



2014年溧水经济技术开发区总公司企业债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



2014年溧水经济技术开发区总公司企业债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-29	2020-06-29

债券概况

债券简称: 14 溧水经开债/PR 溧经开

债券剩余规模: 2.40 亿元

债券到期日期: 2021-09-22

偿还方式: 单利按年计息, 自本期债券存续期第 3 年起, 逐年分别偿还本金总额的 20%

增信方式: 保证担保

担保主体: 中国投融资担保股份有限公司

联系方式

项目负责人: 范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员: 龚程晨
gongchch@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对南京溧水经济技术开发区集团有限公司¹（以下简称“溧水经开”或“公司”）及其 2014 年 9 月 22 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体信用等级维持为 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，未来收入较有保障，获得的外部支持力度仍较大，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”或者“担保方”）提供的保证担保仍可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较弱，面临较大的资金压力和偿债压力以及存在较大或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司未来收入较有保障，将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.03	2020	2019	2018
总资产	720.24	693.64	546.03	349.61
所有者权益	264.78	264.30	217.52	125.20
总债务	428.31	412.86	296.64	187.21
资产负债率	63.24%	61.90%	60.16%	64.19%
现金短期债务比	0.67	0.75	0.62	0.65
营业收入	0.10	18.43	16.71	14.54
其他收益	1.00	3.65	4.49	0.00
利润总额	0.48	4.73	4.12	3.77
销售毛利率	16.12%	6.03%	6.27%	9.87%
EBITDA	--	5.71	3.36	4.49
EBITDA 利息保障倍数	--	0.37	0.36	0.56
经营活动现金流净额	-16.50	-21.34	-22.95	-26.94
收现比	3.16	0.99	0.88	0.73

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

¹ 经过多次更名，公司名称由“溧水经济技术开发区总公司”变更为“南京溧水经济技术开发区集团有限公司”。

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**溧水区汽车产业发展迅速且新能源客车生产及配套水平稳居全国前列，拥有长安、金龙、比亚迪、银隆等多家整车企业和核心零部件企业，溧水区经济发展水平较高且经济实力进一步增强，继续为公司发展提供了良好基础。
- **公司未来收入较有保障。**公司主要负责南京溧水经济开发区（以下简称“溧水经开区”）内土地综合开发、基础设施和安置房项目建设、园区管理、厂房租赁等业务，截至 2021 年 3 月末，公司在建及拟建的项目（包括基础设施建设、土地整理、安置房）及待结转收入的开发成本规模较大，公司未来收入较有保障。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2020 年公司在资产注入、政府补贴等方面继续得到了当地政府的较大支持，较大程度提升了公司资本实力和利润水平。
- **中投保提供的保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**资产中存货占比较高，存货主要为项目投入成本及拟开发土地，项目成本变现依赖于结算进度及安置房对外销售进度，土地资产短期内难以集中变现，且部分已抵押。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2021 年 3 月末，公司主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来随着项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率处于较高水平，总债务规模较大且较 2019 年末增长较快，2020 年 EBITDA 利息保障倍数低。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保规模较大，且存在对民营企业担保。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年9月22日公开发行7年期12亿元企业债券，募集资金原计划用于溧水柘塘新城经济适用房项目和南京溧水经济开发区经济适用房项目。截至2021年6月16日，本期债券募集资金专项账户余额为328.44万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变更。2020年9月，公司法定代表人由崔长龙变更为朱骏，截至2020年末，公司注册资本和实收资本仍为150,000万元，控股股东为仍为南京市溧水区人民政府国有资产监督管理办公室，实际控制人仍为南京市溧水区人民政府，公司股权结构参见附录二。2020年公司合并范围新增2家子公司，具体情况如表1所示，2020年末公司合并范围子公司具体情况参见附录四。

表1 2020年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
南京润科人力资源管理有限公司	100.00%	0.02	人力资源服务、劳务派遣服务	新设
南京秦韵环卫服务有限公司	100.00%	1.00	城市生活垃圾经营性服务；城市建筑垃圾处置等	新设

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，

我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“两新一重”建设），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020 年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票

据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

2020年南京市工业发展稳定，高新技术制造业和装备制造业实现较快增长，产业结构不断调整，整体经济实力不断增强

南京市经济实力不断加强，2020年实现地区生产总值14,817.95亿元，因疫情影响增速放缓至4.6%，优于全国GDP增速2.3个百分点；2020年南京市人均GDP比全国人均GDP为240.63%，经济发展水平较高。产业结构方面，全市三次产业结构由2019年的2.1:35.9:62.0调整为2020年的2.0:35.2:62.8，产业结构持续优化。

南京市是国家重要综合性工业生产基地和国际先进制造业基地，近年工业发展稳定，2020年规模以上工业增加值实现增速6.5%，其中规上高技术制造业、装备制造业增加值有较大提升，增速分别为28.8%、14.1%。分行业来看，新型电子信息、绿色智能汽车、高端智能设备、生物医药与节能环保新材料等五大先进制造业增加值同比增长9.9%，占规模以上工业比重73.0%。

固定资产投资方面，2020年固定资产投资增速降至6.6%，但总体高于同期GDP增速，一定程度上拉动地区经济增长。分领域看，2020年南京市工业投资增长11.0%，其中高技术制造业、工业技改投资分别增长20.0%、5.5%。南京市基础设施投资增速大幅放缓，仅增长1.2%，较去年减少17.9个百分点。全年南京市房地产开发投资2,631.40亿元，同比增长5.2%，其中住宅投资1,862.72亿元，增长7.3%。消费方面，受疫情影响导致消费受挫，2020年南京市社会消费品零售总额增速下降4.3个百分点至0.9%。

对外贸易方面，2020年南京市完成进出口总额5,340.21亿元，同比增长10.6%，其中出口3,398.92亿元，进口1,941.30亿元，进出口数据表现良好。金融方面，2020年南京市金融信贷规模不断扩大，年末金融机构人民币存款余额和贷款余额分别实现增速12.7%和13.7%，为区域内产业发展提供良好的金融环境。

表2 南京市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	14,817.95	4.6%	14,030.15	7.8%
第一产业增加值	296.80	0.9%	289.82	0.7%
第二产业增加值	5,214.35	5.6%	5,040.86	6.7%

第三产业增加值	9,306.80	4.1%	8,699.47	8.6%
规模以上工业增加值	-	6.5%	3,092.26	7.0%
固定资产投资	-	6.6%	-	8.0%
社会消费品零售总额	7,203.03	0.9%	6,135.74	5.2%
进出口总额（亿元）	5,340.21	10.6%	4,828.15	11.8%
存款余额	40,056.45	12.7%	35,536.08	2.9%
贷款余额	38,189.99	13.7%	33,585.88	15.6%
人均 GDP（元）		174,329		165,681
人均 GDP/全国人均 GDP		240.63%		233.71%

注：2020 年人均 GDP 根据 2019 年末南京市常住人口 850.00 万人计算；“-”指数数据未公开披露
 资料来源：南京市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报

2020 年南京市实现一般公共预算收入 1,637.70 亿元，同比增长 3.7%。实现政府性基金收入 2,208.4 亿元，同比增长 29.55%。同期一般公共预算支出为 1,754.62 亿元，同比增长 5.8%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 93.34%。

2020 年溧水区经济维持较快增长，制造业发展态势良好，固定资产投资保持较快增速，区域经济发展水平较高

溧水区 2020 年实现地区生产总值 906 亿元，因疫情影响增速放缓至 6.0%，但超全国平均水平 3.7 个百分点，表现出较强的经济实力。此外 2020 年溧水区人均 GDP/全国人均 GDP 为 260.91%，经济发展水平较高。

2020 年溧水区制造业呈现出健康良好的发展态势，当年高端软件和信息服务、新医药与新健康、新能源汽车三大产业分别实现产值 12 亿元、46 亿元、270 亿元，新能源汽车呈现出明显支撑作用。溧水区汽车产业发展迅速且新能源客车生产及配套水平稳居全国前列，拥有长安、金龙、比亚迪、银隆等 6 家整车企业和 100 多家核心零部件企业，基本形成了从整车制造到关键零部件研发、生产、销售，覆盖上下游产业链的新能源汽车产业生态系统。2020 年净增规上工业企业数 100 家，净增高新技术企业数 121 家。整体来看，溧水区工业经济实力较强，工业质量较好。

固定资产投资方面，2020 年溧水区固定资产投资增速为 8.0%，推动地方经济增长。其中高新技术投资和工业固定资产投资增速较快，较上年分别增长 12.2% 和 13.0%。2020 年溧水区实现社会消费品零售总额 351 亿元，同比增长 2.0%，主要系疫情影响较大，批发业表现不佳，对社零指标增速有所拖累。

房地产市场方面，作为南京市郊区，近年受益于区域交通状况持续改善，区域土地市场需求旺盛，区域全年共成功出让地块 57 幅，成交总收入约 113.8 亿元，出让地块总面积约 286 万平方米。

表3 溧水区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	906.00	6.0%	852.37	8.4%
规模以上工业产值	-	-	-	12.0%

固定资产投资	-	8.0%	-	9.1%
社会消费品零售总额	351.00	2.0%	326.55	5.0%
进出口总额（亿元）	102.00	32.5%	76.86	-
人均 GDP（元）		189,026		177,836
人均 GDP/全国人均 GDP		260.91%		250.85%

注：2020 年人均 GDP 根据 2019 年末溧水区常住人口 47.93 万人计算；“-”指数据未公开披露

资料来源：溧水区 2019 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2020 年国民经济和社会发展计划，溧水区 2020 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2021 年国民经济和社会发展计划

2020 年溧水区实现公共财政收入 79.02 亿元，同比增长 12.1%，呈现高速增长态势；实现政府性基金收入 103.26 亿元，同比增长 13.37%。

南京溧水经济开发区位于溧水区西北部，紧邻南京禄口机场。溧水经开区于 1993 年 11 月经江苏省人民政府批准成立的首批省级开发区。溧水经开区在江苏省省级经开区排名中处于上游，是南京市和溧水区重要的工业经济发展平台，经济实力较强；随着南京国家临空经济示范区溧水片区推动建设和全国第二座机场大通关基地即将建成投产，溧水经开区未来发展前景广阔。

五、经营与竞争

公司主要负责溧水经开区内土地综合开发、基础设施和安置房项目建设、园区管理、厂房租赁等业务。2020 年公司实现营业收入 18.43 亿元，同比增长 10.28%，主要系结算的工程项目规模较大，工程收入增加，此外，2020 年公司实现安置房销售收入 2.40 亿元，较上年有所增长，园区管理、厂房租赁和物业服务业务仍为公司营业收入及利润提供了一定补充。毛利率方面，2020 年公司工程建设及安置房销售业务毛利率略有提升，园区管理业务的毛利率较上年大幅下滑，主要系公司子公司南京润科公用事业有限公司（以下简称“润科公用事业”）开展该类业务初期投入成本较高所致，综合影响下，2020 年公司综合毛利率较上年略有下滑，为 6.03%。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程	152,760.00	4.73%	139,348.13	4.50%
安置房销售	24,041.52	9.57%	21,178.10	9.09%
园区管理	4,892.49	1.86%	4,732.01	23.08%
厂房出租	1,442.47	62.64%	1,567.48	57.59%
物业服务	1,106.42	45.48%	245.91	100.00%
污水处理	61.31	100.00%	70.31	46.51%
其他	25.81	100.00%	0.00	0.00%
合计	184,330.03	6.03%	167,141.93	6.27%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020 年公司工程收入较上年有所上升，在建及拟建基础设施项目总投资规模较大，未来业务收入较有保障，但尚需投入规模较大，公司面临较大资金压力

根据《溧水县人民政府关于委托溧水经济技术开发区总公司建设并购买资产事项的通知》（溧政发[2008]122号文件），公司受托负责溧水经开区内的基础设施投融资建设和土地综合开发工作，主要涉及道路、景观绿化、污水管网建设和土地平整等。

基础设施代建业务具体运作模式方面，公司按照与溧水经济开发区管理委员会及溧水区域内其他企业签订的委托代建协议，项目前期建设资金由公司自行筹措，待项目竣工验收后，由委托方按照约定的成本加成比例（一般为5%）负责结算。

2020年公司实现基础设施建设收入15.28亿元，较上年有所增长。截至2021年3月末，公司主要在建基础设施建设项目计划总投资66.74亿元，未来尚需投资27.95亿元，主要拟建基础设施建设项目计划总投资29.10亿元。随着在建、拟建基础设施建设项目的完工结算，未来公司基础设施收入较有保障。但同时随着在建、拟建基础设施建设项目的陆续投入，公司面临较大资金压力。

表5 截至 2021 年 3 月末主要在建及拟建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目	项目状态	总投资	已投资
柘塘新城整体城镇化建设		29.40	27.53
开发区前进社区配套服务中心		1.20	1.02
开发区柘塘中心卫生院		1.27	1.13
开发区部分地块场平工程		1.00	0.85
开发区三河六岸污水主管网		1.10	0.85
清溪圩湿地公园		1.00	0.76
开发区柘塘污水厂 15000 吨/天扩建工程		1.10	0.58
开发区汇智产业园人才公寓 01 栋		1.20	0.42
开发区送变电公司科研智能仓储物流中心项目	在建	1.23	0.43
开发区柘塘站南侧公共租赁房项目		1.70	0.45
开发区喜旺污水处理厂异地搬迁		4.00	1.35
开发区标房环境提升工程		1.00	0.16
开发区自来水管网建设工程二标段		0.70	0.13
开发区柘塘自来水提升泵站一期扩建		0.65	0.21
开发区柘塘卫生院室内装修及室外附属设施		0.80	0.19
开发区部分小区基础设施维修工程项目		0.70	0.23
江苏省康复医院		18.69	2.50
小计		66.74	38.79
开发区福田路道路城市化景观提升		1.30	0.00
开发区珍珠北路综合整治工程	拟建	1.60	0.00
开发区双塘路学校		8.00	0.00
开发区汇智产业园科创载体新建工程		1.50	0.00

开发区秦淮花苑安置房老旧小区综合整治改造工程	1.30	0.00
开发区三河六岸（华侨城）水系调整工程	1.20	0.00
开发区长安环保搬迁项目一期	14.20	0.00
小计	29.10	0.00
合计	95.85	38.79

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受政府规划的影响，2020年公司未确认土地整理业务收入，尚未结转的土地整理成本规模较大，未来业务收入具有一定保障，但土地开发收入确认时间具有不确定性

公司土地整理业务原经营模式为公司对溧水经开区待开发整理地块进行征地补偿、拆迁安置和一级开发整理。土地整理达到“三通一平”或“七通一平”的标准后通过市场化“招拍挂”程序进行出让，摘地单位缴纳土地出让金后，公司获得扣除国家规定税费后的部分。2016年以后公司新开工土地整理业务的经营模式已逐步转变，采用与基础设施建设业务相类似的委托代建模式，即公司自筹资金进行土地拆迁整理业务，待土地开发结束并出售后，由区政府在项目总成本基础上加成一定比例（一般为5%）与公司进行结算，公司据此确认收入并结转成本。

受政府规划的影响，2020年公司未确认土地整理业务收入。截至2021年3月末，公司主要在建的土地整理项目为30个村庄拆迁，预计总投资35.00亿元，已投资30.00亿元，在整理的土地项目规模较大，且尚未结转的土地整理的成本为52.48亿元，未来项目收入较有保障，但收入确认进度受政府规划影响，收入实现时间存在一定不确定性。

2020年公司安置房收入有所上升，公司在建及拟建安置房项目规模较大，未来收入较有保障，但安置房收入实现时间受移交进度及销售进度的影响，具有一定不确定性，且随着项目的陆续投入，公司面临较大资金压力

公司安置房项目主要分为两类，一类与基础设施建设和土地整理业务的运作模式相同，采用委托代建模式，由溧水区政府按约定的成本加成比例（一般为5%）负责回购；另一类则通过定向销售实现项目收益，即公司按照政府指导价格将安置房出售给符合申购条件的特定人群，但安置房销售价格一般低于市场价格，项目利润主要来源于商业配套设施的销售。

2020年公司实现安置房收入2.40亿元，较上年有所上升，系定向销售荷花嘉苑一二期、新城佳苑、紫枫雅苑等安置房实现的收入。

截至2021年3月末，公司在建、拟建的安置房项目规模较大，总投资额合计为147.43亿元，已投资22.88亿元，随着在建项目完工结及对外销售，公司未来的安置房收入较有保障，但安置房收入实现时间受移交进度及销售进度的影响，具有一定不确定性，且公司在建及拟建安置房项目尚需投资规模大，随着项目的陆续投入，公司面临较大资金压力。

表6 截至2021年3月末公司主要在建、拟建安置房项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目类型	项目状态	总投资额	已投资额
------	------	------	------	------

秦淮佳苑五期			7.21	6.11
秦淮人家一期	委托代建	在建	6.01	5.83
小计			13.22	11.94
秦淮人家二期西地块			8.46	2.26
卧龙溪岸			20.84	0.68
丽景雅苑			3.58	0.20
梧桐里			4.46	0.42
正方佳园（含西园和东园）		在建	9.01	3.22
淮源雅筑	定向销售		13.79	3.87
山泉云庭			8.32	0.29
小计			68.46	10.94
凤仪雅居			20.02	0.00
怡景佳园三期			26.50	0.00
卧龙溪岸二期		拟建	19.23	0.00
小计			65.75	0.00
合计			147.43	22.88

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

园区管理、厂房租赁和物业服务业务为公司营业收入及利润提供了一定补充

根据公司与溧水经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）签订的《服务协议》，经开区管委会委托公司为溧水经开区内的工业企业提供保安、保洁、餐饮等服务，公司按当年度实际发生的相关服务支出加计30%收取服务费，并据此确认园区管理收入，服务费用报经开区管委会核准后，由南京市溧水区财政局负责支付。此外，2020年，子公司润科公用事业与经开区管委会签订开发区环卫保洁临时委托管理协议，双方约定承包金额，并按照相关考核要求按月支付；后续园区管理业务将逐步转移至由子公司润科公用事业统一运营。

公司主要服务的园区内企业有南京创维家用电器有限公司、南京市比亚迪汽车有限公司、南京喜之郎食品股份有限公司等，2020年实现园区管理收入4,892.49万元，较上年小幅上升，业务毛利率较上年有所降低，主要系部园区配套服务业务初始投入成本较多。

此外，公司以自有标准厂房对外出租，可获得一定的租赁收入，2020年公司实现厂房出租收入0.14亿元，较上年有所下降，主要系2019年公司准备将部分原用于出租的厂房用于出售，不再对外出租所致，业务毛利率仍较高。公司物业服务由子公司南京利和物业管理有限公司负责运营，2020年公司实现物业服务收入0.11亿元，较上年大幅增长，主要原因系2020年新增较多物业服务模式，包括站岗人员调动、社区后勤保洁等人员服务、公墓人员管理、破产公司管理、零星工程驻守等，同时也使得公司物业服务毛利率有所下降，仍该业务毛利率仍较高。

整体来看，园区管理、厂房租赁、物业服务等业务收入规模为公司营业收入及利润提供了一定补充。

公司获得的外部支持力度仍较大

作为溧水经开区重要的土地开发、基础设施和安置房的投融资及建设主体，公司在资产注入、政府补贴等方面继续得到了当地政府的较大支持。2020年公司获得南京溧水开发区财政局拨付的运营资金30.70亿元，计入资本公积，较大程度增强了公司资本实力；此外，2020年公司获得南京溧水开发区财政局拨付的建设资金2亿元及发展扶持资金1.63亿元，对公司整体盈利水平的贡献较大。

六、财务分析

以下分析基于公司提供的经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年合并报表范围变化情况见表1，截至2020年末公司合并范围子公司情况见附录四。

资产结构与质量

公司资产总额有所增长，但整体资产流动性较弱

随着公司融资规模的增加以及政府大幅资产划拨，2020年末公司资产总额较上年有所增长，公司资产仍以流动资产为主。流动资产方面，2020年末公司货币资金账面余额较上年末有所增长，主要系当年公司融资规模增加所致，其中使用受限的货币资金账面余额为37.31亿元，占全部货币资金的39.23%，主要系银行承兑汇票保证金、用于质押的存款及信用证保证金。2020年末公司应收账款较上年末基本持平，应收前五大应收对象的金额合计占比99.91%，应收对象主要为政府部门及政府相关单位，回收风险总体可控。2020年末公司预付款项较上年末有所上升，主要系预付给的工程款增加。2020年末公司其他应收款主要为与政府部门以及其他国有企业的往来款，应收前五大应收对象的金额合计占比85.48%，该款项回收风险总体可控，但回收时间不确定，存在一定资金占用情况。存货是公司最主要的资产，随着项目的陆续投入，2020年末存货规模也有所增长，主要包括拟开发土地94.89亿元，主要系出让的城镇住宅用地、商服用地及工业用地等，开发成本329.42亿元，存货中28.20亿元土地资产用于抵押，占存货中所有土地资产的29.72%。

非流动资产方面，2020年末公司可供出售金融资产账面价值较上年末大幅增长，主要系对外投资增加所致。2021年3月末公司可供出售金融资产账面余额减少至0，其他非流动资产账面余额增加至28.84亿元，主要系可供出售金融资产重分类至其他非流动资产中所致。2021年3月末公司其他非流动资产主要系对其他企业的股权投资，部分被投资企业为民营企业，存在一定风险。2020年公司对总部零星工程及润科公用事业污水处理工程在建项目投入增加，2020年末公司在建工程规模较上年末大幅增长，同时2021年3月末公司在建工程规模较2020年末继续大幅增长，主要系2021年一季度公司新增较多小规模工程项目所致。

整体来看，截至2020年末，公司受限资产账面价值总额为65.51亿元，占公司所有者权益的24.79%，公司资产总额有所增长，但资产中存货占比较高，存货主要为项目投入成本及拟开发土地，项目成本变

现依赖于结算进度及安置房对外销售进度，土地资产短期内难以集中变现，且部分已抵押，整体资产流动性较弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	78.55	10.91%	95.12	13.71%	46.76	8.56%
应收账款	13.93	1.93%	13.92	2.01%	13.59	2.49%
预付款项	64.79	9.00%	64.77	9.34%	56.28	10.31%
其他应收款	26.84	3.73%	30.06	4.33%	30.94	5.67%
存货	459.27	63.77%	424.31	61.17%	358.81	65.71%
其他流动资产	18.15	2.52%	16.68	2.41%	16.65	3.05%
流动资产合计	661.53	91.85%	644.85	92.97%	523.02	95.79%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	28.84	4.16%	8.72	1.60%
在建工程	17.06	2.37%	7.62	1.10%	2.34	0.43%
其他非流动资产	28.84	4.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动资产合计	58.71	8.15%	48.79	7.03%	23.01	4.21%
资产总计	720.24	100.00%	693.64	100.00%	546.03	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020 年公司营业收入有所增长，公司盈利对政府补助的依赖程度较高

2020 年公司工程收入较上年有所增加，得益于此，当期营业收入较上年也有所增长。截至 2020 年末，公司在建及拟建的基础设施建设项目、土地开发整理项目及安置房项目规模较大，未来公司业务收入较有保障。毛利率方面，2020 年公司工程建设及安置房销售业务毛利率略有提升，园区管理业务的毛利率较上年大幅下滑，综合影响下，2020 年公司综合毛利率略有下降。业务回款方面，2020 年收现比为 0.99，较上年有所上升，公司业务回款情况尚可。2020 年公司政府补助占利润总额的比重为 77.16%，公司盈利对政府补助的依赖程度较高。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021年3月	2020年	2019年
营业收入	0.10	18.43	16.71
收现比	3.16	0.99	0.88
营业利润	0.48	4.75	4.16
其他收益	1.00	3.65	4.49
利润总额	0.48	4.73	4.12
销售毛利率	16.12%	6.03%	6.27%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大且增长较快，面临较大的偿债压力

随着公司融资规模的增长，2020年末公司负债总额较上年末有所提高。所有者权益方面，得益于公司盈余积累、政府注资增加资本公积以及新增其他权益工具，2020年末公司所有者权益规模较上年也有所提高，2021年3月末，公司产权比率为172%，较2019年末有所提高，公司所有者权益对负债的保障程度仍较弱。

图1 公司资本结构

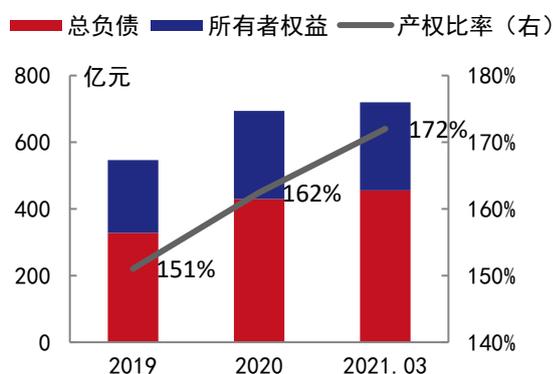
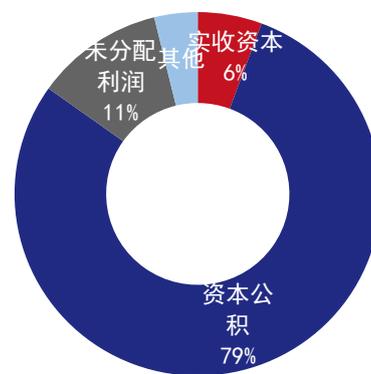


图2 2021年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

从公司负债结构上来看，公司负债以非流动负债为主。流动负债方面，2020年末公司短期借款规模同比增长较多；应付票据余额较上年末有所下降，包括商业承兑汇票3.00亿元和银行承兑汇票33.31亿元；其他应付款主要为与其他单位间的资金往来款，2020年末其他应付款账面余额较上年末有所下降，2020年末一年内到期的非流动负债较上年末大幅增长，公司面临的短期偿债压力有所加大。公司的其他流动负债系短期应付债券，2020年末其他流动负债较上年末大幅增长，主要系融资规模扩大所致。

非流动负债方面，随着公司融资的扩张，2020年末，公司长期借款及应付债券账面余额较上年末有所增长，2020年公司新发行了“20溧开01”、“20溧水经开PPN001”、“20溧水经开MTN002”等债券，新增债券发行规模较大。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.06	3.09%	12.08	2.81%	3.40	1.03%
应付票据	34.93	7.67%	36.31	8.46%	39.55	12.04%
其他应付款	25.78	5.66%	15.31	3.57%	30.79	9.37%
一年内到期的非流动负债	47.52	10.43%	58.60	13.65%	30.67	9.34%

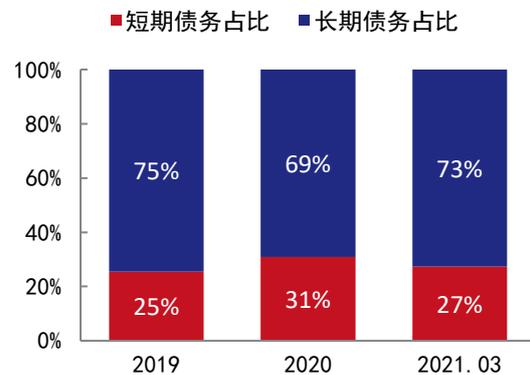
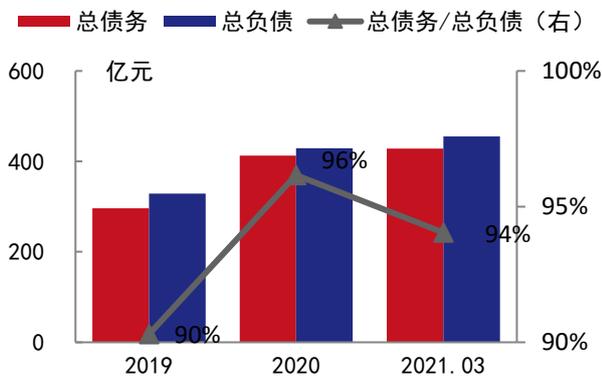
其他流动负债	20.49	4.50%	20.44	4.76%	2.00	0.61%
流动负债合计	144.15	31.65%	143.91	33.52%	107.48	32.72%
长期借款	133.49	29.31%	122.41	28.51%	117.27	35.70%
应付债券	177.81	39.04%	163.02	37.97%	103.75	31.58%
非流动负债合计	311.30	68.35%	285.43	66.48%	221.03	67.28%
负债合计	455.46	100.00%	429.34	100.00%	328.50	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2021年3月末，公司总债务规模为428.31亿元，较2019年末增长44.39%，占负债总额的94%，从债务结构来看，公司短期债务占总债务的比例为27%，相较于2019年末占比有所提高。总体来看，公司总债务规模较大且增长较快，面临较大的偿债压力。

图 3 公司债务占负债比重

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

偿债指标方面，2021年3月末，公司资产负债率为63.24%，较2019年末有所提高，公司负债水平仍较高，现金短期债务比为0.67，较2019年末小幅提升，货币资金对短期债务的保障程度一般。2020年公司EBITDA利息保障倍数为0.37，仍处于低水平，公司盈利水平对利息的保障程度弱。

表10 公司偿债能力指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	63.24%	61.90%	60.16%
现金短期债务比	0.67	0.75	0.62
EBITDA 利息保障倍数	--	0.37	0.36

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（公司本部：2021年5月12日、子公司南京团盛建设发展有限公司：2021年5月14日、子公司南京润科置业有限公司：2021年5月12日、子公司南京润科公用事业有限公司：2021年6月10日、子公司南京润科房屋拆迁有限公司：2021年5月14日），公司本部及子公司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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额为148.60亿元人民币，占同期末所有者权益的56.22%。对外担保对象中除南京金龙客车制造有限公司为民营企业外，其他的均为国企，对金龙客的担保余额为5.50亿元，公司对外担保余额较大，存在对民营企业担保，且均未采取反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表11 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日
南京溧水清源水务集团有限公司	14.80	2025/12/29
	2.50	2025/10/27
南京溧水商贸旅游集团有限公司	25.00	2026/8/21
	17.00	2036/6/27
南京莘庄科技创新产业园管理有限公司	4.35	2026/3/22
	5.00	2028/12/30
南京溧水高新技术投资产业有限公司	1.00	2030/3/16
	1.00	2021/3/11
	2.50	2022/6/5
	0.40	2021/5/20
	1.00	2022/9/14
	1.70	2021/9/19
南京金龙客车制造有限公司	1.30	2021/7/19
	1.50	2028/3/10
	1.00	2022/3/9
南京市溧水区观山经济开发有限公司	0.50	2024/1/17
	0.50	2024/1/17
南京溧水粮食购销有限公司	0.30	2021/2/2
江苏南京白马现代农业高新技术产业园有限公司	4.80	2027/5/12
南京石湫科教城建设集团有限责任公司	2.50	2021/8/27
	1.00	2021/8/26
	1.50	2021/7/27
南京溧水产业投资控股集团有限公司	3.50	2034/12/31
	2.36	2040/12/29
南京溧水城市建设集团有限公司	8.00	2023/3/5
	0.60	2021/1/27

	2.50	2029/6/19
	1.50	2021/7/23
	1.00	2021/7/23
	1.00	2021/7/15
	5.00	2021/12/24
	1.00	2023/7/20
南京源创投资发展股份有限公司	8.00	2027/2/29
	0.50	2021/12/13
	2.00	2021/6/28
	2.00	2024/1/8
	7.00	2032/1/13
南京溧水科技发展有限公司	1.00	2021/1/6
	6.10	2041/11/30
	1.50	2022/5/23
	0.49	2022/9/24
江苏南京国家农业高新技术产业示范区发展集团有限公司	1.50	2021/12/28
	0.90	2030/11/29
小计	148.60	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

中投保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平

中投保成立于1993年，经国务院批准，由财政部、原国家经贸委发起设立。中投保为国家开发投资集团有限公司成员企业，是以信用担保为主营业务的全国性专业担保机构。中投保于1998年加入世界三大担保和信用报险联盟之一的“泛美担保协会”，是我国两岸三地唯一的会员。截至2020年末，中投保实收资本为45.00亿元，国家开发投资集团有限公司持股比例为48.93%，前五大股东如下表所示。

表12 截至2020年末中投保前五大股东情况（单位：万股）

股东名称	股数	持股比例
国家开发投资集团有限公司	220,168.80	48.93%
中信资本担保投资有限公司	50,130.00	11.14%
建银国际金鼎投资（天津）有限公司	49,730.65	11.05%
鼎辉嘉德（中国）有限公司	44,999.95	10.00%
Tetrad Ventures Pte Ltd	34,269.20	7.62%
合计	399,298.60	88.74%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

中投保为国内主要专业担保机构之一，近年积极推进业务创新，已初步形成以担保增信业务为主，资产管理和金融科技协同发展的“三足鼎立”业务格局。公司担保业务主要包括金融担保、融资性担保、

履约担保等，2020年公司担保业务规模同比有所上升。截至2020年末，中投保资产总额为258.52亿元，所有者权益为116.42亿元。

表13 中投保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
总资产	258.52	265.13
所有者权益合计	116.42	106.67
营业收入	38.95	22.97
利润总额	12.50	9.70
当年担保发生额	192.03	87.70
期末担保余额	480.03	501.67
其中：融资担保责任余额	368.98	336.29
拨备覆盖率	749,424.23%	507,712.19%
融资担保业务放大倍数	3.67	3.24
当期担保代偿率	0.15%	0.28%

注：融资担保责任余额根据2018年4月银保监会下发的《融资担保公司监督管理条例》配套制度《融资担保责任余额计量办法》（银保监发【2018】1号）的相关规定计算。为保证指标的可比性，对上年同期/本期期初可比指标依据《融资担保责任余额计量办法》进行了重新计算和调整，融资担保业务放大倍数也相应调整。

资料来源：中投保2019-2020年审计报告、中投保2019-2020年度报告，中证鹏元整理

2020年度中投保实现营业总收入38.95亿元，其中投资收益和已赚保费分别为29.97亿元和2.89亿元，分别同比增长21.04%和71.23%。

表14 中投保营业收入构成（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
担保业务	2.16	5.54%	1.78	7.77%
减：分出保费	0.06	0.15%	0.07	0.29%
减：提取未到期责任准备金	-0.78	-2.01%	-1.78	-7.76%
已赚保费	2.89	7.41%	3.50	15.25%
投资收益	29.97	76.94%	17.50	76.21%
营业收入	38.95	100.00%	22.97	100.00%

资料来源：中投保2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级为AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平。

九、结论

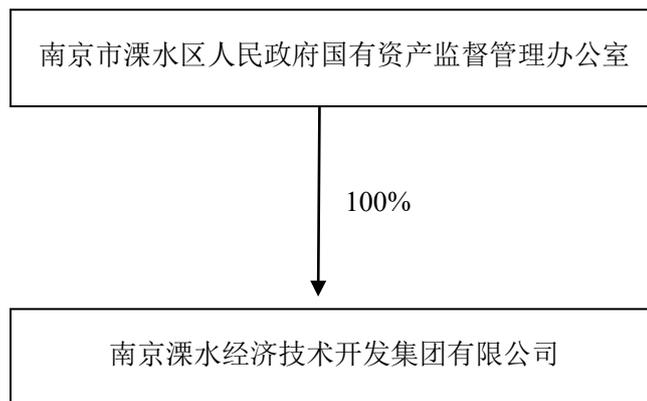
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（单位：亿元）

财务数据	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	78.55	95.12	46.76	32.76
存货	459.27	424.31	358.81	184.72
流动资产合计	661.53	644.85	523.02	339.89
非流动资产合计	58.71	48.79	23.01	9.72
资产总计	720.24	693.64	546.03	349.61
短期借款	14.06	12.08	3.40	1.60
一年内到期的非流动 负债	47.52	58.60	30.67	27.92
流动负债合计	144.15	143.91	107.48	87.89
长期借款	133.49	122.41	117.27	82.72
应付债券	177.81	163.02	103.75	53.80
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	311.30	285.43	221.03	136.52
负债合计	455.46	429.34	328.50	224.41
总债务	428.31	412.86	296.64	187.21
所有者权益	264.78	264.30	217.52	125.20
营业收入	0.10	18.43	16.71	14.54
营业利润	0.48	4.75	4.16	-1.04
其他收益	1.00	3.65	4.49	0.00
利润总额	0.48	4.73	4.12	3.77
经营活动产生的现金 流量净额	-16.50	-21.34	-22.95	-26.94
投资活动产生的现金 流量净额	-9.97	-47.54	-27.71	-0.04
筹资活动产生的现金 流量净额	13.01	112.93	39.33	28.84
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	16.12%	6.03%	6.27%	9.87%
收现比	3.16	0.99	0.88	0.73
资产负债率	63.24%	61.90%	60.16%	64.19%
现金短期债务比	0.67	0.75	0.62	0.65
EBITDA	--	5.71	3.36	4.49
EBITDA 利息保障倍 数	--	0.37	0.36	0.56

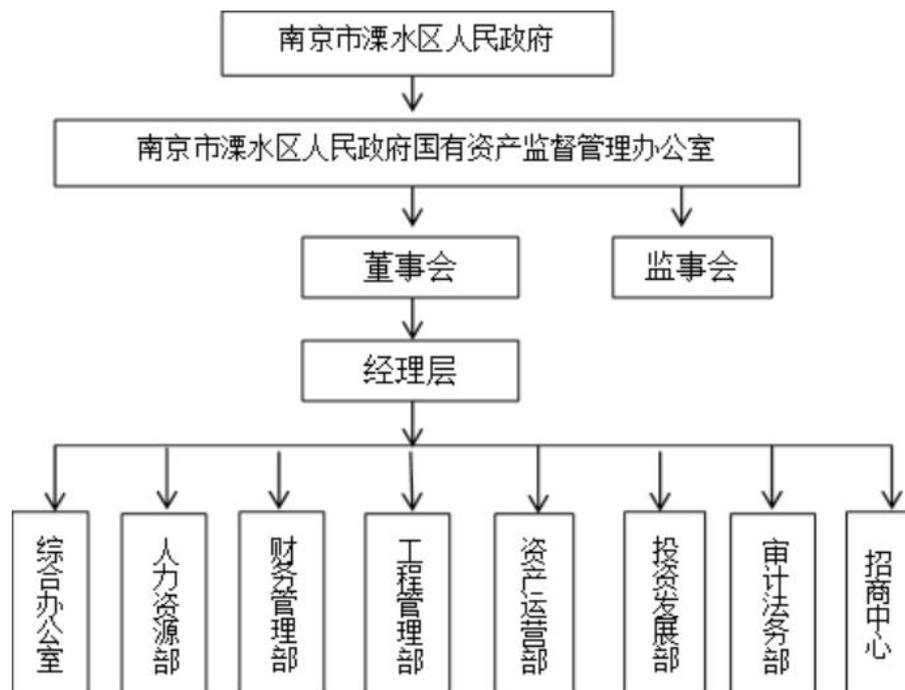
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
南京团盛建设发展有限公司	20,000.00	45.00%	城镇建设项目规划、设计、开发和经营等
香港漂源有限公司	-	100.00%	-
漂源国际有限公司	-	100.00%	-
南京漂源城市建设发展有限公司	12,012.80	100.00%	城市建设、基础设施建设；旧城、棚户区改造。
南京漂欣科创发展有限公司	美元 35,000.00	100.00%	创业创新服务、科技研发服务、人居环境设计服务、知识产权服务；旧城、棚户区改造
南京润科产业投资有限公司	30,000.00	100.00%	项目投资、投资管理、股权投资与管理、基金管理等
南京利和物业管理有限公司	50.00	100.00%	物业管理；集贸市场管理服务
南京润科房屋拆迁有限公司	3,000.00	100.00%	房屋征收拆迁、土地开发、土地整理、基础设施建设。
南京润科置业有限公司	12,000.00	100.00%	房地产开发、商品房销售；自有资产管理等
南京润科公用事业有限公司	15,000.00	100.00%	公用事业投资、建设、运营等
南京喜旺污水处理有限公司	50.00	100.00%	工业企业污水处理等
南京润科人力资源管理有限公司	200.00	100.00%	人力资源服务等
南京秦韵环卫服务有限公司	10,000.00	100.00%	城市生活垃圾经营性服务等

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。