

2017 年第一期湖南森特实业投资有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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



评级总监: 李明华

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【11】号 01

债券简称：
17 森特 01/17 森特债 01

债券剩余规模：5 亿元

债券到期日期：2024 年
11 月 28 日

债券偿还方式：
每年付息一次，债券存
续期的第 3-7 年末，逐年
分别偿还债券发行总额
的 20%

分析师

姓名：
刘惠琼 刘诗华

电话：
0755-82872863

邮箱：
liuhq@cspengyuan.com

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

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2017 年第一期湖南森特实业投资有限公司 公司债券 2019 年跟踪信用评级报告



本次跟踪评级结果

AA

上次信用评级结果

AA

AA

AA

稳定

稳定

2019 年 4 月 8 日

2018 年 6 月 25 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对湖南森特实业投资有限公司（以下简称“森特投资”或“公司”）及其 2017 年 11 月 28 日发行的 2017 年第一期公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性仍然较好，继续得到较大力度的外部支持；同时我们也关注到了公司资产流动性偏弱，资金支出压力较大以及偿债压力加大等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。衡阳市全市地区生产总值 2017 年为 3,132.48 亿元，增速达 8.5%，2018 年全市地区生产总值增速为 8.3%，外部环境继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司土地整理和工程建设业务可持续性较好。截至 2018 年底，公司待整理土地面积约 990 亩，主要在建工程项目总投资 47.91 亿元，已投资 9.07 亿元，公司未来上述业务可持续性较好。
- 公司继续获得较大力度的外部支持。2018 年，公司获得湖南衡阳松木经济开发区财政局拨付的货币资金 2.00 亿元；获得政府补助 1.08 亿元，有效提升了公司资本实力和利润水平。

关注:

- **公司资产流动性偏弱。**公司资产以应收款项和土地为主，截至 2018 年末应收款项账面价值合计 23.25 亿元，占总资产的 21.13%，对营运资金形成较大占用，且回收时间存在不确定性；土地资产账面价值 47.15 亿元，占总资产的 42.84%，其中已抵押土地账面价值占土地资产总账面价值的比重为 56.52%。
- **公司经营现金流表现不佳，资金支出压力较大。**近年公司经营活动现金净额持续呈现较大负值，截至 2018 年底，公司主要在建工程项目尚需投资 38.90 亿元，随着项目建设的持续推进，公司资金支出压力较大。
- **公司有息债务规模增加，偿债压力加大。**截至 2018 年底，公司有息债务余额为 43.40 亿元，同比增长 65.16%，占负债总额的 76.56%，EBITDA 利息保障倍数降至 0.79，公司偿债压力加大。

主要财务指标:

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	1,100,483.76	993,663.55	882,781.63
所有者权益（万元）	533,525.96	500,283.18	424,113.50
有息债务（万元）	434,038.12	262,797.92	210,820.00
资产负债率	51.52%	49.65%	51.96%
流动比率	7.80	4.01	3.41
营业收入（万元）	62,440.09	84,086.76	78,646.27
营业外收入（万元）	-	-	8,032.50
其他收益（万元）	10,791.41	8,464.08	-
利润总额（万元）	14,525.14	17,499.07	16,699.34
综合毛利率	11.21%	14.09%	14.32%
EBITDA（万元）	15,464.42	18,463.01	18,258.39
EBITDA 利息保障倍数	0.79	1.71	1.91
经营活动现金流净额（万元）	-159,328.76	-67,435.37	-30,777.81

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

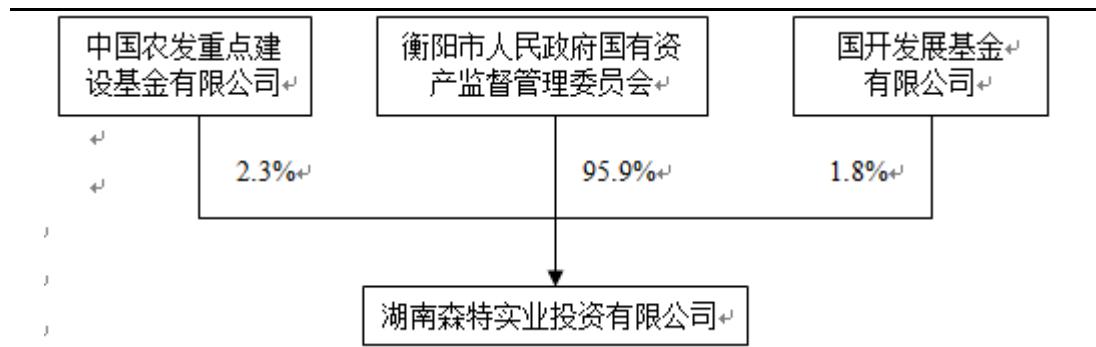
公司于2017年11月28日发行7年期5亿元公司债券，拟用于电镀中心项目、标准厂房四期项目以及绿色住宅建筑示范工程项目。截至2019年1月9日，本期债券募集资金账户余额为647.91万元。

二、发行主体概况

2018年10月公司股权结构发生变更，由衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“衡阳市国资委”）100%持股变更为持股95.9%，另2.3%和1.8%分别由中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）和国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持有。农发基金和国开基金持有的该部分股权¹，系经公司股东会决议，将以前年度借入的专项基金部分变更为股权性质，并已完成工商登记。在专项基金存续期（2015-2030年）内，上述基金公司不参与公司实际经营管理，每年获取1.2%的投资收益，审计根据实质重于形式原则，将专项基金全部列入长期应付款科目。

公司分别于2018年10月、11月和12月对公司董事、监事、董事长及总经理进行了三次人事调整。根据公司提供的资料，调整后公司不存在董事、监事及高级管理人员违规兼职、违规取酬等情况。

图1 截至 2018 年 12 月 31 日公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，除公司股权结构发生变化，实收资本、主要经营业务、合并范围等均未发生变化。截至2018年12月31日，公司注册资本为31,273.00万元，控股股东和实际控制人仍

¹公司于2015年8月向农发基金借入10,000万元专项基金，将于2019-2030年间分期偿还本金，其中714万元作为出资额持有公司股权2.3%；公司于2015年10月向国开基金借入7,800万元专项基金，将于2027-2029年分期偿还本金，其中559万元作为出资额持有公司股权1.8%。

为衡阳市国资委。作为衡阳市投融资和建设主体，公司仍主要承担湖南衡阳松木经济开发区（以下简称“松木经开区”）投融资和城市建设等职能。截至2018年12月31日，公司合并范围子公司仍为两家，分别是衡阳兴安置业有限公司和衡阳伟达开发建设有限公司。

截至2018年12月31日，公司资产总额为110.05亿元，所有者权益合计为53.35亿元，资产负债率为51.52%；2018年度，公司实现营业收入6.24亿元，利润总额1.45亿元，经营活动现金流净额为-15.93亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

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

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

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

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

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

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

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

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

表1 2018年城投行业主要政策梳理

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

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

衡阳市及松木经开区工业基础较好，经济实力稳步提升，同时基础设施建设投资力度较大，为公司发展提供了良好的基础

衡阳市位于湖南省南部，为湘南水陆运输中心和沟通南北的交通枢纽。衡阳市辖衡南、衡阳、衡山、衡东、祁东5县，常宁、耒阳2市，南岳、雁峰、石鼓、珠晖及蒸湘5区，土地面积15,310平方公里，是湖南的第二大城市。2017年末全市常住人口720.53万人。

衡阳市是中南地区重要工业城市，全市拥有9个省级以上产业园区和1个国家级高技术

术开发区，拥有资源生产、加工能力与装备制造业基础优势，拥有国家级重点实验室1家、国家级企业技术中心3家。目前衡阳市以化学原料制造业、非金属制品业和有色金属加工业等传统行业为支柱产业，近年来，传统行业增长趋缓，先进装备制造业和医药制造业等行业发展迅速。2018年衡阳市全市规模工业增加值累计增长7.7%，年末规模工业企业增加至1,131家。

近年来衡阳市经济持续增长，2016-2018年全市地区生产总值按可比价格计算，增长率分别为7.9%、8.5%和8.3%。2017年²，全市实现地区生产总值3,132.48亿元，其中，第一产业实现增加值441.38亿元，增长3.5%；第二产业实现增加值1,211.13亿元，增长6.2%；第三产业实现增加值1,479.97亿元，增长12.5%。按常住人口计算，人均地区生产总值43,233元，为全国人均GDP的72.47%。三次产业结构由2016年的15.1：41.5：43.4调整为2017年的14.1：38.7：47.2。

近年衡阳市固定资产投资规模较大，2016-2017年固定资产投资分别完成2,282.18亿元、2,615.85亿元，同比分别增长13.8%和14.6%；2018年受宏观经济下行压力增大及融资环境收紧等因素影响，增速下降至10.3%。房地产投资方面，受棚户区改造及保障性住房投资力度增强影响，投资增速持续上升，2016-2018年房地产投资同比分别增长7.1%、15.3%和45.5%。近三年衡阳市社会消费品零售总额持续增加，进出口总额波动较大，金融机构存款余额和贷款余额保持增长。

表2 2016-2018年衡阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	-	8.3%	3,132.48	8.5%	2,853.02	7.9%
第一产业增加值	-	3.1%	441.38	3.5%	430.61	3.5%
第二产业增加值	-	7.0%	1,211.13	6.2%	1,184.78	6.4%
第三产业增加值	-	10.6%	1,479.97	12.5%	1,237.62	11.1%
固定资产投资	-	10.3%	2,615.85	14.6%	2,282.18	13.8%
社会消费品零售总额	1,327.21	10.4 %	1,248.38	10.7%	1,127.98	11.8%
进出口总额（亿元）	278.93	-7.8 %	302.73	69.8%	177.17	-9.2%
年末存款余额	3706.76	3.3%	3,589.78	9.3%	3,283.44	17.8%
年末贷款余额	2131.69	11.7 %	1,908.55	14.0%	1,674.28	15.8%
人均 GDP（元）		-		43,233		39,020
人均 GDP/全国人均 GDP		-		72.47%		72.29%

资料来源：2016-2017年衡阳市国民经济和社会发展统计公报；2018年部分数据来源于《衡阳市2018年1-12月统计月报》

²截至本报告日，公开信息无法获取2018年衡阳市地区生产总值具体数据。

湖南衡阳松木经济开发区原名湖南衡阳松木工业园区，2006年4月设立，2013年1月变更为现名，规划面积54.66平方公里，现有行政区划面积23.95平方公里，系全国第七批省级开发区，现为国家级循环化改造示范试点园区、国家高技术产业基地、湖南省最具产业影响力产业园区、信息化和工业化融合试验区、盐卤化工特色产业基地。

松木经开区各项经济指标稳步增长，综合实力不断增强。2016-2017年，松木经开区分别实现地区生产总值15.55亿元和17.27亿元，分别增长7.1%和8.9%，2018年增速提升至9.4%；主要产业为第二产业；固定资产投资保持快速增长。

近年来松木经开区着力发展盐卤化工及精细化工、新能源、新材料、装备制造四大支柱产业。盐化工产业以建滔化工、新澧化工为龙头，带动了恒光化工、达利化工、锦轩化工、骏杰化工、建衡实业等30多家下游企业的发展。新能源产业引进了瑞达电源、电科电源、鑫晟新能源和理昂电力等10多家企业，形成了储能、太阳能、生物能等三个板块。新材料产业引进了中航集团、志远新材料和凌云特种材料等20多家企业。智能制造产业以比亚迪云轨智能制造产业园项目为龙头，带动铝业、轮胎等下游企业的发展。截至2018年9月经开区已累计引进工业项目106个，合同引资额200多亿元，实际到位资金70多亿元，已投产的规模以上企业49家。

表3 2016-2018年松木经开区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	-	9.4%	17.27	8.9%	15.55	7.1%
第二产业增加值	-	9.9%	16.04	9.1%	15.27	6.9%
第三产业增加值	-	2.6%	1.23	6.8%	0.28	23%
固定资产投资	-	16.0%	56.12	14.4%	49.07	22%

资料来源：湖南衡阳松木经济开发区管理委员会

财政收入方面，根据《关于衡阳市2018年全市及市本级预算执行情况与2019年全市及市本级预算草案的报告》，2018年衡阳市实现地方公共财政收入161.35亿元，同比微降0.65%，实现政府性基金收入241.79亿元，同比增长19.24%；同期衡阳市公共财政支出为536.6亿元，同比小幅增长1.16%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为30.07%。2018年松木经开区实现公共财政收入26,031万元，其中税收收入8,823万元，占比为33.89%；非税收入大幅减少导致公共财政收入同比下降23.59%。2018年松木经开区实现政府性基金收入3,428万元，同比下降94.74%，主要系国有土地使用权出让收入大幅下滑导致。同期松木经开区完成公共财政支出39,287万元，同比下降35.45%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为66.26%。

四、经营与竞争

2018年公司收入仍主要来自土地整理和工程建设两块业务，当期营业收入为6.24亿元，较上年下降25.74%。其中，工程建设业务收入随着公司前期工程建设项目逐步完工并完成验收，增长67.56%；土地整理业务收入受当地土地市场景气度以及出让土地用途等影响下降80.02%。

毛利率方面，公司土地整理业务收入仍按照出让金额的50%确认，毛利率受当期土地拍卖单价较低影响下降1.21个百分点；工程建设业务，因约定项目收益率为15%，毛利率稳定。由于收入结构变化且各业务毛利率水平差异，2018年公司综合毛利率下降2.87个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	10,623.45	15.00%	53,163.03	16.21%
工程建设	51,816.64	10.43%	30,923.74	10.43%
合计	62,440.09	11.21%	84,086.76	14.09%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司土地整理储备项目较多，业务可持续性较好，但其收入规模及盈利水平受当地土地市场景气度等影响存在波动

根据湖南衡阳松木经济开发区管理委员会（以下简称“松木经开区管委会”）于2013年与公司签订的《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》，以及衡阳市人民政府于2013年与公司签订的《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》两份框架性协议，公司承担松木经济开发区范围内的土地开发整理职责，经营土地开发整理业务。该业务的收入返还模式具体为：公司对土地进行拆迁、整理、建设配套基础设施，并承担相应的开发成本，储备土地通过招拍挂进行出让。招拍挂程序统一在衡阳市土地矿产交易中心进行，土地完成成交后，土地出让净收益将进入衡阳市财政局非税专户，然后再全额拨付至湖南衡阳松木经济开发区财政局（以下简称“松木经开区财政局”），松木经开区财政局再依据《委托整理经营协议》的相关规定，将土地出让金额的50%返还至公司，公司依此确认收入。该委托整理经营协议于2017年底到期，目前公司已与松木经开区管委会重新签订，新签协议约定委托经营期限延长至2025年，其他关于土地整理业务的收入确认方式未发生改变。

2018年公司整理的土地出让面积为59.12万平方米，较上年增加72%，但由于当期出让

土地以工业用地为主，出让单价较低，当期土地整理收入为1.06亿元，较上年大幅下降80.02%。未来公司土地整理业务收入规模及综合盈利水平受当地土地市场景气度及出让土地用途等影响仍可能存在波动。

表5 2017-2018年公司土地整理业务收入确认情况（单位：万元）

年份	宗地编号或项目名称	面积（平方米）	投资成本	收入（不含税）
2018	[2016]网挂 108 号	2,786.68	42.57	510.28
	[2017]网挂 120 号	84,966.11	1,297.87	1,732.33
	[2017]网挂 121 号	41,673.47	636.46	849.65
	[2018]网挂 50 号	461,734.52	7,053.03	7,531.18
	合计	591,160.78	9,029.93	10,623.44
2017	[2016]网挂 107 号	73,213.70	5,920.36	1,785.91
	[2017]网挂 01 号	23,573.45	1,906.25	4,253.98
	[2017]网挂 12 号	95,713.81	7,739.81	17,262.62
	[2017]网挂 17 号	8,333.38	673.87	169.90
	[2017]网挂 18 号	38,400.19	3,105.20	782.91
	[2017]网挂 19 号	20,013.43	1,618.37	408.04
	衡国用（2013）第 607 号	19,752.90	5,546.74	6,339.13
	衡国用（2013）第 602 号	20,186.00		
	衡国用（2013）第 604 号	44,040.90	18,034.85	22,160.53
	合计	343,227.76	44,545.45	53,163.02

资料来源：公司提供

近年来松木经开区为发展工业经济，基础设施建设投资力度较大，土地整理需求较多。截至 2018 年底，公司尚未完工的土地整理项目达 100 多个，已投入开发成本合计 18.46 亿元，金额较大的有仁华科技项目、建滔石墨烯项目、华电高科项目等。未来公司待整理开发的土地项目主要为智能制造产业园二期和三期地块，总面积约 990 亩，公司土地整理业务可持续性较好。

表6 截至 2018 年底公司待整理开发的主要土地项目（单位：万元，亩）

项目	坐落位置	计划总投资	已投资	土地总面积	已整理面积	待整理面积
智能制造产业园土地二期平整工程	松木经开区内	12,000.00	1,123.01	300.00	30.00	270.00
智能产业园土地平整项目三期二标工程	松木经开区内	16,000.00	1,522.15	400.00	40.00	360.00
智能产业园土地平整项目三期一标工程	松木经开区内	16,000.00	1,598.02	400.00	40.00	360.00
合计	-	44,000.00	4,243.19	1,100	110	990

资料来源：公司提供

公司工程建设业务收入增长较快，可持续性较好，但在建项目投资规模大，公司面临

较大资金支出压力

松木经开区管委会于2013年与公司签订了《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》。该协议书约定，松木经开区管委将松木经开区内基础设施建设和保障性住房建设项目建设委托给公司投资建设，项目建设完成后，由松木经开区管委会进行验收，验收合格后在接收之日起五年内由松木经开区财政局分期向公司支付全部工程款项（含各项成本、费用和投资回报）。公司每年对完工项目确认收入，投资回报率目前均按15%执行。衡阳市人民政府亦与公司签订了《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》，协议书约定内容与以上内容基本相同。以上两份协议为框架性协议，实际操作中一般性项目由松木经开区财政局与公司结算，大型市政项目则由衡阳市人民政府安排财政资金结算。

2018年公司实现工程建设收入5.18亿元，较上年增长67.56%，主要为安置房、棚户区改造等部分项目逐步完工并完成验收，使得当期工程建设收入规模大幅增长。

表7 2017-2018年公司工程建设项目收入确认情况（单位：万元）

年份	项目名称	投资成本	工程收入
2018 年	安置房二期	13,352.96	14,908.65
	安置房六期	8,835.90	9,865.33
	安置房七期	2,414.84	2,696.18
	棚改二期（货币安置 678）	2,067.28	2,308.13
	棚改三期（货币安置 820）	1,005.68	1,122.84
	化工路西延	1,468.00	1,639.03
	蒸阳北路	1,120.28	1,250.80
	松梅物流园	4,751.28	5,304.82
	松木物流园	4,867.54	5,434.63
	园区料循环管廊工程项目	424.75	474.24
2017 年	其他	6,101.17	6,811.99
	合计	46,409.68	51,816.63
	污水处理厂配套管网项目	3,193.08	3,565.09
	园区料循环管廊工程项目	4,935.87	5,510.92
	安置房项目	19,567.97	21,847.73
	合计	27,696.92	30,923.74

注：此表收入为含税收入。

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司主要在建工程项目有棚户区改造、公租房三期等项目以及本期债券募投项目，公司主要在建工程项目计划总投资合计47.91亿元，已完成投资9.01亿元，尚需投资38.90亿元。本期债券募投项目建成后计划由公司运营，主要通过安置房出售、标

准厂房出租等方式实现收益，未来受工程进度和市场销售、出租价格等因素的影响，能否实现预期收益存在一定的不确定性。除本期债券募投项目外，其他工程项目均按照已签订的框架协议执行。公司工程建设业务可持续性较好，但项目建设资金投入较大，且大部分由公司自筹解决，公司面临较大的资金压力。

表8 截至2018年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
棚改二期（货币安置678户）	77,726.00	2,067.28	75,658.72
棚改三期（货币安置820户）	103,323.12	1,005.68	102,317.44
公租房三期项目（107.1亩）	17,200.00	300.1	16,899.90
污水处理厂配套管网工程项目	32,255.85	4,921.61	27,334.24
海克标准厂房	36,000.00	431.03	35,568.97
物料循环管廊项目	18,581.85	5,360.62	13,221.23
电镀中心项目*	54,590.23	15,606.26	38,983.97
标准厂房四期项目*	43,321.80	22,811.96	20,509.84
绿色住宅建筑示范工程项目* (棚户区改造二期实物安置部分)	96,121.11	37,599.72	58,521.39
合计	479,119.96	90,104.25	389,015.71

注：标*项目本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

2018年公司继续获得较大力度的外部支持，资本实力和利润水平得到有效提升

公司承担了松木经开区内主要的投融资及基础设施建设等职能，为提高公司运营能力，当地政府继续给予公司较大支持。2018年，松木经开区财政局直接向公司拨付货币资金2.00亿元，另公司获得政府补助10,791.41万元。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并范围无变化，截至2018年12月31日，公司纳入财务报表合并范围的子公司共两家，详见附录六。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，以土地资产和应收款项为主，土地抵押比率较高，整体资产流动性偏弱

2018 年公司总资产规模继续增长，年末为 110.05 亿元，以流动资产为主，其占比 94.21%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2018 年末公司货币资金余额为 13.07 亿元，全部为银行存款，其中受限使用部分 6.30 亿元，为定期存款质押。应收账款期末余额 9.30 亿元，全部为应收松木经开区财政局土地整理及工程建设业务款项。其他应收款期末余额 13.95 亿元，其中应收松木经开区协调指挥部 6.80 亿元、松木经开区财政局 3.00 亿元、衡阳市金源开发建设投资有限责任公司 2.21 亿元、衡阳市石鼓区金源街道农民安置房项目建设协调指挥部 0.95 亿元、衡阳松木开发建设投资有限公司 0.46 亿元，上述前 5 名对象欠款余额合计 13.42 亿元，占比 95.74%。2018 年应收款项大幅增长 74.53%，期末余额合计占总资产的 21.12%，应收款项规模较大，对公司营运资金形成较大占用，且回收时间存在不确定性。

公司存货规模较大且呈现稳步增长，2018 年末公司存货占总资产的比重为 61.16%，由拟开发土地、开发成本以及工程建设三部分构成。其中，拟开发土地账面价值 47.15 亿元，性质均为出让的商服用地，面积合计 121.24 万平方米，已用于抵押土地账面价值 26.65 亿元，占拟开发土地账面价值的比重 56.52%；存货中开发成本 18.46 亿元，全部为未完工的土地整理项目成本；工程建设项目 1.72 亿元，为工程建设业务投资成本。

公司非流动资产主要为在建工程，随项目建设规模的扩大增长较快。2018 年末在建工程为棚户区改造（含绿色住宅建筑示范工程项目）、标准厂房四期和海克标准厂房 3 个项目的投资成本。

整体来看，跟踪期内公司资产规模继续增长，期末资产以土地资产和应收款项为主，其中土地抵押比率较高，资产流动性偏弱。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	130,717.46	11.88%	127,928.43	12.87%
应收账款	92,976.09	8.45%	114,806.18	11.55%
其他应收款	139,511.82	12.68%	18,401.35	1.85%
存货	673,349.83	61.16%	658,889.59	66.31%
流动资产合计	1,036,712.29	94.21%	925,083.28	93.10%
在建工程	63,473.37	5.77%	68,403.16	6.88%
非流动资产合计	63,771.46	5.79%	68,580.27	6.90%
资产总计	1,100,483.76	100.00%	993,663.55	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入规模出现波动，政府补助有效提升了公司利润水平

公司营业收入来自土地整理业务和工程建设业务，其中工程建设投资规模不断扩大，随着建设项目的逐步完工并确认收入，工程建设业务收入近年来持续增长；土地整理业务收入受当地土地市场景气度及出让用地性质等影响出现较大波动，2018 年松木经开区土地市场成交低迷，挂牌出让土地宗数较少，且以工业用地为主，成交单价较低，导致该年度公司土地整理业务收入大幅下滑。综合毛利率方面，由于收入结构变化且各业务毛利率水平差异，2018 年公司综合毛利率下降 2.87 个百分点。截至 2018 年底公司储备土地及在建工程项目较多，未来业务可持续性较好，但其收入规模及盈利水平存在一定不确定性。

2018 年，公司继续收到各类政府补助合计 10,791.41 万元，占当期利润总额的 74.29%，政府补助有效提升了公司当期利润水平。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	62,440.09	84,086.76
营业利润	14,551.59	17,507.13
政府补助	10,791.41	8,464.08
利润总额	14,525.14	17,499.07
综合毛利率	11.21%	14.09%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现不佳，在建项目投资依然较大，面临较大资金支出压力

公司主营业务收入收现比指标表现较好，2018 年收现比为 1.38。但受项目支出规模较大以及大量往来款的流出影响，2018 年公司经营活动现金流进一步大幅流出，合计净流出 15.93 亿元，主要系支付其他与经营活动有关的现金。

2018 年公司投资活动流入 3,400 万元，系公司购买的理财产品年末到期；投资活动支出仍主要为棚户区改造、标准厂房四期和海克标准厂房 3 个项目的建设支出。

筹资活动方面，2018 年公司继续收到地方政府给予的资金支持 2.00 亿元；另通过银行借款等融资方式融入资金 18.81 亿元，同时偿付债务本息流出资金 3.73 亿元。筹资活动净流入 17.08 亿元，较好地弥补了公司对资金的需求，但同时也使得公司偿债压力上升。

截至 2018 年底，公司主要在建项目尚需投资 38.90 亿元，面临较大的资金缺口，未来外部融资规模或将进一步上升。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.38	1.56
销售商品、提供劳务收到的现金	86,143.38	131,337.85
收到的其他与经营活动有关的现金	289,055.43	180,406.91
经营活动现金流入小计	375,198.81	311,744.75
购买商品、接受劳务支付的现金	140,914.26	113,721.23
支付的其他与经营活动有关的现金	387,881.08	258,276.83
经营活动现金流出小计	534,527.57	379,180.13
经营活动产生的现金流量净额	-159,328.76	-67,435.37
投资活动产生的现金流量净额	-8,633.37	-32,389.93
筹资活动产生的现金流量净额	170,751.16	102,046.63
现金及现金等价物净增加额	2,789.03	2,221.33

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大幅增加，偿债压力加大

2018 年公司负债总额和所有者权益均保持增长，2018 年末公司产权比率为 106.27%，所有者权益对负债的保障程度一般。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	566,957.80	493,380.37
所有者权益	533,525.96	500,283.18
产权比率	106.27%	98.62%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年公司负债结构有所变化，应付账款及其他应付款规模减少，流动负债占比下降；同时随着长期借款规模的增加，非流动负债占比快速提升，占比由上年末的 53.26% 上升至 2018 年末的 76.56%。

公司流动负债主要为应付账款、应交税费和其他应付款，其中应付账款全部为应付工程款，2018 年末余额下降至 9,209.35 万元。应交税费主要为增值税和企业所得税，随业务规模扩大而增长。其他应付款主要是应付衡阳市金源开发建设投资有限责任公司及松木经开区管委会等单位的往来款及少量应付债券利息，2018 年末其他应付款余额为 10.51 亿元，账龄主要集中在 1 年以内（占比 66.76%）和 1-2 年（占比 31.94%）。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	9,209.35	1.62%	80,478.90	16.31%
应交税费	18,511.85	3.27%	16,379.06	3.32%
其他应付款	105,052.88	18.53%	133,544.87	27.07%
流动负债合计	132,919.68	23.44%	230,582.45	46.74%
长期借款	365,400.00	64.45%	195,350.00	39.59%
应付债券	50,818.12	8.96%	49,627.92	10.06%
长期应付款	17,820.00	3.14%	17,820.00	3.61%
非流动负债合计	434,038.12	76.56%	262,797.92	53.26%
负债合计	566,957.80	100.00%	493,380.37	100.00%
其中：有息债务	434,038.12	76.56%	262,797.92	53.26%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债由长期借款、应付债券和长期应付款构成。长期借款系银行借款，2018 年公司以棚户区改造项目进行融资，借款规模大幅增加，期末余额为 36.54 亿元，其中质押借款 29.30 亿元，质押物为棚户区改造建设工程应收账款³及银行定期存单；抵押借款 7.24 亿元，抵押物为国有土地使用权。应付债券系本期债券，期末余额为 50,818.12 万元（含利息）。长期应付款为专项基金借款，2018 年末余额为 1.78 亿元，其中 1.00 亿元来自农发基金、0.78 亿元来自国开基金，两笔借款年化利率均为 1.2%；其中农发基金借款用于棚户区改造项目，将于 2019-2030 年间分期偿还本金；国开基金借款为松木污水处理厂配套管网工程等项目的配套建设资金，将于 2027-2029 年分期偿还本金。

随着公司融资力度加大，有息债务规模持续增加，2018 年末公司有息债务余额为 43.40 亿元，上年末增长 65.16%，期末占负债总额的 76.56%，有息债务规模以及占负债总额的比重均显著提升。从公司提供的有息债务偿还计划情况看，短期债务压力较小，但未来随着债务到期，长期偿债压力较大。

表14 公司未来三年有息债务本金计划偿还情况（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
有息债务	7,150.00	37,036.00	41,400.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

偿债能力指标看，公司资产负债率保持相对稳定，2018 年末为 51.52%，受益于流动负债规模的减少，流动比率和速动比率有所提升，2018 年末分别为 7.80 和 2.73。2018 年公司有息债务规模继续增加，同时 EBITDA 规模波动下降，公司 EBITDA 利息保障倍数减弱，有息债务/EBITDA 持续上升。2018 年末 EBITDA 利息保障倍数仅为 0.79，EBITDA

³该部分应收账款系根据未来项目预期收入测算的评估价值。

对有息债务的保障程度明显偏低。长期来看，公司面临较大的偿债压力。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	51.52%	49.65%
流动比率	7.80	4.01
速动比率	2.73	1.15
EBITDA（万元）	15,464.42	18,463.01
EBITDA 利息保障倍数	0.79	1.71
有息债务/EBITDA	28.07	14.23

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、评级结论

2018年衡阳市地区生产总值持续增长，固定资产投资增长较快，为公司发展提供了良好基础。公司土地整理业务和工程建设业务持续性较好，且继续获得增资和政府补助等外部支持。

同时，我们也关注到公司资产以应收款项和土地为主，土地抵押比率较高，资产整体流动性偏弱；公司在建项目投资规模较大，而经营活动现金流净额进一步大幅净流出，公司面临较大的资金支出压力；以及公司有息债务规模增长，EBITDA对有息债务的保障程度下降，公司偿债压力加大等风险因素。

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

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
货币资金	130,717.46	127,928.43	125,707.10
应收账款	92,976.09	114,806.18	67,365.86
预付款项	106.32	1,657.73	210.46
其他应收款	139,511.82	18,401.35	20,865.96
存货	673,349.83	658,889.59	630,576.98
其他流动资产	50.78	3,400.00	0.00
流动资产合计	1,036,712.29	925,083.28	844,726.37
固定资产	6.02	9.76	2.11
在建工程	63,473.37	68,403.16	37,942.31
递延所得税资产	292.07	167.35	110.84
非流动资产合计	63,771.46	68,580.27	38,055.26
资产总计	1,100,483.76	993,663.55	882,781.63
应付账款	9,209.35	80,478.90	91,456.48
应付职工薪酬	145.60	179.61	154.70
应交税费	18,511.85	16,379.06	12,828.66
其他应付款	105,052.88	133,544.87	143,408.29
流动负债合计	132,919.68	230,582.45	247,848.14
长期借款	365,400.00	195,350.00	193,000.00
应付债券	50,818.12	49,627.92	0.00
长期应付款	17,820.00	17,820.00	17,820.00
非流动负债合计	434,038.12	262,797.92	210,820.00
负债合计	566,957.80	493,380.37	458,668.14
股本	30,000.00	30,000.00	30,000.00
资本公积	426,695.86	406,695.86	345,766.55
盈余公积	7,124.33	5,659.97	4,389.09
未分配利润	69,705.76	57,927.34	43,957.86
归属于母公司股东权益合计	533,525.96	500,283.18	424,113.50
股东权益合计	533,525.96	500,283.18	424,113.50
负债和股东权益总计	1,100,483.76	993,663.55	882,781.63

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
一、营业收入	62,440.09	84,086.76	78,646.27
减：营业成本	55,439.62	72,242.36	67,383.39
税金及附加	1,267.18	1,208.91	735.32
管理费用	744.72	558.37	570.85
财务费用	729.49	808.07	1,327.51
资产减值损失	498.90	226.01	-39.54
其他收益	10,791.41	8,464.08	0.00
二、营业利润	14,551.59	17,507.13	8,668.74
加：营业外收入	0.00	0.00	8,032.50
减：营业外支出	26.46	8.05	1.9
三、利润总额	14,525.14	17,499.07	16,699.34
减：所得税	1,282.36	2,258.70	2,661.64
四、净利润	13,242.78	15,240.37	14,037.71

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016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	86,143.38	131,337.85	84,462.42
收到其他与经营活动有关的现金	289,055.43	180,406.91	143,058.77
经营活动现金流入小计	375,198.81	311,744.75	227,521.19
购买商品、接受劳务支付的现金	140,914.26	113,721.23	113,196.80
支付给职工以及为职工支付的现金	698.37	387.61	254.33
支付的各项税费	5,064.89	6,794.46	779.64
支付其他与经营活动有关的现金	387,850.04	258,276.83	144,068.24
经营活动现金流出小计	534,527.57	379,180.13	258,299.00
经营活动产生的现金流量净额	-159,328.76	-67,435.37	-30,777.81
二、投资活动产生的现金流量:			
收到其他与投资活动有关的现金	3,400.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	3,400.00	0.00	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	12,033.37	28,989.93	21,594.28
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	3,400.00	0.00
投资活动现金流出小计	12,033.37	32,389.93	21,594.28
投资活动产生的现金流量净额	-8,633.37	-32,389.93	-21,594.28
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	20,000.00	60,929.31	6,245.00
取得借款收到的现金	188,100.00	111,450.00	212,000.00
筹资活动现金流入小计	208,100.00	172,379.31	218,245.00
偿还债务支付的现金	18,050.00	59,100.00	39,700.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	19,298.84	10,766.28	9,561.62
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	466.40	63,000.00
筹资活动现金流出小计	37,348.84	70,332.68	112,261.62
筹资活动产生的现金流量净额	170,751.16	102,046.63	105,983.38
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	2,789.03	2,221.33	53,611.30
加：年初现金及现金等价物余额	64,928.43	62,707.10	9,095.81
六、期末现金及现金等价物余额	67,717.46	64,928.43	62,707.10

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
净利润	13,242.78	15,240.37	14,037.71
加：资产减值准备	498.90	226.01	-39.54
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4.59	4.72	2.36
财务费用	934.69	959.22	1,556.68
递延所得税资产减少	-124.72	-56.50	9.89
存货的减少	-14,460.25	-17,832.62	-85,531.32
经营性应收项目的减少	-60,887.80	-46,648.98	7,697.98
经营性应付项目的增加	-98,536.94	-19,327.59	31,488.44
经营活动产生的现金流量净额	-159,328.76	-67,435.37	-30,777.81
现金的期末余额	67,717.46	64,928.43	62,707.10
减：现金的期初余额	64,928.43	62,707.10	9,095.81

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	11.21%	14.09%	14.32%
收现比	1.38	1.56	1.07
产权比率	106.27%	98.62%	108.15%
资产负债率	51.52%	49.65%	51.96%
流动比率	7.80	4.01	3.41
速动比率	2.73	1.15	0.86
EBITDA (万元)	15,464.42	18,463.01	18,258.38
EBITDA 利息保障倍数	0.79	1.71	1.91
有息债务/EBITDA	28.07	14.23	11.55

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	(营业收入—营业成本) /营业收入×100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
产权比率	负债总额/所有者权益×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计—存货) /流动负债合计
有息债务	长期借款+应付债券+长期应付款

附录六 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
衡阳兴安置业有限公司	10,000.00	100%	房地产开发经营，以自有资金从事建设项目的投资与建设，国有资产管理与经营，物业管理，项目管理，仓储物流
衡阳伟达开发建设有限公司	7,500.00	100%	从事建设项目的投资与建设，政府授权的土地整理及新农村建设，城市棚户区改造，园区标准厂房建设，国有资产管理与经营，物业管理，项目管理，仓储服务

资料来源：公司 2018 年审计报告及公开资料

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。