

信用等级公告

联合[2015] 470 号

贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2015 年度 10 亿元小微企业增信集合债券进行了主动评级，确定：

贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司主体长期信用等级为 AA_{Pi}，评级展望为“稳定”

贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司拟发行的 2015 年度 10 亿元小微企业增信集合债券信用等级为 AA_{Pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任

分析师：周旭

二零一五年五月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司

2015年度 10 亿元小微企业增信集合债券主动评级报告

本期债券信用等级: AA_{Pi}

公司主体信用等级: AA_{Pi}

评级展望: 稳定

本期发行规模: 10 亿元

债券期限: 3 年

还本付息方式: 按年付息, 到期一次偿付本金

评级时间: 2015 年 5 月 20 日

财务数据:

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	37.11	56.29	66.28
所有者权益(亿元)	27.69	40.25	42.26
长期债务(亿元)	7.04	10.25	18.28
全部债务(亿元)	7.04	10.25	18.29
营业收入(亿元)	3.47	5.40	5.47
净利润(亿元)	1.25	1.90	2.02
EBITDA(亿元)	1.42	2.32	2.24
经营性净现金流(亿元)	0.25	-0.31	1.02
营业利润率(%)	2.91	5.83	4.67
净资产收益率(%)	4.50	4.73	4.77
资产负债率(%)	25.36	28.51	36.24
全部债务资本化比率(%)	20.27	20.30	30.21
流动比率(%)	927.35	744.72	939.37
EBITDA/全部债务(倍)	0.20	0.23	0.12
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.14	0.23	0.22

注: 1、长期应付款为有息债务, 已统计至全部债务中。

2、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

3、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

评级观点

贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司(以下简称“公司”或“开元城投”)是黔东南州城市基础设施投资建设的重要实体, 凯麻新城和凯里经济开发区建设的唯一平台。联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对公司的评级结果反映了公司区域垄断优势明显, 政府支持力度大以及资产规模持续扩张等方面具有显著优势。同时, 联合评级也关注到公司资产流动性偏弱, 盈利能力偏弱且未来投资项目规模大等不利因素给公司带来的负面影响。

随着公司基础设施代建业务逐步回购, 以及未来凯麻同城新区建设的不断推进, 公司未来收入和利润水平有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券发行额度大, 对公司现有债务有较大的影响, 为增强本次债券偿付能力, 公司设立了包括政府风险缓释基金在内的多重还款保障, 并设立了募集资金专户及偿债资金专户。基于对公司主体长期信用以及本次债券偿付能力的综合评估, 联合评级认为, 本次债券偿付风险低。

优势

1. 黔东南州近年来经济稳定发展, 财政实力不断提升, 为公司的发展提供了良好的外部环境。

2. 公司作为黔东南州城市基础设施投资建设的重要实体以及凯麻新城及凯里经济开发区建设的唯一平台, 得到了政府在资产划转、土地注入和财政补贴等方面的大力支持, 区域垄断优势明显。

3. 本次债券设立了包括风险储备金和政府风险缓释基金在内的多重还款保障, 并设立了募集资金专户、风险缓释基金专用独立账户及偿债资金专户, 本次债券偿付风险较低。

关注

1. 公司土地类资产占比大，且往来借款对公司形成一定的资金占用，资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

2. 公司未来投资项目规模大，对外融资压力上升。

3. 本次债券发行额度大，对公司现有债务有较大的影响。

4. 小微企业贷款回收风险较大，对公司风险管控能力提出了一定的挑战；相关基金吸收损失效用有限，公司面临一定代偿风险。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

张 雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以“pi”后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因贵州凯里经济开发区开元城市投资开发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。联合评级、评级人员与贵州凯里经济开发区开元城市投资开发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。

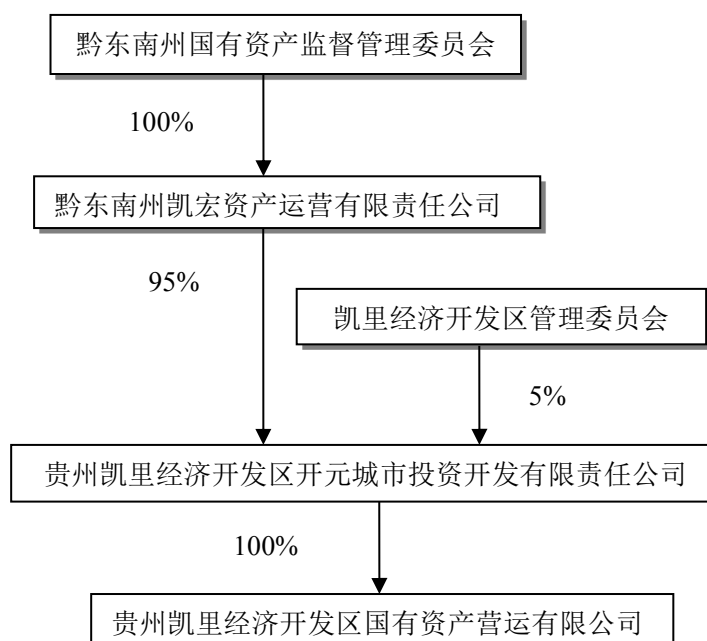
本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司（以下简称“公司”或“开元城投”）系黔东南州工商行政管理局于2010年05月24日批准成立的有限责任公司（国有控股）。截至2014年底，公司注册资本2亿元，实收资本1.5亿元，黔东南州凯宏资产运营有限责任公司出资95%，贵州凯里经济开发区管理委员会出资5%。公司的最终实际控制人为黔东南州国有资产监督管理委员会。截至2014年底，公司拥有1家全资子公司，为贵州凯里经济开发区国有资产营运有限公司（以下简称“国资公司”）。

图1 贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司的经营范围：法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营；法律、法规、国务院决定规定应当许可（审批）的，经审批机关批准后凭许可（审批）文件经营；法律、法规、国务院决定规定无需许可（审批）的，市场主体自主选择经营。（行使政府授权范围内的城建资产投资主体的职能；根据开发区城建规划和自身的资本实力、多渠道、多形式地筹集城建资金，并实施开发建设；负责对开发区城市基础设施的投融资管理，保证资金投入的安全和增值；根据授权，统一对全区已有的城建项目进行包装和招投标，通过市场平等竞争形势面向全社会公开选择项目新投资建设经营者；兼营房地产开发，旅游及文化产业开发、建设物资贸易，装饰装修工程，建筑材料，各类建筑工程项目和技术咨询，各种公共设施项目的营销策划，各类建设工程、房地产项目的融资担保和广告业务。）

公司采用董事会领导下的总经理负责制，下设财务部、融资部、企业管理部、资产管理部和项目建设部等5个职能部门。

截至2014年底，公司资产总额66.28亿元，所有者权益42.26亿元；2014年全年实现营业总收入5.47亿元，利润总额2.03亿元；经营活动产生的现金流量净额1.02亿元，现金及现金等价物净增加额5.56亿元。

公司注册地址：凯里经济开发区管委会办公楼一楼；法定代表人：张淼。

二、本次债券及募投项目概况

公司计划于2015年发行10亿元小微企业增信集合债券（以下简称“本次债券”），采用无担保发行的方式，发行期限为3年，按年付息，到期一次性还本。募集资金全部通过银行以委托贷款的形式投放于凯里经济开发区或经州人民政府同意的黔东南州其他小微企业。

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636,463亿元，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1,322万人，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262,394亿元，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）502,005亿元，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264,335亿元人民币，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140,350亿元，比上年增长11,140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64,490亿元，比上年增长4,292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75,860亿元，比上年增长6,849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119,158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151,662亿元，比上年增长11,449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22,570亿元，比上年增长2,098亿元，增长10.2%；地方财政支出129,092亿元，比上年增长9,351亿元，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8,900亿元；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1,000万人以上，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、行业分析

1. 城市基础设施建设行业分析

(1) 行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

(2) 行业政策

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。

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。

(3) 行业关注

流动资金压力大

城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点,在这样的情况下,地方政府投融资平台通常高负债运营,并面临着较大的流动资金压力。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的基础设施,往往受到当地政府的财政状况的影响,工程款结算周期较长,工程回购不及时,大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展,进而影响工程进度。

(4) 行业发展

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。

2014年全年,全国固定资产投资总额(不含农户)完成50.20万亿元,比上年名义增长15.7%,扣除价格因素,实际增长15.1%。在固定资产投资(不含农户)中,第一产业投资11,983亿元,比上年增长33.9%;第二产业投资208,107亿元,增长13.2%;第三产业投资281,915亿元,增长16.8%。

截至2014年底,中国城镇化率为54.77%,较上年提高1.07个百分点,未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则,遵循城市发展客观规律,以大城市为依托,以中小城市为重点,逐步形成辐射作用大的城市群,促进大中小城市和小城镇协调发展,是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度,增强农村发展活力,从而逐步缩小城乡差距,促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制,着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化,促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置,形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成

为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

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。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济

(1) 黔东南州

黔东南州即黔东南苗族侗族自治州，黔东南州位于贵州省东南部，截至目前，下辖17个县市（区），首府凯里。东邻湖南省怀化市，南接广西壮族自治区柳州、河池市，西连黔南布依族苗族自治州，北抵遵义、铜仁两地区。境内东西宽220千米，南北长240千米。总面积30,223平方千米。

黔东南苗族侗族自治州矿产有重晶石、汞、煤、铁、锰、锑等47种，重晶石冠甲中华，保有储量占全国的60%。黔东南苗族侗族自治州水能蕴藏量332万千瓦，可开发的水能资源244万千瓦，河流天然落差大，全州农村小水电站装机容量达16.32万千瓦，凯里火电厂装机容量达50万千瓦小时。

2014年全州全年生产总值701.71亿元，比上年增长14.4%，三次产业结构由19.1:30.8:50.1调整为17.7:30.6:51.7。全社会固定资产投资完成1,303亿元，增长26.8%，其中50万元以上固定资产投资完成1,028亿元，增长26.5%。2,000万元以上工业增加值完成155亿元，增长14%。财政总收入完成130亿元，增长10%；公共财政预算收入完成98.5亿元，增长15%；公共财政预算支出完成308.7亿元，增长10.68%。城乡居民人均可支配收入分别达到20,990元和6,139元，分别增长10.8%、14.7%。

2014年黔东南州完成州域城镇体系规划和第二轮城市总规修编，实现乡镇规划全覆盖。城镇基础设施投资完成232亿元，全州城市道路里程达到728公里，城镇日供水综合生产能力达到30万立方米，自来水普及率达到90%。城镇居民人均住房建筑面积31.8平方米，累计实施城镇保障性安居工程14.84万户。建成投运城镇污水处理厂32个，污水处理能力达20.91万吨/日。16个县市城区空气质量均达到或优于国家二级标准。贵广高铁正式通车，三黎、凯羊高速及瓮马、余凯高速部分路段建成通车，全州15个县市实现通高速。完成国省干线改造43公里、县乡公路改造152公里、通村油路（水泥路）2,135公里，建成一批县乡客运站。

表1 黔东南州2012~2014年地方财力明细情况（单位：万元）

项目	2012年	2013年	2014年
(一) 地方一般预算收入	700,750	859,931	926,328
1、税收收入	454,561	512,221	622,721
2、非税收入	246,189	347,710	303,607
(二) 转移支付和税收返还收入	1,763,937	1,925,083	4,185,973
1、一般性转移支付收入	945,780	1,051,552	1,144,379
2、专项转移支付收入	788,214	843,588	3,010,000
3、税收返还收入	29,943	29,943	31,594
(三) 政府性基金收入	614,776	472,343	397,116

(四) 预算外财政专户收入	32,096	35,915	86,515
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	3,111,559	3,293,272	5,595,932

资料来源：公司提供

从黔东南州地方综合财力的结构来看，一般预算收入和转移支付收入是黔东南州财政收入的主要来源。政府性基金收入主要来自于国有土地使用权出让获得的收入，受宏观政策和市场影响，存在较大的波动，具有不确定性。截至2014年底，黔东南州地方政府债务余额448.90亿元，政府债务率为80.22%，债务负担重。

(2) 凯里经济开发区

贵州凯里经济开发区2000年7月经贵州省人民政府批准成立，位于黔东南苗族侗族自治州府所在地凯里-麻江城市总体规划的中心区域，区位优势，交通便捷，是华东、华南进入大西南的交通要道。根据贵州省政府《凯里-麻江城市总体规划》的批复精神，凯里经济开发区正在大力实施凯里-麻江同城化发展战略，凯里经济开发区所辖的面积将扩大到588.73万平方公里，总人口将增加到12.2万人。

2014年，全区500万以上工业总产值完成52.57亿元，同比增长59.04%，占省下达年度目标任务数50亿元的105.14%；工业增加值完成12.67亿元，同比增长80.51%。全年固定资产投资完成114.2亿元，同比增长30.0%。招商引资到位资金86.52亿元，完成州下达目标任务86亿元的101%，同比增长38.97%。财政总收入完成65,378万元，同比增长9.64%。

“十二五”期间，凯里经济开发区围绕打造“省级一类开发区、千亿级产业园区、国家经济技术开发区”三大发展目标，按照“生态化引领、园区化布局、集约化管理、产业化经营”的发展思路，着力发展电子信息、装备制造、医药食品、现代物流、文化创意等主导产业，着力打造电子信息产业园、医药产业园、港深科技园、电梯工业园、汽车工业园等“百亿产业园”和宝恒国际建材城、经纬国际汽车贸易城、中药材批发城、常驰小五金批发城、凯威现代物流城等“百亿物流城”，2020年工业总产值达到1,000亿元以上，将凯里经济开发区建设成为宜居、宜业、宜游的现代花园式新城区。

总体来看，近年来黔东南州经济不断发展，财政实力稳步提升，凯里经济开发区发展势头良好，为公司未来发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 规模与竞争力

开元城投是经黔东南州人民政府批准成立的重点平台类企业。开元城投在黔东南州城市基础设施建设及国有资产运营领域处于重要地位，是黔东南州最主要的城市基础设施投融资和建设主体之一，担负着城市基础设施建设和运营的重要任务。自成立以来一直得到黔东南州州委、州政府的大力支持，公司经营规模和实力不断壮大，有着较强的竞争优势和广阔的发展前景。同时，黔东南州经济的发展和基础设施建设需求的不断增加保障了公司盈利的稳定性。

根据凯开管专议【2014】140号专题会议纪要精神，公司作为打造凯里麻江新城和凯里经济开发区唯一的城市运营平台，将立足于整体运营经济开发区，统筹规划，积极开展凯麻新区和凯里经济开发区的建设工作，区域垄断优势明显。

2. 人员素质

公司董事长张淼，现年44岁，研究生学历，曾历任黔东南州州长助理、凯里市人民政府

市长、凯里经济开发区管委会主任等职务，2013 年 7 月至今担任公司董事长职位。

公司总经理杨晖霖，现年 56 岁，高级经营师，本科学历，毕业于贵州大学数学系，曾历任凯里市统计局调查队长、凯里经济开发区东区管委会副主任、凯里经济开发区建设局长、交通局长、环保局长等职务，2010 年 5 月至今担任公司总经理一职。

公司副总经理陈卫，现年 38 岁，会计师，本科学历，曾历任凯里农村信用合作联社营业部主任、业务发展科副科长、财务信息部主任等职务，2012 年 4 月至今担任公司副总经理一职。

从员工构成来看，截至 2014 年底，公司共有员工 75 人，按照文化程度划分本科及以上学历 50 人，大专学历 23 人，高中及中专 2 人；按年龄分布划分，50 岁以上 2 人，30~50 岁 27 人，30 岁以下 46 人；按岗位构成划分，管理人员 17 人，研发人员 5 人，生产人员 47 人，销售人员 6 人。

总体看，公司高管人员文化素质高，管理经验丰富；公司员工的年龄结构较好，岗位构成合理，文化素质较好，能够满足公司日常的经营管理需求。

3. 外部支持

公司作为黔东南州城市基础设施建设和国有资产经营的重要主体，在资产注入、土地划拨和政府补助方面得到了政府的大力支持。

在资产注入方面，根据贵州凯里经济开发区管委会凯开管函【2013】204 号文《贵州凯里经济开发区国有资产营运有限公司股权划转的批复》，2013 年将国资公司无偿划拨给开元城投。国资公司主要负责重组和处置国有企业改制中剥离出来的闲置资产、行政事业单位经营性资产及已核销的不良资产；受托经营管理部分已改制企业主辅分离后的辅业资产及关闭破产企业的存续国有资产；依法收购和处置省属国有企业中金融机构持有的债权和股权；开展企业并购重组的代理业务，参与并购公司的改制，开展融资、资产处置、人员安置、债务“打包”处理、抵押担保和咨询服务活动等；根据政府城市规划实施相应开发建设；根据授权，依法从事土地开发、储备业务。合并日国资公司账面净资产 16.07 亿元。

根据黔东南州政府出具的黔东南府函【2010】112 号文件精神，凡是贵州凯里经济开发区范围内隶属于州政府的有效资产的所有权、占有权、收益权和重大项目的投资经营管理权全部划归或办给开元城投或国资公司。凡是开元城投或国资公司立项或委托代建的黔东南州重大项目所涉及的财政补贴、州政府安排的配套资金全部拨给开元城投或国资公司。

在土地资产注入方面，2010~2013 年，公司获得的政府注入的土地资产有凯开土国用（2010）第 070 号、凯开土国用（2010）第 071 号、凯开土国用（2010）第 072 号、凯开土国用（2010）第 005 号、凯经开土国用（2012）第 0182 号、凯经开土国用（2013）第 0183 号、凯经开土国用（2013）第 0184 号等地块，注入土地面积 341.50 万平方米，评估价值 32.10 亿元，土地性质均为可用于出让的商业用地，计入公司存货和无形资产等科目，同时增加公司的资本公积。

政府补助方面，2012~2014 年公司分别获得政府补助资金 1.40 亿元、2.00 亿元和 2.00 亿元，用于开元路、雨润场平、白午安置房和削峰填谷等项目的建设。公司收到的政府补助计入营业外收入，现金流体现在收到其他与经营活动有关的现金中。

总体来看，公司作为黔东南州城市基础设施建设和国有资产管理的重要主体，受政府支持力度大。

六、公司管理

1. 治理结构

公司依法设立股东会，股东会为公司最高权力机构，股东会会议，由股东按照出资比例行使表决权。出席股东会的股东必须超过全体股东表决权的半数以上方能召开股东会。首次股东会由出资最多的股东召集，以后股东会由董事会召集，董事长主持。股东会会议应对所议事项作出决议，决议应由代表二分之一以上表决权的股东表决通过，但股东会对公司增加或减少注册资本、分立、合并、解散或者变更公司形式、修改公司章程所作出的决议，应由代表三分之二以上表决权的股东表决通过。

公司依法设立董事会，董事会成员为6人，其中黔东南州凯宏资产运营有限责任公司4名，贵州凯里经济开发区管理委员会代表1人，职工代表1人，设董事长1名，董事每届任期3年，可以连任。董事会成员由出资者委派和更换。董事长为公司的法定代表人。董事会议实行一人一票制和按出席会议董事人数，少数服从多数的原则，当赞成票和反对票数相等时，董事长有权作出最后决定。

公司设立监事会，监事会成员共设5人，其中，开发区管委会3人，职工代表2人，监事会设召集人一名，召集人由开发区管委会委派，监事会每届任期三年，可以连任。监事会行使以下职权：检查公司的财务；对董事、经理履行职务时遵守法律法规，公司章程的情况进行监督；当董事和经理的行为损害公司利益时，要求董事和经理予以纠正以及法律赋予的其他职权。

公司设总经理1名，统一负责公司的日常经营管理工作，总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施公司章程经营计划和投资方案，拟定公司的融资计划及资本运营方案，拟定公司年度财务预决算方案、利润分配及弥补亏损方案等。

总体看，公司已建立了较为规范的法人治理结构。

2. 管理水平

管理制度方面，公司设立了较为完善的管理制度，包括子公司管控制度、项目实施管理制度、资金管理制度和审计监督管理制度等。

对子公司管控方面，公司以资产为纽带建立母子公司管理体系，对所属企业行使国有资产出资人权益，对所投资的企业主要进行价值形态的管理，审定投资项目、投资计划，集中统一管理建设资金，负责干部任免和管理等。

项目实施管理方面，公司实行政府投资工程代建制度。对于重大的城市基础设施建设项目，通常由公司负责组织实施，公司设立项目建设部对相关项目进行指导、监督和协调等。

资金管理方面，政府委托代建的项目资金，由黔东南州政府统一拨付，委托开发区财政局代为支付，由开元城投按照“集中管理，统一支付”的资金管理模式代为管理。各个代建项目单位会按照工程进度提出资金申请，公司根据工程进度及监理报告，统一调度并直接向施工方支付资金，确保城建资金专款专用，从源头上杜绝了腐败问题，同时又能够引导和协助建设单位完善建设项目的管理工作。

审计监督方面，公司负责的项目从招投标开始审计部门就介入参与项目的前期、中期和竣工验收的审计工作。公司投资项目严格落实项目法人制、招投标制、合同管理制、建设监理制、廉政责任制“五制”要求，建立了内审和外审相结合的项目建设全过程跟踪审计制度，严格按照规范要求进行工程结算审计，重大项目还要接受国家、省、市审计机关的专项审计，严格规范地进行工程建设管理。

总体来看，公司各项管理制度完备，能够满足公司日常经营和发展的需求。

七、经营分析

1. 经营概况

公司的主营业务为委托代建业务。2012~2014 年，公司分别实现主营业务收入 3.47 亿元、5.39 亿元和 5.47 亿元。公司近三年主营业务收入的明细情况如下表所示：

表 2 2012~2014 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建造合同	34,718.36	100.00	3.00	53,940.79	100.00	6.00	54,726.07	100.00	4.81
合计	34,718.36	100.00	3.00	53,940.79	100.00	6.00	54,726.07	100.00	4.81

资料来源：公司提供

公司作为黔东南州城市基础设施投资建设的重要主体，根据州政府的规划，每年承担凯里经济开发区大量的基础设施代建业务。

2. 业务运营

公司的委托代建业务是由公司或者子公司国资公司同黔东南州人民政府签订委托代建协议，协议约定代建项目的资金来源由政府全额出资，分期支付，公司可以贷款或者融资，融资费用由政府承担。政府成立专项偿债资金，并指定州财政局委托开发区财政局自委托代建协议生效日起至资金全部支付完毕之日止，以每年预算安排的形式从专项偿债资金中拨付相应的资金。

公司（乙方）同黔东南州人民政府（甲方）签订协议，甲方根据项目进度，分年度按季拨付项目资金，按照项目进度的 90%用于拨付，并委托开发区财政局进行资金拨付和管理，项目竣工验收合格后半年，将剩余的 10%资金拨付到位。公司同州政府签订的委托代建协议按照 6%收取代建管理费，国资公司同州政府签订的委托代建协议按照 3%收取代建管理费，代建管理费按照年度支付。

截至目前，公司已完工的代建项目有凯里房地产交易中心建设工程项目、凯里城市主干道凯里经济开发区至下司段工程（开元路）项目、凯里经济开发区城市干道路网工程（高新南段）项目、凯里经济开发区城市干道路网工程（春晖路）项目、凯里经济开发区镰刀湾景区道路项目、凯里经济开发区城市干道路网工程（高新北段）项目等，2012 年和 2013 年公司代建项目仅实现了少量的现金回流（0.78 亿元），公司在财务处理上使用了政府划拨土地置换了部分应收政府的工程款，近三年用于置换的土地有凯经开土国用（2011）第 001 号、凯经开土国用（2012）第 0181 号、凯经开土国用（2013）第 0790 号、凯经开土国用（2013）第 0791 号、凯经开土国用（2013）第 0793 号等地块，均为可出让的商业用地，合计评估价值 10.54 亿元，计入公司的存货科目。2014 年全年，黔东南州政府合计支付公司项目建设资金 7.05 亿元（以冲抵 2014 年建造合同收入的方式入账，多于收入的 2.18 亿元计预收账款科目）。截至 2015 年 3 月底，公司项目建设资金及项目贴息资金回款合计 16.69 亿元（其中 2015 年 1~3 月回款合计 8.31 亿元，以冲抵 2015 年建造合同收入的方式入账，多于收入部分计预收账款科目），基本将往年建设支出资金悉数收回，实际回款合计数与公司收入略有出入的原因系项目贴息资金在财务报表中与项目建设资金并未体现在同一科目中，且项目贴息资金难以计量。

截至 2014 年底，公司目前的在建项目和未来拟投资项目情况如下表所示：

表 3 截至 2014 年底公司在建工程和未来拟建项目投资情况（单位：亿元）

项目 状态	项目名称	计划总 投资	资金筹措方案			截至 2014 年 底投资额	2015 年	2016 年	2017 年
			银行贷 款	自筹	财政				
目前 在建 项目	凯里经济开发区工业职业技术学院项目	5.98	4.00	1.98		1.13	1.25	2.00	1.60
	凯里经济开发区翁义小学项目	0.47			0.47	0.23	0.24		
	凯里经济开发区白午小学改扩建项目	0.52			0.52	0.32	0.20		
	凯里经济开发区白午中学项目	0.71			0.71	0.48	0.23		
	凯里经济开发区保障性住房白午安置建设工程	12.25	8.05		4.20	7.30	4.10	0.85	
	凯里经济开发区环城南路路基建设工程项目	22.00			22.00	2.00			
	凯里经济开发区中科汉天下 1#、4#厂房建设工程项目	0.60	0.50		0.10	0.38	0.15	0.07	
	贵州凯里数据中心建设项目	6.00	4.80		1.20	0.38	1.82	2.00	1.80
	凯里经济开发区城市干道路网工程（金汇路）	0.71	0.50	0.21		0.75			
小计		49.24	17.85	2.19	29.2	12.97	7.99	4.92	3.4
拟建 项目	物联网科教产业园	10	5	3.5	1.50		3.5	4.5	2
	凯里市开发区供水工程	1.38	0.6		0.78		0.04	1	0.34
	炉山棚户区改造	5.2	4.1		1.1		2.7	2.5	
	白午二期 3000 套棚户区改造安置房项目	6	4.2		1.8		2	3.4	0.6
	开发区开元水务管网建设项目	3	2.1		0.9		0.6	1.4	1
小计		25.58	16	3.5	6.08	0	8.84	12.8	3.94
合计		74.82	33.85	5.69	35.28	12.97	16.83	17.72	7.34

资料来源：公司提供

注：因凯里经济开发区环城南路路基建设工程项目暂定施工，除公司已投资的 2.00 亿元外未来无继续投资计划，该项目尚未结算；因凯里经济开发区城市干道路网工程（金汇路）项目拓宽建设，因此其实际投入高于计划总投资额。

截至 2014 年底，公司在建工程及未来拟投资项目总投额 74.82 亿元，已投资额 12.97 亿元，项目资金来源主要为银行贷款和财政拨款，公司未来的投资规模很大，对外融资需求大。

3. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数三年均值分别为 39.61 次、0.18 次和 0.10 次，2014 年的值为 57.98 次、0.15 次和 0.09 次。总体看，公司的经营效率符合其从事的城投类行业的特点。

4. 经营关注

公司主营业务单一，营业收入对地方财政依赖程度高。公司在建及拟建项目较多，虽有财政解决大部分资金需求，公司仍需自筹部分资金，且公司未来投资项目规模大，融资压力较大。

5. 未来发展

公司是黔东南州城市基础设施投资建设的重要主体，同时也是凯里-麻江城市总体规划中心区域（以下简称“凯麻同城”或“凯里中心”）建设的唯一平台，目前公司在建和未来拟建的大部分项目均为凯麻同城新区的建设项目。根据国发【2012】2 号文件规定：加快构建凯里-麻江同城化发展。黔东南州把凯麻新区作为经济发展的区域，加快建设凯里-麻江一体化发展，把凯麻新区建设成为黔中经济区，努力构建 160 万人口的国际旅游城市。

凯里中心的功能定位为凯麻新城区主体，目前正在申报国家级经济技术开发区、城乡一体化示范区、改革创新先行试验区，随着凯里中心各项建设的逐步推进，公司未来建设规模有望增长。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年度财务报表由北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

2013 年，公司以无偿划转，受让国资公司的全部股权，将其纳入合并范围，合并日国资公司账面净资产 16.07 亿元。合并后公司长期应付款有明显增长（由财政局转借款构成），其余资产和负债科目变化不大。

截至 2014 年底，公司资产总额 66.28 亿元，所有者权益 42.26 亿元；2014 年全年实现营业收入 5.47 亿元，利润总额 2.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.56 亿元。

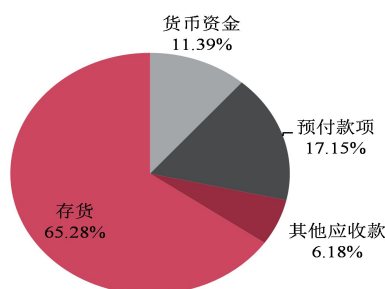
2. 资产质量

近年来，随着黔东南州城市基础设施建设的不断推进，公司业务规模不断扩大，资产总额快速增长。2012~2014 年，公司资产总额年均复合增长 33.65%。截至 2014 年底，公司资产总额 66.28 亿元，其中流动资产占比 81.31%，非流动资产占比 18.69%，公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产大幅增长，年复合增长率为 56.59%，主要系公司存货大幅增长所致。截至 2014 年底，公司流动资产为 53.89 亿元，较年初增长 24.88%，增长主要系货币资金和预付款项增加所致。公司流动资产中，货币资金、预付款项、其他应收款和存货占比分别为 11.39%、17.15%、6.18% 和 65.28%。

图 2 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金快速增长。截至 2014 年底，公司货币资金 6.14 亿元，主要为银行存款和少量库存现金，公司期末不存在受限使用的货币资金。

2012~2014 年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 165.85%。截至 2014 年底，公司预付款项 9.24 亿元，主要为公司预付给开发区财政局的土地款以及预付给施工方的工程建设款，款项账龄主要在 1 年以内（共计 8.73 亿元）。

2012~2014 年，公司其他应收款波动中有所下滑，年均复合减少 9.95%。截至 2014 年底，

公司其他应收款 3.33 亿元。公司其他应收款账龄在 1 年内占比 62.41%；账龄在 1~2 年的占比 34.64%。公司其他应收款应收的前五名单位：开元科教产业发展有限责任公司、贵州贵龙客车制造公司、黔东南州凯宏资产运营有限责任公司、贵州中科汉天下电子有限公司和贵州西蒙斯电梯有限公司，合计欠款比例为 63.77%，全部为往来款。

公司的存货构成主要为开发土地和少量的工程施工。近年来存货规模快速增长，三年复合增长率为 47.89%。截至 2014 年底，公司存货合计 35.18 亿元，其中开发土地 34.99 亿元，工程施工 0.19 亿元。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产有所下降，年均复合下滑 9.50%。截至 2014 年底，公司非流动资产 12.39 亿元，其构成主要为：长期应收款（占 39.91%）和无形资产（占 60.03%）。

2013 年，公司调整资产科目，将其他非流动资产中应收黔东南民族职业技术学院借款 3.58 亿元和应收凯里市建总公司借款 1.90 亿元计入长期应收款科目，均为委托贷款。截至 2014 年底，公司长期应收款科目 4.94 亿元，其中应收黔东南民族职业技术学院借款 3.04 亿元，应收凯里市建总公司借款 1.90 亿元。

近年来，公司无形资产逐年减少，年均复合下降 19.39%。截至 2014 年底，公司无形资产合计 7.44 亿元。公司的无形资产全部为土地使用权，较 2013 年减少 3.59 亿元，主要系资产科目调整，该部分土地类资产转入存货所致。

截至 2014 年底，公司存货和无形资产中有账面价值共计 11.69 亿元的土地资产用于抵押。

总体来看，公司资产以流动资产为主，存货和无形资产等土地类资产占比大，资产流动性偏弱；往来借款对公司资金形成一定的占用，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

随着公司业务的扩张，公司负债规模也随之增长。2012~2014 年，公司负债年均复合增长 59.75%。截至 2014 年底，公司负债合计 24.02 亿元，其中流动负债占 23.89%，非流动负债占 76.11%，公司负债结构以非流动负债为主。

近年来，公司流动负债波动增长，截至 2014 年底，流动负债 5.74 亿元，公司流动负债主要为预收账款和其他应付款。

截至 2014 年底，公司预收账款 2.18 亿元，系公司预收开发区财政局的 2.18 亿元工程款。

截至 2014 年底，公司其他应付款 3.42 亿元，账龄在 1 年以内的占比 81.98%，账龄在 1~2 年的占比 9.77%，账龄在 2~3 年的占比 8.25%。公司其他应付款应付的前五名合计占其他应付款总额的 97.19%，主要系往来借款。

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 61.13%，主要是长期借款的增加。截至 2014 年底，公司非流动负债 18.28 亿元，其中长期借款占 86.10%，长期应付款占 13.90%。

2012~2014 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 112.06%。截至 2014 年底，公司长期借款 15.74 亿元，全部为抵质押借款。公司的长期借款全部为委托借款，由开发区财政局根据统一规划对资金进行调度，根据项目的建设情况拨付给公司或开发区内其他企业。

2012~2014 年，公司长期应付款快速下降，年均复合下滑 15.28%。截至 2014 年底，公司长期应付款 2.54 亿元，全部为开发区财政局的转借款项，借款利息由开发区财政局承担，公司不负担利息费用。

近三年，公司有息债务逐年增长，除100万元应付票据外全部为长期债务。截至2014年底，公司全部债务合计18.29亿元，其中长期债务全部为委托贷款。根据第三方协议，贷款的资金成本由调度资金的财政以及资金的使用方承担，委托贷款的回款风险较小。对于贷款利息，财政按月拨付，以确保利息资金的及时偿还。因此，截至目前，公司实际有息债务负担仅为100万元应付票据。

从债务指标来看，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率近三年均值分别为31.74%、25.24%和25.25%，2014年值分别为36.24%、30.20%和30.21%。

总体来看，公司债务结构以长期债务为主，有息债务几乎全部为委托贷款，欠款单位多为政府部门和政府扶持的小微企业，欠款由政府安排兜底进行偿还，公司除100万元应付票据外无有息债务负担。

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率23.53%，公司所有者权益的增长主要系资本公积和未分配利润的增加。截至2014年底，公司所有者权益42.26亿元，其构成主要为：实收资本占3.55%、资本公积占82.79%、未分配利润占12.07%，盈余公积1.59%。公司资本公积构成主要为政府历年划拨的土地类资产，土地性质全部为可用于出让的商业用地，计入公司存货和无形资产等科目。总体来看，公司所有者权益结构较稳定。

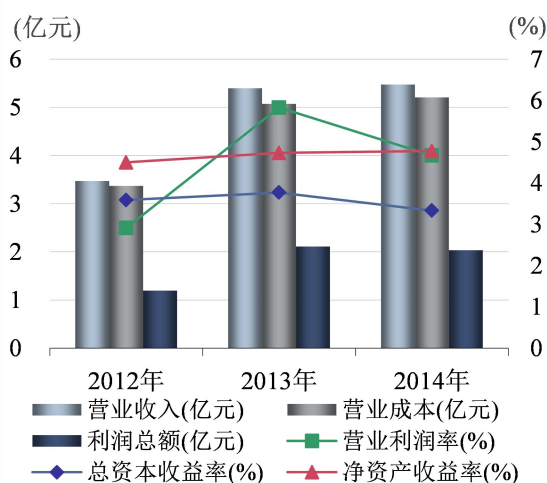
4. 盈利能力

2012~2014年，公司分别实现营业收入3.47亿元、5.40亿元和5.47亿元，全部为公司委托代建项目的回购收入。国资公司的委托代建费按照成本的3%收取，开元城投的委托代建费按照成本的6%收取。2014年前，公司主营业务现金流入量小，应收的代建管理费由政府划拨土地资产进行置换。2014年公司收回大部分代建管理费相关资金。

从期间费用来看，公司的期间费用主要为管理费用支出，近三年期间费用率波动下降，2012~2014年分别为8.85%、4.10%和4.07%，公司期间费用的控制能力较好。

2012~2014年，公司分别获得政府补助收入1.40亿元、2.00亿元和2.00亿元；实现利润总额1.19亿元、2.11亿元和2.03亿元，政府补助对公司利润总额形成良好支撑。

图3 2012~2014年公司营业收入及盈利情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标来看，2012~2014年，公司总资本收益率和净资产收益率均值分别为3.51%和

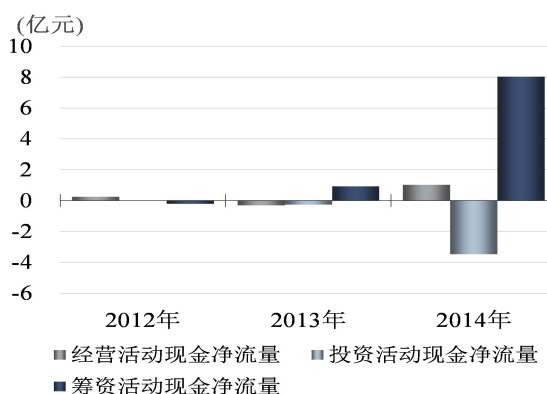
4.71%，2014年上述指标分别为3.33%和4.77%，公司整体盈利能力较弱。

总体来看，随着凯麻同城建设的推进，公司代建业务的收入有望持续增长；公司的利润来源主要依靠政府补贴，整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014年，公司经营活动现金流入量分别为3.22亿元、6.73亿元和12.35亿元，主要系收到的其他与经营活动有关的现金以及用于公司代建项目的建设资金。2012~2014年，公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为3.22亿元、5.95亿元和5.30亿元，主要系公司收到的政府补助和往来款项。2012~2014年，公司经营活动现金流出量分别为2.97亿元、7.04亿元和11.33亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金；公司支付的其他与经营活动有关的现金分别为1.75亿元、1.36亿元和2.01亿元，主要公司与其他单位的往来款项；公司经营活动产生的现金流净额分别为0.25亿元、-0.31亿元和1.02亿元。从收现质量来看，近三年的现金收入比分别为0.00%、14.47%和128.89%，收现质量有明显改善，公司2012~2013年代建项目的收现质量差系账务处理上公司以政府划拨的土地置换应收项目代建款所致。

图 4 2012~2014 年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

公司的投资活动现金流规模逐年递增。2012年，公司仅有购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 18.60 万元；2013 年公司投资活动表现为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支出 2,704.73 万元；2014 年公司投资活动除购建固定资产支付 34,890.11 万元外，收到投资收益现金 4.44 万元（理财产品收益）。近三年公司投资活动现金流净额分别为-18.60 万元、-2,704.73 万元和-34,885.67 万元。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入量分别为 1.32 亿元、3.76 亿元和 8.68 亿元，主要为取得借款收到的现金；2012~2014 年筹资活动现金流出分别为 1.54 亿元、2.84 亿元和 0.65 亿元，主要系支付的其他与筹资活动有关的现金（同其他单位的往来款），2012 年有 0.20 亿元现金流出用于偿还债务；2012~2014 年，公司筹资活动现金流净额分别为-0.22 亿元、0.92 亿元和 8.03 亿元。

总体来看，公司经营活动的收现质量逐年有所好转，投资需求逐年递增，经营和投资活动需要外部资金进行平衡，公司有一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司流动比率和速动比率波动上升，2014 年公司的流动比率和速动比率分别为 9.39 倍和 3.26 倍。公司近三年的经营现金流动负债比分别为 10.49%、-5.36%和 17.73%，经营活动现金流波动较大且对流动负债的保障能力较弱。2012~2013 年，公司无短期借款；2014 年公司现金短期债务比为 614.03，现金类资产对短期债务的覆盖程度高。总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力来看，公司的长期债务几乎全部为委托贷款，借款单位主要是政府部门和政府扶持的小微企业，由政府兜底安排还款付息，公司除 100 万元应付票据外无长期有息债务负担。2012~2014 年，公司 EBITDA 总体呈增长态势，三年分别为 1.42 亿元、2.32 亿元和 2.24 亿元。公司 EBITDA 全部债务比三年分别为 0.20 倍、0.23 倍和 0.12 倍，公司 EBITDA 对债务的保障能力尚可，公司长期偿债能力尚可。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

截至 2014 年底，公司共获得银行授信总额 17.54 亿元，已使用授信额度 16.49 亿元，授信结余 1.05 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1052260100055220A），截至 2015 年 3 月 30 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。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券发行额度 10 亿元，占 2014 年底公司长期债务的 54.70%，占公司全部债务的 54.67%。本次债券的发行对公司整体债务结构影响大。

截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 36.24%、30.21%和 30.20%。以 2014 年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 44.60%、40.10%和 40.09%，公司债务负担将有所加重，但仍处于较适宜水平。

2. 本次债券偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 3.22 亿元、6.73 亿元和 12.35 亿元，分别为本次债券发行额度的 0.32 倍、0.67 倍和 1.24 倍；公司 EBITDA 分别为 1.42 亿元、2.32 亿元和 2.24 亿元，分别为本次债券发行额度的 0.14 倍、0.23 倍和 0.22 倍。公司经营活动现金流入量本次债券的保障能力一般，EBITDA 对本次债券的保障能力弱。

十、债权保护条款分析

1. 风险储备基金和政府风险缓释金

开元城投本次债券募集资金投放过程中获得的利差收入（即发行人已收到的委托贷款利息与已支付的债券兑付利息之间的差额）作为本次债券的风险储备基金，设立专项账户进行管理和监督，在本次债券本次全部到期清偿前，公司不得自行提取。当小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）不足以清偿本次债券到期本息时，风险储备金中的资金将用于偿还债券到期本

息。

另外，根据公司与黔东南州政府、贵州银行股份有限公司凯里迎宾支行（以下简称“贵州银行”）三方签订的框架协议，针对本次债券的发行，黔东南州政府承诺按照本次债券发行规模的 5% 由当地财政直接划拨资金，作为本次债券的风险缓释金。若本次债券到期时，公司使用小微企业归还的贷款本息（含罚息）及设立的风险储备基金仍不足以对债券本息进行清偿，黔东南州政府和开元城投不可撤销的授权贵州银行将专项账户中的资金划拨至“偿债资金专项账户”中，用于清偿债券的本息。

但小微企业贷款回收风险较大，对公司风险管控能力提出了一定的挑战；本次债券设立的风险储备基金和风险缓释金吸收损失效用有限，公司面临一定代偿风险。

2. 专项债券资金账户监管

开元城投与贵州银行签订了《2014 年贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司小微企业增信集合债券账户及资金监管协议》和《2014 年贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司小微企业增信集合债券代理协议》。针对本次债券，设立募集资金本金和利息账户及偿债账户，专项用于本次债券的资金管理。

募集资金本金账户管理方面，其指定用途为本次债券募集资金的存放，委托贷款本金的回收，本次债券本金偿付资金的归集和支付等，监管银行对募集资金本金账户资金的变动情况按期进行检查。

募集资金利息账户管理方面，其指定用途为存放使用募集资金发放的委托贷款利息，支付本次债券应付利息，闲置利息资金投资与流动性好、易于变现的固定收益产品。

偿债资金账户管理方面，公司应按照本次债券还本付息的有关要求，将还本付息资金及时划拨至偿债账户。在《募集说明书》规定的债券付息日和兑付日前 5 个工作日内或之前，公司应当保证有足额的资金存入募集资金本金账户和募集资金利息账户以支付当期的债券本息，当所归集的资金不足以清偿时，监管银行应及时督促公司制定有效的措施，在兑付的 3 个工作日内将相关的资金归集到位。

3. 流动性支持及委托贷款转让

开元城投同委托贷款行（贵州银行）签订了《流动性支持及委托贷款转让框架协议》，协议规定当本次债券本次偿还面临资金流动性不足时，贵州银行股份有限公司承诺在兑付日前 10 个工作日内为公司提供不超过本次债券本息偿还金额的流动性贷款支持；在委托贷款任何本息逾期情况下，贵州银行将同开元城投签订《委托贷款转让协议》，作为受让人受让该笔委托贷款，对贷款资金代为偿还。

总体来看，本次债券设立风险储备基金和政府风险缓释金，募集资金本息账户和偿债资金账户设立专项账户进行监管，发生资金流动性不足或者偿付困难时，贵州银行提供流动性资金支持或受让委托贷款代为偿还，同时综合考虑黔东南州政府对公司的综合支持，本次债券到期不能偿付的风险较小。

十一、结论

黔东南州近年来经济不断发展，财政实力稳步提升，为公司的经营发展提供了良好的外部环境。

公司是黔东南州重要的城市基础设施投资建设实体，在资产划转、土地划拨以及财政补贴等方面得到黔东南州政府的大力支持，是凯麻同城建设的中坚力量。公司资产以流动资产为主，存货和无形资产等土地类资产占比大，资产流动性偏弱；往来借款对公司资金形成一定的占用，公司整体资产质量一般，盈利能力偏弱。

未来随着凯麻同城新区建设的不断推进，公司营业收入和利润规模有望持续提升。综合考虑公司自身的债务偿还能力和黔东南州政府对公司的综合支持，以及本次债券设立的风险储备基金和风险缓释金，发生资金流动性不足或者偿付困难时，贵州银行提供流动性资金支持或受让委托贷款代为偿还，公司本次债券的安全性较高，到期不能偿还的风险较小。

基于公司主体信用状况以及对本次债券的偿债能力综合分析，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险较低。

附件 1 截至 2014 年底贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限 责任公司土地类资产明细情况

土地使用权证编号	地理位置	面 积	评估价值	账面价值	土地使 用权 类型	土地用途	是否 抵押	计入资 产科目
		(平方米)	(万元)	(万元)				
凯开土国用 (2005) 第 99 号	凯里开发区翁义	984,004.92	9,052.85	9,052.85	划拨	工业用地	否	存货
凯经开土国用 (2011) 第 001 号	凯里经济开发区 环城南路南侧	22,0001.1	26,026.13	26,026.13	出让	商业用地	否	存货
凯经开土国用 (2012) 第 0181 号	凯里经济开发区 铜新路东侧	256,667.95	32,827.83	32,827.83	出让	商业用地	否	存货
凯经开土国用 (2012) 第 0182 号	凯里经济开发区 开元路西段南侧、 摆仰路西侧	726,667	92,940.71	92,940.71	出让	商业用地	否	存货
凯经开土国用 (2013) 第 0183 号	凯里经济开发区 凯麻高速北侧、镰 刀湾路西侧	233,333	32,689.95	32,689.95	出让	商业用地	是	存货
凯经开土国用 (2013) 第 0184 号	凯里经济开发区 铜鼓村东侧、南环 线南侧	526,667	73,786.05	73,786.05	出让	商业用地	否	存货
凯经开土国用 (2013) 第 0790 号	凯里经济开发区 开元路西段南侧	80,667.07	11,301.46	11,301.46	出让	商业用地	否	存货
凯经开土国用 (2013) 第 0793 号	凯里经济开发区 开元路西段南侧	108,000.54	15,130.88	15,130.88	出让	商业用地	否	存货
凯经开土国用 (2013) 第 0791 号	凯里经济开发区 开元路西段南侧	144,000.72	20,174.50	20,174.50	出让	商业用地	是	存货
凯开土国用 (2010) 第 005 号	贵州凯里经济开 发区白午村 320 国道北侧	520,000	15,920.40	14,792.71	划拨	商业用地	是	存货
凯开土国用 (2010) 第 071 号	凯里经济开发区 凯里学院南侧、翁 义村钉耙山片区	500,000	22,500.00	21,140.63	出让	商业用地	是	存货
凯开土国用 (2010) 第 070 号	凯里经济开发区 凯里学院南侧、翁 义存钉耙山片区	410,000	30,750.00	27,354.68	出让	商业用地	是	无形资 产
凯开土国用 (2010) 第 072 号	凯里经济开发区 二号路南侧、同得 利山庄东侧	498,286.67	52,369.93	47,023.90	出让	商业用地	否	无形资 产
合计	--	5,208,295.97	435,470.69	424,242.28	--	--	--	--

附件 2-1 贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司

2012 年~2014 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	2,439.20	5,818.17	61,403.49	401.73
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	2,341.54	1,887.60	0.00	-100.00
预付款项	13,074.39	16,354.05	92,403.93	165.85
应收利息				
应收股利				
其他应收款	41,092.36	55,697.79	33,320.85	-9.95
存货	160,847.52	351,802.68	351,802.68	47.89
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	219,795.00	431,560.28	538,930.96	56.59
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款	0.00	54,820.00	49,447.00	--
长期股权投资				
投资性房地产				
固定资产	32.54	64.65	50.12	24.10
在建工程				
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	114,467.91	76,456.58	74,378.58	-19.39
开发支出				
商誉				
长期待摊费用				
递延所得税资产	1,772.13	27.66	25.07	-88.11
其他非流动资产	35,000.00	0.00	0.00	-100.00
非流动资产合计	151,272.58	131,368.89	123,900.76	-9.50
资产总计	371,067.59	562,929.17	662,831.72	33.65

附件 2-2 贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司

2012 年~2014 年合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款				
交易性金融负债				
应付票据	0.00	0.00	100.00	--
应付账款	0.24	94.82	295.26	3,407.48
预收款项	0.00	6.36	21,839.88	--
应付职工薪酬				
应交税费	533.35	942.31	974.89	35.20
应付利息				
应付股利				
其他应付款	23,167.84	56,905.96	34,161.81	21.43
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	23,701.43	57,949.44	57,371.84	55.58
非流动负债：				
长期借款	35,000.00	70,600.00	157,400.00	--
应付债券				
长期应付款	35,418.88	31,918.88	25,418.88	-15.28
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	70,418.88	102,518.88	182,818.88	61.13
负债合计	94,120.31	160,468.33	240,190.72	59.75
所有者权益：				
股本	15,000.00	15,000.00	15,000.00	0.00
资本公积	243,417.15	349,893.15	349,893.15	19.89
减：库存股				
专项储备				
盈余公积	2,838.49	4,744.64	6,719.39	53.86
未分配利润	15,691.64	32,823.06	51,028.46	80.33
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	276,947.28	402,460.85	422,641.00	23.53
少数股东权益				
所有者权益合计	276,947.28	402,460.85	422,641.00	23.53
负债和所有者权益总计	371,067.59	562,929.17	662,831.72	33.65

附件 3 贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司

2012 年~2014 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	34,723.53	53,958.34	54,726.07	25.54
减: 营业成本	33,676.81	50,704.37	52,084.24	24.36
营业税金及附加	35.00	108.74	88.43	58.97
销售费用	0.00	0.00	3.47	--
管理费用	3,084.31	2,241.35	2,317.48	-13.32
财务费用	-12.59	-27.40	-91.07	168.93
资产减值损失	-2.10	94.58	-13.97	158.24
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)				
投资收益 (损失以“—”号填列)	0.00	0.00	4.44	--
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损失以“—”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	-2,057.89	836.69	341.92	--
加: 营业外收入	14,088.54	20,269.91	20,040.00	19.27
减: 营业外支出	87.41	24.36	55.04	-20.65
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	11,943.23	21,082.24	20,326.88	30.46
减: 所得税费用	-515.61	2,044.67	146.72	--
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	12,458.84	19,037.57	20,180.16	27.27
其中: 归属于母公司所有者的净利润	12,458.84	19,037.57	20,180.16	27.27
少数股东损益				

附件 4 贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司

2012 年~2014 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	7,805.45	70,534.33	--
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	32,152.60	59,460.99	52,982.37	28.37
经营活动产生的现金流入小计	32,152.60	67,266.44	123,516.70	96.00
购买商品、接受劳务支付的现金	12,144.18	56,776.99	92,945.60	176.65
支付给职工以及为职工支付的现金	20.63	41.38	93.38	112.76
支付的各项税费	0.00	0.21	200.20	--
支付的其他与经营活动有关的现金	17,500.84	13,554.86	20,106.53	7.19
经营活动产生的现金流出小计	29,665.66	70,373.45	113,345.71	95.47
经营活动产生的现金流量净额	2,486.95	-3,107.00	10,170.99	102.23
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金	0.00	0.00	4.44	--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金				
投资活动产生的现金流入小计	0.00	0.00	4.44	--
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	18.60	2,704.73	34,890.11	4,231.06
投资所支付的现金				
支付的其他与投资活动有关的现金				
投资活动产生的现金流出小计				
投资活动产生的现金流量净额	18.60	2,704.73	34,890.11	4,231.06
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金				
借款所收到的现金	13,200.00	37,600.00	86,800.00	156.43
收到的其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动产生的现金流入小计	13,200.00	37,600.00	86,800.00	156.43
偿还债务所支付的现金				
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金	15,416.70	26,409.29	6,500.00	-35.07
筹资活动产生的现金流出小计	15,416.70	28,409.29	6,500.00	-35.07
筹资活动产生的现金流量净额	-2,216.70	9,190.71	80,300.00	--
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	251.65	3,378.97	55,585.32	1,386.22
加: 期初现金及现金等价物余额	2,187.55	2,439.20	5,818.17	63.09
六、期末现金及现金等价物余额	2,439.20	5,818.17	61,403.49	401.73

附件 5 贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司

2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	12,458.84	19,037.57	20,180.16	27.27
加: 资产减值准备	-2.10	94.58	-13.97	158.24
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4.15	4.66	16.57	99.69
无形资产摊销	2,281.43	2,078.00	2,078.00	-4.56
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)				
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)				
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)				
财务费用(收益以“-”号填列)	-12.59	-27.40	-91.07	168.93
投资损失(收益以“-”号填列)	0.00	0.00	-4.44	--
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-759.10	1,768.12	2.59	--
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)				
存货的减少(增加以“-”号填列)	0.00	-7,179.65	0.00	--
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-27,273.50	-31,387.52	-22,873.19	-8.42
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	15,789.80	12,504.63	10,876.35	-17.00
其他				
经营活动产生的现金流量净额	2,486.95	-3,107.00	10,170.99	102.23
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	2,439.20	5,818.17	61,403.49	401.73
减: 现金的期初余额	2,187.55	2,439.20	5,818.17	63.09
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	251.65	3,378.97	55,585.32	1,386.22

附件 6 贵州凯里经济开发区
开元城市投资开发有限责任公司
主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	29.66	25.52	57.98
存货周转次数 (次)	0.41	0.20	0.15
总资产周转次数 (次)	0.17	0.12	0.09
现金收入比率 (%)	0.00	14.47	128.89
盈利能力			
总资本收益率 (%)	7.17	4.47	3.63
总资产报酬率 (%)	5.98	4.51	3.32
净资产收益率 (%)	9.00	5.60	4.89
主营业务毛利率 (%)	3.00	6.00	4.81
营业利润率 (%)	2.91	5.83	4.67
费用收入比 (%)	8.85	4.10	4.07
财务构成			
资产负债率 (%)	25.36	28.51	36.24
全部债务资本化比率 (%)	20.27	20.30	30.21
长期债务资本化比率 (%)	20.27	20.30	30.20
偿债能力			
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	40,039.30
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.20	0.23	0.12
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.04	-0.03	0.06
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.04	-0.06	-0.14
流动比率 (倍)	9.27	7.45	9.39
速动比率 (倍)	2.49	1.38	3.26
现金短期债务比 (倍)	--	--	614.03
经营现金流动负债比率 (%)	10.49	-5.36	17.73
经营现金利息偿还能力 (倍)	--	--	18,162.49
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	--	--	-44,133.35
本次公司债券偿债能力			
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.14	0.23	0.22

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。