

跟踪评级公告

联合[2015]1798号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持永州市城市建设投资发展有限责任公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,并维持“11永州债/11永州城投债”AA+、“13永城投/13永州城投债”AA的信用等级。

特此公告。



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

永州市城市建设投资发展有限责任公司

企业债跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定
上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

名 称	额 度	存 续 期	跟 踪 评 级 结 果	上 次 评 级 结 果
11 永州债 /11 永州城投债	10 亿元	2011/12/5- 2021/12/5	AA ⁺	AA ⁺
13 永城投 /13 永州城投债	10 亿元	2013/10/23- 2020/10/23	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 8 月 14 日

财务数据

项 目	2012 年	2014 年初	2014 年末
现金类资产（亿元）	1.92	12.11	2.60
资产总额（亿元）	111.72	224.68	229.29
所有者权益（亿元）	69.84	170.66	169.78
长期债务（亿元）	21.43	39.01	37.98
全部债务（亿元）	24.00	42.27	43.20
营业收入（亿元）	4.19	7.31	7.23
利润总额（亿元）	2.15	3.61	2.16
EBITDA（亿元）	3.35	5.25	4.23
经营性净现金流（亿元）	1.63	0.44	-2.02
营业利润率（%）	52.56	63.92	19.88
净资产收益率（%）	3.25	2.10	1.27
资产负债率（%）	37.48	24.04	25.95
全部债务资本化比率（%）	25.57	19.85	20.29
流动比率（%）	451.31	1222.88	869.32
全部债务/EBITDA（%）	7.16	8.05	10.22
经营现金流/流动负债（%）	9.10	2.96	-9.38

注：2014 年起公司使用新会计准则。

分析师

李 嘉 霍 焰
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，永州市区域经济发展良好，财政收入持续增长，可控财力不断增强。永州市城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“公司”）作为永州市从事基础设施建设的投资主体，市政府在财政补贴等方面对公司支持力度进一步加强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到政府资金拨付效率仍然较低、公司资产中应收款项和存货占比大、收入实现质量差等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

永州市获批国家级承接产业转移示范区，将促进当地政府不断加大城市建设力度，公司代建业务将继续扩大，考虑到永州市持续上升的财政收入有助于基建回款资金分期回流，以及永州市政府对公司的持续、稳定支持，公司发展前景较好。

“11 永州债/11 永州城投债”设立专项偿债基金，并以 36 宗土地使用权进行抵押担保，跟踪期内抵押资产评估价值上升，对“11 永州债/11 永州城投债”本息的覆盖程度有所增强。“13 永城投/13 永州城投债”设立专项偿债账户，存续期后五年分期等额偿付本金的安排，有助于降低“13 永城投/13 永州城投债”本息集中偿付压力。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；并维持“11 永州债/11 永州城投债” AA⁺、“13 永城投/13 永州城投债” AA 的信用等级。

优势

1. 永州市区域经济持续发展，财政收入持续增长，永州市实施总体规划方案，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，政府对公司保持较大力度的支

持。

3. 公司土地抵押资产评估价值有所提升，有助于增强“11 永州债/11 永州城投债”偿付的安全性。

关注

1. 公司投资与经营对政府政策依赖度较高。
2. 公司资产中应收款项和存货占比大，流动性偏弱，整体资产质量一般；其他长期资产资金回流存在不确定性，对公司资金形成一定压力。
3. 政府资金拨付效率仍有待提高，公司收入实现质量有改善空间。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与永州市城市建设投资发展有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与永州市城市建设投资发展有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因永州市城市建设投资发展有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由永州市城市建设投资发展有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于永州市城市建设投资发展有限责任公司主体长期信用及存续期内“11 永州债/11 永州城投债”及“13 永城投/13 永州城投债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

永州市城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“公司”或“永州城投”）系经湖南省永州市人民政府批准，于1999年10月成立的全民所有制企业，原名为永州市城市建设投资开发公司，初始注册资本2800万元。2001年11月，永州市国有资产管理局下发“永国资[2001]35号”文，根据该文件，市国资局同意将市污水处理有限责任公司、国有存量土地等资产共计72463.30万元注入公司，公司注册资本增至75263.30万元。2014年9月5日，根据《永州市城市建设投资发展集团有限责任公司组建方案》（永办发[2013]29号），公司整体改制变更为有限责任公司（国有独资），名称变更为永州市城市建设投资发展有限责任公司。截至2015年3月底，公司注册资本75263.30万元，永州市人民政府为唯一出资人和实际控制人。

公司经营范围：筹措、管理、营运城市建设资金，承担城市基础设施建设及发展相关的二、三产业，土地开发整理、水利防洪建设。（以上项目涉及需前置行政许可的凭有效许可证经营；法律法规禁止的不得经营。）

截至2015年3月底，公司拥有重点项目部、办公室、计划财务部、投融资部、人力资源部以及工程管理部共6个职能部门；拥有14家全资、控股子公司。

截至2014年底，公司（合并）资产总额229.29亿元，所有者权益169.78亿元；2014年公司实现营业收入7.23亿元，利润总额2.16亿元。

公司注册地址：湖南永州市冷水滩区梅湾路168号；法定代表人：金彪。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地

方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 永州市区域经济

2014年，永州市全市实现地区生产总值1299.93亿元，增长9.9%。其中，第一产业增加值284.71亿元，增长4.8%；第二产业增加值491.54亿元、增长11.2%；第三产业增加值523.68亿元，增长11.3%。按常住人口计算，人均地区生产总值24267元，同比增长8.6%。全市三次产业结构比重由上年的22.4：38.1：39.5调整为21.9：37.8：40.3，第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为9.8%、44.2%、46%。

2014年，永州市全市共完成固定资产投资1303.53亿元，同比增长21.3%。按经济类型分，国有投资501.13亿元，增长16.1%，非国有投资802.4亿元，增长24.8%；从产业来看，第一产业完成投资57.34亿元，增长15.6%；第二产业完成投资575.87亿元，增长23%；第三产业完成投资670.32亿元，增长20.4%。全市在建项目2528个，增长3.9%。其中新开工项目1899个，增长3.7%，投产项目个数为1791个，增长2.5%。

从产业政策方面看，2011年10月，国家发改委批复包括永州在内的湘南地区为国家级承接产业转移示范区，成为继安徽皖江城市带、广西桂东、重庆沿江之后第四个国家级承接产业转移示范区。2012年5月，湖南省政府出台了《湖南省湘南承接产业转移示范区规划》（湘政办发〔2012〕42号），提出未来将重点构建“三极四带”产业布局。为深入贯彻落实国家发改委以及湖南省政府关于加快湘南承接产业转移示范区建设的部署，永州制订了推进加快承接产业转移示范区建设的有力措施，从用地、环境保护、配套引导资金、保障物流通关、支持厂房建设、吸引战略投资、人才服务、建设便捷交通、创新创优服务等方面完善有关政策和配套措施，吸引沿海地区产业转移。

3. 永州市财政实力

根据《永州市全市政府债务余额及综合财力统计表》统计，2014年永州市地方综合财力350.51亿元，较上年的288.07亿元增长21.68%，其中，一般预算收入占23.00%、转移支付和税

收返还收入占62.58%、国有土地使用权出让收入占6.83%、预算外收入占比1.12%，转移支付和税收返还收入占比高。

2014年，永州市全市一般预算收入80.61亿元，较上年增长15.1%。其中税收收入47.08亿元，同比增长18.5%；非税收入33.53亿元，同比增长10.7%，主要为专项收入、行政事业性收

费收入、罚没收入、国有资源（资产）有偿使用收入及其他收入等。2014年永州市转移支付和税收返还收入219.34亿元，其中一般性转移支付收入占57.31%；国有土地使用权出让收入23.95亿元，其中国有土地使用权出让金占99.78%。

表1 永州市全市政府债务余额及综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（截至2014年底）	金额	地方财力（2014年度）	金额
（一）直接债务余额	2542649	（一）地方一般预算收入	806057
1、外国政府贷款	6773	1、税收收入	470754
2、国际金融组织贷款	62953	2、非税收入	335303
（1）世界银行贷款	6958	（二）转移支付和税收返还收入	2193438
（2）亚洲开发银行贷款	8027	1、一般性转移支付收入	1257060
（3）国际农业发展基金会贷款	--	2、专项转移支付收入	869588
（4）其他国际金融组织贷款	47968	3、税收返还收入	66790
3、国债转贷资金	1158	（三）国有土地使用权出让收入	239465
4、农业综合开发借款	1603	1、国有土地使用权出让金	238946
5、解决地方金融风险专项借款	4840	2、国有土地收益基金	94
6、国内金融机构借款	1131269	3、农业土地开发资金	425
（1）政府直接贷款	491905	4、新增建设用地有偿使用费	0
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	639364	（四）预算外财政专户收入	39138
7、债券融资	446568	（五）其他	227011
（1）中央代发地方政府债券	166568		
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	280000		
8、粮食企业亏损挂账	--		
9、向单位、个人借款	30287		
10、拖欠工资和工程款	606407		
11、其他	250791		
（二）担保债务余额	186623		
1、政府担保的外国政府贷款	--		
2、政府担保的国际金融组织贷款	--		
3、政府担保的国内金融机构借款	180569		
4、政府担保的融资平台债券融资	--		
5、政府担保向单位、个人借款	6054		
（三）救助债务	823321		
地方政府债务余额=（一）+[(二)+(三)]*20%	2744638	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）+（五）	3505109
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）*100%			78.30%

资料来源：永州市财政局

地方政府债务方面，截至2014年底，永州市全市政府直接债务余额254.26亿元，担保债务余额18.66亿元，救助债务82.33亿元；永州市全市政府债务余额274.46亿元（直接债务余额+[担保债务余额+救助债务]*20%），债务率为78.30%，永州市全市政府债务总体水平较高。

整体看，永州市区域经济发展较好，尤其获批国家级承接产业转移示范区的政策利好有利于当地经济迅速发展；财政收入增长快速，可支配财力有所提高，但地区财政收入对上级转移支付和税收返还收入依赖大，存在一定不稳定性。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年3月底，公司注册资本75263.30万元，永州市人民政府为唯一出资人和控制人。

2. 企业竞争力

公司是永州市城市资产的建设、经营与管理主体，是永州市城市建设领域资产规模最大的投资公司。经过近几年的快速发展，公司在城市基础设施建设行业的主导地位日趋巩固，土地一级开发职能不断加强，截至2014年底，公司拥有土地资产641.43万平方米。

公司是永州市最重要的城市公用资产经营主体，通过多年的项目运作与经营，逐步积累起了较大规模的城市公用资产。目前，公司共拥有经营性房产近12.77万平方米，房产经营收入主要来自于使用人向公司缴纳的租金或使用费。

在环境综合整治方面，公司下属两个子公司日处理污水量均为10万吨，固体垃圾场总投资16451万元，日处理垃圾860吨，总库容1075万立方米，承担了永州市城区所有固体垃圾的处理业务。

目前，公司已经成为永州市政府直属规模最大、综合实力最强的国有企业之一，是永州市城市基础设施建设、土地开发与整理、城市

公用资产经营以及环境整治等行业的主力军。

3. 政府支持

跟踪期内，公司除了在承担基础设施建设任务时获得相关优惠税收政策外，还得到了政府在财政补贴及还款安排等方面的大力支持。

为加大对城市基础设施建设的投入，永州市政府对公司及所属子公司受市政府委托进行土地开发整理所取得的土地开发整理收入和承担市政公益设施项目所获取的投资回报免征营业税、城建税、教育费附加；对其收到的市、区财政补贴收入和土地开发整理收益、承担市政公益设施所获取的净收益免征企业所得税。

2014年，永州市财政局对公司在城市基础设施、公共配套设施建设方面给予财政补贴为2.57亿元，反映在公司“补贴收入”和“收到的其他与经营活动有关的现金”科目。

根据《永州市人民政府关于对永州市城市建设投资开发公司应付账款的情况说明和偿还计划》（永政函[2014]104号），截至2013年底，永州市财政局对公司应付款项合计153618.02万元，其中137456.86万元为市财政局应付公司的市政道路等基础设施及土地开发整理工程结算款；16161.16万元为市土储中心应付公司的往来款。根据市政府未来偿还安排，2015~2017年市财政局将完成对上述应付款项的支付，支付金额分别为5亿元、5亿元和5.36亿元。偿付资金来源方面，市政府将授权公司对新塘街东侧、中兴路南侧、枫林山街西侧、长丰大道北侧的一块土地进行整理开发，土地面积约1048.13亩，按照目前永州市类似地段基准地价232万元/亩测算，该地块土地出让收入预计达243166.16万元，在扣除提留基金及税费后将全部返还给公司作为上述应付款项的还款来源保障。上述中兴路南侧土地已报批，正在进行土地拍卖前的准备工作，其余地块均准备进行土地报批。

总的来看，跟踪期内，永州市政府在资金补贴及还款安排等方面对公司支持力度较大。

六、 管理分析

2014年9月5日，根据《永州市城市建设投资发展集团有限责任公司组建方案》（永办发[2013]29号），公司整体改制变更为有限责任公司（国有独资），名称变更为永州市城市建设投资发展有限责任公司。

除此之外，跟踪期内，公司在管理体制、管理人员等方面无重大变化。

七、 经营分析

公司主营业务收入主要包括城市基础设施建设、土地开发与整理和环境整治收入等。2012~2013年，公司建设重心逐渐向土地开发及整理方面倾斜，相应收入规模大幅增长，分别占主营业务收入的59.53%和81.93%，成为公司主要收入来源；2014年，由于永州土地市场低迷，影响公司土地整理开发业务，该板块确认收入0.56亿元，较上年大幅下降；由于2011年以后公司承接的中心城区重大项目陆续进入工程收尾阶段，投入逐年减少，同时新增项目目前尚处于建设初期，部分工程受征地拆迁影响，故2012~2013年公司工程项目建设收入规模及占比不断下降。2014年，公司新建河东综合体项目确认收入，该板块收入大幅增加，为6.44亿元。

毛利率方面，公司土地开发整理业务毛利率维持较高水平，由于2013年公司土地出让平均价格高于2012年，在土地出让收入返还比例下调情况下，该项业务毛利率下降幅度较小；2014年，由于公司土地整理收入根据土地招拍挂成交价格的比例确认收入，拍卖存在价格波动，土地成本也受地面建筑物多少等方面影响，也会产生波动，该板块毛利率大幅下降，为54.48%；按照永政函【2011】20号文件规定的18%的成本加成水平，公司近年工程项目建设保持在15%左右，2014年为15.25%。

表2 公司2013~2014年收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理	5.99	81.93	74.38	0.56	7.75	54.48
工程项目建设	1.18	16.20	15.25	6.44	89.07	15.25
其他	0.14	1.87	41.98	0.23	3.18	65.12
合计	7.31	100.00	64.19	7.23	100.00	19.86

资料来源：公司审计报告

注：其他主要包括垃圾处理收入和沥青销售收入

城市基础设施建设

公司在永州市城市路网与交通基础设施建设、新城区建设、公用设施项目建设、安居工程建设等领域一直占据主导地位。

公司自2011年起调整工程建设会计核算原则，对于2011年以前承接的工程项目（后续继续施工），公司仅按照每年投资额的18%计提投资建设回报，在损益表“投资收益”科目核算，不体现其在营业成本及营业收入中；另外，工程成本支出分别反映在资产“在建工程”和现金流“支付的其他与投资活动有关的现金”科目中，待项目完工后，由在建工程转入其他长期资产，由市政府支付项目建设资金后进行冲抵。对于2011年以后承接的工程项目，公司按照成本加成确认收入，即按当期新增投资额的18%确认工程毛利润，进而确认收入；工程投资成本计入资产“存货”和现金流“购买商品、接受劳务支付的现金”，于年底结转成本确认收入。

2014年，公司及其下属子公司由政府授权承建的基础设施项目投资额为10.50亿元，较2013年的5.78亿元增长81.66%，相关工程建设收益为0.73亿元。当年公司实现工程建设收入为6.44亿元，主要为河东城市综合体项目建设收入。公司基础设施建设业务在建项目总投资101.09亿元，截至目前，已投资80.22亿元。

土地开发与整理

永州市政府赋予公司土地一级开发职能，由公司全面负责永州市区国有土地的开发与整理业务，在对永州市政府注入的土地进行“三通一平”等开发整理工作之后，再由市土地储备中心按照“招、拍、挂”程序出让。

经营模式方面：2013年以前根据永州市人民政府永政函[2007]2号文件规定，公司拥有永州市城区土地一级开发职能，配合永州市政府及有关部门做好土地开发整理工作，公司及其子公司开发整理的土地通过永州市国土储备中心“招、拍、挂”后政府取得相应土地出让收入，收入的90%由公司及其子公司享有，以补偿土地开发成本及适当的开发利润。自2013年起，依据永政函[2013]2号，除法律规定应上缴国家的以外（应上缴国家部分暂按20%计提），剩余80%全部由公司及其所属子公司享有，公司获得的土地出让收入返还比例有所下调。

账务核算方面，2013年以前公司按照每年形成的土地出让收入的90%确认土地开发整理业务收入，自2013年起按照土地出让收入的80%确认收入；对应成本均为土地整理期间发生的投资支出，分别反映在资产“在建工程”和现金流“支付的其他与投资活动有关的现金”科目下。

随着永州市城市发展速度加快，公司土地开发整理业务量持续增加，逐渐成为公司收入的重要来源。2012~2014年，公司所整理地块完成土地出让332.54亩、289.22亩和64.82亩，土地性质均为商住用地；按照各年度土地出让收入返还比例，公司分别实现土地开发整理收入2.49亿元、5.99亿元和0.56亿元。公司将收到的土地出让返还资金计入“销售商品、提供劳务收到的现金”。从近年返还资金实际到位情况看，财政支付效率对其影响较大，资金到账存在一定程度滞后。近三年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为2.63亿元、2.88亿元和3.32亿元，其中还包含工程回款；现金收入比分别为62.77%、39.43%和45.90%。2014年全

年供地计划149.58亩，与预期差异84.76亩，主要原因是2014年受市场影响，原计划出让的两块土地流拍。联合资信关注到，土地出让计划的实现易受宏观调控及土地市场波动影响，未来尚具有一定不确定性，加之土地价款的返还受财政支付效率影响大，该业务对公司未来盈利能力的贡献有待进一步观察。

根据永政函[2014]104号文件，市财政将分3年支付对公司的应付款项，偿付资金来源主要为一宗政府授权公司整理开发的土地出让收入。总体看，政府对公司应付款项的偿付计划将有效改善公司资金到位情况，提高公司资金使用效率。但同时应关注到，该宗计划出让地块仍需要公司投入资金进行整理，对外融资压力加大；同时土地整理/拆迁进度、土地交易市场波动等因素可能对上述土地出让计划产生影响。联合资信将密切关注政府应付款项偿还资金到位情况。

城市公用资产经营

为盘活城市资产，拓宽城市建设融资渠道，永州市政府分批次将诸如城市经营性房产、城市公用资产特许经营权等注入公司，公司逐步积累起了较大规模的城市公用资产。

目前，公司共拥有经营性房产面积合计12.77万平方米，2014年实现租金收入121.58万元，利润93.16万元。

2013年8月，永州市政府将位于大江林场等地的75处经营性林地林木资产注入公司，面积合计19894亩，目前部分林地林木资产已用于融资抵押，未来公司计划对剩余部分进行矿产资源勘探，公司收入结构有望实现多样化。

城市环境整治

公司承担了永州市两项重要的环境整治事务：城市污水处理与城市垃圾处理。城市污水处理由永州市下河线污水处理有限责任公司和永州市环保实业有限公司（因暂未实际控制，未纳入公司合并报表）两家子公司负责，污水处理范围覆盖了永州市冷水滩区和零陵区主要

城区，永州市下河线污水处理有限责任公司日处理污水量为10万吨，由于永州市对污水处理进行收支两条线管理，污水处理费收入由市财政局收取，支出由财政局拨付，公司账面上暂无营业收入。

公司下属子公司永州市坦塘垃圾处理有限责任公司是永州市唯一的固体垃圾处理企业，其所属的垃圾处理场总投资16451万元，日处理垃圾860吨，总库容1075万立方米，承担了永州市城区所有固体垃圾的处理业务。2014年垃圾处理18.2万吨，实现收入2185.47万元。

总体看，跟踪期内，受宏观经济和房地产政策影响，公司土地开发整理规模及收入大幅下降，且受财政支付效率影响，资金到位滞后；城市基础设施建设方面收入实现较上年大幅提升。现阶段公司主要通过对外举债和政府支持解决资金缺口，对外部债务资金的依赖程度高。

八、募集资金使用情况

公司于2011年12月5日公开发行了“11永州债/11永州城投债”，募集资金10亿元，债券期限为10年（5+5，即第5年末附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权）。募集资金原计划全部用于永州市湘江东路建设项目、永州市湘江西路建设项目和永州市城南大道建设项目，根据湖南省发展和改革委员会文件《关于同意调整2011年永州市城市建设投资开发公司市政项目建设债券募集资金投资项目的批复》（湘发改财贸[2013]1626号），公司将募集资金中的2.42亿元用于永州市潇湘大道、零陵南路、银象路三个基础设施建设项目。截至2015年6月底，上述项目具体项目进度见表3。

表3 “11永州债/11永州城投债”投资项目完成情况
(单位:万元)

项目名称	已使用募集资金	工程进度
永州市湘江东路建设项目	10017	已经完成勘察、设计、征地拆迁、完成了路基、路面、人行道、绿化和亮化等施工
永州市湘江西路建设项目	14298	
永州市城南大	19904	

道建设项目		
潇湘大道建设项目	8994	
零陵南路建设项目	15311	
银象路建设项目	14823	--
合计	83347	

资料来源：公司提供

公司于2013年10月23日公开发行了“13永州债/13永州城投债”，募集资金10亿元，债券期限为7年，按年付息，在债券存续期的第3年至第7年每年分别偿还本金的20%，最后一期利息随本金一起支付。募集资金中1.4亿元用于永州市2012年新建廉租住房建设项目，8.6亿元用于永州市城市基础设施建设项目（潇湘大道项目和城南大桥项目），项目总投资215184万元。截至2015年6月底，上述项目募集资金使用情况如下表所示。

表4 “13永城投/13永州城投债”投资项目完成情况
(单位:万元)

项目名称	已使用募集资金
城南大桥	24011
潇湘大道	84722
合计	108733

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的2014年财务报告已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

会计政策变化：公司2013年财务报表采用旧会计准则编制，2014年财务报表按照新准则编制。根据可比性原则，本报告中2013年财务数据使用2014年财务报告的期初数。

截至2014年底，公司（合并）资产总额229.29亿元，所有者权益169.78亿元；2014年公司合并口径实现营业收入7.23亿元，利润总额2.16亿元。

1. 盈利能力

2014年公司实现收入7.23亿元，较上年小

幅下降1.05%，同期，公司营业成本同比大幅上升122.31%，主要系2013年公司土地整理出让收入较多，该板块毛利率较高，2014年公司以工程收入为主，该板块毛利率较低所致。受此影响，公司营业利润率由2013年63.92%降至2014年19.88%。

2014年，公司期间费用主要由财务费用构成，由于近年债务规模大幅增加，公司财务费用波动上升，2014年为1.68亿元。受营业收入快速增加影响，公司期间费用率逐年降低，2014年为32.86%。总体看，公司期间费用控制能力一般。

2014年，公司投资收益为0.78亿元，同比下降11.77%。根据永政函【2011】20号文，2011年永州市政府对公司承建的所有在建项目均按每年完成投资额的18%作为投资回报支付给公司，近三年公司投资收益为对2011年以前承建项目的后续投资而提取的工程项目建设收益。

根据《永州市财政局关于对市城建投资开发公司给予财政补助的批复》，2013~2014年公司收到的政府补贴收入分别为0.70亿元、2.57亿元，计入“补贴收入”科目中。

从盈利指标看，截至2014年底，公司总资产收益率和净资产收益率分别为1.82%和1.27%，分别较2013年减少0.51个和0.83个百分点。

总体看，跟踪期内，公司土地出让计划的实现受宏观调控及土地市场波动影响较大，当年土地开发整理板块收入大幅下降，对公司整体盈利能力产生一定不利影响；公司项目承建收益和财政补贴对公司利润贡献较大；期间费用控制能力有待提高。

2. 现金流及保障

经营活动方面，跟踪期内，公司销售商品、提供劳务收到的现金有所增多，为3.32亿元，主要来源为土地出让收入和工程收入；公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为财政补贴资金。现金流出方面，跟踪期，公司购买商

品、接受劳务支付的现金快速增长，为5.92亿元；2014年支付的其他与经营活动有关的现金为1.89亿元，主要是往来款支出。

公司经营活动现金净流量受项目工程款拨付、土地出让收入返还以及往来款的影响，近三年快速下降，公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.62亿元、0.44亿元和-2.02亿元。2012~2014年，公司现金收入比分别为62.77%、39.43%和45.90%，收入实现质量差。

投资活动方面，公司主要承担永州市基础设施投资职能，投资活动资金流入以收回投资收到现金为主，2014年为0.85亿元。2013~2014年，公司投资活动现金流出有所波动，主要是支付的其他与投资活动有关的现金，系公司于2011年以前承接的工程项目的后续投资支出；另外，2013年公司投资所支付的现金1.44亿元，主要为对永州市融资担保有限责任公司的股权投资。2014年，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.85亿元。

公司筹资活动以银行借款为主；现金流出主要是偿还债务、偿付利息等。2012~2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.71亿元、15.83亿元、-5.63亿元。公司存在一定对外融资压力。

总体看，公司经营活动现金流受项目建设工程款到账效率、土地开发整理收入实现效率及资金往来影响大，收入实现质量差；公司依靠自身的收入水平不能满足基础设施建设需要，对外融资依赖较高，随着已开工基础设施建设的继续推进，公司仍将保持一定的对外融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司（合并）资产总额229.29亿元，其中流动资产占81.62%、非流动资产占18.38%，公司资产结构以流动资产为主。截至2014年底，公司流动资产合计187.15亿元，其中存货占76.45%，应收账款占13.16%。

截至 2014 年底，公司货币资金 2.60 亿元，同比下降 78.49%，主要系公司 2013 年发行债券，货币资金大幅增加。公司货币资金主要以银行存款为主（占 84.61%），含其他货币资金 4 千万元，为保证金。

截至 2014 年底，公司应收账款账面余额 24.68 亿元，同比上升 39.48%。单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款 24.62 亿元（占比 99.77%），其中，对永州市财政局应收土地开发与整理款和项目工程款 23.17 亿元（占应收账款总额的 93.90%，账龄分布在 1~5 年），公司对此部分应收账款不计提坏账准备；按信用风险特征组合计提坏账准备的 0.06 亿元（占比 0.22%），公司对此部分应收账款全额计提坏账准备。

截至2014年底，公司其他应收款为15.63亿元，较上年增长62.92%，主要系新增与永州市非税收入征收管理局的国企改革款2.50亿元、永州市财政局国企改革办公室的国企改革款1.40亿元，与永州市国资委往来款0.62亿元。从账龄看，1年以内的占57.72%；1~2年的占26.46%；2~3年的占1.19%；3年以上的占14.64%。公司对1年以上账龄的账款计提了坏账准备，计提比例16.96%。公司其他应收款前五大客户合计欠款占39.46%，集中度较高。

表5 公司其他应收款前五名情况（单位：亿元，%）

单位名称	金额	占比
永州市非税收入征收管理局	2.50	15.57
永州市财政局国企改革办公室	1.40	8.71
长丰工业园	0.95	5.94
凤凰工业园	0.86	5.38
永州市国资委	0.62	3.86
合计	6.34	39.46

资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司存货为143.08亿元，较年初下降0.04%；存货中土地资产占63.67%，林地及林木资产占36.33%。公司不存在存货成本高于可变现净值的情况，故未计提存货跌价准备。

截至2014年底，公司固定资产净额12.17亿元，在建工程17.87亿元。公司固定资产原值13.62亿元，主要为房屋及建筑物，公司固定资产计提累计折旧1.45亿元。在建工程未发生减值情形，不计提减值准备。公司目前主要在建工程有永州大道、舜皇大道等项目。

截至2014年底，公司其他非流动资产10.99亿元，主要是公司承建的基础设施工程项目。

总体来看，跟踪期内公司资产有所增加，资产结构仍以流动资产为主，流动资产中存货、应收账款和其他应收款占比较高，变现能力较低，流动性弱；应收账款、其他应收款增长幅度大且回款周期受政府资金拨付效率影响较大，对资金周转带来一定影响，且其他应收款账龄长，存在一定回收风险；公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计169.78亿元，较2014年初下降0.51%。公司所有者权益主要以资本公积（占88.50%）、未分配利润（占6.25%）和实收资本（占4.43%）为主，资本公积占比较高，公司资本公积主要由国有土地和经营性房产投入构成，主要系永州市人民政府历次增资和注入资产所形成。

负债

截至2014年底，公司负债合计59.51亿元，其中流动负债占36.18%，非流动负债占63.82%。

截至2014年底，公司流动负债合计21.53亿元，公司流动负债主要包括应付账款（占15.38%，主要是应付施工方的工程款）、其他应付款（占59.40%，主要系国企改革款、施工单位保证金以及往来款）和一年内到期的流动负债（占24.27%，主要是一年内到期的长期借款）。非流动负债合计37.98亿元，为长期借款和应付债券，分别占47.87%和52.13%。截至2014年底，公司应付债券为19.80亿元，为公司2011年发行的10（5+5）年期、额度为10亿元的“11永州城投债”和2013年发行的额度为10亿元、期限为7年的“13永州城投债”。

截至2014年底，公司全部债务43.20亿元，同比上升2.21%。其中短期债务和长期债务分别占12.10%和87.90%，公司债务以长期债务为主。从债务指标看，2014年底资产负债率、全部债务资本化比率较2013年底有所上升，分别为25.95%和20.29%，长期债务资本化比率较上年略有下降，为18.28%。总体看，公司债务规模快速上升，但政府注入资产规模较大，公司整体债务负担仍处于适宜水平。

总体看，公司所有者权益保持相对稳定；随着基础设施建设规模扩大，公司债务规模快速增长，但目前债务负担仍处于适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014年底公司流动比率和速动比率较上年大幅下降，分别为869.32%和204.70%，仍处于较高水平；同期公司经营现金流动负债比为-9.38%，经营活动现金流量净额对流动负债保障能力弱。考虑到公司流动资产以土地资产和应收款项为主，变现能力弱，公司实际短期偿债能力偏弱。

从长期偿债指标看，2014年公司债务规模小幅上升，全部债务/EBITDA为10.22倍，较年初有所增长。考虑到公司项目建设资金的分期回流，以及永州市政府对公司的持续支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2015年3月底，公司合并口径共获得银行授信额度35.58亿元，尚未使用额度4.95亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至2015年3月底，公司合并口径对外担保金额0.72亿元，担保比率0.43%，公司或有负债风险较低。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》，截至2015年6月17日，公司存在2笔逾期贷款（合计金额1亿元）记录以及1笔关注类贷款，上述不良信贷数额均已于2009年结清。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况以及永州市发展及财力水平的综合分析，并考虑到永州市政府在资产和资源注入、财政资金补贴、承建基础设施项目投资回报等方面对于公司各项支持的判断，公司整体抗风险能力较强。

十、对存续期债券额保障能力分析

1. 续存期债券偿还能力

公司于2011年12月发行10亿元“11永州债/11永州城投债”、2013年10月发行10亿元“13永城投/13永州城投债”。2014年公司经营活动现金流入量为5.97亿元，分别为“11永州债/11永州城投债”本金、“13永城投/13永州城投债”本金的0.60倍；公司EBITDA为4.23亿元，分别为“11永州债/11永州城投债”、“13永城投/13永州城投债”本金的0.42倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对存续期内债券保障程度弱。考虑到永州市财力持续增长，政府支持有利于提高公司对存续期内债券的偿付能力。

“11永州债/11永州城投债”在债券存续期的第6年（2017年）至第10年（2021年）每年按照第5年末投资者行使回售选择权后尚未偿还本金数额20%的比例偿还本金，“13永城投/13永州城投债”在债券存续期的第3~7年每年按照本金的20%偿还。若“11永州债/11永州城投债”在存续期第5年末全额赎回，则公司有一定偿付压力，若“11永州债/11永州城投债”在存续期内第5年末未行使回售选择权，则公司在2017~2020年每年将偿还4亿元，2014年公司经营活动现金流入量为待偿峰值的1.49倍。2014年EBITDA为待偿峰值的1.06倍，覆盖程度一般。

2. 偿债资金专户

“11永州债/11永州城投债”与“13永城投/13永州城投债”均设立专项偿债资金，专项偿债资金具体来源包括公司日常经营所产生的现金流和政府基建回款资金等。

公司已于2013年11月29日将偿债归集资金8400万元存入账户，并于2013年11月30日将8400万元划给中国证券登记结算有限责任公司上海分公司用于“11永州债/11永州城投债”利息兑付；公司于2014年10月23日对“13永城投/13永州城投债”进行第一次付息。联合资信将密切关注“11永州债/11永州城投债”与“13永城投/13永州城投债”未来偿债资金归集及还本付息情况。

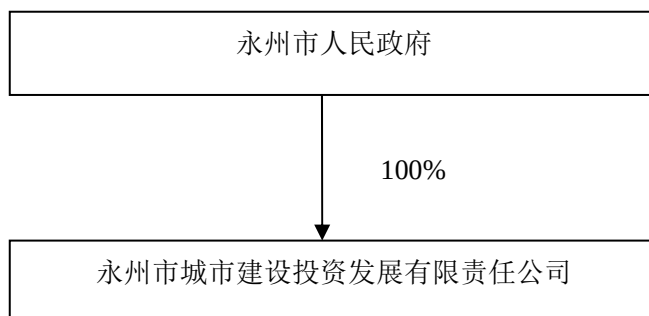
3. 土地使用权所有权抵押担保

“11永州城投债”以36宗土地使用权为本期债券提供抵押担保。根据永州天元土地评估有限公司出具的评估报告(永天元[2015](冷估)第069号)，评估基准日为2015年4月20日，评估结果有效期为一年，以上抵押资产总价值39.28亿元(单位地价估值2622.55元/平方米)，为“11永州城投债”本金总额的3.93倍。与上年出具的评估报告对比来看，评估价值增长7.47%，抵押资产评估价值对本期债券的覆盖程度由上期的3.66倍上升至3.93倍，对本期债券的增信作用增强。但联合资信也注意到，鉴于房地产调控政策持续，公司抵押的土地资产未来变现价值存在一定不确定性。

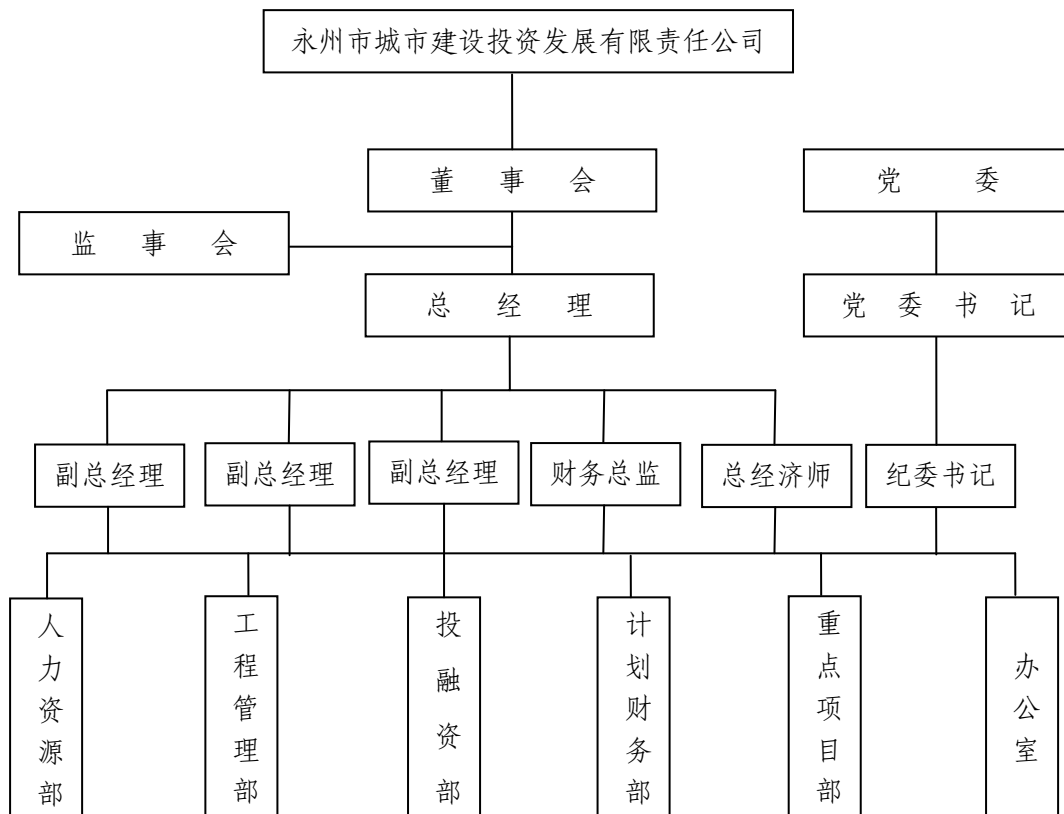
十一、 结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用AA等级，评级展望为稳定，并维持“11永州债/11永州城投债”AA⁺、“13永城投/13永州城投债”AA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2014 年初	2014 年末
财务数据			
现金类资产(亿元)	1.92	12.11	2.60
资产总额(亿元)	111.72	224.68	229.29
所有者权益(亿元)	69.84	170.66	169.78
短期债务(亿元)	2.56	3.26	5.23
长期债务(亿元)	21.43	39.01	37.98
全部债务(亿元)	24.00	42.27	43.20
营业收入(亿元)	4.19	7.31	7.23
利润总额(亿元)	2.15	3.61	2.16
EBITDA(亿元)	3.35	5.25	4.23
经营性净现金流(亿元)	1.63	0.44	-2.02
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.22	0.39	0.34
存货周转次数(次)	0.04	0.03	0.04
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.03
现金收入比(%)	62.77	39.43	45.90
营业利润率(%)	52.56	63.92	19.88
总资本收益率(%)	3.44	2.33	1.82
净资产收益率(%)	3.25	2.10	1.27
长期债务资本化比率(%)	23.48	18.61	18.28
全部债务资本化比率(%)	25.57	19.85	20.29
资产负债率(%)	37.48	24.04	25.95
流动比率(%)	451.31	1222.88	869.32
速动比率(%)	177.46	269.22	204.70
经营现金流动负债比(%)	9.10	2.96	-9.38
全部债务/EBITDA(倍)	7.16	8.05	10.22

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）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。

级别设置	含 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。