



岳阳市城市建设投资集团有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2023]跟踪 1777 号

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果

岳阳市城市建设投资集团有限公司

AA⁺/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“20 岳阳建投 MTN001”、“22 岳阳城建专项债/22 岳建 02”

AA⁺

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为岳阳市经济财政实力持续增强,潜在的支持能力强;岳阳市城市建设投资集团有限公司(以下简称“岳阳城投集团”或“公司”)是岳阳市最重要、资产规模最大的城市基础设施建设主体,地位突出,历史上获得了岳阳市政府的大力支持,岳阳市政府对公司的支持意愿强。此外,公司持有的可开发土地资源较充足,预计未来可以公司带来一定收益。同时,需关注公司债务规模增长较快,面临较大的偿债压力、棚户区改造项目的结算和回款进度较为滞后以及盈利能力较弱,利润总额对政府补助依赖度较高对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为,岳阳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。

调级因素

可能触发评级上调因素: 岳阳市经济、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等。

可能触发评级下调因素: 岳阳市经济、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,备用流动性大幅减少等。

正面

- **岳阳市经济财政实力持续增强。** 岳阳市为湖南省“长株潭城市群”对接“武汉城市圈及长江、沿海经济带”的唯一临江口岸城市,2022年经济及财政实力保持增长趋势,为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司地位突出,获得了有力的外部支持。** 公司系岳阳市最重要、资产规模最大的城市基础设施建设主体,地位突出,历年来在资产、资金注入等方面得到了政府的有力支持。
- **持有的可开发土地资源仍较充足。** 公司存货中持有的土地资产规模较大,土地类型主要为出让地,用途以商业、商住用地为主,未来或可为公司带来一定的收益。

关注

- **公司债务规模增长较快,面临较大的偿债压力。** 近年来公司债务规模保持快速增长,截至2023年3月末为838.51亿元,规模较大,财务杠杆水平处于高位且各项偿债指标表现较差。同时,未来三年公司到期债务规模均较大,面临较大的偿债压力,需关注公司后续偿债安排。
- **棚户区改造项目的结算和回款进度较为滞后。** 公司资产中以土地资产和开发成本为主的存货占比很高,其中棚户区改造项目的投资成本较大,但项目结算及业务回款较为滞后,需关注其后续交付结算进度及业务回款情况。
- **盈利能力较弱,利润总额对政府补助依赖度较高。** 近年来公司持续获得一定规模的政府补助收入,上述收入对公司利润总额的贡献度较高,公司自身盈利能力较弱。

项目负责人: 张 蕾 lizhang02@ccxi.com.cn

项目组成员: 朱航园 hyzhu@ccxi.com.cn

评级总监:

电话: (027)87339288

● 财务概况

岳阳城投集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	924.84	1,179.33	1,307.68	1,349.40
经调整的所有者权益合计（亿元）	277.62	376.28	424.33	424.63
负债合计（亿元）	647.22	803.05	883.35	924.78
总债务（亿元）	599.80	734.65	803.83	838.51
营业总收入（亿元）	41.28	56.66	63.51	21.60
经营性业务利润（亿元）	0.66	3.60	3.35	0.72
净利润（亿元）	2.03	3.68	4.30	0.23
EBITDA（亿元）	12.97	12.97	14.36	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-3.82	-0.37	3.25	-2.28
总资本化比率（%）	68.36	66.13	65.45	66.38
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.66	0.67	0.65	--

注：1、中诚信国际根据岳阳城投集团提供的其经亚太（集团）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 2021 年、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数，2023 年一季度数据采用了 2023 年一季度财务报表期末数；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；4、利息支出总额按公司提供数据计算。

● 评级历史关键信息

岳阳市城市建设投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA ⁺ /稳定	22 岳阳城建专项债/22 岳建 02 (AA ⁺) 20 岳阳建投 MTN001 (AA ⁺)	2022/06/27	贺文俊、朱航园、黄豫	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA ⁺ /稳定	22 岳阳城建专项债/22 岳建 02 (AA ⁺)	2022/01/11	贺文俊、朱航园、黄豫	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA ⁺ /稳定	20 岳阳建投 MTN001 (AA ⁺)	2020/10/15	贺文俊、吴亚婷、胡雅梅	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文

注：中诚信国际口径。

● 同行业比较（2022 年数据）

项目	岳阳城投集团	滁州城投	荆州城发	商丘发投
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	湖南省岳阳市	安徽省滁州市	湖北省荆州市	河南省商丘市
GDP（亿元）	4,710.67	3,610.00	3,008.61	3,262.68
一般公共预算收入（亿元）	185.04	277.85	142.05	207.33
经调整的所有者权益合计（亿元）	424.33	682.61	245.64	494.75
资产负债率（%）	67.55	43.02	69.51	63.01
净利润（亿元）	4.30	7.01	2.67	3.11

注：1、滁州城投系“滁州市城市投资控股集团有限公司”的简称；荆州城发系“荆州市城市发展控股集团有限公司”的简称；商丘发投系“商丘市发展投资集团有限公司”的简称；2、滁州城投、商丘发投各项指标均未调整。

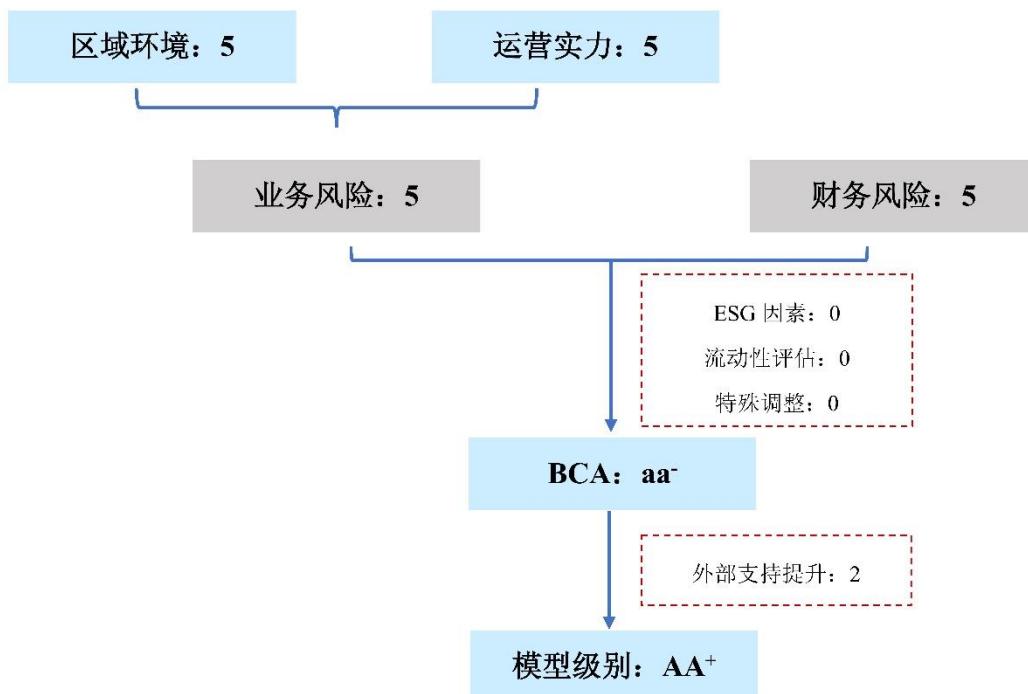
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

● 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
22 岳阳城建专项债/22 岳建 02	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/27	5.00	5.00	2022/01/26~2029/01/26	交叉违约、提前还本
20 岳阳建投 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/27	6.00	6.00	2020/12/09~2023/12/09	交叉违约

● 评级模型

岳阳市城市建设投资集团有限公司评级模型打分(2023_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，岳阳城投集团主营业务重要性突出，且具有区域垄断性，业务竞争力很强；公司承担的主要职能和业务较为稳定，业务模式明确，承接的基础设施建设项目及棚户区改造项目规模较大，业务可持续性及稳定性较强。但公司资产中以开发成本和土地资产为主的存货及应收类账款占比较高，资产流动性一般且收益性较弱，整体资产质量一般。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，受益于岳阳市政府的有力支持，近年来岳阳城投集团经调整的所有者权益快速增长，资本实力逐年增强；但公司财务杠杆处于高位，资本结构有待进一步改善；同时 EBITDA 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岳阳城投集团个体基础信用等级无影响，岳阳城投集团具有“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，岳阳市政府支持能力强，岳阳市政府对公司支持意愿强，主要体现在岳阳市经济财政实力稳步增强；岳阳城投集团系岳阳市最重要以及资产规模最大的城市基础设施建设主体，近年来持续获得岳阳市政府在资产及资金注入等方面的支持，区域重要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。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“22 岳阳城建专项债/22 岳建 02”募集资金 5.00 亿元，其中 3.00 亿元用于项目建设，2.00 亿元用于补充营运资金。根据《岳阳市城市建设投资集团有限公司公司债券年度报告（2022 年）》，截至 2023 年 4 月 25 日，募集资金已使用 3.53 亿元，其中 1.53 亿元用于项目建设，1.97 亿元用于补充营运资金。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年，稳增长压力下促基建政策持续加码，保障城投合理融资需求，但严监管持续城投发行审核并未明显放松，叠加到期及回售规模较大，城投债发行规模、净融资额同比大幅下降，且募集资金用于借新还旧的比例进一步提高。展望 2023 年，隐性债务严监管下城投“紧融资”环境难有较大转变，但考虑到基建仍是经济稳增长的重要着力点，城投融资情况或有边际

改善。风险关注方面，在基建仍需发力、地方财政承压背景下，后续需关注重点项目推进下城投企业信用实力分化以及弱区域、弱资质城投风险释放可能；此外，还需关注房地产行业风险底部释放下，城投企业地产参与度提高带来的风险敞口，以及城投转型过程中资产整合和债务重组可能带来的衍生风险。

区域环境

岳阳市系湖南省下辖地级市，地处湖南东北部，现辖岳阳楼区、云溪区、君山区 3 个区，汨罗市、临湘市 2 个县级市，岳阳县、华容县、平江县、湘阴县 4 个县，设有岳阳经济技术开发区（以下简称“经开区”）、城陵矶临港产业新区（以下简称“城陵矶港区”）、南湖新区和屈原管理区 4 个非行政区，总面积 15,019 平方公里。岳阳市为“长株潭城市群”对接“武汉城市圈及长江、沿海经济带”的唯一临江口岸城市，是湖南融入长江经济带的“桥头堡”和洞庭湖生态经济区建设的“主战场”。

依托石化、食品、造纸等传统优势产业和生物医药、新材料、节能环保等战略性新兴产业的发展，岳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。2022 年，岳阳市实现地区生产总值（GDP）为 4,710.67 亿元，经济总量在全省 14 个地市（州）中排名第二，同比增长 5.4%。同年，岳阳市人均地区生产总值为 9.37 万元，居省内第三位。产业结构来看，2022 年，岳阳市三次产业结构由 2021 年的 10.5:41.7:47.8 调整为 10.3:41.8:47.9，第二、三产业仍是岳阳市经济发展的主要推动力量。

表 1：2022 年湖南省下属地市（州）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
湖南全省	48,670.37	-	7.36	-	3,101.80	-
长沙市	13,966.11	1	13.40	1	1,201.80	1
岳阳市	4,710.67	2	9.37	3	185.04	5
常德市	4,274.50	3	8.20	5	209.65	2
衡阳市	4,089.69	4	6.20	7	194.97	3
株洲市	3,616.81	5	9.33	4	190.88	4
郴州市	2,980.49	6	6.41	6	177.97	6
湘潭市	2,697.54	7	9.97	2	127.43	9
邵阳市	2,599.18	8	4.03	12	127.97	8
永州市	2,410.28	9	4.66	10	154.02	7
益阳市	2,108.02	10	5.56	8	100.12	11
娄底市	1,929.50	11	5.11	9	91.71	12
怀化市	1,877.64	12	4.14	11	119.56	10
湘西州	817.53	13	3.32	14	74.59	13
张家界市	592.39	14	3.94	13	35.39	14

注：部分地市的人均 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岳阳市财政实力稳步提升，2020~2022 年，岳阳市一般公共预算收入逐年增长且税收收入占比小幅增长。其中 2022 年，岳阳市完成一般公共预算收入 185.04 亿元，同比增长 8.1%。从收支结构上看，岳阳财政自给能力较弱，地方综合财力对土地出让和上级补助收入较为依赖。2022 年以来，受土地和房地产市场影响，岳阳市政府性基金收入明显下降，对财政收入造成较大压力。再融资环境方面，截至 2022 年末，岳阳市政府债务余额为 921.99 亿元，同时岳阳市广义债务率处于全省中上游水平，目前已突破国际 100% 警戒标准，面临较大的债务

压力。此外，岳阳市城投企业数量较多且区县级占比相对较高，存在一定的再融资压力。同时，如考虑到未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务规模，岳阳市整体债务压力更大、风险不容忽视。

表 2：近年来岳阳市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	4,001.55	4,402.98	4,710.67
GDP 增速(%)	4.20	8.10	5.4
人均 GDP（万元）	7.89	8.73	9.37
固定资产投资增速(%)	8.80	10.50	13.20
一般公共预算收入（亿元）	152.73	171.14	185.04
政府性基金收入（亿元）	256.70	358.38	309.80
税收收入占比(%)	62.56	63.19	65.38
公共财政平衡率(%)	28.32	31.99	32.44

注：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%。

资料来源：岳阳市人民政府网站，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍系岳阳市最重要的城市基础设施建设主体，展业区域包含岳阳市城区及经开区，且业务具有区域垄断性优势；2022 年以来，公司持续推进多元化业务经营模式，市场化业务收入占比快速提升，整体业务竞争力很强。跟踪期内，公司各项业务运营稳定，业务模式明确，承接的基础设施建设项目及棚户区改造项目规模较大，业务可持续性及稳定性较强，整体业务风险仍处于较低水平。但公司自营项目后续资本支出压力较大，且自营项目的投资回收受经营情况影响较大，需关注未来资金平衡情况。

表 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	25.90	62.74	18.73	30.30	53.49	19.96	28.92	45.54	21.51
棚户区改造	10.56	25.58	17.47	6.35	11.21	16.89	6.72	10.58	16.67
资产运营管理	4.72	11.43	25.50	15.20	26.83	19.98	14.46	22.77	18.26
商品销售	--	-	--	4.19	7.40	0.62	11.97	18.85	1.54
其他	0.10	0.24	92.60	0.61	1.08	65.82	1.46	2.30	45.58
营业收入/毛利率合计	41.28	100.00	19.35	56.65	100.00	18.68	63.51	100.00	17.05

注：1、公司将岳阳城投子公司岳阳经济开发区开发建设投资有限公司的棚户区改造收入计入基础设施建设业务收入中，2020~2022 年，岳阳经济开发区开发建设投资有限公司的棚户区改造收入分别为 6.34 亿元、7.24 亿元及 6.72 亿元；公司的棚户区改造业务收入仅包含岳阳城投子公司岳阳市棚改投资有限责任公司的业务收入；2、合计数尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设板块

公司系岳阳市最重要的基础设施建设主体，业务范围包括岳阳市城区及经开区，且具有区域垄断性，业务竞争力很强；公司已完工项目回款情况较好，但在建基础设施项目剩余投资规模有限，需关注该板块业务可持续性。公司自营项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力，且自营项目的投资回收受经营情况影响较大，存在一定不确定性。

公司系岳阳市城区及经开区最重要的基础设施项目建设主体，历年来承担了岳阳市城区及经开区各项重大建设项目，业务具有区域垄断性。2021 年以前，公司基础设施建设业务经营主体主要为岳阳城投本部、岳阳水利和岳阳城投子公司岳阳经济开发区开发建设投资有限公司（以下简称“岳阳经开”），其中，岳阳城投本部和岳阳水利承担岳阳市城区范围内除洞庭新城以外的基础设施项

项目建设，岳阳经开负责经开区的基础设施项目建设；2021 年公司新增合并岳阳国资，其子公司岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司（以下简称“洞庭开发公司”）主要负责洞庭新城区域内的基础设施项目建设。

公司历史上承接的基础设施项目主要采用委托代建模式，但委托方根据因项目区域而有所不同：1) 对于岳阳市城区（洞庭新城以外）的基建项目，由岳阳城投本部及岳阳水利与岳阳市住房和城乡建设局（以下简称“岳阳住建局”）签订委托代建协议，由岳阳城投本部及岳阳水利筹措资金进行项目建设，项目建成后全部移交给相关政府部门，岳阳住建局最终支付对价为工程建设费用审定结算值加上一定比例的投资收益。2) 对于经开区内的基建项目，由岳阳经开与岳阳经开区建设交通局（以下简称“岳阳经开区建设交通局”）签署委托建设协议，由岳阳经开筹措资金建设，每年度公司依据建设进度确认投资成本，并按不低于所确认投资额的一定比例，采用成本加成方式确认当年度的代建收入，由岳阳经济技术开发区财政局（以下简称“岳阳经开区财政局”）在一定期限内进行支付。3) 对于洞庭新城区域内的基建项目，由洞庭开发公司与岳阳市岳阳楼区政府按项目签署委托代建协议，由洞庭开发公司筹措资金建设，项目完工后，岳阳市岳阳楼区政府以项目成本及一定比例的项目收益向洞庭开发公司分期支付款项¹。此外，自 2018 年 8 月以来，公司新承接的基础设施建设项目均纳入岳阳市财政预算安排，公司根据岳阳市政府下发的年度建设计划，按财政资金到位情况进行项目建设，无需垫付建设资金，并收取一定的项目管理费。

从业务开展情况来看，2022 年公司基础设施建设收入²较上年基本持平；按协议对手方来看，来源于岳阳住建局的项目代建收入占比较高；毛利率方面，因不同项目及不同对手方的加成比例并不相同，近年来公司基础设施建设业务毛利率呈上升态势。截至 2022 年末，岳阳城投及岳阳水利的已完工基础设施建设项目合计 78 个，总投资 110.05 亿元，拟回款 148.14 亿元，已回款 144.48 亿元；岳阳经开在 2020~2022 年期间完工的基础设施项目历史上累计确认收入 5.04 亿元，累计已回款 3.03 亿元。整体来看，公司已完工基础设施建设项目回款情况较好。但是，岳阳城投、岳阳水利及岳阳经开在建基础设施项目剩余投资规模有限，该板块业务可持续性下降，需关注后续业务开展情况。

表 4：截至 2022 年末岳阳城投及岳阳水利的主要在建基础设施项目情况（万元）

序号	项目名称	建设主体	计划总投资	已投资	是否签订代建协议	2023 年投资计划
1	奇康路	岳阳城投 本部	46,383.00	40,865.91	是	5,517.09
2	汴河园路		23,318.92	22,145.86	是	1,173.06
3	城市基础设施维护		4,600.00	4,563.96	是	36.04
4	分水垅路北段及南段		37,957.00	17,695.21	是	16,453.85
5	置田庄路		53,328.27	26,758.15	是	20,462.75
6	金凤桥北路		106,724.57	83,650.53	是	9,564.51
7	党校改造		8,796.00	8,532.00	是	174.25
8	市疾控中心		24,011.35	19,761.72	是	2,574.00
9	西环线 G240		55,887.00	49,263.12	是	5,672.00
10	王家河流域综合治理一期	岳阳水利	299,865.00	171,834.48	是	87,261.98
11	雷锋山路等市政道路		11,000.00	6,885.93	是	2,960.07
合计			671,871.11	451,956.87	--	151,849.60

注：1、公司未提供洞庭开发公司在建基础设施项目情况；2、雷锋山路等市政道路项目已投资规模经审计后进行调整。

¹ 洞庭开发公司相关业务资料通过公开资料获取，公司未提供相关资料。

² 系剔除岳阳经开的棚户区改造业务收入后的基础设施建设业务收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2022 年末岳阳经开主要在建基础设施项目情况（万元）

序号	项目名称	总投资	已投资	累计已确认收入	累计回款金额
1	监申桥工业园征地基础设施建设项目	17,951.99	414.96	0.00	0.00
2	监申桥工业园项目	40,000.00	34,424.03	0.00	0.00
3	监申桥工业园基础设施项目	6,500.00	1,149.71	0.00	0.00
4	临湖公路项目	70,000.00	61,699.86	5,578.72	2,000.00
5	珍珠山公园建设项目	50,000.00	11,535.65	0.00	0.00
6	南北港河污水处理项目	30,000.00	2,276.54	0.00	0.00
7	康王工业园建设项目	90,000.00	76,087.82	0.00	0.00
8	王家畈路（白石岭路-长康路）道路工程	10,057.00	5,439.00	2,699.79	0.00
9	王家河东岸雨污分流改造一期项目	6,530.76	5,077.47	0.00	0.00
10	建筑固废资源化再生利用产业园项目	5,213.57	2,482.65	0.00	0.00
合计	--	326,253.32	200,587.69	8,278.51	2,000.00

资料来源：岳阳经开提供，中诚信国际整理

此外，公司还有较大规模自建自营项目，由公司自筹资金进行项目建设，后续通过经营性收入平衡前期投入。截至 2022 年末，公司主要已完工自营项目包含岳阳体育中心场馆建设等，此前湖南省运会已在岳阳体育中心场馆举办，项目主要依赖租赁收入、广告收入、体育设施日常经营收入和体育培训收入等平衡前期投资资金，2022 年已实现一定收入，但规模尚小。同期末，公司在建自营项目尚需投资 134.95 亿元，面临较大的资本支出压力。其中，投资规模较大的己内酰胺城市更新项目建设工期为 48 个月，项目建设内容主要包括搬迁补偿工程、保留建筑修缮工程、基础设施建设工程、生态修复提升工程、公服配套设施工程和产业配套设施工程等，其中搬迁补偿工程是对巴陵石化己内酰胺旧厂区 1,602.03 亩土地和岳纺旧厂区 142.43 亩土地进行搬迁安置补偿，后续拟通过厂房出租收入、停车费及配套土地资源综合开发等实现收益；岳阳临港高新技术产业开发区创新创业基地一期拟规划建设创业园、总部经济区等功能板块，拟通过出租、出售标准化厂房、广告收益、收取物业费及停车费等方式实现收益；天岳幕阜山国际度假旅游区建设内容主要包括新建景区连接道路、游客集散中心、大型停车场，拟通过停车费、门票收入等实现收益；洞庭南路历史文化街区一期主要建设内容包括历史文化街区建筑改造工程、历史文化街区沿洞庭湖岸线生态修复工程、历史文化街区基础设施提质改造工程等，拟通过商业建筑出售、其他建筑租赁、停车费和广告收入等方式实现收益。公司在建及拟建的自营项目尚需投资规模较大，且自营项目主要依靠自身经营收益来平衡，项目收益的实现存在一定不确定性，需持续关注公司自营项目建设进度及经营回款情况。

表 6：截至 2022 年末公司主要在建和拟建自营项目情况（亿元）

在建自营项目名称	总投资	已投资
洞庭南路历史文化街区一期	15.80	8.96
岳阳临港高新技术产业开发区创新创业基地一期	31.54	10.44
天岳幕阜山国际度假旅游区	24.00	12.74
岳阳学院（一期）	14.82	5.22
己内酰胺城市更新项目	77.59	0.04
阅溪府项目	12.20	3.60
合计	175.95	41.00

拟建自营项目名称	总投资	已投资
芭蕉湖康养小镇	13.00	--
岳阳市建筑固废资源化再生利用产业园	5.00	--
梅溪府项目	4.80	--
洞庭南路历史文化街区改造提升项目	9.49	--

合计

32.29

--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

棚户区改造板块

公司在岳阳市棚户区改造领域具有突出地位，承担了大量重点项目建设；在建的棚户区改造项目规模较大，为后续收入提供了有力支撑；但项目结算及回款进度较为滞后，前期投入形成的开发成本规模较大，需关注其后续交付结算及回款进度。

公司是岳阳市最重要的棚户区改造项目承接主体，承担了大量重点棚户区改造项目建设，业务范围覆盖岳阳市城区及经开区。公司棚户区改造项目主要由岳阳城投下属子公司岳阳市棚改投资有限责任公司（以下简称“岳阳棚改”）及岳阳经开负责。岳阳棚改承接的棚户区改造项目主要采用政府购买服务模式，即岳阳棚改按照相关部门下达的棚户区改造项目计划开展融资和建设工作，享有购买服务的收益权，由岳阳市政府授权岳阳市住建局向其购买各服务项目，包括棚户区改造征地拆迁服务、货币化安置、棚改安置住房的筹集及棚改区改造公益性配套基础设施建设服务等。在建设期届满前，岳阳棚改的服务费用根据协议约定及其服务完成的进度进行核定，按照实际发生成本列入营业成本，同时按总购买款的相应比例确认当期营业收入。建设期届满或者岳阳棚改完成项目建设内容后，经验收合格并经市财政局审核认定后，岳阳市住建局再按照各协议约定的金额和支付计划完成财政性资金支付。岳阳经开承接的棚户区改造项目先后采用了政府购买服务模式和政府委托建设模式。2020 年 10 月以前，由岳阳经济技术开发区管委会（以下简称“经开区管委会”）授权岳阳经开区建设交通局等政府单位作为棚改服务购买主体与公司签订政府购买服务协议，委托公司开展棚户区改造业务。建设资金全部由公司自筹，建设期届满前，公司根据其服务完成进度核定服务费用；建设期届满或者公司完成项目建设内容后，经相关部门验收合格后，按照协议中支付计划表逐年向公司支付服务费用，政府购买服务费用已在财政预算中统筹安排。2020 年 10 月，公司与岳阳经开区建设交通局签订《关于棚户区改造项目政府购买服务协议的补充协议》（以下简称“补充协议”），依据补充协议，公司每年度按照建设进度确认投资成本，并以不低于所确认投资额的一定比例，采用成本加成方式确认收入，由岳阳经开区财政局在一定期限内向公司进行支付。

从业务开展情况来看，岳阳棚改在建棚户区改造项目均处于建设后期，受项目移交结算进度影响，岳阳棚改确认的棚户区改造收入整体呈下降态势，2020~2022 年，岳阳棚改确认收入 23.63 亿元，整体结算回款进度较为滞后；同期，岳阳经开确认的棚户区改造收入小幅波动，截至 2022 年末，岳阳经开已完工棚户区改造项目累计确认收入 40.95 亿元，累计已回款 9.81 亿元，公司棚户区改造项目整体回款较慢。岳阳棚改及岳阳经开在建的棚户区改造项目在建项目量较为充足，为后续收入提供了有力支撑，但大多均处于建设后期，且公司账面因棚户区改造项目前期投入形成的开发成本规模较大，未来随着项目建设期届满，需关注其交付结算及回款进度。

表 7：截至 2022 年末岳阳棚改在建的棚户区改造项目情况（亿元）

项目名称	回款周期	总投资	已投资
岳阳市 2016 年棚户区改造建设项目（一期）	2016~2040	10.87	9.93
岳阳市 2016 年度旧城棚户区（城中村）改造建设项目	2016~2040	19.20	18.62
岳阳市中心城区五大片区棚户区（旧城）改造项目	2019~2034	111.99	111.34
岳阳市中心城区 2017~2018 年棚户区改造项目（一期）	2018~2033	84.17	79.13

合计	--	226.23	219.02
----	----	--------	--------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2022 年末岳阳经开已完工的棚户区改造项目情况（万元）

项目名称	回款周期	实际总投资	累计已确认收入	累计已回款金额
临湖路片区棚户区改造	2017 年~2026 年	282,979.20	180,674.15	27,739.74
八字门棚户区改造	2017 年~2027 年	51,983.03	63,503.70	9,287.25
白石岭棚改（二期）	2017 年~2023 年	49,477.20	59,301.79	17,533.12
珍珠山片区棚改	2017 年~2027 年	57,252.29	72,057.01	9,609.74
2014 年棚改保障房建设	--	27,778.07	33,966.92	33,966.92
合计	--	412,217.50	409,503.57	98,136.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2022 年末岳阳经开主要在建的棚户区改造项目情况（万元）

项目名称	回款周期	总投资	已投资	累计已确认收入	累计已回款金额
冯家畈棚户区改造二期	2017 年~2023 年	17,366.80	15,368.85	0.00	0.00
廖家棚户区改造二期	2017 年~2023 年	37,000.00	34,315.83	0.00	0.00
庙坡棚户区改造	2017 年~2023 年	10,000.00	8,052.99	0.00	0.00
羊角山片区棚改项目棚户区改造	2017 年~2025 年	28,361.00	185.16	0.00	0.00
福生片区棚改	2020 年~2025 年	4,055.87	811.17	0.00	0.00
老贯冲棚改	2020 年~2025 年	140,953.33	40,100.00	11,430.41	0.00
合计	--	237,737.00	98,834.00	11,430.41	0.00

注：冯家畈棚户区改造二期项目总投资规模重新测算后有所调整。

资料来源：岳阳经开提供，中诚信国际整理

资产管理板块

公司资产管理收入主要来源于旅游景点运营、自来水供水、污水处理、公交运营、肥料销售等业务；2022 年公司资产管理收入小幅下降，但对公司营业收入贡献仍较大。

公司资产管理业务主要包括旅游景点及旅行社经营、自来水供水、公交运营、肥料销售等业务，运营主体包括子公司岳阳市旅游发展有限公司（以下简称“旅游发展”）、湖南天岳幕阜山旅游开发股份有限公司（以下简称“幕阜山旅游”）、岳阳市水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）、岳阳市公共交通集团有限责任公司（以下简称“公交集团”）以及 2021 年公司新增合并的岳阳国资及下属子公司。其中，水务集团建有东西两座水厂，日供水能力 40 万立方米，日平均供水量 23 万立方米，供水区域布局东至经开区机械工业园，北至临港产业新区永济乡，南至岳阳县新开镇，西沿洞庭湖至湖滨。2022 年，岳阳水务实现营业收入 3.93 亿元，较上年小幅下降；公交集团是岳阳市唯一一家国有客运企业，主要担负着城区公共交通客运任务，业务具有区域专营性。2022 年，公交集团实现营业收入 1.74 亿元，较上年基本保持一致；岳阳国资及下属子公司主要负责有机肥料的生产与销售业务、水泥制品的生产与销售业务和加油加气站等。2022 年岳阳国资实现资产运营管理业务收入 7.76 亿元，较上年有所增长。2022 年公司资产管理业务收入同比小幅下降，但对公司营业收入贡献仍然较大。

商品销售板块

公司商品销售业务收入增长较快，但毛利率很低，对公司利润贡献有限，且销售品种以稀释沥青、聚乙烯为主，需关注其价格周期性波动对该业务的影响。

公司商品销售业务主要由岳阳城投临港贸易有限公司（以下简称“临港贸易”）负责。临港贸易于2020年8月成立，主要销售品种为稀释沥青、聚乙烯、橡胶等，主要服务于岳阳临港产业园内企业。业务模式方面，临港贸易采用以销定购的模式，根据客户需求签订销售合同，确定采购商品种类及数量，并与上游供应商签订采购合同，采购款结算主要采用先货后款，临港贸易以银行承兑汇票、供应链和电汇的方式支付上游采购货款取得货权；临港贸易销售款采用先款后货，分批提货方式，临港贸易收到下游货款后，向下游客户转移货权。

从业务开展情况来看，2022年以来，公司商品销售业务保持快速扩张，当年实现商品销售业务收入11.94亿元，同比增长7.78亿元，但该业务毛利率很低，仅为1%左右，对公司利润贡献有限。2022年，公司商品销售业务前五名供应商合同金额合计占比为93.79%，集中度很高，货物采购来源较为稳定；同期，前五大客户合同金额合计占比为86.95%，客户集中度亦较高。此外，公司销售品种以稀释沥青、聚乙烯为主，需关注上述品种价格波动对该业务的影响。

表 10：2022 年公司商品销售业务主要供应商及客户情况（万元、%）

供应商名称	采购产品	金额	占比
岳阳观盛投资发展有限公司	稀释沥青、聚乙烯、大豆	32,998.68	28.01
湖南新联益国际贸易有限公司	橡胶	47,837.45	40.60
岳阳嘉盛能源有限公司	聚乙烯	14,091.76	11.96
岳阳景盛能源有限公司	聚乙烯	8,750.47	7.43
湖南致盛能源发展有限公司	聚乙烯	6,813.16	5.78
合计	-	110,491.52	93.79
客户名称	销售产品	金额	占比
湖南弘鑫立供应链管理有限公司	聚乙烯	27,830.97	23.26
际华岳阳新材料科技有限公司	橡胶	48,555.01	40.58
湖南致盛能源发展有限公司	稀释沥青	12,584.07	10.52
洋浦佳力能源投资有限公司	稀释沥青	7,274.34	6.08
上海紫亭新材料科技有限公司	聚乙烯	7,805.41	6.52
合计	-	104,049.80	86.95

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，主要系受益于政府的大力支持，跟踪期内公司资本实力持续增强；但公司资产质量一般，且债务规模较大，仍面临较大的偿债压力，且财务杠杆水平处于高位，资本结构需持续优化；2022年公司经营获现情况有所改善，但EBITDA对利息的保障能力仍较弱。

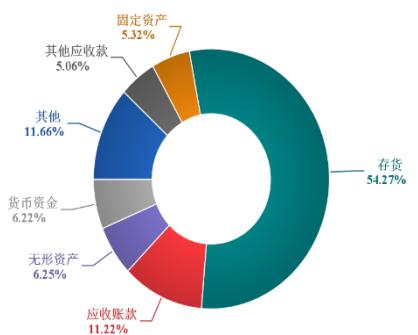
资本实力与结构

跟踪期内，受益于政府的有力支持，公司经调整的所有者权益保持增长，资本实力持续增强；公司资产仍以市政类项目投入、土地资产、应收类账款为主，且应收类账款对公司造成较大规模的资金占用，需关注后续回收情况；同时公司财务杠杆水平持续处于高位，资本结构需持续优化。

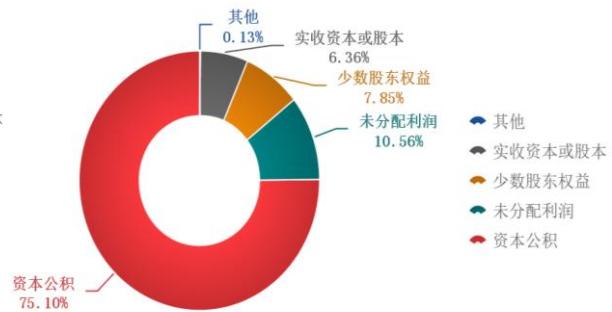
公司作为岳阳市最重要、资产规模最大的城市基础设施建设主体，近年来服务于岳阳市政府的战略发展，承担区域内大量重点项目建设，随着项目建设的推进以及岳阳市政府向公司无偿划转资产，公司总资产规模逐年增长。其中，2022年以来，公司项目建设持续推进加之股东资产及资金注入，总资产规模进一步增长。

公司资产主要以流动资产为主，近年来公司流动资产占比均在80%上下，其中存货、应收类账款、

无形资产及货币资金的占比较大。公司存货主要以基础设施建设项目和棚户区改造项目形成的开发成本及土地资产为主，近年来随着项目的持续投入以及合并范围的扩大而逐年增加。截至 2023 年 3 月末，公司存货中开发成本及土地资产分别为 370.71 亿元和 317.29 亿元，其中公司土地资产主要系出让地，以商业、商住用地为主，大部分土地已缴纳土地出让金，后续可用于自主开发、合作开发或进行土地转让，获得一定收益。公司应收类款项占总资产比重较高，其中应收账款主要系基础设施建设及棚户区改造业务形成的应收岳阳市住建局及岳阳经开区财政局的项目结算款，截至 2023 年 3 月末，分别占应收账款合计的 73.23% 及 22.77%，因业务回款进度较慢，呈逐年增长趋势，截至 2023 年 3 月末规模为 155.65 亿元；公司其他应收款应收对象较为分散，其中应收岳阳市政府单位及区域内国有企业的往来款规模占比较多，同时还有一定规模应收岳阳融恒房地产开发有限公司（以下简称“岳阳融恒”）、岳阳融创康养置业发展有限公司及岳阳金玺置业有限公司等因合作开发项目形成的往来款。2022 年及 2023 年 1~3 月，因新增较大规模应收岳阳融恒及岳阳住建局的往来款，以及子公司洞庭开发公司新增较大规模应收对外往来款，导致公司其他应收款增幅较大；公司长期应收款主要系由国家开发银行授予岳阳棚改的统借统还棚改贷款，再由岳阳棚改转贷给岳阳市岳阳楼经济建设投资有限公司等公司，跟踪期内基本保持稳定。上述应收类账款规模较大、回收期限存在一定不确定性且其中较大规模应收类账款因质押受限，对公司造成较大规模的资金占用，需关注应收类款项后续回收情况。公司无形资产主要系政府注入或通过协议转让获得的土地使用权，2022 年，子公司岳阳市南湖宾馆有限责任公司资产评估增值部分以及岳阳经开区财政局向子公司岳阳经开注入特许经营权推动无形资产有所增加。同时，公司保有较大规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，但其中部分资金受限。此外，公司还有部分股权投资，投资方向主要系房地产及金融行业，每年可为公司带来一定的投资收益，但规模较小。整体来看，公司资产流动性一般，收益性较差，整体资产质量一般。

图 1：截至 2022 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 2022 年末公司权益分布情况


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、未分配利润及少数股东权益构成，近年来呈逐年快速增长趋势。公司资本公积主要由无偿划转的子公司股权及土地资产构成，近年来得益于股东的大力支持而逐年增加。其中，2022 年，岳阳住建局向公司注入市体育中心和马壕污水处理厂等所属国有经营性资产、子公司南湖宾馆资产评估增值、岳阳经开区财政局向子公司岳阳经开注入户外广告经营权及供水经营权、子公司水务集团收到岳阳市国有资产监督管理委员会（以下简称“岳阳市国资委”）以实物资产增资等，推动公司资本实力进一步增强。此外，2022 年 12 月，根据股东会决议，公司注册资本由 5.00 亿元增加至 50.00 亿元，同期，岳阳市国资委通过货币增资 7.00 亿

元，并通过资本公积转增资本 15.00 亿元，推动公司实收资本同比增长 22.00 亿元。

2022 年受益于公司资本实力的持续增强，财务杠杆率同比小幅下降，但于 2023 年 3 月末增长至之前年度水平，财务杠杆持续处于高位。鉴于公司财务杠杆率接近 70%，需通过降低债务规模或争取更多资产、资源等方式进一步压降财务杠杆率，需持续关注公司财务杠杆率压降情况。

表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总额	924.84	1,179.33	1,307.68	1,349.40
流动资产占比	82.60	81.39	79.21	80.00
经调整的所有者权益	277.62	376.28	424.33	424.63
资产负债率	69.98	68.09	67.55	68.53
总资本化比率	68.36	66.13	65.45	66.38

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，政府回款整体有所改善，加之市场化业务收入占比逐年提升且回款较为及时，推动公司收现比指标持续增长；公司投资活动存在较大的资金缺口，业务发展及债务偿还对外部融资存在较强依赖性，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。

受益于合并范围扩大且商品销售业务快速扩张，近年来公司营业总收入增速较快，收入来源仍以市政类业务为主，但市场化业务收入占比逐年快速提升。公司收现比指标受政府的结算及回款节奏影响较大，其中棚户区改造业务回款较为滞后。近年来政府回款整体有所改善，同时公用事业及商品销售类业务收入占总收入比重增加且上述业务回款较为及时，推动收现比指标逐年增长，并于 2022 年增加至 1 以上，当期经营获现情况尚可。

公司经营活动现金流主要系基础设施项目建设、棚户区改造、资产运营管理及商品销售等主营业务以及与区域内政府单位或其他国有企业往来款产生。2022 年业务类现金净流入规模大幅增长，同期，公司往来款由净流入转为净流出，但业务类现金流入规模较大，当期经营活动净现金流由负转正。

公司投资活动现金流主要系由股权投资、自营项目建设而产生，近年来公司逐步加快自营项目建设，使得投资活动现金流净流出规模逐年快速加大，资金缺口较大。

公司主要通过银行借款和债券融资来弥补经营及投资活动现金流缺口并满足债务本息的偿付需求，2022 年公司加大融资力度，筹资活动现金流呈大幅净流入。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	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-3.82	-0.37	3.25	-2.28
投资活动产生的现金流量净额	-7.69	-22.28	-54.31	-9.67
筹资活动产生的现金流量净额	-46.99	26.29	55.62	19.77
现金及现金等价物净增加额	-58.51	3.64	4.56	7.82
收现比	0.60	0.86	1.15	0.49

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模呈快速上升趋势，债务结构较为合理，但仍面临较大的偿债压力；公司各项偿债指标表现较差，EBITDA 对利息支出的保障能力有待提升。

近年来，公司融资力度较大加之合并范围增加，总债务规模呈快速上升趋势。公司债务主要以银行借款及债券融资为主，同时公司还有一定规模的非标借款。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，但公司未来三年到期债务规模均较大，面临较大的偿债压力，需关注公司后续偿债安排。

表 13：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元、%）

	成本	融资余额	占比	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年及以上
银行借款	3.70%~8.40%	414.23	51.60	59.36	29.05	18.09	307.73
债券融资	2.39%~7.50%	335.66	41.81	64.29	84.7	99.5	87.17
非标融资	4.45%~6.99%	52.87	6.59	16.86	6.02	6.33	23.66
合计	--	802.76	100.00	140.51	119.77	123.92	418.56

注：公司债务到期分布中未包含应付票据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司 EBITDA 整体保持稳定，但公司利润总额对政府补助的依赖度较高，政府补助的稳定性对利润总额影响较大，公司 EBITDA 变化趋势存在不确定性。公司利息支出保持较大规模，EBITDA 无法对债务利息形成有效覆盖。2022 年公司经营活动净现金流虽转正，仍无法有效覆盖当期利息支出，公司整体偿债指标表现较差。短期偿债能力方面，截至 2023 年 3 月末公司短期债务规模较上年有所下降，短期偿债指标随之有所好转，但公司非受限货币资金仍无法覆盖短期债务，存在较大的短期偿债压力。

表 14：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	599.80	734.65	803.83	838.51
短期债务占比	15.63	23.79	17.62	14.12
EBITDA	12.97	12.97	14.36	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.66	0.67	0.65	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-0.19	-0.02	0.15	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计 60.23 亿元，规模较大，主要系受限的应收账款、货币资金、存货等，占同期末总资产的 4.46%。

表 15：截至 2023 年 3 月末公司受限资产情况（万元）

项目	账面价值
货币资金	76,621.12
应收账款	374,223.21
存货	63,095.80
长期应收款	36,737.31
其他权益工具投资	4,893.98
固定资产	6,921.19
无形资产	35,142.42

其他非流动资产	4,660.00
合计	602,295.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额合计为 60.89 亿元，占同期末净资产的比例为 14.34%，公司对外担保规模较大，被担保企业主要系岳阳市及下属区县的国有企业，代偿风险相对可控。

表 16：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保余额
1	湖南洞庭资源控股集团有限公司	国企	150,000.00
2	湖南省楚之晟控股实业集团有限公司	国企	40,000.00
3	湖南新金建设投资有限公司	国企	23,000.00
4	湖南轩达建设投资有限公司	国企	110,787.15
5	平江县供水枢纽建设开发有限公司	国企	36,000.00
6	岳阳经济技术开发区国有资产经营有限公司	国企	13,100.00
7	岳阳临空科技发展有限公司	国企	13,452.00
8	岳阳南湖城市建设投资有限公司	国企	193,100.00
9	岳阳市巴陵书香创客馆项目管理有限公司	国企	4,800.00
10	岳阳市交通建设投资集团有限公司	国企	24,700.00
合计		--	608,939.15

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《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 4 月，公司近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测³

假设

——2023 年，公司仍作为岳阳市最重要的基础设施建设主体，各业务板块运营稳定，没有显著规模的资产划入和划出，合并范围无显著变化。

——2023 年，公司业务布局及收入结构未发生大的变化，基础设施建设、棚户区改造、资产运营管理及商品销售仍是公司主要收入来源，且各业务板块稳步发展。

——2023 年，公司生产经营类资本支出规模预计在 25~35 亿元，无股权类资本性支出。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资 190~230 亿元，主要用于债务偿还及项目建设。

预测

表 17：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	66.13	65.45	60.45~73.89
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.67	0.65	0.52~0.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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其他事项和假设因素，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。

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、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评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较弱，未来一年存在一定的流动性缺口。

截至 2022 年末，公司非受限货币资金为 73.23 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 年末，公司获得的金融机构授信额度共计 635.31 亿元，剩余可使用额度 162.99 亿元，备用流动性较为充足。同时，公司作为岳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。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，未来一年投资支出主要集中于自营项目建设，有一定的资金需求压力。同时，公司债务到期较为集中，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 141.60 亿元，此外还有较大规模的利息支出。综上所述，公司整体流动性较弱，预期未来一年存在一定的流动性缺口。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，目前公司环境及社会方面面临的风险较小，但内部控制体系与治理结构仍有待加强。

环境方面，公司的工程建设类业务可能会面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚等，但公司拥有较大规模土地资产，需提供资源使用效率并加强可持续发展。

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，同时未因不正当竞争、妨碍市场秩序、不合理定价等受到市场监督管理部门的处罚。

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，各项内部控制制度与组织架构完善。实际管理上，岳阳经开、岳阳国资、公交集团及水务集团均具备相对独立的经营管理和财务管理模式，公司对上述子公司的日常经营管理能力有待加强，另外公司对政府部门及区域内国有的企业的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

外部支持

中诚信国际认为，岳阳市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

岳阳市作为“长株潭城市群”对接“武汉城市圈及长江、沿海经济带”的唯一临江口岸城市和湖南省第二大经济体，近年来财政实力持续增强，2022 年经济总量在全省 14 个地市（州）中排名第二，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源能力，对公司潜在的支持能力强。但近年来岳阳市地方政府债务不断增加，截至 2022 年末，岳阳市政府债务余额为 921.99 亿元，同时，如考

⁴中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

虑到未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务规模，岳阳市整体债务压力更大，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，岳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) 区域重要性强：公司是岳阳市最重要、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，区域地位重要。
- 2) 与政府的关联度高：公司由岳阳市国资委组建并实际控制，根据市政府意图承担区域内的基础设施建设任务，业务经营和战略规划受岳阳市政府影响程度很高。
- 3) 过往支持力度大：公司在资产注入、资金支持等方面获得了岳阳市政府的有力支持，(1) 历史上，岳阳市国资委陆续将持有的旅游发展、岳阳城投、水务集团、公交集团、南湖宾馆、岳阳市国泰阳光老年服务有限责任公司、岳阳通源投资咨询有限公司和岳阳国资等公司股权无偿划拨给公司；(2) 岳阳市政府先后向公司及下属子公司注入洞庭湖旅游航线及铁山原水供应和水资源开发等特许经营权(或特许经营项目)、建筑垃圾固废处理特许经营权、市体育中心及马壕污水处理厂等所属国有经营性资产、户外广告经营权及供水经营权等；3) 2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司获得政府补助分别为 3.40 亿元、4.44 亿元、4.40 亿元和 0.66 亿元；4) 2022 年 12 月，岳阳市国资委将公司注册资本由 5.00 亿元增加至 50.00 亿元，当年新增实收资本到位 22.00 亿元。

表 18：岳阳市级基础设施投融资平台情况（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
岳阳市城市建设投 资集团有限公司	岳阳市国资 委 99%	岳阳市最重要、资产规模最大的城市基 础设施建设主体，业务涵盖岳阳市城区 范围内的城市基础设施投资与建设，项 目开发与经营，土地一级开发与房产开 发等	1,307.68	424.33	67.55	63.51	4.30	191.70
岳阳市城市建设投 资有限公司	岳阳城投集 团 100%	岳阳市主城区重要的城市基础设施建设 和保障房建设主体，业务范围涵盖城市 基础设施投资与建设、开发项目投资的 管理、土地开发以及岳阳市政府授权管 理的其它业务	841.17	219.41	73.58	40.26	4.71	83.15
岳阳市水利建设投 资有限公司	岳阳城投集 团 100%	岳阳市水利相关基础设施建设主体，业 务涵盖河道治理、沿岸基础设施及市政 道路建设等	--	--	--	--	--	0.00
岳阳市洞庭新城投 资建设开发有限公 司	岳阳市国 有资产经营有 限责任公司 83%	岳阳市洞庭新城唯一的基础设施建设主 体，主要承担区域内的城市基础设施建 设及土地开发等工作	153.47	61.61	59.86	5.02	0.67	18.40
岳阳市城市运营投 资集团有限公司	岳阳市国资 委 100%	岳阳市交通类基础设施建设主体及国有 资产运营平台，主要负责岳阳市交通基 础设施的投资建设	498.24	204.06	59.93	34.57	2.36	11.67
岳阳南湖城市建设 投资有限公司	岳阳市天赋 城市发展集 团有限公司 70.31%	岳阳是南湖新区内重要的基础设施投资 运营主体，主要承担了南湖新区内资源 的开发和建设任务	158.55	77.53	51.10	27.40	2.03	19.35
岳阳经济开发区开 发建设投资有限公 司	岳阳城投 100%	主要负责经开区范围内的市政基础设施 的建设以及棚户区的改造业务	171.06	68.17	60.15	8.62	1.70	7.00
湖南临港开发投资 集团有限公司	岳阳市国资 委 51%	湖南城陵矶临港新区重要的基础设施建 设主体，主要从事湖南城陵矶临港新区	418.68	250.72	40.12	7.80	1.73	19.80

基础设施及保障房代建业务

注：1、债券余额为截至 2023 年 6 月 9 日数据，其余数据为截至 2022 年末或 2022 年数据；2、岳阳市城市运营投资集团有限公司及岳阳市水利建设投资有限公司未公布 2022 年审计报告。

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，岳阳市政府的支持能力强，岳阳市政府对公司的支持意愿强，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，岳阳城投集团与滁州城投、荆州城发、商丘发投等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力强，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，岳阳市与滁州市、荆州市、商丘市的行政地位相同，其中岳阳市的 GDP 高于其余三市，一般公共预算收入相对偏低，且政府债务压力较大，综合来看，四市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。岳阳城投集团与滁州城投、商丘发投、荆州城发均为当地最重要的城市基础设施建设主体，均能获得当地政府有力的外部支持。

其次，岳阳城投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。基于当地政府对其的主要定位，岳阳城投集团与可比对象均为区域内最重要的城市基础设施投融资主体，均具有业务竞争优势。

财务风险方面，岳阳城投集团的财务风险在同行业中处于中等水平。公司总资产规模略高于比较组平均水平，经调整的所有者权益规模低于比较组平均水平，总负债规模及财务杠杆水平相对偏大，同时营业总收入虽处于同行业低位但净利润规模高于比较组平均水平，此外公司债券市场表现相对活跃。

表 19：2022 年同行业对比表

	岳阳城投集团	滁州城投	荆州城发	商丘发投
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	湖南省岳阳市	安徽省滁州市	湖北省荆州市	河南省商丘市
GDP（亿元）	4,710.67	3,610.00	3,008.61	3,262.68
GDP 增速（%）	5.4	5.5	5.1	5.1
人均 GDP（万元）	9.37	8.98	5.86	4.22
一般公共预算收入（亿元）	185.04	277.85	142.05	207.33
公共财政平衡率（%）	32.44	54.17	28.63	37.52
政府债务余额（亿元）	921.99	1,059.10	706.92	814.76
控股股东及持股比例	岳阳市国资委 99%	滁州市人民政府国有资产监督管理委员会 100%	荆州市国有资产监督管理委员会 100%	商丘市财政局 90%
职能及地位	岳阳市最重要、资产规模最大的城市基础设施建设主体	滁州市本级土地业务、城市基础设施建设、公用事业及相关产业经营、管理的投融资唯一主体	荆州市最重要的城市建设、公用事业及棚户区改造和保障房建设主体	商丘市最重要的基础设施投融资建设主体，承担着商丘市重大基础设施投融资建设任务
核心业务及收入占比	基础设施建设 45.54%、棚户区改造 10.58%、资产运营管理 22.77%、商	土地出让 42.84%、资产回购 13.52%、矿产资源销售 15.64%、土地开发 11.56%、房产销售	大宗贸易 56.33%；保障房建设 32.77%、商品销售 15.64%；土地开发整理 12.94%；医药	棚户区改造 32.77%、商品销售 28.46%

品销售 18.85%	11.40%、道路工程 9.39%	化工 4.59%; 大桥通行费 3.08%; 基础设施建设 2.65%	
资产合计（亿元）	1,307.68	1,198.00	805.57 1,337.42
经调整的所有者权益合计（亿元）	424.33	682.61	245.64 494.75
负债合计（亿元）	883.35	515.39	559.93 842.67
资产负债率（%）	67.55	43.02	69.51 63.01
营业总收入（亿元）	63.51	71.85	108.43 93.88
净利润（亿元）	4.30	7.01	2.67 3.11
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	3.25	54.50	-48.34 4.62
债券融资余额（亿元）	191.70	250.92	97.80 143.20

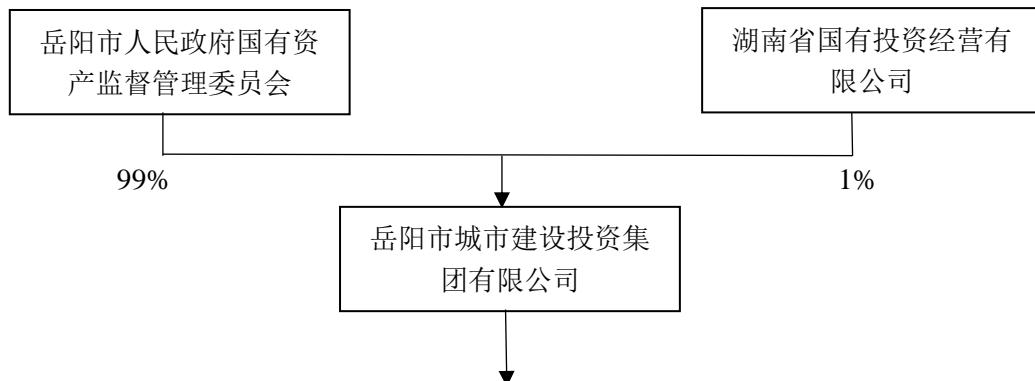
注：1、滁州城投、商丘发投各项指标均未调整；2、债券融资余额为截至 2023 年 6 月 9 日数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

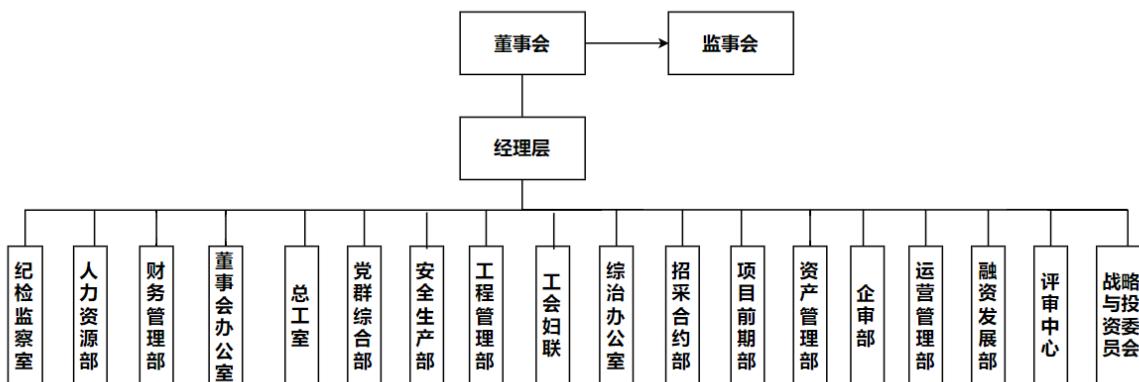
评级结论

综上所述，中诚信国际维持岳阳市城市建设投资集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“20 岳阳建投 MTN001”、“22 岳阳城建专项债/22 岳建 02”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：岳阳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 2023 年 3 月末)



序号	主要一级子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
1	岳阳市城市建设投资有限公司	100,000.00	100.00
2	岳阳市水利建设投资有限公司	24,000.00	100.00
3	岳阳市文化旅游开发有限公司	50,000.00	100.00
4	岳阳市国有资产经营有限责任公司	25,000.00	90.00
5	岳阳市国泰阳光老年服务有限责任公司	13,265.30	51.00
6	岳阳市城投教育投资有限公司	5,000.00	100.00
7	岳阳市临港产业投资有限公司	50,000.00	100.00
8	岳阳市水务集团有限公司	61,570.00	51.00
9	岳阳市公共交通集团有限责任公司	32,529.00	51.00



资料来源：公司提供

附二：岳阳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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	650,450.24	763,770.57	813,254.46	887,165.75
非受限货币资金	538,159.56	686,700.19	732,322.76	810,544.64
应收账款	1,242,389.01	1,343,688.99	1,467,564.22	1,556,532.84
其他应收款	429,919.73	509,015.15	662,036.96	800,014.11
存货	5,215,993.76	6,602,012.53	7,097,247.76	7,238,193.50
长期投资	191,682.88	257,175.10	257,300.26	262,408.98
在建工程	286,771.13	417,253.16	551,323.06	602,193.97
无形资产	620,118.29	622,928.82	816,976.18	812,722.09
资产总计	9,248,410.60	11,793,292.27	13,076,822.78	13,494,049.99
其他应付款	145,534.73	155,572.29	152,859.86	258,954.50
短期债务	937,607.15	1,747,526.39	1,416,017.10	1,184,369.26
长期债务	5,060,377.40	5,598,983.57	6,622,282.68	7,200,718.26
总债务	5,997,984.55	7,346,509.97	8,038,299.78	8,385,087.52
负债合计	6,472,227.58	8,030,480.73	8,833,541.51	9,247,789.61
利息支出	197,942.83	194,866.44	220,051.72	--
经调整的所有者权益合计	2,776,183.03	3,762,811.54	4,243,281.27	4,246,260.38
营业总收入	412,805.26	566,566.84	635,081.37	215,996.09
经营性业务利润	6,561.11	36,026.01	33,513.82	7,211.93
其他收益	26,971.67	44,435.79	44,009.64	6,558.75
投资收益	16,977.60	10,650.66	14,310.11	1,069.33
营业外收入	8,077.53	3,686.23	1,745.10	436.83
净利润	20,323.89	36,818.91	42,973.38	2,253.50
EBIT	77,670.55	92,709.35	98,806.23	--
EBITDA	129,710.85	129,730.11	143,632.04	--
销售商品、提供劳务收到的现金	248,856.45	486,656.24	729,600.46	105,563.61
收到其他与经营活动有关的现金	463,776.24	755,027.42	138,858.80	160,481.96
购买商品、接受劳务支付的现金	270,666.56	459,570.38	608,589.96	140,214.77
支付其他与经营活动有关的现金	435,384.31	715,451.02	150,591.96	122,515.31
吸收投资收到的现金	16,250.55	0.00	121,494.00	0.00
资本支出	79,722.30	207,785.08	418,081.59	54,267.85
经营活动产生的现金流量净额	-38,209.91	-3,688.01	32,530.66	-22,816.89
投资活动产生的现金流量净额	-76,943.55	-222,842.44	-543,129.49	-96,689.28
筹资活动产生的现金流量净额	-469,926.15	262,922.44	556,221.40	197,728.06
现金及现金等价物净增加额	-585,079.60	36,391.99	45,622.57	78,221.88
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率 (%)	19.35	18.68	17.05	12.01
期间费用率 (%)	23.36	19.32	17.88	11.13
应收类款项占比 (%)	20.73	18.07	18.12	19.28
收现比(X)	0.60	0.86	1.15	0.49
资产负债率(%)	69.98	68.09	67.55	68.53
总资本化比率 (%)	68.36	66.13	65.45	66.38
短期债务/总债务(%)	15.63	23.79	17.62	14.12
经营活动产生的现金流量净额/利息保障倍数 (X)	-0.19	-0.02	0.15	--
总债务/EBITDA(X)	46.24	56.63	55.96	--
EBITDA/短期债务(X)	0.14	0.07	0.10	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.66	0.67	0.65	--

注：1、中诚信国际根据岳阳城投集团提供的其经亚太（集团）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 2021 年、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数，2023 年一季度数据采用了 2023 年一季度财务报表期末数；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；4、利息支出总额按公司提供数据计算。

附三：岳阳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+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/资产总额
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	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/营业收入
	经营性业务利润	营业收入-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
现金流	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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”；3、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) 66428877

传真：+86 (10) 66426100

网址：www.ccxi.com.cn

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

PostalCode: 100010

Tel: +86 (10) 66428877

Fax: +86 (10) 66426100

Web: www.ccxi.com.cn