

2014 年江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司
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

2014年江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
 中鹏信评【2020】跟踪第
 【424】号 01

债券简称：14 萍昌盛债
 /PR 萍昌盛

增信方式：土地使用权抵
 押

债券剩余规模：1.0 亿元

债券到期日期：
 2021 年 5 月 22 日

债券偿还方式：按年付
 息，在债券存续期的第
 3-7 年末分别按照债券发
 行总额的 20% 偿还债券
 本金。

分析师

姓名：
 刘惠琼 蒋申

电话：
 0755-82872940

邮箱：
 liuhq@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

	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 06 月 28 日	2019 年 06 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”）对江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司（以下简称“萍乡昌盛”或“公司”）及其 2014 年 5 月 22 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外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司基础设施建设业务可持续性较好，获得的外部支持力度仍然较大，同时土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性偏弱，项目建设面临较大的资金支出压力，整体偿债压力较大，且对外担保存在一定的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。2019 年萍乡市固定资产投资力度较大，煤炭、陶瓷、水泥、烟花鞭炮、冶金五大传统产业保持增长，当期实现地区生产总值 930.02 亿元，同比增速为 7.5%；湘东区实现地区生产总值 121.26 亿元，增速为 6.9%，区域经济保持较好发展。
- 公司基础设施建设业务可持续性较好。公司主要从事萍乡市湘东区基础设施投资与建设业务，截至 2019 年末已签订代建或回购协议的主要在建基础设施项目预计总投资 147.60 亿元，已投资 98.37 亿元，项目投资规模较大，业务可持续性较好。
- 2019 年公司获得的外部支持力度仍然较大。2019 年公司持股 98.46% 的子公司萍乡市湘旺投资有限公司获得湘东区财政投入的资本金 2.69 亿元，公司获得财政补

贴资金 2.07 亿元，此外湘东区人民政府还出文将公司 2016 年以前未缴纳税款由主管部门负责安排资金缴纳，并同意公司延期缴交 2019 年增值税及企业所得税。

- **土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**公司以 67.13 万平方米的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，抵押资产评估价值为 16.95 亿元（评估基准日：2016 年 10 月 15 日）。截至 2020 年 5 月末，抵押资产评估价值为本期债券本金余额及一年利息之和的 15.67 倍，有效地提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产整体流动性偏弱。**截至 2019 年末，公司应收款项（含应收账款、其他应收款和长期应收款）和存货账面价值在总资产中的占比分别达到 32.22% 和 55.81%。存货中的土地资产账面价值 91.53 亿元，其中账面价值 62.08 的土地已抵押，占总资产的 28.19%；存货中其他系棚户区改造、基础设施建设工程形成的工程施工成本。
- **公司经营活动现金流表现较差，在建项目资金需求较大，资金支出压力较大。**2019 年公司经营活动产生的现金流呈持续大额净流出状态，截至 2019 年末，公司主要在建项目仍需投资 49.93 亿元，公司仍面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模继续增加，偿债压力较大。**2019 年末公司有息债务增加至 92.26 亿元，占负债总额的 82.34%；当期 EBITDA 利息保障倍数下降至 1.19，整体面临较大的偿债压力。
- **公司对外担保存在一定的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 10.10 亿元，占当期末净资产的 9.34%，担保对象均为当地其他融资平台，未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	2,202,044.80	2,054,964.75	1,772,609.91
所有者权益	1,081,547.73	1,038,421.91	936,486.10
有息债务	922,601.90	847,177.61	675,382.38
资产负债率	50.88%	49.47%	47.17%
现金短期债务比	1.73	4.38	5.69
营业收入	363,064.71	417,563.65	244,536.84
其他收益	20,703.76	24,132.69	20,179.34
利润总额	19,151.05	18,421.19	15,723.79
综合毛利率	9.13%	7.94%	6.95%
EBITDA	52,512.32	60,080.33	39,311.50
EBITDA 利息保障倍数	1.19	1.27	1.65
经营活动现金流净额	-122,226.00	-15,178.34	-303,481.38
收现比	0.87	0.78	1.10

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

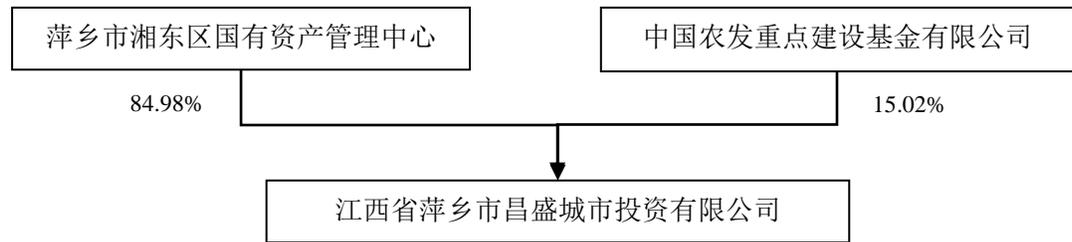
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年5月22日发行了7年期5亿元公司债券，募集资金用于萍乡市麻山新区（一期）建设项目。截至2020年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为61.04万元。

二、发行主体概况

2019年以来公司名称、控股股东、实际控制人、注册资本和实收资本均未发生变化。截至2020年4月末公司注册资本仍为242,400.00万元，实收资本仍为228,700.00万元，控股股东和实际控制人仍为萍乡市湘东区国有资产管理中心，产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2020年4月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是萍乡市湘东区重要的城市开发建设主体，主要承担湘东区范围内基础设施投资与建设、土地开发整理等职能。2019年度公司主营业务及合并范围子公司均未发生变化。截至2019年末，纳入公司合并范围子公司仍为6家，详见附录二。

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，但严禁新增隐形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

2019 年萍乡市经济继续保持较快增长，固定资产投资力度较大，新兴产业加速发展

2019 年萍乡市实现地区生产总值（GDP）930.02 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.5%。其中，第一产业增加值 68.05 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 413.89 亿元，增长 7.6%；第三产业增加值 448.08 亿元，增长 8.4%。三次产业结构由上年的 5.9：46.5：47.6 调整为 7.3：44.5：48.2。三次产业对经济增长的贡献率分别为 3.2%、48.2% 和 48.6%，第三产业贡献率较上年提升 2.8 个百分点。2019 年萍乡市人均 GDP 为 48,007 元，系全国人均 GDP 的 67.72%，经济发展水平有待提升。

工业方面，2019 年萍乡市实现全部工业增加值 355.56 亿元，比上年增长 8.6%，其中规模以上工业增加值增长 8.7%，增速保持稳定。分行业看，煤炭、陶瓷、水泥、烟花鞭炮、冶金五大传统产业增加值增长 4.2%，其中高耗能产业占规模以上工业增加值比重为 63.1%，较上年下降 1.5 个百分点；与此同时，新兴产业加速发展，高新技术产业增加值占规模以上工业增加值比重为 37.9%，较上年提高 4.5 个百分点；其中装备制造业增加值增长 23.0%，高于规模以上工业增加值增幅 14.3 个百分点。

2019年萍乡市固定资产投资仍保持较高增速，同比增长9.7%。分产业看，第一产业投资下降23.9%；第二产业投资增长15.9%；第三产业投资增长3.8%。当期全市房地产开发投资同比增长6.8%，商品房销售面积同比增长22.2%，其中住宅销售面积增长24.5%；当期末商品房待售面积比上年末下降13.1%，其中住宅待售面积下降26.7%，房地产去库存明显。

消费方面，2019年萍乡市智能家电类、五金电料类、建筑装潢与材料类等限额以上单位商品零售额均保持10%以上增速，带动当期社会消费品零售总额同比增长11.3%。对外贸易方面，受贸易环境不稳定等因素影响，全市货物出口总值增速放缓。金融方面，萍乡市金融机构人民币存贷款持续较快增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境。

表1 萍乡市主要经济数据（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	930.02	7.5%	1,009.05	8.7%
第一产业增加值	68.05	2.8%	59.36	3.6%
第二产业增加值	413.89	7.6%	469.27	8.1%
第三产业增加值	448.08	8.4%	480.42	10.4%
工业增加值	355.56	8.6%	394.97	8.3%
固定资产投资	-	9.7%	-	10.5%
社会消费品零售总额	322.93	11.3%	384.83	10.9%
进出口总额	117.64	4.4%	112.67	9.4%
存款余额	1,330.99	10.53%	1,203.71	7.7%
贷款余额	996.58	16.78%	847.85	17.1%
地区人均GDP（元）	48,007		52,307	
地区人均GDP/全国人均GDP	67.72%		80.92%	

注：根据第四次全国经济普查结果，对地区生产总值、三次产业、相关行业增加值及社会消费品零售总额等指标2018年的数据进行了修订，2019年相关指标数据以修订后的数据为基数进行计算。

资料来源：萍乡市2018-2019年国民经济与社会发展统计公报

根据《萍乡市2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年萍乡市一般公共预算收入105.02亿元，比上年增长5.3%。在主体税种中，增值税82.20亿元，增长24.4%；企业所得税21.02亿元，下降9.5%；个人所得税5.67亿元，下降28.2%。全年一般公共预算支出274.43亿元。

湘东区经济增长较快但其增速有所放缓，经济实力不断增强，为公司提供了较好的外部发展环境

2019年萍乡市湘东区实现生产总值121.26亿元，按可比价格计算，同比增长6.9%，其中第一产业增加值15.63亿元，可比增长3.7%；第二产业增加值47.70亿元，可比增长8.0%；

第三产业增加值57.93亿元，可比增长7.3%，第三产业是经济增长的主要拉动力。

2019年湘东区主要的支柱产业陶瓷、冶金、化工、水泥建材等保持较快增长，规模以上工业增加值增长8.2%。当期社会消费品零售总额62.49亿元，同比增长12.8%，其中限额以上消费品零售额增长16.4%。工业增值税实现3.67亿元，增长12.6%；工业用电量增长3.94%，工业发展保持平稳。金融机构存贷款余额均保持较快增长，为当地经济提供了较好的金融环境。2019年湘东区完成公共财政收入12.36亿元，同比增长3.2%，公共财政支出43.73亿元。

表2 湘东区主要经济指标情况（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	121.26	6.9%	184.69	8.7%
第一产业增加值	15.63	3.7%	13.29	4.0%
第二产业增加值	47.70	8.0%	84.93	8.0%
第三产业增加值	57.93	7.3%	86.47	11.0%
社会消费品零售总额	62.49	12.8%	55.40	11.1%
存款余额	181.20	14.0%	158.99	12.0%
贷款余额	90.10	6.3%	84.80	10.4%

注：经济增速按可比价格计算。

资料来源：湘东区统计局，中证鹏元整理

四、经营与竞争

2019年公司仍主要从事湘东区范围内基础设施投资与建设、土地开发整理等业务，实现营业收入36.31亿元，同比下降13.05%。其中基础设施结算项目减少导致当期基础设施项目建设收入下降较多；土地整理收入较为稳定；新增土地回购补偿收入2.45亿元，系土地收购储备中心收回公司14宗土地，面积合计9.33万平方米，考虑公司历年其他土地开发成本的补偿因素，以每亩175万元的计价标准一次性核算所得，持续性不强；当期园林绿化业务增幅较大主要系新增对湘东区政府市政设施提供园林绿化所致；其他业务如供水收入、房屋租赁等收入保持一定增长，但规模较少。

毛利率方面，2019年公司基础设施项目业务的毛利率受具体项目的结算费率影响较上年出现小幅下降；土地整理仍按照成本价收回，未实现毛利；土地回购补偿毛利较高，对利润贡献较大；供水业务毛利大幅亏损，主要系子公司相关收入减少而人工成本较高。整体看，2019年新增土地回购补偿收入的毛利率较高带动公司综合毛利率提升至9.13%。

表3 公司营业收入构成（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施项目建设收入	303,770.44	6.52%	394,009.44	8.63%
土地整理收入	23,905.75	0.00%	23,037.68	0.00%
土地回购补偿收入	24,500.00	42.95%	-	-
旅游咨询服务收入	49.51	-118.08%	30.63	-89.14%
园林绿化收入	9,284.53	31.28%	45.16	-399.72%
建筑劳务收入	636.88	12.61%	-	-
工业供水收入	128.32	-24.90%	87.61	-27.89%
其他业务收入	789.27	-10.57%	353.13	-177.07%
合计	363,064.71	9.13%	417,563.65	7.94%

资料来源：公司2018-2019审计报告，中证鹏元整理

公司基础设施项目代建项目较多，未来业务可持续性较好，但在建项目投资规模较大，面临较大的投资资金压力

公司是萍乡市湘东区重要的基础设施建设主体，承建了湘东区大量的基础设施建设项目。基础设施建设项目主要通过委托代建和回购两种模式进行投资与建设。其中委托代建模式即公司与湘东区人民政府签订委托代建协议，协议约定在项目建设期内，湘东区人民政府每年按照经审核确认的工程进度和实际成本向公司支付代建工程款，并在此基础上加成一定比例作为公司的代建服务费（各项目费率根据具体协议有所不同）。回购模式即公司与湘东区人民政府签订回购合同，合同约定具体的回购款及回购时间，其中回购款主要根据项目总投资加成一定比例的服务费计算，并约定在付款期限内湘东区人民政府按年支付回购款（含项目成本和服务费）。近年公司签订的棚改项目以回购模式为主。

实际账务处理方面，公司每年根据政府确认的工程结算单按照完工百分比法确认成本和收入，将代建工程款和代建服务费共同确认为基础设施项目收入。

2019年公司结转成本确认收入的项目包括萍乡市麻山新区（一期）建设项目（“14萍昌盛债”募投项目）、湘东区城区基础设施建设项目一期、滨河新区棚户区改造、萍乡赣西港建设项目等，合计确认收入30.38亿元，各个项目根据协议的不同毛利率有所差异，从4%至16%不等，整体毛利率为6.52%。

表4 2019年公司基础设施项目收入确认情况（单位：万元）

项目名称	确认收入	结转成本	毛利率
萍乡赣西港建设项目	100,837.39	96,495.11	4.31%
城区基础设施建设项目（一期）	85,175.23	81,507.40	4.31%
滨河新区棚户区改造	44,809.10	42,746.42	4.60%

城区基础设施建设二期	29,844.25	25,079.20	15.97%
麻山新城区一期建设工程	25,525.52	22,689.35	11.11%
湘东区萍水河防洪工程项目（鸬鹚嘴至冷淡湾水厂段）	14,515.16	13,590.97	6.37%
其他零星工程小计	3,063.80	1,854.21	-
合计	303,770.45	283,962.66	6.52%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

当前公司在建项目较多，其中赣西港项目、滨河新区棚户区改造、萍乡市麻山新区（一期）建设项目、湘东区棚户区（城中村）改造项目 4 个项目为回购模式，其他城区基础设施建设等大部分项目采用代建模式，旧城区棚户区改造二期项目（“17 萍昌盛债”募投项目）完工后计划由公司运营。

表5 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	业务模式
赣西港项目	482,475.57	250,000.00	232,475.57	回购
滨河新区棚户区改造	284,196.38	178,575.10	105,621.28	回购
萍乡市麻山新区（一期）建设项目（“14 萍昌盛债”募投项目）*	151,262.00	152,224.21	-	回购
湘东区棚户区（城中村）改造项目	126,362.00	50,555.42	75,806.58	回购
湘东区城区基础设施建设项目二期*	125,396.00	131,473.11	-	代建
旧城区棚户区改造二期（“17 萍昌盛债”募投项目）*	115,638.00	103,755.11	-	自营
麻山旅游基础设施建设项目	72,242.00	69,244.89	2,997.11	代建
湘东区城区基础设施建设项目一期	69,352.00	68,846.81	505.19	代建
陈广线公路改建工程	27,920.00	24,970.97	2,949.03	代建
陶瓷产业基地（三期）	28,600.00	22,027.26	6,572.74	代建
麻山冷潭湾防洪工程项目	25,670.00	17,441.55	8,228.45	代建
双月湾湿地公园项目	11,000.00	5,653.00	5,347.00	代建
采煤沉陷区路网改造工程	14,300.00	5,100.00	9,200.00	代建
老工业区搬迁	30,374.00	4,239.70	26,134.30	代建
安置小区	26,857.02	3,388.70	23,468.32	代建
合计	1,591,644.97	1,087,495.83	499,305.57	-

注：1、带*项目已基本完工，尚需投资额无法核算；2、上表已投资额包括已回购或已结转成本部分，与存货中项目开发成本数据差异较大；3、赣西港项目总投资额与可研批复数据略有差异，此数据系公司实际概算投资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

赣西港项目系公司当前投资规模最大的重点建设工程，计划总投资 48.25 亿元，系与湘东区人民政府签订回购合同，项目分三期建设，其中一期建设内容为铝厂现有土地道路及堆场改建等；二期建设内容为完成新公路港作业区等；三期建设内容为增建及延长铁路

装卸线、建设萍水河港等；合同约定回购款共计 52.50 亿元，由湘东区财政局负责支付，回购款分 5 年平均支付，每年支付一次。

萍乡市麻山新区（一期）建设项目系“14 萍昌盛债”募投项目计划总投资 15.13 亿元，采用回购模式，回款总额约定为 18.20 亿元，由萍乡市人民政府分 7 期支付。2019 年该项目回款 2.95 亿元，截至 2019 年末项目累计回款 16.00 亿元，与协议约定的 2019 年末应累计支付 15.31 亿元基本匹配，但该项目财务处理上，则依据工程结算单结转代建成本，2019 年确认基础设施项目建设收入 2.55 亿元。

旧城区棚户区改造二期系“17 萍昌盛债”募投项目，项目建成后计划由公司运营，收入主要来源于商铺、车位的销售收入以及财政补贴。其中，保障性住房部分用于安置湘东区棚改二期建设项目拆迁居民，不对外销售，政府给予财政补贴；配套建设的商业和车位按市场价出售。该项目已于 2018 年末基本竣工，2019 年仍未完成验收工作，尚未实现相关收入。回款方面，2017-2018 年财政补贴收入已累计拨付 4.43 亿元；2019 年公司累计收到补贴 2.07 亿元，但未指定系补贴该项目。

截至 2019 年末，公司主要在建项目计划总投资 159.16 亿元，已完成投资 108.75 亿元，未来尚需投资 49.93 亿元。除旧城区棚户区改造二期（“17 萍昌盛债”募投项目）外，其余大部分项目已签订代建或回购合同，未来业务可持续性较好，收入来源较有保障，但收入回款情况易受到财政预算以及项目结算时点的不确定性而存在波动，同时随着项目建设进度的不断推进，公司面临较大的投资资金压力。

2019 年公司新增土地回购补偿收入，当期土地相关收入大幅增长；但未来土地相关收入受土地市场环境和地方政府土地出让计划的影响较大，稳定性不强

2019 年 12 月萍乡市湘东区土地收购储备中心与公司签订回购土地协议书，将公司位于湘东镇河洲村的 14 宗土地收回，土地使用权总面积共计 93,333.8 平方米，考虑公司历年其他土地开发成本的补偿因素，以每亩 175 万元的计价标准，按照 2.45 亿元一次性核算。当期公司因此实现土地回购补偿收入 2.45 亿元，毛利率为 42.95%。

此外，公司承担了湘东区土地整理开发业务，根据湘东区财政局《关于返还土地出让金的通知》湘财字【2013】205 号、【2014】262 号文，湘东区人民政府从 2012 年开始赋予公司土地开发整理职能，并约定经公司整理的土地出让后，土地出让金 70% 部分返还给公司作为土地整理收入。实际业务中，公司根据土地整理所发生的成本确认收入。2019 年公司整理的 3 宗土地已挂牌出让，根据土地整理协议书以及《国有建设用地使用权成交确认书》，公司按成本确认土地整理收入 2.39 亿元，未实现毛利。

截至 2019 年末公司存量土地账面价值共计 91.53 亿元，以出让用地为主，其中账面价值为 62.08 亿元的土地已抵押，未来土地转让或回购将受到限制，且相关收入实现受土地市场环境和当地政府土地出让计划的影响较大，收入稳定性不强。

公司在税收减免、资本金注入以及财政补贴等方面继续获得当地政府的较大支持

公司是湘东区政府重要的城市开发建设主体，在湘东区基础设施建设上投入了大量的人力、物力，为让公司更好地服务湘东区经济建设，当地政府在资本金注入、税收减免以及财政补贴等方面继续给予公司较大力度支持。

根据湘东区人民政府办公室出具的文件，原则同意公司及子公司 2016 年度以前产生的未缴纳税款在相关部门要求缴纳时由主管部门负责安排资金缴纳；同时鉴于 2020 年初新冠肺炎疫情疫情影响，同意公司及子公司暂缓缴交 2019 年相关业务收入产生的增值税和企业所得税，若税务机关征收滞纳金，由项目主管单位予以全额补偿，不由公司及子公司承担。

2019 年公司持股 98.46% 的子公司萍乡市湘旺投资有限公司收到湘东区财政局投入的资本金 2.69 亿元，期末公司资本公积增加 2.66 亿元。此外，湘东区财政局 2019 年度累计向公司拨付财政补助资金共计 2.07 亿元，相应计入其他收益。上述支持较好地提升了公司资本实力和利润水平。

当期公司减少资本公积 824.84 万元系湘东区财政局以前年度划拨的土地被转出后相应减少资本公积所致。

表6 2019 年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

支持方式	账务处理	金额	依据文件
注入资本金	增加资本公积	26,935.71	湘财办（2019）1 号
	计入其他收益	10,699.57	湘财办（2019）5 号
政府补助	计入其他收益	10,000.00	湘财办（2019）6 号

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

以下财务分析是基于公司提供的经中审会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告和经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见 2019 年审计报告，财务报告按新会计准则编制，2019 年合并范围未发生变化。

资产构成与质量

2019 年公司资产规模保持增长，以土地、工程施工成本及应收款项为主，资产整体

流动性偏弱

公司资产规模持续增长，2019 年末资产总额较上年末增长 7.16% 至 220.20 亿元，资产结构未发生较大变化，仍以流动资产为主，流动资产占总资产的 76.00%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	210,034.94	9.54%	268,785.90	13.08%
应收账款	43,436.46	1.97%	22,568.64	1.10%
其他应收款	181,713.28	8.25%	237,435.94	11.55%
存货	1,228,946.19	55.81%	1,080,523.70	52.58%
流动资产合计	1,673,464.82	76.00%	1,621,243.41	78.89%
长期应收款	484,545.33	22.00%	391,967.23	19.07%
投资性房地产	31,133.63	1.41%	31,760.92	1.55%
非流动资产合计	528,579.98	24.00%	433,721.34	21.11%
资产总计	2,202,044.80	100.00%	2,054,964.75	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司货币资金余额21.00亿元，同比下降21.86%，主要系当期在建项目建设资金支出规模较大所致，期末无受限资金。2019年末公司应收账款账面价值为4.34亿元，主要为应收湘东区财政局的工程款项，账龄主要在2年以内，占到应收账款总额的99.29%。公司其他应收款主要为与萍乡市湘东区大众投资有限公司和江西省萍乡市星火陶瓷工业投资有限公司的往来款，二者合计期末余额合计16.23亿元，占比达88.52%，账龄在1年以内，均为国有企业。

存货为公司的重要资产，主要包括土地、工程施工成本，其中2019年末土地资产账面价值为91.53亿元，土地用途以商住用地为主，土地性质以出让用地为主，另有划拨性质用地共14宗，账面价值合计4.68亿元；此外17宗地土地权证尚在办理中，账面价值合计10.72亿元；119宗土地已抵押，账面价值合计62.08亿元，占土地总账面价值的67.82%；工程施工主要为基础设施项目建设投入成本，期末账面价值为31.29亿元。

2019 年末公司长期应收款为 48.45 亿元，其中应收萍乡市湘东区财政局 46.16 亿元占比 95.27%（主要系公司为棚改项目垫付的征迁款项，相关部门按回购协议在约定期限内每年向公司支付一定服务款），其余 2.29 亿元为拆借资金，其中 2.05 亿元应收对象为萍乡湘旺宏图建设有限公司，系公司参股企业，经营稳定；另 2,490.00 万元的借款对象江西康远投资股份有限公司系民营企业，公开信息查询其大股东被列入失信被执行人名单，该笔款项存在一定的回收风险。投资性房地产采用成本模式计量，系由湘东区国资中心向公司

注入的萍乡市湘东区幸福花园、春风小区、阳光家园、瓷都小区等房产，总建筑面积为 22.41 万平方米，除正常折旧外较上年无变化，账面价值为 3.11 亿元。

整体来看，2019 年公司资产规模保持增长，以应收款项、土地和工程施工成本为主，其中账面价值 62.08 亿元的土地资产已抵押，占总资产的 28.19%，资产流动性较弱。

盈利能力

2019 年公司营业收入有所下降，政府补助对利润贡献大

2019 年公司实现营业收入 36.31 亿元，同比下降 13.05%，其中基础设施项目收入占比为 83.67%，仍为公司主要收入来源，且公司代建项目充足，未来可持续性较好；2019 年政府将公司 3 宗土地按照成本价收回，实现土地整理转让收入 2.39 亿元，同时收回 14 宗土地，并考虑公司历年其他土地开发成本的补偿因素，以每亩 175 万元的计价标准，按照 2.45 亿元一次性核算确认土地回购补偿收入，但该等业务收入的实现受到土地市场环境和当地政府土地出让计划的影响较大，可持续性较弱。

毛利率方面，公司基础设施项目代建毛利率因每年结算的项目不同而有所差异，2019 年毛利率较上年下降 2.11 个百分点；土地整理按照成本价收回，土地整理收入未实现毛利；土地回购补偿毛利较高，对利润贡献较大，带动公司当期综合毛利率提升至 9.13%。

公司作为湘东区重要的城市开发建设主体，2019 年获得政府补助收入 2.07 亿元，计入其他收益，占当期利润总额的 108.11%，有效提升了公司的盈利水平。

表8 公司盈利情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	363,064.71	417,563.65
营业利润	19,283.75	18,601.58
其他收益	20,703.76	24,132.69
利润总额	19,151.05	18,421.19
综合毛利率	9.13%	7.94%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019 年公司经营活动现金流大幅净流出，未来随着在建项目的推进，公司仍存在较大的外部融资需求

2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 31.46 亿元，收现比为 0.87，业务收现情况依然一般；公司当期项目投入大幅增加，购买商品、接受劳务支付的现金为 48.55 亿

元，同比上升 205.95%，受此影响，公司经营活动现金大幅净流出 12.22 亿元。

2019 年公司投资活动收支规模较小，投资活动现金净流出 0.30 亿元。2019 年公司通过借款流入资金 15.53 亿元，缓解了项目建设资金压力，筹资活动现金支出主要用于偿付本息。截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投资 49.93 亿元，投资规模较大，随着工程施工的持续推进，公司面临较大投资资金压力，外部融资需求仍较大。

表9 公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.87	0.78
销售商品、提供劳务收到的现金	314,598.61	327,348.76
收到的其他与经营活动有关的现金	413,136.67	448,888.63
经营活动现金流入小计	727,735.28	776,237.39
购买商品、接受劳务支付的现金	485,524.21	158,695.78
支付的其他与经营活动有关的现金	363,587.05	632,486.92
经营活动现金流出小计	849,961.28	791,415.72
经营活动产生的现金流量净额	-122,226.00	-15,178.34
投资活动产生的现金流量净额	-2,978.06	-132,121.96
筹资活动产生的现金流量净额	66,453.10	215,623.37
现金及现金等价物净增加额	-58,750.96	68,323.07

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续增加，偿债压力较大

2019 年公司融资规模继续增加，期末负债总额同比增长 10.23% 至 112.05 亿元；因收到湘东区财政局的资本金投入和利润积累，所有者权益同比增长 4.15%。综合来看，公司的产权比率上升 5.71 个百分点至 103.60%，所有者权益对负债的覆盖程度下降。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	1,120,497.07	1,016,542.83
所有者权益	1,081,547.73	1,038,421.91
产权比率	103.60%	97.89%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司其他应付款主要系与湘东区滨河新区指挥部、江西省萍乡市星火陶瓷工业投资有限公司及江西省萍乡市燎原投资有限公司的往来款，金额分别为 4.34 亿元、1.69 亿元和 1.00 亿元。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款 9.02 亿元、应付债券

2.76 亿元和国开基金借款 0.37 亿元。

截至 2019 年末，公司长期借款为 64.19 亿元，主要系保证借款、抵质押借款和基金借款，金额分别为 8.80 亿元、51.92 亿元和 3.46 亿元，其中基金借款主要系国开基金和农发基金的借款，金额分别为 2.09 亿元和 1.37 亿元，期限均为 10 年，利率分别为 1.2% 和 2.8%。公司应付债券为“19 萍昌盛债”、“17 萍昌盛债”和“14 萍昌盛债”。截至 2019 年末，“19 萍昌盛债”于 2019 年发行，募集资金 6.8 亿元，存续期第 3-7 年分别偿还 20% 本金；“17 萍昌盛债”剩余本金 8.8 亿元，其中 2020 年 8 月 11 日需偿还 1.76 亿元；“14 萍昌盛债”剩余本金 2.00 亿元，已于 2020 年 5 月 25 日偿还本金 1.00 亿元。期末公司长期应付款系包括应付江西省行政事业资产集团有限公司项目资金 0.36 亿元（无息）；应付江西省城镇开发投资有限公司棚户区改造项目资金 1.31 亿元（有息）。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	91,280.14	8.15%	91,719.92	9.02%
一年内到期的非流动负债	121,530.00	10.85%	61,330.00	6.03%
流动负债合计	315,897.70	28.19%	227,058.55	22.34%
长期借款	641,856.40	57.28%	665,495.00	65.47%
应付债券	146,023.50	13.03%	105,504.61	10.38%
长期应付款（合计）	16,719.47	1.49%	18,484.67	1.82%
非流动负债合计	804,599.37	71.81%	789,484.28	77.66%
负债合计	1,120,497.07	100.00%	1,016,542.83	100.00%
其中：有息债务	922,601.90	82.34%	847,177.61	83.34%

注：2018-2019 年长期应付款中的有息借款分别为 14,848.00 万元和 13,192.00 万元。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由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的有息部分构成。2019 年公司有息债务规模持续增长，期末余额达 92.26 亿元，占负债总额的 82.34%。2020 年及 2021 年公司需偿还本金 12.15 亿元和 15.18 亿元，面临一定的债务压力。

表12 2020-2021 年公司有息债务本金偿还分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
本金	121,530.00	151,814.29	111,576.5

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，2019 年末公司资产负债率与上年基本持平。现金短期债务比由 2018 年末的 4.38 下降至 2019 年末的 1.73。2019 年公司 EBITDA 小幅下降，EBITDA 利息

保障倍数下降至 1.19，有息债务/EBITDA 上升至 17.57，整体而言，公司面临较大的偿债压力。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	50.88%	49.47%
现金短期债务比	1.73	4.38
EBITDA	52,512.32	60,080.33
EBITDA 利息保障倍数	1.19	1.27
有息债务/EBITDA	17.57	14.10

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平

根据公司与中信银行股份有限公司萍乡分行（作为“债权代理人”）签订的《资产抵押协议》，为保障本期债券按时足额还本付息，并保护债券持有人的合法权益，公司以自身合法拥有的面积为 67.13 万平方米的 34 宗国有土地使用权抵押给本期债券全体持有人；抵押期限为自抵押生效之日起至本期债券足额还本付息后终止。抵押担保范围包括本期债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金、保管担保财产和实现担保物权的费用。该 34 宗国有土地使用权已于 2014 年 7 月 8 日办妥抵押。

根据中水致远资产评估有限公司于 2016 年 11 月 6 日出具的资产评估说明（中水致远评报字【2016】第 2270-2272 号），以 2016 年 10 月 15 日作为评估基准日，以上用于抵押的 34 宗商住用地评估价值总计 169,532.74 万元。根据募集说明书约定，在本期债券存续期间，债权代理人或抵押资产监管人有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的，公司应当聘请经抵押资产监管人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。自 2016 年以来，上述抵押资产未进行重新评估。

截至 2020 年 5 月末，抵押资产评估价值为本期债券本金余额及一年利息之和的 15.67 倍，为本期债券的偿付提供了较好的保障，有效地提高了本期债券的信用水平。但我们同时注意到本期债券抵押担保的土地使用权规模较大，集中变现难度较大，且变现价值易受市场价格波动影响具有一定的不确定性。

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（自主查询版），自2017年1月1日至报告查询日（2020年4月1日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息中，于2018年2月22日发生一笔欠息，金额为21.90元，根据上海浦东发展银行股份有限公司南昌分行出具的情况说明，该笔利息已于次日还清，除此之外公司本部不存在其他已结清不良类信贷记录。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外共计3笔担保，担保金额合计10.10亿元，占2019年末公司净资产的9.34%，担保对象为当地其他融资平台，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表14 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	企业性质	担保金额	担保期限	是否反担保
江西省萍乡市星火陶瓷工业投资有限公司	国有企业	17,000.00	2017/07/11 至 2022/07/10	否
江西省萍乡市星火陶瓷工业投资有限公司	国有企业	60,000.00	2017/6/23 至 2037/6/22	否
萍乡市湘通投资有限公司	国有企业	24,000.00	2015/09/06 至 2025/09/06	否
合计	-	101,000.00	-	-

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年萍乡市及湘东区经济均保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。公司作为湘东区重要的城市开发建设主体，在湘东区的基础设施建设项目、棚户区改造项目等储备充足，未来业务可持续性较好。同时为支持公司基础设施建设业务顺利进行，地方政府继续通过税收优惠、资本金投入以及财政补贴等方式给予公司较大力度的支持。此外，土地使用权继续为本期债券提供抵押担保，仍能有效提升本期债券的信用水平。

另一方面，中证鹏元也关注到公司资产中应收款项、土地和施工成本占比较高，土地抵押比例较高，整体资产流动性偏弱。2019年公司经营活动产生的现金流呈大幅净流出，在建项目资金需求较大，面临较大的投资资金压力。并且公司有息债务规模继续增加，整体偿债压力较大，以及对外担保也使公司面临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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	210,034.94	268,785.90	219,462.83
存货	1,228,946.19	1,080,523.70	1,398,644.81
长期应收款	484,545.33	391,967.23	8,528.58
资产总计	2,202,044.80	2,054,964.75	1,772,609.91
一年内到期的非流动负债	121,530.00	61,330.00	38,565.00
长期借款	641,856.40	665,495.00	504,625.00
应付债券	146,023.50	105,504.61	116,044.38
负债合计	1,120,497.07	1,016,542.83	836,123.81
有息债务	922,601.90	847,177.61	675,382.38
所有者权益合计	1,081,547.73	1,038,421.91	936,486.10
营业收入	363,064.71	417,563.65	244,536.84
营业利润	19,283.75	18,601.58	15,684.79
净利润	17,014.95	17,263.27	15,280.70
经营活动产生的现金流量净额	-122,226.00	-15,178.34	-303,481.38
投资活动产生的现金流量净额	-2,978.06	-132,121.96	-21,647.39
筹资活动产生的现金流量净额	66,453.10	215,623.37	362,257.62
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	9.13%	7.94%	6.95%
收现比	0.87	0.78	1.10
产权比率	103.60%	97.89%	89.28%
资产负债率	50.88%	49.47%	47.17%
现金短期债务比	1.73	4.38	5.69
EBITDA（万元）	52,512.32	60,080.33	39,311.50
EBITDA 利息保障倍数	1.19	1.27	1.65
有息债务/EBITDA	17.57	14.10	17.18

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	表决权比例	主营业务	取得方式	纳入时间
萍乡市湘旺投资有限公司	129,975.40	98.46%	城乡建设投资、土地收储整理	设立	2014年
萍乡市湘东区麻山生态新区开发建设投资有限公司	102,900.00	100.00%	基础建设项目投资和开发建设	划拨	2016年
江西萍实旅游发展有限公司	50,000.00	70.00%	旅游资源 and 景区开发、旅游景区园林规划、设计及施工	设立	2016年
萍乡市五峰林业发展有限公司	20,000.00	95.00%	荒山造林、苗木、花卉、盆景、草坪，种植、销售；种植业、养殖业，销售；园林绿化、道路绿化、市政公用工程，服务；园林绿化技术及信息服务；竹、木原材料，加工、销售；劳务服务	设立	2017年
萍乡市东荣建筑工程有限公司	5,000.00	100.00%	建筑施工	设立	2018年
萍乡市旺盛供水有限公司	45.00	100.00%	工业供水以及工业用水管道安装、维护及维修，服务	划拨	2018年

资料来源：公司 2019 年审计报告及公开查询，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息部分

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。