

怀化市工业园投资开发有限公司
**2013 年 12 亿元公司债券
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行债券，或债券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖或持有、放弃持有债券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

怀化市工业园投资开发有限公司 2013年12亿元公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债券期限：7年

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：12亿元

评级日期：2013年10月09日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对怀化市工业园投资开发有限公司（以下简称“工业园开发公司”或“公司”）本次拟发行的12亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于公司的外部运营环境、经营竞争状况、财务实力及政府支持等因素综合评估确定的。

主要财务指标：

项目	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	506,293.02	458,855.21	183,584.83
所有者权益合计（万元）	394,421.72	371,665.39	98,785.77
资产负债率	22.10%	19.00%	46.19%
流动比率	9.25	12.87	5.03
速动比率	1.16	1.75	1.35
营业收入（万元）	41,046.03	34,496.34	25,133.67
营业利润（万元）	12,827.51	11,093.98	6,510.39
营业外收入（万元）	11,888.82	9,008.60	10,521.85
利润总额（万元）	24,564.19	19,991.06	16,956.29
综合毛利率	42.06%	40.87%	33.54%
总资产回报率	5.42%	6.48%	-
EBITDA（万元）	26,318.09	20,970.92	17,341.51
EBITDA 利息保障倍数	4.53	4.62	4.49
经营活动现金流净额（万元）	1,340.14	3,649.09	3,110.58

资料来源：公司审计报告

正面：

- 近年怀化市经济及财政收入增长较快，财政实力不断增强；
- 怀化工业园区待开发面积较大，公司未来业务来源较有保障；
- 公司作为怀化工业园开发和城市基础设施建设的唯一主体，在财政补贴、资产注入等方面得到政府的大力支持。

关注：

- 怀化市财政收入对上级补助和土地出让收入依赖程度较高，潜在波动较大；
- 土地出让收入是公司收入的主要来源，易受当地土地市场波动的影响；
- 公司大部分土地资产已经抵押，流动性受限；
- 公司在建及拟建项目投资规模较大，存在一定的资金压力；
- 公司可供抵押的有效资产不多，后续融资空间受限；
- 公司后续业务模式将有所变化，对公司收入及综合毛利率的影响程度有待进一步观察；
- 公司利润对政府补助依赖度较高。

分析师

姓名：范刚强 林心平

电话：0731-84285422

邮箱：fangq@pyrating.cn

一、发行主体概况

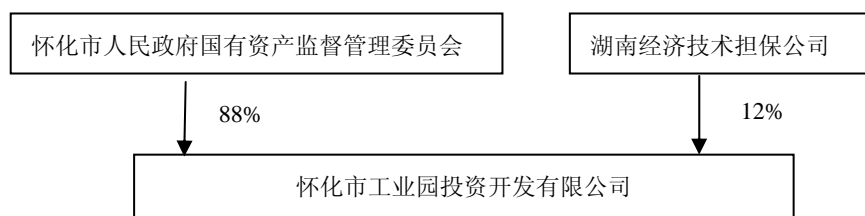
公司系经怀化市人民政府于 2004 年 5 月 31 日下发的《关于同意成立怀化市工业园投资开发有限公司的批复》（怀政办函[2004]40 号）批准，以怀化工业园区管委会（以下简称“工业园管委会”）的 300 亩土地使用权作价出资成立的国有独资公司。公司于 2004 年 11 月 22 日经怀化市工商行政管理局核准设立，股东为工业园管委会，初始注册资本为 2,000 万元。

2011 年 6 月 19 日，经公司股东会决议，同意增加股东湖南经济技术投资担保公司；同意增加公司注册资本 8,000 万元。变更后公司注册资本为 10,000 万元，其中：工业园管委会认缴注册资本 8,800 万元，占注册资本的 88%；湖南经济技术担保公司认缴注册资本 1,200 万元，占注册资本 12%。

2011 年 11 月，根据“怀国资产权[2011]2 号”文，同意工业园管委会将其持有的公司 8,800 万元出资额无偿划至怀化市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“怀化市国资委”）。股权划转后，公司注册资本仍为 10,000 万元。其中：怀化市国资委出资 8,800 万元，占公司注册资本的 88%；湖南经济技术担保公司出资 1,200 万元，占公司注册资本的 12%。

截至 2012 年 12 月 31 日，公司股权结构如下图所示。

图1 截至2012年12月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是怀化工业园区（以下简称“工业园”或“园区”）的开发主体，接受工业园管委会的委托，对工业园内的土地进行开发，并对工业园内的道路等基础设施进行投资和建设。截至 2012 年 12 月 31 日，纳入公司合并范围的子公司有 2 家（见下表）。

表 1 截至 2012 年 12 月 31 日纳入公司合并范围的子公司情况

公司名称	注册资本 (万元)	主要业务	股权比例	合并时间
怀化市农业产业化加工示范园有限公司	5,000.00	基础设施建设投资；农产品加工企业的投资；农业科技开发；	100%	2007 年
住得好房地产开发有限公司	800.00	房地产开发经营；物业管理；建筑设备租赁；	100%	2009 年

资料来源：公司审计报告

截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额 506,293.02 万元，所有者权益合计 394,421.72 万元，资产负债率为 22.10%。2012 年度公司实现营业收入 41,046.03 万元，利润总额 24,564.19 万元，经营活动现金流净流入 1,340.14 万元。

二、本期债券概况

债券名称：2013 年怀化市工业园投资开发有限公司公司债券；

发行总额：人民币 12 亿元；

债券期限及利率：本期债券为 7 年期固定利率债券；

还本付息方式：本期债券按年付息，于付息日支付利息。本期债券设置提前偿还条款，本金在存续期的最后 5 年分期兑付，即在存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按照发行总额的 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额 12.00 亿元，资金具体用途见下表。

表 2 本期债券募集资金投向情况表（单位：万元）

募集资金投向项目	项目总投资	拟使用募集资金额度	占项目总投资比重
湖南怀化工业园区二期基础及配套设施建设工程项目	247,980.00	120,000.00	48.39%
合计	247,980.00	120,000.00	48.39%

资料来源：公司提供

1、项目概况

湖南怀化工业园区二期基础及配套设施建设工程项目涵盖土地平整、道路、给排水、电力电信、绿化、交通附属设施和征地拆迁七大工程。

该项目将平整工业综合用地 9,858 亩（含道路）；铺设道路 10,504 米；铺设给水管线总长 22,720 米，排水管线总长 24,885 米；征地 9,858 亩，拆除民房 317 户，总拆迁面积 77,246 平方米；完成道路两侧绿化、电力电信及相关交通附属设施工程。

该项目总投资估算为 247,980.00 万元，于 2012 年 8 月 31 日开工建设，预计项目将在 2015 年竣工验收。截至 2013 年 9 月 30 日，该项目已累计完成总投资的 7.6%

2、项目审批情况

该项目经怀化市发展和改革委员会《关于核准湖南怀化工业园区二期基础及配套设施建设工程的批复》（怀发改投资[2012]117 号）文件批准。

该项目经怀化市环境保护局《怀化市环境保护局关于对湖南怀化工业园区二期基础及配套设施建设项目环境影响报告书的批复》（怀环审[2012]38 号）文件批复。

该项目涉及 16 块土地，经怀化市国土资源局《关于怀化工业园区二期规划区第一大道预审意见》《关于怀化工业园区二期规划区第二大道预审意见》、《关于怀化工业园区二期规划区第三大道预审意见》等 16 份国土预审意见文件批复。

3、项目收益情况

该项目计划投资 247,980.00 万元，项目收益将主要来源于项目规划范围内的土地出让收入和基础设施项目建设收益。根据《怀化市政府关于怀化市工业园投资开发有限公司承建湖南怀化工业园区二期基础及配套设施建设工程项目有关事项的说明》，该项目区域内整理后可供出让的土地（该项目完成后可提供土地约 9,078 亩，用地性质为工业用地），挂牌转让取得的收入扣除相关费用后全部留存，作为公司投资的补偿；同时，自 2013 年起，按照该项目成本结算金额（含融资费用）的 10% 提取管理费作为公司项目投资收益。

四、运营环境

近年怀化市工业化水平明显提高，经济增速较快，但目前总体经济规模不大

怀化市地处湖南省西南部，湘、鄂、渝、黔、桂五省（区）的交界处，总面积约 2.76 万平方公里，截至 2012 年末，常住人口 477.50 万人。怀化市是大西南地区的交通枢纽，怀化南站是全国第九大铁路编组站，湘黔、焦柳、渝怀三条铁路交汇于此，同时还是沪昆高铁、渝怀复线的重要纽带，便利的交通条件使得怀化成为连接东西部经济合作交流的战略要地。

怀化市自然资源丰富，开发潜力巨大。怀化市水力资源丰富，为中国十大水能基地之一

的主体地带，目前已建成五强溪、凤滩、洪江等水电站，总装机容量 320 万千瓦；怀化市森林资源丰富，其森林覆盖率达 65.3%，活立木蓄积量为 5,510 万立方米，居湖南第一，是中国南方重点林区之一；黄金、铜、磷三种矿藏储量分别居湖南省第一、三、四位，重晶石储量在国内位居前列。

依托于农业、林产、矿产资源优势及优惠的政策，怀化市招商引资取得了较大的成果。近年骏泰 40 万吨浆纸、汇源 20 万吨果汁、安纺塔尔油深加工、中盐株化 22 万吨电石一期工程、辰州矿业金锑钨开发等大型项目相继投产，推动了怀化市以电力、林木、食品加工、矿冶等八大产业为支撑的工业经济的迅速发展壮大，三次产业结构由 2010 年的 14.4: 42.8: 42.8 调整至 2012 年的 14.5: 44.9: 40.6，产业结构持续优化。

2012 年怀化市完成固定资产投资 600.95 亿元，增长 37.2%，固定资产投资对经济的推动作用明显；全年社会消费品零售总额 316.73 亿元，增长 15.3%，消费市场保持快速增长。

表 3 怀化市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,001.07	12.00%	837.36	14.10%	674.92	14.80%
第一产业增加值	145.30	4.60%	123.52	3.80%	97.43	4.40%
第二产业增加值	449.18	13.70%	375.28	18.80%	288.90	20.90%
第三产业增加值	406.59	12.50%	338.56	12.70%	288.59	12.90%
工业增加值	400.77	13.60%	333.91	19.20%	256.27	22.00%
固定资产投资	600.95	37.20%	438.97	35.20%	382.00	35.30%
社会消费品零售总额	316.73	15.3%	274.74	18.10%	233.86	20.00%
存款余额	979.73	20.38%	813.87	18.60%	676.50	20.80%
贷款余额	522.76	22.55%	426.57	19.60%	356.61	26.60%

资料来源：怀化市 2010-2012 年国民经济和社会发展统计公报

近年怀化市工业化水平明显提高，经济增速较快，2012 年地区生产总值同比增长 12%，增长速度在湖南省各市中排名较为靠前，但受制于经济基础比较薄弱，其经济总量仍然不高，2012 年，怀化市 GDP 为 1,001.07 亿元，仅位居湖南省 14 个地级市（州）的第 12 名。

表 4 2011-2012 年湖南省各地级市（州）GDP 及增长速度（单位：亿元）

项目	2012 年		2011 年	
	GDP	增长率	GDP	增长率
1 长沙	6,399.91	13.00%	5,619.33	14.50%
2 岳阳	2,199.92	12.20%	1,899.49	14.20%
3 常德	2,038.50	12.10%	1,811.20	14.10%
4 衡阳	1,957.70	11.80%	1,746.44	14.20%

5	株洲	1,759.40	11.80%	1,563.90	14.10%
6	郴州	1,517.30	12.40%	1,346.40	14.30%
7	湘潭	1,282.35	12.30%	1,124.33	14.40%
8	永州	1,059.60	11.00%	945.39	13.00%
9	邵阳	1,028.41	11.70%	907.23	13.20%
10	益阳	1,020.30	11.90%	883.63	13.20%
11	娄底	1,002.65	11.90%	837.86	13.00%
12	怀化	1,001.07	12.00%	837.36	14.10%
13	湘西	397.70	8.30%	361.36	11.00%
14	张家界	338.99	11.60%	298.04	14.00%
	全省	22,154.2	11.30%	19,635.19	12.80%

资料来源：湖南省各地市 2011、2012 年统计公告

国家和湖南省政府的扶持力度进一步加大，怀化市面临着较好的发展机遇

2011 年 10 月《武陵山片区区域发展和扶贫攻坚规划》获得国务院批复，在财政、税收、金融、投资、产业、土地、生态补偿、帮扶政策等方面提出了一系列优惠举措，要求加大中央财政均衡性转移支付力度；中央财政有关专项转移支付向片区内重点区域倾斜；省级财政要提高转移支付水平。

怀化市作为武陵山片区的中心城市，同时也是湖南省少数民族地区，受到了国家和湖南省政府的双重支持。随着国家和湖南省政府加大对怀化市的政策倾斜力度，怀化市将面临着较好的发展机遇。

怀化市政府对工业园政策支持力度较大，推动了园区产业的快速集聚，工业园未来发展前景看好

怀化市工业园是怀化市政府于 2003 年批准成立的，工业园管委会受市政府直接领导，并赋予工业园管委会部分政府管理职能，按照“委托授权、备案监督”的原则，市直有关部门要对管委会放权或委托授权。

工业园实施最低收费政策。工业园区内市政事业性收费由管委会统一收取，属市本级所有的则一律免收；属国家和省所有的，由管委会在规定的幅度内从低收取；属国家、省、市共享的各项费用，由管委会按最低标准收取，市本级所得全额返还。园区内土地出让收入全部返还用于园区基础设施建设。另外，根据怀化市政府下发的《关于对工业园区实行财政支持政策的决定》（怀政函[2009]45 号）文件，从 2009 年起 10 年内对工业园实行财政支持政策；园区实现的地方财政收入全留；对园区实现的上划中央的两税收入全额返还。以上两项收入全部由园区管委会自行安排用于园区基础设施建设和偿还贷款本息。

受益于怀化市政府对工业园在政策和资金上的大力支持，工业园发展较快，目前工业园已完成一期 8 平方公里的开发，先后引进了汇源集团、娃哈哈、大康牧业、骏泰浆纸、三一重工等行业龙头企业，已基本上形成以食品加工、造纸和新材料为主导的产业格局。2012 年工业园实现地区生产总值 35 亿元，同比增长 30.60%，其中第一产业增加值完成 0.5 亿元；第二产业增加值完成 32.5 亿元；第三产业增加值完成 2 亿元。

表 5 怀化工业园主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	35.00	30.60%	26.80	27.62%	21.00	-
第一产业增加值	0.50	66.67%	0.30	66.67%	0.18	-
第二产业增加值	32.50	30.00%	25.00	26.26%	19.80	-
第三产业增加值	2.00	33.33%	1.50	47.06%	1.02	-

资料来源：公司提供

综合来看，工业园作为怀化市政府着力打造的产业园区，受政府支持力度较大，目前工业园主导产业已初步形成，未来随着主导产业的聚集和逐步发展，工业园发展前景看好。

五、地方财政实力

经济的快速发展，带动了怀化市财政收入的较快增长，但财政收入对上级补助依赖程度较高

依托于经济的快速发展，怀化市财政收入稳步增长。2010-2012 年怀化市全口径地方可用财力年复合增长率为 34.53%，2012 年怀化市全口径可用财力为 299.84 亿元。

近年怀化市一般预算收入保持了较快的增长势头，2010-2012 年全口径一般预算收入复合增长率为 39.15%，2012 年实现全口径一般预算收入 69.07 亿元。得益于怀化市工业经济较快的发展速度，税收收入增长较快，全口径税收收入从 2010 年的 25.11 亿元增长至 2012 年的 43.05 亿元，年复合增长率约为 30.93%。

怀化市作为西南地区的重要城市及武陵山贫困片区的中心城市，受到了国家和湖南省政府的大力支持，上级补助收入逐年增长，2012 年全口径上级补助收入为 153.85 亿元，占到地方可用财力的 51.31%，怀化市财政收入对上级补助较为依赖。

近年来，在工业经济的推动下，怀化市经济发展较快，城市化进程的不断提高，房地产市场发展迅速，推动了以国有土地使用权出让金为主的政府性基金收入的大幅增加，2010-2012 年怀化市全口径政府性基金收入复合增长率为 133.96%，2012 年怀化市全口径政

府性基金收入 70.51 亿元，大大提升了怀化市的财政调节能力，成为怀化市财政收入的重要补充。但同时我们也关注到土地市场具有不确定性，未来土地价格存在下行的风险，不排除因此导致怀化市财政收入波动的可能性。

表 6 2010-2012 年怀化市财政收入情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	全口径	市本级	全口径	市本级	全口径	市本级
（一）一般预算收入	690,729	226,428	475,409	147,883	356,709	105,235
1、税收收入	430,527	141,402	315,624	102,124	251,135	81,327
2、非税收入	260,202	85,026	159,785	45,759	105,574	23,908
（二）上级补助收入	1,538,510	173,802	1,314,053	166,946	1,075,453	163,822
1、一般性转移支付收入	892,155	81,697	706,632	71,060	560,761	66,836
2、专项转移支付收入	574,167	65,319	535,973	68,781	444,693	70,353
3、返还性收入	72,188	26,786	71,448	27,105	69,999	26,633
（三）政府性基金收入	705,133	519,573	525,140	464,390	128,818	98,174
（四）预算外收入	64,017	19,525	62,645	22,215	95,644	38,699
地方可用财力=（一）+（二）+（三）+（四）	2,998,389	939,328	2,377,247	801,434	1,656,624	405,930

资料来源：怀化市财政局

从财政支出情况来看，2010-2012 年怀化市全口径一般预算支出分别为 145.55 亿元、181.00 亿元和 222.53 亿元，分别为当年一般预算收入的 4.08 倍、3.81 倍和 3.22 倍，一般预算支出远超一般预算收入，两者之间的缺口较大，上级补助收入是弥补地方自身财政资金缺口的主要来源。

表 7 2010-2012 年怀化市财政支出情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	全口径	市本级	全口径	市本级	全口径	市本级
（一）一般预算支出	2,225,273	402,973	1,810,021	349,928	1,455,507	278,560
（二）政府性基金支出	736,494	495,071	553,795	457,359	160,588	92,100
（三）预算外支出	52,710	19,729	62,413	21,328	99,624	40,123
一般预算支出/一般预算收入	3.22	1.78	3.81	2.37	4.08	2.65

资料来源：怀化市财政局

2012 年怀化市全口径一般预算收入在湖南省排名第 8 位。

表 8 2011-2012 年湖南省各地级市（州）全口径一般预算收入及增长速度（单位：亿元）

地市	2012 年		2011 年	
	金额	增长率	金额	增长率
1 长沙	490.65	15.20%	425.78	35.50%

2	株洲	135.40	24.00%	109.22	40.00%
3	衡阳	133.38	28.20%	104.06	37.10%
4	郴州	119.70	26.00%	95.01	51.50%
5	常德	106.70	13.60%	93.89	34.10%
6	岳阳	90.48	22.90%	73.63	-61.80%
7	湘潭	84.78	31.10%	64.69	36.50%
8	怀化	69.07	45.30%	47.54	33.30%
9	永州	59.47	30.20%	45.67	38.40%
10	邵阳	53.66	31.00%	40.97	30.00%
11	娄底	51.83	31.00%	39.56	31.80%
12	益阳	43.87	29.40%	33.91	38.40%
13	湘西州	28.30	12.50%	25.16	41.50%
14	张家界	22.62	23.40%	18.33	28.20%

资料来源：湖南省各地市 2011、2012 年统计公告

六、经营与竞争

公司是工业园土地开发及基础设施投资建设的主体，业务主要有：一、对园区内规划土地进行一级开发；二、对园区内的道路等基础设施进行投资建设；三、配套的安置房开发；四、房屋出租。从收入情况来看，土地一级开发及基础设施建设是公司营业收入的主要来源，安置房开发及房屋出租收入较低，对公司收入及利润影响较小。公司近三年营业收入构成及毛利率情况如下表所示：

表 9 公司 2010-2012 年营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项 目	2012 年		2011 年		2010 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
施工工程收入	15,576.41	15.03%	18,614.80	15.25%	9,970.71	15.25%
房屋出售收入	-	-	969.94	30.51%	1,035.72	44.01%
土地开发收入	25,356.60	58.40%	14,848.41	73.40%	14,121.00	45.66%
房屋出租收入	113.01	100.00%	63.18	100.00%	6.24	100.00%
合计	41,046.03	42.06%	34,496.34	40.87%	25,133.67	33.54%

资料来源：公司审计报告

土地开发业务是公司收入的主要来源，工业园待开发土地较多，公司未来收入较有保障

土地开发收入是公司主营业务收入的主要来源，业务主要集中于工业园内。公司土地开发业务模式是：公司对工业园范围内的规划土地进行征地、拆迁及土地平整，达到净地条件

后，交由当地土地收储中心通过招拍挂程序进行出让，土地出让款按一定比例返还公司（公司以工业园管委会出具的项目结算书金额确认收入）。工业园位于怀化市市郊，园区规划范围内人口居住密集度较低，拆迁成本相对较低，土地开发毛利相对较高。

近年在怀化市政府的支持下，工业园招商引资工作开展较为顺利，入园企业较多，用地需求也逐年增长。2010-2012 年公司分别出让土地 900.7 亩、905.3 亩和 1,504.9 亩，实现土地开发收入 14,121.00 万元、14,848.41 万元和 25,356.60 万元。

表 10 2010-2012 年公司土地开发业务开展情况

项目	2012 年	2011 年	2010 年
出让面积（亩）	1,504.90	905.30	900.70
返还金额（万元）	25,356.60	14,848.41	14,121.00

资料来源：公司提供

工业园规划面积 35 平方公里，目前只开发了 8 平方公里左右，尚有 27 平方公里土地仍未开发。未来随着园区投资环境的日趋成熟及园区主导产业集聚力的不断加强，园区土地需求将会持续上升，公司土地出让收入也较有保障。但我们也关注到目前土地市场存在较大波动，不排除土地市场价格出现一定程度下行、成交量明显下降的可能，届时公司将面临收入下降的风险。

公司在对工业园土地进行开发时，为安置征地居民，配套建设了一部分安置房。目前公司已建成两个安置小区和安家园住宅小区及新时代公寓，其中新时代公寓已经竣工并于 2009 年销售完毕，当年实现销售收入 2,231.86 万元；和安家园住宅小区建设面积 57,751 平方米，2009-2011 年分别实现销售面积 34,165 平方米、12,126 平方米和 11,410 平方米，实现收入 2,904.00 万元、1,035.72 万元和 969.94 万元。截至 2012 年末，公司暂无新安置小区的建设计划。

公司是工业园唯一的基础设施投融资主体，工业园待开发面积较大，业务来源较有保障

公司作为怀化工业园内唯一的投融资主体，承担了工业园所有的基础设施项目建设职责。公司基础设施建设业务分两种模式：公司承接的工业园一期基础设施项目，由工业园管委会与公司签订整体框架协议，由公司组织资金实施项目建设，工业园管委会按成本加 18% 的溢价进行回购；第二种模式为，对于公司所承接工业园二期基础设施项目（本期债券募投项目），根据《怀化市政府关于怀化市工业园投资开发有限公司承建湖南怀化工业园区二期基础及配套设施建设工程项目有关事项的说明》，该项目将以项目整理产生土地出让金扣除

税费后的返还收入和项目成本结算金额（含融资费用）10%的管理费作为公司该项目的投资收益。根据怀化市政府《关于湖南怀化工业园区二期基础及配套设施建设工程政府项目建设成本补偿的通知》，该项目可整理出让土地 9,078 亩，预计可产生土地出让收入 28.46 亿元。

截至 2012 年底，公司已经完成工业园区一期 8 公里面积的开发建设工作，累计完成基础设施项目 15 个，完成投资 11.25 亿元。2010-2012 年公司基础设施建设分别投入 8,449.75 万元、15,775.26 万元和 13,234.82 万元，分别确认收入 9,970.71 万元、18,614.80 万元和 15,576.41 万元。

表 11 截至 2012 年底公司已完工项目情况（单位：万元）

项目名称	项目完成投资	项目周期
财富路（一号路）	4,500	2004—2007
发展路（三号路）	8,500	2004—2007
金光大道（四号路）	7,500	2007—2010
滨江大道（二号路）	13,800	2007—2010
时代路（五号路）	4,500	2007—2010
希望路（北三路）	500	2008—2009
和安家园北区 1#—19#楼建设项目	8,000	2005—2010
和安家园南区 1#—40#楼建设项目	15,000	2006—2011
新时代公寓楼区建设项目	4,200	2007—2010
污水处理厂建设项目（一期）	10,500	2009—2010
园区管委会办公楼区建设项目	5,500	2004—2008
园区派出所办公楼区建设项目	1,000	2006—2008
工业广场建设项目	6,500	2007—2008
竹木加工区道路及管网工程	15,000	2009—2011
固体废物垃圾填埋场	7,500	2010—2012
合计	112,500	-

资料来源：公司提供

表 12 截至 2012 年底公司在建和拟建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	开工时间	预计完工时间
六号路	6,000	3,000	2011	2013
东一路	3,000	10	2012	2013
东二路	1,000	-	2012	2013
东三路	2,000	-	2012	2013
六号路南延线	2,400	-	2012	2013
滨江大道南延线	7,000	-	2012	2014
工业园二期基础设施建设	247,980	13,000	2011	2015
怀黔路拓宽改造暨辅道工程建设	12,000	-	2012	2014

园区创业服务中心	5,000		2012	2014
合计	286,380	16,010	-	-

资料来源：公司提供

公司作为怀化工业园土地开发和园区基础设施建设的唯一主体，在财政补贴、资产注入等方面得到怀化市政府和工业园管委会的大力支持

公司是经怀化市政府批准成立，由怀化市国资委控股，与怀化工业园区管委会合署办公，是怀化工业园区开发和城市基础设施建设的唯一主体，承担着怀化工业园区开发和基础设施建设的职能。

为保障怀化工业园基础设施建设的进程，工业园管委会从资金、资产注入等方面给予了公司大力支持。2010-2012 年公司分别收到工业园管委会下发的 10,521.85 万元、9,008.60 万元和 11,888.82 万元的财政补贴；2011 年工业园区管委会向公司注入 5,403.51 亩土地（其中基础设施用地 1,057.44 亩、工业用地 2,776.86 亩和商住用地 1,569.21 亩），评估价值合计 24.81 亿元；2011 年工业园管委会和湖南经济技术担保公司共同向公司增资 8,000 万元，进一步提升了公司的资产规模。

综合来看，怀化工业园管委会通过财政补贴、资产注入和增资等方式，较大程度提升了公司的整体实力和可持续发展能力，增强了公司的外部融资能力；目前，怀化工业园正处于高速发展的阶段，未来几年也将是怀化工业园基础设施建设项目集中实施的阶段，公司有望持续得到当地政府的大力支持。

七、财务分析

（一）财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经江苏天衡会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2010-2012 年审计报告，公司的财务报表按照新会计准则进行编制。纳入合并财务报表范围内的公司为 2 家（见表 1）。

（二）财务状况

资产结构与质量

随着政府增资和注入大量土地资产，公司资产规模大幅度增加；公司大部分土地资产

已做抵押，流动性受限，资产整体质量一般

近年来，随着政府增资及土地资产的注入，公司的资产规模增长幅度较大，2010-2012年，公司总资产复合增长率为66.07%。从资产构成看，公司资产以流动资产为主，2012年末流动资产占总资产的比例93.76%。

表13 公司2010-2012年主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012年		2011年		2010年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	474,704.24	93.76%	427,184.20	93.10%	158,961.69	86.59%
其中：货币资金	6,405.42	1.27%	1,764.66	0.38%	1,896.42	1.03%
应收账款	47,397.70	9.36%	51,788.10	11.29%	35,389.39	19.28%
存货	415,408.88	82.05%	369,046.73	80.43%	116,378.91	63.39%
非流动资产合计	31,588.78	6.24%	31,671.01	6.90%	24,623.14	13.41%
其中：无形资产	26,198.14	5.17%	26,203.22	5.71%	20,185.01	10.99%
资产总计	506,293.02	100.00%	458,855.21	100.00%	183,584.83	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司流动资产主要是由应收账款和存货构成。公司承担着怀化工业园内基础设施项目的建设和土地开发任务，近年公司开发的土地及承担的基础设施建设工程项目较多，有部分款项未及时收回。2012年末公司应收账款为47,397.70万元，其中应收工业园管委会的工程款及土地开发款账面余额合计46,309.21万元；应收工业园财政局土地开发款账面余额1,300.13万元，两者合计占应收账款账面余额的99.94%，该款项资金回收时间存在较大的不确定性。2012年底公司存货为415,408.88万元，主要为2011年工业园管委会向公司注入的价值24.81亿元的5,403.51亩土地资产及以基础设施投入和土地开发投入为主的开发成本。2012年末，公司无形资产26,198.14万元，主要为501.3亩土地使用权。公司土地资产合计面积5,904.81亩（明细见附录四），价值合计26.91亿元，其中价值20.70亿元土地资产已经抵押，占土地资产总价值的76.95%。

总体上看，公司资产规模大幅增加，以土地资产为主，公司大部分土地资产已做抵押，流动性受限，资产整体质量一般。

盈利能力

公司近年营业收入及综合毛利率有所提升，补贴收入较大，整个盈利水平尚可

2010-2012年，公司营业收入分别为25,133.67万元、34,496.34万元和41,046.03万元，呈逐年增长态势，工业园目前只开发了8平方公里面积，仍有27平方公里的面积尚未开发，

未来随着工业园投资环境的日益成熟和园区开发的逐步推进，公司的收入较有保障。

公司基础设施建设业务毛利率固定，综合毛利率主要取决于土地开发业务，工业园征地拆迁成本相对较低，公司毛利相对较高。2010-2012 年度，公司综合毛利率分别为 33.54%、40.87%和 42.06%。另外，2010-2012 年公司累计获得补贴收入 31,419.27 万元，占三年利润总额合计的 51.08%，公司利润对政府补贴的依赖性较大，我们关注到每年政府补贴金额具有较大的不确定性，不排除政府补贴大幅减少导致利润锐减的可能性。

同时我们也关注到，工业园二期项目业务模式有所变化，将以项目范围内的土地出让金返还（扣除税费后全额返还）及项目建设成本的 10%作为公司投资的回报。虽然该业务模式下土地出让收入返还比例有较大幅度提高，但承担的基础设施项目将不再单独回购，业务模式的变化对公司收入及综合毛利的影响程度有待进一步观察。

表14 公司2010-2012年主要盈利指标（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入	41,046.03	34,496.34	25,133.67
营业利润	12,827.51	11,093.98	6,510.39
营业外收入	11,888.82	9,008.60	10,521.85
利润总额	24,564.19	19,991.06	16,956.29
净利润	21,864.97	17,111.83	15,160.15
综合毛利率	42.06%	40.87%	33.54%
期间费用率	7.21%	5.00%	3.95%
总资产回报率	5.42%	6.48%	-

资料来源：公司审计报告

现金流

公司在建拟建基础设施项目投资规模较大，后续面临较大的资金压力

2010-2012 年公司收现比分别为 0.23、0.48 和 1.12，业务收现情况有所改善，现金流紧张的局面有所缓解。公司承担的业务主要来源于工业园管委会，资金回笼情况受工业园管委会资金松紧程度影响较大，具有较大的不确定性，如果存在资金缺口则需要对外融资来保证园区开发的顺利进行。2012 年末，公司土地资产已大部分抵押，可供抵押的有效资产不多，后续融资空间受限。

随着工业园二期基础设施项目的开始建设，公司未来几年投资规模较大。截至 2012 年 12 月 31 日，公司在建和拟建基础设施项目预算总投资为 28.64 亿元，资金需求量较大，公司面临较重的资金压力。

表 15 公司 2010-2012 年现金流量情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
收现比	1.12	0.48	0.23
销售商品、提供劳务收到的现金	46,163.02	16,438.93	5,866.93
经营活动净现金流	1,340.14	3,649.09	3,110.58
投资活动净现金流	-117.76	-721.60	27.37
筹资活动净现金流	2,216.95	-3,059.25	-8,181.45
现金净增加额	3,439.34	-131.76	-5,043.49

数据来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

公司目前债务规模不大，本期债券发行后债务规模将大幅提高，债务压力将加大

受益于土地资产注入，公司资产负债率大幅下降。2010-2012 年，公司负债总额分别为 84,799.06 万元、87,189.82 万元和 111,871.30 万元，债务规模有所增长，2011 年资产负债率大幅下降主要是由当年土地资产注入所致。

从债务结构来看，截至 2012 年末，公司应付账款为 13,076.35 万元，主要为应付工程款；其他应付款为 16,647.31 万元，主要为和怀化市城市建设投资有限公司的资金往来及应付施工单位的工程保证金。2012 年末，公司短期借款 2,000 万元、应付票据 4,000 万元、长期借款 60,563 万元，有息债务余额合计 66,563 万元，有息债务规模不大。但我们关注到，本期债券发行规模相对较大，若成功发行将大幅提升公司债务规模，加大公司的债务偿付压力。

表 16 公司 2010-2012 年债务结构（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	51,308.30	45.86%	33,196.82	38.07%	31,616.06	37.28%
其中：短期借款	2,000.00	1.79%	670.00	0.77%	-	0.00%
应付票据	4,000.00	3.58%	-	0.00%	-	0.00%
应付账款	13,076.35	11.69%	8,529.59	9.78%	8,447.49	9.96%
其他应付款	16,647.31	14.88%	13,100.33	15.03%	16,720.30	19.72%
非流动负债合计	60,563.00	54.14%	53,993.00	61.93%	53,183.00	62.72%
其中：长期借款	60,563.00	54.14%	53,993.00	61.93%	53,183.00	62.72%
负债总额	111,871.30	100.00%	87,189.82	100.00%	84,799.06	100.00%

数据来源：公司审计报告

就偿债能力而言，最近三年公司的流动比率较高，公司流动资产对流动负债覆盖程度较高，速动比率尚可，EBITDA 利息保障倍数尚可。

表 17 公司 2010-2012 年偿债能力指标

项目	2012 年	2011 年	2010 年
资产负债率	22.10%	19.00%	46.19%
流动比率	9.25	12.87	5.03
速动比率	1.16	1.75	1.35
EBITDA (万元)	26,318.09	20,970.92	17,341.51
EBITDA 利息保障倍数	4.53	4.62	4.49

数据来源：公司审计报告

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	6,405.42	1,764.66	1,896.42
应收账款	47,397.70	51,788.10	35,389.39
预付款项	2,237.40	1,492.68	1,311.20
其他应收款	3,254.84	3,092.03	3,985.77
存货	415,408.88	369,046.73	116,378.91
流动资产合计	474,704.24	427,184.20	158,961.69
长期股权投资	437.36	437.36	0.00
固定资产	4,889.65	4,964.94	4,392.05
无形资产	26,198.14	26,203.22	20,185.01
递延所得税资产	63.63	65.49	46.08
非流动资产合计	31,588.78	31,671.01	24,623.14
资 产 总 计	506,293.02	458,855.21	183,584.83
短期借款	2,000.00	670.00	0.00
应付票据	4,000.00	0.00	0.00
应付账款	13,076.35	8,529.59	8,447.49
预收款项	3,354.25	2,649.73	2,298.27
应交税费	12,230.39	8,247.17	4,150.00
其他应付款	16,647.31	13,100.33	16,720.30
流动负债合计	51,308.30	33,196.82	31,616.06
长期借款	60,563.00	53,993.00	53,183.00
非流动负债合计	60,563.00	53,993.00	53,183.00
负 债 合 计	111,871.30	87,189.82	84,799.06
实收资本（股本）	10,000.00	10,000.00	2,000.00
资本公积	309,992.68	309,101.32	61,333.53
盈余公积	4,622.46	3,490.50	2,195.70
未分配利润	69,806.58	49,073.57	33,256.54
归属于母公司所有者权益合计	394,421.72	371,665.39	98,785.77
所有者权益合计	394,421.72	371,665.39	98,785.77
负债和所有者权益总计	506,293.02	458,855.21	183,584.83

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
一、营业总收入	41,046.03	34,496.34	25,133.67
其中：营业收入	41,046.03	34,496.34	25,133.67
二、营业总成本	28,218.52	23,402.36	18,624.62
其中：营业成本	23,783.36	20,398.29	16,703.30
营业税金及附加	1,494.97	1,202.40	825.77
管理费用	1,396.19	900.08	739.76
财务费用	1,565.25	823.68	252.49
资产减值损失	-21.24	77.91	103.30
投资收益（损失以“-”号填列）	0.00	0.00	1.34
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	12,827.51	11,093.98	6,510.39
加：营业外收入	11,888.82	9,008.60	10,521.85
减：营业外支出	152.14	111.51	75.95
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	24,564.19	19,991.06	16,956.29
减：所得税费用	2,699.22	2,879.23	1,796.14
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	21,864.97	17,111.83	15,160.15
六、归属于母公司所有者的净利润	21,864.97	17,111.83	15,160.15

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
一、经营活动产生的现金流量：	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	46,163.02	16,438.93	5,866.93
收到其他与经营活动有关的现金	17,730.20	13,318.80	16,959.11
经营活动现金流入小计	63,893.21	29,757.73	22,826.03
购买商品、接受劳务支付的现金	59,306.10	21,345.17	16,756.60
支付的各项税费	221.17	6.49	26.61
支付其他与经营活动有关的现金	3,025.80	4,756.98	2,932.24
经营活动现金流出小计	62,553.07	26,108.64	19,715.45
经营活动产生的现金流量净额	1,340.14	3,649.09	3,110.58
二、投资活动产生的现金流量：	-	-	-
取得投资收益收到的现金	-	-	1.34
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	256.73	-	26.03
投资活动现金流入小计	256.73	-	27.37
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	374.49	721.60	-
投资活动现金流出小计	374.49	721.60	-
投资活动产生的现金流量净额	-117.76	-721.60	27.37
三、筹资活动产生的现金流量：	-	-	-
吸收投资收到的现金	-	-	620.00
取得借款收到的现金	43,370.00	1,570.00	-
筹资活动现金流入小计	43,370.00	1,570.00	620.00
偿还债务支付的现金	35,470.00	90.00	4,942.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,683.05	4,539.25	3,859.45
筹资活动现金流出小计	41,153.05	4,629.25	8,801.45
筹资活动产生的现金流量净额	2,216.95	-3,059.25	-8,181.45
四、汇率变动对现金的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	3,439.34	-131.76	-5,043.49

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	21,864.97	17,111.83	15,160.15
加：资产减值准备	-21.24	77.91	103.30
固定资产折旧、油气资产折耗、 生产性生物资产折旧	171.70	148.70	123.16
无形资产摊销	5.08	-	-
处置固定资产、无形资产和其他 长期资产的损失	21.35	-	15.57
财务费用	1,577.13	831.15	262.06
投资损失	-	-	-1.34
递延所得税资产减少	1.86	-19.42	-23.43
存货的减少	-42,123.36	-847.49	-1,909.99
经营性应收项目的减少	3,504.12	-14,564.36	-23,482.61
经营性应付项目的增加	16,338.54	910.76	12,863.71
经营活动产生的现金流量净额	1,340.14	3,649.09	3,110.58
现金的期末余额	5,203.99	1,764.66	1,896.42
减：现金的期初余额	1,764.66	1,896.42	6,939.91
现金及现金等价物净增加额	3,439.34	-131.76	-5,043.49

附录四 2012年末公司土地资产明细（单位：亩、万元）

土地证号	土地面积	账面价值	土地性质	土地用途	是否抵押
中方国用（2006）字第出03号	116.93	6,018.20	出让	商住	是
怀国用（2007）第出277号	159.78	3,200.00	出让	工业	是
怀（工）国用（2012）第出06号	224.59	11,563.43	出让	商住	否
怀（工）国用（2010）第出10号	195.43	10,930.91	出让	工业、商服	否
怀（工）国用（2010）第出11号	268.46	15,016.17	出让	工业、商服	是
怀（工）国用（2010）第出12号	302.90	16,942.35	出让	工业、商服	否
怀国用（2009）第出651号	799.98	18,826.20	出让	工业	是
怀国用（2009）第出652-1号	149.77	3,524.49	出让	工业	是
怀国用（2009）第出652-2号	132.48	3,117.77	出让	工业	否
怀国用（2009）第出652-3号	168.01	3,953.74	出让	工业	是
怀（工）国用（2010）第出07号	45.02	1,056.56	出让	工业	是
怀（工）国用（2010）第出08号	230.01	5,397.50	出让	工业	是
怀（工）国用（2010）第出09号	176.85	4,150.08	出让	工业	是
怀（工）国用（2011）第出04号	307.95	7,021.26	出让	工业	是
中方国用（2008）第000047号	158.41	3,717.37	出让	基础设施	是
中方国用（2008）第000048号	524.72	12,313.52	出让	基础设施	否
怀国用（2009）第出588号	122.20	2,875.82	出让	基础设施	否
怀工国用（2010）第出13号	71.04	1,676.44	出让	基础设施	是
怀（工）国用（2010）第出17号	181.07	4,261.20	出让	基础设施	否
中方国用（2007）第出145号	192.65	16,850.13	出让	商服	是
中方国用（2007）第出146号	209.25	18,302.73	出让	商服	是
中方国用（2008）第出04号	134.79	11,798.62	出让	商服	是
中方国用（2008）第13号	111.94	9,805.59	出让	商服	是
怀（工）国用（2010）第出05号	159.09	14,010.53	出让	商服	是
怀（工）国用（2010）第出06号	225.73	19,879.07	出让	商服	是
怀（工）国用（2011）第出06-2号	36.57	3,220.31	出让	商服	是
怀（工）国用（2011）第出2号	207.48	18,272.34	出让	商服	是
怀（工）国用（2011）第出3号	125.19	11,025.20	出让	商服	是
怀工国用（2011）第出01号	66.48	4,751.14	出让	商住用地	是
怀工国用（2011）第出05号	100.04	5,575.53	出让	住宅用地	是
合计	5904.81	269,054.21	-	-	-

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / [(\text{年初总资产} + \text{年末总资产}) / 2]$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率（次）	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率（次）	$\text{营业收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期（天）	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。