

# 2020 年常德市城市建设投资集团有限公司

## 公司债券信用评级报告

---

项目负责人：贺文俊 [wjhe@ccxi.com.cn](mailto:wjhe@ccxi.com.cn)

项目组成员：杨 锐 [ryang@ccxi.com.cn](mailto:ryang@ccxi.com.cn)

吴亚婷 [ytwu@ccxi.com.cn](mailto:ytwu@ccxi.com.cn)

电话：(027)87339288

2020 年 07 月 13 日

## 声 明

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 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。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2019]1219D 号

## 常德市城市建设投资集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2020 年常德市城市建设投资集团有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月十三日

## 发行要素

| 发行主体            | 本期规模       | 发行期限    | 偿还方式                                                    | 发行目的            |
|-----------------|------------|---------|---------------------------------------------------------|-----------------|
| 常德市城市建设投资集团有限公司 | 不超过 6.3 亿元 | 不超过 7 年 | 每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付 | 全部用于偿还或置换公司存续债券 |

**评级观点：**中诚信国际评定常德市城市建设投资集团有限公司（以下简称“常德城投”或“公司”）主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；评定中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2020 年常德市城市建设投资集团有限公司公司债券”的债项信用等级为 **AAA**，该信用等级充分考虑了中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券还本付息的保障作用。中诚信国际肯定了常德市稳步增长的经济实力、公司基础设施建设主体地位突出、获得政府的大力支持以及基础设施建设项目回款情况较好等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司未来资本支出压力较大、公司土地尚未出让从而未对公司业务发展形成有效支撑、资产流动性较弱、公司股权结构变动较大以及资产划转频繁等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

| 常德城投（合并口径）   | 2017     | 2018     | 2019     |
|--------------|----------|----------|----------|
| 总资产（亿元）      | 760.67   | 800.96   | 1,142.17 |
| 所有者权益合计（亿元）  | 380.90   | 413.59   | 668.22   |
| 总债务（亿元）      | 334.97   | 303.98   | 354.41   |
| 营业总收入（亿元）    | 15.44    | 17.71    | 69.44    |
| 净利润（亿元）      | 3.58     | 4.43     | 7.97     |
| EBITDA（亿元）   | 4.60     | 5.62     | 10.28    |
| 经营活动净现金流（亿元） | 1.79     | 1.09     | 19.68    |
| 资产负债率（%）     | 49.93    | 48.36    | 41.50    |
| 中合担保（合并口径）   | 2017     | 2018     | 2019     |
| 总资产（亿元）      | 122.48   | 116.50   | 101.94   |
| 担保责任准备金（亿元）  | 13.70    | 13.58    | 10.29    |
| 所有者权益（亿元）    | 86.33    | 83.60    | 80.79    |
| 在保余额（亿元）     | 1,088.79 | 1,004.98 | 837.04   |
| 净利润（亿元）      | 6.11     | 0.71     | 0.29     |
| 平均资本回报率（%）   | 7.24     | 0.84     | 0.35     |
| 累计代偿率（%）     | 2.21     | 2.81     | 4.08     |

注：1、常德城投各年度财务报表均按新会计准则编制；2、常德城投数据根据 2017 年~2019 年审计报告整理。

## 正 面

■ **常德市经济实力稳步增长。**2017~2019 年，常德市分别实现地区生产总值 3,238.1 亿元、3,394.2 亿元和 3,624.2 亿元，同比分别增长 8.4%、8.2%和 7.9%，区域经济实力稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **公司基础设施建设主体地位突出，获得政府的大力支持。**公司是常德市基础设施建设领域主要主体之一，主要负责常德市武陵大道以西区域范围内的开发建设，在常德市基础设施建设领域地位突出。近年来，公司获得了来自常德市政府及相关部门在资产划转和资金补贴等方面的大力支持。

■ **公司基础设施建设项目回款情况较好。**公司承担了常德市大量的基础设施建设项目，项目均与常德市政府签订相关协议，2014~2018 年及 2020 年 1~3 月，公司已完工项目总投资 73.11 亿元，拟回款金额 81.51 亿元，已实现回款 68.66 亿元，其中 2019 年收到回款 22.02 亿元，项目回款情况较好。

■ **有效的偿债保障措施。**中合担保为本期债券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本息偿还起到了极强的保障作用。

## 关 注

■ **资本支出压力较大。**公司承担了常德市大量的基础设施建设项目，截至 2020 年 3 月末，公司在建及拟建项目总投资分别为 195.13 亿元和 85.28 亿元，尚需投资合计 113.31 亿元，项目前期资金由公司自筹，公司面临较大的资本支出压力。

■ **公司土地尚未进行出让，未对业务发展形成有效支撑。**2019 年，公司实现土地指标销售和土地征补收入，但可持续性较弱。近三年公司未实现自有土地出让收入，土地出让尚未对公司业务发展实现有效支撑。

■ **资产流动性较弱。**公司资产以存货为主，截至 2020 年 3 月末，公司存货为 664.68 亿元，占公司总资产比重为 55.99%，主要由土地资产及项目开发成本构成，且公司受限资产为 187.89 亿元，资产流动性较弱。

■ **公司股权结构变动较大，资产划转频繁。**2019 年 10 月，公司出资人由常德市国有资产监督管理委员会（以下简称“常德市国资委”）变更为常德市城市发展集团有限公司（以下简称“常德城发集团”），控股股东变更为常德城发集团，并于 2019 年 11 月完成公司股东变更的相关工商登记变更手续。同时，2020 年 1 月，公司将持有的常德市自来水有限责任公司（以下简称“市自来水公司”）等股权划出至股东常德城发集团。短期内，公司股权结构变动较大，资产划转较为频繁，中诚信国际将对公司股权结构的稳定性及相关资产划转事项保持关注。

## 评级展望

中诚信国际认为，常德市城市建设投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**常德市经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充；盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

## 同行业比较

| 2019 年常德市基础设施投融资企业主要指标对比表 |             |               |              |             |               |             |                   |
|---------------------------|-------------|---------------|--------------|-------------|---------------|-------------|-------------------|
| 公司名称                      | 总资产<br>(亿元) | 所有者权益<br>(亿元) | 资产负债率<br>(%) | 总负债<br>(亿元) | 营业总收入<br>(亿元) | 净利润<br>(亿元) | 经营活动净现<br>金流 (亿元) |
| 常德市城市建设投资集团有限公司           | 1,142.17    | 668.22        | 41.50        | 473.94      | 69.44         | 7.97        | 19.68             |
| 常德市经济建设投资集团有限公司           | 893.39      | 320.55        | 64.12        | 572.84      | 63.34         | 4.88        | 22.08             |
| 湖南常德市德源投资开发有限公司           | 605.16      | 446.14        | 26.28        | 161.11      | 19.59         | 2.18        | 6.79              |

资料来源：中诚信国际整理

## 发行主体概况

常德市城市建设投资集团有限公司前身为常德市城市建设投资开发有限责任公司，系 1998 年经常德市人民政府“常政函[1998]27 号”文件批准，由常德市建设委员会（以下简称“常德市建委”）出资成立，初始注册资本为 0.50 亿元。2005 年 3 月，公司股东由常德市建委变更为常德市国资委，其持有公司 100% 股权。2008 年 6 月，公司名称正式变更为常德市城市建设投资集团有限公司。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 5.00 亿元，控股股东为常德城发集团，实际控制人为常德市国资委。

**股权变更及资产划转事项：**2019 年 10 月 31 日，常德市国资委印发了《常德市人民政府国有资产监督管理委员会关于变更出资人的通知》（常国资产权通字[2019]12 号），决定将公司出资人由常德市国资委变更为常德城发集团。2019 年 11 月 25 日，上述公司股东变更事项完成相关工商登记变更手续。同时，2020 年 1 月，公司持有的常德市自来水有限责任公司（以下简称“市自来水公司”）等股权划出至股东常德城发集团。短期内，公司股权结构变动较大，资产划转较为频繁，中诚信国际将对公司股权结构的稳定性及相关资产划转事项保持关注。

**职能定位及业务范围：**公司是常德市市区基础设施建设领域内两家主体之一，主要负责常德市武陵大道以西区域内的开发建设，是常德市“西移北扩”战略中“西移”部分的实施主体。公司业务范围包括工程施工、房屋销售、园林绿化及物业管理等。

表 1：公司主要子公司

| 全称                | 简称     |
|-------------------|--------|
| 常德市文化旅游投资开发集团有限公司 | 常德文旅投  |
| 常德天健置业有限公司        | 天健置业   |
| 常德市天源住房建设有限公司     | 天源建设   |
| 常德市天润土地开发经营有限公司   | 天润土地开发 |
| 常德市中瀚水务有限公司       | 中瀚水务   |
| 常德市城投龙马建设项目管理有限公司 | 龙马建设   |

|                   |        |
|-------------------|--------|
| 常德市西城新区投资建设开发有限公司 | 西城新区投资 |
| 常德市江南城市发展有限公司     | 江南城市发展 |
| 常德市天方大数据有限公司      | 天方大数据  |
| 常德市天富实业有限公司       | 天富实业   |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本期债券概况

### 发行条款

本期债券发行总额不超过 6.3 亿元，期限不超过 7 年。本期债券每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付。

### 募集资金用途

本期债券募集资金不超过 6.3 亿元，全部用于偿还或置换公司存续债券。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部

因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽

管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际认为，**虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 区域经济环境

**常德市拥有良好的区位优势和丰富的生产要素，园区产业覆盖范围较广，经济财政实力稳步增长，位居湖南省各地级市前列**

**财政级次及特殊地位：**常德系湖南省辖地级市，地处湖南北部，位于中国经济中部崛起中心地带、泛珠江三角洲和泛长江三角洲经济发展区域结合部，是东部沿海发达地区产业向中、西部转移的黄金地带。常德处长江中游洞庭湖水系、沅江下游和澧水中下游，有中国面积最大的城市内湖“柳叶湖”，水资源较为丰富，同时拥有丰富的矿产资源。常德是多民族地区，城镇化比率较低，2019年末常住人口城镇化率为54.5%。

常德是全国重要的农产品生产基地；发达的农业和丰富的矿藏资源为工业提供了大量原料，作为湘西北的工业基地，常德形成了以食品、纺织、机电、化工、建材为支柱的工业体系，其中纱、布、酒、水泥、卷烟产量居湖南省前列。常德现有各类开发区和工业园区较多，包括常德经济技术开发区

(以下简称“常德经开区”)、常德高新技术产业开发区(以下简称“常德高新区”)和澧县澧阳工业园等,其中常德经开区于2010年升级为国家级经济技术开发区、常德高新区于2017年升级为国家级高新技术产业开发区。

**经济发展水平:**近依托于良好的区位优势和丰富的生产要素,常德市经济实力稳步增强,2019年地区生产总值(GDP)在湖南省各地级市排名靠前;按常住人口计算,人均GDP为6.25万元。同期,全市三次产业结构为10.9:40.4:48.7,仍以二、三产业为主;各类园区为经济发展的主平台和增长极。

**财政实力:**2017~2019年,常德市分别完成地方一般公共预算收入163.50亿元、166.80亿元和183.11亿元,其中税收占比均在65%左右;同期公共财政预算平衡率分别为33.33%、31.52%和31.32%,自给能力较弱,财政平衡较依赖于转移性收入。近年来常德市转移性收入较高,且保持持续增长,2017~2019年分别为287.66亿元、448.93亿元和483.43亿元;此外,政府性基金收入增长较快,同期分别为49.02亿元、113.91亿元和167.24亿元。

**表 2: 2019 年湖南省 GDP 排名前五的地级市主要经济及财政概况(亿元)**

| 地区  | GDP       | GDP 增长率 | 地方一般公共预算收入 |
|-----|-----------|---------|------------|
| 长沙市 | 11,574.22 | 8.1%    | 950.23     |
| 岳阳市 | 3,780.41  | 8.0%    | 150.18     |
| 常德市 | 3,624.20  | 7.9%    | 183.11     |
| 衡阳市 | 3,372.68  | 8.1%    | 170.20     |
| 株洲市 | 3,003.13  | 7.9%    | 200.96     |

资料来源:2019年各地级市统计公报、财政预算执行情况报告,中诚信国际整理

**未来发展规划:**为深入实施“开放强市产业立市”,2018年常德市人民政府印发《常德市人民政府关于优化全市园区产业布局的指导意见》(常政发[2018]9号),布局全市14个园区产业,大力发展主导产业、特色产业。未来常德将形成烟草、生物医药与健康食品、装备制造与军民融合、文旅康养4大千亿产业集群和常德经开区、常德高新区2大千亿产业园区。此外,常德市享有长江经济带、洞庭湖生态经济区等国家战略的政策倾斜和重大项目布局优势。

## 业务运营

公司是常德市市属国有企业及市区基础设施建设领域内两家主体之一,主要负责常德市武陵大道以西区域内的开发建设,是常德市“西移北扩”战略中“西移”部分的实施主体。此外,常德市市属国有开发建设企业主要还有常德市经济建设投资集团有限公司(以下简称“常德经投”)、湖南常德市德源投资开发有限公司(以下简称“常德德源”)和常德市交通建设投资集团有限公司(以下简称“常德交投”);其中,常德经投负责常德市武陵大道以东区域内的开发建设,常德德源负责常德经开区范围内的开发建设,常德交投负责常德市境内干线公路、高速公路连线等交通建设;公司与上述企业职能相近,但区域分工明确。

公司业务范围包括工程施工、房屋销售、园林绿化及物业管理等。其中,2019年公司工程施工及房屋销售收入均有较大幅度增长,推动公司营业收入大幅增长。此外,公司其他业务中土地指标销售和土地征补分别实现收入0.85亿元和9.22亿元,较以往年度增幅较大。

**表 3: 公司主要板块收入结构及占比(亿元、%)**

| 收入   | 2017   | 2018   | 2019   |
|------|--------|--------|--------|
| 工程施工 | 13.53  | 9.27   | 37.71  |
| 房屋销售 | 1.63   | 8.08   | 19.50  |
| 园林绿化 | 0.04   | 0.04   | 0.004  |
| 物业管理 | 0.05   | 0.06   | 0.74   |
| 其他业务 | 0.18   | 0.25   | 11.49  |
| 合计   | 15.44  | 17.71  | 69.44  |
| 占比   | 2017   | 2018   | 2019   |
| 工程施工 | 87.63  | 52.34  | 54.31  |
| 房屋销售 | 10.56  | 45.62  | 28.08  |
| 园林绿化 | 0.26   | 0.23   | 0.01   |
| 物业管理 | 0.32   | 0.34   | 1.07   |
| 其他业务 | 1.17   | 1.41   | 16.55  |
| 合计   | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

注:公司其他业务主要包括设计费、管理服务费、酒店收入、商品销售、土地指标销售和土地征补等。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

## 工程施工项目与常德市政府签订相关协议,回款情

**况较好；公司在建及拟建项目规模较大，面临较大的资本支出压力；公司拥有较大规模土地资产，但尚未实现收益**

**业务模式：**公司工程施工业务主要包括市政工程、道路管网、水系及学校等基础设施项目建设。公司根据常德市人民政府有关部门制订的城市基础设施项目建设计划开展建设工作，并与常德市人民政府签订相关协议。项目前期资金由公司自筹，项目完工后，通过常德市政府支付工程回款实现资金平衡并获取一定收益。公司工程施工收入主要来源于基础设施建设项目产生的项目结算收入，以及一部分公司承接非政府项目的工程建设收入，该部分收入规模较小。

**资金平衡方式：**2009年5月6日，公司与常德市人民政府签订《常德市市政公共设施管理项目政府回购协议书》，根据协议约定，常德市人民政府对公司承建的柳叶西路等40个已完工和在建项目支付相关工程款项，常德市人民政府以核定的项目建设资金23.83亿元为基数，按7.5%的投资收益率每年确认投资收益，项目结算总金额为项目建设资金加投资收益共计41.70亿元，自2009年开始，回

款期限为10年。同时，根据常德市人民政府《关于市城市建设投资集团有限公司建设项目回购、结算及相关问题的批复》（常政函[2011]136号），自2011年起，每年由常德市财政投资评审中心对公司承建项目的投资成本进行评审，并按照投资成本加成一定比例确认为投资收益，常德市财政局按照评审确认的额度与公司进行年度决算，并承诺自结算之日起1年内支付完毕。此外，常德市政府赋予公司土地一级开发的职能，并陆续给公司注入一定土地资产，一方面支持公司基础设施项目建设；另一方面保障公司的收益来源，实现持续发展。但近年来公司土地资产均未实现出让，尚未实现收益，未对公司业务发展形成支撑。

**业务稳定性及可持续性：**2017~2019年及2020年1~3月，公司分别实现工程施工收入13.53亿元、9.27亿元、37.71亿元和1.45亿元，主要来源于柳叶大道至陬市连接线、常德技师学院、湖南幼儿高等师范专科学校和金丹路等项目。2015~2019年及2020年1~3月，公司已完工项目总投资73.11亿元，拟回款金额81.51亿元，已实现回款68.66亿元。其中，2019年公司收到项目回款为22.02亿元。

**表4：2015~2019年及2020年1~3月公司主要已完工项目情况（万元）**

| 项目名称        | 建设期间            | 总投资额      | 拟回款金额     | 已回款金额     | 2020年回款计划 | 2021年回款计划 |
|-------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 奔富路         | 2015.6~2016.12  | 10,000.00 | 11,000.00 | 11,000.00 | 0.00      | 0.00      |
| 杨桥河路        | 2015.6~2017.6   | 18,000.00 | 19,800.00 | 19,800.00 | 0.00      | 0.00      |
| 龙坑泵站        | 2015.6~2016.6   | 5,500.00  | 6,050.00  | 6,050.00  | 0.00      | 0.00      |
| 芙蓉北路北段      | 2014.6~2016.6   | 9,099.00  | 11,542.50 | 11,542.50 | 0.00      | 0.00      |
| 南坪机泵、沙港机泵建设 | 2014.8~2016.6   | 4,000.00  | 4,400.00  | 4,400.00  | 0.00      | 0.00      |
| 东风路         | 2014.12~2016.6  | 3,739.00  | 4,112.90  | 4,112.90  | 0.00      | 0.00      |
| 沙港西路        | 2011.9~2015.10  | 6,500.00  | 7,150.00  | 7,150.00  | 0.00      | 0.00      |
| 筑基路         | 2014.12~2016.8  | 14,307.00 | 15,737.70 | 15,737.70 | 0.00      | 0.00      |
| 三星西路        | 2014.5~2016.6   | 12,000.00 | 13,200.00 | 13,200.00 | 0.00      | 0.00      |
| 长港路         | 2014.12~2016.2  | 6,320.00  | 6,952.00  | 6,952.00  | 0.00      | 0.00      |
| 龙港路         | 2014.12~2016.6  | 25,000.00 | 27,500.00 | 27,500.00 | 0.00      | 0.00      |
| 竹根潭路        | 2014.12~2016.12 | 14,256.00 | 17,261.53 | 17,261.53 | 0.00      | 0.00      |
| 高教路         | 2015.3~2016.6   | 2,029.00  | 2,231.90  | 2,231.90  | 0.00      | 0.00      |
| 桃花路         | 2014.12~2016.6  | 2,837.00  | 3,120.70  | 3,120.70  | 0.00      | 0.00      |
| 新河西路        | 2014.12~2016.12 | 3,900.00  | 4,290.00  | 4,290.00  | 0.00      | 0.00      |
| 花山河桥和何家溪桥   | 2014.6~2017.6   | 18,000.00 | 24,711.50 | 24,711.50 | 0.00      | 0.00      |
| 长港水系工程      | 2014.6~2016.6   | 8,450.00  | 12,147.38 | 12,147.38 | 0.00      | 0.00      |
| 高泗二期安置小区    | 2014.2~2015.12  | 14,220.00 | 15,642.00 | 15,642.00 | 0.00      | 0.00      |
| 白马湖三期安置小区   | 2014.9~2016.2   | 10,560.00 | 11,616.00 | 11,616.01 | 0.00      | 0.00      |
| 东风二组二期安置小区  | 2014.12~2015.12 | 2,200.00  | 2,420.00  | 2,420.00  | 0.00      | 0.00      |

|               |                 |            |            |            |           |           |
|---------------|-----------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
| 泽远安置小区        | 2014.8~2016.12  | 13,358.00  | 14,693.80  | 14,693.80  | 0.00      | 0.00      |
| 湖南幼儿高等师范专科学校  | 2014.11~2017.12 | 91,154.00  | 100,269.40 | 100,269.40 | 0.00      | 0.00      |
| 常德技师学院        | 2014.5~2017.10  | 95,012.00  | 104,513.20 | 104,513.20 | 0.00      | 0.00      |
| 高泗西路          | 2014.8~2017.6   | 19,579.00  | 21,536.90  | 21,536.90  | 0.00      | 0.00      |
| 金丹路           | 2014.8~2017.8   | 45,908.00  | 50,498.80  | 50,498.80  | 0.00      | 0.00      |
| 机场站前广场        | 2014.5~2015.12  | 13,600.00  | 14,960.00  | 14,960.00  | 0.00      | 0.00      |
| 柳叶大道至陟市连接线    | 2014.2~2018.1   | 175,800.00 | 193,380.00 | 64,948.75  | 42,810.42 | 42,810.42 |
| 皂果路           | 2015.6~2019.3   | 58,900.00  | 64,790.00  | 64,790.00  | 21,596.66 | 21,596.66 |
| 窑港路           | 2014.12~2019.6  | 22,447.00  | 24,691.70  | 24,691.70  | 8,230.56  | 8,230.56  |
| 新河西路（紫菱路-龙港路） | 2018.8~2019.3   | 4,413.00   | 4,854.30   | 4,854.30   | 1,618.10  | 1,618.10  |
| 合计            |                 | 731,088.00 | 815,074.21 | 686,642.97 | 74,255.74 | 74,255.74 |

注：公司安置小区项目属于工程施工板块项目，目前政府将已竣工且已安置的部分项目中剩余的安置房产交由公司，公司作为房地产出售，项目在工程施工板块列示，但市场销售收入划入房屋销售板块

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2020 年 3 月末，公司在建基础设施项目主要包括西城新区物流园、新河水系综合治理工程和皂果路沅江隧道等，计划总投资 110.13 亿元，已投资 96.45 亿元，尚需投资 13.68 亿

元。拟建项目方面，截止 2020 年 3 月末，公司拟建项目主要包括工程机械车辆暨农机大市场、河洑小镇、高新大桥（丹溪路—中联大道）等，计划总投资 81.18 亿元，尚需投资 81.09 亿元。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况（万元）

| 项目名称           | 总投资          | 建设周期           | 已投资        | 是否签订合同或协议 | 2020 年 4~12 月投资计划 |
|----------------|--------------|----------------|------------|-----------|-------------------|
| 常德大道西延         | 31,188.00    | 2015.3~2019.12 | 31,188.00  | 是         | 0.00              |
| 新河水系综合治理工程     | 245,233.00   | 2015.5~2020.12 | 172,402.00 | 是         | 72,831.00         |
| 护城河改造工程        | 150,000.00   | 2014.5~2020.12 | 134,512.50 | 是         | 15,487.50         |
| 夏家垸水系综合整治工程    | 15,000.00    | 2013.9~2019.12 | 15,000.00  | 是         | 0.00              |
| 西城新区物流园        | 338,718.00   | 2015.1~2020.12 | 303,998.00 | 是         | 34,720.00         |
| 滨湖路西延线         | 32,360.00    | 2016.1~2020.6  | 19,981.37  | 是         | 12,378.63         |
| 洞庭西路           | 21,000.00    | 2014.7~2019.6  | 21,000.00  | 是         | 0.00              |
| 皂果路沅江隧道        | 250,000.00   | 2016.11~2020.6 | 248,607.87 | 是         | 1,392.13          |
| 建设桥机埠          | 8,000.00     | 2018.4~2019.6  | 8,000.00   | 是         | 0.00              |
| 三星北路（筑基路-常德大道） | 9,800.00     | 2018.3~2019.6  | 9,800.00   | 是         | 0.00              |
| 合计             | 1,101,299.00 |                | 964,489.74 | -         | 136,809.26        |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2020 年 3 月末公司拟建项目情况（万元）

| 项目名称              | 总投资        | 已投资    |
|-------------------|------------|--------|
| 朝阳 110 千伏输变电工程电缆沟 | 5,000.00   | 20.00  |
| 阳山大道铁路桥雨水泵站       | 1,500.00   | 666.00 |
| 宋家堰污水泵站           | 4,300.00   | 20.00  |
| 芙蓉北路（筑基路-太阳大道）    | 7,349.00   | 20.00  |
| 兴发路（筑基路-常德大道）     | 6,000.00   | 55.00  |
| 杨桥路（筑基路-常德大道）     | 6,000.00   | 55.00  |
| 机场路南延             | 6,625.00   | 20.00  |
| 高新大桥（丹溪路—中联大道）    | 25,000.00  | 0.00   |
| 河洑小镇              | 300,000.00 | 0.00   |
| 工程机械车辆暨农机大市场      | 450,000.00 | 0.00   |
| 三星北路（筑基路-常德大道）    | 5,000.00   | 20.00  |
| 合计                | 811,774.00 | 856.00 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司安置房项目与常德市政府签订协议，但盈利能力有限；棚户区改造项目分安置部分及商业部分，**

**主要依靠商业部分房地产销售实现资金平衡并获取一定收益；公司完工项目销售情况较好，随着已完工项目销售进度的推进，能为公司带来一定现金流入**

公司房屋销售业务主要包括安置房和部分商品房项目开发，安置房业务主要由子公司天健置业负责实施，商品房项目由子公司天源建设负责实施。同时，根据《关于明确我市 2011 年保障性住房建设有关项目投资主体的通知》（常政函[2011]125 号），常德市将市本级城市棚户区改造项目的投资主体确定为公司，并由子公司天源建设负责实施。

**业务模式：**公司安置房项目由政府划拨建设用地给公司，公司负责安置房的手续报建及项目建设

等，前期资金由公司自筹；项目完工后，经常德市财政局投资评审中心评审后，按照投资成本加成一定比例确认为投资收益与公司进行决算。棚户区改造项目分为安置部分和商业部分，其中安置部分，公司与选择回迁安置部分的拆迁户签订回迁协议，在项目建成后统一进行回迁安置，并根据回迁户选择的回迁房面积与原拆迁房屋的面积进行差额结算；商业部分则委托专业的房地产销售公司，按照商品房价格在市场进行销售，获取一定收益。

**业务稳定性及可持续性：**2017~2019 年，公司分别实现房屋销售收入 1.63 亿元、8.08 亿元和 19.50 亿元，其中 2019 年公司前期预售部分达到收入确认条件的较多，当期房屋销售收入大幅增长。截至 2020 年 3 月末，公司已完工棚户区改造项目为老西门棚改、天源星城棚改、天源鑫座棚改以及天源 599 等项目，完成投资 28.61 亿元，实现销售额 28.23 亿元。此外，公司长胜桥棚改和杨桥河两个项目均已完工并开始销售，目前尚未统计销售数据。

表 7：截至 2020 年 3 月末公司主要已完工棚户区改造项目（万元）

| 项目名称   | 项目总投资      | 已销售总额      | 未来两年销售安排及资金回笼计划 |           |
|--------|------------|------------|-----------------|-----------|
|        |            |            | 2020            | 2021      |
| 老西门棚改  | 141,474.00 | 119,026.80 | 18,000.00       | 20,497.74 |
| 天源星城棚改 | 81,091.00  | 92,272.55  | 7,000.00        | 4,993.05  |
| 天源鑫座棚改 | 55,221.00  | 62,505.88  | 5,669.25        | 5,669.25  |
| 天源 599 | 8,295.00   | 8,507.80   | 1,106.91        | 0.00      |
| 合计     | 286,081.00 | 282,313.03 | 31,776.16       | 31,160.04 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年 3 月末，公司在建棚户区改造项目为临江片区及小西门棚改项目，计划总投资 43.00 亿元，已投资 38.32 亿元，尚需投资 4.68 亿元。在建商业房地产项目为蓉国新赋项目，计划总投资 42.00 亿元，已投资 32.24 亿元，尚需投资 9.76 亿元。拟建项目为船码头棚改项目，计划总投资 4.10 亿元。

**公司其他业务包括园林绿化、物业管理及旅游相关等，规模尚小，对公司营业收入的贡献较小；2019 年公司土地征拆相关收入增幅较大，但可持续性较弱**

**园林绿化：**公司园林绿化业务包括园林绿化工程施工、室内绿化租摆、室外绿化养管及绿化工程苗木的销售，该部分业务主要由子公司常德市天润园林绿化有限公司负责运营。2017~2019 年，公司分别实现园林绿化业务收入 433.56 万元、433.69 万元和 41.69 万元。

**物业管理：**公司物业管理业务包括物业管理和自有房屋租赁等，目前主要是常德天健学府小区、

新东安小区、芙蓉官邸、天源星城、天源鑫座、老西门等物业的日常管理。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司分别获得物业管理收入 525.75 万元、624.17 万元、7,355.18 万元和 1,863.38 万元。随着小区入住率的提高，该项业务收入规模稳步增长。

**旅游相关业务：**2019 年 6 月，公司新并入子公司常德文旅投，新增旅游相关业务，常德文旅投主要负责常德市桃花源景区的运营管理业务，旅游相关收入来源主要为桃花源景区门票收入等。2019 年，公司实现旅游收入 0.25 亿元。

**土地指标销售和土地征补：**常德市政府赋予公司土地一级开发的职能，并将常德市部分土地委托公司进行土地整理开发，并定期和公司进行成本结算，一方面支持公司基础设施项目建设；另一方面保障公司的收益来源，实现持续发展。2019 年，常德市政府就公司前期整理的相关土地进行成本结算，当期分别实现土地指标销售和土地征补收入 0.85 亿元和 9.22 亿元，对公司收益形成一定补充。但受限于常德市政府委托公司整理土地数量有限以及相关成本的结算周期较长，该收入可持续性较

弱。

中诚信国际认为，公司是常德市市属国有企业及市区基础设施建设领域内两家主体之一，工程项目与常德市政府签订相关协议，回款情况较好；安置房项目与常德市政府签订协议，盈利能力较弱；棚户区改造项目分安置部分及商业部分，主要依靠商业部分房地产销售实现资金平衡并获取一定收益；公司在建及拟建项目规模较大，业务可持续性较强，但项目前期资金由公司自筹，公司面临较大的资本支出压力。同时，公司园林绿化、物业管理及旅游相关业务稳步发展，但目前规模尚小，对公司营业收入的贡献较小。

## 战略规划及管理

### 公司拥有相对完善的法人治理结构和管理体系

**管理水平：**公司严格按照《中华人民共和国公司法》及其他相关法律法规的要求，制定了《公司章程》，建立了规范的公司治理结构和议事规则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，不断完善和规范公司内部控制的组织架构，形成科学有效的职责分工和制衡机制，确保公司规范运作。同时，公司已建立了由出资人、董事会、监事会和经理层组成的相对健全的法人治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。

**战略规划：**公司继续推行整合转型战略，按照价值链导向，构建延展“三环四链”经营重点。

构建“三环”。内环：以城建和房地产业经营为内环，实行开发与建设和服务总承包，形成利润中心，使核心业务更加精专。中环：以内环为依托，向上游资源开发与下游资产经营延伸产业链，形成产业核心，使多元业务更具支撑。外环：以两环为中心，向实体产业辐射，形成投资轴心，使拓展业务更加生态。

延展“四链”。专业经营资源链：以土地资源开发为载体，从规划、拆迁、报地、拍卖等环节的专业经营，结合“开放强市、产业立市”整体谋划拟

匹配近 2 万亩土地资源的功能布局、空间开发与产业规划。深耕经营产业链：深耕主业，实行开发与建设服务总承，形成主业闭环，大幅提升赢利能力；布局产业，围绕主业延引渗透到装配建筑、建筑数据、智能装饰与停车及城市环保产业领域，深耕布局。拓展经营资产链：控制性经营城市、水、空间、广告等授权经营的公共资产与政府购买服务的公益性资产；整合性经营公司自营项目，尤其是片区开发形成的商业资产；拓展性经营建筑数据、停车数据、专业 saas 应用等多维度数据资产，逐步建成城建大数据平台，为资本增值奠定坚实的基础。投资经营资本链：围绕小贷、租赁、银行等金融与类金融企业开展服务与投资；围绕产业的上下游，积极推行产业投资，并用所投资产，加强对上市公司的投资；围绕布局的产业，自主培育建筑类、资产类、服务类、数据类等企业上市主体，大幅提升城市资产的价值。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告、经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告，分析时 2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

### 盈利能力

**公司营业收入快速增长，但营业毛利率持续下降；利润总额稳步增长，经营性业务利润是其主要构成，且近年来公司主营业务回款情况较好**

**营业总收入：**近年来公司营业总收入保持增长，其中 2019 年受新增纳入合并范围子公司影响，当期营业总收入大幅增加。从收入构成来看，公司收入主要来源于工程施工业务和房屋销售业务，两项业务均保持稳步增长。此外，公司在原有业务基础上，逐步进行市场化转型，强化造血能力，园林

绿化、物业管理及旅游相关业务稳步发展，但目前收入规模尚小，对营业总收入贡献较小。2019 年，公司其他业务中新增土地指标销售和土地征补收入，且规模较大，主要系当期常德市政府就公司前期相关土地整理开发成本进行补偿，可持续性较弱。毛利率方面，近年来公司营业毛利率持续下滑，主要系工程施工业务毛利率下滑以及毛利率较低的房屋销售收入占比上升所致。其中，2019 年，受新纳入合并子公司业务毛利率较低影响，当期公司工程施工业务毛利率下降至 13.97%；同期，公司其他业务中新增土地指标销售和土地征补收入，规模较大且毛利率较低，一定程度上拉低公司营业毛利率。

表 8：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

| 项目    | 2017  | 2018  | 2019  |
|-------|-------|-------|-------|
| 工程施工  | 21.19 | 26.31 | 13.97 |
| 房屋销售  | -0.79 | -0.50 | 0.60  |
| 园林绿化  | 11.89 | 49.63 | 13.58 |
| 物业管理  | 93.31 | 93.20 | 11.26 |
| 其他业务  | 97.33 | 97.40 | 1.86  |
| 营业毛利率 | 20.00 | 15.38 | 8.41  |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**期间费用：**公司期间费用以管理费用为主，近年来随着资产规模扩大以及新增子公司数量较多，公司管理费用逐年增加。公司销售费用规模较小，主要为业务招待、广告宣传、办公检测及设计安装费用。公司将用于工程建设项目的利息支出资本化，使得财务费用中利息支出规模较小。2019 年，受公司营业总收入大幅增长影响，公司期间费用率降幅较大。整体而言，公司期间费用控制情况尚可。

**利润总额：**经营性业务利润和营业外损益是公司利润总额的主要来源，投资收益对利润总额形成一定补充。2017~2019 年，公司经营性业务利润分别为 1.25 亿元、2.51 亿元和 7.79 亿元；同期，公司分别获得政府补助 2.27 亿元、3.88 亿元和 6.21 亿元，政府补助占利润总额的比重分别为 63.41%、85.09%和 72.89%，利润总额对财政补助的依赖程度较高。公司投资收益主要来源于公司持有的相关股权确认的投资收益，2017~2019 年，公司投资收益

分别为 0.66 亿元、0.35 亿元和 0.44 亿元，对公司利润总额形成一定补充。

**收现比：**近年来，公司收现比指标保持较好，2019 年受收入增幅较大影响，收现比指标有所下降，整体而言公司获现情况较好。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

|           | 2017  | 2018  | 2019  |
|-----------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 15.44 | 17.71 | 69.44 |
| 期间费用合计    | 1.75  | 2.05  | 3.52  |
| 期间费用率(%)  | 11.31 | 11.55 | 5.06  |
| 经营性业务利润   | 1.25  | 2.51  | 7.79  |
| 其他收益      | 0.00  | 2.08  | 5.91  |
| 投资收益      | 0.66  | 0.35  | 0.44  |
| 营业外损益     | 2.26  | 1.71  | 0.30  |
| 利润总额      | 3.58  | 4.56  | 8.52  |
| 收现比(X)    | 1.89  | 1.42  | 0.78  |
| 总资产收益率(%) | 0.50  | 0.58  | 0.88  |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

**以土地资产及项目开发成本为主的存货系公司资产的主要构成，近年来保持稳步增长，但流动性较弱；公司债务规模有所上升，但受益于资产注入及股权划转，公司资本实力稳步增强，总资本化比率持续下降**

**总资产：**随着公司业务持续发展以及股东对公司资产注入，公司总资产规模逐年增长，其中 2019 年，常德市国资委将常德文旅投等公司股权划转至公司，当期末公司总资产规模增幅较大。公司资产以流动资产为主，近年来流动资产在总资产中的占比保持在 70%以上。

**所有者权益：**近年来公司所有者权益有稳步增长，主要系近年来常德市国资委将部分资产及其他公司股权注入公司所致。其中，2019 年，常德市国资委将常德文旅投等公司股权无偿划转至公司，公司当期资本公积及所有者权益大幅增长。

**资本结构：**受益于公司资产规模及所有者权益稳步增长，公司资产负债率及总资本化比率持续下降。公司总债务规模有所波动，从债务结构看，近年来公司短期债务规模持续上升，主要系公司长期

债务将于一年内到期而转入一年内到期的非流动负债所致，公司债务仍以长期债务为主，符合公司城市开发业务对资金周转周期需求较长的特点。

**资产质量：**公司资产以存货、货币资金、应收类款项、预付款项、无形资产、投资性房地产和其他非流动资产为主。从资产流动性来看，公司存货主要由公司在开发土地及项目开发成本构成，无形资产主要由土地使用权构成，公司土地资产规模较大，资产流动性较弱，截至 2020 年 3 月末，公司存货中土地资产面积为 1,805.10 万平方米，账面价值为 377.36 亿元，主要为商业及住宅用地等，均已足额缴纳土地出让金。从资产收益性来看，公司土地资产收益性受当地土地市场行情影响较大；同时，公司拥有一定规模的可供出售金融资产和长期股权投资，能够为公司带来一定的投资收益。

**应收类款项/总资产：**截至 2019 年末，公司应收类款项余额 101.12 亿元，占当期末总资产的 8.85%。公司应收账款主要为应收常德市财政局委托代建工程款，回款具有一定保障。公司其他应收款主要系公司与常德市财政局、桃源县财政局、常德市现代农业投资集团有限公司、常德市鼎城区公寓楼安置工作领导小组等单位的往来款。

表 10：近年来公司主要资产、权益情况（亿元、%）

|           | 2017   | 2018   | 2019   |
|-----------|--------|--------|--------|
| 货币资金      | 89.49  | 52.18  | 45.22  |
| 存货        | 473.69 | 536.32 | 660.22 |
| 预付款项      | 30.24  | 45.95  | 30.40  |
| 无形资产      | 32.00  | 31.07  | 100.50 |
| 投资性房地产    | 0.00   | 0.00   | 40.38  |
| 其他非流动资产   | 41.07  | 41.07  | 98.70  |
| 固定资产      | 1.15   | 1.11   | 29.45  |
| 应收类款项/总资产 | 8.69   | 8.56   | 8.85   |
| 资本公积      | 317.54 | 345.95 | 564.46 |
| 少数股东权益    | 23.08  | 23.10  | 23.08  |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流状况较好，但债务规模较大，各偿债指标较弱；同时，公司短期债务逐年增长，货币资金不能覆盖短期债务，面临一定的短期偿债

## 压力

**现金流：**受益于公司各项业务的稳步推进及业务回款情况较高，近年来公司经营活动现金流入呈稳步增长趋势；经营活动现金流出主要系公司项目推进产生，近年来亦保持增长；公司经营活动净现金流有所波动但持续呈净流入状态。公司投资活动产生现金流出主要是对联营企业的股权投资、购买理财产品和购置商业用地；投资活动现金流入主要系公司投资理财产品到期回收等，近年来投资活动净现金流波动较大，其中 2017 年公司购置商业用地缴纳的土地出让金以及对联营企业的股权投资规模较大，当期投资活动净现金流为-41.62 亿元，净流出规模较大。公司筹资活动主要用于弥补经营及投资活动资金缺口，主要通过银行借款、发行债务融资工具等外部融资渠道进行融资。近年来公司经营活动净现金流持续净流入，投资活动净现金流波动较大，公司筹资活动以偿还债务为主，近两年来呈净流出状态。

**偿债指标：**公司 EBITDA 持续增长，经营活动净现金流持续净流入，但公司债务规模较大且有所波动，EBITDA 及经营活动净现金流对总债务的覆盖能力均较弱，且 EBITDA 及经营活动净现金流均不能覆盖利息支出。

**货币资金/短期债务：**公司短期债务规模持续增长，货币资金对短期债务的覆盖能力逐年下降，不能形成完全覆盖；截至 2019 年末，公司短期债务 91.64 亿元，面临一定的短期偿债压力。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

|                | 2017   | 2018   | 2019   |
|----------------|--------|--------|--------|
| 经营活动净现金流       | 1.79   | 1.09   | 19.68  |
| 筹资活动净现金流       | 54.84  | -42.37 | -24.24 |
| 投资活动净现金流       | -41.62 | 3.97   | -2.43  |
| 短期债务           | 52.64  | 78.99  | 91.64  |
| 总债务            | 334.97 | 303.98 | 354.41 |
| 经营活动净现金流/总债务   | 0.01   | 0.00   | 0.06   |
| 总债务/EBITDA     | 72.77  | 54.09  | 34.49  |
| EBITDA 利息覆盖倍数  | 0.64   | 0.65   | 0.46   |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数 | 0.25   | 0.13   | 0.89   |
| 货币资金/短期债务      | 1.70   | 0.66   | 0.49   |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**到期债务分布:**公司 2020 年 4~12 月、2021 年、2022 年、2023 年及以后公司到期债务分别为 95.89 亿元、103.71 亿元、63.44 亿元和 100.5 亿元。

**受限资产/总资产:**截至 2020 年 3 月末, 公司受限资产账面价值合计 187.89 亿元, 占当期末总资产的比重为 16.45%。

**对外担保/净资产:**截至 2020 年 3 月末, 公司对外担保总额为 36.44 亿元, 占同期末净资产的比例为 5.45%, 主要系公司对常德市城市公用资产经营管理有限公司、湖南省棚户区改造投资有限公司及鼎城江南新城建设投资开发有限公司等公司提供的担保。

表 12: 截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况 (亿元)

| 担保人  | 被担保人              | 担保额度  |
|------|-------------------|-------|
| 常德城投 | 湖南省棚户区改造投资有限公司    | 25.99 |
| 常德城投 | 常德市城市公用资产经营管理有限公司 | 8.49  |
| 常德城投 | 鼎城江南新城建设投资开发有限公司  | 1.96  |
| 合计   |                   | 36.44 |

资料来源: 公司提供

**银行授信:**截至 2020 年 3 月末, 公司共获得银行授信 462.69 亿元, 尚未使用的银行授信额度为 301.69 亿元, 备用流动性充足。

**过往债务履约情况:**根据公司提供的《企业信用报告》, 截至 2020 年 5 月 21 日, 公司无未结清不良信贷信息, 无欠息信息, 未出现逾期未偿还银行贷款的情况。

## 外部支持

### 支持能力

**资源投入及协调能力:**近年来常德市经济、财政实力均保持增长态势, 在湖南省各地级市中位于第一阶梯, 具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

### 支持意愿

**区域垄断性及地位重要性:**公司是常德市市属国有企业及市区基础设施建设领域内两家主体之一, 主要负责常德市武陵大道以西区域内的开发建

设, 是常德市“西移北扩”战略中“西移”部分的实施主体。公司作为常德市城区最重要的建设开发主体, 对常德市城市发展具有重要意义, 区域地位重要。

**历史支持记录:**从历史获得支持情况来看, 主要体现在资本注入、资金支持两个方面。资产注入方面, 常德市国资委陆续向公司注入股权和大量土地资产以充实资本, 如 2010 年常德市国资委将市江南城区的自来水厂等水务资产注入公司增加公司资本公积 11.21 亿元, 将 3,476.45 亩土地注入公司, 增加资本公积 34.33 亿元; 2012 年, 常德市财政局将 19.21 亿元土地资产注入公司置换公司应收财政局账款 10.20 亿元, 其余增加资本公积 9.01 亿元; 2014 年, 常德市财政局将 85.53 亿元土地资产注入公司置换公司应收财政局账款 33.84 亿元, 其余增加资本公积 51.69 亿元。2016 年, 常德市财政局将 75.88 亿元土地资产注入公司置换公司应收财政局款项 24.41 亿元, 其余增加资本公积 51.47 亿元。2018 年, 常德市国资委将江南城市发展等 3 家公司股权划入公司, 增加公司资本公积 28.41 亿元; 2019 年, 常德市国资委将常德文旅投、经房物业、天城建设等公司股权无偿划入公司。

资金方面, 自 2010 年起, 常德市政府每年均给予公司一定的资金作为财政补贴, 增加公司盈利能力。其中, 2017~2019 年, 公司分别获得财政补贴 2.27 亿元、3.88 亿元和 6.21 亿元。

中诚信国际认为, 鉴于公司在常德市城市基础设施建设投融资领域的重要地位以及公司历史上获得的支持情况, 预计公司将继续获得股东的大力支持。

### 偿债保障措施

根据公司提供的由中合担保出具的《担保函》(编号: ZH-G-BD2019005), 中合担保为公司此次发行面额总计不超过人民币 9.5 亿元, 发行期限不超过 7 年的“2020 年常德市城市建设投资集团有限公司公司债券”的本息兑付提供全额无条件不可撤

销连带责任保证担保。

中合担保成立于 2012 年 7 月 19 日，是国务院关于利用外资设立担保公司、支持中小企业发展的试点项目，由国家发改委根据《国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见》牵头组织设立，是缓解中小企业融资困境、发展多层次中小企业金融服务的重要举措，公司实行“政策性指导、商业化运作”，得到国家政府部门的大力支持。

中合中小企业融资担保股份有限公司成立时注册资本 51.26 亿元，后经 2016 年增资，截至 2019 年末，公司注册资本增至 71.76 亿元，实收资本为 71.76 亿元。中合担保由中方和外方共 8 家股东共同发起设立，其中中方股东 6 家，包括海航科技股份有限公司、海航资本集团有限公司、中国宝武钢铁集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、中国进出口银行、内蒙古鑫泰投资有限公司。外方股东为 JPMorgan China Investment Company Limited 和西门子（中国）有限公司，雄厚的股东实力和较为分散的股权结构为公司发展奠定了良好的基础。

中合担保以支持中小企业发展为宗旨，充分利用资本规模和信用优势开展业务，致力于为广大客户特别是中小企业提供有效的金融服务。中合担保目前的主要业务为担保业务和资金运作业务，其中担保业务包括融资性担保业务和非融资性担保业务。此外，中合担保的全资子公司中合共赢资产管理有限公司以私募基金管理业务为其主要业务方向，截至 2019 年末，其在管基金规模为 259.25 亿元，全年实现收入 1,947.57 万元，净利润-241.85 万元。

综上，中诚信国际评定中合中小企业融资担保股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；中合中小企业融资担保股份有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了强有力的保障

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定常德市城市建设投资集团有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望

为稳定；评定“2020 年常德市城市建设投资集团有限公司公司债券”的信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于 2020 年常德市城市建设投资集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

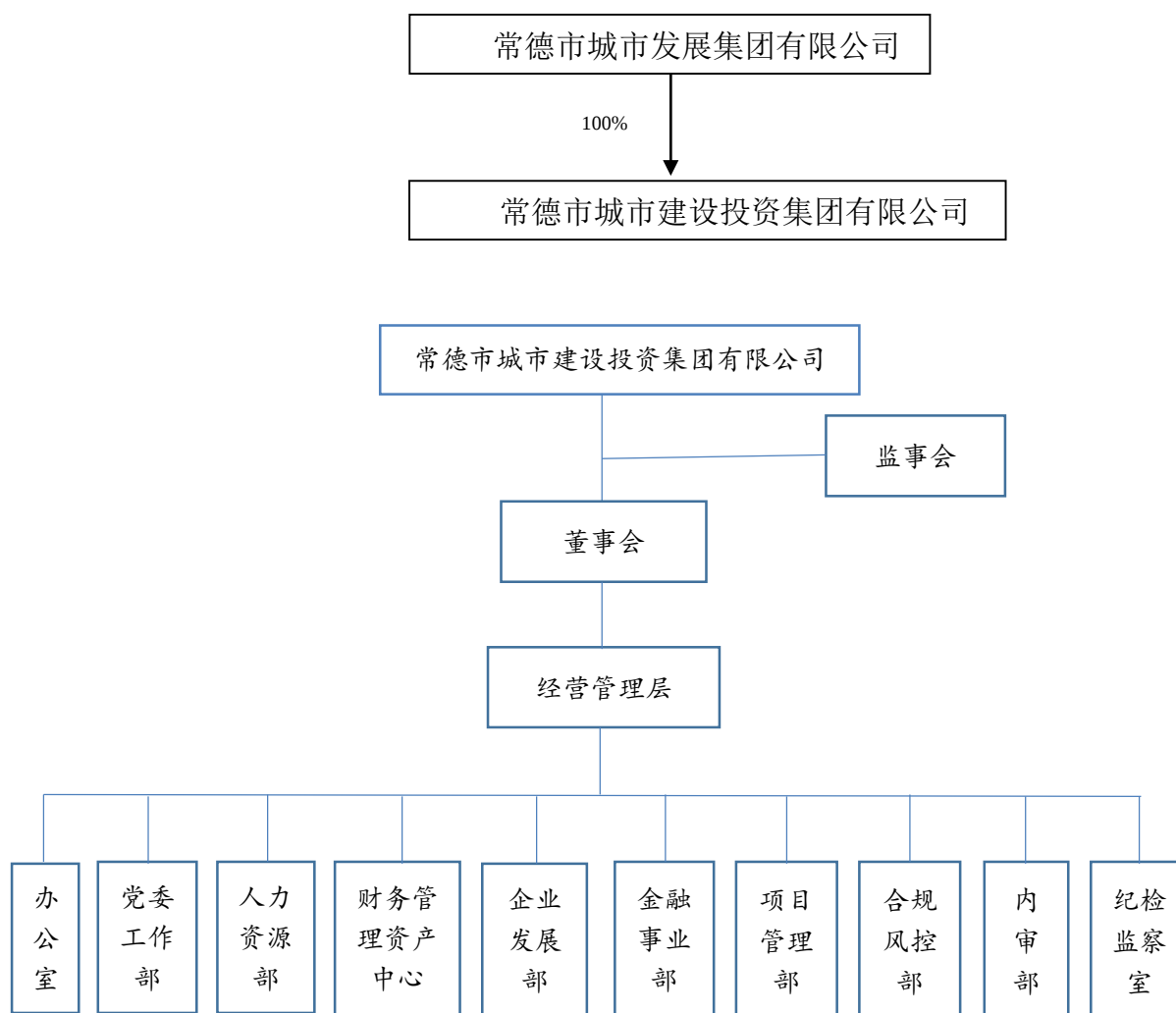
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 07 月 13 日

# 附一：常德市城市建设投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：常德市城市建设投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元）       | 2017         | 2018         | 2019          |
|-------------------|--------------|--------------|---------------|
| 货币资金              | 894,931.96   | 521,799.88   | 452,214.38    |
| 应收账款              | 2,184.02     | 2,748.31     | 321,806.81    |
| 其他应收款             | 658,623.18   | 682,780.52   | 689,405.40    |
| 存货                | 4,736,944.10 | 5,363,235.62 | 6,602,197.39  |
| 长期投资              | 184,914.48   | 130,204.56   | 222,654.54    |
| 在建工程              | 0.00         | 61,819.80    | 51,026.28     |
| 无形资产              | 320,032.36   | 310,654.26   | 1,004,992.73  |
| 总资产               | 7,606,745.95 | 8,009,572.86 | 11,421,656.41 |
| 其他应付款             | 332,164.75   | 679,979.63   | 521,407.67    |
| 短期债务              | 526,392.26   | 789,898.30   | 916,422.70    |
| 长期债务              | 2,823,284.81 | 2,249,856.54 | 2,627,639.00  |
| 总债务               | 3,349,677.07 | 3,039,754.84 | 3,544,061.70  |
| 总负债               | 3,797,781.61 | 3,873,624.28 | 4,739,444.09  |
| 费用化利息支出           | 0.00         | 0.00         | 164.13        |
| 资本化利息支出           | 72,000.00    | 85,972.49    | 221,714.34    |
| 实收资本              | 50,000.00    | 50,000.00    | 50,000.00     |
| 少数股东权益            | 230,792.03   | 230,958.22   | 230,806.92    |
| 所有者权益合计           | 3,808,964.34 | 4,135,948.58 | 6,682,212.31  |
| 营业总收入             | 154,428.82   | 177,077.82   | 694,374.39    |
| 经营性业务利润           | 12,465.98    | 25,055.28    | 77,854.38     |
| 投资收益              | 662.00       | 3,536.27     | 4,370.55      |
| 净利润               | 35,752.11    | 44,312.27    | 79,747.16     |
| EBIT              | 35,805.00    | 45,634.21    | 85,351.57     |
| EBITDA            | 46,032.66    | 56,194.52    | 102,753.27    |
| 销售商品、提供劳务收到的现金    | 292,479.68   | 251,001.17   | 543,014.51    |
| 收到其他与经营活动有关的现金    | 197,676.67   | 235,567.11   | 445,613.79    |
| 购买商品、接受劳务支付的现金    | 257,425.12   | 243,671.60   | 574,364.77    |
| 支付其他与经营活动有关的现金    | 207,430.64   | 222,479.34   | 161,047.33    |
| 吸收投资收到的现金         | 0.00         | 0.00         | 660.00        |
| 资本支出              | 204,454.68   | 30,523.29    | 2,591.09      |
| 经营活动产生现金净流量       | 17,871.61    | 10,943.36    | 196,771.39    |
| 投资活动产生现金净流量       | -416,213.55  | 39,668.44    | -24,303.42    |
| 筹资活动产生现金净流量       | 548,440.99   | -423,743.88  | -242,357.98   |
| 财务指标              | 2017         | 2018         | 2019          |
| 营业毛利率(%)          | 20.00        | 15.38        | 8.41          |
| 期间费用率(%)          | 11.31        | 11.55        | 5.06          |
| 应收类款项/总资产(%)      | 8.69         | 8.56         | 8.85          |
| 收现比(X)            | 1.89         | 1.42         | 0.78          |
| 总资产收益率(%)         | 0.50         | 0.58         | 0.88          |
| 资产负债率(%)          | 49.93        | 48.36        | 41.50         |
| 总资本化比率(%)         | 46.79        | 42.36        | 34.66         |
| 短期债务/总债务(%)       | 15.71        | 25.99        | 25.86         |
| FFO/总债务(X)        | 0.02         | 0.02         | 0.03          |
| FFO 利息倍数(X)       | 0.77         | 0.60         | 0.42          |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | 0.25         | 0.13         | 0.89          |
| 总债务/EBITDA(X)     | 72.77        | 54.09        | 34.49         |
| EBITDA/短期债务(X)    | 0.09         | 0.07         | 0.11          |
| 货币资金/短期债务(X)      | 1.70         | 0.66         | 0.49          |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X)  | 0.64         | 0.65         | 0.46          |

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理；2、公司各年度财务报表均按新会计准则编制；3、计算合并口径总债务时，将各期其他应付款中的有息债务计入短期债务，将长期应付款中的有息债务计入长期债务。

### 附三：中合中小企业融资担保股份有限公司财务数据及主要指标

| 财务数据（金额单位：百万元）         | 2017       | 2018       | 2019      |
|------------------------|------------|------------|-----------|
| 资产                     |            |            |           |
| 货币资金                   | 146.12     | 109.07     | 120.99    |
| 定期存款                   | 482.80     | 32.26      | 968.89    |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 2,912.24   | 2,110.05   | 1,740.71  |
| 可供出售金融资产               | 5,786.92   | 6,839.54   | 3,471.98  |
| 持有至到期投资                | 0.00       | 0.00       | 548.94    |
| 长期股权投资                 | 630.98     | 554.56     | 498.50    |
| 资产合计                   | 12,247.78  | 11,649.99  | 10,193.92 |
| 负债及所有者权益               |            |            |           |
| 担保损失准备金合计              | 1,369.88   | 1,357.68   | 1,028.57  |
| 实收资本                   | 7,176.40   | 7,176.40   | 7,176.40  |
| 所有者权益合计                | 8,632.53   | 8,360.01   | 8,078.90  |
| 利润表摘要                  |            |            |           |
| 担保业务收入                 | 839.24     | 747.38     | 627.71    |
| 担保赔偿准备金支出              | (150.53)   | (120.97)   | 198.27    |
| 提取未到期责任准备              | 14.08      | 130.57     | 129.86    |
| 投资收益                   | 589.26     | 483.46     | 362.52    |
| 业务及管理费用                | (261.95)   | (166.83)   | (117.02)  |
| 税金及附加                  | (16.80)    | (11.85)    | (8.15)    |
| 税前利润                   | 809.38     | 114.41     | 19.86     |
| 净利润                    | 611.49     | 71.14      | 28.71     |
| 担保组合                   |            |            |           |
| 在保余额                   | 108,878.54 | 100,498.48 | 83,704.08 |
| 在保责任余额                 | 108,878.54 | 81,097.14  | 68,144.61 |
| 财务指标                   | 2017       | 2018       | 2019      |
| 年增长率（%）                |            |            |           |
| 总资产                    | 1.19       | (4.88)     | (12.50)   |
| 担保损失准备金合计              | 11.42      | (0.89)     | (24.24)   |
| 所有者权益                  | 4.40       | (3.16)     | (3.36)    |
| 担保业务收入                 | (0.39)     | (10.95)    | (16.01)   |
| 业务及管理费用                | 1.65       | (36.31)    | (29.86)   |
| 税前利润                   | 17.44      | (85.86)    | (82.64)   |
| 净利润                    | 15.58      | (88.37)    | (59.64)   |
| 在保余额                   | 25.22      | (7.70)     | (16.71)   |
| 盈利能力（%）                |            |            |           |
| 平均资产回报率                | 5.02       | 0.60       | 0.26      |
| 平均资本回报率                | 7.24       | 0.84       | 0.35      |
| 担保项目质量（%）              |            |            |           |
| 累计代偿率                  | 2.21       | 2.81       | 4.08      |
| 担保损失准备金/在保责任余额         | 1.26       | 1.67       | 1.51      |
| 最大单一客户在保余额/核心资本        | 21.34      | 22.92      | 20.91     |
| 最大十家客户在保余额/核心资本        | 177.77     | 189.45     | 186.90    |
| 资本充足性（母公司口径）           |            |            |           |
| 净资产（百万元）               | 8,622.52   | 8,498.18   | 8,226.97  |
| 核心资本（百万元）              | 9,310.42   | 9,200.30   | 8,657.05  |
| 净资产放大倍数（X）             | 12.63      | 9.54       | 8.28      |
| 核心资本放大倍数（X）            | 11.69      | 8.81       | 7.87      |
| 流动性（%）                 |            |            |           |
| 高流动性资产/总资产             | 36.34      | 49.57      | 52.98     |
| 高流动性资产/在保责任余额          | 4.09       | 7.12       | 7.92      |

注：公司自 2018 年起使用的在保责任余额为依据《融资担保公司监督管理条例》计算的融资担保责任余额。

## 附四：常德市城市建设投资集团有限公司基本财务指标的计算公式

| 指标   |                    | 计算公式                                                          |
|------|--------------------|---------------------------------------------------------------|
| 资本结构 | 短期债务               | =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
|      | 长期债务               | =长期借款+应付债券+其他债务调整项                                            |
|      | 总债务                | =长期债务+短期债务                                                    |
|      | 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+所有者权益合计)                                            |
|      | 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                                      |
|      | 应收类款项/总资产          | =(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产                                       |
| 盈利能力 | 营业成本合计             | =营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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        |
|      | 营业毛利率              | =(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入                                         |
|      | 期间费用合计             | =财务费用+管理费用+销售费用+研发费用                                          |
|      | 期间费用率              | =(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入                                  |
|      | 经营性业务利润            | =营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益                  |
|      | EBIT (息税前盈余)       | =利润总额+费用化利息支出                                                 |
|      | 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                                      |
|      | 总资产收益率             | =EBIT/总资产平均余额                                                 |
|      | EBIT 利润率           | =EBIT/当年营业总收入                                                 |
| 现金流  | EBITDA 利润率         | =EBITDA/当年营业总收入                                               |
|      | FFO (营运现金流)        | =经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)                |
|      | 收现比                | =销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入                                          |
| 偿债能力 | 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                                      |
|      | EBITDA 利息覆盖倍数      | =EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)                                     |
|      | FFO 利息覆盖倍数         | =FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)                                        |
| 偿债能力 | 经营活动净现金流利息覆盖倍数     | =经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)                                   |

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附五：中合中小企业融资担保股份有限公司主要财务指标计算公式

| 指标    |            | 计算公式                                |
|-------|------------|-------------------------------------|
| 盈利能力  | 业务及管理费用    | 销售费用+管理费用                           |
|       | 平均资本回报率    | 净利润/[(当期末所有者权益总额+上期末所有者权益总额)/2]     |
|       | 平均资产回报率    | 净利润/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]           |
| 资产质量  | 累计代偿率      | 累计代偿额/累计解除担保额                       |
|       | 担保损失准备金    | 未到期责任准备金+担保赔偿准备金                    |
| 流动性   | 高流动性资产     | 货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+其他调整项   |
| 资本充足性 | 核心资本       | 所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-按成本计量的可供出售权益工具 |
|       | 核心资本担保放大倍数 | 在保责任余额/核心资本                         |

## 附六：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 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 级及以下等级外，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。

| 中长期债券等级符号 | 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 级及以下等级外，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。

| 短期债券等级符号 | 含义                       |
|----------|--------------------------|
| A-1      | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2      | 还本付息风险较小，安全性较高。          |
| A-3      | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B        | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。       |
| C        | 还本付息风险很高，违约风险较高。         |
| D        | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。

| 担保公司等级符号 | 含义                                             |
|----------|------------------------------------------------|
| AAA      | 受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA       | 受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。  |
| A        | 受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
| BBB      | 受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| BB       | 受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大。   |
| B        | 受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大。   |
| CCC      | 受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大。     |
| CC       | 受评担保公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务。               |
| C        | 受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务。                           |

注：1、除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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；2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。