



信用等级通知书

信评委函字 [2014]跟踪332号

苏州城市建设投资发展有限责任公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2013年以来的经营状况及相关行业进行综合分析与评估的基础上，我对贵公司“07苏城投债”、“12苏州城投债”、“12苏城投MTN1”和“14苏城投MTN001”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AAA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持中期票据和公司债券AAA的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一四年六月二十七日

苏州城市建设投资发展有限责任公司 2014 年度跟踪评级报告

受评主体 苏州城市建设投资发展有限责任公司

本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

存续债券/债务融资工具列表

债券简称	发行规模 (亿元)	存续期	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
07 苏城投债	6	2007-11-13~ 2017-11-13	AAA	AAA
12 苏州城投债	20	2012-10-25~ 2019-10-25	AAA	AAA
12 苏城投 MTN1	10	2012-12-20~ 2019-12-20	AAA	AAA
14 苏城投 MTN001	20	2014-05-05~ 2021-05-05	AAA	AAA

注：“07 苏城投债”由国家开发银行提供担保

概况数据

苏州城投（合并口径）	2011	2012	2013	2014.3
总资产（亿元）	645.99	806.36	898.82	911.73
所有者权益（亿元）	337.47	367.05	383.30	382.70
总负债（亿元）	308.52	439.31	515.52	529.03
总债务（亿元）	278.72	404.80	432.01	423.23
营业总收入（亿元）	28.43	31.93	49.95	16.21
EBIT（亿元）	4.56	5.36	6.34	—
EBITDA（亿元）	5.72	6.33	7.25	—
经营活动净现金流（亿元）	2.68	-5.74	-6.79	-11.14
营业毛利率（%）	19.39	19.76	15.13	11.05
EBITDA/营业总收入（%）	20.12	19.84	14.51	—
总资产收益率（%）	0.71	0.74	0.74	—
资产负债率（%）	47.76	54.48	57.36	58.02
总资本化比率（%）	45.23	52.45	52.99	52.51
总债务/EBITDA（X）	48.73	63.91	59.62	—
EBITDA 利息倍数（X）	1.69	3.13	1.93	—
国家开发银行	2011	2012	2013	
资产总额（百万元）	6,252,256	7,520,329	8,187,953	
净利润（百万元）	45,607	63,094	79,917	
总资本（百万元）	445,250	498,586	561,950	
不良贷款率（%）	0.42	0.32	0.51	
资本充足率（%）	10.78	10.92	11.28	

注：1、2011~2013 年以及 2014 年一季度财务报表均按照新会计准则编制，财务数据取自期末数；2、2014 年一季度财务报表未经审计且未提供现金流量表附表，故相关指标略去；3、2013 年及 2014 年一季度财务报告中“长期应付款”科目下的公司应付苏州轨道交通集团有限公司的有息借款调整至“长期借款”科目；4、由苏州市财政承担的借款利息不纳入公司利息支出以及相关财务指标的计算。

分析师

项目负责人：王立 lwang03@ccxi.com.cn

项目组成员：安然 ran@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 6 月 27 日

基本观点

中诚信国际维持苏州城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“苏州城投”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“07 苏城投债”、“12 苏州城投债”、“12 苏城投 MTN1”、“14 苏城投 MTN001”信用等级为 AAA。

中诚信国际肯定了苏州市持续提升的经济和财政实力、苏州市政府对公司的有力支持、公司主营业务收入的持续增长以及投资收益对公司利润的有力补充等对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司较大的资本支出压力、短期偿债压力上行以及债务偿还对苏州市财政资金的过度依赖等对公司未来整体信用状况的影响。中诚信国际同时充分考虑了国家开发银行提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对“07 苏城投债”还本付息的保障作用。

优势

- **地区经济发展动力强，财政实力雄厚。**2013 年苏州市经济持续保持较快的增长速度，GDP 达到 13,015.70 亿元，经济总量位居全国主要城市第六位；同时市级财政收入也持续提高，对城市发展的资金保障力度很强。
- **强有力的政府支持。**作为苏州市内重要基础设施建设主体，公司持续获得苏州市政府给予的多项支持，包括资产注入、项目资本金配置及城建资金安排等，政府强有力的支持为公司创造了良好的经营环境。
- **稳定提升的收入和盈利能力。**燃气业务区域垄断优势对公司盈利能力形成较大支撑；新增港口物流业务该公司的营业收入实现了大幅增长；此外，多元化投资格局提升了公司整体盈利水平。
- **国家开发银行具有极强的担保实力。**国家开发银行是财政部和中央汇金公司共同发起设立的股份制商业银行，截至 2013 年末其资产总额和贷款总额仅次于四大国有银行，在国家经济体系中的重要地位和自身良好的财务素质，能够为本期债券的偿还提供强有力的保障。

关注

- **资本支出压力较大。**公司负责建设的环古城三期、火车站综合改造、快速路网完善工程在内的多个项目仍需大量资本投入，公司面临较大资金支出压力。
- **流动性风险上行。**公司短期偿债压力较大，到期债务的还本付息基本依赖于苏州市财政，苏州市政府安排项目回购资金和城建资金到位的及时性值得关注。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在债券/票据的存续期内每年进行定期跟踪评级。

募集资金项目进展

“07 苏城投债”募集资金投资于苏州火车站地区综合改造项目。该项目是苏州市重点工程，主要内容为苏州火车站地区的基础设施、公共建筑等配套设施等，后根据实际情况，增加了二期完善工程和火车站站屋工程，目前均已竣工。火车站综合改造项目总投资概算调整为 107.5 亿元，截至 2013 年末，累计拨付建设资金为 90.7 亿元，有力地保障了项目的顺利推进。

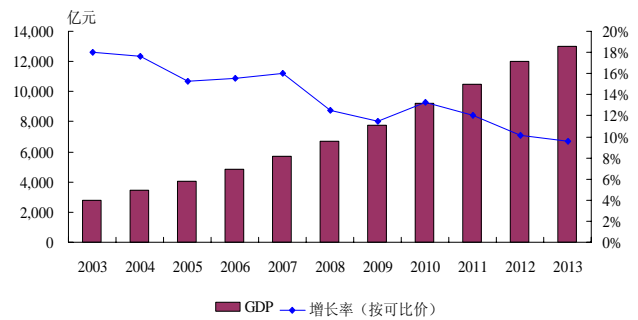
“12 苏州城投债”募投项目虎丘地区综合改造工程总投入约 175.36 亿元，2013 年主要围绕园林景区和虎阜路西延工程（西段）项目景区的道路管网建设以及上述已开项目、今年新开的山塘四期、虎丘村地块涉征非住宅户拆迁工作，以及明年将开茶花村区域前期征收工作。截至 2013 年末，该项目已累计投入 71.52 亿元。

近期关注

苏州市经济保持平稳快速增长，财政收入稳步提高，经济、财政实力在全国地级城市中保持前列

近年来苏州市经济持续平稳增长，结构调整步伐加快，城乡一体协调发展，民生质量持续改善。2013 年，全市实现地区生产总值 13,015.70 亿元，比上年增长 9.6%。全市实现工业总产值 35,685 亿元，其中规模以上工业总产值 30,393 亿元，分别比上年增长 3.4% 和 4.1%。

图 1：2003 年~2013 年苏州市地区生产总值



资料来源：苏州市统计局

表 2：2013 年我国主要城市地区生产总值排名

地区生产总值(亿元)		
1	上海市	21,602.12
2	北京市	19,500.60
3	广州市	15,420.14
4	深圳市	14,500.23
5	天津市	14,370.16
6	苏州市	13,015.70

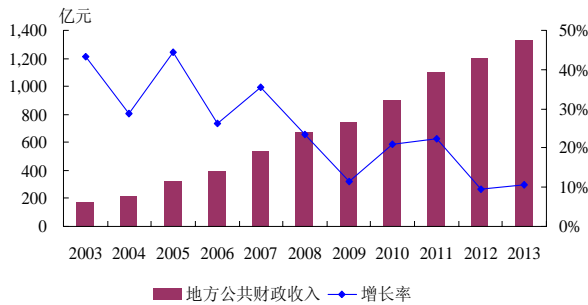
资料来源：中诚信国际整理

对外贸易方面，2013 年全市实现进出口总额 3,093 亿美元，其中出口 1,757 亿美元，分别比上年增长 1.2% 和 0.6%。招商引资方面，全年实际利用外资 87 亿美元，比上年增长 5.1%，其中服务业利用外资 34.2 亿美元，比上年增长 13.10%，占实际利用外资比重由上年的 33% 提高到 39.3%。对外经济合作方面，2013 年全年新批境外投资中方协议投资额 16.2 亿美元，比上年增长 32.5%。2013 年，昆山深化两岸产业合作试验区、太仓港综合保税区获批设立，苏州浒墅关经济开发区升格为国家级开发区，苏州工业园区、昆山经济技术开发区和常熟经济技术开发区被授予省级创新型开发区。截至 2013 年末，全市共有国家级开发区 12 个、省级开发区 5 个。开发区实际利用外资 77 亿美元，出口总额 1,540 亿美元，占全市的比重分别为 88.5% 和 87.6%。

随着经济快速发展，苏州市地方财政收入保持了高基数下的持续增长。2013 年，全市完成地方公共财政预算收入 1,331 亿元，比上年增长 10.5%。其中：税收收入完成 1,138 亿元，比上年增长 11.2%；非税收入完成 193 亿元，比上年增长 6.8%。财政收入的增长使得公共财政保障能力不断增强，财政支出结构进一步优化，全年完成地方财政支出 1,207 亿元，比上年增长 8.4%，其中民生支出 673 亿元，

比上年增长 13.8%。

图 2：2003 年~2013 年苏州市地方公共财政预算收入



资料来源：苏州市统计局

就本级地方财政收入而言，2013 年本级财政可用财力（含上年结转和上级补助等）309.47 亿元，其中市级可用财力 168.91 亿元，苏州工业园区可用财力 140.56 亿元；当年安排财政支出预算 305.53 元，实现财政收支平衡、略有结余。

表 3：2011 年~2013 年苏州市本级财政收入(亿元)

	2011	2012	2013
地方财政收入	202.04	224.28	255.39
市级	37.74	39.27	48.49
苏州工业园区	164.30	185.00	206.90
可用财力	236.67	278.85	309.47
市级	126.83	145.91	168.91
苏州工业园区	109.84	132.94	140.56
基金预算收入	241.42	142.84	297.50
市级	137.97	90.29	225.86
苏州工业园区	103.45	52.55	71.64

资料来源：苏州市财政局

总体来看，2013 年，苏州市经济依然保持较快发展，显示了良好的抗风险能力。同时，经济的快速发展也带动了财政实力的不断增强。但是，中诚信国际也关注到未来经济走势尚不明朗，地方财政收入增长的基础仍不稳固；苏州市对民生领域和重大项目的财政保障力度将进一步加大，财政收支矛盾仍然突出。

区域垄断优势保障了公司燃气业务的持续发展，同时受益于苏州市天然气置换工作的持续推进，公司管道天然气销量大幅提升

公司燃气业务由苏州燃气集团有限责任公司（以下简称“苏州燃气”）和苏州天然气管网股份有限公司（以下简称“苏州天然气”）共同经营。

苏州燃气主要承担苏州老城区、沧浪新城、平江新城、金阊新城等几大城区的居民供气业务、在中心城区居于垄断地位。2013 年，苏州市“煤改气”工作持续推进，公司完成了南环路沿线、竹辉路沿线、馨泓新村等多条道路沿线及多个村镇的 6.3 万多户居民的天然气置换工作，全年销售管道煤气 2,800 万立方米，同比下降 21.70%；销售管道天然气 8,587 万立方米，同比大幅增涨 57.44%。此外，苏州燃气还控股了吴中区燃气有限公司和相城区燃气有限公司，参股滨海、涟水等地的燃气供应公司，由于这些区域内拥有众多工矿企业用气大户，公司未来燃气业务增长空间较大。苏州天然气是为实施苏州市“西气东输”工程而组建的股份企业，主要承担“西气东输”苏州市支线输气管网的建设以及天然气的接收和输送工作，输气范围包括苏州主城区、苏州高新区、苏州工业园区、吴中区、相城区以及常熟、昆山、太仓和吴江等下辖市县，其管网已覆盖苏州 60% 左右的区域，在苏州市天然气管网建设和天然气的接受与输送方面处于核心地位。2013 年，苏州天然气的天然气年销售量达 9.46 亿立方米，同比增长 4.65%；2014 年 1~3 月，苏州天然气销售天然气 2.72 亿立方米。

除了常规天然气用户拓展之外，公司还着力推动车用天然气项目，车用气项目已成为公司新的业务增长点。截至 2014 年 3 月末，公司拥有辛庄罐场天然气加气站、宝带西路加气站、横山罐场加气站、冬青路加气站和公交四场加气站 5 个汽车加气站，日加气能力达到 7.60 万立方米；2013 年和 2014 年 1~3 月，上述 5 个加气站加气总量分别为 2,536 万立方米和 590 万立方米。

在异地燃气业务拓展方面，苏州燃气与江苏天达投资有限公司相继在涟水、滨海、阜宁、盐城、射阳等地展开合作。目前，涟水、滨海燃气公司已正常运行；阜宁、盐城燃气公司开始投产运行；而射阳燃气公司因涉及燃气专营权问题，仍在与当地政府洽谈中。2013 年和 2014 年 1~3 月，已运行的异地燃气公司合计实现的净利润分别为 606 万元和 108 万元。

总体来看，管道燃气业务作为公司支柱业务，

其区域垄断优势及较为稳定的盈利能力保障了公司的利润水平；同时，受益于苏州市“煤改气”效益的逐步释放，公司管道天然气销量显著提升。但考虑到公司客户群中居民用户占比较高，利润水平相对较低，工商业客户的拓展、燃气配套服务的扩容、车用天然气项目等的拓展将成为公司未来提升盈利水平的关键。

公司所承担的基础设施代建项目得到苏州市财政强有力的资金保障，并在到期债务还本付息方面得到流动性支持

作为苏州市重要的基础设施建设主体，公司承担了大量政府委托代建项目，苏州市政府制定相关扶持政策来确保项目所需资金的实际到位。根据苏府[2009]165号，公司所实施的重大城建基础设施项目采用市政府委托融资代建模式，政府回购资金纳

入市级城建交通维护建设资金计划，保证分年安排落实到位。自成立以来，公司相继投资建设了东南环立交二期工程，环古城风貌保护一、二、三期工程，城区道路桥梁工程，火车站地区综合改造工程等一系列城市基础设施建设项目，其中部分项目采用委托代建的形式，根据项目实际投资额和政府预算安排资金予以回购，回购金额与项目投资额的差额由苏州市财政以资本金的方式拨付。2013年，苏州市政府安排的回购资金实际到位 8.65 亿元。

同时，根据苏州市政府城建资金计划安排，2013年，苏州市政府向公司拨付了 37.41 亿元资金，其中用于还本付息的资金为 32.00 亿元；2014年 1~3 月，苏州市政府已拨付 18.35 亿元。持续的财政拨款有效减轻了公司的债务压力，亦体现了苏州市政府对于公司业务开展提供的强有力支持。

表 4：截至 2014 年 3 月末公司在建城建项目投资情况（亿元）

项目	计划总投资	累计投资	计划投资		
			2014 年	2015 年	2016 年
公益性项目					
已完工城建项目	112.9	108.6	1.5	1.7	1.1
环古城三期	25.7	17.8	2.5	2.0	1.6
快速路网完善工程	46.7	45.3	1.0	0.4	
火车站地区综合改造	77.9	64.5	6.0	4.0	3.0
火车站地区综合改造完善二期	16.5	14.3	2.0	0.7	
火车站站屋改造工程	13.1	11.9	1.0	0.5	
京沪高铁快速路	10.0	8.7	0.8	0.5	
西环北延工程	12.0	1.4	4.0	3.0	3.0
平泷路地下空间	5.4	1.7	2.8	2.1	0.5
其他城建零星项目	50.0	40.7	2.0	2.0	2.0
小计	370.2	314.9	23.6	16.9	11.2
非公益性项目					
“两河一江”城区段环境综合整治项目	146.7	9.9	50.0	40.0	18.0
定销房项目建设	31.0	12.1	8.0	6.0	3.1
平江新城便民服务中心	32.0	7.5	12.0	7.0	4.0
苏站路以北商务楼	11.0	5.0	3.0	2.0	1.0
老宅子改造工程	26.6	4.7	10.0	6.0	4.0
苏州国际物流大厦	10.0	0.9	4.0	3.0	1.7
小计	257.3	40.1	87.0	64.0	31.8
合计	627.5	355.0	110.6	80.9	43.0

资料来源：公司提供

截至 2014 年 3 月末，公司在城建基础设施方面的投资累计完成 355.0 亿元。2014~2016 年，公司城建项目计划投资分别为 110.6 亿元、80.9 亿元和 43.0 亿元。公司正计划逐步从单纯的政府委托项

目代建主体发展成为城市运营主体，通过积极推动产业化转型，战略性布局于城市资源、港口物流、资本运作等重点产业，延伸相关产业链，以经营性项目带动公益性项目，更好地发挥政府资源优势。

由公司作为项目业主建设的定销房项目、苏站路北商务楼项目以及平江新城便民服务中心项目，未来都将由苏州城投负责运营，这类项目的投资回报率一般在 8%~10%，这将在一定程度上提高公司收益能力。

综上，可以看出苏州市政府对公司的支持力度很大，未来公司的定位由政府项目代建主体向城市运营商、城市服务商转变，增强公司自身盈利能力的同时也以市场化的方式促使政府投资效益最大化。

公司在港口、高速公路以及金融等领域形成的多元化投资格局提升了公司整体盈利水平

截至 2013 年末，公司形成对外股权投资 115.38 亿元，主要集中在港口、高速公路以及金融等领域，多元化投资格局为公司带来了较好投资收益，2013 年获得投资收益 1.98 亿元，同比增长 5.89%。

港口板块主要由子公司苏州港口发展集团有限公司（以下简称“港口集团”）来负责运营，主要承担苏州港“一港三区”，特别是张家港港区和太仓港区的投资建设和资产经营管理。2013 年，由港口集团参股的张家港港务集团（截至 2013 年末，港口集团持股 39%）年吞吐量为 6,469 万吨，主营业务收入和净利润分别为 6.56 亿元和 1.96 亿元；2014 年 1~3 月，张家港港务集团实现吞吐量 1,373.8 万吨，主营业务收入和净利润分别为 1.28 亿元和 770.00 万元。此外，公司计划由港口集团收购张家港市交通控股有限公司所持有的张家港港务集团 24% 的股权，实现对张家港港务集团的绝对控股，该收购的实现有助于公司营业收入的进一步提升。目前该项收购事宜尚处于协议进行阶段，中诚信国际将对后续进展进行关注。太仓港区方面，继太仓港一期、二期、三期工程完工投产运营后，截至 2014 年 3 月末，太仓港四期项目正处于国家发改委审批阶段。

此外，2013 年，港口集团出资设立了苏州港口张家港保税区现代物流有限公司，注册资本为 5.00 亿元，首期出资 3.00 亿元已到位。受益于该公司的设立、运营，2013 年公司新增港口物流收入 15.77

亿元，公司当期营业收入大幅提升。

高速公路板块方面，公司持有苏嘉杭高速公路公司（以下简称“苏嘉杭公司”）42.56% 的股权。2013 年，苏嘉杭高速公路车流量增长迅速，年平均日交通断面流量为 14.77 万辆，全年全线进出口车流量达 5,706 万辆，同比增长 14.40%。2013 年，苏嘉杭公司实现通行费收入 10.45 亿元，同比增长 10.23%；利润总额和净利润分别为 3.82 亿元和 2.75 亿元，分别同比增长 33.57% 和 34.48%。根据苏嘉杭公司利润分配方案，2014 年公司可从苏嘉杭公司获得 2013 年度利润分配 5,374.8 万元。

在金融投资领域，公司出资参股了中国光大银行股份有限公司、苏州银行股份有限公司、紫金财产保险股份有限公司、东吴人寿保险股份有限公司几家金融机构，同时全资组建了苏州城投商业保理有限公司，还参股了苏州平江区鑫鑫农村小额贷款有限公司和苏州市农发融资租赁有限公司，公司在金融领域的投资收益对公司利润水平的持续增长起到了较好的补充。

表 5：截至 2014 年 3 月末公司在金融领域投资情况

	持股比例
中国光大银行股份有限公司	0.71%
苏州银行股份有限公司	2.47%
紫金财产保险股份有限公司	3.20%
东吴人寿保险股份有限公司	6.00%
苏州城投商业保理有限公司	100.00%
苏州平江区鑫鑫农村小额贷款有限公司	24.38%

资料来源：公司提供

未来，公司仍将在苏州市政府主导下积极参与对外投资，在促进主营业务良性发展的同时，投资收益也将成为公司利润的重要组成部分。

财务分析

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年的财务报告以及未经审计的 2014 年一季度财务报表。

公司资本实力持续提升，多元化的融资渠道一定程度上缓解了公司的债务压力

截至 2013 年末，公司总资产达 898.82 亿元，同比增长 11.47%；2014 年 3 月末，公司总资产进一步增加至 911.73 亿元。从构成来看，公司资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款、长期股权投资、在建工程和其他非流动资产构成。截至 2013 年末，上述科目占公司总资产比重分别占 13.35%、8.20%、16.85%、12.84%、21.02%和 18.89%。

在建工程主要是公司以委托代建模式建设的基础设施项目。2013 年，随着工程建设投入的增加，公司年末在建工程账面余额达 188.89 亿元，同比增长 53.51%。随着代建工程的竣工结算并移交，公司形成对苏州市财政局的政府项目回购款，政府项目由在建工程移至其他应收款。2013 年末，公司其他应收款较 2012 年末增加了近 18 亿元；从欠款对象来看，77.85%的其他应收款为苏州市财政局的政府项目回购款，苏州市雄厚的财政实力能为代建项目的按时足额回购提供良好支撑。但从近年来公司其他应收款总额的变化情况来看，苏州市财政局对于代建项目回购的及时性有待提高。

为满足发展需要，公司通过股权投资逐步形成了港口、燃气、高速公路、机场以及轨道交通等多元化投资格局，此外，公司还参与了光大银行、苏州银行的股份配售等。截至 2013 年末，公司长期股权投资余额为 115.38 亿元，多元化优良股权投资为公司转型为投资控股型企业奠定了良好的基础。

表 6：2011 年~2014 年 3 月公司资产构成情况（亿元）

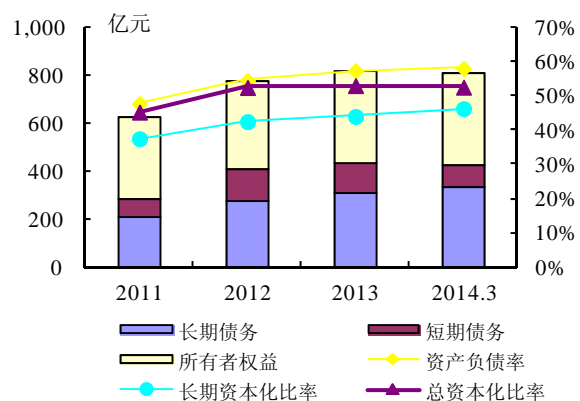
	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	46.56	136.02	119.99	112.30
预付款项	54.50	91.75	73.66	79.40
其他应收款	95.66	133.88	151.43	166.56
流动资产	199.44	377.92	405.65	406.23
长期股权投资	93.63	112.11	115.38	118.96
固定资产	34.10	12.32	11.75	12.47
在建工程	143.34	123.05	188.89	195.68
其他非流动资产	168.98	171.99	169.75	169.73
非流动资产	446.54	428.44	493.16	506.51

资料来源：公司财务报告

负债方面，公司进行项目建设所需资金主要通过自筹，融资方式以项目贷款为主，兼有流动资金贷款、信托融资及发行债务融资工具等。截至 2013 年末，公司总负债为 515.52 亿元，其中总债务为

432.01 亿元；2014 年 3 月末，公司总债务下降至 423.23 亿元。从债务结构来看，公司债务以长期债务为主，2013 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2012 年末的 0.49 倍调整为 0.44 倍，2014 年 3 月末则进一步下降至 0.28 倍，公司债务结构日趋向长期债务进行调整，符合公司所从事的基础设施代建业务所具有的资金投入大、建设周期长的特点。但同时中诚信国际也关注到，长期债务在总债务中的占比上升也在一定程度上增加了公司的融资成本。此外，2013 年，公司引入 5.00 亿元的华鑫国际信托资金¹和 30.00 亿元的国寿城市发展资金²两项股权投资资金，融资渠道日趋多元化，这也在一定程度上缓解了公司的债务压力。

图 3：2011 年~2014 年 3 月公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

所有者权益方面，受益于苏州市政府专项拨款、财政补贴等注入资本公积以及公司自身业务经营的积累，2013 年末，公司所有者权益达 383.30 亿元，同比增长 4.43%；同期资产负债率为 57.36%，同比小幅上升了 2.87 个百分点，公司负债水平得到较好控制。

总体上，在苏州市政府持续的资金支持下，公

¹ 华鑫国际信托资金系由华鑫国际信托有限公司设立并投入子公司苏州港口发展（集团）有限公司的股权投资资金，信托计划期限为 2013 年 3 月 29 日~2016 年 3 月 29 日。截至 2013 年 12 月 31 日，公司与华鑫国际信托有限公司分别持苏州港口发展（集团）有限公司股权 83.12% 和 17.88%。

² 国寿城市发展投资资金系国寿（苏州）城市发展产业投资企业（有限合伙）投入子公司苏州虎丘投资建设开发有限公司、苏州城投地产发展有限公司的股权投资资金。国寿城市发展基金规模为 100 亿元，分别由苏州国发创业投资控股公司作为普通事务合伙人并受苏州市财政局委托出资 30 亿元，中国人寿保险（集团）公司、中国人寿保险股份有限公司、中国人寿财产保险股份有限公司和中诚信托责任有限公司作为有限合伙人分别出资 5 亿元、50 亿元、5 亿元和 10 亿元设立。

司资产实力得到不断扩充，且融资渠道的日趋多元化在一定程度上缓解了公司的债务压力。然而未来几年公司仍将保持较大规模的资本支出，公司债务规模亦将呈现持续上升态势，中诚信国际认为，代建项目回购资金到位的及时性以及苏州市政府给予的各项扶持措施是公司未来发展的关键。

受益于新增港口物流业务，公司收入水平大幅提升，未来港口商贸相关产业链的逐步完善将有利于公司运营实力的进一步增强

2013年，公司实现营业总收入49.95亿元，其

表 7：2011 年~2013 年公司营业总收入主要构成情况（亿元、%）

	2011		2012		2013	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
燃气销售收入	24.43	12.45	26.94	14.35	30.00	15.17
工程施工收入	2.23	73.73	2.45	56.21	2.69	62.65
商品贸易（港口物流）	—	—	—	—	15.77	1.31
营业总收入	28.43	19.39	31.93	19.76	49.95	15.13

资料来源：公司财务报告

2013年，公司期间费用为3.03亿元，主要为销售费用和管理费用，二者均呈现逐年上涨趋势。尽管公司债务余额较大，但由于公司承担政府指令性项目，苏州市财政局每年根据项目年度还款计划拨付资金以偿还本金及利息，公司将此类项目借款利息计入其他应收款，收到苏州市财政项目回购资金时计入专项应付款，待年末得到苏州市政府批准后进行冲减核销，同时减少其他应收款和专项应付款；公司只将与自身经营性项目相关的借款利息予以资本化，因此由自身承担的利息支出较小。近年来，公司存款利息收入的增加使得公司财务费用逐年下降，并在2013年呈现利息收入净流入状态。

表 8：2011 年~2014 年 3 月公司期间费用分析（亿元、%）

	2011	2012	2013	2013.9
销售费用	1.07	1.25	1.49	0.39
管理费用	1.45	1.71	1.94	0.42
财务费用	0.92	0.00	-0.41	-0.09
三费合计	3.43	2.96	3.03	0.73
营业总收入	28.43	31.93	49.95	16.21
三费收入占比	12.08	9.26	6.06	4.49

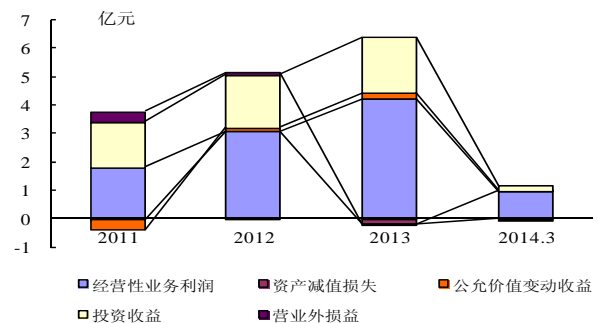
资料来源：公司财务报告

从利润总额构成来看，2013年，公司利润总额为6.24亿元，其中经营性业务利润为4.24亿元，

中60.06%来自于燃气销售收入，其逐年增长的收入和较为稳定的盈利水平有力保障了公司的平稳运营。此外，2013年，港口集团新投资成立了苏州港口张家港保税区现代物流有限公司，公司新增港口物流业务收入15.77亿元，公司收入水平得到较大幅度提升。尽管该项业务目前盈利水平较低，但未来对张家港港务集团的绝对控股等港口资源整合，拓宽港口金融、物流、信息等业务，随着产业链的逐步完善，公司收入和盈利能力尚有一定增长空间。

是公司利润的主要构成；此外，公司实现投资收益1.98亿元，对公司盈利起到了有力的补充。

图 4：2011 年~2014 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

公司资本支出规模较大，融资压力上升；持续的财政拨款有效减轻了公司的偿债压力

公司燃气业务具备良好的收益质量，因此经营活动现金流入状况一直较为稳定。2013年，经营活动净现金流为-6.79亿元，公司通过招拍挂购买土地的支出。相较于经营活动，投资、筹资活动的现金流转对公司整体现金流情况的影响较大。投资活动方面，2013年，公司投资现金流出为118.78亿元，

公司对外投资支出一直保持较大规模；此外，公司在 2013 年购买理财产品也使得公司投资活动现金流较 2012 年发生了波动。筹资活动方面，目前公司项目建设的主要资金来源仍然集中于银行贷款，但 2013 年受资金面趋紧影响，公司筹资活动现金流入较 2012 年显著回落至 199.98 亿元。2013 年，公司筹资活动现金流入中通过借款收到的现金为 108.05 亿元；筹资活动现金流出为 134.02 亿元，其中偿还债务支付的现金为 97.23 亿元，占比达 72.55%，公司债务偿还的融资压力较大。

表 9：2011 年~2014 年 3 月公司现金流分析（亿元）

	2011	2012	2013	2014.3
经营现金流入	32.21	35.58	61.27	20.99
经营现金流出	29.53	41.32	68.06	32.13
经营活动净现金	2.68	-5.74	-6.79	-11.14
投资现金流入	10.45	16.59	43.54	56.22
投资现金流出	49.33	96.79	118.78	40.59
投资活动净现金	-38.88	-80.19	-75.24	15.63
筹资现金流入	137.81	325.97	199.98	71.65
其中：吸收投资	30.49	50.68	9.44	0.60
借款	82.30	264.73	108.05	16.48
筹资现金流出	130.84	150.57	134.02	83.83
其中：偿还债务	104.39	121.81	97.23	24.72
筹资活动净现金	6.97	175.40	65.96	-12.18
现金及等价物净增加	-29.23	89.47	-16.03	-7.69

资料来源：公司财务报告

截至 2013 年末，公司总债务为 432.01 亿元，其中长期债务 300.94 亿元，近两年公司投资压力依然较大，公司债务负担仍然较重。从偿债指标来看，截至 2013 年，公司总债务对经营活动净现金流和 EBITDA 的倍数分别为 -63.60 倍和 59.62 倍；EBITDA 利息保障倍数由 2012 年的 3.13 倍下降至 1.93 倍。

截至 2013 年末，公司短期债务为 131.07 亿元；2014 年 3 月末，随着部分债务的到期偿还，短期债务下降至 93.67 亿元，公司短期偿债压力较大。2013 年，苏州市政府向公司拨付了 37.41 亿元资金，其中用于还本付息的资金为 32.00 亿元；2014 年 1~3 月，苏州市政府已拨付 18.35 亿元。持续的财政拨款有效减轻了公司的偿债压力。中诚信国际将持续关注公司对于到期债务的还款情况及苏州市政府安排项目回购资金和城建资金的到位情况。

表 10：2011 年~2013 年公司偿债能力分析

	2011	2012	2013
--	------	------	------

总债务/经营活动净现金流 (X)	103.95	-70.52	-63.60
总债务/EBITDA (X)	48.73	63.91	59.62
EBITDA 利息保障系数 (X)	1.69	3.13	1.93
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	0.79	-2.84	-1.80

资料来源：公司财务报告

或有事项方面，截至 2014 年 3 月末，公司关联方担保余额 135.74 亿元；非关联方担保余额为 66.70 亿元，被担保单位大多为苏州市属企业，代偿风险不大。

表 11：截至 2014 年 3 月末公司非关联方担保情况

被担保企业名称	担保额(万元)
苏州市绿化管理站	22,000
苏州市营财投资集团公司	60,000
苏州交通投资有限公司	90,000
苏州市保障房公司	220,000
苏州高铁新城城乡一体化建设有限公司	75,000
苏州高新区经济发展集团总公司	200,000
苏州风景旅游发展有限公司	600,000
合计	667,000

资料来源：公司财务报告

截至 2014 年 3 月末，公司从各大银行金融机构共获得授信总额 417.17 亿元，其中尚未使用的授信额度为 94.30 亿元，能够为公司提供一定的流动性支持。

股权回购事项：

1、苏州市园林文化发展有限公司股权回购

2013 年 6 月，国寿（苏州）城市发展产业投资企业（有限合伙）（以下简称“国寿合伙企业”）与苏州市园林文化发展有限公司（以下简称园林发展公司）签订股权增资协议，由国寿合伙企业出资 10 亿，占园林发展公司增资后的 30% 股权。根据苏州市人民政府国有资产监督管理委员会（备案编号 [2013] 第 014 号）“国有及国有控股企业投资项目备案表”及相关政府文件批准，同意由公司所属全资子公司苏州城投资产开发有限公司（以下简称“城投资产公司”）于五年后按约定价格全额收购国寿合伙企业所持园林发展公司 30% 股权。该股权回购资金由市财政安排。

2、苏州市保障性住房建设有限公司

2013 年 7 月，国寿合伙企业与苏州市保障性住房建设有限公司（以下简称“住房建设公司”）签订股权增资协议，由国寿合伙企业出资 10 亿，占住房建设公司增资后的 30% 股权。根据苏州市人民

政府国有资产监督管理委员会（备案编号[2013]第 013 号）“国有及国有控股企业投资项目备案表”及相关政府文件批准，同意由公司所属全资子公司城投资产公司于五年后按约定价格全额收购国寿合伙企业所持住房建设公司 30% 股权。该股权回购资金由市财政安排。

3、苏州虎丘投资建设开发有限公司

2013 年 11 月，国寿合伙企业与苏州虎丘投资建设开发有限公司（以下简称“虎丘投资公司”）签订股权增资协议，由国寿合伙企业出资 20 亿，占虎丘投资公司增资后的 48.78% 股权。根据苏州市人民政府国有资产监督管理委员会（备案编号[2013]第 025 号）“国有及国有控股企业投资项目备案表”及相关政府文件批准，同意由公司所属全资子公司城投资产公司于五年后按约定价格全额收购国寿合伙企业所持虎丘投资公司 48.78% 股权。该股权回购资金由市财政安排。

4、苏州城投地产发展有限公司

2013 年 11 月，国寿合伙企业与苏州城投地产发展有限公司（以下简称“城投地产公司”）签订股权增资协议，由国寿合伙企业出资 10 亿，占城投地产公司增资后 39.96% 股权。根据苏州市人民政府国有资产监督管理委员会（备案编号[2013]第 024 号）“国有及国有控股企业投资项目备案表”及相关政府文件批准，同意由公司所属全资子公司城投资产公司于五年后按约定价格全额收购国寿合伙企业所持城投地产公司 39.96% 股权。该股权回购资金由市财政安排。

过往债务履约情况

经查询中国人民银行征信系统，截至 2013 年 9 月末，公司未出现延迟支付债务本金及其利息等信用违约记录。

债务融资工具方面，截至 2014 年 6 月末，公司发行在外的债券如下表，公司能够按期支付利息：

表 12：截至 2014 年 6 月末公司发行在外的债券一览

债券简称	发行规模 (亿元)	起息日期	到期日期
07 苏城投债	6	2007/11/13	2017/11/13

12 苏城投 PPN001	10	2012/08/17	2015/08/17
12 苏州城投债	20	2012/10/25	2019/10/25
12 苏城投 MTN1	10	2012/12/20	2019/12/20
13 苏城投 PPN001	10	2013/02/04	2016/02/04
14 苏城投 MTN001	20	2014/05/05	2021/05/05
14 苏城投 PPN001	15	2014/05/20	2019/05/20
14 苏城投 PPN002	10	2014/05/29	2017/05/29
14 苏城投 PPN003	5	2014/06/16	2017/06/16

资料来源：中诚信国际整理

担保实力

本期债券由国家开发银行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

国家开发银行股份有限公司（以下简称“国开行”）是财政部和中央汇金公司共同发起设立的股份制商业银行，注册资本为 3,067.11 亿元。该行是由原国家开发银行根据国务院批准经股份制改革后成立。国开行主要通过开展中长期信贷与投资等金融业务，为国民经济重大中长期发展战略服务。截至 2013 年末，国开行的资产总额和贷款总额分别达到 8.19 万亿元和 7.15 万亿元，仅次于四大国有银行。

由于国开行融资方式不以吸收居民存款为主，国开行主要通过在国内外资本市场发行债券进行融资，从而获得了相对低成本且长期的资金。虽然“国开债”主权信用等级过渡期延长至 2015 年末，但利率攀升显示出该行低融资成本优势逐渐丧失，发债的难度逐步加大。从政策银行向商业银行的转型后，国开行已经开始尝试拓展稳定和多元化的融资渠道，如吸收特定企业的大额存款、收购中小银行、资产证券化等等。由于融资方式与其他商业银行的差别，营业费用支出相对较低，成本收入比仅为 19.15% 左右。2013 年国开行实现拨备前利润 1,446.80 亿元，净利润 799.17 亿元，其拨备前利润/平均总资产为 1.84%，平均资产回报率和平均资本回报率分别为 1.02% 和 15.07%，盈利指标保持在合理的水平。

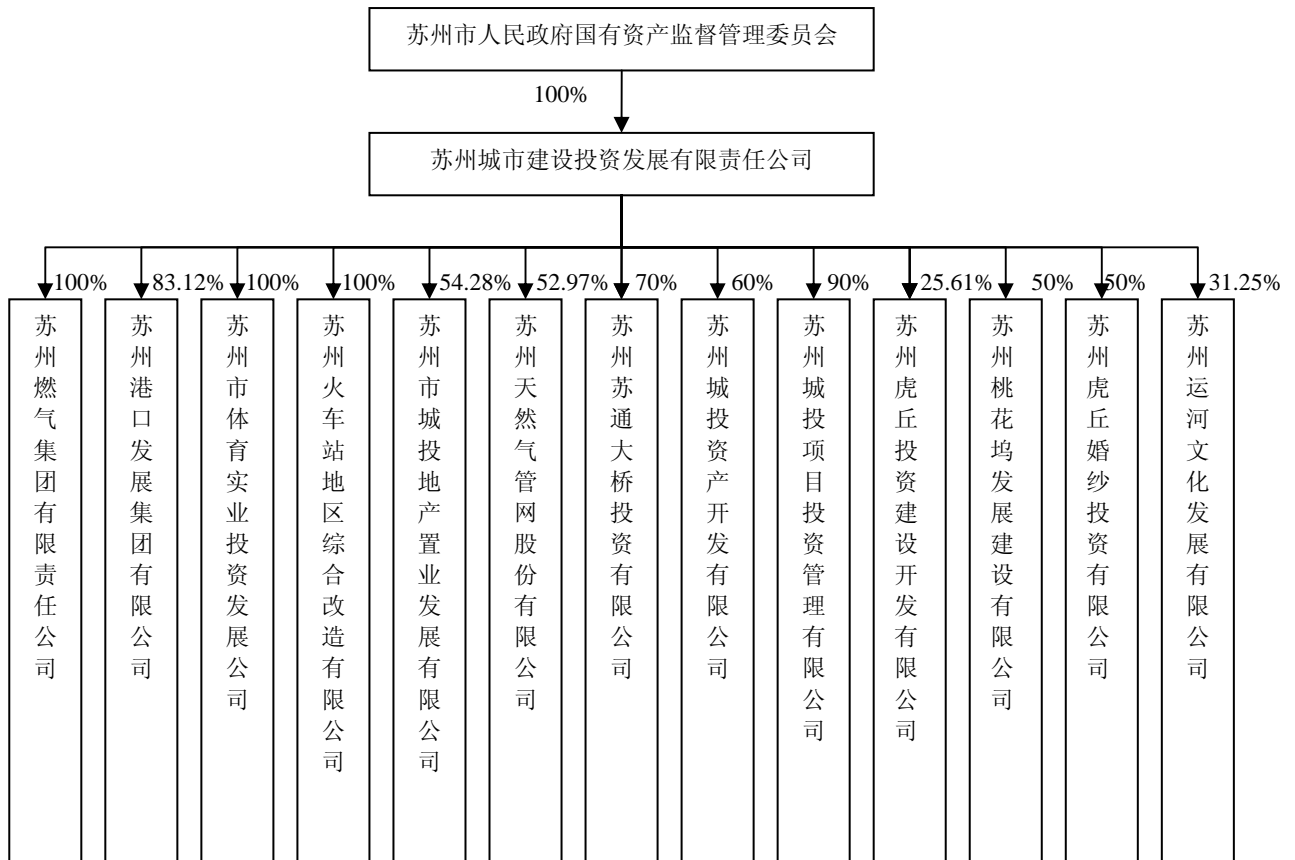
基于债券类、中长期、批发性的银行定位，2013 年该行持续加大对煤电油运、农林水、通讯和公共基础设施等重点领域发展的支持力度，全年相关行业新增境内人民币贷款 3,910 亿元，占该行全部新增贷款的 54%。针对监管部门加强对地方政府融资平台贷款的关注及清理要求陆续出台，该行对全行平台存量贷款逐项目进行摸底统计和风险排查，强化授信审查和贷后管理，严防风险，努力将贷款质量保持在一个较好水平。截至 2013 年末，其不良贷款率仅为 0.5%，拨备覆盖率达到 603.22%。但是未来大量融资平台贷款对该行的风险管理能力仍将形成考验。2013 年，公司进一步加强资本管理，提高资本内生能力，强化资本约束，成功发行铁路专项信贷资产支持证券，盘活存量资产，年末的资本充足率为 11.28%。

国开行 2008 年底完成股份公司转制后，尽管将全面推行商业化运作，但一定时期内政府应该会保持对该行的控股地位。截至 2013 年末，财政部和中央汇金公司分别持有该行 50.18% 和 47.63% 的股份，社保基金理事会持有 2.19% 的股份。鉴于目前中央政府在国开行的控股地位仍将不变以及国开行在国家经济体系中的重要地位和自身良好的财务素质，中诚信国际认为，国开行综合财务实力极强，能够为本期债券的偿还提供强有力的保障。

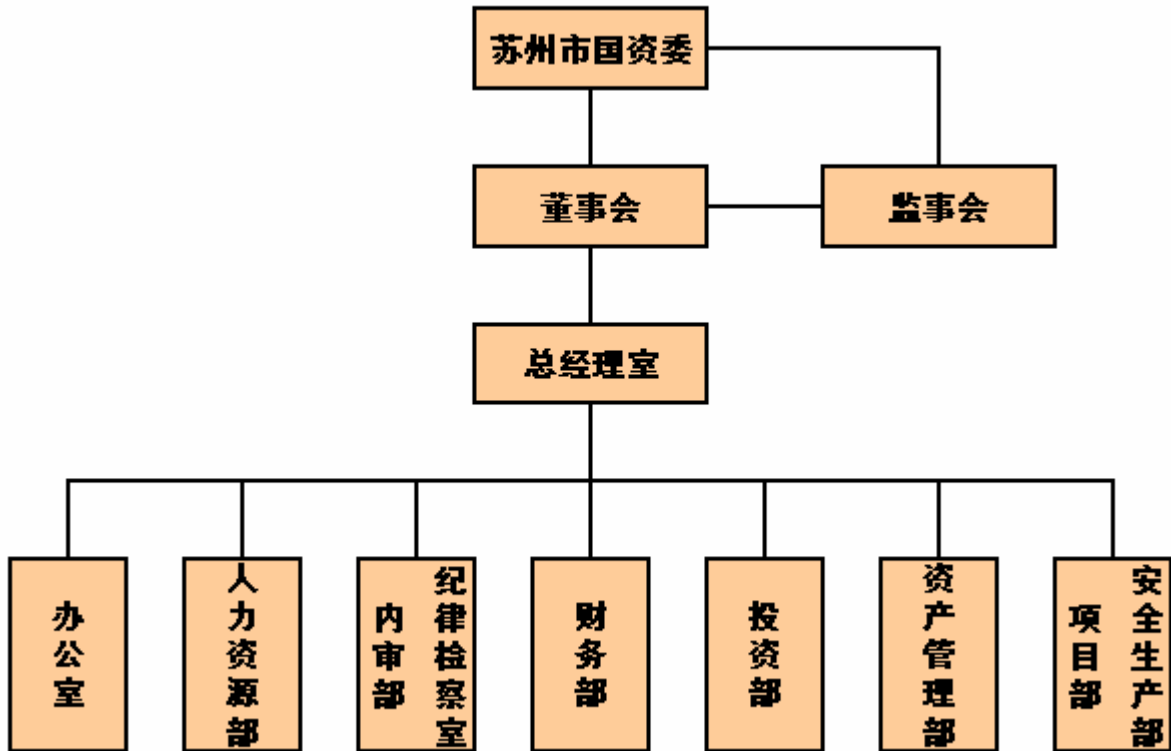
结 论

中诚信国际维持苏州城市建设投资发展有限责任公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“07 苏城投债”、“12 苏州城投债”、“12 苏城投 MTN1”、“14 苏城投 MTN001”信用等级为 **AAA**。

附一：苏州城市建设投资发展有限责任公司股权结构图（截至 2014 年 3 月 31 日）



附二：苏州城市建设投资发展有限责任公司组织结构图（截至 2014 年 3 月 31 日）



附三：苏州城市建设投资发展有限责任公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	465,573.59	1,360,234.16	1,199,916.37	1,122,972.59
交易性金融资产	5,978.61	57,208.63	22,312.31	53,412.31
应收账款净额	3,667.81	5,115.42	6,733.16	8,871.39
存货净额	16,718.37	91,496.83	206,094.61	367,159.56
其他应收款	956,616.11	1,338,797.42	1,514,304.17	1,665,601.75
长期投资	938,556.00	1,144,295.82	1,153,843.55	1,197,899.51
固定资产(合计)	1,780,568.54	1,360,133.36	2,013,442.15	2,088,271.00
总资产	6,459,861.87	8,063,612.61	8,988,173.27	9,117,332.87
其他应付款	101,639.22	183,739.74	363,515.30	381,124.59
短期债务	763,535.74	1,338,271.10	1,310,702.00	936,696.09
长期债务	2,023,619.00	2,709,700.00	3,009,436.19	3,295,591.06
总债务	2,787,154.74	4,047,971.10	4,320,138.19	4,232,287.15
净债务	2,321,581.15	2,687,736.94	3,120,221.82	3,109,314.56
总负债	3,085,187.32	4,393,140.48	5,155,179.65	5,290,319.91
财务性利息支出	11,418.16	2,067.85	1,072.08	—
资本化利息支出	22,524.04	18,157.01	36,564.40	—
所有者权益	3,374,674.55	3,670,472.12	3,832,993.62	3,827,012.96
营业总收入	284,330.97	319,277.23	499,482.92	162,105.20
三费前利润	52,500.63	60,365.21	72,706.80	17,241.96
投资收益	16,036.75	18,654.50	19,753.15	1,810.31
EBIT	45,552.66	53,579.55	63,432.73	—
EBITDA	57,195.69	63,336.92	72,463.87	—
经营活动产生现金净流量	26,813.23	-57,403.63	-67,931.44	-111,387.69
投资活动产生现金净流量	-388,812.88	-801,921.88	-752,384.89	156,277.54
筹资活动产生现金净流量	69,698.04	1,753,952.75	659,605.67	-121,832.29
现金及现金等价物净增加额	-292,301.61	894,660.57	-160,317.79	-76,943.78
资本支出	258,867.00	608,520.99	552,693.34	206,235.52
财务指标	2011	2012	2013	2014.3
营业毛利率（%）	19.39	19.76	15.13	11.05
三费收入比（%）	12.08	9.26	6.06	4.49
EBITDA/营业总收入（%）	20.12	19.84	14.51	—
总资产收益率（%）	0.71	0.74	0.74	—
流动比率（X）	2.12	2.40	2.31	2.90
速动比率（X）	2.10	2.35	2.19	2.63
存货周转率（X）	18.50	4.73	2.85	—
应收账款周转率（X）	82.08	72.70	84.31	—
资产负债率（%）	47.76	54.48	57.36	58.02
总资本化比率（%）	45.23	52.45	52.99	52.51
短期债务/总债务（%）	27.39	33.06	30.34	22.13
经营活动净现金流/总债务（X）	0.01	-0.01	-0.02	—
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.04	-0.04	-0.05	—
经营活动净现金流/利息支出（X）	0.79	-2.84	-1.80	—
总债务/EBITDA（X）	48.73	63.91	59.62	—
EBITDA/短期债务（X）	0.07	0.05	0.06	—
EBITDA 利息倍数（X）	1.69	3.13	1.93	—

注：1、2011~2013年以及2014年一季度财务报表均按照新会计准则编制，财务数据取自期末数；2、2014年一季度财务报表未经审计且未提供现金流量表附表，故相关指标略去；3、2013年及2014年一季度财务报告中“长期应付款”科目下的公司应付苏州轨道交通集团有限公司的有息借款调整至“长期借款”科目；4、由苏州市财政承担的借款利息不纳入公司利息支出以及相关财务指标的计算。

附四：国家开发银行主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：百万元）	2011	2012	2013
贷款总额	5,525,872.00	6,417,578.00	7,148,281.00
贷款净额	5,402,982.00	6,236,723.00	6,929,968.00
不良贷款（五级分类）	23,121.00	20,660.00	36,191.00
总资产	6,252,256.00	7,520,329.00	8,187,953.00
总资本	445,250.00	498,586.00	561,950.00
借款及应付债券	4,799,946.00	5,728,842.00	6,295,699.00
总负债	5,807,006.00	7,021,743.00	7,626,003.00
净利息收入	116,455.00	154,410.00	171,472.00
手续费及佣金净收入	6,748.00	9,954.00	12,114.00
汇兑净损益	-32,576.00	-529.00	-23,498.00
证券交易净收入	9,052.00	-7,478.00	2,382.00
投资净收益	13,570.00	14,438.00	14,418.00
其他净收入	1,940.00	446.00	2,051.00
非利息净收入	-1,266.00	16,831.00	7,467.00
净营业收入合计	115,189.00	171,241.00	178,939.00
业务及管理费用（含折旧）	-7,874.00	-9,117.00	-10,055.00
拨备前利润	91,100.00	141,636.00	144,680.00
贷款损失准备支出	-30,235.00	-58,270.00	-38,929.00
税前利润	60,858.00	83,383.00	105,805.00
净利润	45,607.00	63,094.00	79,917.00
财务指标（%）	2011	2012	2013
资本充足率	10.78	10.92	11.28
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	0.42	0.32	0.51
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	531.51	875.39	603.22
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	4.07	3.04	4.64
净息差（净利息收入/平均盈利资产）	2.06	2.24	2.17
拨备前利润/平均总资产	1.60	2.06	1.84
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	10.76	13.37	15.07
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	0.80	0.92	1.02
非利息净收入占比（非利息净收入/净营业收入）	-1.10	9.83	4.17
高流动性资产/总资产	11.06	14.66	13.24

附五：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润（新）=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比（旧）=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本合计）/存货平均净额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均净额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附六：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

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。

附七：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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。

附八：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

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。