



# 淮安市城市资产经营有限公司主体与 2018 年度第一期中期票据信用评级报告

大公报 D【2016】590 号

中期票据信用等级：**AA+**

主体信用等级：**AA+**

评级展望：**稳定**

发债主体：淮安市城市资产经营有限公司

注册总额：20 亿元

本期发债额度：5 亿元

本期票据期限：于发债主体依照约定赎回之前长期存续

偿还方式：每年付息一次（附递延支付利息条款）

发行目的：偿还金融机构借款

## 评级观点

淮安市城市资产经营有限公司（以下简称“淮安城资”或“公司”）主要从事淮安市基础设施建设投融资、国有资产经营以及土地开发等业务。评级结果反映了近年来淮安市经济保持较快增长，公司作为淮安市主要的政府性项目投融资主体，在淮安市经济社会发展中占有重要地位，不断得到地方政府在资产划拨、股东增资和政府补贴等方面的大力支持等优势；同时也反映了 2016 年以来淮安市一般预算收入持续下降，公司负债规模持续增长且增速较快，对外担保对象区域集中，存在一定的或有风险等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期票据到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，公司将继续承担淮安市土地一级开发及基础设施建设等重大项目建设，并将继续获得政府支持。综合来看，大公对淮安城资的评级展望为稳定。

## 主要优势/机遇

- 得益于盐化新材料等支柱产业的不断发展，淮安市经济保持增长，为公司提供了良好的外部环境；
- 作为淮安市主要的政府性项目投融资主体，公司承担了大量市政建设项目，在淮安市经济社会发展中占有重要地位；
- 公司不断得到地方政府在资产划拨、股东增资和政府补贴等方面的大力支持。

## 主要风险/挑战

- 2016 年以来，受“营改增”政策影响，淮安市一般预算收入持续下降；
- 2015~2017 年末，随着融资规模的扩大，公司负债规模持续增长且增速较快，有息债务规模较大；
- 公司对外担保金额较大，担保对象区域集中，存在一定或有风险。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2018.3	2017	2016	2015
总资产	762.32	765.42	711.88	588.54
所有者权益	463.55	462.62	438.98	390.59
营业收入	4.20	17.06	13.80	15.25
利润总额	0.94	4.71	5.56	5.22
经营性净现金流	1.84	7.15	-8.53	-10.44
资产负债率 (%)	39.19	39.56	38.34	33.63
债务资本比率 (%)	31.20	30.84	34.81	31.50
毛利率 (%)	15.03	10.66	31.28	28.30
总资产报酬率 (%)	0.17	0.67	0.84	1.03
净资产收益率 (%)	0.20	0.94	1.07	1.12
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.53	0.86	-1.02	-0.81
经营性净现金流/总负债 (%)	0.61	2.48	-3.62	-5.68

注：2018 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：王 燕

评级小组成员：张 静 唐 川

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司  
二〇一八年八月十七日

## 大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（[www.dagongcredit.com](http://www.dagongcredit.com)）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本期票据到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

## 发债主体

淮安城资成立于 2001 年 12 月，初始注册资本为 1.5 亿元，是淮安市人民政府（以下简称“淮安市政府”或“市政府”）基于淮安市部分国有资产组建成立的市属国有独资公司，淮安市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“淮安市国资委”）代表淮安市政府履行出资人职责。2013 年 12 月，公司股东由淮安市国资委变更为淮安市国有联合投资发展集团有限公司（以下简称“国联集团”）。公司成立以来多次增资。根据淮国资【2015】245 号，2015 年 12 月国联集团以主城区道路、街头树木、绿化景观等 142.81 亿元资产对公司增资；根据淮国资【2016】116 号文件，2016 年 6 月，国联集团以主城区道路、街头树木、绿化景观等 58.09 亿元资产对公司增资。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 306.59 亿元，国联集团持有公司 100% 股份。

公司承担淮安市城市基础设施投资建设和国有资产运营职能，是淮安市重要的基础设施建设投融资主体。经营范围主要包括淮安市市政基础设施建设投融资、国有资产的经营和管理、土地整理开发、政府房产项目（含保障性住房建设）的投资开发等。截至 2018 年 3 月末，公司拥有 26 家子公司（见附件 3），其中全资子公司 18 家。

## 发债情况

### 本期票据概况

淮安城资拟在银行间市场交易商协会注册总额为 20 亿元的中期票据，分期发行，本期为第一期，发行金额 5 亿元人民币，发行期限以公司依据发行条款的约定赎回时到期，票据面值 100 元。本期票据于第三个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回，采用固定利率方式，前 3 个计息年度的票面利率拟通过簿记建档、集中配售方式确定，保持不变。如果公司不行使赎回权，则自第 3 个计息年度起，票面利率每 3 年重置一次，每次利率重置后，票面利率将在前一期票面利率的基础上调 300BP。除非发生强制付息事件，本期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按照当期票面利率累计计息。强制付息事件是指向普通股股东分红或减少注册资本。本期中票本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

本期票据无担保。

### 募集资金用途

本期票据拟募集资金 5 亿元，全部用于偿还金融机构借款。

## 宏观经济和政策环境

**我国国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但结构调整过程中新旧动能转换仍存障碍；预计未来短期内我国经济仍将面临较大增长压力，长期来看经济增长将趋于稳定，但经济运行仍面临较多的风险因素**

近年来国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，2017年，主要经济指标同比增速均出现不同程度的上升，但仍面临较大的经济增长压力。据初步核算，2017年，我国实现国内生产总值82.71万亿元，按可比价格计算，同比增速为6.9%，较2016年上升0.2个百分点，规模以上工业增加值同比增长6.6%，增速同比上升0.6个百分点；固定资产投资（不含农户）同比增长7.2%，增速同比下降0.9个百分点，其中房地产开发投资同比增长7.0%。此外，国内需求增长减慢，国际需求大幅增长，2017年，社会消费品零售总额同比名义增长10.2%，市场需求依然疲软，进出口总额同比增长14.2%，扭转了近年来进出口逐年下行的趋势。2017年，全国公共财政预算收入同比增长7.4%，增速同比上升2.9个百分点，政府性基金收入同比增长34.8%。同期，全社会融资规模增量为19.44万亿元，对实体经济发放的人民币贷款增加13.84万亿元，同比增长1.41万亿元。截至2017年末，广义货币（M2）余额为167.68万亿元，同比增长8.2%，增速较去年同期下降1.0个百分点。整体来看，中国经济“新常态”特征更加明显，供给侧结构性改革及重点领域改革逐步落实并取得积极进展，部分指标有所好转，经济增长的稳定性有所提高，外部需求疲软的态势有所逆转，但随着贸易保护主义抬头，未来出口形势存在较大不确定性，结构性矛盾仍然突出，虽然主要经济指标增速好转，但经济增长压力依然较大。

针对经济增长压力，国家加强财政、货币、产业、区域等政策协调配合。在坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，推动高质量发展，加大改革开放力度，抓好“防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治”三大攻坚战。积极的财政政策强调“聚力增效”，加大一般性转移支付，增强中西部地区财力，优化财政支出结构，提高财政支出的公共性、普惠性，严控地方政府一般性支出。稳健的货币政策注重松紧适度，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重，引导资金更好服务实体经济。产业政策方面，按照加强供给侧结构性改革的要求，化解过剩产能、淘汰落后产能，减少无效供给，发展壮大新动能，做大做强新兴产业集群，深化“放管服”改革，全面实施市场准入负面清单制度，改革完善增值税，调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率，提高小规模纳税人年销售额标准。加强国家创新体系建设，强化基础研究和应用基础研究，支持科研院所、高校与企业融通创新，加快创新成果转化应用；改革科技管理制度，绩效评价要加快从重过程向重结果转变；促进大众创业、万众创新上水平，打造“双创”升级版，设立国家融资担保基金，支持优质创新型企业上市融资；深化

人才发展体制改革，推动人力资源自由流动。深化国有资本投资、运营公司等改革试点，赋予更多自主权，继续推进国有企业优化重组和央企股份制改革；支持民营企业发展，解决民营企业反映的突出问题，激发和保护企业家精神；推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革，抓紧制定收入划分改革方案，完善转移支付制度。健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法；改革完善金融服务体系，支持金融机构扩展普惠金融业务，规范发展地方性中小金融机构，着力解决小微企业融资难、融资贵问题。加强金融机构风险内控。强化金融监管统筹协调，健全对影子银行、互联网金融、金融控股公司等监管，进一步完善金融监管；防范化解地方政府债务风险，严禁各类违法违规举债、担保等行为，省级政府对本辖区债务负总责，省级以下地方政府各负其责，积极稳妥处置存量债务。加大精准扶贫力度，中央财政新增扶贫投入及有关转移支付向深度贫困地区倾斜，同时加强扶贫资金整合和绩效管理。推进污染防治取得更大成效，加强生态系统保护和修复。完善区域发展政策，推进基本公共服务均等化，加强对革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区改革发展的支持，推动东、中、西、东北地区“四大板块”协调发展，重点推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度。

从外部环境来看，世界经济总体增速向好，美国和欧盟经济基本面强劲，主要经济指标表现较好，新兴经济体总体保持相对高速增长，但特朗普减税政策和全球贸易保护主义抬头加剧世界经济发展的不确定性。预计未来短期内，我国经济在平稳运行的基础上仍面临较大增长压力，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

## 行业及区域环境

**地方政府投融资平台是国家实施基础设施投融资管理及新型城镇化战略的重要主体，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间；随着地方政府债务管理的加强和融资平台运营的逐步规范，未来融资平台的发展将逐步转型，但仍将与政策的变化紧密相连**

城镇化建设为我国经济发展的重点领域，在我国城镇化快速推进过程中，地方政府投融资平台的发展，有力支持了地方城镇基础设施建设，促进了地方经济社会发展。在满足社会公共需要和地方经济发展的同时，地方政府投融资平台也积累了较大规模的政府性债务。2017年末，地方政府一般债务余额 10.33 万亿元，同比增长 5.52%，专项债务余额 6.14 万亿元，同比增长 11.03%。我国经济已经进入新常态的平稳发展过程，面临着经济下行压力较大、产业结构调整等现状，地方政府债务的持续增加，将使部分地区面临较大债务压力。

投融资平台企业既是独立的企业法人又是地方政府融资代理人，承担地方道路桥梁、市政改造、安置保障房建设、公用配套设施建设等

重要城市建设项目，该类项目由于具有公益性，相关债务能够对地方政府在市政建设等方面提供支持，债务还本付息除依靠平台企业自身经营及项目运营产生的现金流外，当地税收收入及土地出让收益等地方政府财政收入往往成为其债务偿还的重要保障。2012年以来受经济下行、结构性减税、房地产销售下降等因素的影响，全国税收增速持续放缓，因此，对于大多数地方政府来说，土地出让金仍承担着投融资平台偿还债务的主要来源。根据财政部最新公布数据，2017年，全国实现政府性基金收入6.15万亿元，其中国有土地使用权出让收入5.21万亿元，分别同比增长34.8%和40.7%。由于土地资源的稀缺性和不可再生性，长期来看，地方依靠土地出让获得的财政收入存在较大不稳定性。

未来新型城镇化仍是我国经济社会发展的动力之一，因此地方投融资平台在一段时期内仍有存在的作用和价值，其改革和转型要保持稳步推进。近年来，国务院、财政部、国家发改委等陆续出台一系列针对地方政府融资平台的管理文件，对地方政府债务和投融资企业的管理日趋规范。2015年新《预算法》开始实施，财政部对地方政府存量债务进行甄别，存量债务将被分类纳入预算管理。融资平台在建项目后续融资问题政策出台、发改委新兴产业专项债指引等政策陆续实施，城投公司面临的融资环境有所宽松。2016年，《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》（以下简称“18号文”）公布实施，是历史上首次以党中央国务院名义出台专门针对投融资体制改革的文件。国家发改委根据文件精神，积极部署纵深推进投融资体制改革，加快补齐短板、扩大合理有效投资等工作。政府和社会资本合作示范项目政策的出台继续推进PPP项目的落地，促进新型融资工具快速发展。同时为了严控隐性债务扩张风险，财政部正在摸底全国地方债务余额情况。国务院办公厅发布的《地方政府性债务风险应急处置预案》提出风险事件分级制度及债务分类处置方式。2017年，六部委联合下发了《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预【2017】50号），加强了对融资平台公司融资管理，强调地方政府不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源，不得违法违规出具担保函承诺函等。财政部下发《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预【2017】87号文），明确了先有预算，后有购买的政府购买服务原则，列出了政府购买服务负面清单等，进一步规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资行为，防范化解财政金融风险。2018年以来，国家发改委、财政部联合下发《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金【2018】194号文），对申报企业债券的城投公司治理结构、财务信息和资产质量等方面均提出了更加规范的要求。预计未来地方投融资平台的运作模式将随着政策的调整而进一步发生转变。

我国全社会固定资产投资额一直保持较快增长，其中地方基础设施建设投资在我国全社会固定资产投资中占据重要部分，是固定资产

投资增长的重要支撑，部分年份地方项目投资增速超过 30%。从需求方面来看，十三五期间基建领域的固定资产投资仍将维持较高水平。总的来说，国家新型城镇化战略进一步的实施，将使得未来一定时期内我国固定资产投资规模继续保持增长，地方基础设施建设投资仍具有较大空间。

预计未来 1~2 年，随着各地经济社会发展以及新型城镇化战略的实施，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间，随着市场环境的改变和政府性债务管理模式的不断完善，对融资平台运作模式的转变也提出了更高要求。

### 淮安市是苏北重要中心城市，拥有丰富的矿产资源与良好的区位优势

淮安市位于江淮平原中东部，江苏省中北部，江淮平原东部，地处长三角洲地区，是苏北重要中心城市，境内有全国五大淡水湖之一的洪泽湖。目前淮安市下辖清江浦区、淮阴、淮安、洪泽 4 区和涟水、盱眙、金湖 3 县，区域面积 10,072 平方公里。2017 年，淮安市地区生产总值为 3,387.43 亿元，在江苏省中排名第 11 位，居于江苏省各地级市下游水平。

**表 1 2017 年江苏省各地级市主要经济指标对比（单位：亿元、%）**

城市	GDP	GDP 排名	GDP 增速	一般预算收入	一般预算收入排名
苏州	17,000.00	1	7.1	1,908.00	1
南京	11,715.10	2	8.1	1,271.91	2
无锡	10,511.80	3	7.4	930.00	3
南通	7,734.64	4	7.8	590.60	4
常州	6,622.30	5	8.1	518.80	5
徐州	6,605.95	6	7.7	501.64	6
盐城	5,082.69	7	6.8	360.02	7
扬州	5,064.92	8	8.0	320.18	9
泰州	4,744.53	9	8.2	335.52	8
镇江	4,105.36	10	7.2	284.34	10
<b>淮安</b>	<b>3,387.43</b>	<b>11</b>	<b>7.4</b>	<b>230.61</b>	<b>11</b>
连云港	2,640.31	12	7.4	214.85	12
宿迁	2,610.94	13	7.5	200.58	13

数据来源：2017 年江苏省各地级市国民经济和社会发展统计公报

淮安市拥有丰富的岩盐、芒硝、凹凸棒土等非金属矿产资源，其中岩盐储量 1,300 亿吨，居世界首位；芒硝储量 20 亿吨，储量为华东之首；凹凸棒土储量 5 亿吨，约占全国的 70%。丰富的岩盐资源，为淮安市盐化工新材料产业的发展提供了资源基础。淮安市区位优势较为明显。淮安市地处江苏省长江以北的核心地区，邻江近海，是南下北上的交通要道，区位优势独特，是江苏省重要的交通枢纽，也是长三角北部

地区的区域交通枢纽，京沪、宁宿徐、淮盐、宿淮、宁淮高速公路和新长铁路在淮安市境内交汇，在建的连盐淮、宁淮、淮扬镇铁路将进一步加强淮安与苏北城市、苏南城市间的联系；淮安涟水机场于 2008 年 10 月开始建设，2010 年 10 月已建成通航；淮安市境内京杭运河贯穿市境南北，并通过盐河与连云港市相连，使淮安市拥有了“借港出海”的通道。预计未来，随着淮安高铁路线的开通，区域优势将更为明显。

### 得益于盐化新材料等支柱产业的不断发展，近年来，淮安市主要经济指标保持较快增长，经济实力不断增强

淮安市经济和财政实力的快速发展得益于传统及新兴的支柱产业，近年来，淮安市不断优化产业结构，支柱产业不断发展。

淮安市三次产业结构由 2015 年的 11.2:42.9:45.9 调整为 2017 年的 10.0:41.7:48.3。传统的支柱产业是指烟草、食品、纺织、化工和机械制造，随着经济的发展，近年来，淮安市政府开始大力发展特钢、电子信息和盐化工新材料等新兴产业，成功引进了以富士康科技城为代表的一批重点项目。以淮钢特钢有限公司为核心的特种钢产业，以富士康、达方电子等企业为代表的电子信息制造产业，以华尔润集团、华南玻璃、韩泰轮胎等企业为代表的氯碱化工业发展十分迅速，推动了全市产业的升级发展。目前，淮安市已形成以盐化新材料、特钢及装备制造、电子信息、食品产业四大主导产业和高端装备制造、新能源汽车及零部件两大战略性新兴产业的“4+2”优势特色产业结构。2016 年，“4+2”优势特色产业实现产值 4,200 亿元，同比增长 5.9%。其中，盐化新材料、特钢、电子信息、食品四大主导产业实现产值 3,840 亿元，占全部规模以上工业企业产值比重 51.4%；新能源汽车及零部件、生物技术及新医药产业等两大战略性新兴产业实现产值 360.30 亿元，增长 9.5%；食品产业实现产值 1,015.9 亿元，成为继电子信息产业后第二个千亿级产业。

**表 2 2015~2017 年淮安市主要经济指标（单位：亿元、%）**

主要经济指标	2017 年		2016 年		2015 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	3,387	7.4	3,048	9.0	2,745	10.3
人均地区生产总值（元）	69,103	6.9	62,446	-	56,460	-
规模以上工业增加值	-	7.8	1,626	9.8	1,483	11.5
规模以上固定资产投资	2,840	12.0	2,535	15.1	2,203	22.7
社会消费品零售总额	1,197	10.5	1,084	11.7	971	12.3
三次产业结构	10.0:41.7:48.3		10.6:41.7:47.7		11.2:42.9:45.9	

数据来源：2015~2017 年淮安市国民经济和社会发展统计公报

近年来，淮安市经济保持较快增长。受益于支柱产业的不断发展，主要经济指标增速均保持较高水平。2015~2017 年，淮安市经济总量



保持增长，地区生产总值的增速分别为 10.3%、9.0%和 7.4%，增速有所下滑，但均超过同期江苏省 GDP 的平均增速。2017 年，淮安市完成固定资产投资为 2,840 亿元，同比增长 12.0%，社会消费品零售总额为 1,197 亿元，同比增长 10.5%，消费对经济增长的贡献份额达到 53%。

总体来看，得益于支柱产业的发展，近年来淮安市经济保持较快增长，经济实力不断增强。预计未来 1~2 年，淮安市经济总体仍将保持良好的发展趋势。

## 地方政府财政分析

### 财政收入分析

**近年来，淮安市财政本年收入有所波动，主要以地方财政收入为主，以税收为主的一般预算收入有所波动；2016 年以来，受“营改增”政策影响，淮安市一般预算收入持续下降**

2014~2016 年淮安市财政本年收入有所波动，地方财政收入是财政本年收入的主要来源，2014~2016 年，淮安市财政本年收入中地方财政收入占比分别为 73.40%、73.45%和 69.04%，且占有波动。

淮安市地方财政收入以一般预算收入为主。2014~2016 年，淮安市一般预算收入有所波动，在一般预算收入中，税收收入占比分别为 81.66%、81.09%和 74.62%，占比较高。从主要税种来看，营业税、土地增值税、增值税、城市维护建设税、契税和企业所得税为淮安市税收收入的主要构成，2014~2016 年，上述六项税种合计在税收收入中占比分别为 45.52%、47.08%和 46.65%，其中营业税占比最高，同期在税收收入中的占比分别为 40.41%、47.16%和 32.70%，是税收收入的最主要来源。2016 年受营改增政策影响，营业税在税收收入中占比大幅下降。

淮安市的政府性基金收入主要由国有土地使用权出让金收入构成，2014~2016 年，淮安市政府性基金收入有所波动，同期在地方财政收入中占比分别为 29.49%、27.65%和 27.73%。以土地出让收入为主的基金收入受国家宏观调控政策及市场环境的影响很大，存在一定的不确定性。

转移性收入是淮安市财政本年收入的另一重要来源，2014~2016 年，淮安市转移性收入保持增长，在财政本年收入中的占比分别为 26.60%、26.54%和 44.85%。同期，转移性收入中一般预算收入占比分别为 92.96%、94.96%和 96.38%，占比很高。

根据淮安市财政局公开资料显示，2017 年，淮安市一般预算收入为 230.61 亿元，同比继续下降，其中，税收收入 177.06 亿元，在一般预算收入中的占比为 76.8%，仍是一般预算收入的重要来源。同期，税收收入同比大幅下降，主要是受“营改增”政策调整影响，营业税收入同比下降所致；2017 年，淮安市政府性基金收入同比有所上涨，

政府性基金收入仍是淮安市财政收入来源的重要补充，但土地出让收入易受国家调控及土地市场环境的影响，不确定性较强。

表 3 2014~2016 年淮安市地方财政本年收支表（单位：亿元）

项 目	全市			市本级			
	2016 年	2015 年	2014 年	2016 年	2015 年 <sup>1</sup>	2014 年	
财政本年收入	财政本年收入合计	632.39	659.08	606.99	145.02	144.98	217.71
	地方财政收入	436.59	484.15	445.54	122.56	122.01	188.25
	一般预算	315.51	350.31	308.51	86.41	88.58	132.74
	其中：税收收入	235.15	284.05	251.94	60.03	65.23	104.22
	政府性基金	121.07	133.85	131.40	36.15	33.44	50.82
	预算外 <sup>2</sup>	0.00	0.00	5.62	0.00	0.00	4.69
	转移性收入	195.80	174.92	161.45	22.45	22.97	29.46
	一般预算	188.72	166.10	150.08	20.62	19.91	26.93
政府性基金	7.08	8.83	11.38	1.83	3.06	2.54	
财政本年支出	财政本年支出合计	679.88	705.96	609.96	143.02	156.38	210.96
	地方财政支出	628.57	660.52	565.47	145.84	157.77	191.32
	一般预算	483.47	512.47	431.65	104.38	116.55	141.48
	政府性基金	145.10	148.05	129.46	41.46	41.22	46.44
	预算外	0.00	0.00	4.35	0.00	0.00	3.40
	转移性支出	51.31	45.45	44.50	-2.82	-1.39	19.64
	一般预算	51.24	44.69	44.20	-2.84	-1.69	19.42
	政府性基金	0.06	0.76	0.29	0.02	0.30	0.22

数据来源：根据淮安市财政局提供数据整理

从市本级财政来看，2014 年以来，市本级财政本年收入有所波动，其中 2015 年下降较为明显，是因为统计口径发生变化。2014~2016 年，一般预算收入在地方财政收入中的占比分别为 70.51%、71.60% 和 70.50%，占比较高。2017 年淮安市市本级地方财政收入仍以一般预算收入为主，其中一般预算收入在地方财政收入中的占比为 80.91%，政府性基金收入稳定性较弱。

总体来看，近年来，淮安市财政本年收入有所波动，主要以地方财政收入为主，以税收为主的一般预算收入有所波动。

### 财政支出及政府债务

#### 近年来，淮安市财政支出规模有所波动；狭义刚性支出规模不断上升

2014~2016 年，淮安市全市财政本年支出规模有所波动，地方财

<sup>1</sup> 2015 年市本级财政数据统计口径仅包括市直、开发区、工业园区和生态新城。

<sup>2</sup> 2015 年、2016 年淮安市财政对预算外数据进行了调整。

政支出在财政本年支出中的占比分别为 92.71%、93.56%和 92.45%，占比较高。地方财政支出主要由一般预算支出构成，2014~2016 年，一般预算支出有所波动，同期，政府性基金支出有所波动。

从淮安市一般预算支出结构来看，2014~2016 年，狭义刚性支出规模不断增加，其中，教育支出在一般预算支出中的占比分别为 16.36%、15.37%和 16.10%，在狭义刚性支出中占比最大。同期，广义刚性支出规模有所波动。

根据淮安市财政局公开资料显示，2017 年，淮安市一般公共预算支出为 452.51 亿元，同比减少 6.4%。

**表 4 2014~2016 年淮安市一般预算支出中刚性支出情况（单位：亿元、%）**

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一般预算支出	483.47	100.00	512.47	100.00	431.65	100.00
狭义刚性支出 <sup>3</sup>	221.42	45.80	210.98	41.17	195.22	45.23
一般公共服务	51.67	10.69	51.19	9.99	49.68	11.51
教育	77.83	16.10	78.76	15.37	70.62	16.36
社会保障与就业	48.23	9.98	47.22	9.21	42.79	9.91
医疗卫生	43.69	9.04	33.81	6.60	32.14	7.44
广义刚性支出 <sup>4</sup>	348.58	72.10	352.57	68.80	297.32	68.88

数据来源：根据淮安市财政局提供数据整理

根据淮安市地方政府债务余额及综合财力统计表，截至 2016 年末，淮安市地方政府债务中直接债务余额 435.42 亿元，担保债务余额 10.21 亿元，债务规模较大。公司未提供 2017 年淮安市政府债务余额。

总体来看，淮安市财政支出规模有所波动；狭义刚性支出规模不断上升，淮安市地方债务负担较重。

## 经营与政府支持

**公司业务收入主要来自委托代建和土地开发业务，近年来，营业收入有所波动；受土地开发业务收入稳定性较弱的影响，毛利率波动较大**

公司主要从事淮安市基础设施投资建设、国有资产管理及土地整理开发等业务。业务收入主要来自土地开发和委托代建，2015~2017 年，营业收入有所波动。

<sup>3</sup> 狭义刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目。

<sup>4</sup> 广义刚性支出除包括狭义刚性支出外，还包括公共财政预算支出中外交、国防、公共安全、科学技术、文化教育与传媒、环境保护等科目，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输和工业商业金融等事务四个科目。

**表 5 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入和毛利润情况（单位：亿元、%）**

项 目	2018 年 1~3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>4.20</b>	<b>100.00</b>	<b>17.06</b>	<b>100.00</b>	<b>13.80</b>	<b>100.00</b>	<b>15.25</b>	<b>100.00</b>
委托代建	4.07	96.98	14.57	85.43	6.08	44.03	7.82	51.28
土地开发	-	-	-	-	7.01	50.82	6.75	44.29
担保业	0.03	0.79	0.10	0.61	0.21	1.55	0.27	1.76
工程施工	0.02	0.50	0.08	0.49	0.20	1.46	0.11	0.74
商品房销售	-	-	2.10	12.28	-	-	-	-
租赁业务	0.04	0.93	0.13	0.74	0.14	1.04	0.13	0.84
贷款利息	0.01	0.34	0.06	0.33	0.06	0.44	0.09	0.60
其他	0.02	0.47	0.02	0.12	0.09	0.64	0.08	0.49
<b>毛利润</b>	<b>0.63</b>	<b>100.00</b>	<b>1.82</b>	<b>100.00</b>	<b>4.32</b>	<b>100.00</b>	<b>4.32</b>	<b>100.00</b>
委托代建	0.53	84.15	1.50	82.40	0.64	14.73	1.01	62.25
土地开发	-	-	-	-	3.19	73.90	2.80	36.20
担保业	0.03	5.14	0.10	5.61	0.21	4.90	0.27	0.00
工程施工	0.01	1.05	0.03	1.46	0.04	0.91	0.03	0.79
商品房销售	-	-	0.04	2.32	-	-	-	-
租赁业务	0.03	4.80	0.08	4.67	0.10	2.41	0.07	0.56
贷款利息	0.01	2.26	0.06	3.14	0.06	1.42	0.09	0.00
其他	0.02	2.60	0.01	0.40	0.07	1.72	0.05	0.19
<b>毛利率</b>	<b>15.03</b>		<b>10.66</b>		<b>31.28</b>		<b>28.31</b>	
委托代建	13.04		10.28		10.47		12.97	
土地开发	-		-		45.49		41.39	
担保业	97.77		98.00		98.85		99.95	
工程施工	31.72		31.72		19.39		23.77	
商品房销售	-		2.01		-		-	
租赁业务	77.75		67.53		72.38		52.06	
贷款利息	100.00		100.00		100.00		100.00	
其他	83.19		36.23		83.99		72.43	

数据来源：根据公司提供资料整理

委托代建收入是公司最主要的业务收入来源，该部分业务主要由子公司淮安市中盛投资发展有限公司（以下简称“中盛投资公司”）和公司本部负责，受代建项目结算进度的影响，2015~2017 年，委托代建业务收入波动较大。

土地开发业务收入是公司营业收入的主要来源之一，土地开发业务收入易受业务周期、市场环境和国家宏观政策等因素影响，稳定性较弱。2015~2017 年，土地开发收入波动较大。其中 2016 年，公司完

成金融中心风情街地块、福田村 2 号地块、福田村 3 号地块及西安路 2 号财政局宿舍地块等 4 块土地出让，出让面积为 258.73 亩，出让均价为 273.41 万元/亩，出让土地主要为商、住两用地，实现土地出让收入 7.01 亿元，同比有所增加。2017 年，受淮安市规划及房地产市场的影响，公司未实现土地出让业务收入。

担保业收入主要是子公司淮安市银信投资担保有限公司（以下简称“银信担保”）的担保收入；工程施工收入主要是子公司洪泽县新希望农村投资发展有限公司和淮安市园林投资实业有限公司的工程施工收入；其他主营业务收入主要是子公司淮安市创业投资有限公司的创投业务收入。

2017 年，公司新增商品房销售收入，主要是淮安市富丽房地产开发公司的业务收入，富丽瑞锦苑项目总投资额为 6.31 亿元，建筑面积 21.42 万平方米，已销售面积 5.11 万平方米，由于富丽瑞锦苑项目主要是安置房，该业务毛利率较低。

从毛利率来看，2015~2017 年公司毛利率波动较大，其中 2017 年受公司未出让土地的影响，公司综合毛利率同比有所下降，其他业务毛利率仍然较高，其中土地开发和担保业务毛利率较好，委托代建毛利率同比下降 2.50 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.15 亿元，同比增长 1.20%，营业收入主要为委托代建业务收入。综合毛利率为 15.03%，同比上升 3.53 个百分点。

综合来看，公司营业收入主要来自土地出让和委托代建业务；近年来，营业收入有所波动，受土地开发业务收入稳定性较弱的影响，毛利率波动较大。

## ● 项目代建业务

**公司是淮安市主要的政府性项目投融资主体，承担了大量市政建设项目，在淮安市经济社会发展中占有重要地位；同时，在建项目规模较大，未来面临一定的资本支出压力**

公司作为淮安市重要的城市基础设施投资建设主体，在淮安市经济社会发展中占有重要地位，负责城市建设资金的筹集、管理和资本运作，并全面负责淮安市城区市政建设工程项目、文化景观工程等基础设施建设及相关项目经营。公司成立以来陆续完成了淮安市市民健身广场、运河文化广场、韩侯大道、大同路、钵池山公园、淮安市会展中心、天津路大桥接线、健康西路、延安东公路、珠海路园林绿化、大运河景观提升等项目。

在建项目名称	概算投资	已投资额	建设期间
淮安市金融中心项目—包含东地块、西地块、中地块、风情街	120.00	50.00	2015.01~2020.01
2016保障房棚户区改造项目	36.12	4.50	2016.09~2019.09
会展中心及会展中心停车场建设	18.13	4.50	2016.01~2019.12
淮安市康居花园二期经济适用房	11.53	9.57	2015.07~2019.12
淮安市淮钢三期经济适用房	5.18	5.18	2016.03~2018.03
<b>小计</b>	<b>190.96</b>	<b>73.75</b>	-

数据来源：根据公司提供资料整理

未来几年公司将主要进行金融中心和棚户区改造等淮安市重点工程。其中金融中心项目概算投资 100 亿元，项目总用地面积约 562 亩，建筑面积约 140 万平方米。金融中心项目是淮安市政府于 2013 年在淮安市第六次党代会第二次会议和淮安市七届人大二次会议的总体部署中启动的规划建设，并将此作为“十二五”期间重点推进的“十项重点工程”之一。2013 年 4 月，公司投资成立淮安市金融中心投资建设有限公司（以下简称“金融中心建设”），专门负责金融中心建设工作。金融中心项目共分为中央商务办公区、中区 2 号、东区 2 号以及西区等四大板块，由金融办公、商业配套、高端住宅、服务性公寓及会议酒店等部分组成。目前在建部分主要为金融中心中央商务区西地块项目。截至 2018 年 3 月末，公司主要在建项目概算投资 190.96 亿元，仍需投资 117.01 亿元。

综合而来，公司成立以来，承担了较多的淮安市基础设施建设，在淮安市具有重要的地位。公司在建项目规模较大，未来面临一定的资本支出压力。

## ● 土地开发业务

**土地开发收入是公司业务收入的主要来源之一，但土地开发业务收入易受房地产市场环境和土地出让计划影响，存在一定的不确定性**

公司经淮安市政府授权从事土地一级开发业务，对授权区域内的土地进行开发整理。公司土地一级开发的业务模式为：公司对政府授权区域内的土地进行开发整理，将开发完成的土地转入土地储备中心的名下，待“招、拍、挂”完成后，相关土地出让金由淮安市财政局扣除有关费用后拨付给公司。近年来，受房地产市场环境和土地出让计划影响，土地出让面积和价格均有所波动，公司土地出让收入有所波动。截至 2017 年末，公司待开发土地合计为 8,481.81 亩，储备用地较充足。

**表 7 2015~2017 年公司土地出让情况**

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
土地开发整理（亩）	347.29	1,268.76	291.79
对外出让土地面积（亩）	-	238.52	291.79
平均出让价格（万元/亩）	-	327.53	231.33
土地出让收入（亿元）	-	7.81	6.75

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，公司土地储备资源较多，相应的土地开发收入仍将是公司业务收入的主要来源之一，但易土地出让计划和宏观环境影响，存在一定的不确定性。

## ● 政府支持

**作为淮安市重要的基础设施投资建设主体，公司不断得到地方政府在资产划拨和政府补贴等方面的大力支持**

淮安城资作为淮安市重要的基础设施投资建设主体，在淮安市经济和社会发展过程中发挥重要作用。近年来，淮安市政府在资产划拨和财政补贴等方面给予公司大力支持。

资产划拨方面，2015 年，市政府经国联集团将 142.81 亿元的道路、树木和绿化资产划转至公司名下，并用于转增资本；根据淮国资【2016】116 号文件，2016 年，淮安市国资委经国联集团将 58.09 亿元的主城区道路、街头树木、绿化景观等资产划转至公司名下，并用于增加注册资本金。2017 年，根据淮财资【2017】55 号文，将人防资产 4.08 亿元划转给子公司淮安市民防建设投资有限公司作为资本性投入，增加资本公积，根据淮工管复【2017】3 号文，将江苏淮安工业园区财政局对子公司中盛投资拨款 4.17 亿元作为资本性投入。

政府补贴方面，公司获得淮安市政府在财政补贴方面的大力支持。2015~2017 年，公司分别获得淮安市政府拨付的相关财政补贴收入 2.66 亿元、2.95 亿元和 4.17 亿元，为公司业务的开展提供了有利的保障。

综合来看，作为淮安市基础设施建设主体，公司不断得到政府的大力支持。

## 公司治理与管理

### 产权状况与公司治理

公司成立于 2001 年 12 月，初始注册资本为 1.50 亿元，截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 306.59 亿元人民币，国联集团持有公司 100.00% 股权，公司实际控制人为淮安市国资委。

公司依照现代企业运行机制，建立了较完善的组织结构和管理制度。公司设有董事会，负责决定公司的重大事项，并确保国有资产的保值增值。公司设置监事会，作为公司的监督机构。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总理由董事会聘任，全面负责公司的日常工作。设综合管理处、项目和经营管理处、融资处、监察室、企业处、财务处、审计处以及资产处等九个处。

在项目管理方面，公司对项目建设过程中的质量、安全、进度、成本和投资进行严格的检查监督，并根据城市规划，加强对项目的前期研究，建立项目储备库。公司同时建立了较完善的资产管理、财务管理、绩效管理等制度，有效加强了对各类费用的控制，确保了公司日常经营的有序开展。

### 战略与管理

作为淮安市重要的市政基础设施投资建设主体，公司不断扩大融资规模、拓宽融资渠道，一方面继续与各政策性银行、商业银行保持密切的业务合作关系，合理规划融资方案，扩大融资规模；另一方面拓宽和丰富融资渠道，调整、优化自身融资结构，利用债券融资等途径，扩大直接融资比重。

公司未来将进一步完善棚户区改造项目、西南化工片区旧城改造项目、金融中心项目和古运河土地整理项目等项目，其中金融中心项目是淮安市重点项目，所需资金规模较大。随着公司业务范围以及管控的国有资产规模的不断扩大，未来几年，公司仍将主要从事淮安市城市基础设施建设，同时加大对房地产开发业务的投入，并逐步发展金融行业。

### 抗风险能力

公司按照现代企业制度建立了完整的组织结构，制定了一系列的管理规章制度，管理较为健全。作为淮安市市政基础设施投资建设主体，公司的发展规划也紧紧围绕淮安市的发展，扩大业务范围，并得到当地政府的大力支持。总体来看，公司整体抗风险能力很强。

### 财务分析

公司提供了 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2015~2017 年度财务报表分别进行了审计并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

### 资产质量

**2015~2017 年末，随着公司业务发展和股东国联集团对公司的增资，公司资产规模逐年增加，以流动资产为主；其他应收款规模较大**



### 且两年内的占比较高，存在一定的资金占用压力

近年来，随着国联集团对公司资产不断注入，公司资产规模逐年增加，从结构上看主要以流动性资产为主。

公司的流动资产主要是货币资金、应收账款、其他应收款和存货。公司货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成。2015~2017年末，货币资金逐年上涨，主要是银行存款；2017年末，公司货币资金包括60.17亿元银行存款和4.50亿元其他货币资金，其中其他货币资金主要为保证金和定期存款；公司应收账款主要为应收淮安市工业园区管委会的应收项目代建款和应收淮安市人民政府的土地整理、代建工程款和淮安市保障性住房建设管理中心拆迁款项，近年来逐年上涨，从账龄来看，以4年内为主。2015~2017年末，公司其他应收款有所波动，其中2016年末同比增长32.49%，主要是应收淮安市人民政府往来款同比有所增加所致；从账龄上看，2017年末其他应收款账龄在一年以内的占比为10.85%，账龄在1~2年的占比为51.52%，4~5年的占比为22.45%。2015~2017年末，公司存货规模不断增加，主要是土地及开发成本、库存商品、工程施工及原材料。

**表8 2015~2017年末及2018年3月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）**

科目	2018年3月末		2017年末		2016年末		2015年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	52.24	6.85	64.67	8.45	46.39	6.52	36.44	6.19
应收账款	49.76	6.53	45.59	5.96	25.97	3.65	24.93	4.24
其他应收款	107.60	14.11	106.31	13.89	116.26	16.33	87.75	14.91
存货	189.46	24.85	189.54	24.76	173.10	24.32	167.50	28.46
<b>流动资产合计</b>	<b>417.30</b>	<b>54.74</b>	<b>420.44</b>	<b>54.93</b>	<b>390.28</b>	<b>54.82</b>	<b>335.37</b>	<b>56.98</b>
固定资产	27.24	3.57	27.33	3.57	23.61	3.32	22.72	3.86
无形资产	63.92	8.38	63.92	8.35	75.52	10.61	75.52	12.83
生产性生物资产	108.36	14.21	108.36	14.16	108.36	15.22	50.26	8.54
其他非流动资产	92.78	12.17	92.66	12.11	97.78	13.74	92.61	15.74
<b>非流动资产合计</b>	<b>345.02</b>	<b>45.26</b>	<b>344.98</b>	<b>45.07</b>	<b>321.61</b>	<b>45.18</b>	<b>253.17</b>	<b>43.02</b>
<b>总资产合计</b>	<b>762.32</b>	<b>100.00</b>	<b>765.42</b>	<b>100.00</b>	<b>711.88</b>	<b>100.00</b>	<b>588.54</b>	<b>100.00</b>

公司的非流动资产主要由固定资产、无形资产、生产性生物资产和其他非流动资产构成。2015~2017年末，固定资产逐年上涨，主要包括房屋建筑物、办公及电子设备、运输设备和机器设备。无形资产主要为土地使用权，2017年末受书城大厦土地使用权转作投资性房地产科目所致，无形资产同比减少18.14%。2015~2017年末，生产性生物资产逐年递增，生产性生物资产是指国联集团划转至公司的树木和绿化等资产，根据淮国资【2015】246号，2015年国联集团划转给公司43.28亿元树木资产和6.99亿元的绿化资产；根据淮国资【2016】116号，国联集团划转给公司58.09亿元主城区街头树木、绿化景观等

资产；淮安新元资产评估有限公司使用成本法对以上生产性生物资产进行了评估并出具了评估报告，包括 2,561.02 万平方米道路、507.47 万棵树木及 2,113.67 万平方米绿化，道路、树木及绿化等资产流动性相对较差。公司其他非流动资产主要为道路资产，2016 年末同比有所增加，主要增加地下管网 5.14 亿元所致。

截至 2018 年 3 月末，公司受限资产总额为 51.31 亿元，受限资产占同期资产总额的 6.73%，占净资产总额的 11.07%。其中，受限货币资金 3.50 亿元，用于抵押借款的土地使用权受限合计 47.81 亿元。

综合来看，随着业务发展和国联集团对公司资产划入，公司资产规模逐年增长，资产结构以流动资产为主；应收款受政府等相关单位回款计划影响较大，同时公司受限资产规模较高。

## 资本结构

### **2015~2017 年末，随着融资规模的扩大，公司负债规模持续增长且增速较快，有息债务规模较大，公司债务负担较重**

随着公司业务发展和融资规模的扩大，2015 年以来公司负债规模逐年增长，且增速较快，从结构上看，主要以非流动负债为主。2015~2017 年末，公司资产负债率逐年上涨，但维持在较低水平。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2015~2017 年末，公司短期借款略有波动，短期借款包括抵质押借款和担保借款。同期，应付账款有所波动，主要是业务往来款；2015~2017 年末，其他应付款逐年递增，2017 年末，主要是应付淮安市城建开发建设有限公司、淮安市保障性住房建设有限公司、江苏省城乡建设公司、淮安市清江浦区房屋征收办公室及淮安超逸园林绿化有限公司等往来款项，从账龄上看，账龄在一年以内的其他应付款占比为 56.30%，账龄较短；2015~2017 年末，公司一年内到期的非流动负债逐年下降，主要包括一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券。

公司负债以非流动负债为主，非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2015~2017 年末，长期借款规模不断增加，长期借款主要包括信用借款、保证借款、抵质押借款。同期，应付债券逐年递增，2017 年末，应付债券主要包括 2012 年 12 月发行的“12 淮城资债/PR 淮城资”未兑付本金 6.00 亿元、2015 年 4 月发行的 12 亿元的“15 淮城债/PR 淮城债”、2015 年 11 月发行的“15 淮安城资 PPN001”10 亿元、2016 年 3 月发行的 7.5 亿元的“16 淮安城资 MTN001”、2016 年 10 月发行的 2 亿元的“16 苏淮安城资 ZR001”、2016 年 5 月发行的 10 亿元的“16 淮安金融 PRN001”及 2016 年 9 月发行的 5 亿元的“16 中盛投资 PPN001”、于 2017 年 1 月发行 3 亿元的“17 苏淮安城资 ZR001”，于 2017 年 3 月发行的 7.5 亿元的“17 淮安城资 MTN001”及 2017 年 5 月发行的 4.5 亿元的“17 淮安城资 PPN001”。

**表 9 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）**

科目	2018 年 3 月末		2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.90	1.31	3.00	0.99	3.17	1.16	2.84	1.43
应付账款	2.73	0.91	2.84	0.94	3.12	1.14	2.55	1.29
其他应付款	53.68	17.97	68.82	22.73	48.01	17.59	26.02	13.15
一年内到期的非流动负债	9.02	3.02	16.88	5.57	28.25	10.35	34.57	17.46
<b>流动负债合计</b>	<b>81.58</b>	<b>27.30</b>	<b>100.14</b>	<b>33.07</b>	<b>89.06</b>	<b>32.63</b>	<b>83.63</b>	<b>42.25</b>
长期借款	129.59	43.37	119.59	39.49	114.38	41.91	80.80	40.82
应付债券	67.69	22.66	62.68	20.70	52.15	19.11	30.69	15.50
<b>非流动负债合计</b>	<b>217.19</b>	<b>72.70</b>	<b>202.66</b>	<b>66.93</b>	<b>183.85</b>	<b>67.37</b>	<b>114.32</b>	<b>57.75</b>
<b>负债合计</b>	<b>298.77</b>	<b>100.00</b>	<b>302.80</b>	<b>100.00</b>	<b>272.91</b>	<b>100.00</b>	<b>197.95</b>	<b>100.00</b>
短期有息债务	12.92	4.32	19.88	6.65	61.92	20.65	66.82	22.29
长期有息债务	197.27	66.03	186.37	62.38	172.53	57.55	112.79	37.62
<b>有息债务合计</b>	<b>210.19</b>	<b>70.35</b>	<b>206.25</b>	<b>69.04</b>	<b>234.44</b>	<b>78.20</b>	<b>179.61</b>	<b>59.91</b>
<b>资产负债率</b>		<b>39.19</b>		<b>39.56</b>		<b>38.34</b>		<b>33.63</b>

截至 2018 年 3 月末，公司有息债务总额为 210.19 亿元，占总负债的 70.35%，从有息债务期限结构来看，1 年内到期的有息负债为 12.92 亿元，在有息负债中的占比为 4.32%，占比较小，公司短期偿债压力不大。公司未提供 2018 年 3 月末有息负债的期限结构情况。

2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司所有者权益分别为 390.59 亿元、438.98 亿元、462.62 亿元和 463.55 亿元；其中 2016 年资本公积同比增加 58.09 亿元，主要是根据淮国资【2016】116 号文件，国联集团将 58.09 亿元的主城区道路、街头树木、绿化景观等资产划转至公司所致。2017 年末，公司资本公积同比继续增长，主要是根据淮财资【2017】55 号文，将人防资产 4.08 亿元划转给子公司淮安市民防建设投资有限公司作为资本性投入，增加资本公积，根据淮工管复【2017】3 号文，将江苏淮安工业园区财政局对子公司中盛投资拨款 4.17 亿元作为资本性投入，增加资本公积。

截至 2018 年 3 月末，公司对外担保余额为 97.23 亿元，担保比率为 20.98%，其中公司本部及中盛投资对外担保余额为 79.75 亿元（见附件 2），子公司银信担保在保余额为 17.48 亿元。公司对外担保对象主要为淮安市国资企业，区域集中度较高，存在一定的或有风险。

截至 2017 年末，银信担保总资产 7.25 亿元，总负债 1.05 亿元，净资产 6.20 亿元，2017 年，银信担保营业收入 0.25 亿元，净利润为 355 万元。截至 2017 年末，子公司银信担保在保余额为 13.58 亿元。

综合来看，随着公司业务规模的扩大，公司负债规模持续增长且增速较快，有息债务规模较大。预计未来1~2年，公司仍将保持较大规模的项目投资，资本支出压力较大。

## 盈利能力

### 2015年以来，公司利润总额有所波动，政府补贴是公司利润的重要来源

近年来，公司业务收入主要来自委托代建和土地开发业务，营业收入有所波动，整体毛利率波动较大。

公司期间费用主要是管理费用和财务费用，管理费用主要由房屋和土地资产折旧构成；政府补贴是公司利润总额的重要来源。同期，总资产报酬率和净资产收益率均不断下降。

2018年1~3月，公司期间费用仍以管理费用为主，期间费用同比有所上升；政府补贴仍是公司利润总额的重要来源；同期，实现净利润同比增长1.08%。

**表 10 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）**

科目	2018年1~3月	2017年	2016年	2015年
营业收入	4.20	17.06	13.80	15.25
营业成本	3.57	15.24	9.48	10.93
毛利率	15.03	10.66	31.28	28.30
期间费用	0.47	1.28	1.40	1.70
销售费用	0.06	0.29	0.23	0.22
管理费用	0.25	0.84	0.85	0.77
财务费用	0.17	0.15	0.33	0.71
其他收益	0.80	4.17		
营业利润	0.94	4.73	2.62	2.52
补贴收入	-	-	2.95	2.66
利润总额	0.94	4.71	5.56	5.22
净利润	0.93	4.36	4.72	4.37
总资产报酬率	0.17	0.67	0.84	1.03
净资产收益率	0.20	0.94	1.07	1.12

预计未来1~2年，公司业务收入对土地开发的依赖性仍然较大，公司盈利水平易受业务周期和宏观环境的影响，政府补贴仍将是公司利润的重要来源。

## 现金流

### 公司经营性净现金流持续增加，对债务的保障能力不稳定，公司现金流主要依赖筹资性现金流

公司营业收入主要包括土地出让收入和基础设施建设收入等，受

政府往来款项波动影响,2017 年公司经营性净现金流由负转正;2015~2017 年,公司投资性净现金流持续保持净流出,筹资性净现金流持续保持净流入。

2015~2017 年,公司经营性净现金流利息保障倍数分别为-0.99 倍、-0.66 倍和 0.86 倍,经营性净现金流对债务的保障能力不稳定。

**表 11 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司现金流情况 (单位:亿元)**

项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
经营性净现金流	1.84	7.15	-8.53	-10.44
投资性净现金流	-0.50	-1.56	-5.65	-5.25
筹资性净现金流	-12.77	18.73	26.96	9.50
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	0.53	0.86	-0.66	-0.99
经营性净现金流/流动负债(%)	-0.50	-1.56	-9.88	-13.23
经营性净现金流/总负债(%)	1.84	7.15	-3.62	-5.68

2018 年 1~3 月,公司经营活动现金流持续表现为净流入,投资活动继续保持净流出。

总体来看,公司经营性净现金流持续增加,对债务的保障能力不稳定,投资活动主要依赖筹资性现金流。

### 偿债能力

随着公司业务的发展和国联集团对公司资产的注入,2015~2017 年末以及 2018 年 3 月末,公司资产负债率分别为 33.63%、38.34%、39.56%和 39.19%,处于较低水平但有所波动。负债规模持续增长且增速较快,有息债务规模较大,公司债务负担较重。2015~2017 年末以及 2018 年 3 月末,公司流动比率分别为 4.01 倍、4.38 倍、4.20 倍和 5.12 倍,同期,速动比率分别为 2.01 倍、2.44 倍、2.31 倍和 2.79 倍。公司流动资产受政府等相关单位回款计划影响较大,资产流动性受到限制。同期债务资本比率为 31.50%、34.81%、30.84%和 31.20%。综合来看,公司整体偿债能力很强。

### 债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告,截至 2018 年 5 月 15 日,公司本部有 17 笔已结清的关注类贷款和 1 笔已结清不良类贷款。截至本报告出具日,公司在公开市场上发行的债券均已按时还本付息。

### 结论

淮安城资是淮安市主要的政府性项目投融资主体,负责城市建设工程资金的筹集、管理和资本运作,并全面负责淮安市城区市政建设工程项目、文化景观工程等基础设施建设及相关项目经营。近年来淮安市

经济保持增长，为公司提供了良好的外部环境。公司作为淮安市主要的政府性项目投融资主体，在淮安市经济社会发展中占有重要地位，不断得到地方政府在资产划拨、股东增资和政府补贴。但 2017 年淮安市一般预算收入同比下降幅度较大，近年来，公司负债规模持续增长且增速较快，有息债务规模较大，对外担保余额较大，面临一定或有风险。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期票据到期不能偿付的风险很小。预计未来 1~2 年，公司在淮安市的重要地位不会改变，仍将得到政府的大力支持。因此，大公对淮安城资的评级展望为稳定。

## 跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对淮安市城市资产经营有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

### 1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后3个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

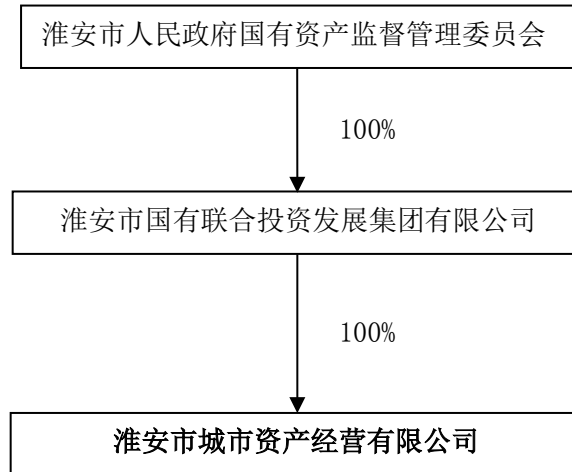
### 2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

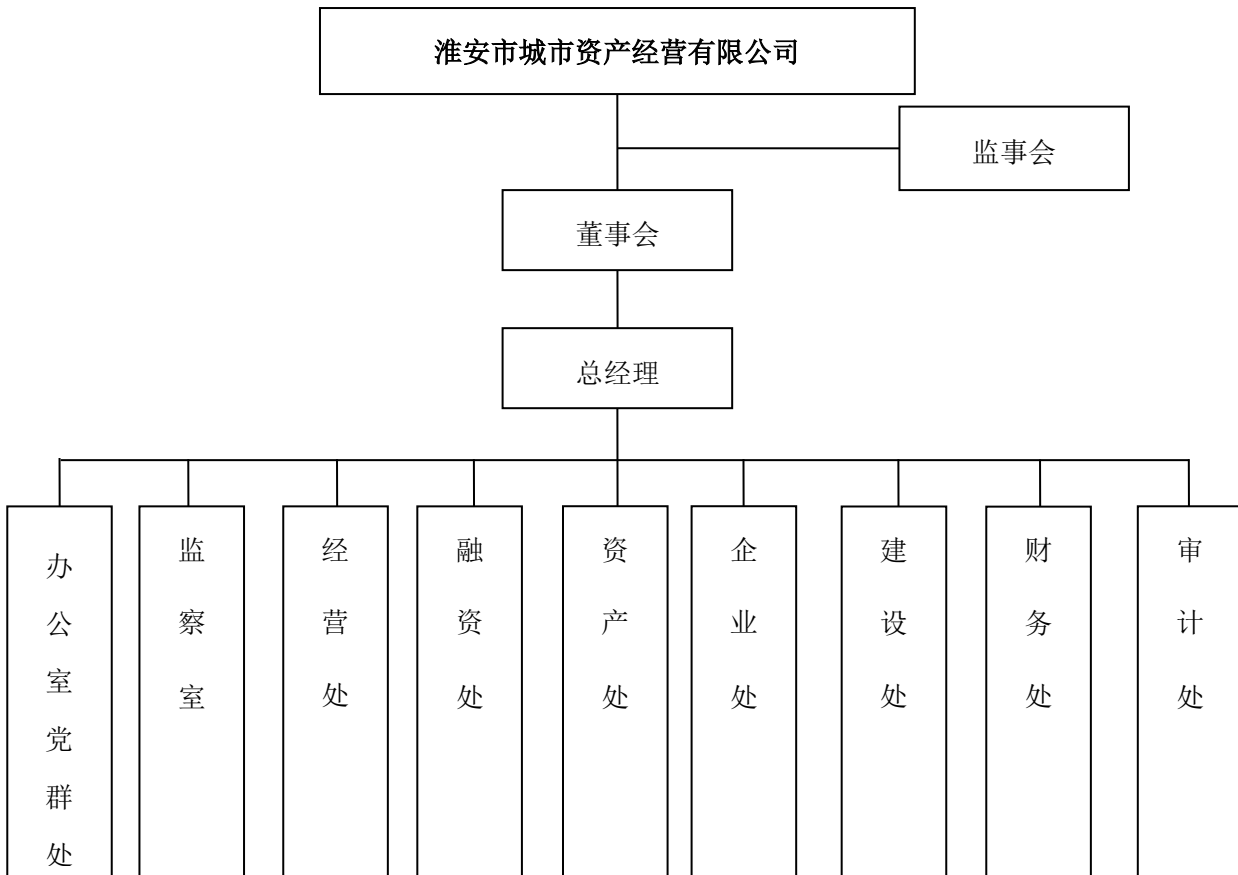
3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2018 年 3 月末淮安市城市资产经营有限公司股权结构图





## 附件 2 截至 2018 年 3 月末淮安市城市资产经营有限公司组织结构图



**附件 3 截至 2018 年 3 月末淮安市城市资产经营有限公司子公司情况**

单位：万元、%

序号	子公司名称	注册资本	持股比例
1	淮安市城市地产投资控股有限公司	1,000.00	86.00
2	淮安市奥林大厦有限公司	634.00	100.00
3	淮安市园林投资实业有限公司	10,000.00	100.00
4	淮安市中央商务投资实业有限公司	5,000.00	100.00
5	淮安市银信投资担保有限公司	60,000.00	41.67
6	淮安市富丽房地产开发公司	10,029.00	100.00
7	淮安市创业投资有限公司	15,000.00	100.00
8	淮安市华地置业有限公司	10,000.00	100.00
9	淮安市中盛投资发展有限公司	31,500.00	100.00
10	淮安市国际会展中心有限公司	300.00	100.00
11	淮安市地产物业服务有限公司	50.00	100.00
12	洪泽县新希望农村投资发展有限公司	20,000.00	100.00
13	淮安市金融中心投资建设有限公司	10,000.00	90.00
14	淮安市康达房地产开发有限公司	3,000.00	100.00
15	淮安市民防建设投资有限公司	10,000.00	100.00
16	淮安市国联服务业企业管理有限公司	900.00	100.00
17	江苏海弘华地置业有限公司	8,000.00	71.37
18	淮安市银融科技小额贷款有限公司	7,200.00	55.56
19	淮安市富丽物业服务有限公司	300.00	96.67
20	南通市国联建材经营有限公司	2,000.00	100.00
21	淮安臻辉贸易有限公司	5,000.00	70.00
22	洪泽县市政建设公司	6,087.00	100.00
23	洪泽县新世纪土地开发服务中心	3.00	100.00
24	淮安城达投资有限公司	5,000.00	100.00
25	淮安市富丽建筑材料有限公司	10.00	100.00
26	淮安市宏运资产管理有限公司	80,000.00	50.00

数据来源：根据公司提供资料整理

## 附件 4 截至 2018 年 3 月末淮安市城市资产经营有限公司（不包括 子公司银信担保）对外担保明细

单位：万元

担保方	被担保方	担保余额	担保日	到期日 <sup>5</sup>	备注
淮安市城市资产经营有限公司	淮安市交通控股有限公司	90,000	2014.06.11	2021.06.11	保证
		42,000	2016.05.19	2018.05.18	保证
		10,000	2016.12.08	2018.12.08	保证
	淮安市现代有轨电车有限公司	191,855	2016.01.02	2030.01.30	保证
	淮安市保障性住房建设有限公司	35,000	2016.10.12	2021.07.28	保证
		20,000	2016.12.30	2024.12.29	保证
		60,000	2016.12.30	2024.12.29	保证
	淮安市水利控股集团有限公司	40,000	2017.07.31	2020.07.31	保证
	淮安市水利控股集团有限公司	10,000	2016.03.16	2019.03.15	保证
	淮安市淮阴自来水有限公司	12,000	2014.05.29	2019.05.29	保证
淮安市清浦区宁淮浦顺投资发展有限公司	12,000	2016.12.21	2021.12.20	保证	
淮安新城投资开发有限公司	20,000	2015.06.30	2020.06.29	保证	
淮安市中盛投资发展有限公司	淮安兴盛建设投资有限公司	26,800	2016.01.20	2026.01.20	抵押
		19,500	2016.10.31	2031.06.09	抵押
		19,000	2016.08.12	2019.08.09	保证
		30,000	2016.12.27	2021.12.06	保证
		7,614	2016.01.20	2026.01.20	抵押
		26,800	2016.10.31	2031.06.09	保证
	淮安市华盛园林建设有限公司	13,500	2016.12.7	2019.11.30	抵押
		3,000	2017.11.08	2018.11.08	保证
		9,000	2018.02.08	2019.02.07	保证
		6,000	2017.04.21	2020.04.21	保证
		4,000	2017.06.16	2020.06.16	抵押
		13,400	2016.12.7	2019.11.30	保证
	淮安市第三污水处理有限公司	3,000	2017.05.05	2018.05.05	抵押
		10,000	2016.04.26	2019.04.13	抵押
		9,850	2016.04.26	2019.04.13	保证
		3,000	2017.05.05	2018.05.05	保证
	淮安工业园区人民医院	7,000	2016.01.20	2022.01.20	抵押
		6,200	2016.01.20	2022.01.20	保证

<sup>5</sup> 截至本报告出具日，公司已到期的对外担保均已按期支付。

附件 4 截至 2018 年 3 月末淮安市城市资产经营有限公司（不包括  
 子公司银信担保）对外担保明细（续表 1）

（单位：万元）

担保方	被担保方	担保余额	担保日	到期日 <sup>6</sup>	备注
淮安市中盛 投资发展有 限公司	淮安超裕市政工程有限公司	15,000	2016.05.31	2019.05.30	抵押
		14,000	2017.01.6	2019.12.13	保证
	淮安超逸园林绿化有限公司	1,000	2017.10.12	2018.10.09	保证
		1,000	2017.10.30	2020.10.30	保证
		1,000	2017.11.30	2018.11.30	保证
		3,000	2017.10.19	2018.10.19	保证
	江苏纳沛斯半导体有限公司	2,000	2018.04.26	2019.04.25	保证
<b>合计</b>		<b>797,519</b>	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

<sup>6</sup> 截至本报告出具日，公司已到期的对外担保均已按期支付。

**附件 5 淮安市城市资产经营有限公司主要财务指标**

单位：万元

年 份	2018年3月 (未经审计)	2017年	2016年	2015年
<b>资产类</b>				
货币资金	522,440	646,735	463,910	364,367
应收账款	497,592	455,947	259,708	249,278
其他应收款	1,075,995	1,063,084	1,162,641	877,503
预付账款	124,775	129,507	277,354	185,867
存货	1,894,565	1,895,361	1,730,973	1,675,038
流动资产合计	4,172,984	4,204,434	3,902,769	3,353,727
长期股权投资	3,024	3,024	1,800	16,710
固定资产	272,394	273,259	236,097	227,150
无形资产	639,157	639,157	755,215	755,215
其他非流动资产	927,843	926,612	977,837	926,112
生产性生物资产	1,083,563	1,083,563	1,083,563	502,620
非流动资产合计	3,450,203	3,449,769	3,216,067	2,531,669
总资产	7,623,187	7,654,203	7,118,836	5,885,396
<b>占资产总额比 (%)</b>				
货币资金	6.85	8.45	6.52	6.19
应收账款	6.53	5.96	3.65	4.24
其他应收款	14.11	13.89	16.33	14.91
预付账款	1.64	1.69	3.90	3.16
存货	24.85	24.76	24.32	28.46
流动资产合计	54.74	54.93	54.82	56.98
长期股权投资	0.04	0.04	0.03	0.28
固定资产	3.57	3.57	3.32	3.86
无形资产	8.38	8.35	10.61	12.83
其他非流动资产	12.17	12.11	13.74	15.74
生产性生物资产	14.21	14.16	15.22	8.54
非流动资产合计	45.26	45.07	45.18	43.02
<b>负债类</b>				
短期借款	39,000	30,000	31,662	28,400
应付票据	40,000	0	8,000	139,000
其他应付款	536,843	688,234	480,072	260,242
一年内到期的非流动负债	90,182	168,782	282,500	345,650
流动负债合计	815,768	1,001,444	890,559	836,253
长期借款	1,295,853	1,195,885	1,143,819	807,984

**附件 5 淮安市城市资产经营有限公司主要财务指标（续表 1）**

单位：万元

年 份	2018 年 3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年	2015 年
应付债券	676,888	626,847	521,550	306,878
非流动负债合计	2,171,900	2,026,553	1,838,500	1,143,208
负债合计	2,987,668	3,027,997	2,729,059	1,979,461
占负债总额比 (%)				
短期借款	1.31	0.99	1.16	1.43
应付票据	1.34	0.00	0.29	7.02
其他应付款	17.97	22.73	1.14	13.15
一年内到期的非流动负债	3.02	5.57	10.35	17.46
流动负债合计	27.30	33.07	32.63	42.25
长期借款	43.37	39.49	41.91	40.82
应付债券	22.66	20.70	19.11	15.50
非流动负债合计	72.70	66.93	67.37	57.75
权益类				
少数股东权益	74,579	74,532	55,471	43,922
实收资本（股本）	3,065,873	3,065,873	3,065,873	2,484,929
资本公积	886,076	886,076	856,414	1,013,232
盈余公积	33,393	33,393	29,872	25,582
未分配利润	446,257	436,991	381,118	338,270
所有者权益	4,635,519	4,626,206	4,389,777	3,905,934
损益类				
营业收入	41,998	170,610	138,014	152,502
营业成本	35,685	152,429	94,842	109,343
销售费用	607	2,904	2,306	2,225
管理费用	2,455	8,411	8,457	7,682
财务费用	1,652	1,468	3,251	7,103
营业利润	9,435	47,315	26,175	25,202
营业外收支净额	5	-167	29,413	26,979
利润总额	9,440	47,148	55,588	52,181
净利润	9,313	43,581	47,172	43,711

**附件 5 淮安市城市资产经营有限公司主要财务指标（续表 2）**

单位：万元

年 份	2018 年 3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年	2015 年
占营业收入比 (%)				
营业成本	84.97	89.34	68.72	71.70
销售费用	1.45	1.70	1.67	1.46
管理费用	5.85	4.93	6.13	5.04
财务费用	3.93	0.86	2.36	4.66
营业利润	22.46	27.73	18.97	16.53
营业外收支净额	0.01	-0.10	21.31	17.69
利润总额	22.48	27.63	40.28	34.22
净利润	22.17	25.54	34.18	28.66
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	18,391	71,452	-85,275	-104,388
投资活动产生的现金流量净额	-5,019	-15,648	-56,507	-52,473
筹资活动产生的现金流量净额	-127,663	187,332	269,555	95,009
财务指标				
EBIT	12,665	48,865	59,737	60,566
EBITDA	-	53,394	64,417	64,900
总有息负债	2,101,923	2,067,098	2,344,446	1,796,062
毛利率 (%)	15.03	10.66	31.28	28.30
营业利润率 (%)	22.46	27.73	18.97	16.53
总资产报酬率 (%)	0.17	0.64	0.84	1.03
净资产收益率 (%)	0.20	0.94	1.07	1.12
资产负债率 (%)	39.19	39.56	38.34	33.63
债务资本比率 (%)	31.20	30.88	34.81	31.50
长期资产适合率 (%)	197.30	192.85	193.66	199.44
流动比率 (倍)	5.12	4.20	4.38	4.01
速动比率 (倍)	2.79	2.31	2.44	2.01
保守速动比率 (倍)	0.64	0.65	0.52	0.44
存货周转天数 (天)	4,779.18	3,211.70	6,464.22	4,686.67
应收账款周转天数 (天)	1,021.69	566.28	663.83	626.93
经营性净现金流/流动负债 (%)	2.02	7.55	-9.88	-13.23
经营性净现金流/总负债 (%)	0.61	2.48	-3.62	-5.68
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.53	1.62	-1.02	-0.81
EBIT 利息保障倍数 (倍)	0.37	1.11	0.72	0.47
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	1.21	0.77	0.50
现金比率 (%)	64.04	64.58	52.09	43.57
现金回笼率 (%)	100.00	59.15	86.12	134.33
担保比率 (%)	20.98	23.70	25.35	23.09

## 附件 6 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) =  $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) =  $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数<sup>7</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>8</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) =  $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

<sup>7</sup> 一季度取 90 天。

<sup>8</sup> 一季度取 90 天。



22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

## 附件 7 中期票据及主体信用等级符号和定义

大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同。

**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，有较高违约风险。

**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。

注：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。

### 大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。