

常德市德源投资集团有限公司

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 2370 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 06 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果

常德市德源投资集团有限公司

AA+/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“20 德源绿色债 01/G20 德源 1”、“20 德源绿色债 02/G20
德源 2”、“21 德源投资 MTN002”、“21 德源投资 MTN003”

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。中诚信国际认为常德市的经济实力持续增强，潜在的支持能力强；常德市德源投资集团有限公司（以下简称“德源投资”或“公司”）是常德市主要及常德经济技术开发区（以下简称“常德经开区”）最重要的建设开发主体，区域地位重要，常德市政府对公司的支持意愿强。中诚信国际预计，常德市及常德经开区经济实力将不断增强，公司将维持重要的区域地位，并将继续获得政府的有力支持；同时，需关注公司储备项目面临很大的资本支出压力，其中自营类项目的资金平衡易受区域招商引资情况影响；资产流动性较弱且应收类款项对公司资金形成较大占用；主营业务盈利能力较弱，利润对政府补助的依赖度高等因素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，常德市德源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：常德市和常德经开区的经济、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：常德市和常德经开区的经济、财政实力显著弱化；公司地位下滑，致使股东及相关各方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

- **区域经济实力持续增强。**2023年，常德市经济实力持续增强，位居湖南省各地级市前列；常德经开区作为国家级开发区，凭借其良好的工业基础稳步发展，为公司发展提供了较好的外部环境。
- **公司区域地位重要，持续获得有力的外部支持。**公司作为常德市主要及常德经开区最重要的建设开发主体，区域地位突出，获得了常德市政府和常德经济技术开发区管理委员会（以下简称“常德经开区管委会”）在资产注入和政府补贴等方面的有力支持。
- **财务杠杆维持在较低水平。**跟踪期内，受益于常德经开区管委会注入的产业园资产和经营利润积累，公司资本实力进一步夯实，财务杠杆率仍维持在较低水平。

关注

- **储备项目面临很大的资本支出压力，其中自营类项目的资金平衡易受区域招商引资情况影响。**公司主要在建、拟建工程施工项目尚需投资规模很大，其中，厂房、公租房、仓库等自营性项目占比很高，此类项目投资回收期较长，未来资金平衡情况易受常德经开区招商引资情况影响。
- **资产流动性较弱且应收类款项对公司资金形成较大占用。**公司资产中存货占比较高，而存货主要为土地资产和开发成本，且大部分土地已抵押，受限比例较高，公司资产流动性较弱；此外，公司应收类款项总体规模较大，且保持增长趋势，对公司资金形成较大占用，需关注后续回款情况。
- **主营业务盈利能力较弱，利润对政府补助的依赖度很高。**跟踪期内，公司营业毛利率仍维持在较低水平，政府补助占利润总额的比重很高，为其主要来源。

项目负责人：陈周祥 zhxchen@ccxi.com.cn

项目组成员：贺慧敏 hmhe@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

德源投资（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	919.58	947.86	973.33	987.72
经调整的所有者权益合计（亿元）	632.93	620.72	627.36	627.60
负债合计（亿元）	286.64	327.14	345.97	360.12
总债务（亿元）	267.16	293.92	317.92	329.14
营业总收入（亿元）	48.49	46.70	42.50	15.81
经营性业务利润（亿元）	4.53	3.76	4.23	0.51
净利润（亿元）	3.76	3.35	3.19	0.27
EBITDA（亿元）	5.82	5.91	6.15	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.73	5.66	1.06	1.58
总资本化比率（%）	29.68	32.14	33.63	34.40
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.59	1.02	1.38	--

注：1、中诚信国际根据德源投资提供的其经亚太（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 2022 年及 2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年财务数据采用了 2022 年审计报告上年年末数，2022 年和 2023 年财务数据分别采用了 2023 年审计报告的上年年末数和期末数，2024 年一季度财务数据采用了 2024 年一季度财务报表期末数；2、德源投资各期财务报告均按照新会计准则编制；3、中诚信国际分析时将德源投资“长期应付款”科目中有息债务调整至长期债务；4、德源投资未提供 2024 年一季度利息支出和现金流量补充资料，故相关指标失效。

● 同行业比较（2023 年数据）

项目	德源投资	株洲城发	许昌投资
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	湖南省常德市	湖南省株洲市	河南省许昌市
GDP（亿元）	4,385.70	3,667.90	3,238.20
一般公共预算收入（亿元）	203.00	192.32	211.90
经调整的所有者权益合计（亿元）	627.36	466.88	563.12
资产负债率（%）	35.54	66.93	44.40
净利润（亿元）	3.19	4.48	1.74

中诚信国际认为，常德市与株洲市、许昌市的行政地位相同，三市整体经济财政实力处于可比区间；德源投资与可比公司均为市国资委或市人民政府实际控制的城市基础设施建设主体，业务运营实力相当；公司权益规模高于比较组平均水平，财务杠杆率处于比较组最低水平，未来融资空间相对较大，盈利指标处于中游水平，整体来看与可比公司财务融资能力相近。同时，当地政府的支持能力均强，并对上述公司的支持意愿无明显差异。

注：1、株洲城发系“株洲市城市建设发展集团有限公司”的简称，许昌投资系“许昌市投资集团有限公司”的简称；2、株洲城发和许昌投资经调整的所有者权益均未进行混合型证券调整。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

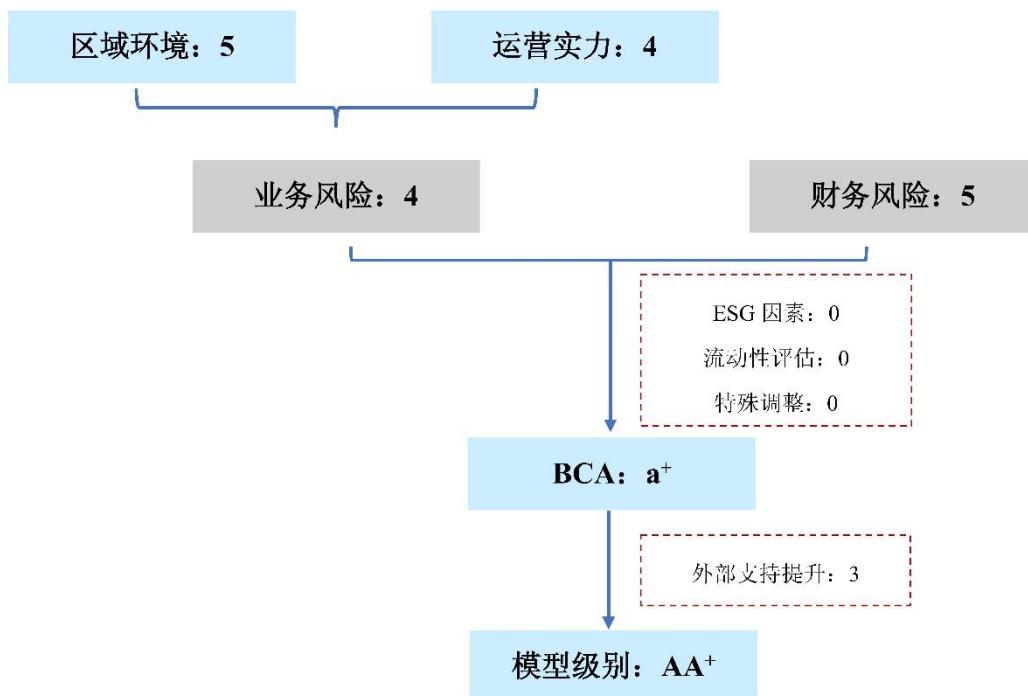
● 本次跟踪情况

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 德源绿色债 01/G20 德源 1	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/27 至 本报告出具日	15.00/9.00	2020/03/24~2027/03/24	提前偿还条款
20 德源绿色债 02/G20 德源 2	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/27 至 本报告出具日	10.00/8.00	2020/09/02~2027/09/02	提前偿还条款
21 德源投资 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/27 至 本报告出具日	8.00/8.00	2021/08/12~2026/08/12 (3+2)	票面利率选择权，回售条款，交叉违约条款，事先约束条款
21 德源投资 MTN003	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/27 至 本报告出具日	2.00/2.00	2021/11/01~2026/11/01 (3+2)	票面利率选择权，回售条款，交叉违约条款，事先约束条款

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
德源投资	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2023/06/27 至本报告出具日

● 评级模型

常德市德源投资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, 常德市政府具备强的支持能力, 同时对公司有强的支持意愿, 主要体现在常德市经济、财政实力位居湖南省前列, 德源投资作为常德市主要及常德经开区最重要的建设开发主体, 成立以来持续获得政府在资本金注入、资产划转及政府补助等方面的支持, 具备较高的区域重要性, 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、外部支持力度和意愿, 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，常德市经济实力稳步增强，总量仍位居湖南省前列，再融资环境尚可，潜在的支持能力强。

常德市地处湖南北部，位于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。常德市是全国重要的农产品生产基地，粮食面积、产量连续 19 年稳居全省第一，油料产量约占全省的 1/4。区域内建成常德经开区、常德高新区两个国家级园区，先进装备制造、烟草、电子信息、农产品精深加工四大产业加快向千亿产业迈进，同时加快生物医药、新材料、新能源与新能源汽车、航空航天与高技术转化应用等新兴产业发展。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，经济结构不断优化。2023 年，常德市实现全市地区生产总值（GDP）4,385.7 亿元，较上年增长 3.6%，经济总量在湖南省各地市（州）中位居第三。

2023 年受经济下行等因素影响，常德市一般公共预算收入有所下滑，但总量在湖南省各地市（州）中位居第二，仅次于长沙市。但常德市财政自给能力较弱，叠加土地市场低迷对区域内土地出让的影响，财政收支压力加大。截至 2023 年末，常德市政府债务余额为 1,104.95 亿元，债务规模在湖南省各地市（州）中处于较高水平，面临一定的债务压力。再融资环境方面，常德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，但常德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，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境尚可，未来仍需持续关注常德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 1：近年来常德市地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	4,054.15	4,274.50	4,385.70
GDP 增速（%）	7.70	4.50	3.60
人均 GDP（万元）	7.74	8.20	8.46
固定资产投资增速（%）	8.70	2.40	-13.80
一般公共预算收入（亿元）	203.36	209.65	203.00
政府性基金收入（亿元）	268.75	214.23	141.87
税收收入占比（%）	63.70	62.40	52.96
公共财政平衡率（%）	34.06	33.29	33.12

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%；人均GDP采用GDP/常住人口测算；

资料来源：常德市财政局，中诚信国际整理

常德经开区于 2010 年升级为国家级经济技术开发区，原辖区面积 54 平方公里；从 2011 年 12 月 1 日起，常德市鼎城区石门桥镇整体由常德经开区代管，石门桥镇包括 2 个社区，31 个行政村，总面积 101 平方公里；根据《常德经济技术开发区产业发展规划（2017-2025）》，常德经开区的辖区面积扩大至 155 平方公里，辖樟木桥街道、德山街道和石门桥镇。

常德经开区位于常德市南面的德山镇，与常德市主城区隔江相望，距离常德桃花源机场较近，区内有石长铁路、黔张常铁路以及在建的常益长高速铁路，二广、杭瑞、长常、常张、常吉、常岳等高速在此交汇。常德经开区内沅江常年可通行千吨级轮船，航运可西抵重庆，东达上海；此外，依托沅江、澧水优势，区内正积极推进德山港口建设，加强对沅澧水港口资源整合。产业方面，常德经开区围绕“3+2”产业发展，即以智能装备制造、生物医药与食品、新能源新材料三大主导产业为主，以新一代信息技术、商贸物流两大特色产业为辅。2023 年，常德经开区完成规模工业总产值 383.89 亿元，实现地区生产总值 163.4 亿元，完成技工贸总收入 1,269 亿元(含烟草产业园)。

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为常德市主要及常德经开区最重要的建设开发主体，业务范围覆盖常德经开区全域，业务具有竞争优势。近年来公司承接了土地综合整理、基础设施建设和棚户区改造等政府类项目，同时亦开展了产品销售及产业园投建等自营类业务，各类业务模式清晰，当前在建和拟建工程施工项目量充足，为后续收入提供了有力支撑，业务稳定性和可持续性良好。

值得注意的是，公司建设的产业园等自营类项目投资规模大，投资回收期长，且其投资回报情况受常德经开区招商引资情况影响较大，后续资金平衡情况需持续关注。

表 2：2021~2023 年及 2024 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1~3 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
土地综合整理	25.71	53.02	6.36	22.32	47.79	6.36	21.73	51.12	6.36	10.59	66.98	6.36
工程施工	5.93	12.23	6.36	7.09	15.18	4.61	10.58	24.90	6.36	2.37	15.01	6.36
房屋销售	0.06	0.12	14.94	1.26	2.70	0.85	0.02	0.04	29.26	0.77	4.89	11.99
产品销售	15.44	31.84	0.69	14.43	30.90	2.49	8.41	19.79	2.85	1.74	11.03	2.98
其他	1.35	2.78	45.44	1.60	3.43	2.49	1.76	4.15	17.42	0.33	2.09	-30.63
营业收入/毛利率合计	48.49	100.00	5.66	46.70	100.00	5.54	42.50	100.00	6.14	15.81	100.00	5.49

注：1、其他收入板块包括物业管理、租赁、管网维护等收入；2、由于四舍五入，部分加总数与合计数存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地综合整理板块，跟踪期内，公司土地综合整理业务仍主要由公司本部和下属子公司常德市德源产业投资有限公司（以下简称“德源产投”）负责，公司整理开发的土地分为自持土地和常德经开区范围内的非自持土地。在常德经开区具有较强的区域专营优势。

对于非自持土地，根据《常德经济技术开发区土地综合整理项目委托开发代建协议》，常德经开区

管委会委托公司开发整理，并在约定期限内支付相关费用。公司负责筹集项目资金和后续融资管理，承担土地开发整理工作；待项目完工并验收合格后，常德经开区财政投资评审中心审定项目的投资成本，并按投资成本的一定比例确定收益，公司以投资成本和收益的合计数扣除相应费用后确认收入；常德经开区管委会在项目验收合格之日起 2 年内支付相应的投资成本和收益。

在长江经济带生态环境大保护的背景下，常德经开区制定《常德经开区长江经济带临沅水片区生态环境保护规划（2019~2030）》，将清退经开区内沿江 8 家污染企业，收回 1,047.74 亩工业用地的国有土地使用权，转换性质为商业、商住用地后挂牌出让；公司自筹资金负责上述地块的房屋拆迁、整治。截至目前，拆迁工作进度较缓慢，需持续关注后续土地整治进度和业务结算模式。

对于自持土地，公司根据自身发展及经营情况，对名下的部分优质地块进行开发整理，达到出让条件后，由常德经济技术开发区国土资源储备中心（以下简称“常德经开区土储中心”）有偿回购公司账面土地，进行出让并获取土地收益，被收购的国有土地使用权采用协议方式收购及定价；部分土地是用于产业园、标准化厂房、仓储等自营项目，未来的收益来源于相关业务的经营及销售收入。

从业务开展情况来看，近年来受政府结算进度影响，公司土地综合整理业务收入有所波动，其中 2023 年，土地收入较上年基本持平；2024 年 1~3 月，政府加快结算进度，公司土地综合整理收入较上年同期大幅增长。截至 2024 年 3 月末，公司拥有已取得所有权证的土地账面价值为 620.08 亿元，其中出让地占比 90% 以上，此外出让地中 70% 以上为商业、住宅用地。整体来看，公司持有的土地资源较为充足，但未来土地的出让进度仍值得关注。

工程施工板块，跟踪期内，公司工程施工业务仍主要由公司本部和下属子公司德源产投负责，工程施工项目分为基础设施代建项目和产业园、码头等自营项目，其中基础设施代建项目业务模式与上述非自持土地综合整理相同，即根据《常德经济技术开发区基础设施建设项目委托代建协议》，常德经开区管委会委托公司作为常德经开区基础设施项目的施工主体，实施建设管理；由财政投资评审中心在项目标段完工后进行评审，审定项目的投资成本，并按投资成本的一定比例确定收益，公司以投资成本和收益的合计数扣除相应费用后确认收入；常德经开区财政局按照审定的投资成本和收益支付工程款。

从业务开展情况来看，跟踪期内，政府加快结算进度，2023 年工程施工收入同比大幅增长。同时，公司项目储备充足，截至 2024 年 3 月末，主要在建、拟建工程施工项目计划总投资 247.18 亿元，已完成投资 39.76 亿元，未来投资压力很大；其中，代建项目剩余投资相对较小，而自营项目尚需投资规模很大。公司建设的自营项目主要为常德经开区内的产业园项目，建设内容包括厂房、公租房、仓库、食堂、配套用房等建筑及道路、围墙、大门等配套设施，建成后拟通过对外出租实现收入，投资回收期长，且回收情况受常德经开区招商引资情况影响较大，中诚信国际将对此保持关注。

表 3：截至 2024 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目类型	项目名称	建设主体	开工时间	计划总投资	已完成投资
代建项目	民建路	德源投资本部	2016.01	2.78	2.77
	尚德路上跨长常高速立交桥工程	德源投资本部	2014.06	1.10	1.16

	尚德路下穿石长铁路工程	德源投资本部	2015.06	0.50	0.46
	善卷南路下穿常张高速工程	德源投资本部	2017.08	2.28	2.27
	兴德路工程	德源投资本部	2016.11	2.46	2.23
	三一路	德源投资本部	2014.06	1.74	1.01
	乾明北路	德源投资本部	2017.01	2.95	2.31
	中联路	德源投资本部	2016.11	0.96	0.48
	尚德路（枉水路-枫林路）工程	德源投资本部	2015.11	0.98	1.00
	纬五路	德源投资本部	2016.11	0.25	0.28
	沅江风光带	德源投资本部	2016.11	11.14	4.80
	孤峰公园及周边区域提质改造工程	德源投资本部	2016.11	0.90	0.55
	东区保障性租赁住房项目	德源投资本部	2023.03	2.00	0.39
	小计	--	--	30.04	19.71
自营项目	常德市医药物流产业园项目	德源投资本部	2021.08	6.53	3.59
	中车配套产业园	德源投资本部	2019.12	18.15	4.26
	常德市原料药与制剂国际化产业园项目	德源投资本部	2020.12	4.02	0.13
	智能化医疗器械产业园	德源投资本部	2022.12	3.78	3.54
	常德保税物流中心（B型）项目	德源投资本部	2022.08	3.00	0.85
	智能电子产业园（二、三期）	德源产投	2017	7.89	7.68
	小计	--	--	43.37	20.05
	合计	--	--	73.41	39.76

注：部分项目的已投资额大于计划总投资额主要系建设过程中材料价格上涨所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2024 年 3 月末公司拟建项目情况（亿元）

项目名称	建设主体	总投资
常德经开区光伏发电项目	德源投资本部	15.20
常德经开区职业教育城项目	德源投资本部	10.00
长江经济带常德经开区绿色发展暨产城融合建设项目	德源投资本部	17.80
国家级常德经开区港口铁路多式联运配套设施项目	德源投资本部	15.00
国家级常德经开区外向型经贸基地基础设施建设项目	德源投资本部	10.55
中国·以色列设施渔业先行示范产业园项目	德源投资本部	20.00
常德铁路港多式联运物流园项目	供应链公司	4.20
常德经开区新能源材料产业园建设项目	德源产投	7.18
常德港德山港区多式联运枢纽工程建设	德源产投	61.34
常德经开区东区企业配套厂房建设项目	德源产投	2.00
国产替代性新材料产业园及园区基础设施配套建设项目	德源产投	7.46
常德经开区东部园区全民健身中心建设项目	德源招商	1.04
常德经开区合成生物学产业园	德源招商	2.00
合计	--	173.77

注：德源招商系“常德市德源招商投资有限公司”的简称，供应链公司系“常德市德源供应链服务有限公司”的简称。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

棚户区改造板块，跟踪期内，公司仍为常德经开区重要的保障性住房建设主体，该业务主要由本部和子公司常德市德源招商投资有限公司（以下简称“德源招商”）负责，采用委托代建模式，常德经开区管委会委托公司作为经开区范围内棚户区改造项目的施工主体，负责开展征地拆迁、货币化安置、土地整理、保障房建设等工作，完工后部分采用代建模式与常德经开区管委会结算，

部分以出租、出售方式自营。

跟踪期内，公司部分受政府委托征拆的棚改项目已按代建模式确认土地综合整理收入，其中 2023 年确认收入 4.41 亿元。截至 2024 年 3 月末，公司在建的棚户区改造项目总投资 8.91 亿元，已进入工程后期，剩余投资规模较小，随着项目陆续完工，需持续关注其结算及回款进度情况。

表 5：截至 2024 年 3 月末公司在建棚户区改造项目（亿元）

项目	建设主体	开工时间	项目类型	计划总投资额	已投资额
演舞堆棚户区改造	德源招商	2015.08	代建	8.91	7.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品销售板块，跟踪期内，子公司常德市德源供应链服务有限公司（以下简称“供应链公司”）仍为园区企业提供供应链服务。供应链公司与下游客户签订购销合同，由供应链公司向上游供应商购买产品，再销售给下游客户。公司部分产品销售业务实行赊销模式，并对赊销客户进行了资产抵、质押等补充担保措施，赊销期限为 3 个月以内。跟踪期内，因公司缩减商品销售业务量，产品销售收入下降，但 2023 年公司产品销售收入占营业总收入的比重接近 20%，仍对公司营业收入形成重要补充。公司销售产品主要为钢材和棉花，下游客户集中度很高。跟踪期内，公司产品销售业务随着供应链服务期限延长，毛利率有所增长，但盈利能力仍较低。

表 6：2023 年供应链服务上游签订合同金额（含税）前五名（万元、%）

单位名称	采购合同金额	占比	交易产品
大汉供应链有限公司	33,500.00	41.87	钢材
海南钢银实业有限公司	8,900.00	11.13	钢材
湖南大汉供应链科技有限公司	7,070.00	8.84	钢材
新疆大可国泰国际贸易有限公司	2,800.00	3.5	棉花
九江市昌江棉业有限公司	2,500.00	3.13	棉花
合计	54,770.00	68.47	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：2023 年供应链服务下游签订合同金额（含税）前五名（万元、%）

单位名称	销售合同金额	占比	交易产品
常德大汉钢铁供应链有限公司	35,000.00	41.17	钢材
大汉广惠钢铁有限公司	16,800.00	19.76	钢材
湖南云锦集团股份有限公司	11,000.00	12.94	棉花
湖南金康光电有限公司	8,000.00	9.41	芯片
湖南金富力新能源股份有限公司	3,000.00	3.52	碳酸锂、三元材料
合计	73,800.00	86.80	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他板块，房屋销售方面，公司在售的商品房项目为德源康城和德山新城，定位于中低端住宅项目，销售进度较慢，跟踪期内结转收入较少。截至 2024 年 3 月末，两个商品房项目可售面积为 14.31 万平方米，已售面积为 12.97 万平方米，累计实现销售收入 4.95 亿元。同期末，公司无在建、拟建的商品房项目，业务可持续性较弱。

表 8：截至 2024 年 3 月末公司商品房销售情况

项目名称	可售面积（平方米）	已售面积（平方米）	累计销售收入（万元）
德源康城	39,272.70	38,972.18	14,351.55
德山新城	103,861.94	90,711.45	35,165.61

合计	143,134.64	129,683.63	49,517.16
-----------	-------------------	-------------------	------------------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

标准厂房出租方面，常德经开区管委会授权公司在园区内建设标准化工业厂房和配套生活设施，通过出租收取租金；截至 2024 年 3 月末，公司拥有的标准工业厂房和配套设施总面积为 136.03 万平方米，整体出租率为 70.65%，2023 年实现租赁收入 8,757.20 万元，随着出租率提高，收入亦同比大幅增长。由于园区对入驻企业有租金优惠政策，公司实际实现的租赁收入规模尚小，运营仍依赖于政府补贴，其中 2023 年公司获得厂房租金补贴 1.48 亿元。

表 9：截至 2024 年 3 月末公司建设的工业厂房和配套设施出租情况（平方米、%）

项目名称	业主方	总面积	已出租面积	出租率	空置面积
中小 A 区厂房	德源产投	107,455.82	76,634.67	71.32	30,821.15
中小 B 区厂房	德源投资本部	94,175.97	55,613.76	59.05	38,562.21
电子产业园厂房	德源投资本部	61,047.85	45,657.01	74.79	15,390.84
丽云特产业园厂房	德源投资本部	37,622.40	20,790.73	55.26	16,831.67
智能电子产业园厂房	德源产投	221,673.61	85,456.90	38.55	136,216.71
柔性薄膜园区厂房	德源产投	38,232.46	8,981.00	23.49	29,251.46
昆宇新能源园区厂房	德源投资本部	129,983.72	86,550.86	66.59	43,432.86
中车园区厂房	德源产投	328,404.88	325,048.88	98.98	3,356.00
光伏发电楼顶	德源投资本部	188,684.65	177,212.65	93.92	11,472.00
中小 A 区宿舍	德源产投	23,467.95	14,338.40	61.10	9,129.55
中小 B 区宿舍	德源投资本部	13,647.90	8,295.45	60.78	5,352.45
丽云特产业园宿舍	德源投资本部	10,472.46	8,650.88	82.61	1,821.58
电子产业园宿舍	德源产投	9,420.82	3,240.00	34.39	6,180.82
智能电子产业园宿舍楼	德源产投	33,854.60	2,004.12	5.92	31,850.48
柔性薄膜园区宿舍	德源产投	9,252.24	4,205.56	45.45	5,046.68
昆宇新能源园区综合楼	德源投资本部	27,150.00	26,537.58	97.74	612.42
昆宇新能源园区园区辅助用房	德源投资本部	7,020.00	3,704.44	52.77	3,315.56
中小 A 区食堂	德源产投	3,933.39	2,237.67	56.89	1,695.72
智能电子产业园食堂	德源产投	9,382.48	3,670.00	39.12	5,712.48
柔性薄膜园区食堂	德源产投	3,236.82	287.00	8.87	2,949.82
中小 A 区门面	德源产投	2,184.70	1,944.70	89.01	240.00
合计	--	1,360,304.72	961,062.26	70.65	399,242.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他经营性业务方面，公司投资控股湖南华电德源能源科技有限公司（以下简称“华电能源公司”），该公司主要经营华电常德电厂蒸汽、向常德经开区内用热企业集中供热等业务。华电能源公司在建供热蒸汽管道 33 公里，截至 2024 年 3 月末已建成管道达 8.1 公里，已投资 0.58 亿元；其中，8.1 公里管道已投入使用，累计实现收入约 5.18 亿元，其中，2023 年公司实现收入 1.14 亿元。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受益于政府的持续支持和利润积累，公司所有者权益规模有所增长，资本实力进一步夯实；随着项目持续推进，公司债务规模不断扩大，但财务杠杆率仍维持在较低水平，资本结构保持稳健；公司经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力有所提升。

资本实力与结构

公司目前主要形成了土地综合整理、保障房建设、工程施工和产品销售等业务板块，资产主要由上述业务形成的存货、应收类款项和货币资金等构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重超过 90%。公司资产中存货占比最高，主要为开发成本和经营用土地，截至 2024 年 3 月末，分别为 57.13 亿元和 620.08 亿元，其中经营用土地主要系常德经开区管委会注入或通过股权转让获得，但其中因融资抵押受限的土地资产比例约为 70%，受限土地规模较大。跟踪期内，公司仍保有一定规模的货币资金，用于日常经营周转及偿债等需求。公司应收类款项主要系应收常德经开区财政局的代建项目款和往来款，近年来保持增长趋势，截至 2024 年 3 月末，公司应收类款项合计为 149.26 亿元，占同期末总资产的比重达 15.11%。整体来看，公司应收类款项总体规模较大，且回款期限存在较大不确定性，对公司资金形成较大占用，需关注后续回款情况。此外，公司预付款项为在业务经营过程中预付的征地拆迁款、工程款等款项，待项目完工结算后将转入存货，2023 年因公司预付较多征地拆迁款，期末科目余额同比增加 15.83 亿元。跟踪期内，公司投资性房地产增长约 11 亿元，主要系完工后由存货转入的标准化厂房及产业园等自营项目资产以及当期政府注入的产业园资产，公司持有的标准化厂房及配套设施每年可为公司带来较为稳定的租金收入，但规模较小。总体来看，公司资产主要为以开发成本和土地为主的存货，而开发成本和土地的变现及收益情况受外界环境影响较大，且当前土地受限比例较高，另外应收及预付类款项亦对资产变现能力造成一定影响，资产流动性及收益性均较弱，公司资产质量较低。

跟踪期内，公司债务规模持续增长，但债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。跟踪期内受益于政府的持续支持，公司资本公积增加 3.46 亿元，主要系政府将中小企业创业园 B 区资产和三升光电产业园项目资产注入公司所致；同时，公司未分配利润随着公司经营利润的累积持续增长，上述因素共同带动经调整的所有者权益¹增长，财务杠杆率虽逐年增长但仍维持在较低水平，公司资本结构保持稳健。

表 10：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元、%）

类型	6 个月以内	6 个月至 1 年	超过 1 年	金额	占比
银行借款	12.52	10.42	173.79	196.73	61.88
债券融资	13.00	19.40	79.80	112.20	35.29
非标融资及其他	0.69	2.31	5.99	8.99	2.83
合计	26.21	32.13	259.58	317.92	100.00

注：其他主要系棚改转贷资金。

资料来源：《常德市德源投资集团有限公司公司债券年度报告（2023 年）》，中诚信国际整理

¹经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。

现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流主要受土地整理、棚户区改造等项目建设有关的现金收支以及与区域内政府单位及国有企业的资金往来影响而波动较大。跟踪期内，公司经营活动现金流仍呈现净流入状态，但受公司土地整理等业务回款规模同比减少影响，经营活动净现金流入规模收窄，整体来看经营活动获现能力仍较为一般，对利息的保障能力总体较弱。公司投资活动现金流主要由自营项目投资支出及股权投资产生，跟踪期内，随着自营项目的持续投入以及新增往来支出，仍保持较大规模的资金缺口。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，跟踪期内，公司筹资活动现金流仍呈净流入态势。公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成，其中利润总额对政府补助的依赖程度很高，2023 年政府补助占利润总额的比重上升至 116.90%。跟踪期内公司 EBITDA 同比小幅增涨，但对利息支出²的保障能力仍有待提升。

截至 2024 年 3 月末，公司银行授信总额为 323.45 亿元，尚未使用授信额度为 80.36 亿元，备用流动性尚可。

表 11：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	45.77	46.94	48.70	46.74
应收账款	58.62	78.61	97.20	111.76
预付款项	25.26	20.46	36.29	36.11
其他应收款	15.44	20.80	26.46	37.50
存货	747.30	718.65	688.95	677.21
投资性房地产	7.76	40.35	51.34	51.05
资产总计	919.58	947.86	973.33	987.72
流动资产占比	97.38	93.57	92.44	92.31
经调整的所有者权益	632.93	620.72	627.36	627.60
总债务	267.16	293.92	317.92	329.14
短期债务占比	21.72	13.59	18.35	14.60
资产负债率	31.17	34.51	35.54	36.46
总资本化比率	29.68	32.14	33.63	34.40
经营活动产生的现金流量净额	2.73	5.66	1.06	1.58
投资活动产生的现金流量净额	-18.53	-18.49	-6.77	-10.51
筹资活动产生的现金流量净额	22.65	14.03	7.51	6.97
收现比	0.62	0.60	0.54	0.11
EBITDA	5.82	5.91	6.15	--
EBITDA 利息保障倍数	0.59	1.02	1.38	--
经营活动产生的现金流量净额/利息保障倍数	0.28	0.98	0.24	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限资产方面，公司受限资产规模较大，截至 2024 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 437.58 亿元，占当期末总资产的 44.30%，主要系存货中因借款抵押受限的土地资产。

或有负债方面，截至 2024 年 3 月末，公司对外担保余额为 7.85 亿元，占同期末净资产的比例为

² 公司将部分利息支出计作对常德经开区财政局的往来款，未进行费用化或资本化处理。

1.25%，被担保企业为常德市交通建设投资集团有限公司，该公司为常德市地方国企，代偿风险相对可控。

过往债务履约情况：根据公司提供的企业征信报告及相关资料，截至 2024 年 5 月，公司本部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

跟踪期内，常德市经济总量及地方一般公共预算收入在湖南省各地市（州）中稳居前列。公司维持区域重要性，实际控制人为常德市国资委，根据市政府意图承担常德经开区基础设施建设和产业园开发等重大项目投融资任务，其股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性，在获得业务授权、资产注入及政府补贴等方面有良好记录。2023 年，政府向公司注入中小企业创业园 B 区资产和三升光电产业园项目资产计入资本公积；同期，公司获得工程建设、厂房租金等补贴资金。综上，跟踪期内常德市政府具备强的支持能力，同时对公司有强的支持意愿，可为公司带来很强的外部支持。

跟踪债券信用分析

“20 德源绿色债 01/G20 德源 1”募集资金 15.00 亿元，其中 10 亿元用于常德经开区节能环保产业园建设项目，5 亿元用于补充公司营运资金；根据公司反馈资料，截至 2023 年末，募集资金已按原定用途使用完。

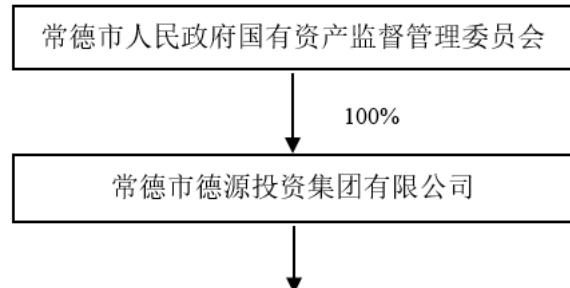
“20 德源绿色债 02/G20 德源 2”募集资金 10.00 亿元，用于常德经开区节能环保产业园建设项目；根据公司反馈资料，截至 2023 年末，募集资金已按原定用途使用完。

本次跟踪债券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。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，业务持续性和稳定性良好，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险很低。

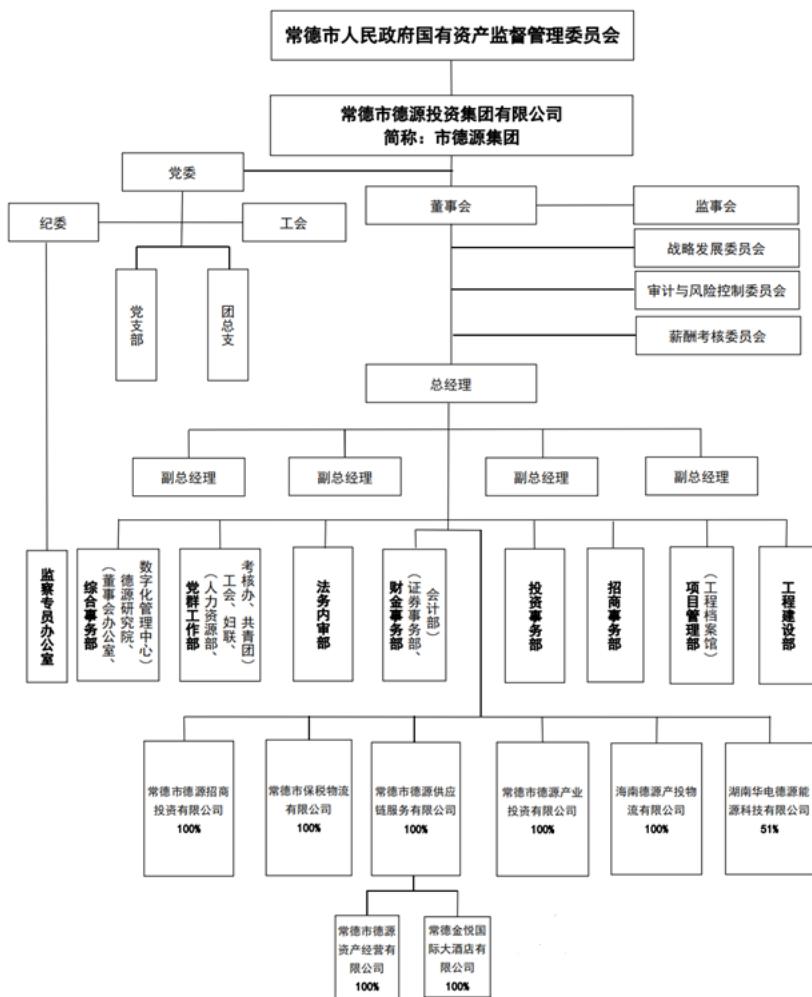
评级结论

综上所述，中诚信国际维持常德市德源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 德源绿色债 01/G20 德源 1”、“20 德源绿色债 02/G20 德源 2”、“21 德源投资 MTN002”和“21 德源投资 MTN003”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：常德市德源投资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	子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	常德市德源产业投资有限公司	100,000.00	100.00
2	常德市德源招商投资有限公司	10,000.00	100.00
3	常德市德源供应链服务有限公司	20,000.00	100.00
4	湖南华电德源能源科技有限公司	2,000.00	51.00
5	常德市保税物流有限公司	5,000.00	100.00
6	常德市德源资产经营有限公司	5,000.00	100.00
7	常德金悦国际大酒店有限公司	2,598.00	100.00
8	海南德源产投物流有限公司	1,000.00	100.00



资料来源：公司提供

附二：常德市德源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)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	457,715.17	469,359.98	487,025.15	467,359.72
非受限货币资金	457,236.60	469,095.78	487,011.84	467,346.41
应收账款	586,218.10	786,137.17	971,998.43	1,117,592.55
其他应收款	154,448.76	207,972.46	264,641.20	375,001.65
存货	7,472,971.16	7,186,486.79	6,889,548.53	6,772,076.14
长期投资	38,409.61	77,274.26	80,212.18	79,934.35
在建工程	821.62	3,551.98	9,263.64	12,186.69
无形资产	1,995.43	1,904.94	2,192.31	2,163.00
资产总计	9,195,778.90	9,478,551.52	9,733,280.11	9,877,187.04
其他应付款	33,887.70	133,520.09	80,942.44	103,414.06
短期债务	580,229.95	399,521.23	583,378.81	480,471.94
长期债务	2,091,401.63	2,539,705.48	2,595,845.55	2,810,955.24
总债务	2,671,631.58	2,939,226.71	3,179,224.36	3,291,427.18
负债合计	2,866,448.63	3,271,373.56	3,459,690.65	3,601,152.74
利息支出	97,993.23	57,811.65	44,652.66	--
经调整的所有者权益合计	6,329,330.27	6,207,177.96	6,273,589.46	6,276,034.29
营业总收入	484,940.61	466,998.44	425,022.46	158,056.15
经营性业务利润	45,301.50	37,576.62	42,277.63	5,058.56
其他收益	36,356.02	32,637.66	39,913.81	1,502.33
投资收益	-2,107.64	343.29	1,563.26	46.01
营业外收入	161.05	16.34	3,391.72	0.04
净利润	37,608.29	33,487.08	31,915.37	2,653.36
EBIT	50,551.25	47,345.94	47,199.29	--
EBITDA	58,183.43	59,120.12	61,462.76	--
销售商品、提供劳务收到的现金	301,596.41	281,458.43	228,380.55	18,055.12
收到其他与经营活动有关的现金	39,208.72	56,114.26	66,099.72	33,369.08
购买商品、接受劳务支付的现金	282,694.76	288,035.32	262,227.12	19,805.41
支付其他与经营活动有关的现金	22,988.26	5,495.95	13,058.22	13,027.79
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	216,805.69	82,500.03	66,016.83	3,649.06
经营活动产生的现金流量净额	27,264.80	56,574.64	10,570.32	15,755.39
投资活动产生的现金流量净额	-185,287.89	-184,921.86	-67,748.34	-105,103.05
筹资活动产生的现金流量净额	226,463.65	140,264.63	75,121.36	69,683.28
现金及现金等价物净增加额	68,458.07	11,859.18	17,916.07	-19,665.43
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率 (%)	5.66	5.54	6.14	5.49
期间费用率 (%)	2.80	3.39	4.22	1.55
应收类款项占比 (%)	8.07	10.49	12.71	15.11
收现比 (X)	0.62	0.60	0.54	0.11
资产负债率 (%)	31.17	34.51	35.54	36.46
总资本化比率 (%)	29.68	32.14	33.63	34.40
短期债务/总债务 (%)	21.72	13.59	18.35	14.60
经营活动产生的现金流量净额/利息保障倍数 (X)	0.28	0.98	0.24	--
总债务/EBITDA (X)	45.92	49.72	51.73	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.10	0.15	0.11	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.59	1.02	1.38	--

注：1、中诚信国际根据德源投资提供的其经亚太（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 2022 年及 2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年财务数据采用了 2022 年审计报告上年年末数，2022 年和 2023 年财务数据分别采用了 2023 年审计报告的上年年末数和期末数，2024 年一季度财务数据采用了 2024 年一季度财务报表期末数；2、德源投资各期财务报告均按照新会计准则编制；3、中诚信国际分析时将德源投资“长期应付款”科目中有息债务调整至长期债务；4、德源投资未提供 2024 年一季度利息支出和现金流量补充资料，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
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
	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
盈利能力	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
偿债能力	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) 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