年经营活动现金净流入 13,948.79 万元，经营活动现金流净额改善。

投资活动方面，2019 年公司投资活动现金流入规模小，现金流出主要表现为长期股权投资追加投资以及工程建设支出，全年投资活动产生的现金净流出 11,701.89 万元。

2019 年公司外部筹资需求仍较大，公司通过发行 PPN 以及长短期借款等方式进行融资，筹资活动现金流入规模大幅增长，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务和支付利息，2019 年公司筹资活动产生的现金净流入 114,573.41 万元。截至 2019 年末，公司主要在建

房地产项目后续尚需投资 21.25 亿元，主要在建的基础设施项目尚需投资 9.48 亿元，面临较大的资金压力。

表15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.28	1.17
销售商品、提供劳务收到的现金	152,567.08	80,464.86
收到的其他与经营活动有关的现金	35,589.88	50,348.41
经营活动现金流入小计	188,156.96	130,813.27
购买商品、接受劳务支付的现金	143,310.01	135,210.15
支付的其他与经营活动有关的现金	18,486.46	60,372.83
经营活动现金流出小计	174,208.17	205,304.15
经营活动产生的现金流量净额	13,948.79	-74,490.87
投资活动产生的现金流量净额	-11,701.89	-8,957.91
筹资活动产生的现金流量净额	114,573.41	84,283.43
现金及现金等价物净增加额	116,819.55	834.65

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构和财务安全性

公司有息债务规模大幅增长，偿债压力加大

2019年末公司所有者权益为533,651.34万元，同比小幅增长。2019年公司融资力度加大，负债规模上升至990,376.83万元，同比增长42.07%。受此影响，2019年末公司产权比率为185.58%，水平较2018年大幅上升，权益对负债的保障程度较差。

表16 公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
负债总额	1,120,966.24	990,376.83	697,108.75
所有者权益	530,227.37	533,651.34	504,055.51
产权比率	211.41%	185.58%	138.30%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，2019年末流动负债占总负债比重为52.18%，较2018年末大幅上升。2019年末公司短期借款为43,960.00万元，规模同比增长59.85%，包括抵押借款8,000.00万元、抵押借款8,000.00万元、保证借款14,000.00万元和信托借款13,960.00万元。2019年末公司应付票据金额为58,908.08万元，主要系银行承兑汇票。截至2019年末，公司应付账款金额为46,726.21万元，主要系尚未结算的采购和工程款项。2019年末公司预收款项为124,365.43万元，同比增长107.59%，主要系房地产项目预售款大幅增加所致。2019年末其他应付款金额为57,018.83万元，主要系应付寿光市金海投资开发有限公司和山东寿光第一

建筑有限公司等单位的往来款。2019年末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38,500.00万元、长期应付款18,544.68万元和应付债券123,630.00万元。

表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	22,960.00	2.05%	43,960.00	4.44%	27,500.00	3.94%
应付票据	81,820.78	7.30%	58,908.08	5.95%	31,500.00	4.52%
应付账款	21,606.02	1.93%	46,726.21	4.72%	41,805.96	6.00%
预收款项	139,387.10	12.43%	124,365.43	12.56%	59,907.77	8.59%
其他应付款	46,340.15	4.13%	57,018.83	5.76%	35,916.74	5.15%
一年内到期的非流动负债	121,680.45	10.85%	180,674.68	18.24%	63,022.20	9.04%
流动负债合计	434,596.52	38.77%	516,791.99	52.18%	277,115.23	39.75%
长期借款	329,017.50	29.35%	215,417.50	21.75%	109,681.50	15.73%
应付债券	305,000.00	27.21%	213,000.00	21.51%	246,600.00	35.37%
长期应付款	52,352.22	4.67%	45,167.33	4.56%	63,712.02	9.14%
非流动负债合计	686,369.72	61.23%	473,584.83	47.82%	419,993.52	60.25%
负债合计	1,120,966.24	100.00%	990,376.83	100.00%	697,108.75	100.00%
其中：有息债务	-	-	749,941.58	75.72%	534,829.70	76.72%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2019年末公司长期借款为 215,417.50万元，同比增长96.40%，主要为抵押借款、质押借款和保证借款。应付债券包括13寿光城投债、16寿光城投PPN001、17寿光城投PPN002、17寿光城投MTN001、17鲁寿光城投ZR001、18寿光01、18寿光02、19寿光城投PPN001、19寿光城投PPN002以及2018年债券融资计划。2019年末公司长期应付款为45,167.33万元，主要为融资租赁款、西刘村村民安置工程借款。

截至2019年末，公司有息债务规模合计749,941.58万元，占负债总额的比重为75.72%，同比增长40.22%，主要系公司2019年取得银行借款以及发行债券，规模大幅增长，公司面临较大的刚性债务压力。从期限来看，主要以长期债务为主，2019年末长期有息债务占有息债务的比重为62.19%，但是短期有息债务规模仍达28.35亿元，公司面临较大的短期偿债压力。

从公司偿债能力指标来看，随着负债规模的迅速扩大，2019年末公司资产负债率大幅上升至64.98%。截至2019年末，公司现金短期债务比为0.92，较2018年有所改善，但整体水平仍较低且部分现金受限，公司偿债指标表现偏弱。受益于收入规模的大幅增长，2019年公司EBITDA同比增长25.21%，但利息支出大幅上升，导致EBITDA利息保障倍数下降至1.39。

表18 公司主要偿债能力指标

项目	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	67.89%	64.98%	58.04%
现金短期债务比	1.75	0.92	0.77
EBITDA 利息保障倍数	-	1.39	1.42
有息债务/EBITDA	-	13.09	11.69

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、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2017年1月1日至报告查询日（2020年6月2日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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2019年末，公司对外担保金额合计124,283.00万元，占2019年末所有者权益的比重为23.29%，规模较大，部分被担保对象为民营企业，除寿光蔬菜控股产业集团以外均未设置反担保措施，且存在一笔金额为3,700.00万元的不良类（次级）担保，公司面临较大的或有负债风险。

表19 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保期限	是否有反担保
山东寿光第一建筑有限公司	2,000.00	2019.06.12-2020.06.12	否
	2,000.00	2019.10.15-2020.04.15	否
	2,000.00	2019.04.29-2020.04.26	否
	3,000.00	2019.03.27-2020.03.27	否
山东省寿光市圣都建设集团有限公司	700.00	2019.04.10-2020.04.09	否
	1,000.00	2019.04.03-2020.04.02	否
	1,182.00	2019.03.21-2020.03.21	否
	1,000.00	2019.03.22-2020.03.21	否
	1,000.00	2019.04.10-2020.04.10	否
	1,000.00	2019.09.20-2020.03.09	否
寿光蔬菜控股产业集团	5,000.00	2019.05.09-2020.05.09	否
寿光蔬菜控股产业集团	5,000.00	2019.11.09-2020.11.09	是
寿光市金财国有资产经营有限公司	5,986.00	2016.06.28-2021.06.25	否
寿光市生态湿地旅游开发有限公司	14,715.00	2018.06.27-2023.06.27	否

寿光市生态湿地旅游开发有限公司	5,000.00	2019.03.29-2022.03.28	否
寿光市生态湿地旅游开发有限公司	5,000.00	2019.04.15-2022.04.14	否
寿光市惠农新农村建设投资开发有限公司	30,000.00	2019.06.17-2024.06.20	否
山东寿光健元春有限公司	3,700.00	2019.04.15-2020.04.14	否
寿光市金智投资开发有限公司	5,310.00	2019.09.20-2020.09.20	否
寿光市金智投资开发有限公司	5,010.00	2019.09.27-2020.09.27	否
寿光市金智投资开发有限公司	4,930.00	2019.10.11-2020.10.11	否
寿光市金智投资开发有限公司	900.00	2019.10.18-2020.10.18	否
寿光市金智投资开发有限公司	5,300.00	2019.10.25-2020.10.25	否
寿光市金智投资开发有限公司	680.00	2019.10.31-2020.10.31	否
寿光市金智投资开发有限公司	1,770.00	2019.11.08-2020.11.08	否
寿光市金智投资开发有限公司	1,100.00	2019.11.15-2020.11.15	否
寿光市金智投资开发有限公司	10,000.00	2019.09.29-2022.09.29	否
合计	124,283.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年，公司在建房地产项目数量较多，未来房地产收入来源较有保障，供暖业务在寿光市具有一定的专营性，且经营性房产对外租赁收入保持增长，公司业务具有较好的持续性；公司获得的外部支持力度仍较大，提升了公司的资本实力和利润水平。

同时中证鹏元也关注到，公司在建的房地产项目投资规模较大，面临较大的资金压力；公司资产以应收款项、存货、长期股权投资为主，应收款项的回收时间存在一定的不确定性，且部分资产受限，整体资产流动性较弱；有息债务大幅增长，偿债压力进一步加大；公司对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险。

基于以上情况，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）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	378,859.20	245,499.70	87,382.07	92,402.42
应收账款	125,136.33	130,602.51	111,477.61	80,517.57
其他应收款	126,026.03	129,849.97	119,016.75	104,434.90
存货	417,724.60	407,847.84	351,751.72	217,651.06
长期股权投资	267,755.97	267,755.97	259,817.11	2,454.50
投资性房地产	112,102.39	112,102.39	87,106.23	84,293.39
固定资产	88,784.13	89,892.66	79,164.85	78,353.11
总资产	1,651,193.61	1,524,028.17	1,201,164.25	752,567.52
短期借款	22,960.00	43,960.00	27,500.00	27,500.00
应付票据	81,820.78	58,908.08	31,500.00	23,000.00
应付账款	21,606.02	46,726.21	41,805.96	36,874.79
预收款项	139,387.10	124,365.43	59,907.77	26,471.98
其他应付款	46,340.15	57,018.83	35,916.74	15,088.74
一年内到期的非流动负债	121,680.45	180,674.68	63,022.20	71,537.63
长期借款	329,017.50	215,417.50	109,681.50	99,000.00
应付债券	305,000.00	213,000.00	246,600.00	181,200.00
长期应付款	52,352.22	45,167.33	63,712.02	21,044.63
总负债	1,120,966.24	990,376.83	697,108.75	510,312.57
有息债务	-	749,941.58	534,829.70	416,096.24
所有者权益	530,227.37	533,651.34	504,055.51	242,254.95
营业收入	11,999.51	119,255.23	68,841.53	58,552.82
其他收益	7,250.84	17,953.28	29,230.61	30,707.91
营业利润	-3,422.28	13,721.12	7,252.57	9,229.07
营业外收入	3.53	42.71	72.68	178.28
利润总额	-3,423.97	13,549.72	7,053.89	9,054.18
经营活动产生的现金流量净额	12,487.51	13,948.79	-74,490.87	14,786.43
投资活动产生的现金流量净额	-5,138.08	-11,701.89	-8,957.91	-25,439.99
筹资活动产生的现金流量净额	111,462.37	114,573.41	84,283.43	52,128.57
财务指标	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	32.99%	36.36%	17.57%	22.96%
收现比	1.62	1.28	1.17	1.19
产权比率	211.41%	185.58%	138.30%	210.65%
资产负债率	64.98%	64.98%	58.04%	67.81%
现金短期债务比	0.92	0.92	0.77	0.76
EBITDA（万元）	-	57,301.40	45,764.34	38,330.81

EBITDA 利息保障倍数	-	1.39	1.42	1.77
有息债务/EBITDA	-	13.09	11.69	10.86

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 年 12 月 31 日纳入合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
寿光市金惠热力有限公司	2,000.00	100.00%	供热、供暖
寿光恒安建筑安装工程有限公司	2,000.00	100.00%	安装工程
山东绿荫园林绿化工程有限公司	8,000.00	100.00%	园林绿化工程、市政工程
寿光市金通管道工程有限公司	8,000.00	62.50%	市政工程施工；城市集中供热
寿光润城建材有限公司	1,000.00	100.00%	建材销售、建设
寿光龙翔文化传媒有限公司	500.00	100.00%	文体传媒
寿光龙翔照明工程有限公司	200.00	100.00%	照明工程
寿光正信工程质量检测有限公司	500.00	100.00%	质量检测
寿光市恒安建筑装饰有限公司	530.00	100.00%	建筑装饰
寿光市锦润商贸有限公司	80.00	100.00%	建材销售
寿光市美洁物业管理服务有限公司	2,050.00	100.00%	绿化、物业
寿光市温馨家政服务有限公司	10.00	100.00%	家庭清洁服务
寿光奥美体育服务有限公司	300.00	100.00%	体育培训、场所服务
寿光西城供热有限公司	10,000.00	100.00%	供热
寿光太阳城养老服务有限公司	3,000.00	100.00%	老年养护服务
寿光城投停车管理服务有限公司	2,000.00	100.00%	停车场经营管理
寿光安城燃气有限公司	3,000.00	100.00%	天然气及燃气设备销售
寿光市城投桥梁工程管理有限公司	8,485.90	70.00%	桥梁工程管理服务
寿光品质投资开发有限公司	15,000.00	100.00%	投资
寿光市圣昌新能源开发有限公司	60.00	100.00%	新能源开发

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
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	所有者权益/资产总额 $\times 100\%$
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+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。