

2017 年成都市新津县工业投资经营
有限责任公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【361】号 01

债券简称：17 新津工投
债/17 新津债
债券剩余规模：5.80 亿元
债券到期日期：2024 年
10 月 23 日
债券偿还方式：每年付
息一次，在债券存续期
的第 3-7 个计息年度末
分别按照发行总额
20%、20%、20%、20%、
20%的比例偿还债券本
金

分析师

姓名：
邹火雄 何佳欢

电话：
0755-82870071

邮箱：
zouhx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2017 年成都市新津县工业投资经营有限责任公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 23 日	2018 年 06 月 26 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”）对新津新城发展集团有限公司¹（以下简称“新城集团”或“公司”）及其 2017 年 10 月 23 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，继续为其发展提供了良好基础，公司主要代建及政府购买服务项目投资规模较大，建设投资业务具有一定可持续性，且获得了一定的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金支出压力较大，存在一定的偿债压力及或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，继续为公司发展提供了良好基础。2018 年新津县实现地区生产总值（GDP）337.41 亿元，按可比价计算，同比增长 10.3%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司建设投资业务具有一定可持续性。公司为新津县城市基础设施建设投资的重要主体，主要从事新津县工业园区范围内的基础设施建设、土地整理等业务。2018 年公司实现建设投资业务收入 65,251.72 万元，同比增长 57.90%，占营业收入的比重为 77.00%。截至 2018 年末，公司主要代建及政府购买服务项目计划总投资

¹公司名称由成都市新津县工业投资经营有限责任公司变更为新津新城发展集团有限公司，已于 2018 年 12 月 10 日完成工商变更手续。

1,148,222.07 万元，累计已投资 438,174.83 万元，如能顺利结算，未来公司仍可获得一定的建设投资业务收入。

- **公司获得一定的外部支持。**2018 年公司获得成都市财政局拨付的 2014 年远郊县（市）工业发展专项项目资金补助等合计 3,532.75 万元，占同期利润总额的比重为 20.10%，对盈利具有一定贡献。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司存货、在建工程合计 1,257,142.13 万元，占总资产的比重为 78.87%，其中已抵押的土地价值占土地资产总价值的比重为 41.51%，加之应收政府单位及国有企业款项规模较大，回款时间不确定，占用公司营运资金，公司整体资产流动性较弱。
- **公司主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力。**截至 2018 年末，公司主要在建基础设施建设和土地整理项目有两横一纵一园项目、南区产业园场平工程等，计划总投资 1,219,836.83 万元，可计算部分尚需投资 713,371.76 万元，随着项目建设进度的持续推进，未来面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模较大，存在一定偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 615,393.61 万元，占负债总额的比重为 65.00%，其中短期有息债务为 123,185.00 万元，占负债总额的比重为 13.01%，存在一定偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 206,366.33 万元，占年末净资产的比重为 31.89%，担保金额相对较大，且均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	1,593,856.61	1,371,157.96	1,162,668.38
所有者权益	647,132.39	610,667.99	596,795.85
有息债务	615,393.61	628,855.71	427,742.42
资产负债率	59.40%	55.46%	48.67%
流动比率	2.40	3.95	3.34
营业收入	84,739.45	67,744.61	67,383.01
营业外收入	3,620.31	0.00	60.31
利润总额	17,575.83	14,371.55	13,798.12
综合毛利率	23.80%	33.64%	32.76%
EBITDA	22,437.79	20,173.27	18,882.43
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.59	0.71
经营活动现金流净额	96,377.86	-24,046.84	-32,936.47

资料来源：公司 2014-2016 三年连审审计报告和 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

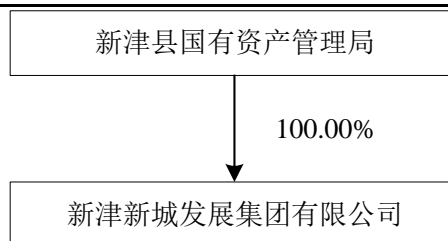
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年10月23日发行7年期5.80亿元公司债券，募集资金用于成都市新津县五津片区棚户区改造建设项目（以下简称“五津片区棚改项目”）及补充营运资金。截至2019年4月1日，本期债券募集资金专项账户余额为78.88万元。

二、发行主体概况

公司名称由成都市新津县工业投资经营有限责任公司变更为新津新城发展集团有限公司，该事项已于2018年12月10日完成工商变更。2018年公司注册资本、实收资本、股东及实际控制人均未发生变更。截至2019年4月末，公司注册资本和实收资本仍为20,000.00万元，新津县国有资产管理局（以下简称“新津国资局”）持有公司100.00%的股权，仍为公司唯一股东及实际控制人。

图1 截至2019年4月30日公司产权结构及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据《新津县国有资产管理局关于新津新城发展集团有限公司董事会成员变更的通知》（新津国资[2018]278号），公司董事长由肖川湘变更为童韬，董事由肖川湘、吴星云、孙艳变更为童韬、肖川湘、李萍，该等事项已于2019年1月8日完成工商变更。根据《新津县国有资产监督管理局和金融工作局关于变更新津新城发展集团有限公司董事会成员和董事长人选的通知》（新国资金融发[2019]8号），公司法定代表人、董事长由童韬变更为胡铮，董事由童韬、肖川湘、李萍变更为胡铮、肖川湘、李萍，该等事项已于2019年4月8日完成工商变更。

2018年新纳入公司合并范围子公司为成都市天府新区南区产业园投资有限公司（以下简称“南区产投”），南区产投注册资本为100,000.00万元，公司持股比例为60.00%，所

属行业为租赁和商务服务业，取得方式为股权收购²。截至2018年末，公司合并范围子公司共5家，具体如附录二所示。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

²根据公司与成都天投科技投资有限公司（以下简称“天投科技”）于2017年12月26日签订的《股权转让协议》，天投科技将其所持有的南区产投30.00%的股权转让给公司，并收取15,683.31万元的转让价款。此次股权转让后，公司持有南区产投60.00%的股权，成为控股股东。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 1 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

受益于国家级天府新区“一带两翼”中的西翼规划，新津县经济发展前景较好，经济实力进一步提升，继续为公司发展提供了良好基础

新津县是成都市下辖县，位于四川盆地西部、成都市南部。受益于国家级天府新区“一带两翼”中的西翼规划，近年新津县经济持续增长。2018年新津县地区生产总值（GDP）为337.41亿元，按可比价计算，同比增长10.3%，增速仍较快，继续为公司发展提供了良好基础。其中，第一、第二、第三产业完成增加值分别为18.28亿元、199.95亿元、119.18

亿元，同比分别增长4.1%、10.6%和10.8%。三次产业结构由2017年的5.8：59.4：34.8调整为2018年的5.4：59.3：35.3，第三产业占比有所提升。三次产业中，第二、三产业增速较快，是推动地区生产总值增长的主要动力。按全县户籍人口计算，2018年新津县人均GDP为105,804.33元，为全国人均GDP的163.67%。

天府新区新津区域位于国家级天府新区规划“一带两翼”中的西翼，其中起步区涵盖成都市新材料产业功能区和国际铁路枢纽及现代物流功能区，重点发展新材料、装备制造、粮油食品以及现代物流服务等行业。天府新区智能制造产业园成为天府新区先进制造业主要承载地。2018年新津县引进格力电器、上海途远等项目26个，新诚检测等17个项目正加快建设，阿尔斯通、新纶科技等20个项目建成投产，聚集智能交通装备、绿色食品、智能家居等主导产业企业314家，完成工业投资136.1亿元，规模以上工业增加值增长12%。2018年新津县实现工业增加值188.95亿元，同比增长11.2%；固定资产投资完成255.49亿元，同比增长11.4%，仍保持较高增速，为新津县经济发展做出较大贡献。

此外，2018年新津县实现社会消费品零售总额84.16亿元，同比增长10.8%。2018年新津县新签约引进重大项目12个，全年实现外贸进出口额27.1亿元。年末金融机构人民币存款余额为312.98亿元，同比增长8.8%；年末金融机构各项贷款余额为241.50亿元，同比增长12.3%，增速较上年均大幅提升。

表 2 2017-2018 年新津县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	337.41	10.3%	301.44	10.5%
第一产业增加值	18.28	4.1%	17.63	4.6%
第二产业增加值	199.95	10.6%	178.91	10.6%
第三产业增加值	119.18	10.8%	104.90	11.5%
工业增加值	188.95	11.2%	168.6	12.5%
固定资产投资	255.49	11.4%	351.16	12.0%
社会消费品零售总额	84.16	10.8%	75.99	13.2%
进出口总额	27.1	-	26.0	-
存款余额	312.98	8.8%	287.68	-2.8%
贷款余额	241.50	12.3%	215.13	4.3%
人均 GDP（元）	105,804.33		95,031.53	
人均 GDP/全国人均 GDP	163.67%		159.29%	

注：1）人均 GDP=地区生产总值/全县户籍人口数；2）表中“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2017-2018 年新津县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《关于新津县2018年财政预算执行情况和2019年财政预算草案的报告（书面）》

及其附表，2018年新津县公共财政收入为24.53亿元，同比增长10%，其中税收收入为16.91亿元，占公共财政收入的比重为68.94%；实现政府性基金收入69.32亿元，同比增长143.28%；公共财政支出为32.42亿元，同比增长5.8%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为75.66%，财政自给能力较好。

四、经营与竞争

2018年公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事新津县工业园区范围内的基础设施建设、土地整理等业务。受项目结算金额较大的影响，2018年公司实现建设投资业务收入65,251.72万元，同比增长57.90%，占营业收入的比重高达77.00%，拉动公司营业收入整体增长25.09%；毛利率为15.51%，较上年小幅提升，为公司收入和利润的重要来源。此外，受政府规划、土地及房地产市场行情景气度波动等因素的影响，2018年公司获得土地整理业务收入19,350.00万元，同比下降26.60%；毛利率为51.61%，同比小幅下降，导致公司整体盈利能力有所下降，但其仍处于较高水平，对公司盈利仍具有较大贡献。公司其他业务包括商业零售、物业管理等，该等业务收入规模仍较小。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
建设投资业务收入	65,251.72	15.51%	41,324.53	13.04%
土地整理业务收入	19,350.00	51.61%	26,362.00	66.02%
其他业务	137.73	44.63%	58.08	-15.23%
合计	84,739.45	23.80%	67,744.61	33.64%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

公司建设投资业务收入快速增长，是公司收入的重要来源，主要在建项目投资规模较大，业务具有一定可持续性，同时面临较大的资金支出压力

公司是新津县城市基础设施投资建设的重要主体，主要涉及新津县工业园区的基础设施建设。具体模式为：1）2012年11月，公司与成都市新津县人民政府（以下简称“新津县政府”）签订《四川省新津工业园区基础设施建设项目委托代建协议》，接受新津县政府的委托负责四川省新津工业园区基础设施建设工作，总投资约30.21亿元，建设内容包括工业园区岷江西岸、岷江东岸、物流园区、维修工程基础设施建设项目（含道路、场平、绿化、管网等），待项目竣工验收后，新津县政府按照审计结束后的工程结算金额加计年15%的项目回报给公司支付建设投资款。2）公司与新津县水务局和新津县住房保障中心（以下简称“新津保障中心”）签订《政府采购项目合同书》，确定公司作为项目的承接

主体，由公司自行筹资进行项目建设，购买服务期限一般为10-25年，待项目竣工验收合格后，政府单位按照协议约定向公司支付服务费。3）子公司南区产投与成都新津普东建设项目管理有限责任公司³（以下简称“普东项目公司”）签订《建设投资协议》，接受普东项目公司的委托进行项目建设，项目建设资金由南区产投自筹，待项目竣工结算后，普东项目公司按年末有关部门所认定的当年结算金额加计年15%的项目回报给南区产投支付建设投资款。

2015年11月，公司与新津县水务局就成都市羊马河、杨柳河、西河新津治水段工程（一期）（以下简称“新津治水工程”）签订总价款为51,268.00万元的《政府购买服务协议》，约定由公司负责新津治水工程，该项目总长度为33,017.35米，项目总投资50,030.00万元，由公司自筹及向银行贷款获得，公司服务期限为协议生效之日起至2026年12月31日。

2017年10月，公司与新津保障中心就成都市新津县2017年棚户区改造项目（以下简称“新津2017年棚改项目”）签订总价款为382,497万元的《政府购买服务协议》，约定由公司负责新津2017年棚改项目的建设，项目建设内容包括黄鹤大道片区、五津路片区和游河心片区（城北社区）等三个地块的棚户改造，总改造面积24.17万平方米，总改造户数为2,319户，项目总投资243,040.00万元，由公司自筹及向银行贷款获得，公司服务期限为协议生效之日起至国家开发银行贷款协议终止之日。

2018年公司建设投资业务收入来源于岷江东岸项目、两横一纵一园及维修工程项目，全年实现收入65,251.72万元，同比增长57.90%，主要系当年公司结算项目增加且金额较大所致。公司就新津治水工程和新津2017年棚改项目分别与新津县水务局、新津保障中心签订《政府购买服务协议》，约定2018年获得政府购买服务费用合计21,134.00万元，因项目尚未完工，公司未获得政府支付的购买服务费。因项目合作方为政府部门，受财政资金安排的影响，购买服务费用支付时间和金额或存在一定的不确定性。

表4 2017-2018年公司建设投资业务收入情况（单位：万元）

时间	项目	投资成本	项目建设收入
2018年	岷江东岸项目	30,472.69	36,567.23
	两横一纵一园	18,172.81	20,898.74
	维修工程项目	6,488.13	7,785.76
	小计	55,133.64	65,251.72
2017年	岷江西岸项目	35,934.37	41,324.53

注：2018年岷江东岸项目和维修工程项目实际是按照工程结算金额加计年20.00%的项目回报给公司支付建设投资款。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

³新津国资局持有普东项目公司 100.00%的股权，为其唯一股东及实际控制人。

截至2018年末，公司主要在建项目有两横一纵一园项目、新津2017年棚改项目、物流园区项目等，除本期债券募投项目外，其他项目为代建项目和政府购买服务项目。五津片区棚改项目为本期债券募投项目，该项目建筑用地面积为46.37亩，总建筑面积为130,738.62平方米，计划总投资为50,914.76万元，建设期为2016-2018年，2018年末已投资65,897.24万元，超过计划总投资，主要系拆迁难度较大所致，受经济环境、居民收入水平及房地产市场波动等因素的影响，未来该项目收入实现或存在一定波动性。截至2018年末，公司主要在建项目计划总投资1,199,136.83万元，累计已投资504,072.07万元，可计算部分尚需投资710,047.24万元，其中代建及政府购买服务项目计划总投资1,148,222.07万元，累计已投资438,174.83万元，若能顺利结算，未来公司仍可获得一定的建设投资业务收入，同时随着项目建设进度的持续推进，未来面临较大的资金支出压力。

表 5 截至 2018 年末公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	模式
两横一纵一园项目	593,126.07	168,915.74	424,210.33	代建
成都市新津县 2017 年棚户区改造项目	243,040.00	37,437.55	205,602.45	政府购买
物流园区项目	193,803.00	150,379.94	43,423.06	代建
岷江东岸项目	68,223.00	67,231.54	991.46	代建
成都市新津县五津片区棚户区改造建设项目	50,914.76	65,897.24	-	自建
成都市羊马河、杨柳河、西河新津治水工程（一期）	50,030.00	14,210.06	35,819.94	政府购买
合计	1,199,136.83	504,072.07	710,047.24	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地整理业务收入有所下降，但毛利率仍较高，对利润贡献较大，主要在整理土地项目投资规模相对较小，且受政府规划、土地及房地产市场行情景气度波动等因素的影响，未来该业务收入实现或存在一定波动性

公司土地整理业务的运营模式为：四川新津工业园区土地储备中心（以下简称“园区土储中心”）与公司签订《土地整理承包协议》，协议约定委托整理土地的位置、面积和整理标准（乡镇土地达到三通一平，市区内土地达到六通一平）等，新津县财政局按照15万元/亩的价格支付土地整理费用，作为公司土地整理业务收入。

2018年公司土地整理业务收入来源于原JM项目周边地块场平（一期）项目，全年实现收入19,350.00万元，同比下降26.60%，主要系政府规划、土地及房地产市场行情景气度波动等所致。从毛利率来看，2018年公司土地整理业务毛利率为51.61%，较上年下降14.41个百分点，但仍处于较高水平，对盈利具有较大贡献，主要原因为公司所整理土地多位于工业园区，整理难度较低，成本费用不高。

表 6 2017-2018 年公司土地整理补偿情况（单位：亩，万元/亩，万元）

年份	土地位置	面积	补偿标准	确认收入
2018 年	原 JM 项目周边地块场平（一期）项目	1,290.00	15.00	19,350.00
2017 年	邓双镇第二期场平工程	1,757.47	15.00	26,362.00
	天府新区骑龙村土地整理项目			
	成都市新材料功能区第三期场平工程			

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司在整理土地项目较少，主要为南区产业园场平工程、新津县普兴镇土地整理项目和新津县天府新区山河村土地整理项目，该等项目总投资 20,700.00 万元，累计已投资 17,435.64 万元，考虑到土地整理业务易受政府规划、区域房地产及土地市场行情波动等因素的影响，未来该业务的收入实现或存在一定波动性。

表 7 截至 2018 年末公司主要在整理土地项目（单位：万元、亩）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	土地面积
南区产业园场平工程	13,700.00	10,375.48	3,324.52	2,748.00
新津县普兴镇土地整理项目	5,400.00	5,430.87	-	1,071.71
新津县天府新区山河村土地整理项目	1,600.00	1,629.29	-	310.90
合计	20,700.00	17,435.64	3,324.52	4,130.61

注：因土地整理难度加大，新津县普兴镇土地整理项目、新津县天府新区山河村土地整理项目累计已投资超过计划总投资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018 年公司获得一定的外部支持，对盈利具有一定贡献

作为新津县城市基础设施建设投资的重要主体，公司在财政补贴方面获得了一定的外部支持，对盈利具有一定贡献。

2018 年公司获得成都市财政局拨付的 2014 年远郊县（市）工业发展专项项目资金补助等合计 3,532.75 万元，占同期利润总额的比重为 20.10%，对盈利具有一定贡献。

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中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年和 2018 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018 年新纳入公司合并范围子公司共 1 家，为南区产投。截至 2018 年末，公司合并范围子公司共 5 家，具体如附录二所示。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，主要由土地使用权和工程项目构成，且大部分土地已被用于抵押，加之应收政府单位及国有企业款项规模较大，占用公司营运资金，整体资产流动性较弱

受项目投入不断增加的影响，公司资产规模进一步增长，2018年末为1,593,856.61万元，同比增长16.24%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	163,461.02	10.26%	183,748.96	13.40%
应收票据及应收账款	57,323.55	3.60%	25,323.07	1.85%
其他应收款	58,991.10	3.70%	78,783.19	5.75%
存货	793,609.55	49.79%	780,203.97	56.90%
流动资产合计	1,073,391.51	67.35%	1,068,059.18	77.89%
长期股权投资	48,253.15	3.03%	63,867.44	4.66%
在建工程	463,532.58	29.08%	238,423.00	17.39%
非流动资产合计	520,465.10	32.65%	303,098.77	22.11%
资产总计	1,593,856.61	100.00%	1,371,157.96	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货。因借款到期偿还及项目建设资金持续投入等因素的影响，2018 年末货币资金为 163,461.02 万元，同比下降 11.04%，年末无使用受限货币资金。2018 年末公司无应收票据。应收账款主要源自代建项目结算款，受项目建设进度不断推进结算的影响，2018 年末同比增长 126.37%，账龄均为 1 年以内，欠款单位为新津县财政局和普东项目公司，回款风险不大，但款项回收时点存在不确定性，存在一定资金被占用情形。其他应收款主要为应收政府单位及国有企业往来款，2018 年末为 58,991.10 万元，同比下降 25.12%，其中前五名应收对象分别为四川新津工业园区管理委员会、新津县交通建设投资有限公司（以下简称“新津交投”）、新津保障中心、园区土储中心和中粮（成都）粮油工业有限公司，金额合计 47,553.89 万元，占其他应收款余额的比重为 79.26%，账龄为 1 年及以上的款项金额占比 37.55%，款项回收风险不大，但回收时点不确定，占用公司营运资金。

公司存货主要由土地使用权和开发成本构成，2018 年末为 793,609.55 万元，较上年末略有增长，占总资产的比重为 49.79%。其中，开发成本主要为土地出让金和相关税费，

占总资产的比重为 14.30%；2018 年末公司共持有 94 宗土地，主要系出让的城镇单一、混合住宅用地、工业工地，面积合计 297.30 万平方米，账面价值合计为 560,203.59 万元⁴，较上年末无变化，占总资产的比重为 35.15%，其中已用于抵押的土地账面价值为 232,544.30 万元，占土地总价值的比重为 41.51%。

公司非流动资产主要包括长期股权投资和在建工程。公司长期股权投资主要系对成都蓉工鸿业投资有限公司等联营企业的投资，2018 年末为 48,253.15 万元，同比下降 24.45%，主要系 2018 年公司将南区产投纳入合并报表范围所致。2018 年公司长期股权投资在权益法下确认的投资损失合计 422.03 万元。公司在建工程主要包括物流园区项目、岷江东岸项目等代建基础设施项目，受项目投入不断增加的影响，2018 年末同比增长 94.42%。

截至 2018 年末，公司存货、在建工程合计 1,257,142.13 万元，占总资产的比重为 78.87%，其中已抵押的土地价值占土地资产总价值的比重为 41.51%，且应收款项占总资产的比重为 7.30%，应收对象主要为政府单位及国有企业，回款时点存在不确定性，占用公司营运资金，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司建设投资业务收入快速增长，拉动营业收入稳步增长，但土地整理业务走弱，需关注未来土地整理业务收入波动性

公司营业收入主要来源于建设投资和土地整理两大业务，受代建项目结算金额较大的影响，2018 年公司实现建设投资业务收入 65,251.72 万元，同比增长 57.90%，占营业收入的比重高达 77.00%，拉动公司营业收入整体增长 25.09%；毛利率为 15.51%，较上年小幅提升，为公司收入和利润的重要来源。截至 2018 年末，公司主要在建的代建和政府购买服务项目计划总投资 1,148,222.07 万元，累计已投资 438,174.83 万元，若能顺利完成结算，建设投资业务具有一定可持续性。2018 年公司获得土地整理业务收入 19,350.00 万元，同比下降 26.60%，毛利率为 51.61%，同比小幅下降，导致公司整体盈利能力有所减弱，但仍对公司盈利具有较大贡献。考虑到公司主要在整理土地项目投资规模相对较小，且受政府规划、土地及房地产市场行情景气度波动等因素的影响，未来土地整理业务收入或存在一定波动性。

2018 年公司获得成都市财政局拨付的 2014 年远郊区（市）工业发展专项项目资金补助等合计 3,532.75 万元，占同期利润总额的比重为 20.10%。

⁴截至 2018 年末，公司缴纳的土地税金及出让费合计 5,466.24 万元。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	84,739.45	67,744.61
营业利润	13,957.69	14,373.27
营业外收入	3,620.31	0.00
利润总额	17,575.83	14,371.55
综合毛利率	23.80%	33.64%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现好转，主要在建项目尚需投入资金规模较大，未来面临较大资金支出压力

受应收账款回款走弱，2018年公司收现比降至0.68，总体收现能力有所减弱。2018年公司经营活动产生的现金表现为净流入，主要系收到政府单位及国有企业往来款规模较大及主营业务回款所致。

投资活动方面，2018年公司投资活动产生的现金仍表现为净流出，主要系物流园区项目、新津2017年棚改项目、五津片区棚改项目等投入较大所致。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于借款、发行债券及融资租赁等。因债务到期偿还本息及支付的租赁费规模较大等因素的影响，2018年公司筹资活动产生的现金继续表现为净流出。截至2018年末，公司主要在建基础设施建设和土地整理项目可计算部分尚需投入资金713,371.76万元，随着项目建设进度的持续推进，资金需求不断加大，未来面临较大的资金支出压力。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.68	0.80
销售商品、提供劳务收到的现金	57,285.94	54,446.87
收到的其他与经营活动有关的现金	153,966.42	132,747.15
经营活动现金流入小计	211,252.36	187,194.02
购买商品、接受劳务支付的现金	71,545.51	95,492.72
支付的其他与经营活动有关的现金	42,714.57	115,241.84
经营活动现金流出小计	114,874.50	211,240.87
经营活动产生的现金流量净额	96,377.86	-24,046.84
投资活动产生的现金流量净额	-69,042.46	-55,487.42
筹资活动产生的现金流量净额	-47,623.33	184,478.35

现金及现金等价物净增加额	-20,287.93	104,944.09
--------------	------------	------------

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，存在一定偿债压力

受应付工程款及国有企业往来款大幅增加的影响，公司负债总额持续增长，2018年末为946,724.22万元，同比增长24.49%。所有者权益方面，得益于经营业绩的积累，2018年末公司所有者权益小幅增至647,132.39万元。受以上因素综合影响，2018年末产权比率为146.30%，同比上升21.77个百分点，公司所有者权益对负债总额的覆盖程度较弱。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	946,724.22	760,489.97
所有者权益	647,132.39	610,667.99
产权比率	146.30%	124.53%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债仍以非流动负债为主。公司流动负债主要包括短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。公司短期借款主要用于日常资金周转，受新增债务规模减少的影响，2018年末短期借款同比下降20.83%。2018年末公司无应付票据。应付账款主要为应付工程款，受项目建设进度加快，待结算工程款大幅增加的影响，2018年末应付账款同比大幅增长95.53倍，期限为1年以内的款项合计112,579.63万元，占比94.15%。其他应付款（不含应付利息）主要为应付国有企业往来款，2018年末为184,194.78万元，同比增长69.02%，期限为1年以内的款项占比56.30%。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券和一年内到期的长期应付款，2018年末为113,685.00万元，同比小幅下降，存在一定短期偿付压力。

非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。长期借款主要为项目贷款，受项目建设进度持续推进导致项目贷款增加的影响，2018年末同比增长14.37%，借款期限主要为2-25年，借款利率主要为1.20%-8.95%。应付债券包括“16新津02”、本期债券和“2018年度第一期债权融资计划”，其中“16新津02”到期日为2021年10月27日，2018年末债券余额为50,000.00万元；本期债券到期日为2024年10月23日，票面利率为7.30%，2018年末债券余额为58,000.00万元；“2018年度第一期债权融资计划”发行金额为24,000.00万元，发行期限为7+N年。长期应付款包括融资租赁款和专项应付款，2018年末其规模较上年末略有下滑，其中专项应付款为7,018.20万元，较上年末无变化，无实际偿还压力。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	9,500.00	1.00%	12,000.00	1.58%
应付票据及应付账款	119,571.26	12.63%	1,238.73	0.16%
其他应付款	186,647.39	19.72%	111,493.36	14.66%
一年内到期的非流动负债	113,685.00	12.01%	133,532.00	17.56%
流动负债合计	447,497.41	47.27%	270,148.06	35.52%
长期借款	282,309.00	29.82%	246,836.00	32.46%
应付债券	81,114.95	8.57%	106,807.45	14.04%
长期应付款	135,802.86	14.34%	136,698.46	17.98%
非流动负债合计	499,226.81	52.73%	490,341.91	64.48%
负债合计	946,724.22	100.00%	760,489.97	100.00%
其中：有息债务	615,393.61	65.00%	628,855.71	82.69%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务规模为615,393.61万元，占负债总额的比重为65.00%，其中长期有息债务规模为492,208.61万元，占同期负债总额的比重为51.99%，2019-2021年公司将分别偿付有息债务本金123,185.00万元、82,243.00万元和47,770.00万元，未来存在一定偿债压力。

表 13 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	123,185.00	82,243.00	47,770.00	362,195.61

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债能力来看，2018年末公司资产负债率小幅上升至59.40%，整体负债水平小幅提升。公司流动比率同比有所下降，但仍处于较高水平，速动比率小幅降至0.63，但流动资产主要为土地资产和项目开发成本，实际流动性较差，公司短期偿债能力一般。受项目结算金额较大的影响，2018年公司EBITDA有所增长，EBITDA利息保障倍数略有提升但仍处于较低水平，有息债务/EBITDA小幅下降至27.43，仍处于较高水平，公司利润对有息债务本息的偿还保障程度仍较弱。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	59.40%	55.46%
流动比率	2.40	3.95
速动比率	0.63	1.07
EBITDA（万元）	22,437.79	20,173.27

EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.59
有息债务/EBITDA	27.43	31.17

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版），从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月8日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司对外担保金额相对较大，且均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险

截至2018年末，公司对外担保金额合计206,366.33万元，占年末净资产的比重为31.89%，担保对象主要国有企业及事业单位，其中成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司、新津交投、成都市新津水城水务投资有限责任公司及成都新津津房置业有限责任公司与公司为同一实际控制人。公司对外担保金额相对较大，且均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 15 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
新津成汉企业管理服务有限公司	50,000.00	2025 年 11 月 9 日	否
新津成汉企业管理服务有限公司	50,000.00	2026 年 6 月 2 日	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	38,000.00	2028 年 6 月 7 日	否
新津县交通建设投资有限责任公司	30,000.00	2020 年 6 月 26 日	否
成都新津津房置业有限责任公司	10,000.00	2018 年 12 月 10 日	否
成都市新津水城水务投资有限责任公司	7,000.00	2023 年 10 月 25 日	否
新津县中医院	7,000.00	2019 年 5 月 18 日	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	6,266.33	2023 年 12 月 18 日	否
新津县交通建设投资有限责任公司	5,000.00	2019 年 8 月 6 日	否
成都市新津水城水务投资有限责任公司	3,100.00	2021 年 1 月 9 日	否
合计	206,366.33	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、评级结论

2018年公司外部环境仍较好，继续为其发展提供了良好的基础，公司主要代建及政府购买服务项目投资规模较大，建设投资业务具有一定可持续性，且获得了一定的外部支持。

同时中证鹏元关注到，公司资产主要由土地使用权和工程项目构成，大部分土地已被用于抵押，且应收政府单位及国有企业款项规模较大，回款时间不确定，占用公司营运资金，整体资产流动性较弱；公司主要在建项目尚需投入资金规模较大，随着项目建设进度的持续推进，资金需求不断加大，未来面临较大的资金支出压力；公司有息债务规模较大，存在一定偿债压力，对外担保金额相对较大，且均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险。

基于以上情况，经中证鹏元综合评定，本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	163,461.02	183,748.96	89,304.87
存货	793,609.55	780,203.97	730,490.04
流动资产合计	1,073,391.51	1,068,059.18	907,215.32
在建工程	463,532.58	238,423.00	192,399.79
非流动资产合计	520,465.10	303,098.77	255,453.05
总资产	1,593,856.61	1,371,157.96	1,162,668.38
短期借款	9,500.00	12,000.00	11,000.00
应付票据及应付账款	119,571.26	1,238.73	2,058.84
其他应付款	186,647.39	111,493.36	138,326.13
一年内到期的非流动负债	113,685.00	133,532.00	114,480.00
流动负债合计	447,497.41	270,148.06	271,591.91
长期借款	282,309.00	246,836.00	81,700.00
应付债券	81,114.95	106,807.45	99,067.01
长期应付款	135,802.86	136,698.46	113,513.6
非流动负债合计	499,226.81	490,341.91	294,280.62
总负债	946,724.22	760,489.97	565,872.53
有息债务	615,393.61	628,855.71	427,742.42
所有者权益	647,132.39	610,667.99	596,795.85
营业收入	84,739.45	67,744.61	67,383.01
营业利润	13,957.69	14,373.27	13,740.85
营业外收入	3,620.31	0.00	60.31
净利润	16,122.78	13,872.14	13,461.51
经营活动产生的现金流量净额	96,377.86	-24,046.84	-32,936.47
投资活动产生的现金流量净额	-69,042.46	-55,487.42	-82,747.69
筹资活动产生的现金流量净额	-47,623.33	184,478.35	138,847.13
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	23.80%	33.64%	32.76%
收现比	0.68	0.80	1.11
产权比率	146.30%	124.53%	94.82%
资产负债率	59.40%	55.46%	48.67%
流动比率	2.40	3.95	3.34
速动比率	0.63	1.07	0.65
EBITDA（万元）	22,437.79	20,173.27	18,882.43
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.59	0.71
有息债务/EBITDA	27.43	31.17	22.65

资料来源：公司 2014-2016 三年连审审计报告和 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年末公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
成都市天府新区南区产业园投资有限公司	100,000.00	60.00%	商务服务业
新津县新龙祥投资有限责任公司	10,000.00	100.00%	投资管理
成都市新津中小企业融资担保有限责任公司	6,000.00	100.00%	融资担保
新津县新化投资有限责任公司	300.00	100.00%	项目投资
成都天汉人力资源管理有限公司	200.00	100.00%	投资管理

注：南区产投原名为成都市天府新区西区产业园投资有限公司，于2018年2月26日变更为现名；成都天汉人力资源管理有限公司原名为成都天汉投资有限公司，于2018年9月26日变更为现名。

资料来源：公司提供，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+1年内到期的长期有息债务+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。