



常德市城市建设投资集团有限公司

2023 年度债项跟踪评级报告

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 1261 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 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	常德市城市建设投资集团有限公司	AA+/稳定
本次跟踪担保主体及评级结果	中合中小企业融资担保股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“19 常德城投 MTN001”、“19 常德城投 MTN002”、 “20 常德城投 MTN003”、“21 常德城投 MTN003”	AA+
	“20 常德城投债/20 常城投”	AAA
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，“20 常德城投债/20 常城投”债项级别充分考虑了中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际认为常德市的经济及财政实力持续增强，潜在的支持能力强；常德市城市建设投资集团有限公司（以下简称“常德城投”或“公司”）系常德市重要的城市基础设施建设主体，地位突出，历史上获得了常德市政府的大力支持，常德市政府对公司的支持意愿较强。同时，需关注公司资产质量较低、债务规模增长较快、面临较大的短期偿债压力及房屋销售业务受市场波动和政策影响较大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，常德市城市建设投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：常德市经济、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。</p> <p>可能触发评级下调因素：常德市经济、财政实力大幅下滑；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。</p>	

正面

- **常德市经济财政实力稳步增长，对公司支持能力强。**2022年常德市经济、财政实力均稳步增强，在湖南省各地市（州）中位居前列，对公司支持能力强，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司基础设施建设主体地位突出。**公司是常德市基础设施建设领域主要主体之一，主要负责常德市武陵大道以西区域范围内的开发建设，并逐步拓展至鼎城区、桃源县等，在常德市基础设施建设领域地位突出。
- **持续获得政府的大力支持。**近年来公司持续获得了来自常德市政府及相关部门在股权划转和资金补贴等方面的大力支持，其中2022年及2023年1~3月，公司分别获得财政补贴7.42亿元和1.25亿元。
- **极强的偿债保障措施。**中合担保为“20常德城投债/20常城投”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，该担保措施对“20常德城投债/20常城投”的还本付息起到了极强的保障作用

关注

- **资产质量较低。**公司资产以由土地资产及项目开发成本构成的存货为主，另外有部分资产未能贡献有效收益，同时公司应收类款项规模较大，对公司资金形成较大占用，公司整体资产质量较低。
- **债务规模增长较快，面临较大的短期债务压力。**2022年以来公司总债务规模保持增长，同时短期债务占比增长较快，且各项短期偿债指标表现较弱，截至2023年3月末公司短期债务规模为198.19亿元，公司面临较大的短期债务压力。
- **房屋销售业务受市场波动和政策影响较大。**房屋销售业务是公司主营业务之一，但暂无储备项目，且该业务易受房地产市场及相关政策影响，未来业务开展情况值得关注。

项目负责人：张 蕾 lzhang02@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

常德城投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	1,173.85	1,251.83	1,240.62	1,263.84
经调整的所有者权益合计（亿元）	670.36	676.40	633.24	633.64
负债合计（亿元）	499.58	571.52	603.48	626.30
总债务（亿元）	409.40	463.53	519.28	561.30
营业总收入（亿元）	51.45	54.18	42.49	7.13
经营性业务利润（亿元）	5.82	7.04	4.88	0.36
净利润（亿元）	5.68	6.29	3.81	0.41
EBITDA（亿元）	10.12	11.63	9.41	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.71	1.16	1.66	0.53
总资本化比率（%）	37.92	40.66	45.06	46.97
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.50	0.61	0.45	--

注：1、中诚信国际根据中诚信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年及 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 年一季度财务数据采用了 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，将各期其他流动负债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、公司 2023 年一季度财务报表未经审计，相关指标失效；5、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。

担保主体概况数据

中合担保（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	83.78	83.55	82.18
所有者权益（亿元）	73.05	73.13	73.97
在保余额（亿元）	626.28	423.25	335.46
净利润（亿元）	(6.52)	1.58	1.05
平均资本回报率(%)	(8.48)	2.16	1.43
累计代偿率(%)	3.90	3.60	3.14

注：1、本报告数据来源为中合担保提供的经审计的 2020 年、2021 年和 2022 年财务报告；2、担保业务净收益=担保业务收入-担保业务成本；3、2018 年 4 月，中合担保按照七部委联合印发的《融资担保责任余额计量办法》计算融资担保责任余额及放大倍数，中合担保在保责任余额口径为融资性担保责任余额；4、本报告所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明；本报告中不可得或不适用的数据或指标，均使用“-”表示。

评级历史关键信息

常德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	
	21 常德城投 MTN003 (AA ⁺)					
	20 常德城投 MTN003 (AA ⁺)					
AA ⁺ /稳定	19 常德城投 MTN002 (AA ⁺)	2022/06/28	鄢红、朱航园、周迪	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	
	19 常德城投 MTN001 (AA ⁺)					
	20 常德城投债/20 常城投 (AAA)					
AA ⁺ /稳定	21 常德城投 MTN003 (AA ⁺)	2021/11/15; 2021/11/22	周迪、胡娟、朱航园; 周迪、胡娟、朱航园	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	阅读全文
AA ⁺ /稳定	20 常德城投 MTN003 (AA ⁺)	2020/11/27	杨锐、吴亚婷、张蕾	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	阅读全文
AA ⁺ /稳定	20 常德城投债/20 常城投 (AAA)	2020/07/13	贺文俊、杨锐、吴亚婷	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	阅读全文
AA ⁺ /稳定	19 常德城投 MTN002 (AA ⁺)	2019/07/24	骆传伟、杨锐、吴亚婷	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文	阅读全文
AA ⁺ /稳定	19 常德城投 MTN001 (AA ⁺)	2019/03/14	陈志东、杨锐、吴亚婷	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文	阅读全文

注：中诚信国际口径

同行业比较（2022 年数据）

项目	常德城投	衡阳城投	株洲城发	上饶城投
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	湖南省常德市	湖南省衡阳市	湖南省株洲市	江西省上饶市
GDP（亿元）	4,274.50	4,089.69	3,616.81	3,309.70
一般公共预算收入（亿元）	207.63	194.97	190.88	250.86
经调整的所有者权益合计（亿元）	633.24	518.33	430.61	410.79
资产负债率（%）	48.64	60.04	65.45	64.63
净利润（亿元）	3.81	3.05	4.11	6.84

注：1、衡阳城投系“衡阳市城市建设投资有限公司”的简称；株洲城发系“株洲市城市建设发展集团有限公司”的简称；上饶城投系“上饶市城市建设投资开发集团有限公司”的简称；2、衡阳城投各项指标均未调整。

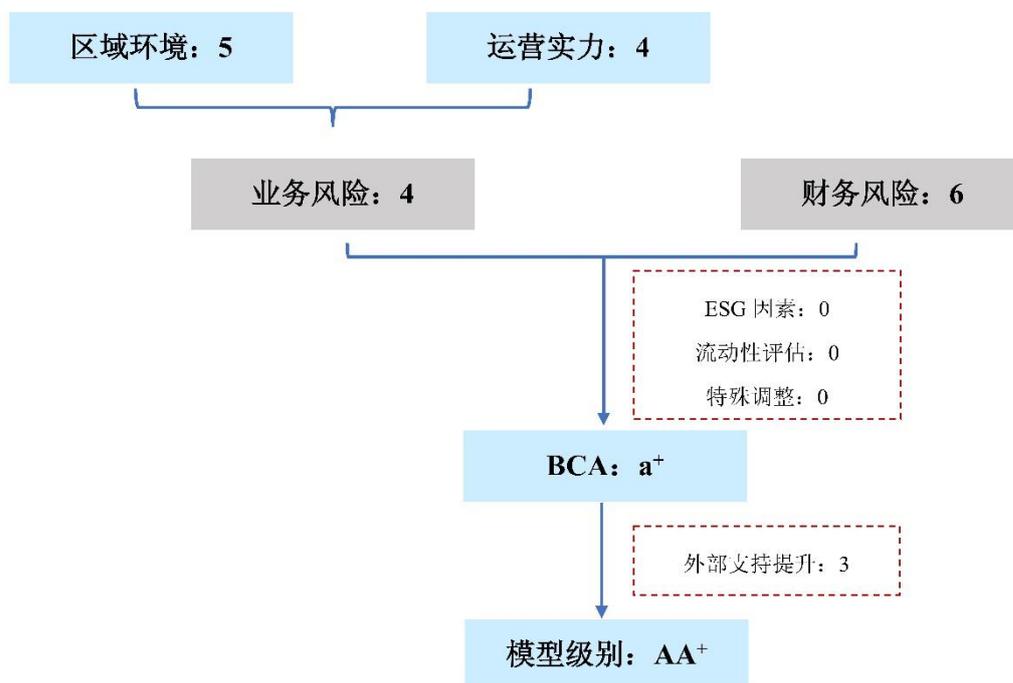
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
19 常德城投 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/28	10.00	10.00	2019/06/21~2024/06/21	--
19 常德城投 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/28	10.00	10.00	2019/07/31~2024/07/31	--
20 常德城投债/20 常德城投	AAA	AAA	2022/06/28	6.30	6.30	2020/11/02~2027/11/02	债券存续期的第 3 年至第 7 年每年分别偿还本金的 20%
20 常德城投 MTN003	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/28	15.00	15.00	2020/12/21~2025/12/21 (3+2)	附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，交叉违约
21 常德城投 MTN003	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/28	15.00	15.00	2021/12/13~2026/12/13 (3+2)	附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

评级模型

常德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，常德城投主营业务突出，业务具有一定区域专营性，但业务结构较为单一，业务竞争力较强；公司承担的主要职能和业务较为稳定，业务模式明确，在常德市基建及棚改领域占有较大的市场份额，业务稳定性及可持续性较强。但房屋销售业务受房地产市场及政策影响较大，存在一定不确定性。此外，以土地资产及项目开发成本为主的存货系公司资产的主要构成，另外有部分资产未能贡献有效收益，同时应收类款项规模较大，对资金形成较大占用，资产质量较低。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，受益于常德市政府历史上的大力支持，公司经调整的所有者权益保持很大规模，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，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常德城投个体基础信用等级无影响，常德城投具有 a⁺ 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和很低的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，常德市政府支持能力强、常德市政府对公司支持意愿较强，主要体现在常德市经济、财政实力均保持增长态势；常德城投系常德市重要的城市基础设施建设主体，成立以来持续获得政府在资产注入及资金支持等方面的大力支持，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

根据公司提供资料，“20 常德城投债/20 常城投”募集资金 6.30 亿元，全部用于偿还“10 常德城投债”和“13 常德城投债”两只企业债券在 2020 年度应付的本金及利息，或偿还因置换上述两只企业债券 2020 年度本息所产生的负债，截至 2023 年 3 月末，募集资金已全部使用。

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“明强实弱”，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.ccx.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

常德市地处湖南北部，位于中国经济中部崛起中心地带、泛珠江三角洲和泛长江三角洲经济发展区域结合部，是东部沿海发达地区产业向中、西部转移的黄金地带。常德市是全国重要的农产品生产基地；发达的农业和丰富的矿藏资源为工业提供了大量原料，作为湘西北的工业基地，常德市形成了以食品、纺织、机电、化工、建材为支柱的工业体系，其中纱、布、酒、水泥、卷烟产量居湖南省前列。常德市现辖武陵区、鼎城区、安乡县、汉寿县、桃源县、临澧县、石门县、澧县，共 6 县 2 区，同时拥有各类产业园区共 14 个，包括常德经开区、常德高新区、汉寿高新区等，其中常德经开区于 2010 年升级为国家级经济技术开发区、常德高新区于 2017 年升级为国家级高新技术产业开发区。截至 2022 年末，常德市常住人口为 521.30 万人，较上年末有所减少。

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，地区生产总值持续提升。2022 年，常德市实现全市地区生产总值（GDP）4,274.50 亿元，比上年增长 4.5%，经济总量在湖南省各地市（州）中位居第三。同年，常德市人均地区生产总值为 8.20 万元，居湖南省各地市（州）第五位。从产业结构来看，2022 年，常德市三次产业结构由 2021 年的 11.5:41.6:46.9 调整为 11.6:41.2:47.2，产业结构仍以第二、三产业为主。

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常德市财政实力稳步提升，一般公共预算收入逐年增长，2022 年常德市一般公共预算收入规模在湖南省各地市（州）中位居第二，仅次于长沙市。但从收支结构上看，近年来常德市公共财政平衡率处于较低水平，财政平衡较依赖于转移性收入，财政自给能力

较弱。政府性基金收入是常德市财政实力的重要补充，2022 年以来受当下土地市场低迷对区域内土地出让的影响，常德市政府性基金收入同比有所下降，财政收支压力加大。政府债务方面，截至 2022 年末，常德市政府债务余额为 923.05 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，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 2：近年来常德市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	3,749.10	4,054.15	4,274.50
GDP 增速（%）	3.90	7.70	4.50
人均 GDP（万元）	7.05	7.74	8.20
固定资产投资增速（%）	9.60	8.70	2.40
一般公共预算收入（亿元）	187.86	203.36	209.65
政府性基金收入（亿元）	253.89	268.75	214.23
税收收入占比（%）	65.81	63.70	62.40
公共财政平衡率（%）	30.60	34.06	33.29

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：常德市财政局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍为常德市市区两家城市基础设施建设投融资主体之一，主要承担常德市武陵大道以西区域内的基础设施建设及市区范围内的棚户区改造业务，区域地位重要，当前业务结构仍较为单一，但来源较有保障，业务竞争力较强；跟踪期内，公司承担的职能较稳定，业务模式明确，在常德市基建及棚改领域占有较大的市场份额，业务稳定性及可持续性较强，整体来看公司业务风险处于中等水平。但公司房屋销售收入受房地产市场波动及相关政策影响较大，需关注后续经营情况。

表 3：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 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
基础设施建设	29.15	56.66	10.15	27.33	50.44	10.26	18.54	43.63	10.89	0.63	8.84	17.00
房屋销售	14.81	28.79	5.32	14.87	27.45	13.81	17.84	41.99	15.74	5.57	78.12	14.97
物业管理	1.02	1.98	3.00	1.02	1.88	8.42	0.84	1.98	6.16	0.27	3.79	8.13
土地征补	2.40	4.66	--	3.74	6.90	--	--	--	--	--	--	--
其他业务	4.08	7.93	15.00	7.22	13.33	11.86	5.27	12.40	10.42	0.66	9.26	18.63
营业收入/毛利率合计	51.45	100.00	8.53	54.18	100.00	10.71	42.49	100.00	12.77	7.13	100.00	13.21

注：公司其他业务包括工程施工、商品销售、土地销售、航空服务等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设板块

公司在常德市基础设施建设领域具有突出地位，具有一定的区域专营性，业务竞争力较强；公司已完工项目回款情况较好，储备项目规模较少，但存在较大规模的已完工但未结算项目，随着结算进度逐步推进，可为公司收入提供有力支撑，需关注该业务后续结算进度。

公司系常德市市区基础设施建设领域内两家主体之一，主要负责常德市武陵大道以西区域内的开发建设，并逐步拓展至鼎城区、桃源县等，具有一定的区域专营性。目前，公司基础设施建设业务主要由子公司常德市西城新区投资建设开发有限公司（以下简称“西城投资”）、常德市文化旅游投资开发集团有限公司及常德市智慧谷投资发展有限公司负责，建设内容主要包括市政工程、道路管网、水系治理等。公司根据常德市人民政府有关部门制订的城市基础设施项目建设计划，自筹资金开展建设工作，并与常德市人民政府签订相关协议。2009 年 5 月 6 日，公司与常德市人民政府签订相关协议，根据协议约定，常德市人民政府对公司承建的柳叶西路等 40 个已完工和在建项目支付相关工程款项，常德市人民政府以核定的项目建设资金 23.83 亿元为基数，按 7.5% 的投资收益率每年确认投资收益，期限为 10 年，项目结算总金额为项目建设资金加投资收益共计 41.70 亿元。同时，根据常德市人民政府相关批复，自 2011 年起，每年由常德市财政投资评审中心对公司承建项目的投资成本进行评审，并按照投资成本加成一定比例确认为投资收益，常德市财政局按照评审确认的额度与公司进行年度决算，并承诺自结算之日起 1 年内支付完毕。

从业务开展情况来看，2022 年受项目建设进度及政府结算进度影响，公司基础设施建设收入同比大幅下降，但毛利率保持平稳。截至 2023 年 3 月末，公司主要已完工结算项目总投资规模较大，回款情况较好；同期末，公司在建及拟建基础设施代建项目待投资规模较小，但公司账面尚有较大规模已完工但未结算的项目成本，随着后续的逐步结算，可为公司带来一定收入，需关注后续结算进度。

表 4：2015~2022 年及 2023 年 1~3 月公司总投资额前十大主要已完工结算项目情况（万元）

项目名称	建设期间	总投资额	已投资额	拟回款金额	已回款金额
柳叶大道至陬市连接线	2014.02~2018.01	175,800.00	175,800.00	193,380.00	162,423.65
常德技师学院	2014.05~2017.10	95,012.00	95,012.00	104,513.20	104,513.20
湖南幼儿高等师范专科学校	2014.11~2017.12	91,154.00	91,154.00	100,269.40	100,269.40
皂果路	2015.06~2019.03	58,900.00	58,900.00	64,790.00	64,790.00
金丹路	2014.08~2017.08	45,908.00	45,908.00	50,498.80	50,498.80
龙港路	2014.12~2016.06	25,000.00	25,000.00	27,500.00	27,500.00
窑港路	2014.12~2019.06	22,447.00	22,447.00	24,691.70	24,691.70
高泗西路	2014.08~2017.06	19,579.00	19,579.00	21,536.90	21,536.90
杨桥河路	2015.06~2017.06	18,000.00	18,000.00	19,800.00	19,800.00
花山河桥和何家溪桥	2014.06~2017.06	18,000.00	18,000.00	24,711.50	24,711.50
合计	--	569,800.00	569,800.00	631,691.50	600,735.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2023 年 3 月末公司在建项目情况（万元）

项目名称	总投资	建设周期	2023 年 3 月末已投资	是否签订合同或协议
新河水系综合治理工程	245,233.00	2015.05~2023.12	234,905.87	是
护城河改造工程	150,000.00	2014.05~2023.05	149,378.71	是
合计	395,233.00	--	384,284.58	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建项目情况（万元）

项目名称	总投资	已投资
朝阳 110 千伏输变电工程电缆沟	5,000.00	20.00
阳山大道铁路桥雨水泵站	1,500.00	666.00
宋家堰污水泵站	4,300.00	20.00

芙蓉北路（筑基路-太阳大道）	7,349.00	20.00
兴发路（筑基路-常德大道）	6,000.00	55.00
杨桥路（筑基路-常德大道）	6,000.00	55.00
机场路南延	6,625.00	20.00
高新大桥（丹溪路—中联大道）	25,000.00	0.00
合计	61,774.00	856.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房屋销售板块

公司是常德市市区范围内的棚户区改造项目重要的建设主体，但棚户区改造项目主要依靠商业部分房地产销售实现资金平衡，盈利能力有限；公司已完工项目回款情况较好，但去化进度有所放缓，在建项目体量较大，但该业务易受房地产市场、政策环境影响，且无拟建项目，未来业务开展情况值得关注。

公司房屋销售业务分为棚户区改造及商品房销售两个板块。棚户区改造方面，根据《关于明确我市 2011 年保障性住房建设有关项目投资主体的通知》，常德市将市本级城市棚户区改造项目的投资主体确定为公司，并由子公司常德市天源住房建设有限公司（以下简称“天源建设”）负责实施。公司棚户区改造项目分为安置部分和商业部分，安置部分方面，公司与选择回迁安置的拆迁户签订回迁协议，在项目建成后统一进行回迁安置，并根据回迁户选择的回迁房面积与原拆迁房屋的面积进行差额结算；商业部分则委托专业的房地产销售公司，按照商品房价格在市场进行销售，获取一定收益，项目主要依靠商业部分房地产销售实现资金平衡。此外，公司还有部分自主开发的商品房项目，公司通过自筹资金，以招拍挂方式获得土地并进行商品房开发建设，后按照市场化方式进行对外销售。

从业务开展情况来看，随着已销售房屋的结算进度不断推进，2022 年公司房屋销售业务收入同比有所增长，同时房屋销售业务毛利率随着商品房销售占比的提高而逐年增长。但当年受房地产市场影响，整体去化进度有所放缓。截至 2023 年 3 月末，公司已完工棚户区改造项目实现销售规模较大，且各项目取得销售回款均在 90% 以上，销售及回款情况较好。同期末，公司在建棚户区改造项目及商品房项目体量较大，目前去化率在 40% 左右，随着项目逐步完工销售，未来能为公司带来一定现金流入。但该业务受房地产市场波动及相关政策影响较大，且公司无拟建棚户区改造项目及商品房项目，未来业务开展情况值得关注。

表 7：截至 2023 年 3 月末公司主要已完工棚户区改造项目情况（万元）

项目名称	项目总投资	已销售总额	回款情况
老西门棚改	141,474.00	141,780.26	90.00%
天源星城棚改	81,091.00	101,504.75	97.35%
天源鑫座棚改	55,221.00	70,606.76	95.63%
天源 599	8,295.00	9,436.92	98.14%
合计	286,081.00	323,328.69	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2023 年 3 月末公司在建棚户区改造项目及商品房情况（万元）

棚户区改造项目名称	建设周期	项目总投资	已投资
临江片区及小西门棚改	2016-2024	430,000.00	411,153.51

合计	--	430,000.00	411,153.51
商品房项目名称	建设周期	总投资	已投资
蓉国新赋	2017.12~2022.12	420,000.00	419,988.37
尚德郡	2020.10~2024.12	41,000.00	18,313.26
丹霞苑	2020.12~2024.12	24,000.00	19,002.33
合计	--	485,000.00	457,303.96

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地业务板块

公司土地整理业务已停滞，土地征补收入系结算以前的土地整理成本，2022 年未确认相关收入，未来可持续性较弱。此外，公司拥有较大规模土地资产，但近年来土地转让规模尚小，暂未对公司业务发展形成有效支撑。

常德市政府赋予公司土地一级开发的职能，并将常德市部分土地委托公司进行土地整理开发，定期和公司进行成本结算，一方面支持公司基础设施项目建设，另一方面保障公司的收益来源，实现持续发展。公司土地整理业务原由子公司常德市天润土地开发经营有限公司负责，但已于 2016 年停滞。公司土地征补收入主要是结算 2016 年以前未结算的土地整理成本，按实际收到现金流确认收入，但受限于常德市政府委托公司整理土地数量有限以及相关成本的结算周期较长，该收入可持续性较弱。2022 年以来，公司尚未确认土地征补收入，需关注该板块未来收入确认情况。

此外，常德市政府陆续给公司注入较大规模土地资产，截至 2022 年末，公司土地资产账面价值为 343.35 亿元，主要为商业及住宅用地，均已缴纳土地出让金，但近年来公司仅在 2021 年实现自有土地转让收入 1.82 亿元，公司土地转让规模尚小，未对公司业务发展形成有效支撑。

其他业务板块

公司其他业务包括工程施工、物业管理、旅游相关业务等，对公司营业收入形成一定补充。公司自营项目总体投资规模较大，主要依靠后续经营收入实现资金平衡，存在一定不确定性。

公司工程施工业务由子公司湖南天城建设有限公司（以下简称“天城建设”）通过招投标方式承接在常德市范围内的工程施工项目，形成工程施工收入，并按照工程进度收款。近年来公司工程施工收入逐年增长，2022 年该业务收入为 4.02 亿元，对公司收入形成一定补充。

公司物业管理业务包括物业管理和自有房屋租赁等，目前主要是常德天健学府小区、新东安小区、芙蓉官邸、天源星城、天源鑫座、老西门、蓉国新赋、蓉国新坊等物业的日常管理。2022 年，公司该项业务收入同比有所下降，主要系当年为落实政策，对所持物业实行物业费减免所致。

2019 年 6 月，公司新并入子公司常德市文化旅游投资开发建设集团有限公司（以下简称“常德文旅投”），新增旅游相关业务，常德文旅投主要负责常德市桃花源景区的运营管理业务，旅游相关收入来源主要为桃花源景区门票收入等。2022 年该业务收入规模仍然有限，对公司营业收入的贡献较小。

此外，公司还有部分自建自营项目，截至 2023 年 3 月末，公司已完工自营项目为西城新区物流园项目，该项目由公司自筹资金进行项目建设，项目总投资 33.87 亿元，该项目已投入运营，收入

主要来源于门面出租及出售、汽车 4S 店铺入驻和房屋销售等，2022 年该项目实现出租及出售收入合计 2,430.32 万元。公司在建自营项目为桃花源景区建设工程及城发大厦，上述项目合计总投资 10.71 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资 9.87 亿元，均预计于 2024 年完工，建设完成后公司将通过景区门票收入、房屋出租出售收入等平衡前期项目投资。同期末，公司无拟建自营项目。公司自营项目总体投资规模较大，项目依靠后续经营收入实现资金平衡，受经营情况影响较大，资金收回存在一定不确定性，需关注后续资金平衡情况。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于很低水平，主要系受益于政府的大力支持，公司经调整的所有者权益规模很大，具备很强的资本实力，但需关注子公司股权划转对权益造成的影响；公司债务规模逐年快速增长，但财务杠杆率仍处于合理水平；公司债务规模较大且自身盈利能力不足，EBITDA 对利息的保障能力较弱。

资本实力与结构

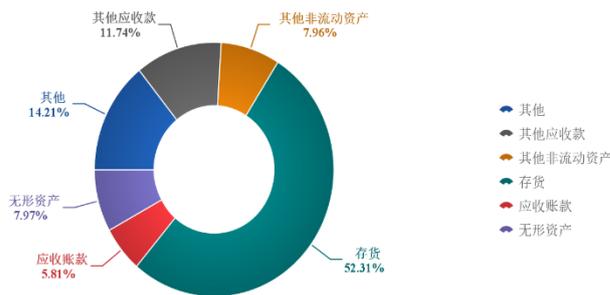
跟踪期内公司资产规模基本保持平稳，以土地资产及项目开发成本为主的存货仍系其主要构成，另有部分资产未能贡献有效收益，同时应收类款项规模较大，整体资产质量较低；2022 年因公司所持子公司股权划出，经调整的所有者权益有所下降，但仍具备很强的资本实力；公司债务规模增长较快，但财务杠杆率尚处于合理水平。

公司作为常德市重要的城市基础设施建设主体，近年来服务于常德市政府战略发展，承担区域内大量重点项目建设，历史上获得了常德市政府的大力支持。2022 年以来公司所持的多家子公司股权划出，但业务稳步开展，共同作用下使得公司总资产规模基本保持平稳。

公司目前形成了以基础设施建设及房屋销售业务为主的业务结构，资产主要由上述业务形成的存货、应收类账款，以及政府注入的其他非流动资产、无形资产等构成，2022 年以来流动资产占总资产的比重仍保持较高水平。具体来看，公司存货占总资产的比重较大，主要以流动性较差的土地使用权、项目开发成本、开发产品及林木为主，截至 2023 年 3 月末分别为 343.35 亿元、193.46 亿元、59.69 亿元及 60.98 亿元。2022 年的大幅减少主要系部分子公司股权划转，不再纳入公司合并范围所致。当前存货中的土地使用权主要为商业及住宅用地，以出让地为主，且均已缴纳土地出让金，但部分土地使用权因抵押受限。公司应收类账款主要系承接政府类业务及与区域间其他国企或政府单位往来所形成。其中，公司应收账款主要为应收常德市财政局的委托代建工程款，2022 年保持增长态势，并于 2023 年一季度收到较大规模回款，当期末应收账款降幅较大，回款具有一定保障。2022 年以来，公司其他应收款余额增幅较大，主要系当期新增应收常德市财政局及应收常德市保交楼稳民生工作领导小组办公室的往来款规模较大所致。其中，公司应收常德市财政局的款项主要系尚未评审结算的工程款及因前期征拆产生的往来款，工程款待项目细分后将转入开发成本科目；此外，公司还有部分应收常德市鼎城区土地开发整理中心、常德市武陵区公寓楼安置办及桃源县城市建设投资开发有限公司等单位的往来款，整体来看公司应收类款项规模较大，对公司资金形成较大占用，需关注后续的回款情况。同时，公司其他非流动资产主要系常德市人民政府向公司注入的管网资产及水务资产，跟踪期内规模保持稳定；无形资产主要系常德市人民政府注入的常德市城区所有杆线特许经营权、桃花源景区经营权及林权，其中一定规模的

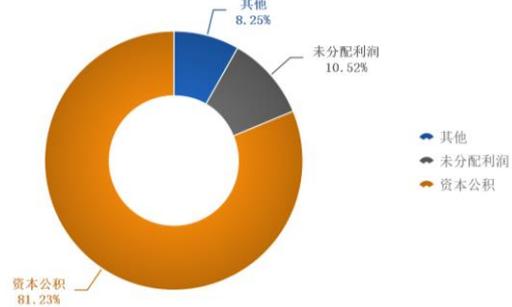
林权存在抵押受限情况，2022 年因公司购入市区公共停车位的收费权使得无形资产小幅增长。截至 2023 年 3 月末，公司其他非流动资产及无形资产占公司总资产的比重为 15.93%，规模较大，但是能贡献的收益尚小。此外，公司还保有一定的货币资金用于经营周转及债务偿付，但规模不及其他主要资产。除主营业务开展外，公司还有部分对外投资，其中 2022 年因子公司股权无偿划转至母公司常德市城市发展集团有限公司（以下简称“常德城发”）使得长期股权投资大幅减少，目前存量的主要系对常德市达晨创鸿私募股权投资企业（有限合伙）、国开精诚（北京）投资基金等公司的投资，但尚未形成有效收益，公司资产收益性较弱。整体来看，公司资产质量较低。

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及未分配利润构成，2022 年因公司将部分子公司股权划出，导致当期经调整的所有者权益同比有所下降，但整体资本实力仍很强。其中，2022 年 3 月，根据常德城发的发展规划，公司将持有的常德市天智投资发展有限公司（以下简称“天智投资”）、常德市天卓环境科技有限公司（以下简称“天卓科技”）、常德城发贸易有限公司（以下简称“城发贸易”）100%的股权及其通过常德文旅投持有的常德市天和航空商务服务有限公司（以下简称“天和航空”）100%的股权无偿划转至常德城发；2022 年 4 月，公司将通过天城建设持有的常德城发项目咨询管理有限公司 100%股权无偿划转至常德城发，上述事项导致当期资本公积同比减少 46.08 亿元，需关注子公司股权多次划转对公司权益及资产造成的影响。

近年来随着业务发展，公司对外融资力度较大，推动债务规模逐年快速增长，但得益于很强的资本实力，财务杠杆率虽逐年增长但仍处于合理水平。未来随着项目建设的逐步推进，公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，总债务规模及财务杠杆率或将持续攀升。

表 9：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	1,173.85	1,251.83	1,240.62	1,263.84
流动资产占比	75.08	76.75	76.39	76.64
经调整的所有者权益合计	670.36	676.40	633.24	633.64
资产负债率	42.56	45.65	48.64	49.56
总资本化比率	37.92	40.66	45.06	46.97

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司经营活动现金流呈持续小规模净流入，整体经营获现情况一般；投资活动现金流存在较大的资金缺口，业务开展及债务偿还较依赖于外部融资，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。

公司营业总收入主要来源于基础设施建设及房屋销售业务，2022 年受基础设施建设项目结算进度影响，营业总收入仍呈下降态势。公司收现比指标受政府的结算及回款节奏影响较大，同时房屋销售业务的预售模式导致销售现金流入及销售收入存在错配情况，2020~2021 年公司收现比指标均小于 1，2022 年因公司营业收入下滑，当期收现比指标增至 1 左右，但整体经营获现情况仍一般。

公司经营活动现金流主要系基础设施建设、棚户区改造业务及与区域内其他国有企业的资金往来而产生。2022 年公司主营业务回款规模小幅增长，可以覆盖当期业务付现资金，同时公司当年往来款仍保持净流入，但净流入规模同比下降，当期经营活动现金流净流入规模仍较小。2023 年 1~3 月，公司往来款仍呈净流入，但业务类垫付资金较多，经营活动现金流表现仍弱。

公司投资活动现金流主要系对自营类项目及预付工程款等，2022 年付现规模仍较多，导致投资活动现金流出现规模持续较大。2023 年 1~3 月，公司投资支出规模尚小，随着项目建设的持续推进，预计全年投资活动现金流仍保持较大规模净流出。

公司投资活动的资金缺口较大，加之债务偿还金额保持较大规模，公司对外部融资的需求大。公司多采用债券发行和银行借款的融资方式看来弥补资金缺口，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司融资力度仍较大，筹资活动现金流仍呈净流入。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 10：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	0.71	1.16	1.66	0.53
投资活动产生的现金流量净额	-27.48	-24.95	-30.73	-2.26
筹资活动产生的现金流量净额	37.04	27.53	16.28	30.80
现金及现金等价物净增加额	10.27	3.74	-12.79	29.07
收现比	0.73	0.73	1.04	1.01

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司总债务规模逐年快速增长，2022 年以来短期债务占比增长较快，面临较大的短期债务压力；同时公司整体偿债指标表现较弱，对利息支出覆盖能力有待提升。

随着公司建设项目逐步推进，公司融资力度不断加大，有息债务规模逐年快速扩张。公司债务主要由债券融资及银行借款构成，其中近年来公司发行较多债券，使得公司应付债券逐年快速增加，占总债务比重在 70% 以上，占比很高；公司银行借款多有担保及抵质押措施；同时公司有一定规模的非标借款，其融资成本相对较高。整体来看，公司融资渠道较为多元，以直接融资为主，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，但 2022 年以来公司短期债务占比快速增长。从到期债务分布来看，公司 2023 年到期债务规模较大，主要系到期债券，当期偿债压力大，需关注公司后续偿债安排。

表 11：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	融资成本	金额	占比	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年及以后
银行借款	3.85%~6.18%	126.48	24.40	19.28	9.19	28.08	69.93
债券融资	2.17%~7.40%	375.16	72.38	132.39	31.65	47.74	163.38
非标融资	5.40%~7.11%	14.65	2.83	1.88	7.48	3.24	2.05
其他	5.50%	2.00	0.39	2.00	--	--	--
合计	--	518.29	100.00	155.55	48.32	79.06	235.36

注：1、公司债务到期分布中不包含租赁负债及应付票据；2、其他为理财直融。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年，公司营业总收入及收到的政府补贴均有不同程度的下降，导致当期 EBITDA 小幅下降，EBITDA 对债务本息的保障能力减弱。因公司利润总额对政府补助的依赖程度很高，但政府补助具有波动风险，未来公司 EBITDA 变化趋势仍存在不确定性。近年来公司经营活动净现金流对利息支出的覆盖程度较低，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，公司短期债务规模大幅增长至 198.19 亿元，当期末公司非受限货币资金对短期债务的覆盖能力弱，面临较大的短期债务压力。

表 12：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	409.40	463.53	519.28	561.30
短期债务占比	23.40	22.43	30.14	35.31
EBITDA	10.12	11.63	9.41	0.45
EBITDA 利息覆盖倍数	0.50	0.61	0.45	0.06
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.04	0.06	0.08	0.07

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 2023 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 46.68 亿元，占当期末总资产的比重为 3.69%，主要系计入存货的土地所有权、计入无形资产的林权及货币资金，分别为 26.93 亿元、18.81 亿元及 0.94 亿元。

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 49.93 亿元，占同期未经调整的净资产的比例为 7.83%，被担保单位主要为常德市地方国企，代偿风险较为可控。

表 13：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

序号	被担保对象	企业性质	担保余额
1	湖南省棚户区改造投资有限公司	国企	22.57
2	常德市城市公用资产经营管理有限公司	国企	13.73
3	常德市自来水有限责任公司	国企	1.14
4	常德市鼎力投资开发有限公司	国企	10.30
5	鸿程物流有限责任公司	国企	1.20
6	常德市交通建设投资集团有限公司	国企	0.99
	合计	-	49.93

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 5 月，公司近三年无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。

假设与预测¹

假设

- 2023 年，公司仍作为常德市重要的城市基础设施投融资建设主体，各主营业务运营稳定，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司业务布局及收入结构未发生大的变化，基础设施建设及房屋销售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。
- 2023 年，公司生产经营类资本支出规模预计在 6~10 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 190~240 亿元。

预测

表 14：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（%）	40.66	45.06	42.47~51.91
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.61	0.45	0.30~0.46

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、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，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

截至 2022 年末，公司非受限货币资金为 46.77 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，公司合并口径获得的金融机构授信额度共计 510.52 亿元，剩余可使用额度 207.64 亿元，备用流动性充足。同时，公司作为常德市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基础设施建设及商品房项目，资金需求压力尚可。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 156 亿元，此外还有较大规模的利息支出。综上所述，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

¹ 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²

中诚信国际认为，公司环境及社会方面面临的风险较小，但治理管控有待加强。

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，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，并出台了规范的内部管理制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成科学有效的职责分工和制衡机制，确保公司规范运作，且对下属子公司管控力度较好；但公司与政府单位的往来款较多，且 2022 年以来子公司股权划出较为频繁。总体来看，公司治理和管控水平有待提升。

外部支持

中诚信国际认为，常德市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

常德市位于中国经济中部崛起中心地带，目前形成了以食品、纺织、机电、化工、建材为支柱的工业体系，其中纱、布、酒、水泥、卷烟产量居湖南省前列。依托于良好的区位优势和丰富的生产要素，近年来常德市经济、财政实力均保持增长态势，经济总量及地方一般公共预算收入在湖南省各地市（州）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。但常德市地方政府债务规模较大，在湖南省各地市（州）中处于较高水平，且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，面临一定的政府债务压力，未来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。

同时，常德市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性较强：公司是常德市市属国有企业及市区基础设施建设领域内重要主体之一，主要负责常德市武陵大道以西区域内的开发建设，是常德市“西移北扩”战略中“西移”部分的实施主体，对常德市城市发展具有重要意义，区域地位重要。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由常德市人民政府支持组建、常德市国有资产监督管理委员会（以下简称“常德市国资委”）实际控制，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常德市政府影响程度很高。
- 3) 过往支持力度大：公司在资产注入及资金支持等方面获得了常德市政府的有力支持，资产注入方面，常德市政府陆续向公司注入股权和大量土地资产以充实资本，2010 年以来常德市政府陆续向公司注入土地资产合计约 214.95 亿元；2018 年，常德市国资委将常德市江南城市发展有限公司等 3 家公司股权划入公司；2019 年，常德市国资委将常德文旅投、常德市经房物业管理有限责任公司、天城建设等公司股权无偿划入公司。资金支持方面，自 2010 年起，常德市政府每年均给

² 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。

予公司一定的资金作为财政补贴，增加公司盈利能力，其中，2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别获得财政贴 7.53 亿元、9.22 亿元、7.42 亿元和 1.25 亿元。

表 15：常德市级类平台比较（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
常德市城市建设投资集团有限公司	常德城发 90%、湖南省国投 10%	常德市市区基础设施建设领域内重要主体之一，主要负责常德市武陵大道以西区域内的基础设施建设、棚户区改造及物业管理等	1,240.62	637.14	48.64	42.49	3.81	371.26
常德市经济建设投资集团有限公司	常德市国资委 90%、湖南省国投 10%	常德市市区重大市政工程项目开发建设主体之一，主要负责常德市武陵大道以东区域内的基础设施建设、房地产开发、国有资产运营及金融服务等	1,043.03	386.16	62.98	60.93	5.43	226.45
常德市金禹水利投资有限公司	常德市国资委 100%	常德市水利工程及配套设施投融资建设主体，负责排水排污等设施运营	215.84	135.49	37.23	7.49	1.68	39.90
常德市德源投资集团有限公司	常德市国资委 100%	常德经开区内的开发建设主体，主要负责园区内相关基础设施建设、保障房建设、土地平整等	947.86	620.72	34.51	46.70	3.35	90.30

注：债券余额为截至 2023 年 5 月 28 日数据，其余数据为截至 2022 年末或 2022 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，常德市政府的支持能力强，常德市政府对公司支持意愿较强，可为公司带来较强外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，常德城投与衡阳城投、株洲城发、上饶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，当地政府的支持能力均强，并对上述公司的支持意愿均较强，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，常德市与衡阳市、株洲市、上饶市的行政地位相同，四市整体经济财政实力处于可比区间，区域债务压力和市场融资环境接近，能够给予当地平台企业的支持能力相同。常德城投与衡阳城投、株洲城发、上饶城投均为当地重要的城市基础设施建设主体，当地政府的支持意愿均较强。

其次，常德城投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，常德城投与可比对象均为区域内重要的城市基础设施投融资主体，均具有业务竞争优势，但公司业务结构相对单一，公司主要收入来源于基础设施建设业务及房屋销售业务，其中房屋销售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，常德城投的财务风险在同行业中处于相对较低水平。公司总资产处于比较组平均水平，经调整的所有者权益规模最大，总负债规模最小；公司财务杠杆处于相对较低水平；营业总收入亦处于中等水平，但净利润相对较低；此外，公司可用银行授信规模相对较小，债券市场表现较为活跃，市场认可度较高。

表 16：2022 年同行业对比表

	常德城投	衡阳城投	株洲城发	上饶城投
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	湖南省常德市	湖南省衡阳市	湖南省株洲市	江西省上饶市
GDP (亿元)	4,274.50	4,089.69	3,616.81	3,309.70
GDP 增速 (%)	4.5	5.2	4.50	5.10
人均 GDP (万元)	8.20	6.20	9.34	5.14
一般公共预算收入 (亿元)	207.63	194.97	190.88	250.86
公共财政平衡率 (%)	32.97	32.67	35.31	31.60
政府债务余额 (亿元)	923.05	1,124.88	1,014.82	1,118.19
控股股东及持股比例	常德城发 90%、湖南省国投 10%	衡阳市城市建设投资发展集团有限公司 90%、湖南省国有投资经营有限公司 10%	株洲市国资委 90%、湖南省国投 10%	上饶投资控股集团有限公司 96.67%、江西省行政事业资产集团有限公司 3.33%
职能及地位	常德市市区基础设施建设领域内重要主体之一，主要负责常德市武陵大道以西区域内的基础设施建设、棚户区改造及物业管理等	衡阳市重要的基础设施建设主体，全面负责衡阳市城区范围内的基础设施建设和保障房建设等工作	株洲市城市资源综合开发运营商，是株洲市政府所属重要国有企业，在株洲市部分城市基础设施建设领域以及公共事业运营方面处于区域垄断地位	上饶市重要的基础设施建设和国有资产运营管理主体，业务涉及基础设施建设、安置房建设、土地整理、铝业、公交运营、光伏发电等
核心业务及收入占比	基础设施建设 43.63%、房屋销售 41.99%	受托代建项目 95.14%、工程施工 2.31%	建安工程 25.60%、商品销售 19.83%、房地产销售 13.77%、管道天然气运输 13.00%	有色金属业务 49.69%、代建业务 26.64%、发电收入 7.63%、工程施工收入 7.01%
资产总计 (亿元)	1,240.62	1,297.05	1,378.51	1,210.33
经调整的所有者权益合计 (亿元)	633.24	518.33	430.61	410.79
负债合计 (亿元)	603.48	778.72	902.29	782.28
资产负债率 (%)	48.64	60.04	65.45	64.63
营业总收入 (亿元)	42.49	24.06	61.53	55.60
净利润 (亿元)	3.81	3.05	4.11	6.84
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	1.66	-7.08	15.08	11.13
银行授信 (亿元)	207.64	244.63	398.64	295.90
债券融资余额 (亿元)	371.26	418.90	317.00	347.30

注：1、衡阳城投各项指标均未调整；2、株洲城发可用银行授信余额为截至 2023 年 3 月末数据，常德城投、衡阳城投及上饶城投可用银行授信余额为截至 2022 年末数据；3、债券融资余额为截至 2023 年 5 月 28 日数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

偿债保障措施

中合中小企业融资担保股份有限公司为“20 常德城投债/20 常城投”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中合担保于 2012 年 7 月 19 日注册设立，初始注册资本为 51.26 亿元，是中外合资的融资担保机构及落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目。2016 年 5 月 23 日，中合担保在北京市工商行政管理局变更登记，增加注册资本 20.50 亿元。截至 2022 年末，中合担保注册资本为 71.76 亿

元，实收资本为 71.76 亿元。

中合担保现有中方和外方共 8 家股东，其中中方股东 6 家，包括中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）、中国进出口银行、海宁宏达股权投资管理有限公司、内蒙古鑫泰投资有限公司、海航科技股份有限公司和海航资本集团有限公司；外方股东包括 JPMorgan China Investment Company Limited 和西门子（中国）有限公司。海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）和海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）作为关联方，合计持有中合担保 43.34% 的股份，在 10 名董事组成的董事会中合计拥有 2 名股东董事的席位。中合担保无控股股东和实际控制人。因无法清偿到期债务，2021 年 1 月海航集团有限公司破产重整，海航资本在海航集团重整范围内，海航资本的股东现已变更为海南海航二号信管服务有限公司；海航科技作为上市公司，不在海航集团重整范围内。海航系子公司持有的中合担保股权或将被出售划转，未来中合担保股权结构存在不确定性。

中合担保的主要业务包括担保业务和资金运用业务。担保业务主要包括通过金融产品担保增信支持企业直接融资，以及在供应链金融领域开展创新业务。近年来，受制于信用环境恶化、行业监管政策趋严等因素，中合担保审慎新增担保业务投放，逐步调整业务结构，担保业务余额持续收缩。2022 年新增担保额 111.39 亿元，同比增加 194.37%，但受到期解保规模较大影响，中合担保在保余额持续下滑，截至 2022 年末中合担保在保余额为 335.46 亿元，同比下降 20.24%；在保责任余额为 271.66 亿元，同比下降 20.65%。从业务结构来看，截至 2022 年末，债券担保为中合担保的主要业务，在保余额占比 94.96%，其余为银行贷款担保和供应链金融相关业务。受预付款担保业务余额清零影响，中合担保无存续非融资性担保业务。

2022 年持续加强风险控制，准备金计提和减值损失计提减少，但受在保规模下降导致担保业务收入下滑影响，中合担保 2022 年实现净利润 1.05 亿元，较上年下降 0.53 亿元。2022 年，平均资本回报率和平均资产回报率同比分别下降 0.73 和 0.62 个百分点至 1.43% 和 1.27%。考虑到投资资产公允价值变动的影响，2022 年中合担保其他综合收益为 -0.22 亿元，整体实现综合收益总额 0.84 亿元，同比大幅增长 0.76 亿元%，未来仍需持续关注投资资产估值变动对中合担保综合收益和净资产的影响。

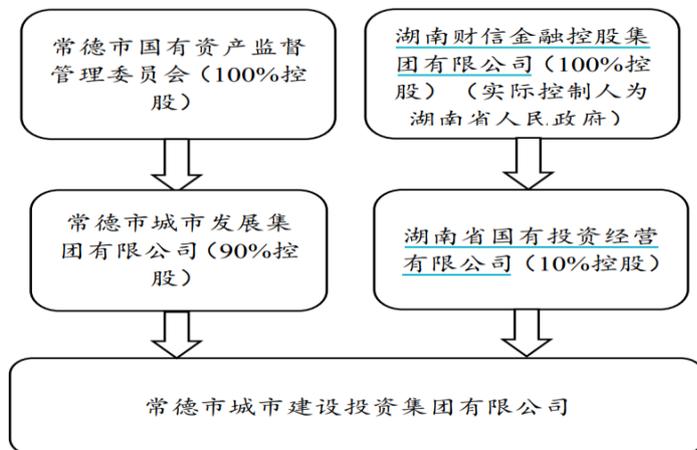
目前中合担保处于业务转型阶段，核心目标为全力化解存量风险，逐步压降非城投类融资担保业务规模；同时，探索建立风险管理及资产处置的核心竞争力，建设大数据风控运营管理平台。具体来看，主营担保业务将聚焦城投公募债项目及供应链金融业务，着力提升新增城投担保业务规模的同时，依托股东中国宝武资源探索供应链创新金融+科技业务模式。投资业务方面，中合担保采用稳健的风险偏好，不再主动新增非标及股权类投资，打造专业性强的投研及风控团队。此外，未来中合担保将以建设数据仓库、积累数字化资产为基础，建设大数据风控运营管理平台，推动风控运营管理标准化、线上化、数字化。

综上，中诚信国际维持中合中小企业融资担保股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对“20 常德城投债/20 常城投”还本付息提供了极强的保障。

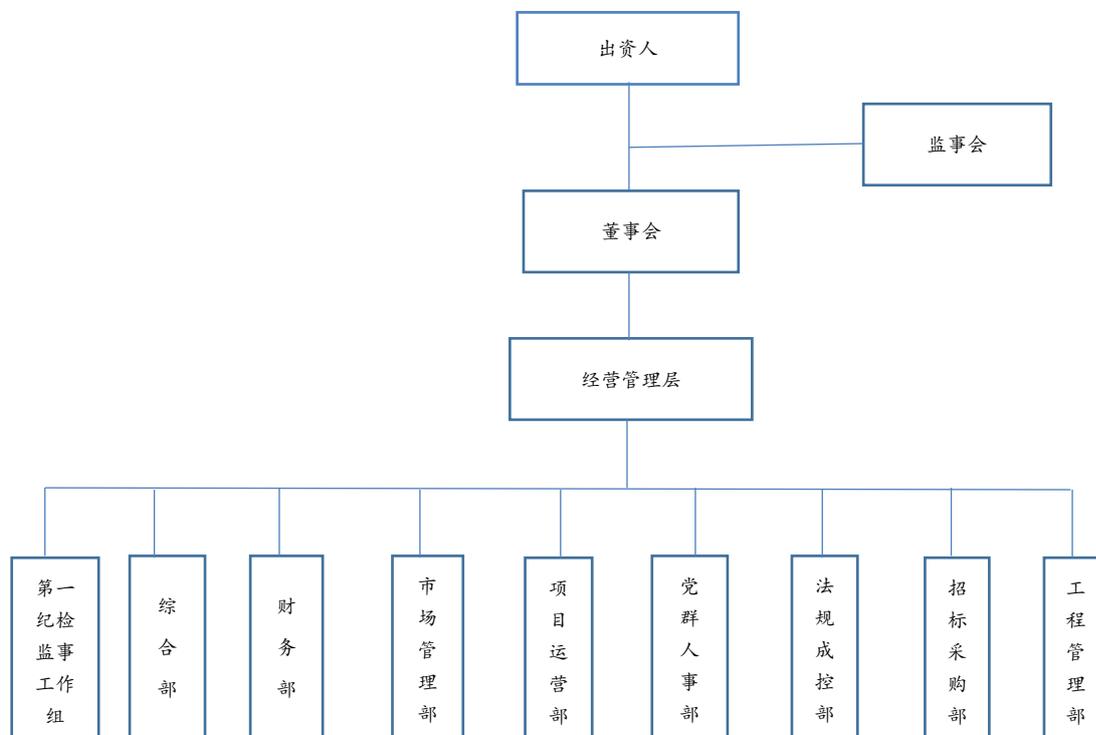
评级结论

综上所述，中诚信国际维持常德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“19 常德城投 MTN001”、“19 常德城投 MTN002”、“20 常德城投 MTN003”及“21 常德城投 MTN003”的债项信用等级为 **AA+**；维持“20 常德城投债/20 常城投”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：常德市城市建设投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



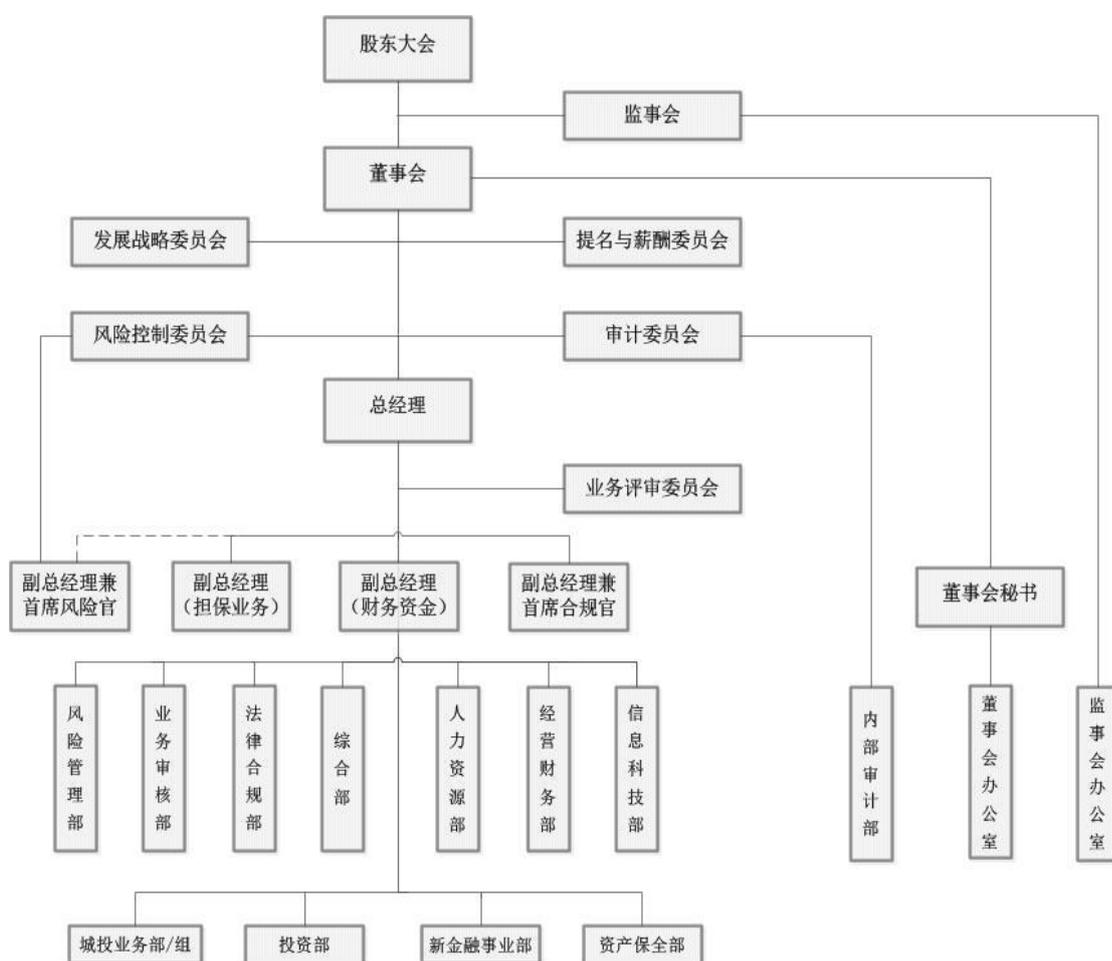
序号	主要子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例
1	常德市文化旅游投资开发集团有限公司	50,000.00	100%
2	常德市天源住房建设有限公司	10,000.00	100%
3	常德市城投龙马建设项目管理有限公司	10,000.00	100%
4	常德市西城新区投资建设开发有限公司	10,000.00	100%
5	常德市天富实业有限公司	50,000.00	100%
6	湖南天城建设有限公司	200,000.00	100%



资料来源：公司提供

附二：中合中小企业融资担保股份有限公司股东持股比例及组织结构图（截至 2022 年末）

股东名称	持股比例 (%)	股份数额 (万股)
海航科技股份有限公司	26.62	191,040
JPMorgan China Investment Company Limited	17.78	127,600
海航资本集团有限公司	16.72	120,000
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63	105,000
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47	68,000
中国进出口银行	6.97	50,000
西门子（中国）有限公司	4.88	35,000
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93	21,000
合计	100.00	717,640



资料来源：中合担保提供

附三：常德市城市建设投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	558,229.74	595,632.60	477,169.58	767,857.33
非受限货币资金	558,229.74	595,632.60	467,742.32	758,430.07
应收账款	527,784.77	664,923.26	720,540.60	531,340.05
其他应收款	757,632.24	1,177,894.00	1,456,939.56	1,445,087.42
存货	6,571,448.01	6,820,697.24	6,489,938.61	6,598,517.78
长期投资	200,410.74	188,617.98	83,050.93	83,050.93
在建工程	49,887.06	73,488.34	174,294.14	205,955.39
无形资产	973,512.46	942,367.03	988,510.31	979,827.85
资产总计	11,738,499.79	12,518,274.89	12,406,208.42	12,638,423.81
其他应付款	273,757.91	407,418.95	294,860.74	162,527.49
短期债务	957,827.11	1,039,516.57	1,565,071.42	1,981,906.90
长期债务	3,136,160.69	3,595,798.86	3,627,733.80	3,631,054.89
总债务	4,093,987.80	4,635,315.44	5,192,805.23	5,612,961.78
负债合计	4,995,835.37	5,715,208.01	6,034,834.64	6,262,990.04
利息支出	200,575.31	189,962.25	210,515.61	--
经调整的所有者权益合计	6,703,641.14	6,764,043.60	6,332,350.49	6,336,410.48
营业总收入	514,530.36	541,790.72	424,873.89	71,331.13
经营性业务利润	58,233.91	70,423.97	48,800.09	3,565.17
其他收益	75,186.07	92,216.71	74,170.73	12,533.10
投资收益	2,068.41	3,697.80	3,500.63	422.48
营业外收入	222.59	196.35	103.52	658.96
净利润	56,788.17	62,931.96	38,087.28	4,059.99
EBIT	61,537.63	77,116.48	55,028.17	--
EBITDA	101,211.96	116,252.05	94,115.87	--
销售商品、提供劳务收到的现金	376,516.25	397,204.28	439,904.51	72,386.18
收到其他与经营活动有关的现金	556,834.48	448,269.51	391,057.13	109,802.83
购买商品、接受劳务支付的现金	390,315.11	514,867.18	416,299.82	85,549.19
支付其他与经营活动有关的现金	484,617.89	243,543.34	370,723.12	68,936.11
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	292,966.50	265,109.51	278,657.28	22,987.86
经营活动产生的现金流量净额	7,141.83	11,553.63	16,581.69	5,271.26
投资活动产生的现金流量净额	-274,802.42	-249,460.49	-307,266.05	-22,565.37
筹资活动产生的现金流量净额	370,365.40	275,309.72	162,794.08	307,981.86
现金及现金等价物净增加额	102,704.81	37,402.86	-127,890.28	290,687.75
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	8.53	10.71	12.77	13.21
期间费用率（%）	11.05	12.11	13.74	20.62
应收类款项占比（%）	10.96	14.73	17.56	15.65
收现比（X）	0.73	0.73	1.04	1.01
资产负债率（%）	42.56	45.65	48.64	49.56
总资本化比率（%）	37.92	40.66	45.06	46.97
短期债务/总债务（%）	23.40	22.43	30.14	35.31
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.04	0.06	0.08	--
总债务/EBITDA（X）	40.45	39.87	55.17	--
EBITDA/短期债务（X）	0.11	0.11	0.06	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.50	0.61	0.45	--

注：1、中诚信国际根据提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年及 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 年一季度财务数据采用了 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，将各期其他流动负债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、公司 2023 年一季度财务报表未经审计，相关指标失效；5、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。

附四：中合中小企业融资担保股份有限公司主要财务数据及主要指标（合并口径）

	2020	2021	2022
(金额单位: 百万元)			
资产			
货币资金	515.27	585.36	482.68
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	3,344.28	2,418.00	3,882.55
可供出售金融资产	--	--	--
买入返售金融资产	0.00	653.70	40.29
长期股权投资	46.84	46.84	35.67
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	437.96	230.79	204.13
委托贷款	144.77	107.64	116.82
应收代偿款	993.98	809.05	309.92
资产合计	8,377.73	8,354.82	8,218.15
负债及所有者权益			
递延收益	320.23	193.41	173.38
担保合同准备金	596.47	345.49	271.88
担保责任准备金合计	916.70	538.90	445.26
卖出回购金融资产	0.00	334.00	201.00
存入担保保证金	0.75	0.00	0.00
负债合计	1,072.35	1,041.50	821.13
股本	7,176.40	7,176.40	7,176.40
一般风险准备	233.16	19.74	31.23
所有者权益合计	7,305.38	7,313.32	7,397.03
利润表摘要			
担保业务收入	488.42	271.70	266.80
投资收益	291.24	205.80	211.94
担保赔偿准备金支出	3.85	250.98	73.61
担保业务净收入	584.24	640.13	354.39
营业费用	(141.46)	(111.12)	(158.94)
资产减值损失	(448.34)	0.00	0.00
信用减值损失	(908.81)	(534.24)	(255.57)
税前利润	(935.65)	187.39	105.86
所得税费用	283.64	(29.26)	(0.55)
净利润	(652.01)	158.12	105.30
综合收益总额	(773.52)	7.94	83.71
担保组合			
在保余额	62,628.00	42,325.00	33,546.00
年新增担保额	2,944.00	3,784.00	11,139.00
	2020	2021	2022
年增长率(%)			
总资产	(17.82)	(0.27)	(1.64)
担保损失准备金	(10.88)	(41.21)	(17.38)
所有者权益	(9.57)	0.11	1.14

担保业务收入	(22.19)	(44.37)	(1.80)
担保业务净收入	(37.72)	9.57	(44.64)
投资收益	(19.66)	(29.34)	2.98
营业费用	15.53	(21.45)	43.04
营业利润	(263.31)	--	(43.72)
税前利润	(235.19)	--	(43.51)
净利润	794.44	(38.42)	(33.40)
年新增担保额	(25.39)	28.53	194.37
在保余额	(24.67)	(32.29)	(20.24)
盈利能力 (%)			
平均资产回报率	(7.02)	1.89	1.27
平均资本回报率	(8.48)	2.16	1.43
担保项目质量 (%)			
年内代偿额 (百万元)	777.67	529.96	0.00
年内代偿率	3.24	2.20	0.00
累计代偿率	3.90	3.60	3.14
担保责任准备金/在保责任余额	1.80	1.57	1.64
资本充足性 (%)			
核心资本 (百万元)	8,175.23	7,805.37	7,806.62
核心资本放大倍数 (X)	6.24	4.39	3.48
净资产放大倍数 (X)	6.99	4.68	3.67
融资性担保放大倍数 (X)	7.01	4.70	3.73
流动性 (%)			
高流动性资产/总资产	26.62	24.28	29.78
高流动性资产/在保责任余额	4.37	5.92	9.01

附五：常德市城市建设投资集团有限公司基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+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-非经常性损益调整项
现金流	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，影响报表使用人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。

附六：中合中小企业融资担保股份有限公司基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
盈利能力	业务及管理费	销售费用+管理费用
	营业费用率	业务及管理费/(担保业务净收入+其他业务收入-其他业务支出+投资收益+利息净收入)
	平均资本回报率	净利润/[(期末所有者权益总额+期初所有者权益总额)/2]
	平均资产回报率	净利润/[(期末资产总额+期初资产总额)/2]
风险抵御能力	高流动性资产	货币资金+交易性金融资产中的高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分-受限部分资产
	经调整的所有者权益	所有者权益-其他权益工具-有偿还义务的明股实债-其他调整项
	核心资本	所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-其他权益工具-按成本计量的可供出售权益工具-有偿还义务的明股实债
	核心资本担保放大倍数	在保责任余额/核心资本
	净资产放大倍数	在保责任余额/净资产
	融资性担保放大倍数	融资性担保责任余额/ (母公司口径净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)

附七：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。

担保公司等级符号	含义
AAA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大。
B	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大。
CCC	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大。
CC	受评公司基本不能履行代偿义务或偿还其他债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能履行代偿义务或偿还其他债务。

注：1、除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级；2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。



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