



2022 年浏阳市城乡发展集团有限责任公司 县城新型城镇化建设专项企业债 券（第一期）信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20221705D-02

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

跟踪评级安排

- 根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期债券的存续期内对其每年进行跟踪评级。
- 我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行人公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行人发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2022 年 11 月 15 日

发行人及评级结果	浏阳市城乡发展集团有限责任公司	AA+/稳定
----------	-----------------	--------

本期债项评级结果	AA+
----------	-----

发行要素

拟发行金额为 7.20 亿元，期限为 7 年，在债券存续期的第 5 个计息年度末附设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，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。本期债券拟将 5.00 亿元用于浏阳市花火浏阳特色文旅基础设施建设项目，2.20 亿元用于补充营运资金。

评级观点

中诚信国际认为浏阳市经济及财政实力持续增强，潜在的支持能力强；浏阳市城乡发展集团有限责任公司（以下简称“浏发集团”或“公司”或“发行人”）是浏阳市最重要、资产规模最大的城市基础设施建设主体，近年来获得了股东的大力支持，浏阳市政府对公司的支持意愿强。此外，公司持有的可出让土地资源较为充足，未来可为公司带来一定收益。同时，需关注公司土地开发业务受市场和政策影响较大，资产质量一般以及债务规模增长较快等因素对其经营及信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，浏阳市城乡发展集团有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：浏阳市经济、财政实力显著增强；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：浏阳市经济、财政实力大幅下滑；公司地位下降，致使股东对公司的支持意愿减弱；公司经营情况及财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

正面

- **区域经济及财政实力较强。**浏阳市具备良好的区位条件和工业基础，经济总量在长沙市各区、县（市）中排名靠前，财政实力保持快速增长，为公司发展提供了良好的外部条件。
- **区域地位重要，获得了有力的外部支持。**公司是浏阳市城区范围内最重要的城市基础设施建设主体，业务具有垄断性，公司区域地位重要。基于公司的突出地位，浏阳市人民政府陆续向公司注入资产，以增强其资本实力和融资能力；同时每年拨付项目建设补助资金，以支持公司业务开展。
- **持有的可出让土地资源较为充足。**截至2022年6月末，公司存货中土地资产账面价值为280.12亿元，以出让地为主，用途以商服、商住、住宅居多，未来可通过转让、开发等获得一定收益。

关注

- **土地开发业务受市场和政策影响较大。**土地开发业务是公司主营业务之一，近年来该业务收入波动较大且该业务易受房地产市场及相关政策影响。
- **资产质量一般。**公司资产中以开发成本和土地资产为主的存货、以水库资产为主的固定资产占比较高，且抵押受限的土地资产规模较大；公司有一定规模的股权投资，但尚未形成有效收益，整体来看，公司资产质量一般。
- **债务规模增长较快。**近年来，公司总债务规模呈逐年快速增长趋势，截至2022年6月末，公司总债务为347.09亿元，资产负债率及总资本化比率分别增加至50.49%和45.38%，公司面临一定的债务压力。

项目负责人：张 蕾 lzhang02@ccxi.com.cn
项目组成员：朱航园 hyzhu@ccxi.com.cn
 鄢 红 hyan@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(027)87339288

财务概况

浏发集团（合并口径）	2019	2020	2021	2022.6/2022.1~6
总资产（亿元）	540.10	659.00	811.37	856.22
经调整的所有者权益合计（亿元）	288.25	327.48	412.25	417.76
总负债（亿元）	245.67	325.35	392.94	432.27
总债务（亿元）	181.43	260.79	324.32	347.09
营业总收入（亿元）	36.27	33.85	37.77	20.01
经营性业务利润（亿元）	6.79	5.40	7.09	4.41
净利润（亿元）	6.99	5.74	7.23	4.73
EBITDA（亿元）	8.73	7.43	9.23	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.49	-23.07	-22.31	-2.97
总资本化比率(%)	38.63	44.33	44.03	45.38
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.97	0.58	0.52	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年模拟财务报表审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表整理，其中模拟财务报表审计报告只模拟 2019 年财务数据；2、中诚信国际分析时将公司各期其他流动负债中的带息债务计入短期债务，将公司各期长期应付款中的带息债务计入长期债务；3、财务报告按照新会计准则编制，分析时 2019 年~2021 年财务数据均为审计报告期末数，2022 年半年度财务数据为财务报表期末数；4、公司 2022 年半年度利息支出及现金流量补充表未经审计，故相关指标失效。

同行业比较（2021 年数据）

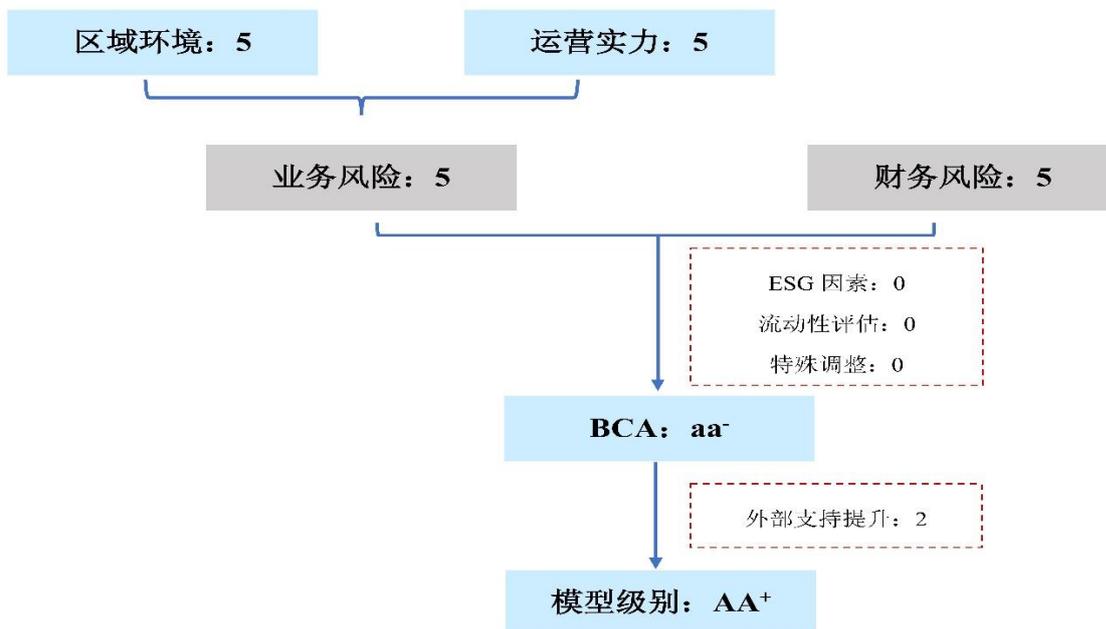
项目	浏发集团	长沙县星城	成都空港兴城	桐乡城投
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	长沙市浏阳市	长沙市长沙县	成都市双流区	嘉兴市桐乡市
GDP（亿元）	1,616.60	2,003.20	1,130.56	1,141.69
一般公共预算收入（亿元）	104.26	132.57	90.17	109.31
经调整的所有者权益合计（亿元）	412.25	230.47	550.69	367.09
总资本化比率（%）	44.03	48.28	43.47	56.04
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.52	0.36	0.48	0.76

注：1、长沙县星城系“长沙县星城发展集团有限公司”的简称，成都空港兴城系“成都空港兴城投资集团有限公司”的简称，桐乡城投系“桐乡市城市建设投资有限公司”的简称；2、浏发集团各项指标为调整公益性资产及非经常性损益后指标，长沙县星城、成都空港兴城及桐乡城投各项指标均未调整。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

评级模型

浏阳市城乡发展集团有限责任公司评级模型打分(2022_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险：

中诚信国际认为，浏发集团主营业务突出，部分业务具有区域专营性，业务竞争力很强；公司承担的主要职能和业务较为稳定，在建及拟建项目充足，业务稳定性和持续性很强。但公司未来资本支出压力较大，且土地开发整理业务受房地产市场及政策影响较大，存在一定不确定性，需关注公司后续经营情况。此外，公司资产中以开发成本和土地资产为主的存货、以水库资产为主的固定资产占比较高，资产流动性一般且收益性较弱，资产质量一般。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，主要系受益于浏阳市政府的大力支持，近年来公司经调整的所有者权益持续增长，具备很强的资本实力；同时公司财务杠杆尚处于合理水平；但 EBITDA 利息保障倍数处于较低水平，且逐年下降，对公司利息支出的覆盖能力较弱。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对浏发集团个体基础信用等级无影响，浏发集团具有 aa⁻ 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，浏阳市政府对公司的支持能力强和支持意愿强，主要体现在浏阳市经济、财政实力均保持较快的增长态势；浏发集团系浏阳市最重要、资产规模最大的城市基础设施建设主体，成立以来持续获得政府在股权划转、资本注入等方面的大力支持，区域重性及与政府的关联性高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

发行人概况

浏发集团系于 2020 年 4 月由浏阳市人民政府批复同意、浏阳市国有资产事务中心（以下简称“浏阳市国资中心”）出资成立。2020 年 4 月浏阳市国资中心将其持有的浏阳市城市建设集团有限公司（以下简称“浏阳城建”）100% 股权、浏阳市水利建设投资有限公司（以下简称“浏阳水利”）100% 股权和浏阳市文化旅游产业发展有限责任公司（以下简称“文旅公司”）100% 股权无偿划转至浏发集团，浏发集团以上述三家公司为主体组建，对三家公司履行出资人职责。截至 2022 年 6 月末，公司注册资本为 100.00 亿元，实收资本为 60.00 亿元，浏阳市国资中心是公司唯一股东及实际控制人。

公司是浏阳市最重要、资产规模最大的城市基础设施建设主体，业务具有垄断性，主要负责浏阳市全市范围内（除浏阳经济技术开发区（高新技术产业开发区））的基础设施建设、土地开发整理、重点水利工程建设、耕地指标交易等业务，逐步形成城市建设、城市运营、乡村振兴、文旅投资、产业投资和金融投资六大板块业务。

表 1：截至 2021 年末公司主要的一级子公司情况（亿元、%）

全称	简称	持股比例	截至 2021 年末			2021 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
浏阳市城市建设集团有限公司	浏阳城建	100	548.86	246.23	55.14	22.22	5.19
浏阳市水利建设投资有限公司	浏阳水利	100	251.72	178.38	29.14	11.86	2.24
浏阳市文化旅游产业发展有限责任公司	文旅公司	100	61.47	29.87	51.41	5.17	0.69

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

公司本次债券注册额度为 17.20 亿元，本期债券为第一期发行，计划发行规模为 7.20 亿元。本期债券期限为 7 年，在债券存续期的第 5 个计息年度末附设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。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。在本期债券存续期内第 5 个计息年度末，如投资者行使回售选择权，则回售部分债券本金在当期兑付日支付，未回售部分债券在本期债券存续期第 5 至第 7 个计息年度末分别按照剩余债券每百元本金值的 20% 比例偿还债券本金。

募集资金用途

本期债券计划发行总额为 7.20 亿元，拟将 5.00 亿元用于浏阳市花火浏阳特色文旅基础设施建设项目，2.20 亿元用于补充营运资金。

浏阳市花火浏阳特色文旅基础设施建设项目的主要建设内容为工业艺术体验基地、浏阳文创街区、浏阳味道街区、游客集散中心；焰遇花火·花火剧场、未来烟花世界（科技体验馆）、城隍庙非遗街区；时光和弦栈道、特色文体空间、双枫浦古街等 10 大主体工程，建设 1,209.00 个生态停车位，237.00 个充电桩，并配套开展景区周边提质改造工程，主要包括防洪堤工程、湿地调节系统建设、将军路海绵化改造、浏阳河东路海绵化改造，并配套建设 1,000.00 个路边停车位。项目

预计总投资 21.61 亿元，项目建设周期为 24 个月。项目后续收入包括旅游专线收入、焰火剧场演艺收入、停车场停车及充电服务收入、便民服务用房出租收入等。

业务风险

宏观经济与区域环境

中诚信国际认为，2022 年三季度，中国经济逐步走出二季度疫情超预期影响下的谷底并企稳回升，总体保持了韧性。随着一揽子稳经济政策以及接续措施落地显效，宏观经济生产端已向常态化水平回归，需求端依然偏弱但年内仍有改善空间，四季度宏观经济运行将延续修复态势，全年 GDP 增速或为 3.4% 左右。宏观经济结构性修复的同时面临的风险及挑战有增无减：海外政经格局变动以及宏观政策转向带来外部不确定性、不稳定性持续存在；疫情及疫情防控带来的影响边际弱化，但负面影响尚未完全消除；预期偏弱或难以短期扭转，持续制约宏观经济复苏力度；微观主体面临多重困难，市场活力仍有不足；房地产市场依然低迷，仍需警惕其负面影响外溢；债务风险仍处于高位，潜在的区域性财政风险不容忽视。从政策环境看，前三季度宏观政策积极发力稳增长，货币政策着力发挥总量和结构双重功能支持实体经济，财政政策收支两端同时发力兜底民生稳定经济大盘。四季度稳增长依然是宏观政策主线，但防风险的底线并不会放松，货币政策将在呵护流动性的同时持续引导宽信用，财政政策将在提升效能的同时延续出台接续措施。从中长期来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，“二十大”提出的中国式现代化战略安排能够为经济高质量发展提供持续支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2022 年三季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9458?type=1>

行业政策方面，2022 年上半年，在稳增长压力加大、基建提前发力背景下，政策端再提“保障城投合理融资需求”，但城投债发行审核仍较为严格，整体融资环境未有明显放松。伴随基建下沉、省以下财政体制改革推进，后续需重点关注城投再融资区域分化加剧的可能性，以及未参与重点项目建设、未承担重要职能的城投平台信用资质变化。同时，隐债化解持续推进下，弱区域弱资质城投融资或进一步受限，还需关注尾部风险释放以及化债不实等问题引发区域城投估值变化。

浏阳市是湖南省直管县级市，由长沙市代管；位于长沙市东部，是长株潭城市群的次中心城市和长沙东线经济走廊上的重要支点，同时是连接湖南、江西两省间最重要的交通枢纽，区位条件较好；国家级浏阳经济技术开发区（高新技术产业开发区）（以下简称“浏阳经开区”）坐落于此。截至 2021 年末，浏阳市常住人口为 143.01 万人。

浏阳市目前已构建起“三主四特两新”产业格局，即电子信息、生物医药、智能装备三大主导优势产业；烟花爆竹、绿色食品、家居建材、再制造四大传统特色产业；新材料、环保及新能源两大战略性新兴产业，依托上述产业的不断发展，浏阳市经济实力稳步增强，经济结构不断优化，地区生产总值持续提升。2021 年，浏阳市实现全市地区生产总值（GDP）1,616.60 亿元，增速为 7.30%，经济总量在长沙市各区、县（市）中位居第三。同年，浏阳市人均地区生产总值为 11.30 万元，居长沙市各区、县（市）第六位。从产业结构来看，2021 年，浏阳市三次产业结构由 2020 年的 8.6:51.2:40.2，调整为 8.1:52.0:39.9，第二、三产业仍是浏阳市经济发展的主要推动力量。2022 年 1~6 月，浏阳市实现地区生产总值（GDP）845.00 亿元，同比增长 4.7%。同期，浏阳市固定资

产投资同比增长 0.5%。

表 2：2021 年长沙市下属区、县（市）经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
长沙市	13,270.70	-	12.96	-	1,188.31	-
雨花区	2,360.02	1	18.54	2	80.19	4
长沙县	2,003.20	2	14.31	3	132.57	1
浏阳市	1,616.60	3	11.30	6	104.26	2
岳麓区	1,502.01	4	9.51	8	67.47	6
芙蓉区	1,268.24	5	19.67	1	36.93	9
天心区	1,215.37	6	14.18	4	67.19	7
宁乡市	1,167.02	7	8.25	9	72.81	5
开福区	1,135.00	8	13.35	5	66.61	8
望城区	1,002.84	9	10.73	7	86.01	3

注：部分区、县（市）的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

持续增长的经济生产总值带动浏阳市财政实力稳步提升，一般公共预算收入逐年增长，2021 年浏阳市一般公共预算收入规模在长沙市各区、县（市）中位居第二，仅次于长沙县，此外，近年来浏阳市税收收入占比均在 70% 以上，且逐年小幅增长，财政收入质量较好。政府性基金收入是浏阳市财政实力的重要补充，近年来浏阳市政府性基金收入小幅波动，但保持较大规模。政府债务方面，截至 2021 年末，浏阳市政府债务余额为 188.52 亿元，债务规模在长沙市各区、县（市）中处于较高水平，但债务压力尚且可控。再融资环境方面，浏阳市广义债务率较高，截至 2021 年末已突破国际 100% 警戒标准，但浏阳市直融市场较为活跃，区域内城投企业的直接融资渠道较为通畅，但未来仍需持续关注浏阳市地方政府债务及区域内基础设施投融资企业债务增长较快对再融资环境可能产生的影响。

表 3：近年来浏阳市地方经济财政实力

项目	2019	2020	2021	2022.1~6
GDP（亿元）	1,408.80	1,493.00	1,616.60	845.00
GDP 增速（%）	9.20	4.70	7.30	4.70
人均 GDP（万元）	10.34	10.45	11.30	--
固定资产投资增速（%）	12.00	9.30	10.00	0.50
一般公共预算收入（亿元）	80.21	93.44	104.26	62.87
政府性基金收入（亿元）	91.29	84.44	99.11	--
税收收入占比（%）	74.24	76.86	77.03	72.39
公共财政平衡率（%）	56.46	61.68	63.67	66.75

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。2、浏阳市仅公布 2022 年二季度经济运行快报，部分数据尚公布。

资料来源：浏阳市人民政府网站，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，浏发集团的业务风险处于较低水平，公司是浏阳市最重要的城市基础设施建设主体，系浏阳市城区范围内唯一的城市基础设施建设和土地开发整理主体，业务具有区域垄断性；同时，除政府类项目外，公司积极推进多元化业务经营模式，逐步形成城市建设、城市运营、乡村振兴、文旅投资、产业投资和

金融投资六大板块业务，公司整体业务竞争力很强。近年来公司各项业务运营稳定，且充足的基础设施建设项目量为后续收入提供了有力支撑，业务稳定性及可持续性很强。但公司未来资本支出压力较大，且土地开发整理业务受房地产市场及政策影响较大，存在一定不确定性，需关注公司后续经营情况。

表 4：2019~2021 年及 2022 年 1~6 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发	10.30	28.40	23.48	16.12	47.62	21.62	15.48	40.98	32.13	12.20	60.97	27.36
工程建设	19.81	54.62	10.88	11.00	32.50	12.32	12.96	34.31	13.39	4.92	24.59	15.41
耕地指标交易	2.98	8.22	26.19	2.48	7.33	20.69	3.59	9.50	4.84	1.09	5.45	36.38
水库让渡权	0.97	2.67	1.86	0.97	2.87	1.86	0.97	2.57	1.86	--	--	--
自来水销售	0.53	1.46	29.36	0.55	1.62	41.21	0.76	2.01	46.86	0.27	1.35	29.55
政策性住房销售	0.05	0.14	-76.88	0.77	2.27	18.38	1.18	3.12	16.52	0.03	0.15	79.17
其他	1.63	4.49	18.27	1.96	5.79	25.97	2.83	7.49	36.29	1.50	7.50	27.73
营业收入/毛利率合计	36.27	100.00	15.96	33.85	100.00	18.46	37.77	100.00	22.45	20.01	100.00	25.05

注：1、公司其他业务收入包括安装费收入、供水供电收入、运输收入、租赁收入、停车场收入等；2、尾数差异系四舍五入所致
 资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程建设板块

公司系浏阳市城区范围内唯一的城市基础设施建设主体，在浏阳市城区内具有垄断性优势，业务竞争力很强；公司在建及拟建的基础设施建设项目量充足，业务可持续性很强；但需关注已完工项目后续结算进度，同时，公司未来投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

公司工程建设业务主要包括市内道路、桥梁、相关公共配套等城市基础设施项目。2019 年以前，该板块项目主要由浏阳城建及浏阳水利负责，2019 年及以后，浏阳城建将该板块业务交由其子公司浏阳市鸿达投资有限公司（以下简称“鸿达公司”）负责。2019 年以前，浏阳城建及浏阳水利受浏阳市人民政府委托对浏阳市内的城市基础设施项目进行建设，前期建设投资的资金主要来源于自筹资金；浏阳城建的建设项目竣工后，由浏阳市财政局对项目总成本予以审查及核定，并按不低于核定总成本的 110% 与公司结算，随后公司与浏阳市财政局签订资产移交协议，将所建设项目交付浏阳市财政局后确认收入；浏阳水利与浏阳市财政局协议约定按照工程完工进度，依据公司当年的代建项目总投资额加成 25% 与公司进行结算并确认收入。2019 年及以后，城市基础设施建设项目的委托方变更为浏阳市浏阳河花炮文化城开发有限公司¹（以下简称“花炮公司”），由花炮公司与鸿达公司及浏阳水利签署委托代建协议，并支付代建款项。

从业务开展情况来看，近年来受项目建设进度及政府结算进度影响，公司工程建设收入呈波动态势，但毛利率整体保持平稳。截至 2021 年末，公司已完工尚未结算的工程项目投资额合计 41.00 亿元，需关注后续结算进度；同期末，公司在建及拟建基础设施代建项目量充足，业务可持续性很强。但公司在建、拟建项目尚需投资规模较大，未来将面临一定的投资压力。

表 5：截至 2021 年末公司主要在建项目情况（万元）

项目	建设期间	总投资	已投资
集里路建设项目	2017-2021	14,282.00	13,778.16

¹浏阳市国资中心下属二级单位，实际控制人为浏阳市人民政府。

胡家路建设项目	2017-2021	28,851.70	28,751.81
龚家桥路两厢片区基础设施建设项目	2017-2021	57,150.00	55,480.24
予倩路建设项目	2017-2022	43,197.00	43,093.50
杉松、金桥片区开发-予倩路（西北环线-浏阳大道）建设项目	2020-2022	26,526.00	13,186.09
水佳片区开发-长岭路（复兴路-李畋路）建设项目	2020-2022	22,860.00	16,715.88
杉松、金桥片区开发-石霜路（菊花石路-予倩路）建设项目	2020-2022	23,196.00	6,031.83
杉松、金桥片区开发-菊花石路（太和路-南泥湾路）建设项目	2020-2022	19,595.00	5,386.70
南泥湾路（龚家桥路-道吾山路）建设项目	2020-2022	8,400.00	5,501.60
道吾山景区项目	2020-2023	155,934.28	77,108.39
水佳片区城镇化（二期）项目	2020-2022	42,250.00	17,908.13
杉松、金桥片区开发-菊花石路（南泥湾-石霜路）道路工程项目	2020-2021	5,260.00	4,503.74
杉松、金桥片区开发-療原路（道吾山路-予倩路）项目	2020-2021	5,400.00	4,624.88
大塘冲路（大塘冲北路-礼花路）	2020-2021	4,522.00	3,641.70
老城区城市更新项目	2021-2024	114,357.40	63,480.60
第四水厂及配套工程建设工程	2020-2022	43,226.60	22,483.10
国际燃放中心	2021-2023	71,505.00	34,613.78
浏阳市老旧小区改造项目	2021-2022	200,026.66	34,163.26
浏阳市农贸市场及基础配套建设项目	2021-2023	50,039.63	5,567.89
其他建设项目	-	259,530.00	256,205.78
水佳路（锦程大道—道吾山路）建设项目	2019-2023	3,677.21	1,791.55
浏阳市浏阳河城区段“一河两岸”滨水园林景观工程（渭川河口-三元宫）建设项目	2018-2023	9,208.07	3,056.65
浏阳大道（谢家冲桥—大咀岭桥）提质改造建设项目	2019-2023	6,240.00	17.29
浏阳市污水处理厂（二期）及配套管网扩工程	2016-2023	18,559.10	2,637.00
长兴湖滨水园林景观工程（中湖东岸、凤凰山栈道）建设项目	2020-2023	22,071.20	67.65
渭川河、长兴湖片区雨污分流改造工程项目	2020-2023	2,500.00	677.14
博德路（予倩路-道吾山路）建设项目	2020-2023	6,475.00	1,438.34
长兴片区防洪排涝（党校、政东广场）项目	2020-2023	370.00	274.34
占佳岭路项目	2021-2023	386.00	4.60
渭川河流域治理大围山路以南	2020-2023	1,765.20	38.80
浏阳市博德路（予倩路-道吾山路）建设项目（关口街道长兴社区长兴福盛小区配套工程）	2021-2023	6,273.54	1,438.34
水佳 110 千伏变 110 千伏进线及 10 千伏配套路由地理项目	2020-2023	1,699.20	4.20
长兴湖人才保障房室内装饰装修项目	2021-2022	1,181.07	440.69
长兴片区开发—石咀安置区雨污分流改造项目	2022	450.00	92.10
片区开发项目-2022 年片区开发配套零星项目	2022	4,000.00	23.20
合计	--	1,280,964.86	724,228.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2021 年末公司拟建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资
长兴北片区开发-大围山路（复兴路-李畋路）建设项目	2.95
长兴西片区开发-复兴路（大围山路-浏阳大道）建设项目	0.94
占佳片区开发-渭川河流域治理大围山路以南（长兴湖 E 区）	0.75
占佳片区开发-占佳岭路（李畋路-水佳路）建设项目	0.14
锦程大道（李畋路-浏阳河路）建设项目	1.94
长兴湖滨水园林景观（A 区）项目	0.59
占佳片区开发-水佳路（道吾山东路-占佳岭路）建设项目	0.3
长兴片区-新型城镇化项目	3.08
水佳片区开发-水佳 110 千伏变 110 千伏进线及 10 千伏配套路由地理项目	0.41
水佳片区开发-市妇幼保健院新院双电源供电系统及三水厂 10 千伏专线建设项目	0.18
长兴西片区开发-博德路（予倩路-道吾山路）建设项目	0.65
长兴西片区开发-渭川河流域治理大围山路以南（长兴湖 A 区）	0.49
水佳片区开发-李畋路（浏阳河路-白沙路）建设项目	1.6
水佳片区开发-长岭路（复兴路-李畋路）建设项目	0.88
水佳片区开发-浏阳市职业中专楚怡学校改扩建项目	0.65
棚改 6 期	5.33

合计

20.88

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地开发整理板块

公司系浏阳市城区范围内唯一的土地开发整理主体，业务具有专营性优势；公司在整理及拟整理土地规模较大，且拥有较充足的可出让土地资源，未来可为公司带来一定收益。但该业务受房地产市场及相关政策影响较大，近年来公司土地开发收入波动较大，未来仍存在一定的不确定性。

公司的土地开发业务是在浏阳市人民政府授权下进行，该业务主要由子公司浏阳城建及浏阳水利负责。2019 年以前，浏阳城建及浏阳水利浏阳市人民政府委托对浏阳市内的土地进行前期整理开发，承担土地开发整理项目的资金筹措、场地平整等工作；待土地完成整理开发后，交由浏阳市土地储备中心储备，并由浏阳市土地储备中心委托浏阳市自然资源局通过招拍挂进行出让；浏阳市财政局对土地开发整理成本进行评审，并根据不同的土地类型，按成本及一定的加成比例向浏阳城建及浏阳水利支付土地开发整理费用。浏阳城建及浏阳水利土地开发过程中所发生的前期开发整理费用等需要自身先行垫付，并按应由浏阳市财政局支付的土地开发整理费用确认收入。2019 年起，该业务运营模式保持不变，项目委托方变更为花炮公司，由其向浏阳城建及浏阳水利支付相关结算款项。

从业务开展来看，近年来公司将完成整理的土地陆续交由浏阳市土地储备中心出让，受浏阳市房地产和土地市场影响，公司土地开发收入波动较大。2019~2021 年，公司交由浏阳市土地储备中心出让土地 24 宗，共确认收入 36.97 亿元，已回款 24.79 亿元；同期，公司还通过协议方式转让 3 宗土地，共确认收入 5.17 亿元²。截至 2021 年末，公司正在开发整理及拟开发整理的土地规模较大，项目储备较为充足，均预计于 2022~2025 年出让。此外，公司持有的土地资源较为丰富，截至 2022 年 6 月末，公司存货中土地资产面积合计约 15,969.95 亩，账面价值 280.12 亿元，以出让地为主，其中约 85% 的土地已缴纳土地出让金，土地用途方面，商服、商住、住宅用地占比较高，未来可通过转让、开发获得一定收益，但同期末公司已抵押土地资产账面价值为 50.13 亿元。考虑到土地出让易受房地产市场及当地土地相关政策影响，且公司部分土地因抵押受限，未来公司土地开发收入具有一定的不确定性。

表 7：截至 2021 年末公司主要在开发整理中的土地情况（亩，万元）

序号	项目	总计可出让面积	总投资	已投资	预计出让年份
1	荷花浦梓港片区	240.00	52,970.00	52,576.30	2022-2023 年
2	禧和平水片区旧城改造	110.00	97,920.55	91,348.36	2022-2024 年
3	百宜片区棚户改造项目	280.00	52,183.01	52,087.43	2022 年
4	新屋岭片区 5 期	67.63	17,690.00	5,838.25	2022 年
5	道吾杉松片区 4 期	174.70	48,915.00	41,107.16	2022-2023 年
6	道吾杉松片区 5 期	139.91	39,176.00	33,369.13	2022-2023 年
7	水佳片区 5 期地块	91.43	32,000.00	27,362.47	2022 年
8	新屋岭片区 6 期地块	124.67	32,540.00	29,638.62	2023 年
9	道吾路东侧 1 期地块	156.32	43,769.00	37,499.48	2023 年
10	道吾片区南侧地块	132.64	37,140.00	21,852.70	2024 年
11	荷花片区 2 期地块	47.18	14,153.00	10,661.55	2024 年

²根据浏阳市人民政府办公室于 2020 年度下发的《黄泥湾旧城改造项目行政诉讼调委会会议纪要》，将浏阳诚达置业开发有限公司于 2014 年摘得开元发展(浏阳)投资有限责任公司的地块不纳入项目一期成交范围，据此调减 2019 年土地出让收入 2,339.47 万元；2021 年公司收回以前年度的土地款合计 225.57 万元，退回以前年度的土地款合计 405.48 万元。

12	水佳片区 6 期地块	118.46	35,538.00	29,179.93	2023-2024 年
13	水佳片区 7 期地块	157.53	47,260.00	32,866.30	2023-2024 年
14	平水片区 2 期地块	123.27	27,120.00	19,235.60	2022-2024 年
15	湘赣边大瑶片区地块	130.00	15,600.00	6,096.47	2024 年
16	水佳片区 8 期地块	111.95	18,471.75	10,713.62	2022-2023 年
17	水佳片区 9 期地块	110.62	20,464.70	12,278.82	2022-2023 年
18	道吾杉松片区 6 期	135.4	23,695.00	15,401.75	2022-2023 年
19	新屋岭片区 05 号地块	211.61	37,031.75	20,367.46	2022-2023 年
20	CX-0110 地块	92.12	17,042.20	3,408.44	2023-2024 年
21	CX-0304 地块	83.10	13,711.50	4,113.45	2023-2024 年
22	CJ-07 片区地块	361.50	63,262.50	16,998.19	2023-2024 年
23	CJ-04 片区地块	344.13	60,222.75	7,725.08	2024-2025 年
24	CX-06 地块	423.55	78,356.75	14,104.22	2024-2025 年
	合计	3,967.72	926,233.46	595,830.78	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2021 年末公司拟开发整理土地情况（亩，万元）

序号	项目	总计可出让面积	总投资	拟出让年份
1	CX-0615 地块	58.9	10,607.50	2023-2025 年
2	CX-0616 地块	53.5	9,612.50	2023-2025 年
3	CX-0618 地块	137.2	24,610.00	2023-2025 年
4	CX-0607 地块	94.80	16,890.00	2023-2025 年
5	CX-1010 地块	80.20	14,535.00	2023-2025 年
6	新屋岭片区 8 期	222.50	41,162.50	2023-2025 年
7	CJ-08 片区地块	235.00	41,125.00	2023-2025 年
8	CX-11 号片区地块	152.50	28,212.50	2023-2025 年
	合计	1,034.60	186,755.00	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

耕地指标交易板块

公司耕地指标交易业务具有区域垄断性优势，但受部分项目收益性较差及财务利息资本化规模增加影响，近年来相关业务收入及毛利率波动较大，未来收益情况值得关注。

公司耕地指标交易业务由文旅公司负责。耕地指标交易包括耕地占补平衡和土地增减挂钩两类。根据浏阳市人民政府于 2018 年下发的《浏阳市补充耕地指标使用管理办法》（以下简称“《管理办法》”），浏阳市域范围内耕地指标项目的投资运营统一归由文旅公司负责，业务具有区域垄断性。实际运作中，文旅公司每年根据市自然资源局规划，针对不同指标项目与各乡镇签订具体实施协议，由文旅公司筹集资金对指标项目进行投资，各乡镇向浏阳市自然资源局申请实施项目、报湖南省自然资源厅批复同意后负责实际项目建设，待项目完工验收后由文旅公司出资收购该项目指标，后依据《管理办法》通过指标出让取得收入。

近年来耕地指标交易业务收入及毛利率波动较大，其中 2021 年部分项目因建设成本较高，收益性较差，加之公司当期财务利息资本化规模增加，导致当期该业务毛利率大幅下降。近年来该业务所确认收入均已全部回款。截至 2021 年末，公司已完工指标项目总投资 8.86 亿元，其中部分建设款项尚未全部支付，故已完工项目仍需投资 1.40 亿元；同期末，公司在建的指标项目总投资 3.25 亿元，已投资 0.18 亿元；公司已完工及在建指标项目规模较为充足，预期收益合计为 8.33 亿元，其中部分项目因建设成本较高，收益性较差。因该业务受市场及相关政策影响较大，未来收益情况值得关注。

自来水销售板块

公司在浏阳市自来水销售领域具有重要地位，业务竞争优势明显，近年来业务发展稳定，对公司营业收入和利润形成一定补充。

公司自来水销售业务由浏阳水利子公司浏阳市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）负责。自来水公司是浏阳市供排水投资运营主体，对浏阳市区供排水设施投资、建设、运行、经营实施全面管理，主要负责浏阳市城区范围内的自来水供应，业务竞争优势明显。

截至 2021 年末，自来水公司共有三座水厂，其中第一、二水厂引用的是地下水水源，随着城市建设发展和人口增长，现阶段两水厂已作为保养性和应急性水厂运行，暂不提供城市居民饮用水；而第三水厂为地表水，是目前浏阳市城区供水的主要来源，其水源为浏阳河，水源地位于浏阳市城区上游，距净水厂区较近，可充分满足自来水公司的生产需求。自来水公司拥有总供水管网 320 公里，14.3 万台水表，日供水量 11.5 万吨。第三水厂自投产以来，已经完成了三期工程扩建，现在已达到 20 万吨每日的供水能力。水价方面，城市自来水用户分为三类，其中，居民生活用水、非居民生活用水及特种行业用水价格分别为 2.68 元/吨、3.66 元/吨和 7.90 元/吨（包含代收的污水处理费 0.6 元/吨、水资源费 0.12 元/吨）。2019~2021 年，受益于供水需求增加及非居民生活用水规模提升，公司自来水销售业务收入及毛利率均稳定增长，对公司营业收入和利润形成一定补充。

表 9：2019~2021 年公司供水业务主要指标（万吨）

项目	2019	2020	2021
供水总量	2,995	2,939	3,104
售水总量	2,308	2,278	2,498

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水库让渡权板块

水库让渡权业务为公司带来了稳定的收入来源，但水库资产本身流动性较弱，且较高的折旧成本导致其贡献的利润有限。

浏阳水利在浏阳市承担了大量国有水库经营、维护职能。根据《浏阳市人民政府关于向浏阳市水利建设投资有限公司注入水库资产的通知》（浏政函[2011]349 号），浏阳市政府向浏阳水利注入 11 座水库资产，评估价值为 50.15 亿元。为更好地发挥水库资产的经济效益和社会效益，2016 年初浏阳水利与浏阳市财政局签署《水库经营管理权项目购买及运营管理协议》，浏阳市财政局购买公司下属 11 座水库的运营管理及收益权，具体包括蓄水排水、防洪应急、农田灌溉等，购买价格为每年 10,000.00 万元（含税），构成公司的水库让渡权业务收入。

2019~2021 年，公司水库让渡权收入均为 0.97 亿元，毛利率均为 1.86%，收入十分稳定，但相关水库资产流动性较弱，且较高的折旧成本导致其贡献的利润有限。

政策性住房板块

公司政策性住房销售收入逐年增长，但盈利空间有限；已完工项目结转及销售进度较慢，需关注后续移交结转及销售情况；同时公司目前无在建及拟建政策性住房项目，业务可持续性较差。

公司政策性住房业务的经营主体为浏阳城建及其子公司恒远建设。经浏阳市人民政府授权委托，浏阳城建负责浏阳市内部分安置房保障房建设，用于安置浏阳市片区范围内的拆迁户。对于符合拆迁安置政策的安置户，每人按照 60 平方米的标准以优惠价格购买政策性住房。政策性住房面积大于每人 60 平方米安置标准的部分，安置户按照同期同类型商品房市场价格的一定折扣后购买。政策性住房建设资金主要来源于自筹，建成后由公司自行销售。待房产移交后，浏阳城建对安置标准以内的安置房销售不确认收入，将收到的购房款冲减建设成本；对超出安置标准部分确认安置房销售收入，并结转成本。

近年来，随着政策性住房项目逐步销售，公司政策性住房销售收入逐年增长，但该业务受房地产市场及政策影响较大，未来业务收入具有一定不确定性。截至 2021 年末，公司已完工政策性住房项目 3 个，总投资规模 25.54 亿元，但结转及销售进度较慢，需持续关注后续项目移交结转及销售情况；同期末，公司无在建及拟建政策性住房项目，业务可持续性较差。

表 10：截至 2021 年末公司政策性住房项目情况（万元）

项目	建设期	总投资	2021 年结转金额
浏阳市百宜片区等六个安置房建设项目	批复日 2015.04.02，建设周期 36 个月	104,578.16	2,871.43
浏阳市禧和片区等五个安置房建设项目	批复日 2015.04.15，建设周期 36 个月	117,181.58	8,422.93
浏阳河中路征拆城东片区安置保障性房源建设项目	批复日 2010.10.09，建设周期未说明	33,600.00	534.87
合计	--	255,359.74	11,829.23

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，主要系受益于浏阳市政府的大力支持，近年来公司经调整的所有者权益持续增长，具备很强的资本实力；公司债务规模增长较快，财务杠杆水平整体呈上升趋势，尚处于合理水平；但公司资产质量一般，且 EBITDA 对利息的保障能力较弱。

资本实力与结构

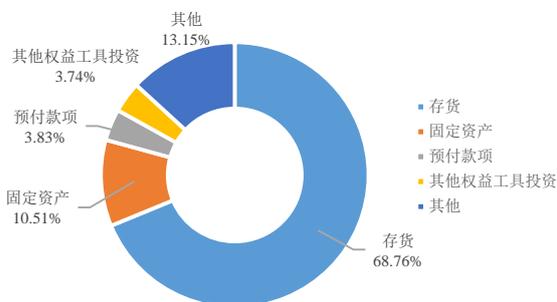
公司的平台地位突出，持续获得的政府支持提升了公司的资本实力，资产规模保持快速增长趋势；资产中以开发成本和土地为主的存货占比较高，且一定比例的土地使用权抵押受限，资产流动性一般且收益性较弱，资产质量一般；业务规模的扩张推动公司债务快速增长，但财务杠杆尚处于合理水平。

公司作为浏阳市最重要的城市基础设施建设主体，近年来服务于浏阳市政府战略发展，承担区域内大量重点项目建设，叠加持续获得浏阳市政府的资产注入，公司总资产规模逐年快速增长。

公司资产主要由存货、固定资产、预付款项及其他权益工具投资等构成，呈现以流动资产为主的资产结构特征，近年来流动资产在总资产中的占比均在 80% 左右，公司资产结构较为稳定。具体来看，公司存货占总资产的比重较大，主要系基础设施建设、土地开发整理及政策性住房销售等业务形成的项目开发成本、存量土地及政府注入的砂石资源，截至 2022 年 6 月末，分别为 218.17 亿元、280.12 亿元及 60.90 亿元。其中，公司土地资产绝大部分为出让地，用途以商服、商住、住宅居多，但存在土地使用权受限情况，截至 2022 年 6 月末，公司已抵押土地 50 宗，账面价值 50.13 亿元，规模较大。同时，砂石当前所产生的收入较为有限，未来或带来一定的收益。公司固

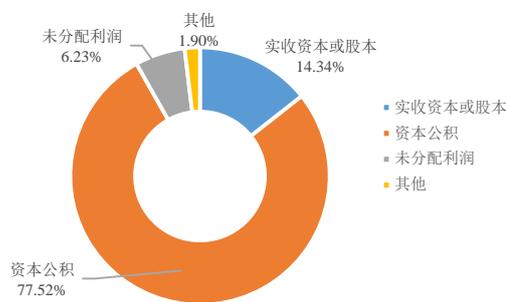
定资产主要系政府注入的水库、房屋及商业门面等资产，2019~2021 年政府陆续向公司注入株树桥水库、板页水库等共六处水利相关资产，加之合并范围增加，使公司固定资产保持增长。上述两类资产占公司总资产的比重接近 80%，公司整体资产流动性一般。因较大规模的预付征地拆迁款在 2020 年进行结转，公司预付款于 2020 年末出现大规模下降，但当前预付款规模仍居高位且随着征地拆迁进度保持增长，对公司资金形成一定占用。承接政府类业务及与区域间其他国企的往来所形成的应收类款项亦构成公司资产的一部分，受益于公司经营获现情况尚可且往来拆出资金较少，该类款项占比不高。除主营业务开展外，公司对湖南浏阳农村商业银行股份有限公司、长沙惠科光电有限公司（以下简称“长沙惠科”）、惠科股份有限公司、长沙领新产业投资合伙企业（有限合伙）等公司进行了股权投资，但投资尚未形成有效收益。总体来看，公司资产流动性一般且收益性均较弱，资产质量一般。

图 1：截至 2021 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2021 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司经调整的所有者权益主要由资本公积和实收资本构成，其中资本公积主要系注入的土地、水库等资产，近年来得益于股东的大力支持，公司资本公积逐年增加，其中 2021 年资本公积增幅较大，主要系当年浏阳市人民政府将市内 37 条县管河道砂石资源及有关采矿权无偿划转至子公司浏阳市浏发矿业发展有限公司，增加资本公积 60.90 亿元。2022 年以来，浏阳市政府继续向公司及下属子公司划转资产，同时随着未分配利润的累计，预计公司资本实力将持续增强。

近年来随着业务规模扩大，公司加大对外融资力度，推动债务规模快速增长，财务杠杆整体呈上升趋势，但得益于资本实力的夯实，财务杠杆整体处于合理水平，但鉴于公司在建及拟建项目仍有一定资金需求，未来债务杠杆水平或将有所提升。

表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2019	2020	2021	2022.6
总资产	540.10	659.00	811.37	856.22
流动资产占比	86.46	79.60	81.09	82.00
经调整的所有者权益合计	288.25	327.48	412.25	417.76
资产负债率	45.49	49.37	48.43	50.49
总资本化比率	38.63	44.33	44.03	45.38

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司近两年经营获现情况尚可，但经营垫付资金规模较大，经营活动净现金流表现较弱；公司业务开展及投资活动较依赖于外部融资，融资需求较大，需持续关注公司在资本市场的再融资能力

及融资政策变化对公司的影响。

公司营业收入主要来源于土地开发整理业务收入和工程建设业务收入，近年来受上述两项业务收入均有所波动所致，公司营业总收入呈波动态势，但整体保持较大规模。公司收现比指标随着政府的结算及回款节奏而波动，其中 2020 年及 2021 年均大于 1，当年经营获现情况尚可。

公司经营活动现金流主要系工程建设、土地开发业务及与区域内其他国有企业的资金往来而产生。近年来公司主营业务回款规模波动较大，公司往来款均呈净流入，但净流入规模逐年下降，加之公司经营垫付资金保持较大规模，导致经营活动现金流持续表现较弱，其中 2020 年及 2021 年经营活动现金流净流出规模较大。

公司投资活动现金流主要系股权投资及其他往来款，近年来均呈净流出态势。其中，2020 年净流出规模较大，主要系当年购买长沙惠科债务工具及新增对长沙惠科、惠科股份有限公司和浏阳高创一号投资合伙企业（有限合伙）等公司的股权投资，投资支出规模较大；此外，公司与片区开发项目中合作企业的往来款计入投资活动现金流，近年来持续净流出。

前述现金流存在持续缺口，加之债务本息偿还金额逐年增长，进一步推升了公司对外融资的需求，公司多采用银行借款及发行债券融资，近年来筹资活动现金流均呈净流入状态，但流入规模则取决于当年筹资力度。未来，随着债务的陆续到期以及建设项目的不断推进，公司仍将有较大融资需求，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资政策变化对公司的影响。

表 12：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2019	2020	2021	2022.1~6
经营活动净现金流	0.49	-23.07	-22.31	-2.97
投资活动净现金流	-16.01	-43.77	-17.73	-1.48
筹资活动净现金流	21.13	63.33	43.76	17.42
现金及现金等价物净增加额	5.60	-3.51	3.71	12.97
收现比	0.61	1.35	1.06	0.56

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模逐年快速增长，直接融资占比较高；债务仍以长期债务为主，债务结构较为合理；2023 年债务到期规模较大，需关注公司偿债安排；公司各项偿债指标整体较弱，对利息支出覆盖能力较弱。

近年来随着业务规模扩大，公司加大对外融资力度，推动总债务规模快速增长，截至 2022 年 6 月末，公司总债务增长至 347.09 亿元。公司债务主要由银行借款及债券融资构成，且银行借款多有担保及抵质押措施，截至 2022 年 6 月末，公司银行借款和应付债券占总债务的比重分别为 43.03% 和 55.13%，同时公司有一定规模的非标借款，平均融资成本约为 6.36%，相对较高。整体来看，公司融资渠道较为多元，直接融资占比较高，资本市场融资渠道相对通畅。债务结构方面，公司当前债务仍以长期为主，债务结构较为合理。从到期债务分布来看，公司 2023 年到期债务规模较大，当期偿债压力大，需关注公司后续偿债安排。

表 13：截至 2022 年 6 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	平均融资成本	融资金额	2022 年 7~12 月	2023 年	2024 年	2025 年及以后
银行借款	5.50%	149.36	12.47	47.29	4.87	84.73
债券融资	4.34%	191.36	--	11.47	35.65	144.24
非标融资	6.36%	6.36	1.65	2.80	1.88	0.025
合计	--	347.08	14.12	61.56	42.40	228.995

注：公司债务到期分布中不包含租赁负债。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额构成，近年来有所波动。同时，由于利润总额中占比较高的政府补助规模具有波动风险，公司 EBITDA 增长趋势存在不确定性。债务规模持续增长导致公司利息支出规模增加，EBITDA 对利息支出的覆盖能力持续下降，无法有效覆盖债务利息。同时，公司经营活动净现金流表现持续较弱，对利息支出无覆盖能力。此外，截至 2022 年 6 月末，公司账面货币资金无法覆盖短期债务，公司面临一定的短期债务压力。整体来看，公司各项偿债指标较弱，面临一定的债务压力。

表 14：近年来公司偿债能力指标（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.6
总债务	181.43	260.79	324.32	347.09
短期债务占比	19.22	25.39	20.64	17.67
EBITDA	8.73	7.43	9.23	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.97	0.58	0.52	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.05	-1.80	-1.26	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限资产方面，截至 2022 年 6 月末，公司受限资产账面价值合计 50.13 亿元，占当期末总资产的 5.85%，受限资产全部为存货中的存量土地，主要用于银行借款等融资进行抵押担保。

或有负债方面，截至 2022 年 6 末，公司对外担保余额为 16.23 亿元，占同期末净资产的 3.83%，被担保单位主要为浏阳市政府机构及地方国企，代偿风险较为可控。

表 15：截至 2022 年 6 末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保单位	担保方	担保余额
1	长沙惠科光电有限公司	浏阳城建	2,904.90
2	浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司	浏阳城建	29,444.47
3	浏阳市广宇高科技农业有限公司	浏阳城建	64,000.00
4	浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司	浏阳水利	9,800.00
5	浏阳市交通建设投资有限公司	浏阳水利	8,000.00
6	浏阳市金阳新城建设发展集团有限公司	文旅公司	30,000.00
7	浏阳市工业新城建设开发有限公司	文旅公司	8,150.00
8	浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司	文旅公司	10,000.00
	合计		162,299.37

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 10 月 14 日，公司本部无未结清不良信贷信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。

假设与预测³

假设

- 2022 年，公司仍作为浏阳市重要的城市基础设施投融资建设主体，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2022 年，公司业务布局及收入结构未发生大的变化，土地开发及工程建设仍是公司主要收入来源，且各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。
- 2022 年，公司生产经营类资本支出规模预计在 1~2 亿元，股权类资本性支出规模在 3.5~4.5 亿元。
- 公司债务规模将呈增长态势，2022 年新增债务类融资 120~140 亿元。

预测

表 16：公司重点财务指标预测情况

	2020 年实际	2021 年实际	2022 年预测
总资本化比率（%）	44.33	44.03	42.97~52.51
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.56	0.55	0.36~0.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、报表质量与会计准则、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用等级评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性一般，但未来一年流动性来源能覆盖流动性需求。

截至 2022 年 6 月末公司货币资金为 37.50 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年 6 月末，公司合并口径获得的金融机构授信额度共计 278.28 亿元，剩余可使用额度 106.96 亿元，备用流动性尚可。同时，公司作为浏阳市最重要的基础设施投融资建设主体，公司可持续获得政府的资金支持，可对偿债提供一定保障；同时，公司外部融资环境较好，近年来公司及下属子公司在债券市场表现较为活跃，预计未来公司的再融资渠道仍将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年资金支出主要集中于委托代建项目，资金需求压力尚可。同时，就债务到期分布来看，截至 2022 年 6 月末，公司未来一年的到期债务规模约为 61.34 亿元，2021 年公司利息支出已增至 17~18 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性一般，但未来一年流动性来源能覆盖流动性需求。

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

ESG 分析

中诚信国际认为，公司 ESG 表现较好，ESG 对持续经营和信用风险无负面影响。

环境方面，公司相关业务可能面临的环境风险较小，目前尚未受到监管处罚等，但公司拥有较大规模土地资产，需提高土地资源使用效率。

社会方面，近年来公司未发生安全生产事故或产品质量事故，无劳动诉讼事项等，但公司土地开发整理业务受房地产市场趋势及相关政策影响较大。

治理方面，公司战略规划清晰，建立了相对健全的法人治理结构，并出台了较为全面的内部管理制度，对下属子公司在发展战略、财务监管、投融资、高管任命等方面均可实际管控。总体来看，公司治理和管控水平尚可。

外部支持

中诚信国际认为，浏阳市政府对公司的支持能力强，主要体现在以下方面：

浏阳市是长株潭城市群的次中心城市和长沙东线经济走廊上的重要支点，同时是连接湖南、江西两省间最重要的交通枢纽，区位条件较好。浏阳市目前已构建起“三主四特两新”产业格局，依托产业的不断发展，近年来浏阳市经济、财政实力均保持较快的增长态势，经济总量及地方一般公共预算收入在长沙市各区、县（市）中排名靠前，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力，对公司潜在的支持能力强。但浏阳市地方政府债务不断增加，在长沙市各区、县（市）中处于较高水平，虽债务压力尚且可控，但未来仍需持续关注浏阳市地方政府债务及区域内基础设施投融资企业债务增长较快对再融资环境可能产生的影响。

同时，浏阳市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性很强：公司和浏阳市交通建设投资有限公司为浏阳市两大市属平台公司，两公司业务划分明确，公司是浏阳市最重要、资产规模最大的城市基础设施建设主体，业务具有区域垄断优势，区域重要性很强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由浏阳市人民政府支持组建、浏阳市国资中心全资控股，根据市政府意图承担区域内的基础设施投融资任务，业务经营和战略规划受浏阳市政府影响程度很高。
- 3) 过往支持力度大：公司及下属子公司在资产注入及财政补贴等方面对获得了浏阳市政府的有力支持：1) 2020 年 4 月，浏阳市国资中心将持有的浏阳城建、浏阳水利和文旅公司 100% 股权无偿划转至公司；2020 年 9 月浏阳市财政局将长沙浏河拍卖有限公司无偿划转至公司；2021 年浏阳市人民政府将市内 37 条县管河道砂石资源及有关采矿权、板贝水库、金钟皂水库、富岭水库、大栗坪水闸、宏源泵站等五处资产以及浏阳市住房保障服务中心名下 3,226 套公租房及 41 个商业门面无偿划转至公司子公司；2022 年浏阳市人民政府将浏阳市住房保障服务中心名下公租房及浏阳市文化馆以及地下管网资产无偿划转至公司子公司；2) 公司及下属子公司在经营过程中，持续获得政府的财政补贴。

表 17：浏阳市城区范围内平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
浏阳市城乡发展集团有限责任公司	浏阳市国资中心 100%	浏阳市最重要、资产规模最大的城市基础设施建设主体，主要负责浏阳市城区内的基础设施建设及土地开发整理等业务	811.37	418.43	48.43	37.77	7.23	20.00
浏阳市交通建设投资有限公司	浏阳市国资中心 100%	浏阳市两大市属平台之一，负责浏阳市全市范围内的国省干线公路建设以及交通运输服务	96.01	36.78	61.69	7.33	0.96	16.00
浏阳市城市建设集团有限公司	浏发集团 100%	浏阳市重要的城市基础设施建设主体，主要从事浏阳市城区内的土地开发整理、基础设施项目建设、政策性住房建设及销售等业务。	548.86	246.23	55.14	22.22	5.19	146.45
浏阳市水利建设投资有限公司	浏发集团 100%	浏阳市重要的水利和城市基础设施建设主体，主要负责浏阳市范围内的水利基础设施、部分区域的土地开发整理及浏阳河城区段重点项目建设。	251.72	178.38	29.14	11.86	2.24	25.00

注：债券余额为截至 2022 年 11 月 1 日数据，其余数据为截至 2021 年末或 2021 年数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，浏阳市政府对公司的支持能力和强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，浏发集团与长沙县星城、成都空港兴城及桐乡城投的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府均具有强的支持能力，并对上述公司均具有强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，浏阳市与长沙县、双流区、桐乡市的行政地位相同，其中长沙县经济财政实力相对较高，但其政府债务压力相对较高，四县市区整体经济财政实力处于可比区间，能够给予当地平台企业的支持能力相同。浏发集团与长沙县星城、成都空港兴城、桐乡城投均为当地重要的城市基础设施建设主体，当地政府对它们均有强的支持意愿。

其次，浏发集团的外部经营环境风险和业务风险与可比对象没有显著差异。基于当地政府对它的主要定位，浏发集团与可比对象均承担了各区域内的基础设施建设业务、土地整理等业务，均具有业务竞争优势，其中公司业务结构较为多元，但公司主要收入来源于土地开发整理业务，该业务受房地产市场及相关政策影响较大，未来收入存在一定不确定性。

财务风险方面，浏发集团的财务风险在同行业中处于中等水平。公司总资产和经调整的所有者权益规模处于比较组平均水平，且债务规模相对较小；财务杠杆处于行业适中水平；盈利指标亦处于中等水平；公司可用银行授信规模相对较小，但债券市场认可度较高，再融资能力较好。

表 18：2021 年同行业对比表

	浏发集团	长沙县星城	成都空港兴城	桐乡城投
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	长沙市浏阳市	长沙市长沙县	成都市双流区	嘉兴市桐乡市
GDP（亿元）	1,616.60	2,003.2	1,130.56	1,141.69
GDP 增速（%）	7.30	7.6	8.7	8.5
人均 GDP（万元）	11.30	14.31	7.65	16.09
一般公共预算收入（亿元）	104.26	132.57	90.17	109.31
公共财政平衡率（%）	63.67	74.55	80.26	94.61
政府债务余额（亿元）	188.52	428.38	196.35	186.91
控股股东及持股比例	浏阳市国资中心 100%	长沙县人民政府 100%	成都市双流区国有资产 监督管理和金融工 作局 90.00%；四川省 财政厅 10%	桐乡市财政局 100%
职能及地位	浏发集团是浏阳市最 重要、资产规模最大的 城市基础设施建设 主体，主要负责浏阳 市城区范围内的基础 设施建设、土地开发 整理等业务	长沙县星城是长沙县 最重要的城市开发建 设主体，定位为国有 资本投资运营平台， 主要负责长沙县内的 土地开发整理及基础 设施建设业务	成都空港兴城是双流 区最大的基础设施建 设投融资主体，在双 流区政府投资类项目 建设、产城开发和产 业投资方面参与较 多，区域地位突出	桐乡城投是桐乡市重 要的基础设施建设及 国有资产经营主体， 目前业务主要包括土 地整理、委托代建、 商贸服务等。
核心业务及收入占比	土地开发整理 40.98%、工程建设 34.31%、耕地指标交 易 9.50%、政策性住房 销售 3.12%	土地开发整理 74.84%、基础设施建 设 18.67%	建材销售业务 59.71%、代建业务 35.33%	土地整理 20.78%、商 贸服务 20.44%、商地 产销售 14.69%、委托 代建 9.03%
总资产（亿元）	811.37	491.00	1,005.80	988.46
经调整的所有者权益合计（亿 元）	412.25	230.47	550.69	367.09
总债务（亿元）	324.32	215.14	423.50	467.97
总资本化比率（%）	44.03	48.28	43.47	56.04
营业总收入（亿元）	37.77	24.80	43.34	59.15
净利润（亿元）	7.23	2.03	8.08	8.13
EBITDA（亿元）	9.23	3.94	11.45	14.64
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.52	0.36	0.48	0.76
经营活动产生的现金流量净额 （亿元）	-22.31	-1.46	6.69	-5.60
可用银行授信余额（亿元）	106.96	189.94	208.48	139.55
债券融资余额（亿元）	20.00	108.90	129.00	98.10

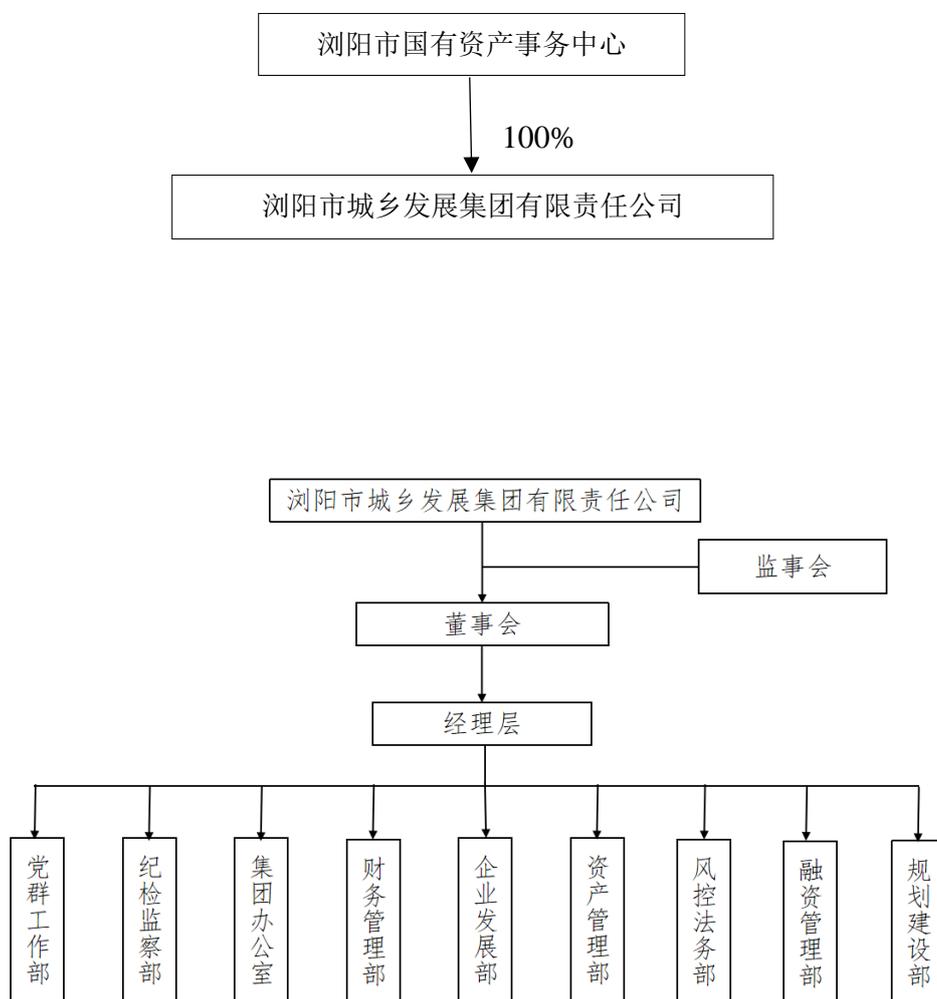
注：1、浏发集团各项指标为调整公益性资产及非经常性损益后指标，长沙县星城、成都空港兴城及桐乡城投各项指标均未调整；2、浏发集团可用银行授信余额为截至 2022 年 6 月末数据，长沙县星城、成都空港兴城及桐乡城投可用银行授信余额均为截至 2022 年 3 月末数据；3、债券融资余额为截至 2022 年 11 月 1 日数据；4、控股股东及持股比例为截至本报告出具日最新情况。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

评级结论

综上所述，中诚信国际评定浏阳市城乡发展集团有限责任公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“2022 年浏阳市城乡发展集团有限责任公司县城新型城镇化建设专项企业债券（第一期）”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：浏阳市城乡发展集团有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



注：浏阳市国有资产事务中心系浏阳市人民政府所设事业单位。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：浏阳市城乡发展集团有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位:万元)	2019	2020	2021	2022.6/2022.1~6
货币资金	240,279.19	205,197.72	245,322.23	374,987.58
非受限货币资金	240,279.19	205,197.72	242,316.12	374,987.58
应收账款	356,611.52	300,894.85	128,299.06	202,048.01
其他应收款	307,934.16	188,773.47	205,484.72	193,391.48
存货	3,171,999.87	4,321,337.60	5,579,219.78	5,693,483.83
长期投资	92,941.65	379,684.07	418,009.94	418,612.10
在建工程	31,133.41	746.23	3,883.59	5,127.56
无形资产	721.32	2,583.90	8,537.06	8,694.65
资产总计	5,401,048.02	6,590,044.52	8,113,696.17	8,562,169.89
其他应付款	448,725.12	448,597.13	460,609.20	642,050.18
短期债务	348,673.89	662,072.02	669,542.88	613,381.56
长期债务	1,465,653.21	1,945,871.99	2,573,693.62	2,857,531.18
总债务	1,814,327.10	2,607,944.01	3,243,236.50	3,470,912.74
负债合计	2,456,721.81	3,253,463.92	3,929,380.60	4,322,701.97
利息支出	89,688.73	128,041.28	176,413.63	--
经调整的所有者权益合计	2,882,501.14	3,274,755.54	4,122,490.51	4,177,642.86
营业总收入	362,651.79	338,526.95	377,695.54	200,093.71
经营性业务利润	67,921.66	53,963.94	70,856.39	44,061.68
其他收益	24,118.79	20,906.12	20,226.27	5,608.71
投资收益	3,046.54	2,788.52	4,729.31	2,917.23
营业外收入	117.63	127.06	1,690.62	153.74
净利润	69,908.69	57,373.81	72,280.56	47,332.64
EBIT	71,889.43	60,784.67	73,511.00	-
EBITDA	87,261.92	74,294.06	92,268.67	-
销售商品、提供劳务收到的现金	222,764.94	456,379.68	399,571.20	111,520.60
收到其他与经营活动有关的现金	430,547.83	506,753.40	340,336.74	445,160.83
购买商品、接受劳务支付的现金	564,012.26	885,488.19	744,698.60	364,276.02
支付其他与经营活动有关的现金	69,467.42	281,049.84	183,880.65	211,491.94
吸收投资收到的现金	-	-	490.00	-
资本支出	34,467.37	23,767.29	12,839.40	3,168.39
经营活动产生的现金流量净额	4,860.59	-230,701.87	-223,123.25	-29,730.12
投资活动产生的现金流量净额	-160,129.77	-437,655.70	-177,345.68	-14,828.10
筹资活动产生的现金流量净额	211,291.51	633,276.10	437,587.33	174,223.57
现金及现金等价物净增加额	56,022.33	-35,081.47	37,118.40	129,665.34
财务指标	2019	2020	2021	2022.6/2022.1~6
营业毛利率(%)	15.96	18.46	22.45	25.05
期间费用率(%)	3.06	4.54	5.66	5.03
应收类款项/总资产(%)	12.30	7.43	4.11	4.62
收现比(X)	0.61	1.35	1.06	0.56
资产负债率(%)	45.49	49.37	48.43	50.49
总资本化比率(%)	38.63	44.33	44.03	45.38
短期债务/总债务(%)	19.22	25.39	20.64	17.67
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.05	-1.80	-1.26	--
总债务/EBITDA(X)	20.79	35.10	35.15	--
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.11	0.14	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.97	0.58	0.52	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年模拟财务报表审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表整理，其中模拟财务报表审计报告只模拟 2019 年财务数据；2、中诚信国际分析时将公司各期其他流动负债中的带息债务计入短期债务，将公司各期长期应付款中的带息债务计入长期债务；3、财务报告按照新会计准则编制，分析时 2019 年~2021 年财务数据均为审计报告期末数，2022 年半年度财务数据为财务报表期末数；4、公司 2022 年半年度利息支出及现金流量补充表未经审计，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
资产负债率	负债总额/总资产
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
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
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
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业总收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
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
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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/利息支出
经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn