

信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0359号

巢湖市城镇建设投资有限公司：

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2014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，我公司对贵公司“15巢城投债/15巢城投”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AA-的主体信用等级，评级展望为稳定，维持“15巢城投债/15巢城投”AA+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

二零一五年六月二十九日

巢湖市城镇建设投资有限公司 2015 年度跟踪评级报告

受评对象 巢湖市城镇建设投资有限公司

本次主体信用等级 **AA⁺** 评级展望 稳定

上次主体信用等级 **AA⁺** 评级展望 稳定

存续债券列表

债券简称	发行规模 (亿元)	存续期	本次债 项信用 等级	上次债项 信用等级
15 巢城投债	8	2015-04-30~	AA⁺	AA⁺
/15 巢城投		2022-04-30		

概况数据

巢湖城投（合并口径）	2012	2013	2014
总资产(亿元)	112.21	118.57	146.45
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	87.71	91.71	101.91
总负债(亿元)	24.49	26.87	44.54
总债务(亿元)	18.79	18.03	22.67
营业总收入(亿元)	13.91	8.79	9.59
EBIT(亿元)	4.59	4.54	4.31
EBITDA(亿元)	4.59	4.55	4.32
经营活动净现金流(亿元)	1.37	3.95	3.06
营业毛利率(%)	25.96	22.06	21.91
EBITDA/营业总收入(%)	32.97	51.77	44.99
总资产收益率(%)	5.78	3.94	3.25
资产负债率(%)	21.83	22.66	30.41
资本化比率(%)	17.65	16.43	18.20
总债务/EBITDA(X)	4.10	3.96	5.25
EBITDA 利息倍数(X)	28.12	3.90	2.74

注：巢湖城投财务报表均按新会计准则编制。

合肥建投（合并口径）	2012	2013	2014
总资产(亿元)	1,067.52	1,254.14	2,134.30
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	453.95	525.79	1,088.14
总负债(亿元)	613.57	728.36	1,046.17
总债务(亿元)	415.02	495.34	693.83
营业总收入(亿元)	158.23	195.83	198.55
EBIT(亿元)	57.62	63.85	75.07
EBITDA(亿元)	73.43	80.48	91.82
经营活动净现金流(亿元)	78.82	63.00	121.83
营业毛利率(%)	16.38	18.13	16.93
EBITDA/营业总收入(%)	46.41	41.10	46.25
总资产收益率(%)	5.89	5.50	4.42
资产负债率(%)	57.48	58.08	49.02
资本化比率(%)	47.76	48.51	38.94
总债务/EBITDA(X)	5.65	6.16	7.56
EBITDA 利息倍数(X)	1.91	2.82	2.39

注：合肥建投财务报表均按新会计准则编制。

分析师

项目负责人：付东阳 dyfu@ccxi.com.cn

项目组成员：段晋璇 jxduan@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 6 月 29 日

基本观点

中诚信国际维持巢湖市城镇建设投资有限公司（以下简称“巢湖城投”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“15 巢城投债/15 巢城投”信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际肯定了巢湖市的经济发展潜力和财政实力，公司在巢湖市城市建设领域中的突出地位、获得的强有力的政府支持等因素对该公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到政策风险、未来投融资压力较大以及收入结构变化较大等因素对公司整体信用状况的影响。

中诚信国际还充分考虑了合肥市建设投资控股（集团）有限公司（以下简称“合肥建投”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券还本付息的保障作用。

优势

- **区域经济和财政实力较好。**近年来巢湖市经济稳定增长，2014 年，巢湖市实现地区生产总值 255.70 亿元，同比增长 8.60%，完成全社会固定资产投资额 196.00 亿元，同比增长 23.50%，高于合肥市增幅（18.10%）5.40 个百分点，增速在合肥市所有县区中位列第 3 位，在四县一市中排名第 2；财政总收入完成 27.52 亿元，较上年增长 1.56%。
- **在巢湖市城市建设领域地位突出，政府支持力度大。**公司在资产规模、经营性资产质量和政策性支持等方面具备很强的优势，在巢湖市城市建设领域中地位突出，得到了巢湖市政府在资金、政策等方面的大力支持，增强了公司的抗风险能力。
- **担保主体实力较强。**本期债券由合肥建投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，合肥建投一直获得合肥市政府在政策和资金等方面的支持，公共事业经营板块具有区域垄断地位，增强了对本期债券还本付息的保障。

关注

- **政策风险。**受宏观经济政策的影响，公司近年来无土地出让业务收入，对公司盈利水平有一定影响。
- **项目投融资压力较大。**公司在建项目投资规模较大，未来项目建设的持续推进将使公司面临较大的投融资压力。
- **收入结构变化较大。**近几年公司收入结构变化较大，收入构成存在一定的波动。

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、本次评级结果自本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。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在债券存续期内每年进行定期跟踪评级。

募集资金项目进展

“15 巢城投债/15 巢城投”募集资金总额为 8 亿元，全部用于“巢湖市棚户区改造裕溪河畔建设项目”、“巢湖市棚户区改造滨湖景城西区建设项目”及“巢湖市棚户区改造凤凰之家建设项目”，上述三个项目总投资 28.58 亿元，截至 2014 年末累计投资金额为 14.12 亿元，“15 巢城投债/15 巢城投”募集资金占项目总投资额的 27.99%。由于该债券于 2015 年 4 月 30 日发行，2014 年公司未使用该债券融资款进行项目投资。

表 1：截至 2014 年末募集资金用途及项目进展情况

项目名称	总投资（亿元）	项目实际累计投资（亿元）	募集资金安排（亿元）	募集资金占比（%）	项目进展情况
裕溪河畔建设项目	13.85	6.33	3.50	25.26	在建
滨湖景城西区建设项目	3.90	3.2	1.50	38.46	主体已完工
凤凰之家建设项目	10.83	4.59	3.00	27.71	在建
合计	28.58	14.12	8.00	27.99	-

资料来源：公司提供

近期关注

依托区位和传统产业优势，巢湖市经济基础较好；财政总收入规模有所扩大，但公共财政及基金预算收入略有回落

巢湖市位于安徽省中部，临近长江、环抱巢湖，周边分别与肥东、全椒、含山、庐江、无为接壤，截至 2014 年末，巢湖市全市总面积 2,063 平方公里，总人口 88 万人，下辖 17 个乡镇、街道。2011 年 7 月 14 日，安徽省接到国务院下发《关于同意安徽省撤销地级巢湖市及部分行政区划调整的批复》文件，地级巢湖市正式解体，原属地级巢湖市的居巢区，被新设为县级巢湖市，由安徽省直辖，合肥市代管。

巢湖市位于长三角经济区沿江经济带中部、“合芜宁”金三角中心，距合肥市区和芜湖市各 60 公里，是皖江开发开放及示范区建设的中心地带，区位优势明显。区位优势带来便利的交通，淮南、合九铁路及合宁、沪蓉、合芜高速公路穿境而过。长江流经巢湖市 182 公里，芜湖长江大桥和铜陵长江大桥横跨长江天堑，是巢湖市连接江南的跨江通道。南京、合肥、芜湖 3 个航空港及芜湖朱家桥外贸码头构成了巢湖通往国内外的快速通道。

“十二五”以来，巢湖市继续立足传统产业优势，大力培育水泥、渔网、锚链、钢构和鞋业等五大产业集群，目前已发展成为全国最大的水泥建材基地、全国最大的渔网生产基地和全国十大钢构生产基地之一。2013 年，巢湖市实现地区生产总值 235.30 亿元，同比增长 12.20%，全年完成固定资产投资 164.40 亿元，同比增长 30.80%，三次产业比重为 11.3:58.1:30.6。根据巢湖市发展和改革委员会《巢湖市 2014 年国民经济和社会发展规划执行情况》及 2015 年计划草案的报告》，2014 年，巢湖市预计实现地区生产总值 255.70 亿元，同比增长 8.60%；根据《2014 年巢湖市主要经济指标快报》，2014 年巢湖市完成全社会固定资产投资额 196.00 亿元，同比增长 23.5%，高于合肥市，增幅（18.1%）5.40 个百分点，增速在合肥市所有县区中位列第 3 位，在四县一市中排名第 2。整体来看，巢湖市经济发展潜力较强，未来有一定的成长空间。

表 2：2012~2014 年巢湖市（原居巢区）主要经济指标

项目名称	2012	2013	2014
GDP（亿元）	209.90	235.30	233.00
GDP 同比增速（%）	11.00	12.20	10.5
全社会固定资产投资（亿元）	131.00	164.40	196.00
全社会固定资产投资增速（%）	52.20	30.80	23.50

资料来源：2012~2013 年数据来自巢湖市统计局，2014 年巢湖市统计公布尚未公布，GDP 数据来自巢湖市发展和改革委员会，数据口径不可比

经区划调整后，巢湖市纳入“大合肥”，合肥市第十次党代会确定了巢湖市的全新定位，即努力把巢湖市建设成为新兴中心城市重要组成部分、现代产业发展高地、全国著名的旅游休闲度假胜地、山川秀美的生态之城，围绕“四个定位”的要求，

巢湖市初步确定实施工业强市、生态立市、城乡统筹、项目带动“四大战略”，重点实施“12345”工程。“12345”工程内容是：建设一座新城，即中庙—黄麓滨湖新城；培强二个重点开发区，即巢湖市经济开发区和富煌工业园；打造三条产业发展轴，即省道 105 沿线先进制造业发展轴、滨湖沿线生态经济发展轴、省道 316 沿线新型建材和渔网加工业发展轴；构建四大特色功能板块，即巢湖综合服务特色板块、滨湖优化开发特色板块、巢北现代农业特色板块、巢南生态保护特色板块；重点发展建材、装备制造、农副产品加工、化工和新材料五大产业。巢湖市未来将有大量的建设需求，为公司的业务发展奠定了坚实的基础。

从地方财政方面来看，巢湖市财政收入规模较小。2012~2014 年，巢湖市财政总收入分别为 24.20 亿元、27.10 亿元和 27.52 亿元，财政总收入包括公共财政预算收入和上级补助收入。从其收入来源看，巢湖市财政收入第一大来源来自地方公共财政预算收入，2014 年，巢湖市地方公共预算收入 16.72 亿元，受税收收入下降影响，下降 3.63%。此外，受巢湖市土地出让价格和出让面积的影响，巢湖市基金预算收入规模下降 29.85%，2014 年巢湖市基金预算收入 2.35 亿元。

财政支出方面，2012~2014 年，巢湖市财政总支出分别为 30.12 亿元、33.71 亿元和 42.99 亿元。其中 2014 年，财政总支出中用于公共财政预算支出 38.59 亿元，占比 89.77%。

表 3：2012~2014 年巢湖市地方财政收支情况（亿元）

项目名称	2012	2013	2014
财政总收入	24.20	27.10	27.52
公共财政预算收入	14.91	17.35	16.72
其中：税收收入	12.80	14.19	13.07
上级补助收入	0.49	1.15	0.72
基金预算收入	2.78	3.35	2.35
其中：土地出让金	1.80	3.15	0.00
财政总支出	30.12	33.71	42.99

资料来源：巢湖市财政局

2012~2014 年巢湖市财政平衡率（财政总收入/财政总支出）分别为 80.35%、80.39%和 64.01%，财政平衡能力一般。

2014 年城市基础设施代建业务收入略有增长，未来公司仍面临较大资本支出压力

公司是巢湖市人民政府基建项目投资运营主体，主要负责重大基础设施建设工程项目的投融资和开发建设，同时受巢湖市人民政府委托，公司对政府性城镇建设项目资金进行监督和管理。公司基础设施建设主要通过代建模式进行运作，项目建设资金先期由公司投入，项目完工后巢湖市人民政府按工程成本加合理利润跟公司结算，代建管理费加成比例视项目建设规模而定。此外，根据巢湖市居巢区人民政府《印发<关于统一区本级政府建设资金归集和支付管理暂行规定>的通知》（居政[2010]5 号）以及《关于统一区本级政府建设资金归集和支付管理暂行规定》，公司负责办理区财政公共预算安排的建设项目和政府性基金项目资金、上级财政建设项目补助资金、政府建设项目融资资金和政府建设项目履约保证金等区本级政府建设资金的归集和支付。

巢湖市滨湖旅游观光大道工程系政府代建工程，获取代建项目成本及代建管理费等，其中，代建管理费加成比例为 10%，该项目于 2007 年开工建设，截至 2014 年末已完工，实际总投资金额为 6.73 亿元。2012~2014 年，巢湖市政府对巢湖市入湖河道水环境综合治理工程进行分期回购，使公司工程建设收入大幅增长，该项目回购总金额为 32.01 亿元（含成本及管理费），2014 年公司确认回购收入 9.58 亿元，剩余金额将在 2020 年之前全部回购，是公司未来收入的主要来源之一。但已确认回购收入挂账较多，中诚信国际将对回购现金支付进度进行持续关注。

截至 2014 年末，公司在建项目包括农村环境整治、河道和水环境整治、市政道路以及安置房项目，其中山水华庭保障房项目和滨湖景城西区棚户区改造项目主要系 2013 年公司从隶属于原地级巢湖市的巢湖城市建设投资有限公司（以下简称“巢湖城投”，后划归合肥市国资委，由合肥建投代管，2014 年 12 月，巢湖城投出资人调整为合肥建投）承接而来。其他公司自建项目以及承接项目建设资

金主要来源于公司贷款以及发行债券，工程完工后，巢湖市政府根据工程成本加合理利润与公司结算。截至 2014 年末，由于承接项目投资规模较大，公司在建项目总投资合计为 136.46 亿元，已完成投

资合计为 30.72 亿元。此外，2014 年末，公司计划承建中庙码头景观工程、柘皋老街改造项目、凤凰山路二期工程和市政设施大中修项目，拟建项目投资 7.40 亿元，未来面临较大的资本支出压力。

表 4：截至 2014 年末公司在建项目情况

项目名称	计划总投资 (亿元)	实际已投资 (亿元)	资金来源	建设周期	备注
民营经济园	6.80	5.83	自筹	--	自建
土地储备项目	3.34	4.55	自筹	--	自建
干部服务大建设	11.16	2.50	自筹	--	自建
卧牛山街道征地拆迁	2.00	1.22	自筹	--	自建
105 省道	1.00	1.83	自筹	--	自建
凤凰之家棚户区改造	10.83	1.53	自筹、中央补助资金	2013.6-2015.10	自建
裕溪河畔棚户区改造	12.74	1.74	自筹、中央补助资金	2013.5-2015.12	自建
山水华庭	6.00	1.84	自筹	2012.6-2015.7	承接
滨湖景城东区	3.24	0.96	自筹	2013.6-2015.10	自建
滨湖景城西区	5.01	0.96	自筹、中央补助资金	2012.1-2015.7	承接
棚户区项目	43.96	3.54	自筹	--	自建
新港雅居保障房项目	0.54	0.63	自筹	2013.7-2016.10	自建
庙岗乡安置点工程	4.45	1.43	自筹	--	自建
滨湖南苑安置小区工程	6.60	0.71	自筹	2012.7-2015.3	自建
丽水湾安置小区工程	18.00	0.81	自筹	2013.1-2015.8	自建
滨湖大道绿化工程	0.79	0.64	自筹	--	自建
合计	136.46	30.72	-	-	-

注：部分项目建设周期尚未确定。

资料来源：公司提供

表 5：截至 2014 年末公司拟建项目情况

拟建项目名称	建设内容	总投资 (亿元)
中庙码头景观工程	景观及广场铺装	0.18
柘皋老街改造项目	仿古综合改造	0.20
凤凰山路二期工程	--	0.91
市政设施大中修项目	东风路、天河路、长江东路、北外环道排路	0.30
亚洲开发银行贷款项目	水环境综合治理	5.81
合计	--	7.40

资料来源：公司提供

入。根据 2012 年《关于给予巢湖市城镇建设投资有限公司财政补贴的通知》、2013 年巢湖市财政局“财投字 243 号”和 2014 年巢湖市人民政府“巢政秘【2014】180 号”、巢政秘【2014】181 号，2012~2014 年公司分别获得政府财政补贴 1.25 亿元和 2.67 亿元和 2.32 亿元。根据 2014 年巢湖市人民政府“巢政秘【2014】181 号”，公司获得庙岗乡土地整治资本金 0.68 亿元。

此外，近年来，依托在巢湖市城市建设领域的特殊地位，公司获得政府财政补助和优质资产注

表 6：2012~2014 年巢湖市政府资产注入情况

资产	政府文件	资产状况	入账价值（亿元）
林权75单元	巢政[2012]134 号	671.20 公顷	19.05
房产252处、4宗土地	巢政[2012]135 号 巢政秘[2014]353 号	-	12.67
土地118宗	巢政[2012]172 号 巢政秘[2014]353 号	89.15 公顷	15.35
巢湖市广厦置业担保有限公司100%股权	巢政秘[2012]86 号	-	1.11
合计	-	-	48.18

资料来源：公司提供

总体来看，公司承担了巢湖市较多城市基础设施代建项目，未来仍有较大规模资本支出。同时，中诚信国际将持续关注回购资金到位情况。

保障房建设稳步推进，但该业务仍处于起步阶段，尚未产生收益

巢湖城投作为巢湖市内唯一的保障性住房建设的投融资主体，承担了巢湖市区域内全部保障性住房建设的投融资任务。

公司作为巢湖市内保障房建设的投融资方，对项目进行资金拨付和管理。具体项目操作上，保障房项目立项后，公司通过招投标确定工程各标段承包方，并签订施工合同；项目建设资金主要由公司

向银行贷款融资解决，项目建设用地由政府无偿划拨给公司；公司根据合同约定的范围对款项进行拨付，并根据经公司认可的监理单位出具监理报告确认工程进度，公司审核无误后，按照进度拨付资金作为工程资金；工程完工结算后，裕溪河畔项目所建保障性住房，根据巢湖市保障性住房的定价政策，限价面向安城路改造区域拆迁户销售，不足部分，通过其他项目调剂；凤凰之家项目所建保障性住房，根据巢湖市保障性住房的定价政策，限价面向巢湖北路区域改造拆迁户销售；滨湖景城西区项目所建保障性住房，根据巢湖市保障性住房的定价政策，限价面向卧牛山街道伍贾及大小湾棚户区拆迁户销售。公司剩余保障房将由政府统一调配向其他安置群众限价销售，根据巢湖市保障性住房的定价政策，保障房住房销售单价以低于同区段同期楼盘销售价格 10~15%标准定价，商铺及配套物业销售单价参照同地段商铺及配套物业销售价格。截至 2014 年末，公司还未实现保障房销售收入，预计 2016 年开始面向市场销售。

截至 2014 年末，公司在建的项目包括裕溪河畔、滨湖景城西区和凤凰之家建设等项目。以上 3 个项目计划总投资额 28.58 亿元，截至 2014 年末，公司已完成投资 14.12 亿元，占计划总投资的 49.40%，投资进度与公司建设计划预期相符。

表 7：截至 2014 年末公司在建保障房项目情况

项目名称	占地面积（亩）	建筑面积（万平方米）	总套数（套）	计划总投资（亿元）	建设期	累计完成投资（亿元）	竣工时间
裕溪河畔建设项目	187.20	43.90	3,448	13.85	2013~2016	6.33	2016.1
滨湖景城西区建设项目	130.61	17.20	1,186	3.90	2013~2016	3.20	2016.2
凤凰之家建设项目	223.77	38.90	2,792	10.83	2013~2016	4.59	2016.1
合计	541.58	100.00	7,426	28.58	--	14.12	--

资料来源：公司提供

总体来看，公司的保障房业务尚处于起步阶段，目前尚未产生收益，预计未来几年投资压力较大。

受政策及市场波动影响，近年来公司出让计划尚未实现，未来土地出让进度和价格值得关注

根据《关于明确区城投公司土地开发成本和收益的通知》（居政[2008]55 号），公司提供的土地前期整理及拆迁等综合开发成本，由居巢区国土资源局在年末进行认定，再由区财政局将成本支出和一定比例的收益支付给公司，支付时间为区财政收取相应地块的土地拍卖款后 60 个工作日内，并且由此产生的涉税事项由区财政承担。2010 年和 2011

年，居巢区政府分别出让公司出资开发土地 93.42 亩和 63.83 亩，公司分别实现土地开发收入 1.34 亿元和 1.70 亿元，分别收到土地出让金 1.97 亿元和

1.70 亿元。2012~2014 年，公司未出资开发土地，也未实现土地开发收入。

表 8：2010~2011 年公司土地开发业务情况

地块位置	地块面积 (亩)	地块用途	出让方式	出让年份	出让金分配 (亿元)
中庙街道	23.33	商住	挂牌	2010	0.91
散兵	11.07	港口码头	协议	2010	0.17
炯炆镇	4.48	商住、行政办公及仓储	挂牌	2010	0.26
栏杆集镇	54.54	交通运输用地	划拨	2010	0.63
散兵	24.36	工业	挂牌	2011	0.38
银屏镇	7.83	工业	挂牌	2011	0.13
夏阁镇	26.67	工业	挂牌	2011	0.42
炯炆镇	4.97	商住	挂牌	2011	0.77
合计	157.25	-	-		3.67

资料来源：公司提供

截至 2014 年末，公司储备土地（已办理土地使用权证的土地）规模已达 278.03 万平方米，评估价值合计为 56.16 亿元。其中，用于公司企业债券和贷款抵押的土地合计为 193.76 万平方米，评估价值合计为 42.90 亿元，为公司对外融资提供了有力支撑。同时，公司储备土地中出让地评估价值合计为 41.73 亿元，未来将使公司获取较为可观的土地出让金收入；但受政策及市场波动影响，公司 2014 年出让计划尚未实现，未来土地出让进度和价格值得关注。此外，公司计划把股权合作作为后续土地开发业务的模式之一，合作方负责开发和资金投入，开发收益由双方约定分成，该模式将有利于减少公司面临的资金压力和债务负担。

表 9：截至 2014 年末公司土地储备情况

	面积 (万平方米)	评估价值 (亿元)
储备土地	278.03	56.16
划拨地	91.97	14.60
出让地	186.06	41.56
已抵押土地	125.76	30.83

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年三年连审财务报告及 2014 年财务报告。公司各期财务报告均执行新会计准则。

资本结构

2012~2014 年末，公司总资产分别为 112.21 亿元、118.57 亿元和 146.45 亿元，2014 年公司总资产增长 23.51%，主要是源自公司存货和在建工程的增加。流动资产方面，流动资产在公司总资产构成中一直保持较大比重，2012~2014 年末，公司流动资产分别占公司总资产的 77.23%、68.76% 和 63.34%。流动资产主要由存货、其他应收款和应收账款构成。截至 2014 年末，公司存货为 72.34 亿元，同比增长 16.09%，主要是巢湖市政府注入的土地和房产等资产。其中土地资产账面价值为 56.16 亿元；应收账款为 7.82 亿元，主要是对巢湖市财政局应收的巢湖市入湖河道水环境综合治理工程回购收入和巢湖市滨湖大道工程代建收入等，账龄全部在一年以内；其他应收款为 7.85 亿元，其中对巢湖市财政局的应收账款占比 50.16%。此外，2014 年末公司预付账款为 2.91 亿元，主要为预付巢湖市重点工程管理局款项。2012 年 12 月，公司发行 12 亿元企业债券，导致公司 2012 年末货币资金大幅上升，2013~2014 年末，公司货币资金回落至正常水平。在非流动资产方面，随着公司在建工程的增多，公司非流动资产比重逐年增加，2012~2014 年末，非流动资产占公司总资产比重分别为 22.77%、31.24% 和 36.66%，主要由在建工程构成，2014 年公司在建工程项目包括滨湖旅游观光大道工程、民营经济园和土地储备项目。

随着注入资产规模逐年扩大，公司所有者权

益（含少数股东权益）逐年增加，2012~2014年末，公司所有者权益分别为87.71亿元、91.71亿元和101.91亿元，年均复合增长7.79%。2012年，巢湖市人民政府和安徽国元信托有限责任公司分别出资4亿元和1亿元货币资金增加公司注册资本；根据巢湖市人民政府《关于同意将市广厦置业担保有限公司整体并入巢湖市城镇建设投资有限公司的批复》、《关于同意向巢湖市城镇建设投资有限公司追加投资的通知》及《关于向巢湖市城镇建设投资有限公司追加投资的通知》，2012年，公司获得土地使用权及股权等共计38.03亿元作为追加投资。2014年，根据公司修改后的章程和股东会决议，安徽国元信托有限责任公司将持有的全部股份转让给巢湖市人民政府，实收资本总额未变动。2014年，所有者权益变动主要来自资本公积的增加。其中，资本公积金金额变动较大，根据《巢湖市人民政府关于同意向巢湖市城镇建设投资有限公司追加投资的批复》，巢湖市人民政府将天河街道皖光居委会等6宗土地共计33.77万平方米、新港雅居一期等7个小区963处房地产共计9.72万平方米、2013~2014年划转24处乡镇房产0.69万平方米以股权出资方式增加为区政府对区域城投公司的投资，资本公积增加9.25亿元。

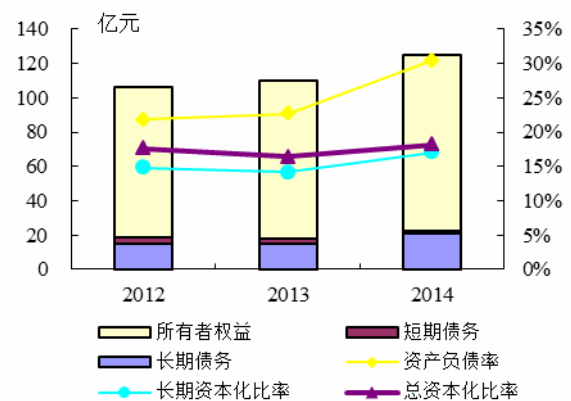
随着公司投资建设项目的增加，公司负债规模增长迅速。2012~2014年末，公司总负债分别为24.49亿元、26.87亿元和44.54亿元。2014年，公司分别新增长期借款5.77亿元和专项应付款11.77亿元，以满足工程项目的建设需求。公司总债务相应增加，2012~2014年末，公司总债务分别为18.79亿元、18.03亿元和22.67亿元。

从负债结构来看，非流动负债是公司负债的主要构成部分。2012~2014年末，公司非流动负债分别为18.26亿元、19.93亿元和37.83亿元，占公司总负债的比重分别为74.54%、74.18%和84.93%，主要为应付债券、长期借款和专项应付款；截至2014年末，公司应付债券11.93亿元，主要为“12巢湖城投债”；专项应付款为16.55亿元，较2013年末的4.78亿元同比增长146.09%，主要是巢湖市财政拨付的项目建设资金；长期借款为9.00亿元，较2013年末的3.23亿元增长5.77亿元。此外，2014年，公司工程大幅增加，导致

公司应付保证金相应增加，截至2014年末，公司其他应付款为1.76亿元，同比增长22.56%；营业收入的增加带动公司应交税费增加，截至2014年末，公司应交税费为2.27亿元，较2013年末的1.77亿元同比增长28.05%。

从资本结构来看，公司负债和债务规模不断扩大，财务杠杆保持平稳上升趋势，但仍处于较低水平，2012~2014年末，公司资产负债率分别为21.83%、22.66%和30.41%。同期，公司总资本化比率分别为17.65%、16.43%和18.20%。

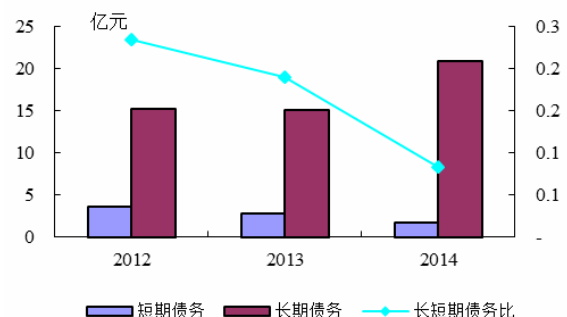
图 1：2012~2014 年末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

从债务结构来看，公司一直以长期债务融资为主，2012~2014年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为0.23倍、0.19倍和0.08倍，2014年公司长期借款增长较多，长短期债务比大幅下降。

图 2：2012~2014 年末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司资产规模不断扩大，负债水平较低，仍具有一定融资空间；但中诚信国际也关注到公司资产结构单一，主要是土地，其价值

以及变现程度易受国家土地市场政策及房地产宏观调控影响。

盈利能力

2012~2014年，公司营业总收入分别为13.91亿元、8.79亿元和9.59亿元。2012~2014年，公司未实现土地出让收入；2012~2014年，公司将政府对巢湖市入湖河道水环境综合治理工程的回购收入确认为工程建设业务收入，包含了该项目的建设成本及管理费等，2014年公司实现工程建设收入9.58亿元，较2013

年的8.76亿元略有增长。此外，2012年8月，根据巢湖市财政局和公司签订的林木收购协议书，巢湖市财政局收购公司名下账面价值3.36亿元的经营性林木资产，收购价款为5.01亿元，差额部分作为公司资产销售利润，故2012年公司产生林木销售收入5.01亿元，但由于该项收入并不具有持续性，2013~2014年公司不存在林木销售收入。

表 10：2012~2014 年公司营业总收入情况分析

项目名称	2012		2013		2014	
	收入(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利率(%)
工程建设收入	8.89	22.02	8.76	21.90	9.58	21.86
销售收入(林木)	5.01	32.88	-	-	-	-
其他收入	0.006	100.00	0.03	69.70	0.01	45.52
合计	13.91	25.96	8.79	22.06	9.59	21.91

资料来源：公司提供

毛利率方面，2012~2014年，公司营业毛利率分别为25.96%、22.06%和21.91%，2013年以来，公司不再产生林木销售收入，整体毛利率略有下降。

期间费用方面，2012~2014年，公司期间费用分别为0.03亿元、0.20亿元和0.33亿元，占营业总收入比重分别为0.19%、2.27%和3.48%。2013年和2014年，公司债券付息导致财务费用大幅度增加，三费收入占比有所上升，但由于利息大部分资本化，公司三费占比仍保持在较低水平。

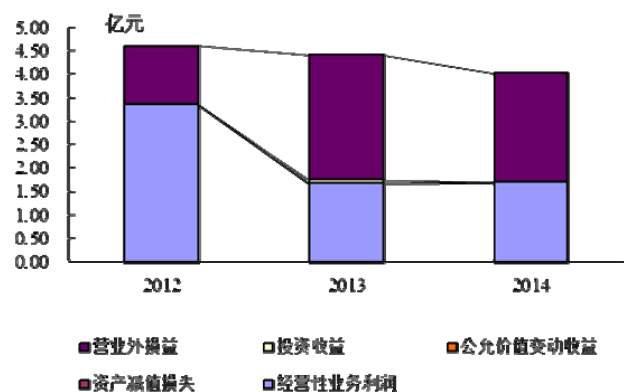
表 11：2012~2014 年公司期间费用分析

项目名称	2012	2013	2014
销售费用(亿元)	-	-	-
管理费用(亿元)	0.04	0.08	0.06
财务费用(亿元)	-0.01	0.12	0.28
三费合计(亿元)	0.03	0.20	0.33
营业总收入(亿元)	13.91	8.79	9.59
三费收入占比(%)	0.19	2.27	3.48

资料来源：公司财务报告

2012~2014年，公司利润总额分别为4.60亿元、4.42亿元和4.01亿元，主要来自于公司经营性利润和营业外损益。巢湖市政府给予公司较大的支持，2012~2014年，公司分别获得政府补助1.25亿元、2.67亿元和2.32亿元。

图 3：2012~2014 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，随着未来公司代建项目的增多，公司工程建设收入有一定的保障，但中诚信国际也关注到公司收入结构波动性较大，收入来源不稳定，同时公司土地出让收入也受国家宏观经济及相关政策的影响。

现金流

2012~2014年，公司经营活动产生的现金流量净额有所波动，分别为1.37亿元、3.95亿元和3.06亿元。其中，2013年公司现金流流入流出较大的原因为巢湖市政府对巢湖市入湖河道水环境综合治

理工程BT款的支付以及公司2013年6月份起开始承担巢湖市内所有建设工程的支付任务，相应收入及支出大幅增加。2014年，公司经营活动现金流入和流出均有所下降，但仍体现为净流入。

投资活动现金流方面，随着公司承建的项目逐渐增多，近几年公司投资活动现金流均为净流出，2012~2014年公司投资活动现金净流量为-21.86亿元、-13.92亿元和-20.04亿元。2013年投资活动流入为8.71亿元，为公司购买的银行理财产品收回的现金，2013年末该理财产品已到期，2014年末产生相关收益。2014年公司投资活动表现为现金净流出-20.04亿元，主要系当年公司工程建设支出流出较大所致。

筹资活动现金流方面，2012~2014年，公司筹资活动净现金流为30.33亿元、0.84亿元和16.10亿元。2012年，公司增加实收资本5亿元，新增借款5亿元，此外，公司发行12亿元公司债券，从而公司2012年筹资活动现金流入大幅增至30.97亿元。同期，公司偿还债务0.28亿元，使公司筹资活动净现金流为30.33亿元。2014年公司新增长期借款5.77亿元和专项因付款11.77亿元，筹资活动现金流入较2013年显著增加，增长14.74亿元。

表 12：2012~2014 年公司现金流情况（亿元）

项目名称	2012	2013	2014
经营活动产生现金流入	6.84	16.03	11.35
经营活动产生现金流出	5.47	12.07	8.29
经营活动净现金流	1.37	3.95	3.06
投资活动产生现金流入	0.13	8.71	-
投资活动产生现金流出	21.99	22.63	20.04
投资活动净现金流	-21.86	-13.92	-20.04
筹资活动产生现金流入	30.97	4.54	19.28
其中：吸收投资	5.00	-	-
借款所收到的现金	5.00	2.80	7.51
筹资活动产生现金流出	0.64	3.70	3.18
其中：偿还债务	0.28	3.58	2.89
筹资活动净现金流	30.33	0.84	16.10
现金及现金等价物净增加额	9.84	-9.12	-0.88

资料来源：公司财务报告

偿债能力

2014年，由于利息支出的增加，公司经营活动净现金流对利息的覆盖能力下滑至1.95倍，处于中

等水平；另外，2012~2014年公司EBITDA分别为4.59亿元、4.55亿元和4.32亿元，基本保持平稳，对利息支出有一定的覆盖能力。2014年，公司EBITDA利息倍数下降至2.74倍。由于公司债务增长较快，2012~2014年公司经营活动净现金流和EBITDA对总债务和债务利息的覆盖能力明显有所弱化，2014年，经营活动净现金流/总债务和总债务/EBITDA分别为0.13倍和5.25倍。

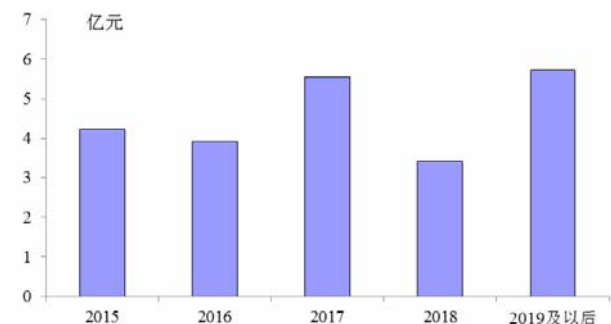
表 13：2012~2014 年公司偿债能力指标

项目名称	2012	2013	2014
长期债务（亿元）	15.22	15.15	20.93
总债务（亿元）	18.79	18.03	22.67
EBITDA（亿元）	4.59	4.55	4.32
经营活动净现金流/总债务（X）	0.07	0.22	0.13
总债务/EBITDA（X）	4.10	3.96	5.25
EBITDA 利息倍数（X）	28.12	3.90	2.74
经营活动净现金流利息倍数（X）	8.38	3.39	1.95

资料来源：公司财务报告

截至2014年末，公司总债务余额为22.67亿元，还款安排较为平均，最近的还款高峰期将集中在2017年，还款金额为5.55亿元。

图 4：2015~2019 年公司还款安排情况



资料来源：公司提供

授信方面，截至2014年末，公司的授信额度为6.94亿元，公司未使用授信额度为1.30亿元。

受限资产方面，截至2014年末，公司以125.08万平方米账面价值为3.08亿元的土地和0.86万平方米账面价值为3.88亿元的房产作为公司4.40亿元银行贷款和12亿元公司债券本息的抵押物。

或有负债方面，截至2014年末，公司对巢湖市污水处理工程有限公司提供1亿元担保，担保期限为2014年9月26日至2019年9月25日。

过往债务履约情况

基于公司提供的资料，公司近三年未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。

债务融资工具方面，公司存续债务融资工具情况详见下表。其中，“15 巢城投债/15 巢城投”尚未到期，未进行还本付息。

表 14：截至 2014 年末公司存续债务融资工具情况

代码	发行规模 (亿元)	发行日期	到期日期
12 巢湖城投债 /12 巢城投	12	2012-12-24	2019-12-24
15 巢城投债/15 巢城投	8	2015-04-30	2022-04-30

资料来源：中诚信国际整理

偿债保障措施

本期债券由合肥市建设投资控股（集团）有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

合肥市建设投资控股（集团）有限公司成立于 2006 年 6 月，是经合肥市人民政府《关于组建合肥市建设投资控股（集团）有限公司的通知》（合政秘【2006】68 号）、合肥市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“合肥市国资委”）《关于同意组建合肥市建设投资控股有限公司的通知》（合国资委【2006】7 号）的批准，在整合合肥城建投资控股有限公司、合肥交通投资控股有限公司、合肥市建设投资控股公司等 3 家企业原有业务的基础上，由合肥市财政注入货币资金 5 亿元组建成立的国有独资公司。随后，合肥市国资委分别在 2007 年 11 月 9 日颁布《关于撤销合肥市商业投资控股有限公司有关问题的通知》（合国资【2007】53 号），以及 2007 年 11 月 20 日颁布《关于撤销合肥市种子子公司有关问题的通知》（合国资【2007】60 号），同意将合肥百货大楼集团股份有限公司及合肥丰乐种业股份有限公司两家上市企业 22.13% 和 34.11% 的国有股权，无偿划转给合肥建投。2011 年 4 月 30 日前和 2014 年 9 月 1 日，合肥市国资委分别向合肥建投现金增资 40 和 0.5 亿元。截至 2014 年末，合肥建投注册资本为人民币 96.53 亿元。此外，根据合肥建投于 2014 年 12 月 30 日发布的《合肥市建设投资控股（集团）有限公司关于新增合并子公司

的公告》，巢湖市城市建设投资有限公司 100% 股权划入合肥建投，并与 2014 年末纳入其合并范围。截至 2014 年末，公司拥有二级子公司 12 家。

作为授权范围内国有资产经营管理主体，合肥建投主要承担：合肥城市基础设施、基础产业、能源、交通及市政公用事业项目投资、融资、建设、运营和管理任务；从事授权范围内的国有资产经营管理和资本运作，实施项目投资管理、资产收益管理、产权监督管理、资产重组和经营；参与土地的储备、整理和熟化工作；整合城市资源，实现政府收益最大化；对全资、控股、参股企业行使出资者权利；承担市政府授权的其他工作；房屋租赁（涉及许可证项目凭许可证经营）。

截至 2014 年末，公司资产总额 2,134.30 亿元，负债总额 1,046.17 亿元，所有者权益总额 1,088.14 亿元；2014 年公司实现营业总收入 198.55 亿元，净利润 40.68 亿元，经营活动净现金流 121.83 亿元。

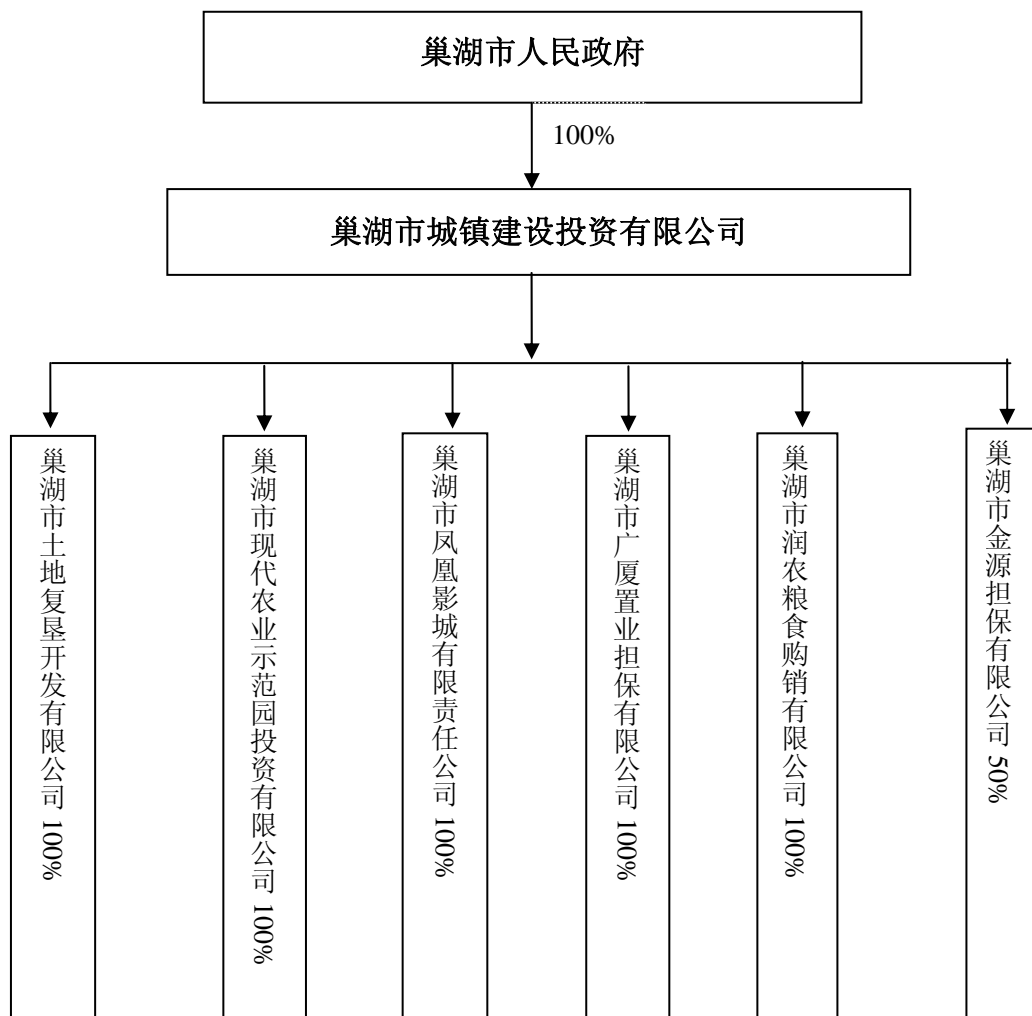
中诚信国际肯定了合肥建投在合肥市的重要地位以及获得的有力的政府支持、公用事业板块的区域垄断性、下属上市公司为合肥建投提供稳定的现金流以及多元化的融资渠道等因素对合肥建投信用状况的良好支撑；同时，中诚信国际也关注到合肥建投未来资本支出压力较大以及公用和城建类项目盈利能力较弱等因素对合肥建投经营和整体信用状况的影响。

综合来看，合肥市建设投资控股（集团）有限公司实力很强，对本期债券还本付息起到有力担保作用。

结论

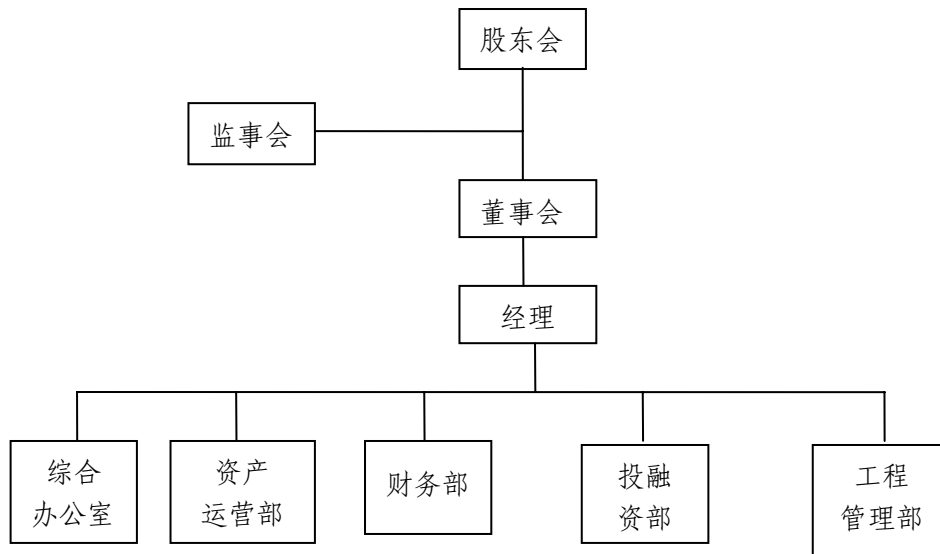
中诚信国际维持巢湖市城镇建设投资有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“15 巢城投债/15 巢城投”信用等级为 **AA⁺**。

附一：巢湖市城镇建设投资有限公司股权结构图（截至 2014 年末）



资料来源：公司提供

附二：巢湖市城镇建设投资有限公司组织结构图（截至 2014 年末）



资料来源：公司提供

附三：巢湖市城镇建设投资有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	118,499.37	27,323.55	18,504.52
交易性金融资产	5,700.00	0.00	0.00
应收账款净额	133,765.25	52,353.57	78,201.26
存货净额	472,985.25	623,143.97	723,430.41
其他应收款	134,294.70	71,685.96	78,452.52
长期投资	16,068.69	22,066.29	22,066.29
固定资产(合计)	239,475.19	348,392.70	514,761.71
总资产	1,122,053.74	1,185,709.34	1,464,475.36
其他应付款	5,630.97	14,360.17	17,600.26
短期债务	35,750.00	28,850.00	17,400.00
长期债务	152,196.00	151,479.71	209,316.43
总债务	187,946.00	180,329.71	226,716.43
净债务	69,446.63	153,006.16	208,211.91
总负债	244,940.49	268,654.33	445,393.42
财务性利息支出	0.00	1,235.30	2,916.24
资本化利息支出	1,739.05	10,438.56	12,813.64
所有者权益（含少数股东权益）	877,113.24	917,055.01	1,019,081.94
营业总收入	139,124.82	87,924.22	95,920.03
三费前利润	33,776.73	18,723.73	20,299.81
投资收益	0.00	745.40	0.00
EBIT	45,873.54	45,420.19	43,057.76
EBITDA	45,875.75	45,516.90	43,156.30
经营活动产生现金净流量	13,665.42	39,536.17	30,598.53
投资活动产生现金净流量	-218,634.93	-139,154.39	-200,435.36
筹资活动产生现金净流量	303,332.91	8,442.41	161,017.80
现金及现金等价物净增加额	98,363.40	-91,175.81	-8,819.04
资本支出	209,214.93	145,599.79	200,435.36
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	25.96	22.06	21.91
三费收入比(%)	0.19	2.27	3.48
EBITDA/营业总收入（%）	32.97	51.77	44.99
总资产收益率(%)	5.78	3.94	3.25
流动比率(X)	13.90	11.75	13.82
速动比率(X)	6.31	2.77	3.04
存货周转率(X)	0.27	0.13	0.11
应收账款周转率(X)	2.00	0.94	1.47
资产负债率(%)	21.83	22.66	30.41
总资本化比率(%)	17.65	16.43	18.20
短期债务/总债务(%)	19.02	16.00	7.67
经营活动净现金/总债务(X)	0.07	0.22	0.13
经营活动净现金/短期债务(X)	0.38	1.37	1.76
经营活动净现金/利息支出(X)	8.38	3.39	1.95
总债务/EBITDA(X)	4.10	3.96	5.25
EBITDA/短期债务(X)	1.28	1.58	2.48
EBITDA 利息倍数(X)	28.12	3.90	2.74

注：公司各年度财务报表均按新会计准则编制。

附四：合肥市建设投资控股（集团）有限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)	2012	2013	2014
货币资金	1,688,854.20	1,789,106.35	3,475,974.49
交易性金融资产	6,366.82	2,592.20	4,565.22
应收账款净额	496,177.00	484,342.83	264,029.42
存货净额	640,825.51	717,702.53	4,979,653.19
其他应收款	754,517.26	1,725,066.72	1,283,370.22
长期投资	456,719.74	363,870.68	1,004,456.17
固定资产(合计)	5,559,403.56	6,252,484.17	9,087,962.05
总资产	10,675,173.30	12,541,447.96	21,343,045.11
其他应付款	303,120.43	350,769.50	327,336.43
短期债务	498,548.08	1,236,230.49	1,046,344.86
长期债务	3,651,630.19	3,717,195.64	5,891,989.45
总债务	4,150,178.27	4,953,426.13	6,938,334.31
净债务	2,461,324.07	3,164,319.78	3,462,359.83
总负债	6,135,706.36	7,283,550.60	10,461,674.96
财务性利息支出	179,912.49	220,266.22	305,012.02
资本化利息支出	204,539.24	64,729.50	79,000.00
所有者权益（含少数股东权益）	4,539,466.95	5,257,897.37	10,881,370.16
营业总收入	1,582,266.05	1,958,261.24	1,985,503.68
三费前利润	233,647.19	318,434.96	284,018.50
投资收益	19,648.44	63,584.30	108,980.96
EBIT	576,179.81	638,451.87	750,652.58
EBITDA	734,312.52	804,753.22	918,215.83
经营活动产生现金净流量	788,153.37	630,049.68	1,218,321.77
投资活动产生现金净流量	-907,608.20	-1,028,537.01	-1,962,003.85
筹资活动产生现金净流量	663,124.98	452,689.30	2,396,596.50
现金及现金等价物净增加额	543,670.15	54,188.76	1,652,959.00
资本支出	923,354.41	1,464,218.64	2,093,805.40
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	16.38	18.13	16.93
三费收入比(%)	24.38	23.96	27.93
EBITDA/营业总收入(%)	46.41	41.10	46.25
总资产收益率(%)	5.89	5.50	4.42
流动比率(X)	2.25	1.78	4.10
速动比率(X)	1.90	1.53	2.16
存货周转率(X)	1.98	2.36	0.61
应收账款周转率(X)	3.15	3.99	5.31
资产负债率(%)	57.48	58.08	49.02
总资本化比率(%)	47.76	48.51	38.94
短期债务/总债务(%)	12.01	24.96	15.08
经营活动净现金/总债务(X)	0.19	0.13	0.18
经营活动净现金/短期债务(X)	1.58	0.51	1.16
经营活动净现金/利息支出(X)	2.05	2.21	3.17
总债务/EBITDA(X)	5.65	6.16	7.56
EBITDA/短期债务(X)	1.47	0.65	0.88
EBITDA 利息倍数(X)	1.91	2.82	2.39

注：合肥建投财务报表均按新会计准则编制。

附五：报告所用基本财务指标的计算公式

长期投资=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=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=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=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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（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 = 营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 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））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

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。