



2018年第一期、2019年第一期马鞍山市博望区城市发展投资有限责任公司城市地下综合管廊建设专项债券2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2018年第一期、2019年第一期马鞍山市博望区城市发展投资有限责任公司¹城市地下综合管廊建设专项债券2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
PR 博望 02/18 博望管廊债 01	AA	AA
PR 博望 01/19 博望管廊债 01	AA	AA

评级日期

2022年6月28日

联系方式

项目负责人：刘玮
liuw@cspengyuan.com

项目组成员：何贺
heh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持马鞍山市宁博投资发展有限责任公司（以下简称“宁博投资”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“PR 博望 02/18 博望管廊债 01”和“PR 博望 01/19 博望管廊债 01”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：马鞍山市在固定资产投资及社会消费拉动下，经济持续增长；公司主要在建基础设施项目计划总投资规模较大，业务持续性有保障，公司继续获得较大的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，担保业务面临较大的代偿风险，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务具有持续性，且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	2020	2019
总资产	182.36	165.20	138.37
所有者权益	90.15	72.85	56.95
总债务	76.36	75.09	69.61
资产负债率	50.56%	55.90%	58.84%
现金短期债务比	0.36	0.58	0.53
营业收入	5.84	5.83	5.84
营业外收入	0.97	0.94	0.95
利润总额	1.76	1.62	1.55
销售毛利率	14.15%	13.35%	14.20%
EBITDA	1.98	1.98	1.94
EBITDA 利息保障倍数	0.45	0.45	0.50
经营活动现金流净额	0.84	-6.10	-6.09
收现比	93.76%	76.78%	76.48%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2020年9月，公司名称由马鞍山市博望区城市发展投资有限责任公司变更为马鞍山市宁博投资发展有限责任公司。

优势

- **马鞍山市在固定资产投资及社会消费拉动下，经济持续增长。**马鞍山市具有交通区位及矿产资源优势，以钢铁产业为核心，近年在固定资产投资及社会消费拉动下，经济持续增长，2021年GDP规模同比增长9.1%。
- **公司工程代建业务持续性较有保障。**2021年末公司主要在建基础设施项目计划总投资规模较大，未来业务持续性较有保障。
- **公司继续获得较大外部支持。**2021年公司获得当地政府拨付16.70亿元资金，同时获得0.97亿元财政补贴，提升了公司资本实力及当期利润水平。

关注

- **公司资产流动性仍较弱。**2021年末公司资产以存货及应收款项为主，存货多为项目建设投入，应收款项对营运资金占用较大且回款时间较不确定；且投资性房地产及无形资产主要系自来水管网资产及林地使用权，部分资产使用受限，整体资产流动性仍较弱。
- **公司项目建设面临较大资金压力。**2021年末公司主要在建基础设施项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力。
- **公司偿债压力较大。**2021年末公司总债务规模较大，现金短期债务比仍较低，EBITDA对利息保障程度仍较弱，未来偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**2021年末公司担保业务在保余额较大，且担保对象多为中小企业，抗风险能力弱；公司对外担保规模较大且均未设置反担保措施；公司存在一定或有负债风险。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	较低	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP规模	3		资产负债率	3
	GDP增长率	5		EBITDA利息保障倍数	3
	地区人均GDP/全国人均GDP	4		现金短期债务比	3
	公共财政收入	3		收现比	5
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	中等			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	2			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		中等
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					1



公司主体信用等级

AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-6-29	罗力、万蕾	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)	阅读全文
AA/稳定	AA	2018-10-16	刘婉、罗力	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_ff_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
PR 博望 02/18 博望管廊债 01	5.00	4.00	2021-6-29	2025-11-29
PR 博望 01/19 博望管廊债 01	2.80	0.90	2021-6-29	2026-4-18

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2018年11月29日发行5.00亿元“PR博望02/18博望管廊债01”、2019年4月18日发行2.80亿元“PR博望01/19博望管廊债01”，募集资金4.68亿元用于博望区城市地下综合管廊建设项目，3.12亿元用于补充营运资金。截至2022年3月末，“PR博望02/18博望管廊债01”募集资金专项账户余额5.89万元，“PR博望01/19博望管廊债01”募集资金专项账户余额7.39万元。2022年3月末，募投项目“博望区城市地下综合管廊建设项目”正在建设中，项目计划总投资12.00亿元，已投资9.97亿元。

三、发行主体概况

2021年公司股权结构有所调整，股东中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）减少投资3,050.00万元，安徽横望控股集团有限公司（原名马鞍山市横望实业发展有限公司，以下简称“横望控股”）增资3,050.00万元。截至2021年末，公司注册资本及实收资本仍为94,100.00万元，其中马鞍山南部承接产业转移新区经济技术发展有限公司（以下简称“南部经发”）、农发基金及横望控股依次分别持股76.62%、12.46%和10.92%。截至2021年末，该股权变更仍未办理工商变更。其中，农发基金不直接参与公司日常经营管理，约定的年投资收益率为1.2%。

2021年，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，公司控股股东仍为南部经发，实际控制人仍为马鞍山市人民政府。2021年公司合并报表范围变化情况如下表，截至2021年末，公司合并范围子公司共11家，详见附录四。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
马鞍山市横创产业服务有限公司	100.00%	0.70	商务服务业	投资

资料来源：公司2021年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印

发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国发[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

马鞍山市为安徽省地级市，紧邻南京、合肥两大省会，具有交通区位及矿产资源优势，近年全市以钢铁产业为核心，固定资产投资及社会消费拉动全市经济持续增长，但区域政府债务规模增长较快

区位特征：马鞍山市为安徽省地级市，紧邻南京、合肥两大省会，具有交通区位及矿产资源优势。马鞍山市是安徽省16个地级市之一，位于安徽东部，横跨长江两岸，毗邻南京、合肥两大省会城市，是长三角经济协调会成员城市、南京都市圈核心层城市和皖江城市带承接产业转移示范区核心城市。交通方面，马鞍山市区距南京禄口国际机场仅30千米，宁铜铁路、宁安城际铁路穿境而过；马鞍山港作为长江十大港口之一、国家一类口岸，是中国重要的钢铁流通基地，郑蒲港是长江水道上直插内陆的深水港，市内港口为区域提供水运保障；宁和城际（南京地铁S3号线）、宁马城际铁路（南京地铁S2号线）计划与南京地铁对接。马鞍山市矿产资源丰富，马鞍山矿区地处长江下游宁芜—罗河成矿带，是我国七大铁矿区之一。马鞍山市现辖三县三区，面积4,049平方公里，根据第七次人口普查数据，截至2020年11月1日零时，全市常住人口215.99万人，较2010年的220.29万人有所下降。

图1 马鞍山市空间格局示意图

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
合肥市	11,412.8	9.2%	12.12	844.2	832.4
芜湖市	4,302.63	11.6%	11.72	361.2	312.9
马鞍山市	2,439.33	9.1%	11.3	196.53	-
宿州市	2,167.67	8.5%	4.07	147.87	223.52
亳州市	1,972.7	8.6%	3.95	140.3	-
宣城市	1,833.9	10.1%	7.35	182.8	120.9
铜陵市	1,165.6	7.2%	8.89	93.5	-
黄山市	957.4	9.1%	7.19	88.3	-

注：标“-”数据未公告；芜湖市人均GDP按2021年末常住人口数计算，铜陵市人均GDP按第七次全国人口普查当地常住人口数计算。

资料来源：2021年各地国民经济和社会发展统计公报、各地政府网站，中证鹏元整理

表3 马鞍山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,439.33	9.1%	2,186.90	4.2%	2,111.0	8.0%
固定资产投资	-	19.2%	-	8.4%	-	5.9%
社会消费品零售总额	937.85	17.9%	795.79	2.7%	658.90	11.7%
进出口总额（亿美元）	73.68	24.9%	58.2	12.1%	52.1	16.3%
人均 GDP（万元）		11.3		10.12		8.94
人均 GDP/全国人均 GDP		139.47%		139.76%		126.12%

注：“-”数据未公告；2019年GDP按当年末地区常住人口计算，2020年人均GDP按马鞍山市第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：2019-2021年马鞍山市国民经济和社会发展统计公报、马鞍山市人民政府官网，中证鹏元整理

产业情况：马鞍山市以钢铁产业为核心，加快发展智能装备等新兴产业。马鞍山市是新兴的钢铁工业城市，近年立足现有资源禀赋和产业基础，发力构建“1+3+N”产业集群(基地)，1即做大做强做优钢铁相关产业集群；3即聚力发展雨山区智能装备、马鞍山经开区轨道交通装备、博望高端数控机床三大省级以上战新产业基地(集群)，大力实施优势产业强链补链工程，加快培育引进一批产业链核心企业；N即大力培育市级特色产业集群。2021年末“1+3+N”产业集群产值超3,000亿元。马鞍山市上市公司有马钢股份（600808.SH）、中钢天源（002057.SZ）、汉马科技（600375.SH）、泰尔股份（002347.SZ）等，聚焦钢铁、汽车零部件、装备制造等领域。

发展规划及机遇：根据《马鞍山市国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，全市将全力建设新阶段现代化“生态福地、制造名城”。马鞍山市2035年远景目标包括综合实力实现更大提升，经济总量较“十四五”末翻一番，人均地区生产总值达到长三角平均水平，进入国家创新型城市前列；产业发展质量和效益实现更大提升，基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化，建成现代化经济体系；一体化发展水平实现更大提升等。

财政及债务：近年马鞍山市财政收入持续增加，但地方政府债务增长较快。近年马鞍山市一般公共预算收入及市级政府性基金收入保持增长，2021 年全市实现一般公共预算收入 196.53 亿元，其中税收收入占比 72.23%，近三年财政自给能力有所提高。区域债务方面，2021 年马鞍山市地方政府债务余额快速攀升，年末余额为 625.32 亿元，其中市级（含市本级与市属开发园区）248.2 亿元，县区 377.12 亿元。

表4 马鞍山市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	196.53	169.54	158.35
税收收入占比	72.23%	74.90%	-
财政自给率	68.40%	64.03%	62.51%
市级政府性基金收入	123.76	79.23	57.73
地方政府债务余额	625.32	381.53	328.19

注：上表政府性基金收入为市级政府性基金收入，含市本级、马鞍山经济技术开发区、慈湖高新技术产业开发区、郑蒲港新区现代产业园区，与表内其他数据口径存在差异。

资料来源：马鞍山市人民政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，马鞍山市市属投融资平台主要有 4 家，分别为江东控股集团有限责任公司（以下简称“江东控股”）、南部经发、马鞍山慈湖高新技术产业开发区投资发展有限公司（以下简称“慈湖高新”）和宁博投资，其中宁博投资为南部经发子公司，南部经发和慈湖高新为江东控股子公司。江东控股作为市属国有资本投资运营平台，主要承担城市基础设施建设运营和产业投资管理责任；南部经发主要从事经开区（示范园区）、雨山区和博望区范围内的基础设施及保障房建设、土地整理和担保等业务；慈湖高新区系安徽省首批知识产权示范园区，属于马鞍山市重点开发区域，慈湖高新系该区域基础设施建设最主要的实施主体；宁博投资系马鞍山市博望区基础设施和保障房建设投融资主体，承担博望区基础设施建设、土地整理和棚户区改造等项目的开发及建设任务。

表5 马鞍山市部分市级重要投融资主体情况（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
江东控股	马鞍山市人民政府	712.08	55.07%	66.10	-	马鞍山市主要的基础设施投建、国有资产和产业投资运营主体
南部经发	江东控股	279.34	49.98%	20.38	-	经开区（示范园区）、雨山区和博望区的重要投资建设主体
慈湖高新	江东控股	63.54	56.95%	7.72	78.02	慈湖高新区基础设施建设最主要的实施主体
宁博投资	江东控股	90.15	50.56%	5.84	76.36	博望区基础设施建设最主要的实施主体

注：1.财务数据为 2021 年度/2021 年末数据；2.“-”表示数据未公开披露。

资料来源：Wind、公开披露的评级报告，中证鹏元整理

在新兴产业和消费的带动下，2021年马鞍山市博望区经济实现持续增长

博望区于2012年设立，位于安徽省马鞍山市最东端，与江苏江宁、溧水、高淳三区接壤，地处长三角经济圈和南京一小时都市圈内；现辖博望、新市、丹阳三镇，全区总面积351平方公里。根据第七次人口普查结果，截至2020年11月1日零时，博望区常住人口为15.85万人，占全市人口的7.34%，占比相比第六次人口普查下降0.37个百分点。

近年来，博望区地区生产总值持续增长，2021年博望区实现地区生产总值149.38亿元，同比增长7.1%。除2020年受疫情影响，博望区社会消费品零售总额同比增长缓慢外，2019年和2021年社会消费品零售总额同比增长均在10%以上，增速较快，对拉动区经济增长贡献度较高。近年来博望区人均GDP持续增长，且均高于全国平均水平，2021年人均GDP为94,256.17万元，为全国平均水平的116.40%。

表6 博望区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	149.38	7.1%	131.9	2.8%	127.95	9.3%
固定资产投资	-	6.6%	-	10.9%	-	15.7%
社会消费品零售总额	50.25	17.3%	42.82	2.4%	26.48	11.7%
进出口总额（亿美元）	1.53	36.8%	-	-	1.15	-8.3%
人均GDP（元）	94,256.17		83,226.59		80,734.21	
人均GDP/全国人均GDP	116.40%		114.88%		113.88%	

注：1.“-”数据未公告；2.人均GDP=当年地区生产总值/当年末地区常住人口；常住人口按马鞍山市第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：博望区2019-2021年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

近五年，博望区高新技术产业发展较快，新增安徽省级以上“专精特新”企业20家，高新技术企业发展到82家，战略性新兴产业产值年均增长20%以上，博望高新区入列国家开发区目录，博望工业互联网平台成为全省首批重点培育的区域级工业互联网平台，博望区成功跻身安徽省制造业发展综合10强区。博望区将继续深度融入合肥、南京都市圈，加紧与沪苏浙建立紧密型、互补性合作关系，加快打造全国知名的机床产业集聚基地、华东地区智慧物流与供应链枢纽、长三角重要的合金新材料产业中心、长三角科技成果转化和先进产业转移的首选承载地。

2021年博望区实现公共财政收入14.34亿元，同比增长69.5%，其中完成税收收入7.65亿元，税收收入占比53.35%。

五、经营与竞争

2021年公司主营业务未发生变化，收入仍主要来自代建工程业务；2021年，公司营业收入小幅增长，主要系伴随公司业务规模的扩大，代建工程业务收入上升所致；2020年末，有销售资格的房屋已经销售

完毕，2021年在建房屋尚未取得销售资格，无房屋销售业务收入。毛利率方面，受代建工程业务占比较高及毛利率提升的影响，2021年公司销售毛利率有所上升。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建工程	5.53	12.92%	5.23	12.71%
房屋销售	0.00	-	0.02	49.44%
供水业务	0.03	-61.00%	0.04	-18.85%
担保业务	0.03	99.17%	0.03	100.00%
租赁业务	0.13	-10.81%	0.30	8.15%
其他业务	0.12	93.86%	0.22	27.48%
合计	5.84	14.15%	5.83	13.35%

资料来源：公司提供

2021年公司代建工程收入有所增加，未来业务持续性较有保障，同时项目建设面临较大资金压力

公司主要负责运营博望区范围内的基础设施建设项目和土地整理类项目，相关项目多与博望区人民政府及其附属单位签订了委托代建合同书，由公司负责项目投融资和建设，博望区政府每年根据工程进度按照工程建设成本加成一定比例向公司拨付工程款项，项目工程建设成本包含工程成本、拆迁补偿成本和其他待摊成本（资本化利息、其他费用）。2019年公司与博望区人民政府签订了《马鞍山市博望区市政道路及附属工程委托代建协议之补充协议》、与马鞍山市临湖土地整治有限责任公司和安徽横望控股集团有限公司分别签订了《马鞍山市博望区土地整治工程委托代建协议》，约定自2019年起，公司承接的市政道路及附属工程以及土地整治工程均按经双方确认的工程投资成本加成15%确认投资收益。2021年公司获得代建工程收入5.53亿元，较上年有所增加，仍来自博望区市政道路等代建工程项目以及土地整理项目等，毛利率为12.92%。

公司未来代建业务的收入将主要来源于存货中待结算工程、开发成本以及土地整理类项目。待结算工程和开发成本主要是博望区内的基础设施建设项目，土地整理类项目单个地块整理成本不大，而是以各地块的拆迁补偿金、土地报批费、建设用地征迁准备金等费用为主。公司主要的在建基础设施项目有市政道路及附属工程项目、城镇化建设工程等。截至2021年末，公司主要在建基础设施项目计划总投资55.00亿元，未来业务持续性较有保障，但尚需投资14.06亿元，公司存在较大的资金缺口。

表8 截至2021年末公司在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	是否签订代建协议
市政道路及附属工程	19.00	13.18	是
城镇化建设工程	14.00	11.20	是
博望区城市地下综合管廊建设项目	12.00	11.56	是
水阳江下游（博望段）水系综合整治项目	5.00	2.75	是

新博山河防洪备水项目	5.00	2.26	是
合计	55.00	40.94	-

注：本表中“博望区城市地下综合管廊建设项目”为委托代建项目，与募投项目名称相近，但并非同一个项目。
 资料来源：公司提供

2021年公司没有产生房屋销售收入，待售面积较大的保障房可为该业务收入提供一定保障，但未来收入确认规模及时间受实际竣工验收情况及销售进度影响存不确定性

2020年公司房屋销售收入均来自荣博佳苑项目；2021年，已经取得销售资格的房屋均已销售完毕，其余房屋项目均在建设中，不具备销售条件，当期公司没有产生房屋销售业务收入。

马鞍山市博望区安置房项目由荣博佳苑安置小区二期、博望四季阳光安置小区和博望新城安置小区三个地块子项目组成，由公司负责建设，建设完毕后全部自行销售。上述项目计划总投资25.09亿元，2021年末博望四季阳光安置小区项目已竣工验收，荣博佳苑安置小区二期和博望新城安置小区项目已完工，但尚未竣工验收。未来项目均竣工验收后，可为房屋销售收入提供一定保障，但未来收入确认规模及时间受实际竣工验收情况及销售进度影响存不确定性。

表9 截至2021年末房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	可售情况	是否已竣工	总投资	已投资	
博望区安置房项目	荣博佳苑安置小区二期	住宅面积 16.88 万平方米，商业用房面积 2.68 万平方米。	否		
	博望四季阳光安置小区	住宅面积 28.52 万平方米，商业用房面积 4.5 万平方米，车位 1,210 个。	是	25.09	25.09
	博望新城安置小区	住宅面积 14.87 万平方米，商业用房面积 2.32 万平方米，车位 1,111 个。	否		

资料来源：公司提供

担保及其他业务丰富了公司收入来源，担保业务客户主要为中小企业，面临较大代偿风险

公司对外担保业务由子公司马鞍山横山融资担保有限公司（以下简称“横山担保”）经营，横山担保参与了“新型银政担4321”担保模式：对小微企业单户在保余额2,000万以下的企业提供风险补偿，其中担保公司承担40%，中央和省财政代偿补偿专项资金承担30%，银政担合作风险试点银行承担20%，所在地本级财政承担10%。

横山担保主要为当地中小企业提供银行借款的融资担保，担保合同一般每年签署一次。由于公司担保对象多为中小企业，抗风险能力较弱，2021年公司新增5户代偿，合计代偿金额181.32万元，截至2022年5月末，已经追回169.56万元。其中，安徽安通智能装备制造股份有限公司代偿本息共计152.12万元，公司于2021年11月已收回全部代偿款。目前横山担保已收回个人代偿款；正在起诉并追偿代偿企业剩余款项，已与部分企业达成和解，后期按照还款协议执行。截至2021年末，横山担保在保户数66户，在保余额增至4.06亿元，考虑到担保对象多为中小企业，抗风险能力弱，未来公司仍将面临较大代偿及代偿损失风险。

公司租赁业务为从2020年起新增业务，主要系子公司马鞍山市横山石臼湖生态旅游农林发展有限公司出租农副业基地以及公司对外出租荣博佳苑一期、四季阳光、市区商铺等，2021年公司对石臼湖农副业基地进行了更新改造以及部分基础设施的维修建设，当期租赁业务成本大幅上升，租赁收入和毛利率均有所下降。公司供水业务主要由马鞍山市润湖水务有限责任公司负责运营，为博望区丹阳镇居民供水并收取水费。2021年，公司供水业务实现收入283.93万元；由于公司的供水业务存在一定公益性质，成本较高收费较低，呈持续亏损状态。公司其他业务收入主要包括自来水管网等资产的租金收入等，公司将自来水管网出租给马鞍山市丹阳自来水厂，租赁期限至2023年7月31日，租金为每月125万元，该业务收入较稳定，但尚未回款。

公司继续获得较大外部支持

2021年，马鞍山市横望区人民政府通过横望控股向公司拨付16.70亿元，相应增加资本公积，有效提升了公司的资本实力。此外，根据马鞍山市博望区财政局文件，2021年公司获得财政补贴资金0.97亿元，计入营业外收入，提升了当期利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告及经北京兴昌华会计师事务所（普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围新增加子公司马鞍山市横创产业服务有限公司，截至2021年末，公司合并范围子公司共11家，详见附录四。

资产结构与质量

公司资产以存货及应收款项为主，存货多为项目建设投入，应收款项回款时间较不确定，加之部分资产使用受限，整体资产流动性仍较弱

随着经营发展，2021年末公司资产总额保持增长，仍以流动资产为主。

2021年末公司货币资金中8.17亿元作为承兑汇票保证金、用于担保的存款保证金及履约保证金使用受限；2021年末应收账款账面价值小幅增长，其中主要包括应收博望区人民政府8.23亿元、马鞍山市临湖土地整治有限责任公司2.30亿元、马鞍山市横望生态治理有限公司1.10亿元、马鞍山市横山石臼湖生态农业专业合作社0.38亿元以及横望控股0.29亿元。公司其他应收款主要系往来款项，伴随公司业务规模的扩大，2021年其他应收款有所增加；2021年末前五大应收款项包括应收横望控股11.43亿元、马鞍山市临湖土地整治有限责任公司9.38亿元、马鞍山市博望区财政局8.10亿元、马鞍山市土地储备中心7.29亿元和马鞍山市石门文化旅游开发有限责任公司3.37亿元。整体来看，公司应收款项主要系应收政

府部门及其附属单位款项，部分款项账龄较长，规模较大，对公司营运资金形成一定占用，同时受政府财政资金安排影响回款时间较不确定。随着资产注入以及土地增加，2021年末公司存货账面价值有所增长，其中主要包括开发成本30.96亿元、待结算工程29.78亿元、拟开发土地10.58亿元和土地整理4.86亿元；开发成本主要系尾砂矿和尾矿堆等区域场地城乡建设用地增减挂钩流转土地使用权以及安置房等项目投入；拟开发土地多为商住地，部分为街巷用地；此外，公司存货中账面价值4.17亿元的土地已用于抵押。

由于会计政策调整，2021年末公司原计入可供出售金融资产的投资均计入其他权益工具投资科目，2021年末公司其他权益工具投资主要包括投资马鞍山市汇马新型城镇化建设综合开发有限责任公司5.00亿元和马鞍山市横山浦银投资发展基金有限公司3.33亿元。公司投资性房地产主要系博望区人民政府于2013年划入的博望区自来水管网等资产。公司无形资产系林地使用权，2021年末账面价值随摊销减少。

整体而言，公司资产以存货及应收款项为主，存货主要系项目建设投入，应收款项对营运资金占用较大且回款时间较不确定，投资性房地产及无形资产主要系自来水管网资产及林地使用权，其他权益工具投资所投企业股权流动性不强，2021年末包括货币资金及存货在内的受限资产合计14.34亿元，整体资产流动性较弱。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.98	5.48%	11.76	7.12%
应收账款	12.35	6.77%	12.26	7.42%
其他应收款	49.56	27.18%	35.68	21.60%
存货	82.48	45.23%	77.25	46.76%
流动资产合计	155.70	85.38%	138.16	83.63%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	8.99	5.44%
其他权益工具投资	8.59	4.71%	0.00	0.00%
投资性房地产	6.11	3.35%	6.10	3.70%
无形资产	9.47	5.19%	9.62	5.82%
非流动资产合计	26.67	14.62%	27.04	16.37%
资产总计	182.36	100.00%	165.20	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2021年公司营业收入及毛利率均有所上升，外部支持仍是利润的重要来源

公司收入仍主要来自代建工程收入，2021年公司营业收入小幅增长，主要系伴随公司业务规模的扩大，代建工程业务收入上升所致；2021年公司收现比虽有所提高，但主业回款能力仍一般。毛利率方面，受代建工程业务占比较高及毛利率提升的影响，2021年公司销售毛利率有所上升。2021年，代建工程收

入及毛利率提高叠加政府补助规模增长，当年利润水平提升。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
收现比	93.76%	76.78%
营业收入	5.84	5.83
营业利润	0.79	0.68
营业外收入	0.97	0.94
利润总额	1.76	1.62
销售毛利率	14.15%	13.35%

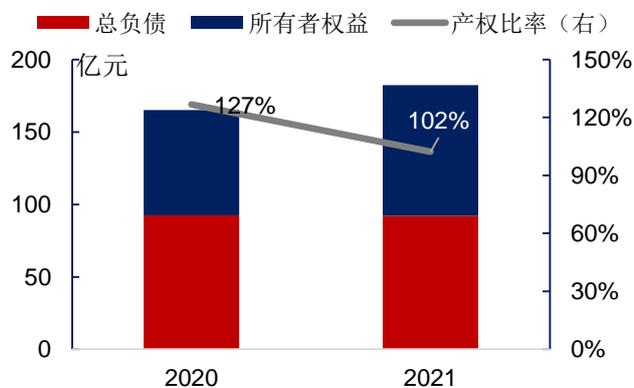
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，偿债能力指标较弱，未来偿债压力较大

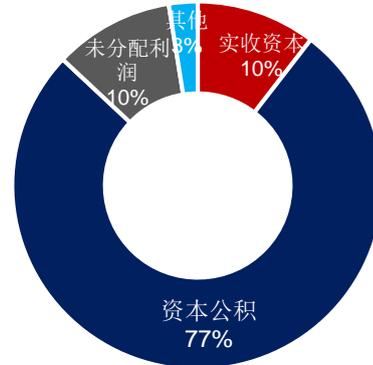
2021年末公司总负债规模较上年变化不大，但横望区人民政府通过横望控股向公司拨付16.70亿元，资本公积大幅增加，产权比率随之下降；公司所有者权益仍以资本公积为主，随着资产注入，资本公积占比持续提升。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司一年内到期的非流动负债增加，流动负债占比过半。

2021年末公司短期借款有所减少，期末余额包括抵押借款1.00亿元和保证借款0.10亿元；应付票据主要为商业承兑汇票；其他应付款主要系往来款及借款，其中主要包括应付南部经发借款3.76亿元、马鞍山市汇马新型城镇化建设综合开发有限责任公司有息借款3.34亿元、马鞍山市横山浦银投资发展基金有限公司往来款3.33亿元、马鞍山市横望园林绿化有限公司往来款2.66亿元和马鞍山市横望路桥建设有限公司2.01亿元。2021年末公司一年内到期的非流动负债较上年末大幅增加，主要系一年内到期的长期应付款大幅增加所致。

2021年末公司长期借款有所减少，主要系公司保证借款到期偿还所致；公司长期借款主要为质押借款和保证借款，质押物主要为公司与政府相关部门签订的应收代建项目资金。2021年公司应付债券大幅增长，主要系公司于2021年1月18日发行15.00亿元私募债“21宁博01”。2021年末公司长期应付款大幅减少，主要系部分转入一年内到期的非流动负债所致。

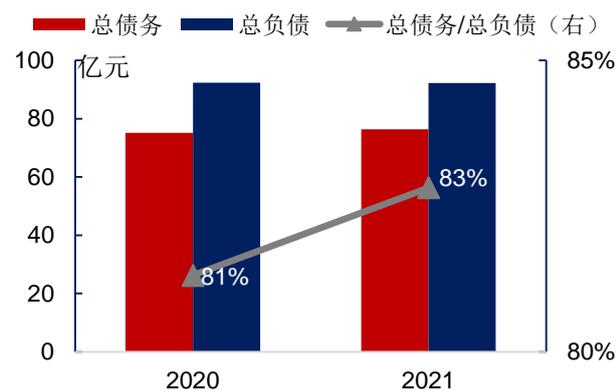
表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.10	1.19%	2.91	3.16%
应付票据	7.46	8.09%	7.06	7.65%
其他应付款	22.51	24.41%	25.04	27.11%
一年内到期的非流动负债	17.05	18.49%	8.24	8.92%
流动负债合计	50.06	54.29%	44.76	48.46%
长期借款	13.53	14.67%	21.82	23.63%
应付债券	18.82	20.41%	6.77	7.33%
长期应付款	9.80	10.63%	19.01	20.58%
非流动负债合计	42.15	45.71%	47.60	51.54%
负债合计	92.21	100.00%	92.36	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

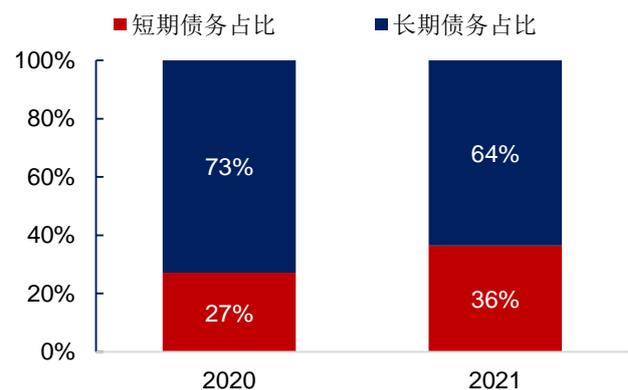
截至2021年末，公司总债务增至76.36亿元，总债务占总负债的比重有所上升；短期债务占总债务比重有所提高。

图 4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，2021年末公司资产负债率有所下降，现金短期债务比仍较低，EBITDA对利息保障程度仍较弱。整体来看，公司总债务规模较大，偿债能力指标较弱，未来偿债压力较大。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2021年	2020年
------	-------	-------

资产负债率	50.56%	55.90%
现金短期债务比	0.36	0.58
EBITDA 利息保障倍数	0.45	0.45

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，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2019年1月1日至报告查询日（2022年4月20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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，除横山担保提供的担保业务外，公司对外担保余额合计28.53亿元，占当年末净资产比重为31.65%，被担保方虽均为国有企业，但均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表14 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	企业性质	担保终止日期	担保余额	是否有反担保
马鞍山市汇马新型城镇化建设综合开发有限公司	国企	2031/3/16	33,400.00	否
马鞍山南部承接产业转移新区经济技术发展有限公司	国企	2031/3/16	23,180.00	否
安徽横望控股集团有限公司	国企	2027/3/11	22,000.00	否
马鞍山南部承接产业转移新区经济技术发展有限公司	国企	2041/6/11	21,000.00	否
马鞍山市花山区城市发展投资集团有限责任公司	国企	2025/4/24	19,930.00	否
马鞍山市临湖土地整治有限责任公司	国企	2024/12/15	17,000.00	否
安徽横望控股集团有限公司	国企	2022/2/14	15,900.00	否
马鞍山濮塘实业发展有限公司	国企	2023/4/16	10,900.00	否
马鞍山市濮塘文化旅游投资发展有限公司	国企	2026/5/21	10,800.00	否
马鞍山市横望产业园运营管理有限公司	国企	2031/12/3	10,600.00	否
马鞍山市花山区城市发展投资集团有限责任公司	国企	2024/8/19	10,000.00	否
马鞍山市石门文化旅游开发有限责任公司	国企	2022/5/18	10,000.00	否
马鞍山市横望产业园运营管理有限公司	国企	2033/12/15	10,000.00	否
马鞍山市横望产业园运营管理有限公司	国企	2033/12/8	1,000.00	否
马鞍山创意软件园管理发展有限公司	国企	2022/12/30	9,800.00	否
安徽横望控股集团有限公司	国企	2032/7/18	9,400.00	否
安徽横望控股集团有限公司	国企	2032/6/28	3,700.00	否
安徽横望控股集团有限公司	国企	2032/7/19	2,850.00	否
安徽横望控股集团有限公司	国企	2032/6/2	3,370.00	否

马鞍山市横望园林绿化有限公司	国企	2027/9/1	8,000.00	否
马鞍山市横望园林绿化有限公司	国企	2027/9/1	7,500.00	否
马鞍山市石门文化旅游开发有限责任公司	国企	2023/7/2	6,800.00	否
安徽横望控股集团有限公司	国企	2029/3/30	5,000.00	否
安徽横望控股集团有限公司	国企	2022/3/20	5,000.00	否
马鞍山市石门文化旅游开发有限责任公司	国企	2024/1/20	3,500.00	否
马鞍山市横望交通有限公司	国企	2024/4/30	2,900.00	否
马鞍山市横望人力资源有限公司	国企	2023/7/29	900.00	否
马鞍山市横望广告有限公司	国企	2023/7/29	850.00	否
合计			285,280.00	-

注：其中公司为横望控股提供的 5,000.00 万元担保，已经到期偿还，不再存续。

资料来源：公司提供

八、抗风险能力分析

马鞍山市具有交通区位及矿产资源优势，近年马鞍山市以钢铁产业为核心，固定资产投资及社会消费拉动全市经济持续增长，2021年GDP规模同比增长9.1%；立足现有资源禀赋和产业基础，马鞍山市新兴的智能装备等产业将推动区域经济实力进一步提升。公司系马鞍山市博望区基础设施和保障房建设投融资主体，承担基础设施建设、土地整理和棚户区改造等项目的开发及建设任务。虽然2021年末公司主要在建基础设施项目尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力和偿债压力，担保业务面临较大代偿风险，但公司主要在建基础设施项目尚需投资规模较大，收入较有保障。作为马鞍山市博望区重要的投融资主体，公司在业务、资本金方面持续获得马鞍山市博望区政府较大力度的支持，具备较强的抗风险能力。

九、结论

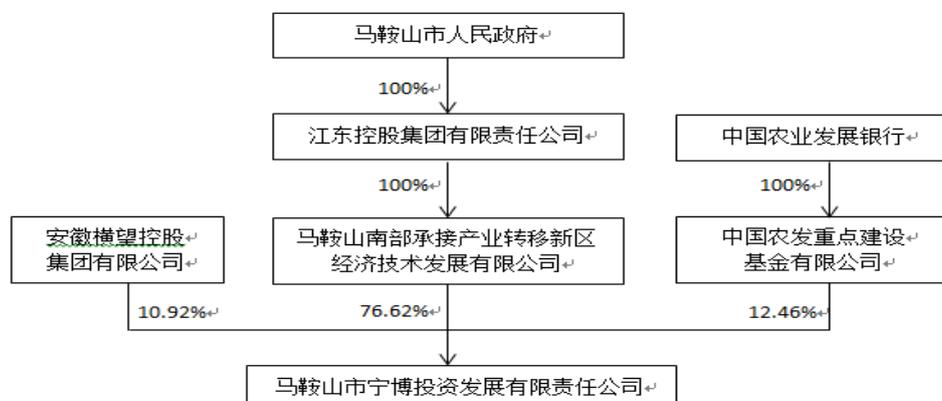
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“PR博望02/18博望管廊债01”和“PR博望01/19博望管廊债01”信用等级为AA。

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：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	9.98	11.76	11.18
应收账款	12.35	12.26	11.12
其他应收款	49.56	35.68	38.89
存货	82.48	77.25	49.96
可供出售金融资产	0.00	8.99	8.03
其他权益工具投资	8.59	0.00	0.00
无形资产	9.47	9.62	9.78
资产总计	182.36	165.20	138.37
短期借款	1.10	2.91	7.26
应付票据	7.46	7.06	6.18
其他应付款	22.51	25.04	25.78
一年内到期的非流动负债	17.05	8.24	4.68
流动负债合计	50.06	44.76	45.19
长期借款	13.53	21.82	17.62
应付债券	18.82	6.77	7.77
长期应付款	9.80	19.01	9.33
非流动负债合计	42.15	47.60	36.22
负债合计	92.21	92.36	81.41
总债务	76.36	75.09	69.61
营业收入	5.84	5.83	5.84
所有者权益	90.15	72.85	56.95
营业利润	0.79	0.68	0.60
其他收益	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.76	1.62	1.55
经营活动产生的现金流量净额	0.84	-6.10	-6.09
投资活动产生的现金流量净额	-12.04	-1.54	-1.86
筹资活动产生的现金流量净额	10.90	7.74	6.79
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	14.15%	13.35%	14.20%
收现比	93.76%	76.78%	76.48%
资产负债率	50.56%	55.90%	58.84%
现金短期债务比	0.36	0.58	0.53
EBITDA（亿元）	1.98	1.98	1.94
EBITDA 利息保障倍数	0.45	0.45	0.50

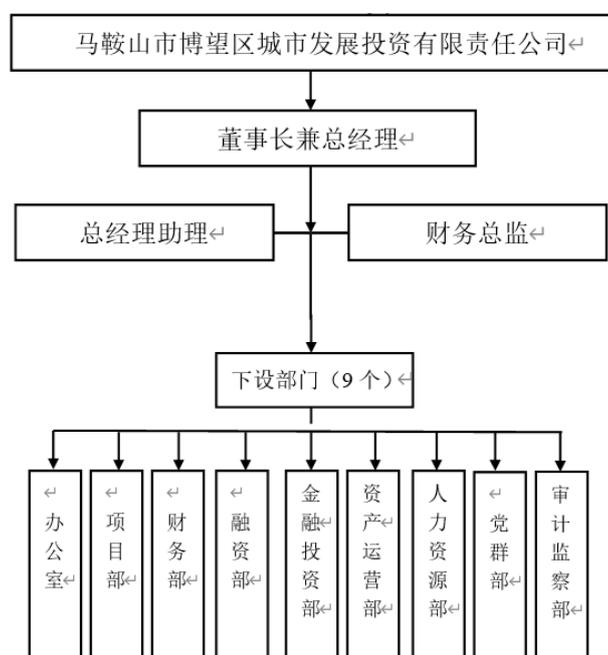
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

序号	公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
1	马鞍山市横山石臼湖生态旅游农林发展有限公司	3.00	100.00%	商务服务业
2	马鞍山市宝城建设发展有限公司	1.00	100.00%	房地产业
3	马鞍山市望湖投资有限公司	1.21	90.52%	商务服务业
4	马鞍山市博望高新技术创业投资有限公司	0.10	100.00%	商务服务业
5	马鞍山横山融资担保有限公司	2.15	62.85%	其他金融业
6	马鞍山市博望区资产运营管理有限公司	1.50	100.00%	农业
7	马鞍山市润湖水务有限责任公司	2.70	82.11%	水的生产和供应业
8	马鞍山市横山综合管廊有限责任公司	3.00	100.00%	建筑安装业
9	马鞍山市石臼湖高科创新投资有限责任公司	0.13	50.00%	商务服务业
10	马鞍山市横山创业投资有限责任公司	1.00	100.00%	商务服务业
11	马鞍山市横创产业服务有限公司	0.70	100.00%	商务服务业

资料来源：公司提供

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。