



中山城市建设集团有限公司 2020 年 面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期)、2021 年面向合格投资者 公开发行公司债券(第一期)2024 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[2024]跟踪 2178 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果

中山城市建设集团有限公司

AA⁺/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“20 香建 01”、“21 香建 01”

AA⁺

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。

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，中山市经济总量保持在广东省中游偏上水平，中山市政府潜在的支持能力很强；中山城市建设集团有限公司（以下简称“公司”或“中山城建”）在推进中山市城市建设投资过程中发挥着重要作用，业务开展与市政府具有高度的关联性，中山市政府对公司的支持意愿较强。跟踪期内，公司城市基建业务运营平稳，所持物业资产继续贡献较为稳定的经营性收益，在手土地资源仍较丰富，但需关注公司土地开发、土地指标等业务开展受区域环境、市场行情等影响较大，公司资产质量有待提高，财务杠杆水平持续升高等事项对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，中山城市建设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：区域经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充，地位不断提升，资产质量显著提高，主业盈利能力持续大幅上升等。

可能触发评级下调因素：区域经济实力显著下降；公司地位显著下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资能力受到较大限制等。

正 面

- **区域经济发展良好。**中山市是粤港澳大湾区重要节点城市，具有区位优势，经济实力在广东省内处于中上游水平，跟踪期内，中山市经济总量及一般公共预算收入呈增长趋势，为公司发展提供了良好的环境。
- **地位突出且政府支持力度大。**作为中山市城市建设投资管理服务运营商，跟踪期内公司区域地位仍较突出，继续得到股东在资金注入、政府补贴等方面的有力支持。
- **公司所持物业资产收益性尚可。**公司所持物业资产位于中山市城区范围内，类型多样且位置较好，2023 年继续贡献相对稳定的租赁收入，资产收益性尚可。

关 注

- **土地相关业务开展受区域环境、市场行情等影响较大。**公司土地开发、土地指标等业务受区域经济发展、土地市场行情等因素影响较大，2023 年公司土地指标收入及土地转让收入大幅下降，收入实现存在一定的不确定性。
- **公司资产质量有待提高。**公司资产主要以土地开发成本及投资性房地产构成，截至 2024 年 3 月末，存货中尚有 4 宗土地未办妥权证，账面价值约 17.53 亿元，同时投资性房地产中仍有部分物业因资料不全、存在房屋加建等原因尚未办妥产权证书。此外，公司大部分已完工委托代建项目仍未与政府补签协议，且尚未部分代建管理费未收回，整体来看，公司资产质量有待提高。
- **财务杠杆水平持续升高。**跟踪期内，公司加大债务融资力度用于资产购置等，资产、负债同步小幅增加，财务杠杆水平随之升高，截至 2024 年 3 月末，总资本化比率已超 60%。

项目负责人：陈周祥 zhxchen@ccxi.com.cn

项目组成员：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

武芳慧 fhwu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

● 财务概况

中山城建(合并口径)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计(亿元)	167.25	192.97	209.53	218.99
经调整的所有者权益合计(亿元)	65.05	70.56	74.44	73.87
负债合计(亿元)	102.20	122.41	135.10	145.12
总债务(亿元)	73.88	96.79	107.96	117.77
营业总收入(亿元)	20.22	15.15	8.06	1.24
经营性业务利润(亿元)	4.17	0.73	-0.93	-0.80
净利润(亿元)	3.24	0.55	0.65	-0.62
EBITDA(亿元)	11.20	7.87	7.20	--
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	15.78	-18.14	-5.70	-1.78
总资本化比率(%)	53.18	57.83	59.19	61.45
EBITDA利息保障倍数(X)	4.26	2.33	2.01	--

注：1、中诚信国际根据中山城建提供的其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 2022 年、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年、2024 年一季度财务数据分别采用了 2023 年审计报告、2024 年一季度财务报表期末数；2、2023 年审计报告期初数与 2022 年审计报告期末数不一致主要系会计政策变更、2023 年审计报告进行了前期会计差错更正及 2023 年 11 月中山市规划设计院有限公司 90% 股权划入公司，对 2023 年期初数进行了追溯调整所致；3、为准确计算公司债务，将各期其他应付款中带息债务调入短期债务；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“**”指标已经年化处理，特此说明。

● 同行业比较(2023 年数据)

项目	中山城建	赣州城投	东莞实业
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	中山市	赣州市	东莞市
GDP(亿元)	3,850.65	4,606.21	11,438.13
一般公共预算收入(亿元)	332.90	319.59	804.84
所有者权益合计(亿元)	74.44	473.48	146.94
资产负债率(%)	64.48	64.45	57.75
净利润(亿元)	0.65	7.41	2.96

中诚信国际认为，中山市 GDP 低于赣州市及东莞市，三者经济财政实力处于可比区间；公司与可比公司均为当地重要的基础设施建设主体，业务运营实力相当；公司权益规模低于比较组平均水平，净利润在比较组中较低，资产负债率在比较组中处于较高水平。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司具有强或较强的支持意愿。

注：赣州城投系“赣州城市开发投资集团有限责任公司”的简称，东莞实业系“东莞实业投资控股集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

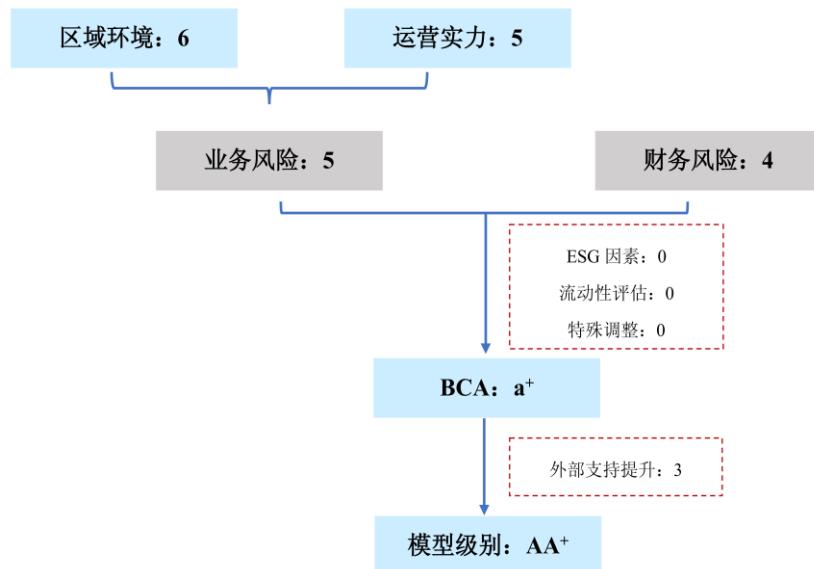
● 本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额(亿元)	存续期	特殊条款
20 香建 01	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/26 至 本报告出具日	3.50/0.01	2020/03/24~2025/03/24	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
21 香建 01	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/26 至 本报告出具日	3.50/3.50	2021/07/27~2026/07/27	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
中山城建	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2023/06/26 至本报告出具日

● 评级模型

中山城市建设集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 中诚信国际认为, 中山市政府的支持能力很强, 对公司的支持意愿较强, 主要体现在中山市的区域地位以及稳步增长的经济财政实力; 公司根据市政府意图承担城市综合开发、产业园区投资建设运营、基础设施建设等任务, 股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。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。

方法论: 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接
<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，中山市经济实力在广东省 21 个地级市中处于中上游水平，再融资环境较好，潜在支持能力强。

中山市是粤港澳大湾区重要节点城市，具有区位优势，跟踪期内，中山市经济实力在广东省 21 个地级市中仍处于中上游水平。2023 年中山市实现地区生产总值 3,850.65 亿元，同比增长 5.60%，其中，第一产业增加值为 94.13 亿元，同比增长 5.5%，第二产业增加值为 1,965.92 亿元，同比增长 7.3%，第三产业增加值为 1,790.59 亿元，同比增长 3.7%，固定资产投资同比增长 1.80%。稳定的经济增长和合理的产业结构为中山市财政实力形成有力支撑，2023 年中山市一般公共预算收入有所增长，税收收入及其占比亦有所增长，财政自给能力较好。同年，政府性基金收入虽是中山市地方政府财力的重要补充，但受房地产市场调整影响，当年政府性基金收入有所下降。再融资环境方面，中山市广义债务率处全国中下游水平，区域内城投企业融资主要依赖银行和直融等渠道，整体再融资环境较好。

表 1：近年来中山市经济财政情况（亿元、%）

项目	2021	2022	2023
GDP	3,566.17	3,631.28	3,850.65
GDP 增速	8.20	0.50	5.60
人均 GDP（元）	80,157.00	81,620.00	86,636.00
固定资产投资增速	15.30	-0.70	1.80
一般公共预算收入	316.47	316.00	332.90
税收收入	227.45	188.70	209.60
一般公共预算支出	472.48	463.10	465.90
政府性基金收入	283.57	121.60	115.80
税收收入占比	71.87	59.72	62.96
公共财政平衡率	66.98	68.24	71.45

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：中山市政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍定位为中山市城市建设投资管理服务运营商，聚焦城市综合开发、产业园区投资建设运营、基础设施建设三大主业，业务竞争力较强；公司业务对手方多为政府、土储等单位，在建项目量尚可；跟踪期内，公司所持物业资产继续贡献相对稳定的租赁收入，但 2023 年公司土地指标出让

收入和土地转让收入大幅减少，该业务受区域经济发展、土地市场行情、政府规划等影响较大，土地出让进度存在一定的不确定性。

表 2：近年来公司各业务收入、收入占比、毛利率情况（亿元、%）

	2021			2022			2023			2024.1~3		
	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
物业租赁	2.32	11.49	50.89	2.35	15.52	39.43	2.33	28.91	37.21	0.53	42.99	58.23
土地指标出让	9.82	48.56	86.53	1.12	7.41	63.16	0.58	7.21	68.13	0.07	5.37	50.79
资产处置	0.09	0.47	0.22	3.09	20.39	21.28	0.04	0.46	100.00	0.03	2.19	40.80
公交客运	1.63	8.06	-412.78	1.44	9.50	-521.06	1.64	20.31	-466.64	0.39	31.49	-457.77
广告	0.32	1.60	83.13	0.31	2.02	98.74	0.27	3.37	97.34	--	--	--
设计测绘	0.00	0.00	0.00	0.49	3.25	22.95	0.43	5.36	25.72	0.05	4.06	0.86
咨询服务	0.00	0.00	0.00	0.02	0.14	100.00	1.59	19.72	100.00	--	--	--
项目补偿	0.00	0.00	0.00	0.50	3.32	75.85	0.47	5.90	86.79	--	--	--
运营管理	0.02	0.10	-111.91	0.05	0.34	100.00	0.04	0.54	100.00	0.00	0.01	100.00
保税物流	0.20	0.96	22.57	0.20	1.32	25.84	0.24	2.94	38.00	0.06	4.54	26.30
土地转让	5.52	27.29	-36.46	5.36	35.36	38.09	0.32	3.93	-27.68	--	--	--
其他	0.30	1.46	43.05	0.22	1.43	98.68	0.11	1.35	97.64	0.12	9.35	36.63
合计	20.22	100.00	6.71	15.15	100.00	-13.41	8.06	100.00	-47.26	1.24	100.00	-111.09

注：1、2022 年公司资产处置收益为 3.09 亿元，主要系公司本部处置的人民医院公交枢纽站；2、各列加总不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

城市基础设施建设板块，跟踪期内，公司基建板块职能定位及业务模式未发生变化。政府回购模式下，公司先后竣工了明和楼、弘义楼、公明楼等项目，建设成本约 17.11 亿元，项目成本加投资回报合计 23.58 亿元，截至 2024 年 3 月末，公司已回购金额仍为 22.70 亿元，目前正与市财局沟通剩余资金回笼安排，且不再以此方式进行项目建设。委托代建模式下，公司完工项目未有新增，且大部分完工项目仍未与政府补签协议，仍有部分管理费未收到回款。在建项目中，中山科技创新园自 2020 年开工，2022 年公司与政府补签协议，该项目包括中山工业技术研究中心、中山光子科学中心、中山先进低温技术研究院三个子项目，占地面积 489.3 亩，建设规模 30.92 万平方米，截至 2024 年 3 月末已投资 7.82 亿元。现阶段公司基建板块以自主开发模式下的自营项目为主，跟踪期内，公司在建项目仍为板芙科创园、黄圃镇马安村工改工等项目，其中，板芙科创园规划建设 34 栋高标准厂房、4 栋配套服务楼等，建成后拟通过出售实现资金平衡。黄圃镇马安村工改工等项目规划新建 16 栋工业建筑，总建筑面积 11.32 万平方米，建成后拟通过出售及出租实现资金平衡。综上，公司在建的委托代建项目尚需投资规模较大，需关注未来政府回购及回款进展；公司对自营项目投入规模较大，需关注其资金平衡方式。

表 3：截至 2024 年 3 月末，公司已完工委托代建项目情况（万元）

项目名称	总投资	完工时间	签署协议	协议签署时间	履行情况	工程进度	已确认管理费	管理费回款
平安苑	14,325.17	2010	否	-	-	100%	229.20	-
祈安苑一期	3,314.40	2014	否	-	-	100%	53.03	-
祈安苑二期及二期扩建项目	21,915.00	2017	否	-	-	100%	362.32	325.83
祈安苑三期	14,219.03	2016	否	-	-	100%	227.50	159.00
祈安苑四期	3,825.19	2016	否	-	-	100%	61.20	42.80
祈安苑五期	15,618.37	2018	否	-	-	100%	249.89	-
廉政教育基地	6,871.78	2017	是	2015.09	按约履行	100%	137.44	123.00



中山城市建设集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券
(第一期)、2021 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)2024 年度跟踪评级报告

快速公交示范线	15,065.89	2014	是	2019.08	按约履行	100%	242.80	242.80
汽车总站	2,639.04	2020	是	2019.08	按约履行	100%	42.22	-
机关三幼奕翠园新园建设项目	1,907.03	2018	是	2021.04	按约履行	100%	30.51	-
中山市第一市区人民检察院配套设施抢修工程项目	96.00	2015	是	2020.11	按约履行	100%	1.26	1.13
中山市第一市区人民检察院办案技术大楼附楼项目	617.72	2015	是	2020.11	按约履行	100%	6.05	5.45
环线快速公交	27,220.07	2020	否	-	-	40%	94.50	85.50
合计	127,634.69	--	--	--	--	--	1,737.92	985.51

注：1、由于部分项目手续不完善，本着助力中山市政府尽快完成国家及广东省下达指标任务的责任担当，公司在未及时签署代建协议的前提下，先行开展代建工作。在中山市国资委协调下，公司正积极推进与项目预算单位（行政主管部门或使用单位）补充签订相关协议等工作。2、由于部分项目尚未签署代建协议，或代建协议中未约定明确的款项支付事项，或部分项目尚处于质保期，暂未达到收取代建管理费条件等，部分委托代建项目已完工但尚未回款。在中山市国资委协调下，公司正通过与项目预算单位（行政主管部门或使用单位）补充签订代建协议等方式，积极推进建设管理费回款工作。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2024 年 3 月末，公司在建委托代建项目情况（亿元、万元）

项目名称	总投资	已投资	建设周期	签署协议	协议签署时间	履行情况	工程进度	回款情况
市中心小学体艺楼	1.42	0.85	2021~2023	是	2020.04	按约履行	暂未完工	-
中山科技创新园	27.86	7.82	2020~2025	是	2022.07.12 1.低温研究院： 2.工研院：2022.07.12	按约履行	暂未完工	825.27
合计	29.28	8.67	--	--	--	--	--	825.27

注：中山科技创新园总投资 27.86 亿元，其中基建费 25.26 亿元、土地费 2.60 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2024 年 3 月末，公司在建、完工自营项目情况（亿元）

	项目名称	总投资	已投资
在建项目	中山科学城板芙科创园首期项目	3.06	1.98
	黄圃镇马安村工改工项目	3.36	1.11
	合计	6.42	3.09
完工项目	中山市南头健康驿站项目	2.02	0.67
	合计	2.02	0.67

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地开发板块，跟踪期内，公司土地开发业务仍由子公司中山市城市建设投资集团有限公司（以下简称“中山城投”）、中山市民众镇城市建设投资有限公司（以下简称“民众城投”）、中山市板芙镇城市建设投资有限公司（以下简称“板芙城投”）等负责，业务模式未有变化，仍分为一级整理和二级转让。一级整理方面，经过十余年的发展，公司投资接近尾声，可整理的存量不多，跟踪期内仍主要推进板芙智能制造装备产业园（以下简称“板芙产业园”）、保税物流园等项目，未来公司将承担岐江新城片区开发工作，业务可持续性尚可。二级转让方面，2023 年公司未实现土地二级转让收入，该业务受区域经济发展、土地市场行情、政府规划等影响较大，土地出让进度存在一定的不确定性。截至 2024 年 3 月末，公司存货中拥有 74 宗土地，土地证面积合计 9,156 亩，需关注公司未来土地出让情况。

表 6：截至 2024 年 3 月末，公司土地一级整理业务情况（亩、亿元）

项目名称	开发主体	土地用途	开发进度	已完成征地	总投资	已投资
------	------	------	------	-------	-----	-----

保税物流园	民众城投	工业用地	已供地 711 亩	1,744.00	2.94	2.94
中山北站周边	中山城投	商业和配套建设用地	根据市财政局意见,位于中山北站周边 379 亩统一由土储中心收储	379.80	8.35	9.74
南区商住地	中山城投	商住用地	尚有部分历史遗留问题未解决,暂无供地计划	1,122.00	2.03	2.03
南区飞蛾嘴	中山城投	科研用地	其中 175 亩将由市财政支付土地补偿款,剩余 157 亩待项目落地后支付土地补偿款	332.00	1.68	1.68
板芙智能制造装备产业园	板芙城投	工业用地、商住用地	已供工业地 1,374 亩,土储收储商业住宅 101 亩	4,618.84	26.60	20.56
合计	--	--	--	8,196.64	41.60	36.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：近年来公司土地一级整理出让情况（亩、亿元）

时间	土地出让面积	土地拍卖金额	来源
2018	570.06	2.31	板芙城投
2019	434.78	1.71	板芙城投
2020	182.00	0.87	板芙城投
2021	213.99	5.60	板芙城投
2022	44.65	0.23	板芙城投
2023	--	--	
2024.1~3	175.00	1.14	板芙城投
累计	1,620.48	11.86	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：近年来公司土地二级转让业务情况（亿元）

时间	主体	土地概况	土地面积	收储对象	补偿金额
2019	中山城投	20 宗位于火炬开发区的商业住宅用地	204,961.6 平方米 (307.44 亩)	中山土储	13.95
2020	中山城投	2 宗位于火炬开发区的土地	1,412.3 平方米 (2.12 亩)	火炬开发区土地房屋征收中心	0.11
2021	未发生				
2022	中山城投 城科地产	1 宗位于中山五路北侧的土地 3 宗位于东区的无证土地	5,080.4 平方米 (7.62 亩) 39,585.8 平方米 (59.4 亩)	中山土储	0.35 0.10
2023	未发生				
2024.1~3	未发生				

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地指标板块，跟踪期内，公司仍是中山市土地指标业务的唯一实施主体，继续出售早期购入的土地指标。早期土地指标购入价格较低，公司储备了大量指标，资金投入高峰约 9 亿元，近年来随中山市路桥基建投资力度加大，土地指标逐渐变为稀缺资源。2021 年公司土地指标业务量价齐升，实现收入 9.82 亿元，但该业务易受市场价格、基建投资力度等因素影响，销售存在一定的不确定性，2023 年公司土地指标销售情况依然呈下降趋势，当年仅实现收入 0.58 亿元。截至 2024 年 3 月末，公司土地指标结余数量 1.17 万亩，根据《中山市人民政府办公室文件呈批表》（综五呈〔2024〕77 号，中山市政府对公司存量补充耕地指标费用标准进行调整，具体调整为：当年补充耕地指标费用标准按照上一年度广东省补充耕地指标公开市场成交均价确定，按年调整，上述调价事项自 2024 年 2 月 23 日起实施。调价后土地指标销售单价有所提升，但公司未来将以存量指标消化为主。

表 9：近年来公司土地指标业务情况（亩、万元）

时间	出售面积	销售收入	结余数量
2019	4,211	10,711	37,379
2020	9,917	34,374	27,462
2021	10,686	98,214	16,776
2022	3,342	11,227	13,434
2023	1,496	5,812	11,938
2024.1~3	264	327	11,674

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

物业租赁板块，跟踪期内，公司仍承担商业及行政事业类、公建配套类、住宅租赁类等多类物业的日常维护和租赁经营工作。具体来看，商业类物业多位于中心城区商圈，升值潜力较大，公司对其实行市场化管理，通过公开拍租、暗标竞租、协议租赁等方式招租，商铺物业租期一般为三年，租期内租金不变，按月支付。公建配套类物业包括朗晴轩幼儿园、雍景园小学、纪中雅居乐凯茵学校等。住宅租赁类物业包括普通住宅、公租房等，前者参考市场租金，后者月租金约 3.11 元/平方米。总体来看，2023 年以来公司物业租赁业务经营稳定，资产收益性尚可。

公共交通板块，跟踪期内，公司公共交通业务仍由子公司中山市公共交通运输集团有限公司（以下简称“中山公交”）负责，包括公交客运、包车客运等。每年公司均会购置部分新能源公交车辆，受出行方式转变等多种因素影响，近年来公交收入呈缩减态势，经营持续亏损，但该业务成本规制补贴政策到位，获政府支持力度亦较大，每年均可享有市财局全额亏损补贴。

表 10：近年来中山公交运营情况

主要指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营运公交车辆（辆）	2,296	2,472	2,450	2,448
其中：新能源公交车（辆）	2,296	2,472	2,450	2,448
总车座（座）	55,356	60,912	59,512	59,446
公交线路条数（条）	202	209	206	206
客运量（万人次）	13,093.08	12,645.46	9752.41	2398.48
客运收入（万元）	13,825	8,684	10467.18	2464.54
运营里程（万公里）	13,093	12,645	12896.36	2993.46
财政补贴收入（万元）	71,560	48,775	79,763.56	--

注：除客运收入外，公司公共交通业务中还有出租车收入等，故此表客运收入与分板块业务收入有所差别。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

设计测绘和咨询服务板块，设计测绘业务主要由子公司中山市规划设计院有限公司（以下简称“规划设计院公司”）负责，规划设计院公司具有城乡规划编制甲级、市政行业（燃气工程、轨道交通工程除外）乙级、市政行业城镇燃气工程乙级、建筑行业建筑工程乙级、风景园林工程设计专项乙级、乙级测绘资质、工程咨询单位乙级等资质，为中山市国有企业及政府单位提供城乡规划编制、建筑工程等的设计测绘服务，2023 年公司实现设计测绘服务收入约 0.43 亿元，收入较去年略有减少。咨询服务运营主体是公司本部和子公司中山城投，主要为中山市交通发展集团有限公司（以下简称“交通集团”）提供咨询服务，2023 年公司咨询服务费收入为 1.59 亿元，较去年大幅增长，主要系公司本部当年对交通集团的咨询服务费、融资担保费、融资顾问费、居间服务费等大幅增加，同时子公司中山城投对交通集团的居间服务费大幅增加所致。

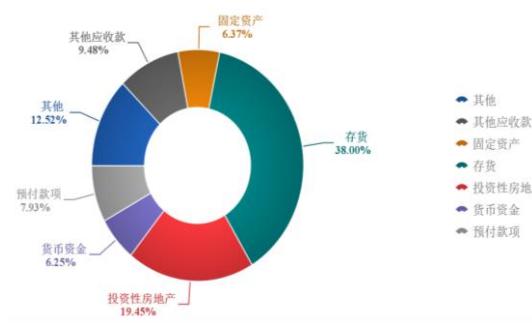
财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司区域地位仍较突出，股东持续的增资措施使公司资本实力不断提升，且 EBITDA 可对利息支出进行有效覆盖，但由于资产购置、拍地等活动，公司对外融资需求依然较大，有息债务规模仍呈增长趋势，财务杠杆水平亦有所升高。

资本实力与结构

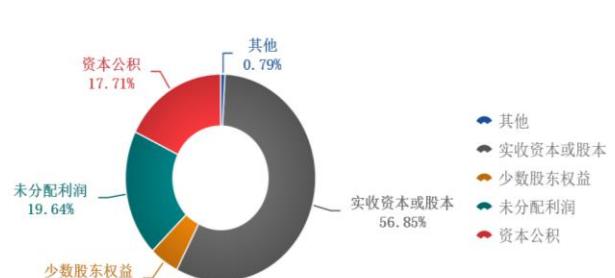
公司现已形成城市基建、土地开发、土地指标、物业租赁、公共交通等主业，跟踪期内，公司资产仍主要由上述业务开展形成的存货、投资性房地产、预付款项、其他应收款等构成，并逐渐呈现以流动资产为主的资产结构，截至 2024 年 3 月末，流动资产占比为 64.40%。具体来看，存货主要系土地开发成本，2023 年末同比增长 47.59% 主要系子公司中山岐江新城建设开发有限公司（以下简称“岐江新城公司”）当期购置了 14.08 亿元的土地、子公司中山城投购入莲冠花园物业 3.34 亿元、公司本部将 2022 年购置的 2.75 亿元房产收楼及子公司中山市城科智能装备有限责任公司（以下简称“城科公司”）等项目开发支出增加所致，2024 年 3 月末公司存货较上年末略有增加。截至 2024 年 3 月末，公司存货中共有 74 宗土地，土地证面积合计 9,156 亩，土地使用权账面价值 33.68 亿元，其中 4 宗一级开发土地尚未缴纳出让金，面积约 5,108 亩，账面价值约 17.53 亿元。预付款项主要系公司 2022 年为落实政府扩大投资任务，预付的方直、碧朗花园配建房以及奕翠园、濠头雅苑等 4 处商品房购房款，2023 年末公司预付款项同比有所下降主要系当年部分房产已收楼以及岐江新城公司去年预付的 7.04 亿元土地首期款转入存货中所致，2024 年 3 月末较上年末变化不大。公司的其他应收款主要是应收市财局的往来款、应收土储的土地收储款等，2023 年末其他应收款同比下降 2.61%。投资性房地产主要系公司所持物业资产，跟踪期内由于计提折旧，投资性房地产账面价值同比略有减少，同时仍有部分物业因资料不全、存在房屋加建等原因尚未办妥产权证书，此外还存在因借款抵质押而受限的情况。公司公共交通业务形成的资产主要是中山公交购置的新能源公交车，于固定资产科目体现，跟踪期内，因计提折旧，公司固定资产账面价值同比略有下降。同时，公司保有一定规模的货币资金用于日常经营及偿还债务。总体来看，跟踪期内，物业资产可为公司带来一定的租金收入，但资产中流动性不足的土地开发成本占比仍较大，整体资产质量有待提高。

图 1：截至 2023 年末，公司资产情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年末，公司权益情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债仍主要由长短期借款、应付债券等有息债务构成，截至 2024 年 3 月末，公司有息债务占比约 80%。跟踪期内公司由于购置资产，新增较多长期借款，债务规模及财务杠杆水平持续攀升，

截至 2024 年 3 月末，总资本化比率已超过 60%。债务结构方面，公司债务构成以长期借款、债券融资为主，未来一年内到期债务约 27.88 亿元，短期债务规模较大，需关注公司到期债务的偿还情况。

公司所有者权益仍由实收资本、资本公积和未分配利润构成。2023 年末公司经调整的所有者权益¹同比增长 5.49%，主要系 2023 年中山市国资委向公司货币增资 6.40 亿元，其中 3.90 亿元计入实收资本，2.50 亿元计入资本公积。2024 年 3 月末公司经调整的所有者权益较 2023 年末同比减少 0.56 亿元，主要系 2024 年一季度公司经营呈亏损状态，当期未分配利润有所下滑所致。

表 11：截至 2024 年 3 月末，公司主要有息债务到期分布情况（亿元）

分类	合计	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	92.14	12.69	15.48	27.40	36.57
应付债券	24.56	14.56	10.00	0.00	0.00
其他	1.07	0.63	0.00	0.00	0.44
合计	117.77	27.88	25.48	27.40	37.01

注：其他主要系公司向中山市国资委的借款及租赁负债。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

受土地指标销售及土地转让收入回落影响，跟踪期内公司收入下滑，但公司物业租赁等业务回款较好，2023 年公司收现比增至 1 以上。跟踪期内，公司因持续对委托代建等项目投入，当年经营活动现金流仍为净流出状态，但是支出规模同比所有减少，当年经营活动现金净流出规模有所收窄；公司投资活动现金主要与自营项目建设相关，公司对自营项目投资规模大幅减少，导致公司 2023 年投资活动净现金流出大幅规模有所收窄公司主要依靠银行借款等弥补经营及投资活动资金缺口，需持续关注公司在资本市场上的再融资能力及融资监管政策变化情况。此外，股东增资亦是公司资金补充的重要渠道。总体来看，公司通过外部债务融资叠加股东增资等股权融资方式筹集的资金，基本可以覆盖资金缺口。

偿债能力方面，2023 年营业收入和毛利率的下滑拉低了公司利润总额及 EBITDA 规模，后者对利息支出的保障能力虽有所减弱，但仍可足额覆盖；公司经营活动现金流仍为净流出状态，跟踪期内经营活动净现金流对利息支出无覆盖能力。

此外，截至 2024 年 3 月末，公司非受限货币资金为 19.67 亿元，同期末，公司银行授信总额为 246.00 亿元，尚未使用银行授信规模为 126.00 亿元，整体来看，公司备用流动性较充足。

表 12：近年来公司资产质量情况（亿元、%）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	15.39	10.59	13.09	19.67
预付款项	0.00	26.39	16.61	16.62
其他应收款	11.61	20.40	19.87	21.97
存货	60.12	53.95	79.62	80.47
投资性房地产	40.25	41.61	40.76	41.28
资产总计	167.25	192.97	209.53	218.99
流动资产占比	52.58	58.55	62.70	64.40
经调整的所有者权益合计	65.05	70.56	74.44	73.87

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，公司无调整项。

负债合计	102.20	122.41	135.10	145.12
总资本化比率	53.18	57.83	59.19	61.45
经营活动产生的现金流量净额	15.78	-18.14	-5.70	-1.78
投资活动产生的现金流量净额	-3.85	-12.04	-1.90	-1.15
筹资活动产生的现金流量净额	-7.96	25.05	10.10	9.50
收现比	0.90	0.92	1.35	1.10
总债务	73.88	96.79	107.96	117.77
短期债务占比	39.61	27.11	27.22	23.67
EBITDA	11.20	7.87	7.20	--
EBITDA 利息保障倍数	4.26	2.33	2.01	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	6.00	-5.38	-1.60	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2024 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 18.45 亿元，占同期末总资产的 8.42%，主要系受限的投资性房地产、固定资产及存货。

或有负债方面，截至 2024 年 3 月末，公司对外担保金额 9.82 亿元，占同期末净资产的 13.29%，被担保方为中山市交通发展集团有限公司，为中山市市属国企，代偿风险不大。

此外，截至 2023 年末，公司涉及 5 起重大未决诉讼，或面临一定未决诉讼风险，需持续关注案件进展。

表 13：截至 2023 年末，公司主要未决诉讼情况（万元）

	原告	被告	案由	涉案金额	进展
公司为原告方	中山市城市建设投资集团有限公司	阳山县自然资源局	买卖合同纠纷	5,963.10	待开庭
	中山市板芙镇城市建设投资有限公司	中山市顺市政道路工程有限公司	建设工程施工合同纠纷	1,527.66	二审阶段
	合计			7,490.76	
公司为被告方	中恒建设集团有限公司	中山市城市建设投资集团有限公司	建设工程施工合同纠纷	3632.85	二审阶段
	中恒建设集团有限公司	中山市城市建设投资集团有限公司	建设工程施工合同纠纷	3864.57	二审阶段
	国基建设集团有限公司	中山城市设集团建有限公司	建设工程施工合同纠纷	1,701.78	二审阶段
	合计			9,199.20	
			合计	16,689.96	

注：表中数据加总不一致系四舍五入所致。

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 2024 年 3 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

外部支持

中山市作为粤港澳大湾区重要节点城市，具有区位优势，经济总量保持在广东省中游偏上水平。公司作为中山市城市建设投资管理服务运营商，区域地位重要，公司由中山市政府直接控股，根据市政府意图承担城市综合开发、产业园区投资建设运营、基础设施建设等任务，股权结构和业务开展均与市政府关联紧密，近年来公司在资金注入、政府补贴等方面得到了股东的有力支持。

2023 年中山市国资委向公司货币增资 6.40 亿元，其中 3.90 亿元计入实收资本，2.50 亿元计入资本公积，2023 年收到政府财政补贴 8.14 亿元。综上，跟踪期内，中山市政府的支持能力很强，对公司的支持意愿较强，可为公司带来较强的外部支持。

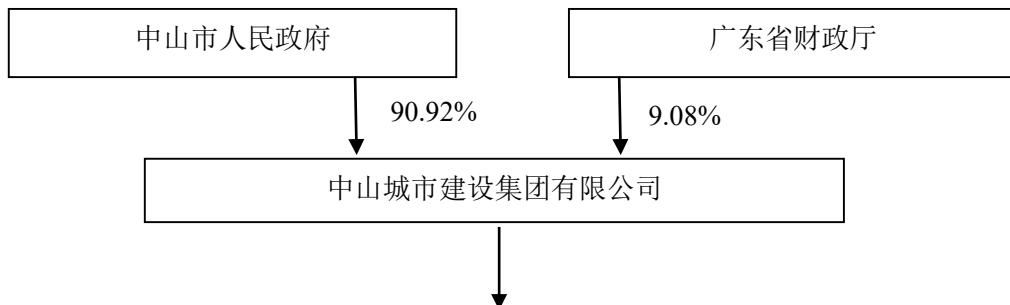
跟踪债券信用分析

“20 香建 01”募集资金 3.50 亿元，用于偿还公司有息负债本金及利息。“21 香建 01”募集资金 3.50 亿元，用于偿还公司有息债务。根据公司 2024 年 4 月公布的公司债券年度报告，截至 2024 年 3 月末，“20 香建 01”和“21 香建 01”募集资金已使用完毕，募集资金使用与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。“20 香建 01”和“21 香建 01”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内，公司职能定位稳定，信用质量无显著恶化趋势。公司债务规模虽呈增长趋势，但备用流动较充足，短期偿债压力尚可。

评级结论

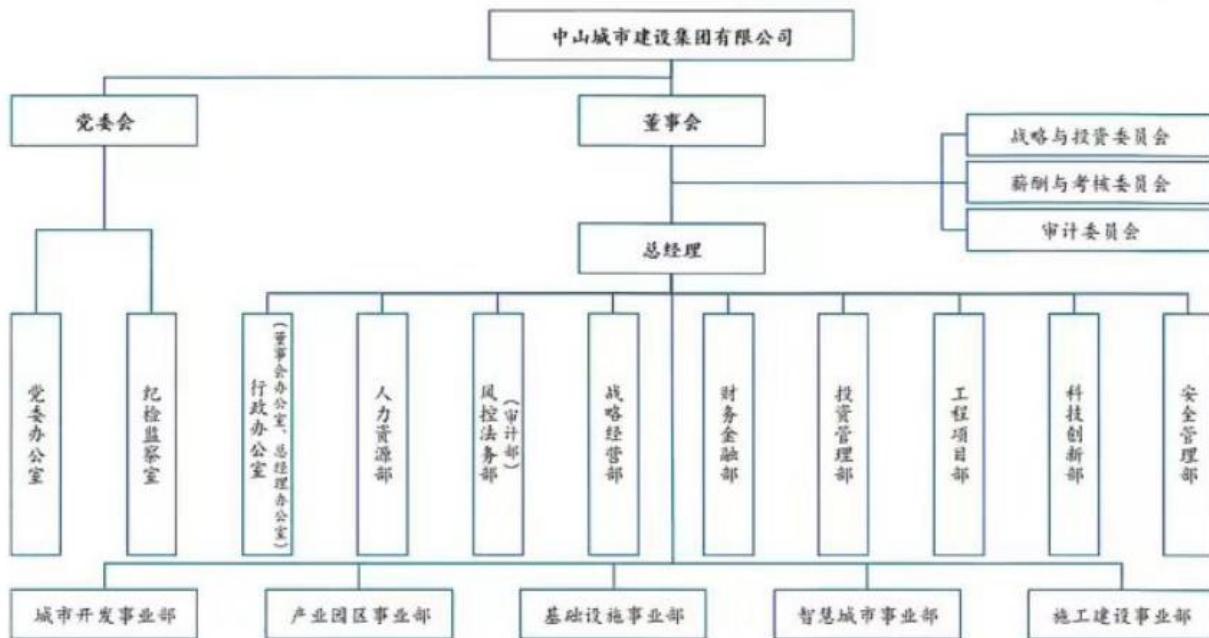
综上所述，中诚信国际维持中山城市建设集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“20 香建 01”、“21 香建 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：中山城市建设集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



序号	主要一级子公司名称	持股比例 (%)
1	中山城联科技有限公司	100.00
2	中山市建恒物业拓展有限公司	100.00
3	中山市建安物业拓展有限公司	100.00
4	中山市土地开发物业管理有限公司	100.00
5	中山市规划设计院有限公司	90.00
6	中山市翠亨地产开发有限公司	100.00
7	中山市城区地产有限公司	100.00
8	中山岐江新城建设开发有限公司	100.00
9	中山市板芙镇城市建设投资有限公司	59.20
10	中山城市科创园投资发展有限公司	100.00
11	中山市城市建设投资集团有限公司	100.00
12	潮州市建潮投资发展有限公司	100.00
13	中山市桃苑联合开发有限公司	70.40

注：公司对中山市桃苑联合开发有限公司的持股比例为直接持股与间接持股比例之和。



资料来源：公司提供

附二：中山城市建设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)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	153,888.59	105,932.32	130,921.79	196,651.35
非受限货币资金	152,893.43	105,932.32	127,435.40	193,164.97
应收账款	3,078.04	8,128.26	10,655.02	11,040.46
其他应收款	116,080.59	204,006.36	198,678.96	219,661.43
存货	601,204.45	539,475.06	796,217.43	804,700.86
长期投资	146,356.54	142,196.26	150,807.41	150,036.88
在建工程	12,592.50	8,544.64	22,380.04	24,029.48
无形资产	35,520.64	33,572.47	32,077.26	31,736.36
资产总计	1,672,503.51	1,929,708.59	2,095,344.78	2,189,934.11
其他应付款	109,922.71	98,062.77	91,895.94	102,100.69
短期债务	292,644.69	262,374.22	293,818.87	278,780.76
长期债务	446,156.89	705,493.91	785,752.38	898,931.97
总债务	738,801.58	967,868.13	1,079,571.25	1,177,712.73
负债合计	1,021,969.30	1,224,068.59	1,350,985.98	1,451,218.99
利息支出	26,283.24	33,726.89	35,729.77	--
经调整的所有者权益合计	650,534.21	705,640.00	744,358.80	738,715.12
营业收入	202,240.32	151,526.59	80,552.77	12,364.75
经营性业务利润	41,672.97	7,258.80	-9,338.09	-8,040.68
其他收益	72,075.89	78,572.19	81,423.98	17,746.63
投资收益	5,314.56	4,475.61	11,566.85	9.50
营业外收入	155.50	281.76	1,980.41	1,954.56
净利润	32,377.81	5,460.37	6,472.72	-6,156.98
EBIT	68,117.41	37,699.60	30,178.99	--
EBITDA	111,968.59	78,716.39	71,969.57	--
销售商品、提供劳务收到的现金	181,303.78	140,011.69	108,582.32	13,577.31
收到其他与经营活动有关的现金	98,230.64	118,430.72	123,667.61	758.86
购买商品、接受劳务支付的现金	16,809.50	300,436.42	139,870.48	5,263.48
支付其他与经营活动有关的现金	33,606.78	52,755.73	71,417.74	2,486.31
吸收投资收到的现金	2,000.00	65,260.00	32,900.00	0.00
资本支出	53,798.77	127,854.00	26,042.99	43,331.67
经营活动产生的现金流量净额	157,826.44	-181,393.99	-57,039.67	-17,792.93
投资活动产生的现金流量净额	-38,471.61	-120,357.56	-18,982.97	-11,518.51
筹资活动产生的现金流量净额	-79,596.06	250,534.45	101,018.91	95,041.00
现金及现金等价物净增加额	39,758.78	-51,217.10	24,996.27	65,729.57
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率 (%)	6.71	-13.41	-47.26	-111.09
期间费用率 (%)	19.07	28.40	59.29	90.97
应收款项占比 (%)	7.27	12.02	10.71	11.23
收现比 (X)	0.90	0.92	1.35	1.10
资产负债率 (%)	61.10	63.43	64.48	66.27
总资本化比率 (%)	53.18	57.83	59.19	61.45
短期债务/总债务 (%)	39.61	27.11	27.22	23.67
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	6.00	-5.38	-1.60	--
总债务/EBITDA (X)	6.60	12.30	15.00	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.38	0.30	0.24	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	4.26	2.33	2.01	--

注：1、中诚信国际根据中山城建提供的其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 2022 年、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年、2024 年一季度财务数据分别采用了 2023 年审计报告、2024 年一季度财务报表期末数；2、2023 年审计报告期初数与 2022 年审计报告期末数不一致主要系会计政策变更、2023 年审计报告进行了前期会计差错更正及 2023 年 11 月中山市规划设计院有限公司 90% 股权划入公司，对 2023 年期初数进行了追溯调整所致；3、为准确计算公司债务，将各期其他应付款中带息债务调入短期债务；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

附三：中山城市建设集团有限公司对外担保明细（截至 2024 年 3 月末）

被担保单位	企业性质	担保余额（万元）
中山市交通发展集团有限公司	国企	98,190.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附四：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)
盈利能力	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
	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
现金流	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
	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。

附五：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