

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1059 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持湘潭九华经济建设投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“13湘潭九华债/13湘九华”信用等级为AA。

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一四年六月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 17 层 (100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

湘潭九华经济建设投资有限公司跟踪评级报告

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
13 湘潭九华债/13 湘九华	18 亿元	2013/10/15-2020/10/15	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	3.26	5.35	23.38
资产总额(亿元)	201.95	357.82	413.40
所有者权益(亿元)	128.57	232.45	240.42
长期债务(亿元)	36.45	74.46	103.93
全部债务(亿元)	38.45	77.51	136.40
主营业务收入(亿元)	17.90	36.37	36.72
利润总额(亿元)	3.75	8.32	9.14
EBITDA(亿元)	4.02	9.46	11.63
经营性净现金流(亿元)	-30.22	-47.55	-34.94
主营业务利润率(%)	11.05	16.38	19.17
净资产收益率(%)	2.64	3.09	3.33
资产负债率(%)	36.33	35.04	41.84
全部债务资本化比率(%)	23.02	25.01	36.20
流动比率(%)	522.28	489.53	440.46
全部债务/EBITDA(倍)	9.57	8.19	11.73
EBITDA 利息倍数(倍)	1.34	1.53	1.29
经营现金流流动负债比(%)	-81.86	-93.40	-50.60

分析师

霍焰 焦洁
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,湘潭市及九华示范区财政实力稳步提升,为湘潭九华经济建设投资有限公司(以下简称“公司”)的发展创造了良好的外部环境。九华示范区管委会政府在财政补贴方面继续对公司提供有力支持;2013 年,公司土地开发及基础设施建设投入规模维持较高水平,整体收入稳中有增;公司资产质量良好,债务水平适宜。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司自身盈利能力弱、未来筹资压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“13 湘潭九华债/13 湘九华”还款来源主要为湘潭北站周边共 2069.20 亩商业用地出让收入,同时,“13 湘潭九华债/13 湘九华”设置了分期还款安排,土地出让计划安排对该期债券分期偿还各年本金覆盖程度好,九华管委会保证该期债券还本付息的承诺进一步提高了该期债券偿付的安全性。

综合考虑,联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“13 湘潭九华债/13 湘九华” AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内,湘潭市及九华示范区经济稳定增长,财政实力不断增强,为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 跟踪期内,九华示范区政府继续在财政补贴方面给予公司有力支持。
3. 跟踪期内,公司整体收入稳中有增,收现质量有所提升。

关注

1. 跟踪期内,公司土地开发和基础设施建设项目投资规模大,导致有息债务规模迅速增长,债务负担有所上升。
2. 公司以准公益性项目投资为主,对政府补助依赖程度较高,自身盈利能力弱。

3. 公司土地资产抵押率较高，资产流动性较弱。
4. 公司在建项目投资额大，筹资压力大。

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）与湘潭九华经济建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与湘潭九华经济建设投资有限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，未因湘潭九华经济建设投资有限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湘潭九华经济建设投资有限公司提供，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（以下简称“联合资信”）关于湘潭九华经济建设投资有限公司主体长期信用及存续期内“13 湘潭九华债/13 湘九华”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

湘潭九华经济区（2008年12月25日后亦称湘潭九华示范区，以下简称“九华示范区”）管理委员会（以下简称“九华管委会”）于2003年11月6日投资设立湘潭九华经济建设投资有限公司（以下简称“公司”），初始注册资本3000万元。后经2008年及2009年多次增资变更，截至2013年底，公司注册资本为60000万元，全部由九华管委会出资，九华管委会为公司的实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围、组织结构（附件1-1）及纳入合并报表范围子公司未发生变化。

根据公司2014年4月14日董事会决议，公司董事会决定重新选举吴安国为公司董事长（法定代表人）、兼任总经理。

截至2013年底，公司合并资产总额413.40亿元，所有者权益合计240.42亿元。2013年公司合并口径实现主营业务收入36.72亿元，利润总额9.14亿元。

公司注册地址：湘潭九华示范区宝马东路1号九华大厦；法定代表人：吴安国。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落

实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币

信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月

26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产

能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加,中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013 年全年,全国固定资产投资总额完成 44.71 万亿元,比上年增长 19.3%,扣除价格因素,实际增长 18.9%。在固定资产投资(不含农户)中,第一产业投资 0.92 万亿元,比上年增长 32.5%;第二产业投资 18.48 万亿元,增长 17.4%;第三产业投资 24.25 万亿元,增长 21.0%。2013 年全年房地产开发投资 8.60 万亿元,比上年增长 19.8%,其中,住宅投资 5.90 万亿元,增长 19.4%,办公楼投资 0.47 万亿元,增长 38.2%;商业营业用房投资 1.19 万亿元,增长 28.3%;全年新开工建设城镇保障性安居工程住房 666 万套(户),基本建成城镇保障性安居工程住房 544 万套。

截至 2013 年,中国城镇化率为 53.73%,较上年提高 1.16 个百分点,未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》,中国城镇化建设的指导思想是,紧紧围绕全面提高城镇化质量,加快转变城镇化发展方式,以人的城镇化为核心,有序推进农业转移人口市民化;以城市群为主体形态,推动大中小城市和小城镇协调发展;以综合承载能力为支撑,提升城市可持续发展水平;以体制机制创新为保障,通过改革释放城镇化发展潜力,走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的中国特色新型城镇化道路,促进经济转型升级和社会和谐进步,为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

整体看,基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证,是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件,全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

2. 区域经济和财政实力

湘潭市

根据《湘潭市 2013 年国民经济和社会发展的统计公报》数据显示,2013 年全年,湘潭市地区生产总值 1438.1 亿元,比上年增长 11.0%。其中,第一产业增加值 116.0 亿元,增长 2.9%;第二产业增加值 851.8 亿元,增长 10.9%;第三产业增加值 470.3 亿元,增长 13.3%。按常住人口计算,全市人均地区生产总值 51538 元。全市规模工业增加值 760.1 亿元,比上年增长 11.2%。全市固定资产投资(不含农户) 1214.9 亿元,比上年增长 35.9%。全市房地产开发投资 122.3 亿元,比上年增长 30.3%,其中,住宅投资 86.98 亿元,增长 21.9%;商品房销售面积 242.0 万平方米,增长 24.7%,其中,住宅销售面积 218.6 万平方米,增长 20.2%;商品房销售额 91.5 亿元,增长 39.6%,其中,住宅销售额 79.8 亿元,增长 33.8%。全市施工项目共计 2407 个,新开工项目 2023 个,亿元以上项目 173 个,完成投资 319.1 亿元,占全部投资的比重为 26.3%。

财政收入方面,2013 年,湘潭市财政总收入为 144.7 亿元,比上年增长 18.4%;一般预算收入 97.89 亿元,增长 15.5%,其中税收收入 46.63 亿元,增长 16.4%;非税收入 51.26 亿元,增长 14.7%。

湘潭市本级地方政府债务以担保债务为主。截至 2014 年 3 月底,湘潭市本级政府债务 40.08 亿元,其中直接债务 24.01 亿元,主要体现在国内金融结构借款、债务融资;担保债务 32.13 亿元,主要为担保的国内金融机构借款。湘潭市债务率为 40.88%,债务负担较轻。

湘潭九华示范区

湘潭九华示范区(以下简称“九华示范区”)作为长株潭“两型社会”五大示范区之一发展

势头良好。截至目前，九华示范区已引进企业 300 家，投产企业 144 家，其中包括美国塔奥、法国佛吉亚、韩国三星等世界 500 强企业和中冶京诚等中国 500 强企业。2013 年园区实现技工贸总收入 1053.2 亿元，工业总产值 590.6 亿元，财税收入 23.2 亿元。分别比上年增长 48.3%、45.5%和 22.9%。

2013 年，九华示范区地方可控财力为 57.29 亿元，比上年增长 37.39%，其中，国有土地使用权出让收入占比大，为 38.37 亿元，占当年地方可控财力的 66.97%；一般预算收入 17.31 亿元，比上年增长 19.23%，其中税收收入 6.87 亿元，增长 19.19%，非税收入 10.44 亿元，增长 19.26%；另有少部分转移支付和税收返还收入，金额小。

总体来看，2013 年湘潭市经济平稳发展，地方财政收入稳步提升，债务负担处于可控范围内；九华示范区财力增速快，以国有土地使用权出让收入为主。上述运营环境有利于公司业务的持续发展。

五、基础素质分析

跟踪期内，公司作为湘潭九华示范区唯一的基础设施建设主体，继续获得九华管委会的大力支持。

2013 年，根据湘潭九华经济区（及九华示范区）财政局文件《关于对湘潭九华经济建设投资有限公司给予财政补贴的通知》（潭九财[2013]25 号、潭九财[2013]26 号、潭九财[2013]27 号、潭九财[2013]28 号），公司共收到财政补贴资金 47415.76 万元，计入“补贴收入”科目。

根据九华管委会与公司签订的《湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目建设与移交收购（BT）协议书》，2013 年政府应支付回购款金额为 4.00 亿元，截至 2013 年底，该资金已到位。

六、管理分析

根据公司 2014 年 4 月 14 日董事会决议，公司董事会决定重新选举吴安国为公司董事长（法定代表人）、兼任总经理。

吴安国，男，1974 年生，本科学历，曾任九华示范区警卫处政委、综合执法队队长，九华示范区社会事业局局长、主任助理，九华示范区建设局局长，九华示范区党政办公室主任，现任公司董事长（法定代表人）兼总经理。

总体看，公司新任高管人员有政府/国企工作经历，具有丰富的管理经验，能满足公司经营需要。

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等其他方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2013 年，公司主营业务收入 36.72 亿元，较 2012 年小幅增长 0.96%，其中土地开发收入 25.38 亿元，同比增长 91.64%，市政回购收入 11.09 亿元，同比下降 51.06%，收入结构较 2012 年变化较大，主要由于市政回购业务中道路工程项目大部分已于 2012 年完成结算，2013 年九华示范区财政局只对少部分剩余工程进行结算。

从毛利率方面看，2013 年公司主营业务毛利率为 17.83%，较 2012 年增长 0.81 个百分点。土地开发业务毛利率为 19.38%，同比下降 2.17 个百分点，公司与九华管委会签定了《湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目建设与移交收购（BT）协议书》，该协议项下毛利率为 23.98%，2012~2013 年，该项目确认收入在土地开发收入中占比有所波动，使公司该板块毛利率有所下降；市政回购业务毛利率为 14.53%，与上年持平，原因为根据公司与九华管委会签订的项目协议，毛利率较稳定。

表1 公司主营业务收入及毛利率情况(单位: 亿元、%)

业务板块	2012 年			2013 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发项目	13.24	36.41	21.55	25.38	69.12	19.38
市政回购项目	22.65	62.27	14.53	11.09	30.19	14.53
其他	0.48	1.31	9.71	0.25	0.69	7.03
合计	36.37	100.00	17.02	36.72	100.00	17.83

资料来源: 公司审计报告。

2. 经营概况

公司土地开发及基础设施建设业务资金来源主要为滚动开发留存收益、政府补贴款及公司对外融资。政府补贴方面, 2013 年, 九华示范区财政局给予公司 4.74 亿元政府补贴, 用以增强公司经营发展能力; 融资方面, 公司主要通过抵押土地使用权进行融资, 公司将 694.55 万平方米, 账面价值 134.76 亿元(原值为 136.02 亿元) 自有土地用于抵押, 获得相应直接和间接融资合计 79.35 亿元。

土地一级开发方面, 2012 和 2013 年, 公司按九华管委会要求, 安排土地综合开发项目建设, 并根据项目与九华管委会签订协议。按协议条款及九华示范区财政局出具的项目进度确认函, 九华管委会拨付进度款以确保项目按期施工。

从九华示范区土地出让情况看, 随着区内入驻企业数量的增加, 跟踪期内, 工业及商居用地出让规模、出让价格及土地出让金收入均有所增长。九华示范区土地出让收入的稳定增长加强了该区的财政实力, 并对公司获得土地出让金返还提供了有力保障。

表 2 九华示范区 2012~2013 年土地出让情况

		2012 年	2013 年
工业用地	出让面积(亩)	2551	3421.1
	均价(万元/亩)	23.02	30
	土地出让金(万元)	58724	102633
商居用地	出让面积(亩)	1354.2	1441.2
	均价(万元/亩)	149	195
	土地出让金(万元)	201776	281034
合计	出让面积(亩)	3905.2	4862.3
	土地出让金(万元)	260500	383667

资料来源: 公司提供

公司现阶段所有土地开发业务均由九华管委会统筹安排, 公司无储备开发土地。但考虑到九华示范区 138 平方公里土地, 剔除不需进行一级开发的生态环境保护区 38 平方公里及已经开发建成面积 35 平方公里, 未来公司可开发面积广阔。联合资信认为, 考虑到九华示范区可开发面积广阔, 且土地出让价格提升, 未来九华示范区国有土地使用权出让收入规模将较大, 从而有助于支撑公司未来大规模的土地综合开发支出。

市政回购方面, 对于 2010 年底前已完工的基础设施项目, 管委会授权九华示范区财政局与公司签订回购协议, 并确定合理回报。根据《湘潭九华示范区关于加快九华经济建设投资有限公司健康发展的决定》(潭九工发[2011]19 号), 公司于 2010 年底前已签订土地开发协议的项目, 按土地开发成本加上管委会确定的土地开发毛利率进行结算, 毛利率以湘潭市及周边县市同类型投融资平台的土地开发收益水平为参考。根据公司与九华管委会签订的土地开发协议, 毛利率约为 15%。

在财务处理方面, 公司市政回购项目建设投入全部在“存货”科目反映, 其中各道路工程项目已于 2010 年之前竣工, 故计入“存货—库存商品”科目, 截至 2013 年底为 0.25 亿元。2013 年, 该板块确认收入为 11.09 亿元。

3. 在建工程

目前, 公司在建重大项目共 9 个, 合计投资额 105.73 亿元, 截至 2013 年底, 公司已完成投资额 72.83 亿元, 尚未投资资金预计通过

贷款 32.60 亿元，自筹 1.30 亿元解决。公司目前存续债券募投项目共 3 个，合计投资额 87.84 亿元，截至 2014 年 2 月底，合计已完成投资

76.59 亿元，尚需投资 21.82 亿元，剔除未使用募集资金余额 15.94 亿元，尚存在资金缺口 5.88 亿元。

表 3 公司在建重大项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	截至 2013 年底已投资金额	尚未投资资金筹措方案		预计工期	项目截至 2013 年底进展
				贷款	自筹		
防洪及配套工程	位于湘潭九华示范区防洪保护圈，从王家坝子撇洪渠至丰收撇洪渠，逆湘江而上；用地面积 3551 亩；包括 16.2KM 防洪大堤加厚，对内外进行护砌，将 4 处泵站和各处涵闸进行重建和改造	314362.60	254362.60	70000.00	--	2012.1-2014.12	已完成征地拆迁；完成投资额 81%
18 号地块土储项目	位于湘潭九华示范区奔驰路以南，疏港路以北，九华大道以东，兴隆路以南；项目用地 1075 亩	42689.88	42689.88	--	--	2012.3-2013.11	已完成征地拆迁；完成投资额 100%
九华大道建设项目	项目位于九华区东北部，为南北走向，奔驰路以北至长沙坪塘交界处；项目总长 5280 米，其中包括 800 米桥梁一座	49123.00	38123.00	11000.00	--	2012.8-2014.9	已完成征地拆迁；完成投资额 78%
奔驰东路项目	项目西起银盖路，东至湘江边；项目总长 5280 米	95281.36	80281.36	15000.00	--	2011.12-2014.12	已完成路基工程；路面完成 60%，完成投资额 85%
农机产业园建设项目	项目选址于九华示范区奔驰路以北、长城路以南、长潭西线高速以西、江南大道以东区域；征地 2733 亩；包括道路 7 条	148424.00	75424.00	60000.00	13000.00	--	征地拆迁完成 70%，道路工程完成 40%，完成投资 50%
环保产业园（二期）	项目选址于湘潭九华示范区奔驰路以北、长城路以南、青竹路以西、棠华路以东；征地 2826 亩；包括道路 7 条	149241.00	89241.00	60000.00	--	2012.1-2014.6	已完成征地拆迁，配套工程完成 60%，完成投资额 60%
进出口加工基地（二期）	项目选址于九华示范区奔驰路以北、发展路以南、江南大道以西、和平大道以东区域；征地 1352 亩；包括道路 4 条	61051.00	31051.00	30000.00	--	--	征地拆迁完成 75%，道路工程完成 40%，完成投资 51%
进出口加工基地（三期）	项目选址于湘潭九华示范区中部地区的科大路以东，江南大道以西，沪昆高速铁路以南和昭华路以北地区；征地 2592 亩；包括道路 7 条	134109.00	69109.00	65000.00	--	2012.10-2014.9	征地拆迁完成 80%，道路工程完成 30%，完成投资 51%
湘竹防洪大堤	北二环以北防洪堤长 326 米	63000.00	48000.00	15000.00	--	2012.8-2014.11	已完成征拆，完成工程投资 76%
合计	--	1057281.84	728281.84	326000.00	13000.00	--	--

资料来源：公司提供

表 4 公司存续债券募投项目情况（单位：亿元）

债项	项目名称	总投资	截至 2014 年 2 月 28 日已投资金额	尚需投资	工程进度
10 湘潭九华债	长株潭城市群“两型”社会建设改革试验区九华示范区先进装备制造基地基础设施建设项目	22.64	33.21	--	完工情况达到 100%，项目内的道路均已竣工通车，仅余部分道路的绿化工程尚未完成验收和办理竣工结算手续
12 湘潭九华债	湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目	20.60	14.91	5.69	投资金额完成计划投资 72.35%，项目范围内的征拆工作、土地平整及道路用地平整已基本完成。
13 湘潭九华债	沪昆高铁湘潭（九华）北车站前广场、配套基础设施及周边道路建设项目	44.60	28.47	16.13	投资金额完成计划投资 63.83%，项目征拆已经基本完成，五通一平正在建设中。
合计	--	87.84	76.59	21.82	--

资料来源：公司提供

总体看，公司未来筹资规模大，面临一定的筹资压力。

4. 未来发展

针对《湘潭市国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，公司制定了2010年至2015年发展规划如下：

六年共计划投入资金约100亿元，进行以下工程项目建设：1、完成征地拆迁30000亩和6000户以上拆迁户安置住房建设，投资额343000万元；2、完成27条（段）主干道建设，投资额352644万元；3、完成25条（段）次干道建设，投资额147944万元；4、完成工业用地场平22700亩，投资额97150万元；5、完成长6340米的湘江防洪大堤拓宽提质改造建设，投资额33000万元。

至2015年，九华示范区建成区总规模达到40平方公里以上，修通示范区主次干道总长超过175公里，工业用地面积达到32000亩以上，工业总产值达到1000亿元以上，实现财税收入60亿元以上。

总体看，公司作为九华区示范区唯一的基础设施建设、土地开发及投融资主体，九华示范区未来大规模建设投入有望对公司整体实力的增强提供有力保障。同时联合资信关注到，伴随九华示范区建设投入的加大，公司未来融资需求将继续扩大，加之在建项目尚存在资金缺口，公司将面临一定的筹资压力。

八、募集资金使用情况

公司于2013年10月15日发行了18亿元7年期“13湘潭九华债/13湘九华”，募集资金全部用于湘潭九华经开区沪昆高铁湘潭（九华）北站站前配套基础设施及周边道路建设项目。该项目道路规划用地面积3689.78亩；代征周边道路边坡用地2097.9亩；站前广场及配套基础设施用地457.5亩，估算建设总投资44.60亿元，建设期24个月。该项目建设内容具体包括：站场周边6条道路建设（含市政管网建设），总长46620米；站前广场及配套基础设施建设；项目

规划用地的征地拆迁与土地平整。

截至2014年2月底，该项目累计完成投资28.47亿元，投资金额完成计划投资63.83%，其中使用募集资金6.32亿元（5.56亿元用于土地征拆，0.76亿元用于支付项目工程款及其他）。该项目征地拆迁已完成80%，道路工程完成30%。

九、财务分析

公司提供的2012年和2013年度财务报表由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2013年底，公司合并资产总额413.40亿元，所有者权益合计240.42亿元。2013年公司合并口径实现主营业务收入36.72亿元，利润总额9.14亿元。

1. 盈利能力

公司主营业务收入主要为土地开发收入和基础设施建设收入。2013年，公司主营业务收入与2012年基本持平，为36.72亿元，同比增长0.96%，其中土地开发收入25.38亿元，市政回购收入11.09亿元，收入结构较2012年变化较大，主要由于市政回购业务中道路工程项目大部分已于2012年完成结算，2013年九华示范区财政局只对少部分剩余工程进行结算，使市政回购收入下降较快。

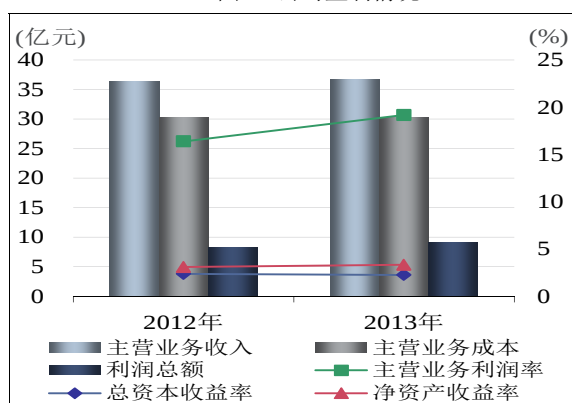
基于公司与九华管委会政府收入成本结算模式，土地一级开发规模及占比扩大，且毛利率较高，使公司主营业务利润率有所增长，2013年为19.17%，较2012年增长2.79个百分点。

期间费用方面，主要受九华示范区管委会注入土地使用权影响，公司无形资产中土地使用权摊销额大幅增长，导致公司管理费用增长较快，2013年为2.16亿元，同比增长59.03%；随着公司债务规模的扩大，财务费用持续增长，2013年为0.29亿元，同比增长87.79%。2013年公司期间费用合计2.45亿元，占当年主营业务收入的6.68%，总体看，公司期间费用水平适宜。根据国家税务总局《关于纳税人投资政府土地

改造项目有关营业税问题的公告》（国家税务总局2013第15号）的规定，公司2013年冲回了以前年度已计提不需缴纳的营业税及附加，受此影响，当年公司营业利润为4.59亿元，同比增长3.28%。

非经常性损益方面，2013年，公司收到补贴收入4.74亿元，同比增长21.09%，对利润贡献大；公司利润总额9.14亿元，同比增长9.89%。补贴收入对利润总额影响较大。

图1 公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

盈利指标方面，2013年，主要受冲回以前年度营业税及附加的影响，公司主营业务利润率为19.17%，较上年增长2.79个百分点；由于2013年公司全部债务规模大幅增长，使公司总资产收益率略有下降，为2.26%，较上年下降0.12个百分点；公司净资产收益率为3.33%，较上年增长0.24个百分点。受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

总体来看，公司盈利能力弱，利润总额对补贴收入依赖程度高。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2013年，公司销售商品提供劳务收到的现金实现较快增长，为34.18亿元，同比增长9.18%，增幅高于同期主营业务收入；同期，公司现金收入比为93.09%，同比增长7.00个百分点，收现质量有所提升；2013年，公司收到的其他与经营活动有关的现金为8.09亿元，主要为九华示范区财政局对公

司项目投入款、往来款、补贴收入等现金流入。公司土地开发和基础设施建设投入规模继续保持较高水平，2013年，公司购买商品、支付劳务支付的现金与上年基本持平，为74.31亿元；2013年，公司支付的其他与经营活动有关的现金为2.52亿元，同比下降5.19亿元；2013年，公司经营活动现金流量净额为-34.94亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入很小，投资活动现金流出方面，2013年，公司投资活动现金流出为5.38亿元，主要以购买中国建设银行乾元“日鑫月溢”理财产品为主。公司投资活动表现为净流出，2013年投资活动现金流量净额为-5.38亿元。

为维持较大规模的经营现金周转，以及同期到期债务本息的偿付，公司对外部融资需求较高，近两年公司以银行借款、企业债券募集资金（体现在借款所收到的现金）为主的有息债务规模持续加大，筹资活动现金流入快速增长，2013年为83.60亿元，同比增长41.74%；2013年，公司偿还债务及往来借款的规模迅速增长，其中偿还债务所支付的现金为14.32亿元，支付的其他与筹资活动有关的现金15.85亿元，同比分别增长169.47%和721.91%；公司筹资活动表现为较大的净流入，2013年为53.04亿元，同比增长2.85%。

总体看，公司经营活动现金流入规模扩大，收现质量有所改善，但是土地开发、基础设施投资等项目需要更大规模的资金投入，使得公司对外融资需求快速增长。

3. 资本及债务结构

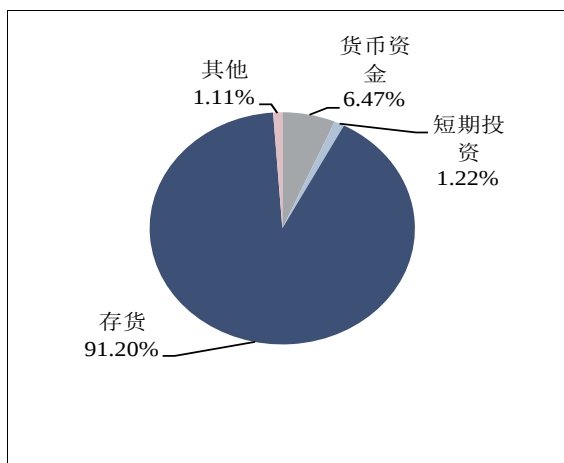
资产

截至2013年底，公司资产总额为413.40亿元，同比增长15.53%，其中流动资产和固定资产分别占73.57%和3.28%，长期投资净额和无形资产及其他资产分别占0.31%和22.84%，资产结构较2012年变化不大。

截至2013年底，公司流动资产为304.14亿元，同比增长22.04%，主要系存货和货币资

金大幅增加所致。2013 年底，公司存货占流动资产比重为 91.20%，货币资金占比为 6.47%，短期投资占比为 1.22%。

图 2 截至 2013 年底公司流动资产规模及构成



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金 19.68 亿元，同比大幅增长 267.66%，增长主要来自公司于 2013 年 10 月 15 日发行“13 湘潭九华债”18 亿元。截至 2013 年底，公司货币资金中银行存款占 80.90%，其他货币资金（包括定期存款和承兑汇票保证金）占 19.10%；受限资金 3.76 亿元。

截至 2013 年底，公司新增短期投资 3.70 亿元，主要为公司购买中国建设银行乾元“日鑫月溢”理财产品 3.50 亿元及其它理财产品 0.20 亿元。

截至 2013 年底，公司其他应收款净额为 1.53 亿元，同比下降 78.28%，主要系公司回收 2012 年代付的征拆款所致。公司其他应收款前五大客户欠款占账面原值的 65.92%，主要为借款和往来款。从账龄分析看，1 年以内的占 41.85%，1~2 年的占 2.41%，2~3 年的占 19.81%，3 年及以上的占 35.93%。2013 年公司对其他应收款计提坏账准备 0.10 亿元。

截至 2013 年底，公司预付账款为 1.74 亿元，同比增长 105.27%，主要为预付工程款增加所致。

截至 2013 年底，公司存货净额 277.38 亿元，同比增长 17.53%，其中土地储备 114.46

亿元（九华管委会政府以前年度注入的土地资产，商住用地 113.12 亿元，工业用地 1.34 亿元），与上年基本持平；土地综合开发成本 162.66 亿元（含尚未确认收入的代建投入及尚未出让的土地开发投入），较上年底增长 49.50 亿元；库存商品 0.25 亿元，较上年底减少 8.56 亿元（主要为结转 2010 年前竣工的道路工程）。存货资产价值高，跌价风险较小，因此，2013 年底公司未对存货计提存货跌价准备。公司存货中，账面价值 86.93 亿元的土地储备已经用于银行贷款和企业债券的抵押，其他土地储备和土地开发成本大规模变现能力较弱，公司存货资产流动性偏弱。

截至 2013 年底，公司固定资产合计 13.55 亿元，同比增长 16.86%。其中在建工程 5.71 亿元，同比下降 33.40%，主要为台湾工业园创新创业中心、九华产业社区转入固定资产 4.11 亿元所致；固定资产原值 8.50 亿元，同比增长 145.10%，公司现有固定资产净额主要为房产建筑物。截至 2013 年底，公司累计计提折旧 0.66 亿元。截至 2013 年底，公司固定资产中用于抵押的房产账面原值为 2.36 亿元，净值为 2.08 亿元，具体为位于湘潭县响水乡九华经济区宝马路办公楼和九华经济区无限路 1 号宿舍楼。

截至 2013 年底，公司无形资产为 94.34 亿元，同比下降 1.83%，公司无形资产中土地账面价值为 94.34 亿元，用于抵押的土地价值原值为 49.10 亿元。

总体来看，公司资产规模快速扩张，资产以土地资产为主，土地存货质量良好，但土地资产抵押率较高，资产流动性偏弱。

负债及所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益为 240.42 亿元，同比小幅增长 3.43%，主要来自未分配利润的增长。截至 2013 年底，公司未分配利润 22.84 亿元，同比增长 46.14%。公司实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和未确认的投资损失在所有者权益中分别占 2.50%、86.96%、1.05%、9.50% 和 -0.01%，公司权益稳

定性较好。

随着公司资产规模的扩张，公司负债规模也快速增长，2013年底，公司负债总额172.98亿元，同比增长37.97%，其中流动负债占39.92%，长期负债占60.08%。

截至2013年底，公司流动负债69.05亿元，同比增长35.64%，主要系短期借款及一年内到期的长期负债增长所致。

截至2013年底，公司短期借款7.66亿元，同比增长7.26亿元。公司短期借款中，以土地作为抵押获得的抵押借款为5.00亿元，以1.90亿元定期存款为质押取得的质押借款为2.66亿元。

截至2013年底，公司其他应付款为29.88亿元，同比下降29.10%，下降主要由于2012年公司与湘潭九华项目建设投资有限公司关联往来款12.86亿元中2.99亿元于2013年作为九华管委会预付工程款结转至收入（另外9.87亿元转入应付九华管委会名下）。

截至2013年底，公司一年内到期的长期负债为23.82亿元（一年内到期的长期借款20.82亿元、一年内到期的应付债券3.00亿元），同比大幅增长22.92亿元。

公司长期负债由长期借款和应付债券构成。截至2013年底，公司长期借款为69.93亿元（考虑一年内到期的长期借款后为90.75亿元），其中质押借款0.80亿元、抵押借款84.95亿元和保证借款5.00亿元；公司应付债券34.00亿元，其中包括“10湘潭九华债”10亿元（3亿元转入一年内到期的长期负债）、“12湘潭九华债”9亿元和“13湘潭九华债”18亿元。

有息债务方面，截至2013年底，公司全部债务合计136.40亿元，同比增长75.98%，其中短期债务32.48亿元，同比增长29.43亿元，长期债务合计103.93亿元，同比增长39.57%，占全部债务比重为76.19%，债务结构较合理。

债务指标方面，受“13湘潭九华债”发行及长期借款规模上升影响，2013年底公司负债水平明显上升，资产负债率、全部债务资本化

比率和长期债务资本化比率分别为41.84%、36.20%和30.18%。公司整体债务负担仍处于适宜水平。

总体来看，公司所有者权益稳定性较好，随着公司项目投入的加大，公司债务规模快速增加，债务负担有所上升，但整体债务期限结构合理，债务负担处于适宜水平。

4. 偿债能力

2013年，受一年内到期的长期负债大幅增长的影响，公司流动比率有所下降，为440.46%，公司流动比率高，主要由于流动资产中存货占比大，存货的流动性偏弱，公司实际短期偿还能力弱于该指标值；2013年，公司速动比率有所增长，为38.76%，但整体水平仍偏低；公司经营活动现金流量净额为负，对短期债务无保障能力。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2013年，公司EBITDA为11.63亿元，同比增长22.92%；由于全部债务增长较快，2013年公司全部债务/EBITDA为11.73倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度有所降低。公司长期偿债能力指标较弱。但考虑到公司较为丰富的优质土地资产，及九华示范区持续的资金支持，债务偿还较有保障，公司整体偿债能力正常。

截至2013年底，公司共获各家银行授信额度为人民币74.20亿元，已使用额度62.14亿元；公司间接融资渠道有待拓展。

截至2013年底，公司无对外担保或有事项。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（编号：G1043030200006480D），截至2014年4月28日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及湘

潭市及九华示范区区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到九华管委会对于公司在土地资产注入、代建成本返还、补贴收入划拨，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿还能力

“13 湘潭九华债/13 湘九华”发行额度为 18 亿元，期限为 7 年，采用提前偿还方式，从第 3 个计息年度起每年偿还本金的 20%。

2013 年，公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入和净流量分别为 11.63 亿元、42.27 亿元和-34.94 亿元，分别是该期债券本金的 0.65 倍、2.35 倍和-1.94 倍，分别是该期债券分期偿还各年本金 3.60 亿元的 3.23 倍、11.74 倍和-9.71 倍，总体看，公司 2013 年经营活动产生的现金流入量对该期债券本金具有一定的保障能力，EBITDA、经营活动产生的现金流入量对分期偿还各年本金覆盖程度较高。

“13湘潭九华债/13湘九华”募投项目为

湘潭九华经开区沪昆高铁湘潭（九华）北站站场配套基础设施及周边道路建设，公司偿债资金除依靠日常收入外，另根据九华管委会文件潭九管发[2013]3号和潭九管发[2013]5号，湘潭北站周边共2069.20亩土地规划为商业用地并计划于2014~2021年逐年出让，土地出让收入总额将不低于47.59亿元，且全部返还给公司，此外，湘潭北站项目建成后，湘潭市人民政府将委托公司对站前广场和相关配套设施等资源进行长期运营和管理，该部分业务产生的收入也将用于该期债券的本金偿付。如上述收入不能保证完全覆盖债券存续期内所需偿还的本息金额，九华管委会承诺将通过增加公司的土地出让返还以及安排相应财政资金等方式，使公司每一年的偿债资金都能够覆盖当年的本息金额，保证该期债券还本付息。总体看，土地出让计划安排对该期债券分期偿还各年本金覆盖程度好，九华管委会保证该期债券还本付息的承诺进一步提高了该期债券偿付的安全性。

表5 湘潭北站周边土地出让计划（单位：亿元）

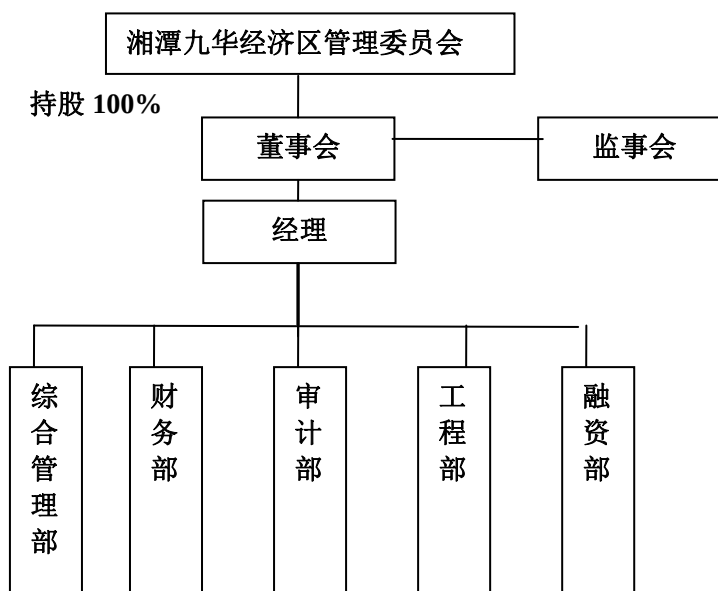
项目	总额	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
土地出让收入	47.59	3.54	4.09	8.96	8.90	6.97	6.97	6.90	1.26
分期偿还本金	18.00			3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	

资料来源：公司提供。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13湘潭九华债/13湘九华”AA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2013 年底子公司情况

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	公司持 股比例	经营范围
1	湘潭九华建设置业有限公司	800	100%	房地产开发建设、九华基础设施建设投资和项目建设、项目策划、物业管理
2	湘潭九华资产管理与经营有限公司	10500	100%	房屋的租赁与管理，户外广告位的租赁与管理
3	湘潭九华创新创业服务有限公司	3500	100%	房产租赁；创业指导；融资咨询服务、管理咨询服务；人才培养、技术创新；国家部委及省市各类公共财政支持项目的申报服务；各类科技计划项目的申报服务；高新技术、知识产权、专利等认定申报服务；项目投融资、股权投资、投资咨询服务、信贷担保咨询服务
4	湘潭九华产业发展投资有限公司	5000	100%	土地收储、整理开发经营；市政基础设施建设开发；房地产开发经营；供水、供电、供气工程建设；通信线路及配套设施开发建设；实业投资；建筑材料批发零售；物业管理

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.26	5.35	23.38
资产总额(亿元)	201.95	357.82	413.40
所有者权益(亿元)	128.57	232.45	240.42
短期债务(亿元)	2.00	3.05	32.48
长期债务(亿元)	36.45	74.46	103.93
全部债务(亿元)	38.45	77.51	136.40
主营业务收入(亿元)	17.90	36.37	36.72
利润总额(亿元)	3.75	8.32	9.14
EBITDA(亿元)	4.02	9.46	11.63
经营性净现金流(亿元)	-30.22	-47.55	-34.94
财务指标			
存货周转次数(次)	0.17	0.14	0.12
总资产周转次数(次)	0.18	0.13	0.10
现金收入比(%)	67.42	86.09	93.09
主营业务利润率(%)	11.05	16.38	19.17
总资本收益率(%)	2.12	2.38	2.26
净资产收益率(%)	2.64	3.09	3.33
长期债务资本化比率(%)	22.09	24.26	30.18
全部债务资本化比率(%)	23.02	25.01	36.20
资产负债率(%)	36.33	35.04	41.84
流动比率(%)	522.28	489.53	440.46
速动比率(%)	14.77	25.97	38.76
经营现金流动负债比(%)	-81.86	-93.40	-50.60
EBITDA 利息倍数(倍)	1.34	1.53	1.29
全部债务/EBITDA(倍)	9.57	8.19	11.73

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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 / 主营业务收入 × 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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(非流动)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。