

2020 年贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司 城市停车场建设专项债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：张逸菲 yfzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：周 依 yzhou@ccxi.com.cn

程 成 chcheng@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 3 月 4 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用者据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用者购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2017]0917D 号

贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2020年贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司城市停车场建设专项债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，本期专项债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年三月四日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
贵州双龙航空港开发投资(集团)有限公司	10 亿元	10 年	每年付息一次, 本期债券设本金提前偿还条款, 同时第 5 年末附调整票面利率选择权及投资者回售选择权。如在第 5 年末未行使回售选择权, 在第 3 年末、第 4 年末每年分别兑付本金的 20%, 第 5 年末至第 10 年末每年分别兑付本金的 10%; 如第 5 年末全部回售给公司, 则第 3 年末、第 4 年末分别兑付本金的 20%; 如第 5 年末部分回售给公司, 则第 3 年末、第 4 年末分别兑付本金的 20%, 剩余债券在第 5 年末至第 10 年末每年分别兑付剩余总面值的 10%	6 亿元拟用于贵州双龙航空港经济区城市公共智慧停车场项目, 4 亿元拟用于补充营运资金

评级观点: 中诚信国际评定贵州双龙航空港开发投资(集团)有限公司(以下简称“双龙港开投”或“公司”)主体信用等级为 **AA+**, 评级展望为稳定; 评定“2020 年贵州双龙航空港开发投资(集团)有限公司城市停车场建设专项债券(第一期)”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了贵州省良好的经营环境、贵州双龙航空港经济区(以下简称“双龙港区”)重要的战略地位、贵州双龙航空港经济区管理委员会(以下简称“双龙港区管委会”)给予公司的大力支持等对公司发展的积极作用。中诚信国际同时也关注到公司债务规模快速扩张, 投资支出压力较大, 资金平衡对区域内土地出让收入依赖程度较高以及资产流动性一般且资金被占用规模相对较大等对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

双龙港开投(合并口径)	2016	2017	2018	2019.9
总资产(亿元)	1,300.31	1,468.82	1,552.26	1,606.36
所有者权益合计(亿元)	799.29	815.50	824.91	826.16
总负债(亿元)	501.02	653.33	727.35	780.20
总债务(亿元)	476.91	633.17	679.14	725.73
营业总收入(亿元)	44.77	57.99	65.36	33.79
经营性业务利润(亿元)	9.92	11.64	10.89	0.13
净利润(亿元)	8.48	9.90	9.17	0.80
EBITDA(亿元)	11.17	13.16	12.53	--
经营活动净现金流(亿元)	-245.80	-161.08	-46.72	17.05
收现比(X)	0.19	1.07	0.95	1.69
营业毛利率(%)	24.20	17.30	18.83	4.72
应收类款项/总资产(%)	11.18	16.17	15.19	12.47
资产负债率(%)	38.53	44.48	46.86	48.57
总资本化比率(%)	37.37	43.71	45.15	46.76
总债务/EBITDA(X)	42.69	48.11	54.20	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.46	0.38	0.33	--

注: 1、公司各期财务报表均依照新会计准则编制; 2、中诚信国际将长期应付款中带息部分计入债务核算; 3、公司 2019 年三季度财务报表未经审计, 且未提供 2019 年三季度现金流量表补充资料及利息支出金额, 故相关指标失效。

正面

■ **良好的经营环境。**近年来, 贵州省地区经济发展良好, 产业结构不断优化, 为公司发展提供了良好的经济基础。

■ **双龙港区重要的战略地位。**根据《关于支持贵州双龙航空港经济区加快发展的意见》(黔党发[2015]14 号), 贵州省委、贵州省人民政府为促进区域间经济互动协调发展, 建设富有航空指向性和关联度的产业体系, 将双龙港区建成贵州省改革开放、经济发展、创新驱动、高端产业发展的示范区, 双龙港区在贵州省战略地位重要。

■ **有力的政府支持。**作为贵州双龙港区最重要的综合性政府投融资主体之一, 公司享有贵州省政府及双龙港区管委会在政策、资金和土地等方面的支持。

关注

■ **债务规模快速扩张, 投资支出压力较大, 债务偿还情况值得关注。**截至 2019 年 9 月末, 公司总债务上升至 725.73 亿元, 同时, 公司承担了双龙港区主要的土地开发整理、基础设施及保障房项目的建设开发任务, 投融资压力较大, 未来债务规模或将进一步上升。2020~2021 年, 公司到期债务金额分别为 68.84 亿元和 67.14 亿元, 2023 年及以后尚有 453.28 亿元待偿还债务, 公司债务偿还安排和债务偿还情况值得关注。

■ **资金平衡对区域内土地出让收入依赖程度较高。**公司业务与土地市场关系密切, 受宏观政策和信贷政策等影响, 土地一级开发收入面临波动, 未来或将出现下滑, 公司经营状况存在一定的不确定性, 资金平衡对区域内土地出让收入依赖程度较高。

■ **资产流动性一般且资金被占用规模相对较大。**截至 2018 年末, 公司资产规模中存货和应收类款项占比较大, 存货主要由土地使用权构成, 其中有 391.20 亿元土地使用权已经抵押且尚未缴纳土地出让金, 资产流动性一般, 且资金被占用规模相对较大。

评级展望

中诚信国际认为, 贵州双龙航空港开发投资(集团)有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**区域战略地位显著提升, 经济实力大幅持续增强, 公司资产质量显著提升, 各项财务指标均大幅改善。

■ **可能触发评级下调因素。**债务压力持续加大, 偿债安排不明朗, 区域经济实力出现明显持续下滑, 区域内土地市场出现波动而影响公司资金平衡。

同行业比较
贵州省基础设施投融资企业 2018 年主要指标对比表

公司名称	资产总额 (亿元)	资产负债率(%)	总资本化比率(%)	营业总收入 (亿元)	总债务 (亿元)
贵安新区开投	2,629.56	51.31	39.01	91.17	818.94
贵阳城投	1,433.32	52.68	34.95	11.38	364.36
双龙港开投	1,552.26	46.86	45.15	65.36	679.14

注：“贵安新区开投”为“贵安新区开发投资有限公司”简称；“贵阳城投”为“贵阳市城市建设投资集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

贵州双龙航空港开发投资(集团)有限公司成立于2014年12月,系根据贵州双龙临空经济区管理委员会《关于印发贵州双龙临空经济开发投资有限公司组建实施方案的通知》(黔双龙管发[2014]1号),由贵州双龙临空经济区管理委员会授权贵州双龙临空经济区财政局作为国有资产管理机构出资设立的国有独资公司,原名为贵州双龙临空经济开发投资有限公司。贵州双龙临空经济区财政局认缴出资30.00亿元,公司注册资本30.00亿元,公司章程约定5年到位。

2015年4月9日,贵州省委、省政府明确将贵州双龙临空经济区更名为双龙港区,2015年5月,公司名称由“贵州双龙临空经济开发投资有限公司”变更为“贵州双龙航空港开发投资(集团)有限公司”;公司股东由“贵州双龙临空经济区财政局”变更为“贵州双龙航空港经济区财政局(以下简称‘双龙港区财政局’)”。截至2019年9月末,双龙港区财政局是公司的唯一出资人,持有公司100%的股权,公司注册资本和实收资本均为30.00亿元。2019年10月17日,公司控股股东和实际控制人变更为贵州双龙航空港经济区管理委员会(以下简称“双龙港区管委会”),持有公司100%的股权。

公司主要承担位于黔中经济区核心区的双龙港区重大基础设施和大型公共服务设施、土地开发、房地产开发、基础产业融资、投资、建设和资本运作等各项工作,双龙港区规划总用地面积148平方公里,建设用地93平方公里。截至2019年10月末,公司纳入合并报表范围的一级子公司有5家,分别为贵州双龙航空港置业有限公司(以下简称“双龙置业”)、贵州双龙航空港建设投资有限公司(以下简称“空港建投”)、贵州双龙航空港产业投资有限公司、贵州双龙航空港商务服务有限公司和贵阳临空经济开发建设投资有限公司(以下简称“临空开投”)。

截至2018年末,公司总资产1,552.26亿元,所有者权益合计824.91亿元,资产负债率46.86%;

2018年,公司实现营业总收入65.36亿元,净利润9.17亿元,经营活动净现金流-46.72亿元。

截至2019年9月末,公司总资产1,606.36亿元,所有者权益合计826.16亿元,资产负债率48.57%;2019年1~9月,公司实现营业总收入33.79亿元,净利润0.80亿元,经营活动净现金流17.05亿元。

本期债券概况

本期债券发行额度为10亿元,发行期限为10年,每年付息一次,同时附加本金提前偿还条款以及第5年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权,如投资者在本期债券存续期的第5年末未行使回售选择权,在债券存续期的第3年末、第4年末每年分别兑付本金的20%,第5年末至第10年末每年分别兑付本金的10%;如投资者在本期债券存续期的第5年末将持有的债券全部回售给公司,则第3年末、第4年末分别兑付本金的20%;如投资者在本期债券存续期的第5年末将持有的债券部分回售给公司,则第3年末、第4年末分别兑付本金的20%,剩余债券在本期债券存续期的第5年末至第10年末每年分别兑付剩余总面值的10%。每年的利息随本金一起支付,年度付息款项自付息日起不另计利息,到期兑付款项自兑付日起不另计利息。

募集资金用途

本期债券募集资金10.00亿元,其中6.00亿元拟用于贵州双龙航空港经济区城市公共智慧停车场项目,4.00亿元拟用于补充营运资金。

贵州双龙航空港经济区城市公共智慧停车场项目拟于贵州双龙航空港经济区新建17座城市公共智慧停车场,建设内容包括停车场建设、新能源汽车充电设施建设、配套商业及附属工程等,总用地面积156,018平方米,拟建总建筑面积671,033平方米,其中停车场总建筑面积543,704平方米,配套商业及附属用房建筑面积127,329平方米;共计建造20,993个停车位,其中充电停车位8,397个。

该项目计划总投资 54.17 亿元，拟使用本期债券募集资金 6.00 亿元，占项目总投资额的 11.08%。

宏观经济与政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大的“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，

当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国宏观经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

区域环境

贵州省经济概况

贵州省位于中国西南部，北邻四川、重庆，南接广西，东界湖南，西连云南，共有 9 个地级行政区划单位（其中 6 个地级市、3 个自治州），88 个县级行政区划单位（其中 15 个市辖区、9 个县级市、52 个县、11 个自治县、1 个特区）。贵州省国土总面积 17.62 万平方公里，占全国总面积的 1.8%。

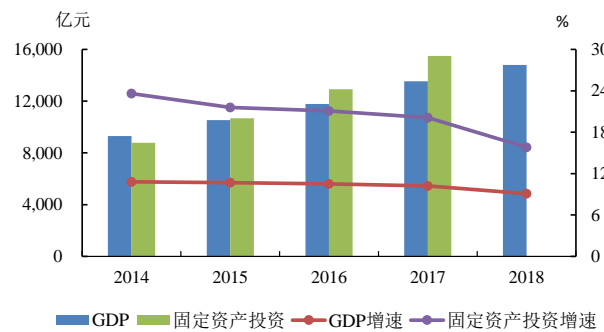
贵州是国内自然资源丰富的省区之一，有着极为突出的资源优势，尤以能源、矿产、旅游资源得天独厚，最具特色。贵州省水能资源蕴藏量为 1,874.5 万千瓦，居全国第六位，其中可开发量达 1,683.3 万千瓦，占全国总量的 4.4%。贵州省内矿产资源种类繁多，分布广泛，全省已发现矿产 110 多种，其中汞、重晶石、磷、铝土矿、稀土、镁、锰、镓等矿种保有储量排在全国前列，煤炭资源已探明储量 500 多亿吨，远景储量超过 2,000 亿吨，居西南各省区之首。由于贵州省水位落差集中的河段多，开发条件优越，同时省内煤炭资源丰富，水电与火电近年来快速发展。

近年来，国家颁布了一系列重点支持西部大开发政策，贵州省经济进入了一个高速发展时期，经济规模不断扩大。2018 年，贵州省地区生产总值达到 14,806.45 亿元，比上年增长 9.10%。其中，第一产业增加值 2,159.54 亿元，增长 6.90%；第二产业增加值 5,755.54 亿元，增长 9.50%；第三产业增加值 6,891.37 亿元，增长 9.5%。2018 年，贵州省人均地区生产总值为 41,244.00 元。贵州省依托其丰富的自然资源大力发展工业。2018 年，贵州省规模以上工业增加值比上年增长 9.00%，分门类看，采矿业增长 6.90%，制造业增长 9.60%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 8.70%。2018 年全年规模以上工业中，煤炭开采和洗选业增加值比上年增长 7.70%，电力、热力生产和供应业增长 8.60%，烟草制品业增长 8.10%，酒、饮料和精制茶制造业增长 17.50%，医药制造业增长 12.30%，电气机械和器材制造业增长 25.80%，计算机、通信和其他电

子设备制造业增长 11.20%。

2018 年，贵州省固定资产投资比上年增长 15.80%。其中，第一产业投资增长 29.00%，占固定资产投资的比重为 4.20%；第二产业投资增长 13.20%，比重为 12.70%；第三产业投资增长 15.60%，比重为 83.10%。基础设施投资比上年增长 15.80%，高技术产业投资增长 27.70%。

图 1：2014~2018 年贵州省 GDP 和固定资产投资情况



注：2018 年，贵州省未披露当年的固定资产投资额。

资料来源：贵州省国民经济和社会发展统计公报

“十三五”规划期间，贵州省继续壮大电力、烟酒、装备制造等支柱产业，通过支柱产业的扩张推动全省经济的持续发展。电力方面，保证省内用电的同时扩大省外市场，在实施“西电东送”的同时调整优化电力结构，巩固壮大电力支柱产业；烟酒方面，通过发挥“贵烟”和“茅台”的品牌优势，推动结构调整、技术改造、市场建设、整合资源，以做大做强；装备制造方面，依托军工基地的技术优势，发展一批特色鲜明的装备制造产业集群和企业集团。

总体来看，贵州省地区经济发展良好，产业结构不断优化，为公司发展提供了良好的经济基础。

贵州双龙航空港经济区经济概况

贵州双龙临空经济区位于贵阳市东南部，于 2014 年 10 月 17 日正式设立。根据 2017 年 5 月 9 日中华人民共和国国家发展和改革委员会发布的《国家发展改革委民航局关于支持贵阳临空经济示范区建设的复函》（发改地区[2017]874 号），贵州双龙临空经济区规划范围以龙洞堡国际机场为中

心，东起黔南州龙里谷脚镇中铁大道，西至贵阳市南岳山脉，南起贵阳市南明区小碧乡，北至贵阳市南明区永乐乡，管理面积 148 平方公里，其中南明区域 96 平方公里，机场区域面积 15.6 平方公里。

2015 年 4 月 9 日，贵州省委、省政府明确将临空经济区更名为双龙航空港经济区，根据《关于支持贵州双龙航空港经济区加快发展的意见》（黔党发[2015]14 号文），贵州省委、省人民政府为促进区域间经济互动协调发展，建立富有航空指向性和关联度的产业体系，按照“省级统筹协调、贵阳为主实施、黔南协同配合”的原则，设立双龙港区管委会并作为省委、省政府派出机构管理，将双龙港区建成全省改革开放的先行区、经济发展的示范区，建成全省开放带动的重要窗口、创新驱动的重要平台、高端产业发展的重要基地。双龙港区管委会委托贵阳市管理，黔南自治州协同配合，享有航空港经济区与市（自治州）经济管理和城市建设同等职权。双龙港区托管范围内的社会事务在过渡期内，由双龙港区以购买服务方式，分别由南明区、龙里县管理和服务。同时，建立双龙港区与省直部门“直通车”制度，对于不能授权和委托的省级行政管理事项和权限，省直有关部门要开通绿色通道，最大限度简化程序、压缩时限，同时协助办理需要报转国家有关部门的事项。2017 年 5 月 17 日，双龙港区成功获批国家级临空经济示范区。2018 年 4 月 27 日，中国临空经济示范区发展联盟成立大会在青岛举行，双龙港区成为首批创始成员。

在财税政策方面，根据贵州省财政厅 2018 年 1 月 25 日印发的《贵州双龙航空港经济区财政管理体制方案》的通知，设立双龙港区一级国库，负责核心区财政收支。双龙港区核心区内的财政收入（含一般公共预算收入、政府性基金预算收入、国有资本经营预算收入、社会保险基金预算收入）经相关市（自治州）、县（区）共同确认后由双龙港区按照相关规定办理入库。以 2015 年为基期，2016~2026 年，双龙港区的财政收入除上缴中央的部分外，全额留存双龙港区统筹使用。双龙港区核心区人员经费、机构运转、民政、社会保障等政

策性社会事务、社会管理工作由双龙港区全面负责。双龙港区继续委托南明区、龙里县负责社会事务管理、各类民生资金发放等工作、所需资金由双龙港区财政局列入同级年度预算。按照事权与支出责任相匹配的原则，自 2018 年起，财力性转移支付增量由贵州省财政厅直接下达双龙港区；专项转移支付由贵州省直部门提出意见，会同贵州省财政厅直接下达双龙港区。双龙港区申报或报批财政资金项目时，可直报贵州省人民政府及其工作主管部门，抄告贵阳市、黔南州有关部门备案。双龙港区管委会财政局具有市（自治州）级财政管理职权，负责核心区内的预算编制及预算执行、决算编制及汇总、预（决）算公开、国有资产管理、政府债务管理等各项工作。债务管理方面，对于在双龙港区核心区内发生的债务，由双龙港区协调贵阳市、黔南州、南明区、龙里县，逐个项目进行清理甄别，认定债务归属、明确还本付息责任及化解债务风险责任、规范债务统计口径。

双龙港区总体定位为航空港产业园区，主要发展四个方面产业：一是航空指向性产业，二是航空港制造业，三是现代服务业，四是发展大数据及相关产业。2018 年，双龙港区（南明、龙里）完成固定资产投资 344.72 亿元；工业总产值（2,000 万口径）完成 192.87 亿元，同比增长 15.40%；工业增加值（2,000 万口径）完成 55.35 亿元，同比增长 16.26%；完成招商引资到位资金 131.52 亿元；实际利用外资 4,850.00 万美元。

总体来看，双龙港区的发展得到了贵州省政府、贵阳市政府、黔南州政府的有力支持，具有较好的发展前景。

竞争及抗风险能力

作为双龙港区最重要的综合性政府投融资主体，双龙港开投主要负责双龙港区范围内的土地开发整理、基础设施建设和保障房开发等国有资产的运营和保值增值业务，在双龙港区的土地开发整理和道路、桥梁、城市改造等大型基础设施领域内处于主导地位。

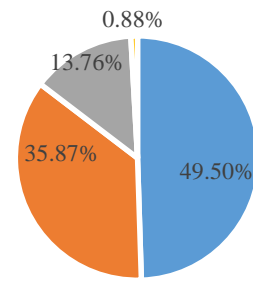
为支持公司发展，双龙港区管委会在业务开展和土地注入等方面均给予公司大力支持。自公司成立以来，双龙港区管委会先后向公司注入大量土地资产，截至 2018 年末，公司拥有的土地使用权合计 10,141,359.98 平方米（约 15,212 亩），全部为出让性质的商住用地，账面价值为 767.59 亿元。此外，根据《关于支持贵州双龙航空港经济区加快发展的意见》（黔党发[2015]14 号文），贵州省委、省政府在公司建设用地指标、土地出让方式等方面给予公司相应支持。

综上所述，公司承担着双龙港区范围内土地开发整理、基础设施建设和保证房建设等重要职责，未来公司发展前景良好，具有很强的抗风险能力。

业务运营

公司的主要收入来源为土地一级开发、项目代建和商品销售，其中，土地一级开发收入为总额法核算的土地整理收入，项目代建包含了净额法结算的土地代建收入、基础设施建设以及安置房建设项目。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入分别为 44.77 亿元、57.99 亿元、65.26 亿元和 33.79 亿元，呈逐年上升趋势。2018 年，公司实现土地一级开发收入为 32.30 亿元，占营业总收入 49.50%，是公司收入的最主要来源；此外，公司 2018 年商品销售和项目代建管理收入分别为 23.41 亿元和 8.98 亿元，均较 2017 年有所增长。公司其他收入包括物业管理、租赁房屋、项目管理费等收入，占比较小。

图 2：公司 2018 年营业总收入构成



■ 土地一级开发 ■ 商品销售 ■ 项目代建管理 ■ 其他

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

土地开发整理业务

公司土地开发整理业务主要由子公司双龙置业和临空开投负责运营，主要负责双龙港区范围内的土地开发整理。

土地开发整理业务方面，2016 年以前，公司受双龙港区管委会委托，对双龙港区需要征迁的土地进行统一的征地、拆迁和平整。首先，公司利用自有资金对拟开发的土地进行土地开发整理，依据《贵州双龙航空港经济区管理委员会主任办公会议纪要》（2015 年[第 15 次]），公司土地整理按直接支出总额的 2%计提管理费，按投资总额的 8%计提利润；其次，整理完成后，公司将符合条件的土地与双龙港区管委会确认核定并进行结算，将确认后的土地交给贵州双龙航空港经济区土地矿产储备中心（以下简称“土储中心”），通过“招、拍、挂”程序公开出让；最后，土地出让收入在扣除规定的各项基金和税费后全额返还给双龙港区财政局，双龙港区财政局根据相关规定，将土地一级开发成本及计提的管理费和利润拨付给公司。此模式下产生的投资成本计入存货，采用总额法核算，以形成的收入总额确认土地一级开发收入。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别确认土地一级开发收入 28.97 亿元、32.53 亿元、32.30 亿元和 9.80 亿元。截至 2018 年末，公司土地一级开发业务已累计收到回款 44.57 亿元。

2016 年以来，公司分别签订《贵州双龙航空港经济区土地矿产储备中心与贵州双龙航空港开发

投资（集团）有限公司、贵州双龙航空港置业有限公司之《土地开发整理委托协议》和《贵州双龙航空港经济区土地矿产储备中心与贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司、贵阳临空经济开发建设投资有限公司之土地开发整理委托协议》，新增了代建模式的土地整理开发业务。公司自筹并垫付土地整理开发资金，根据协议约定收取土地开发整理费，具体资金按如下方式结算：年委托开发整理费=年土地开发整理投资额×10%。此模式下产生的投资成本计入其他非流动资产，采用净额法核算，形成的收益净额计入项目代建收入，土地开发整理成本返还后对应冲减其他非流动资产。未来公司将采用代建模式进行土地开发整理业务，收入规模或将有所下降。2016~2018年，公司分别实现土地一级开发项目代建管理收入7.71亿元、5.74亿元和7.94亿元。

按照《关于支持贵州双龙航空港经济区加快发展的意见》（黔党发[2015]14号文），双龙港区内建设用地年度计划由省级单列，耕地占补平衡和城乡建设用地指标、林地定额指标在全省范围统筹解决。双龙港区内基础设施建设和重点产业项目纳入贵

州省重点项目管理范围，土地指标由双龙港区申报、贵州省国土资源厅实施动态弹性管理，年度新增建设用地计划指标分配向双龙港区倾斜；贵州省国土资源厅、贵州省林业厅和双龙港区管委会将建立用地保障联动机制，将区域内招商引资的企业总部办公用地纳入年度土地供应计划，通过招标、拍卖、挂牌等公开出让方式，优先保障企业总部办公用地。以上政策明确了公司在双龙港区土地一级开发整理中的主导地位，对于公司土地开发整理业务的开展形成一定保障。

完工项目方面，截至2018年末，公司已先后完成甘庄地块城镇棚户区改造项目、营盘古堡地块城镇棚户区改造项目、秦棋城镇棚户区改造项目等项目，投资规模达100余亿元。

在建项目方面，截至2019年3月末，公司在建的土地整理项目较多，计划投资合计714.19亿元，累计已完成投资289.39亿元，土地整理面积合计约120,325.29亩，平均整理成本为60~70万元/亩，建设周期为2年。公司资金来源为自筹，未来资本支出压力大，预计债务规模将持续攀升。

表 1：截至 2019 年 3 月末公司主要在建土地开发整理项目情况（亿元）

项目名称	面积（亩）	计划投资	已投资	建设模式
生态居住区城镇棚户区改造项目			59.64	一级开发
小碧安置点征拆项目	10,740.00	71.20	8.10	一级开发
221、222 征拆项目			0.83	一级开发
小碧村城镇棚户区改造项目			0.02	一级开发
综合保税区城镇棚户区改造项目	20,246.00	99.50	51.76	代建
高端制造产业园（罗史村、柏杨村）城镇棚户区改造项目	16,992.00	78.14	46.64	代建
木头村城镇棚户区改造项目	1,752.00	33.26	30.50	代建
云关村整村搬迁（城镇棚户区改造）项目	3,700.00	20.77	14.95	代建
猫洞至大地村公墓道路工程	--	1.00	1.01	代建
马鞍山地块土地一级开发	570.00	11.14	2.64	代建
建设大道 B-01 地块土地一级开发整理项目	380.00	7.8	1.56	代建
建设大道 B-02 地块土地一级开发整理项目	473.00	10.89	0.20	代建
双龙北线 B-04 地块土地一级开发整理项目	1,805.00	22.07	0.82	代建
大数据二期地块土地一级开发整理项目	695.00	17.5	0.18	代建
大数据三期地块土地一级开发整理项目	910.00	31.32	0.15	代建
双龙北线 B-03 土地一级开发整理项目	1,410.00	48.49	0.58	代建
西南环线 B-03 地块项目	651.00	9.76	0.24	代建
二堡安置点一级开发整理项目	450.00	6.75	0.19	代建
云关安置点土地一级开发整理项目	570.00	5.20	0.17	代建

机场路 05-01 地块一级开发整理	320.00	3.10	3.16	一级开发
庆阳社区城市棚户区改造项目	30,000.15	108.00	31.51	代建
岩后社区城市棚户区改造项目	28,661.14	128.30	34.54	代建
合计	120,325.29	714.19	289.39	--

注：该表中的面积合计数不包括猫洞至大地村公墓道路工程。

资料来源：公司提供

为了加强公司资本实力和融资能力，在公司成立之初，双龙港区管委会将南明区部分已整理好土地划入公司名下。截至 2018 年末，公司拥有的土地使用权合计 10,141,359.98 平方米（约 15,212 亩），全部为出让性质的商住用地，账面价值为 767.59 亿元，公司将土地使用权记入“存货”科目项下。

总体看来，由于双龙港区尚处在开发建设期，土地开发整理业务规模较大，公司先行自筹资金用于项目建设，面临一定资金支出压力；同时，公司土地开发整理业务的实施与收入结算受双龙港区开发计划及资金情况影响较大，中诚信国际将持续关注双龙港区土地出让情况及公司回款情况。

基础设施建设业务

公司基础设施建设业务主要由子公司空港建投和公司本部负责运营。该业务采取委托代建模式，由公司进行自主融资并开展项目建设，根据《关于明确开投集团项目开发建设管理费用方式的请示》（黔双龙开投[2015]99 号），公司每年根据投资金额的 3% 计提项目管理费，项目完工并经竣工验收后，

贵州双龙港区财政局向公司支付代建款。

作为双龙港区最主要的城市基础设施项目投资、建设主体，公司享受《关于支持贵州双龙航空港经济区加快发展的意见》（黔党发[2015]14 号文）给予的各项支持政策，包括建设资金贷款享受贵州省内开发区基础设施建设项目贷款的贴息政策、基础设施建设项目包括区内高速公路和国道升级改造等建设项目也纳入了贵州省开放性发展资金支持范围等。双龙港区内基础设施建设项目享受省级重大项目和“5 个 100 工程”的优惠政策，即将航空港区纳入全省 100 个产业园区成长工程并给予相应的政策倾斜与支持。

在建项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司主要在建基础设施项目较为充足，主要在建项目计划总投资 314.96 亿元，累计已完成投资 110.36 亿元，未来投资压力较大。未来，贵州双龙临空经济区建设大道道路工程项目、贵州双龙航空港经济区物流外环路道路工程项目和中央生态公园等投资规模较大的项目计划采取 PPP 模式运营。

表 2：截至 2019 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	总投资金额	已投资金额
贵州双龙临空经济区建设大道道路工程项目	53.08	32.30
贵州双龙航空港经济区物流外环路道路工程	43.49	2.10
贵州双龙航空港经济区外环北路道路建设工程	37.57	4.16
贵州双龙航空港经济区李端菜中学	26.81	5.38
贵州双龙临空经济区双龙北线（横二路）道路工程项目	21.96	20.17
贵州双龙临空经济区贵龙纵线道路工程项目	21.64	15.97
见龙洞路工程	15.23	1.64
贵州双龙临空经济区龙水路二期道路工程项目	14.01	7.32
中央生态公园	12.65	8.53
贵州双龙航空港经济区见龙洞路南延伸段道路建设工程	12.46	0.77
贵州双龙航空港经济区物流三号路道路工程项目	9.49	0.23
贵州双龙航空港经济区双龙北线西段道路工程	9.45	0.51
机场路道路及景观提升改造工程	8.52	6.92
贵州双龙航空港经济区永乐路道路建设工程项目	8.25	0.22

贵州双龙临空经济区龙水路（西南环线—建设路）道路工程项目	7.46	1.99
贵州双龙航空港经济区龙水路电力管廊工程	6.82	1.39
贵州双龙航空港经济区马鞍山大道道路建设工程	6.07	0.76
合计	314.96	110.36

资料来源：公司提供

总体来看，公司目前主要采取委托代建模式进行基础设施建设，在建项目总投资规模较大，未来存在较大的资本支出压力。

安置房业务

公司安置房的建设业务主要由子公司双龙置业负责，公司通过自建和外购两种方式获得安置房，公司对安置房采取部分用于安置并与双龙港区管

委会结算、部分进行对外销售的模式，具体销售比例根据各项目情况具体确定。对外销售部分，公司将按照指导价格进行销售。

截至 2019 年 3 月末，公司在建 6 个安置点，建筑面积合计 213.33 万平方米，计划总投资 84.80 亿元，已投资 29.36 亿元。项目相关土地手续等正在办理中，公司安置房建设资金主要为公司自筹，未来投资压力较大。

表 3：截至 2019 年 3 月末公司自建安置点项目基本情况（亿元）

项目名称	总用地面积（亩）	建筑面积（平方	开工时间	总投资	已投资
双龙御景新城（安置点）	178.50	172,000	2015.11	8.20	3.69
双龙二堡新城建设项目	360.00	330,000	2016.8	11.54	3.38
永乐安置点安置房	489.00	563,000	2017.04	20.16	3.10
双龙马寨新城（安置点）	285.00	197,300	2016.04	8.70	3.97
云关新城建设项目	586.50	495,000	2016.09	20.80	11.17
双龙小碧新城（小碧安置	315.75	376,000	2016.08	15.40	4.05
合计	2,214.75	2,133,300	--	84.80	29.36

资料来源：公司提供

此外，公司还通过认购与回购方式购买了小碧安置房项目、东站路安置点项目、客运东站安置项目、理想城（南明区见龙洞路经济适用住房）安置房项目、首开紫郡安置房项目、富源同坐安置点项目和多彩贵州城共计 7 处安置房，建筑面积共计 70.41 万平方米，预计总投资 31.17 亿元，截至 2019 年 3 月末已投资 21.74 亿元，目前部分安置房已交付安置。

总体来看，公司正在建设的安置房稳步推进，未来仍有一定资金需求；同时，公司相关土地的手续尚在办理中，中诚信国际对土地手续办理情况及资金平衡情况保持关注。

商品销售及其他业务

公司的商品销售业务主要由下属子公司贵州双龙航空港供应链管理有限公司（以下简称“供应链公司”）运营，供应链公司成立于 2015 年 10 月

12 日，主要经营范围为：进出口贸易，钢材、矿产品、金属材料、煤炭、电子产品、电子器械、建筑材料、普通化工产品、医疗器械等产品的销售，广告代理与发布以及物业管理等。

由于供应链公司处于快速成长期，收入规模增长较快，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司商品销售收入分别实现营业收入 7.49 亿元、18.17 亿元、23.41 亿元和 23.03 亿元，主要系与双龙港区内公司进行镍、流体管、电解铜等产品的贸易。由于公司议价能力较弱以及业务特性，该项业务的毛利率较低。但随着双龙港区的迅速发展，双龙港区内贸易需求的不断增加，收入规模有望进一步加强。

公司二级子公司贵州双龙航空港创业投资有限公司（以下简称“空港创投”）还开展了部分股权投资业务。2015 年 11 月，空港创投与摩根富通（北京）资产管理有限公司于共同发起设立贵州双龙贵银投资管理有限公司（以下简称“双龙贵银”），注册

资本 500 万元。其中，双龙创投认缴出资 200 万元，摩根富通认缴出资 300 万元。双龙贵银是基于贵州双龙港区投资开发建设、推动贵州省内外经济发展为目的成立的私募投资基金管理机构，并已于 2015 年 12 月通过中国证券投资基金业协会审核，获得私募投资基金管理人登记证明。

双龙贵银的主要业务是作为普通合伙人（GP），负责募集资金并设立专项投资基金（有限合伙企业），进行投资和投后管理，通过收取基金管理费来实现盈利。贵州双龙贵银投资管理有限公司充分发挥“金融+政府”的组合优势，实现企业与地方政府、金融机构有效互动，打造优质的投融资平台。目前，双龙贵银正在管理的基金有 5 支，分别为贵州贵银联和城市运营发展基金（有限合伙）、贵州双龙航空港民生发展基金（有限合伙）、贵州双龙航空港贵银城市土地整理基金（有限合伙）、贵银双龙中水城市发展基金（有限合伙）和贵州双龙航空港城镇化发展基金（有限合伙）。上述 5 支基金总规模为 181.81 亿元，其中双龙贵银投入资金 230.18 万元。双龙贵银按 0.02%~0.3% 来计提管理费，2018 年实现管理费收入 4,323.29 万元。

除此以外，公司全资子公司贵州双龙航空港商务服务有限公司（以下简称“商服公司”）还开展商务信息咨询、酒店服务管理、市场营销策划等商务服务业务。截至 2019 年 9 月末，商服公司在建项目主要为东方科幻谷 VR 产业基地项目，该项目规划建设用地 341.20 亩，总建筑面积 169.63 万平方米，建设内容包括产研、办公、商业、主题场馆、室外游享体验设施、餐饮、地下车库、道路及绿化景观工程。项目总投资预计为 35.50 亿元，截至 2018 年末已投资 14.23 亿元，未来将通过门票、VR 产品销售、停车费、餐饮等收入实现资金平衡。

总体来看，公司商品销售板块盈利能力较弱，但随着双龙港区的发展，收入规模有望进一步增长；同时，公司涉及基金管理、风险投资板块，一定程度上丰富了公司业态。

管理

产权结构

贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司是由双龙港区管委会 100% 控股的国有企业，截至 2019 年 10 月末，公司注册资本 30.00 亿元，实收资本 30.00 亿元，拥有一级子公司 5 家。

公司治理

公司是依照《公司法》规定设立的国有独资公司，双龙港区管委会依法行使出资人职责。公司不设有股东会，股东行使以下职权：决定公司的经营方针和投资计划；委派和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事长的报告；审议批准监事的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或减少注册资本、发行公司债券、股权转让、分立、合并、变更公司形式、解散和清算等事项进行决议；审议批准为公司股东或者实际控制人提供担保；修改公司章程；决定向其他企业投资或者为他人提供担保和聘用、解聘承办公司审计业务的会计师事务所；公司章程规定的其他职权。

公司设董事会，董事会由 5 人组成，其中内部董事 2 名、外部董事 2 名、职工董事 1 名。董事会设董事长 1 名。除职工董事由公司内部选举产生外，其他董事由股东委派。董事会设董事长一人，由股东任命和罢免，董事长对公司股东负责。公司设监事会，成员 5 人，监事会中股东代表与职工代表的比例为 3:2，监事会中股东代表由股东委派产生，职工代表由公司职工民主选举产生。董事长、董事和监事任期三年，任期届满，可连选连任。公司设经理一名，对董事会负责，由董事会聘任或者解聘。

公司严格按照《公司法》等法律、法规、规范性文件及《公司章程》的规定，建立健全了规范的公司治理结构和议事规则。

管理水平

根据国家有关法律、法规和公司章程，结合实际情况，公司制定了《财务管理制度》。

公司与其下属公司之间按照相关法律法规及内部规章制度进行管理和运营，分别在各自的经营范围内实行自主经营、独立核算、自负盈亏，并依法独立承担民事责任。公司对下属各子公司的管理主要以产权关系为纽带，具体通过对子公司的财务情况和内部控制进行审计，以及对外担保的控制制度等方法来实施，以保证对各子公司的管理落到实处，执行公司统一的战略决策。

公司规定了会计工作交接手续、内部牵制制度、内部稽核制度、财产清查制度、财务支出审批制度等，建立了可行的业务规范，有效加强了公司财务管理和经济核算行为。公司在对财务相关环节进行严格控制的同时让财务管理制度得到了有效的执行和落实。

总体来看，双龙港开投建立了较科学、完善的法人治理结构体系，运行日益规范，财务管控严格。同时，中诚信国际也注意到，公司成立时间较短，集团管控模式处于起步阶段，未来随着业务规模的不断扩大，管理体系也应不断完善。

战略规划

作为贵州双龙港区重要投融资及建设主体，公司将立足双龙港区并协助政府规划建设好双龙港区，完善投资环境、推进产业招商、促进产业升级和区域经济发展，构建专业化、多元化、市场化、集团化的综合运作平台。

公司战略目标的实现将分为三个主要发展阶段：第一阶段（2017~2018年）主要任务为拓展多元化的融资渠道，加快政府主导项目建设，积极争取优质资源布局新业务，做好基础和核心业务；第二阶段（2019~2020年）主要任务为做强存量业务，确立各业务板块的战略方向，加大内外部战略合作，推行股权多元化，探索资产证券化和IPO；第三阶段（2021~2025年）主要任务为加强资产运作

力度，实现产融结合，推动公司实现跨越式发展，强化区内业务发展地位，逐步向区外拓展。

总体来看，公司的未来战略规划较为清晰，立足优势、主营业务，加大对外合作及融资力度，优化融资方式，逐步扩大市场规模及盈利能力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年三年连审审计报告和2018年审计报告，以及公司提供的未经审计的2019年三季度财务报表，2016~2018年财务数据均为审计报告期末数。公司各年度财务报表均依照新会计准则编制。

资本结构

由于公司成立时间较短，各项业务于2016年开始发展迅速，导致公司规模在当年快速扩张，2017年公司运营步入正轨，各项指标趋于稳定。2016~2018年及2019年9月末，公司总资产分别为1,300.31亿元、1,468.82亿元、1,552.26亿元和1,606.36亿元，持续增长。公司资产以流动资产为主，2016~2018年及2019年9月末，公司流动资产分别为1,162.73亿元、1,248.99亿元、1,228.17亿元和1,240.92亿元，占总资产的比例分别为89.42%、85.03%、79.12%和77.25%。截至2019年9月末，公司流动资产主要由存货、其他应收款、应收账款和货币资金构成。2016~2018年及2019年9月末，公司存货分别为880.99亿元、897.02亿元、902.11亿元和944.27亿元，由开发成本和拟开发土地构成。截至2018年末，公司开发成本合计134.51亿元，主要为在建的安置房项目成本和以总额法核算的土地开发项目成本。截至2018年末，公司拟开发土地账面价值为767.59亿元，合计10,141,359.98平方米，均为政府注入的出让性质的土地使用权，已全部办理产权证，尚未缴纳土地出让金，根据《关于贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司土地资产相关情况说明的函》（黔双龙管函〔2017〕79号），

未来上述地块出让后，贵州双龙航空港经济区管理委员会拟将土地出让金净收益全额返还至公司。其中，账面价值 391.20 亿元的土地已用于抵押，面积为 515.57 万平方米。2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司其他应收款分别为 70.60 亿元、163.39 亿元、151.28 亿元和 132.98 亿元，主要为公司与当地政府部门和国有企业的往来款，截至 2018 年末前五名应收合计 139.40 亿元，占比 91.95%，公司资金被占用规模相对较大。

表 4：截至 2018 年末公司其他应收款前五名情况（亿元）

单位名称	金额	款项性质
贵州双龙航空港经济区财政局	89.28	往来款
贵州双龙航空港经济区贵阳龙洞堡国际机场三期指挥部	16.57	往来款
贵阳市东部新城开发投资建设有限公司	14.66	往来款
贵州双龙航空港经济区土地矿产储备中心	14.94	往来款
贵阳时代天地建设开发投资有限公司	3.94	往来款
合计	139.40	--

注：各单位其他应收款总额与合计数不相等系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司应收账款分别为 74.79 亿元、74.07 亿元、84.52 亿元和 67.30 亿元，截至 2018 年末，公司应收账款主要包括应收双龙港区管委会采取总额法核算的土地一级开发工程款和应收土储中心采取净额法核算的委托土地开发整理工程款。其中，公司应收管委会的土地一级开发工程款共计 61.76 亿元，占比为 73.07%，账龄均在两年以内；公司应收土储中心的委托土地开发整理工程款共计为 19.05 亿元，占比为 22.54%，账龄均为三年以内。2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司货币资金分别为 106.49 亿元、77.46 亿元、28.09 亿元和 41.20 亿元，主要为银行存款，随着工程款的增加以及还本付息压力增加，货币资金有所下降。

表 5：截至 2018 年末公司应收账款前五名情况（亿元）

单位名称	金额	款项性质
双龙港区管委会	61.76	工程款
土储中心	19.05	工程款
广西北投鸿腾国际贸易有限公司	1.41	往来款
中电建十四局贵州基础设施建设发展有限公司	0.55	往来款
贵州双龙航空港经济区党政办公室	0.47	往来款
合计	83.24	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

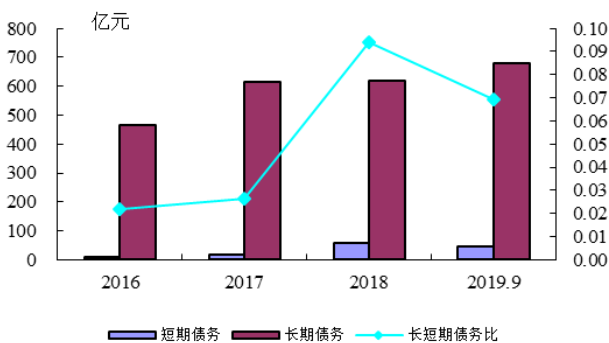
截至 2019 年 9 月末，公司的非流动资产合计 365.44 亿元，其中，其他非流动资产为 324.33 亿元，占非流动资产的比例为 88.75%，主要为代建项目成本投入，包括基础设施建设项目和土地委托开发项目。同期末，公司在建工程为 16.41 亿元，较 2017 年末大幅增加，主要为东方科幻谷 VR 产业基地项目的推进所致。

随着公司快速发展，投资需求不断增加，公司融资力度不断加大，总负债规模持续快速攀升。2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司的总负债分别为 501.02 亿元、653.33 亿元、727.35 亿元和 780.20 亿元。公司总负债以非流动负债为主，非流动负债主要包括长期借款、应付债券及长期应付款。2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司长期借款分别为 352.66 亿元、511.58 亿元、550.99 亿元和 584.75 亿元，主要为质押借款和质押保证借款，贷款单位涉及国有银行、股份制银行、基金公司、证券公司等金融机构。截至 2019 年 9 月末，公司应付债券余额 22.15 亿元，主要为公司于 2019 年 1 月 29 日发行的非公开公司债券 11.10 亿元以及于 2019 年 6 月 27 日发行的非公开公司债券 10.00 亿元，债券利率均为 7.98%。2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司长期应付款分别为 114.13 亿元、105.40 亿元、75.80 亿元和 77.89 亿元，主要为公司向各金融机构及企事业单位的借款。随着债务逐渐临近到期期限，公司部分长期应付款转入一年内到期的非流动负债，导致长期应付款规模有所下降。2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司流动负债分别为 22.16 亿元、35.04 亿元、97.27 亿元和 92.11 亿元，近年来增长较快，主要系公司长期借款及长期应付款临近

到期转为一年内到期的非流动负债所致，同期末，公司一年内到期的非流动负债分别为 9.12 亿元、14.98 亿元、57.47 亿元和 40.81 亿元。2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司其他应付款分别为 4.07 亿元、6.75 亿元、17.87 亿元和 22.42 亿元，主要为和其他企事业单位的往来款。

近年来，公司有息债务大幅增长。2016~2018 年末，公司总债务分别为 476.91 亿元、633.17 亿元和 679.14 亿元。截至 2019 年 9 月末，公司总债务增长至 725.73 亿元，其中长期债务 678.70 亿元，占总债务的 93.52%；短期债务 47.03 亿元，存在较大的偿债压力。2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司资产负债率分别为 38.53%、44.48%、46.86%和 48.57%，总资本化比率分别为 37.37%、43.71%、45.15%和 46.76%，财务杠杆随债务规模扩大而有所上升。

图 3：2016~2018 年及 2019 年 9 月末公司债务结构分析

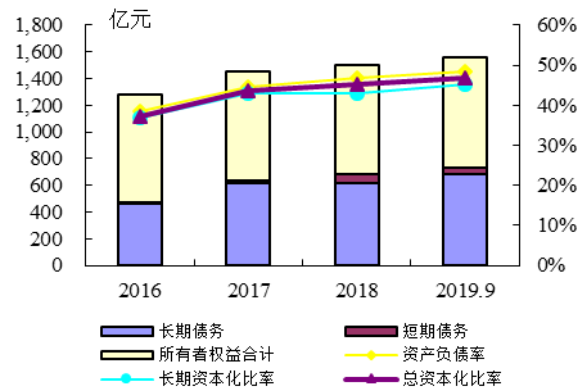


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

所有者权益方面，2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司所有者权益合计分别为 799.29 亿元、815.50 亿元、824.91 亿元和 826.16 亿元，主要由资本公积构成。2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司资本公积均为 767.59 亿元。根据双龙港区管委会《贵州双龙航空港经济区管理委员会关于将贵阳临空经济开发建设投资有限公司无偿划转至贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司的通知》（黔双龙管通[2015]15 号），将双龙港区财政局持有的临空开投 100% 股权无偿划转至公司，公司以其 2015 年 9 月 30 日账面价值入账，形成资本公积 767.59 亿元。同

期末，公司实收资本分别为 20.70 亿元、30.00 亿元、30.00 亿元和 30.00 亿元，2017 年，双龙港区财政局对公司增资 9.30 亿元，截至 2017 年末，公司实收资本增长至 30.00 亿元。此外，随着利润的累积，未分配利润不断上升，截至 2019 年 9 月末为 27.10 亿元。

图 4：2016~2018 年及 2019 年 9 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，近年来公司资产负债规模有所增长，股东对公司资本投入与资产注入力度较大，使公司所有者权益规模较大。同时，中诚信国际关注到公司资产以存货和应收类款项为主，资产流动性一般，资金占用规模相对较大，债务规模快速扩张。考虑到公司处于业务扩张期，基础设施项目建设仍需大量资金投入，预计未来公司的融资规模将继续扩大。

盈利能力

2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别实现营业总收入 44.77 亿元、57.99 亿元、65.26 亿元和 33.79 亿元。公司营业总收入以土地一级开发收入、商品销售收入和项目代建管理收入为主。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别实现土地一级开发收入 28.97 亿元、32.53 亿元、32.30 亿元和 9.80 亿元，2016~2018 年略有波动，主要受当地政府统一规划及开发周期影响，未来或将出现下滑。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别实现商品销售收入 7.49 亿元、18.17 亿元、23.41 亿元和 23.03 亿元，随着双龙港区的迅速发展，商品销售规模不

断扩大。同期，公司项目代建管理收入分别为 8.13 亿元、6.75 亿元、8.98 亿元和 0.52 亿元，公司将新增委托土地整理开发业务收入放入项目代建管理业务板块核算，项目代建管理收入随开发进度有所波动。

毛利率方面，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司营业毛利率分别为 24.20%、17.30%、18.74% 和 4.72%。2017 年，毛利率较低的商品销售收入增加

至 18.17 亿元，同比增长 142.59%，导致同期毛利率有所下降。由于公司处于发展初期，收入结构尚未稳定，未来公司的毛利率水平存在不确定性。近年来公司土地一级开发业务毛利率较为稳定；商品销售毛利率受其业务的特性及议价能力较低等影响处于较低水平；项目代建管理业务以净额法确认收入，故毛利率为 100%。

表 6：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司营业收入构成及毛利率情况（亿元）

业务板块	2016		2017		2018		2019.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地一级开发	28.97	8.73%	32.53	8.62%	32.30	8.62%	9.80	8.62%
商品销售	7.49	0.59%	18.17	0.59%	23.41	0.78%	23.03	0.68%
项目代建管理	8.13	100.00%	6.75	100.00%	8.98	100.00%	0.52	100.00%
其他	0.18	76.01%	0.53	69.58%	0.57	49.47%	0.45	17.07%
合计/综合	44.77	24.20%	57.99	17.30%	65.26	18.74%	33.79	4.72%

注：各项金额加总与合计数不等系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

三费构成方面，公司的期间费用主要由管理费用构成，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司管理费用分别为 0.80 亿元、1.20 亿元、1.28 亿元和 1.18 亿元；由于公司大部分利息支出资本化处理同时形成部分利息收入，导致公司财务费用较低，同期分别为 0.01 亿元、-0.01 亿元、0.02 亿元和 0.05 亿元。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司三费合计分别为 0.81 亿元、1.21 亿元、1.34 亿元和 1.28 亿元，三费收入占比分别为 1.82%、2.09%、2.06% 和 3.78%，预计随着公司业务的开展，三费收入占比将有所增加。

表 7：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司三费分析

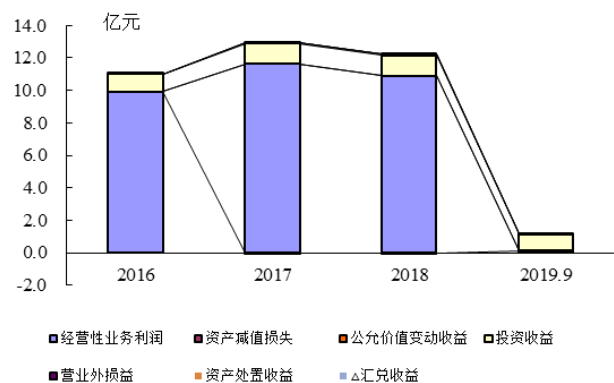
项目	2016	2017	2018	2019.1~9
销售费用（亿元）	0.002	0.02	0.04	0.04
管理费用（亿元）	0.80	1.20	1.28	1.18
财务费用（亿元）	0.01	-0.01	0.02	0.05
三费合计（亿元）	0.81	1.21	1.34	1.28
营业总收入（亿元）	44.77	57.99	65.36	33.79
三费收入比（%）	1.82	2.09	2.06	3.78

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司的利润总额分别为 11.01 亿元、12.93 亿元、12.25 亿元和 1.16

亿元，主要由经营性业务利润和投资收益构成。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，经营性业务利润分别为 9.92 亿元、11.64 亿元、10.89 亿元和 0.13 亿元，其中 2017~2018 年公司分别实现政府补助 3.44 亿元和 0.12 亿元，计入其他收益；同期，投资收益分别为 1.08 亿元、1.25 亿元、1.27 亿元和 1.02 亿元，来自公司所投资基金实现的投资收益。

图 5：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，随着公司业务的不断发展，公司收入规模呈现增长态势，盈利能力尚可。但是土地一级开发易受宏观经济及政策因素影响，中诚信国际

将继续对公司未来的盈利能力予以关注。

现金流

经营活动现金流方面，2016~2018年及2019年1~9月，公司经营活动现金净现金流分别为-245.80亿元、-161.08亿元、-46.72亿元和17.05亿元，受益于土地整理、基础设施建设业务投资进度减缓、经营活动获现能力提高和往来款资金流出规模减小等原因，公司经营活动资金缺口逐年减小。2016~2018年及2019年1~9月，公司经营活动现金流出分别为302.63亿元、267.05亿元、132.48亿元和72.17亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为159.41亿元、83.40亿元、62.59亿元和54.62亿元，主要为土地整理和基础设施建设业务投入的开发、建设成本；支付其他与经营活动有关的现金分别139.24亿元、179.71亿元、66.96亿元和14.35亿元，主要往来对象为双龙港区财政局、双龙港区管委会等部门及国有企业。同期，公司经营活动现金流入分别为56.83亿元、105.98亿元、85.77亿元和89.21亿元，2017年，公司经营活动现金流入大幅增长，一方面由于公司回款情况较好，销售商品、提供劳务收到的现金流入为62.21亿元；另一方面公司收到资金往来款较多，同时实现部分利息收入，收到其他与经营活动有关的现金为43.76亿元。2016~2018年及2019年1~9月，收现比分别为0.19倍、1.07倍、0.95倍和1.69倍，公司获现能力有所增强。

投资活动现金流方面，2016~2018年及2019年1~9月，公司投资活动净现金流分别为-27.64亿元、-10.36亿元和-8.20亿元，波动较大。2016~2018年及2019年1~9月，公司投资活动现金流入分别为3.29亿元、14.65亿元、1.83亿元和1.48亿元，其中，2017年，收到的与其他投资活动有关的现金为12.70亿元，比上年增长10.70亿元，主要系公司收回理财产品12.70亿元所致。同期，公

司投资活动现金流出分别为30.93亿元、4.18亿元、12.19亿元和9.67亿元。2016年，公司投资支付的现金为15.70亿元，主要为基金投资款项；同年公司购买理财产品支付12.70亿元，故当年投资活动现金流出较多。2018年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为10.93亿元，主要系东方科幻谷VR产业基地项目等的土地价款以及工程款投入，导致当年投资活动净现金流转为净流出。

筹资活动现金流方面，2016~2018年及2019年1~9月，公司筹资活动净现金流分别为351.61亿元、121.50亿元、7.74亿元和3.85亿元。同期，公司筹资活动现金流入为403.29亿元、179.80亿元、78.27亿元和63.58亿元，2016年为公司发展初期，筹资力度较大，2017年以来公司存量资金尚未使用完毕，融资需求有所下降，当年融资力度有所下降。公司筹资以金融机构借款为主，2016~2018年及2019年1~9月，借款现金流入分别为362.82亿元、168.00亿元、77.10亿元和63.50亿元；2017年，公司收到股东增资款9.30亿元。筹资活动现金流出主要为债务的还本付息，2016~2018年及2019年1~9月，筹资活动现金流出分别为51.68亿元、58.30亿元、70.53亿元和59.73亿元。中诚信国际关注到公司承担了双龙港区的基础设施建设的投融资职能，港区建设尚处于大规模建设状态，未来资金需求量仍然较大，预计公司未来筹资规模仍然较大。

表8：2016~2018年及2019年1~9月公司现金流分析（亿元）

项目名称	2016	2017	2018	2019.9
经营活动产生现金流入	56.83	105.98	85.77	89.21
经营活动产生现金流出	302.63	267.05	132.48	72.17
经营活动净现金流	-245.80	-161.08	-46.72	17.05
投资活动产生现金流入	3.29	14.65	1.83	1.48
投资活动产生现金流出	30.93	4.18	12.19	9.67
投资活动净现金流	-27.64	10.47	-10.36	-8.20
筹资活动产生现金流入	403.29	179.80	78.27	63.58
其中：吸收投资所收到的现金	0.05	9.30	0.25	--
借款所收到的现金	362.82	168.00	77.10	63.50
筹资活动产生现金流出	51.68	58.30	70.53	59.73
其中：偿还债务所支付的现金	9.21	5.80	14.93	22.02
筹资活动净现金流	351.61	121.50	7.74	3.85

现金及现金等价物净增加额 78.17 -29.11 -49.33 12.70

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

2016~2018年，公司EBITDA分别为11.17亿元、13.16亿元和12.53亿元。随着公司债务的不断攀升，公司各项偿债指标有所弱化。2016~2018年，

公司总债务/EBITDA分别为42.69倍、48.11倍和54.20倍，同期，EBITDA利息倍数分别为0.46倍、0.38倍和0.33倍。近年来，公司经营活动净现金流为负，对债务本息没有保障作用。总体来看，公司债务规模庞大，经营活动产生的利润和现金流对债务本息的覆盖能力很弱。

表9：2016~2018年及2019年1~9月公司偿债能力分析

财务指标	2016	2017	2018	2019.9
长期债务（亿元）	466.79	616.98	620.71	678.70
总债务（亿元）	476.91	633.17	679.14	725.73
EBITDA（亿元）	11.17	13.16	12.53	--
经营活动净现金流（亿元）	-245.80	-161.08	-46.72	17.05
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	-10.22	-4.61	-1.23	--
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.52	-0.25	-0.07	--
EBITDA利息保障倍数（X）	0.46	0.38	0.33	--
总债务/EBITDA（X）	42.69	48.11	54.20	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

截至2018年末，公司总债务为679.14亿元，近年来公司偿债压力较大，2020~2021年，公司到期债务金额分别为68.84亿元和67.14亿元，2023年及以后尚有453.28亿元待偿还债务，公司债务偿还安排和债务偿还情况值得关注。

表10：截至2018年末公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2019	2020	2021	2022	2023及以后
到期金额	58.44	68.84	67.14	31.44	453.28

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2018年末，公司获得银行授信额度共741.18亿元，其中尚未使用额度63.00亿元。

受限资产方面，截至2018年末，公司受限资产合计398.92亿元，占总资产比重为25.00%，其中391.20亿元为土地使用权，公司受限资产规模较大。

或有事项方面，截至2018年末，公司对外担保合计43.05亿元，占净资产比重为5.22%。担保对象主要为中电建十四局贵州基础设施建设发展有限公司和上实融资租赁有限公司等，存在一定的或有风险。

表11：截至2018年末公司主要对外担保情况（万元）

被担保单位	担保期限	担保金额
中电建十四局贵州基础设施建设发展有限公司	2016.09.29~2026.09.28	140,000.00
中电建十四局贵州基础设施建设发展有限公司	2016.09.28~2026.09.28	122,399.68
中电建十四局贵州基础设施建设发展有限公司	2016.09.27~2026.09.27	57,600.32
上实融资租赁有限公司	2016.05.25~2026.05.24	100,000.00
贵阳恒昌生态农业有限公司	2018.11.23~2019.11.22	1,000.00
贵阳恒昌生态农业有限公司	2018.05.16~2019.05.15	490.00
合计	--	421,490.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2019年12月4日，公司无未结清和已结清不良信贷记录，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情况。

评级展望

未来，贵州省经济将进一步发展，双龙港区作为贵州省的主要战略区域，地位稳固，公司承担双龙港区的投融资及建设任务，将持续获得股东的大力支持。中诚信国际同时也关注到公司债务规模快

速扩张，投资支出压力较大，资金平衡对区域内土地出让收入依赖程度较高以及资产流动性一般且资金被占用规模相对较大等对公司未来经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期内信用水平将保持稳定。

结 论

中诚信国际评定贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；评定“2020年贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司城市停车场建设专项债券（第一期）”的信用等级为 **AA+**。

中诚信国际关于 2020 年贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司城市停车场建设专项债券（第一期）的跟踪评级安排

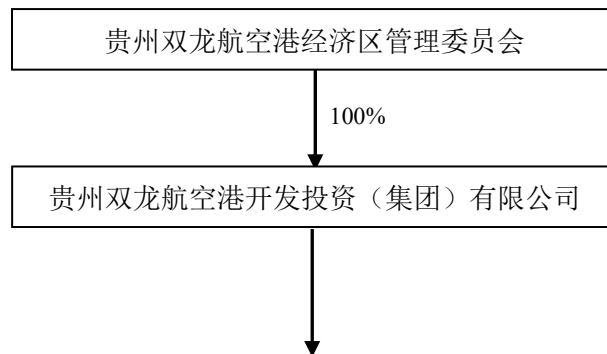
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期公司债券的存续期内对本期公司债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 03 月 04 日

附一：贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年 10 月末）



序号	子公司名称	注册资本（万元）	控股比例（%）
1	贵州双龙航空港置业有限公司	100,000	100.00
2	贵州双龙航空港产业投资有限公司	120,000	100.00
3	贵州双龙航空港建设投资有限公司	100,000	100.00
4	贵州双龙航空港商务服务有限公司	100,000	100.00
5	贵阳临空经济开发建设投资有限公司	200,000	52.00



资料来源：公司提供

附二：贵州双龙航空港开发投资（集团）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	1,064,918.59	774,556.79	280,901.47	411,983.11
应收账款	747,913.87	740,668.89	845,197.71	672,990.01
其他应收款	705,959.24	1,633,925.15	1,512,819.20	1,329,816.52
存货	8,809,928.54	8,970,171.69	9,021,050.39	9,442,686.77
可供出售金融资产	147,212.55	174,584.55	176,496.74	177,290.92
长期股权投资	14,860.46	14,667.71	19,267.36	18,944.83
在建工程	0.00	645.94	142,665.05	164,066.89
无形资产	120.23	146.03	3,171.36	3,094.27
总资产	13,003,134.20	14,688,235.13	15,522,604.28	16,063,607.15
其他应付款	40,675.57	67,495.86	178,736.62	224,233.15
短期债务	101,121.38	161,997.33	584,391.04	470,290.73
长期债务	4,667,943.57	6,169,750.57	6,207,053.92	6,787,026.83
总债务	4,769,064.94	6,331,747.90	6,791,444.97	7,257,317.56
总负债	5,010,188.74	6,533,279.22	7,273,476.30	7,802,031.47
费用化利息支出	753.74	890.28	843.34	--
资本化利息支出	239,760.71	348,617.19	379,295.04	--
实收资本	207,000.00	300,000.00	300,000.00	300,000.00
少数股东权益	513.87	499.78	2,983.29	7,746.56
所有者权益合计	7,992,945.47	8,154,955.91	8,249,127.98	8,261,575.68
营业总收入	447,687.56	579,901.21	653,575.84	337,947.73
经营性业务利润	99,210.18	116,392.45	108,927.05	1,298.75
投资收益	10,813.83	12,493.63	12,707.12	10,188.08
营业外收入	97.15	421.69	920.85	176.44
净利润	84,827.51	99,010.45	91,672.07	8,015.46
EBIT	110,874.89	130,177.83	123,319.31	--
EBITDA	111,725.20	131,598.18	125,313.00	--
销售商品、提供劳务收到的现金	84,209.64	622,050.01	622,820.68	572,407.59
收到其他与经营活动有关的现金	484,053.34	437,620.27	233,626.28	315,287.54
购买商品、接受劳务支付的现金	1,594,086.85	834,040.63	625,897.09	546,215.60
支付其他与经营活动有关的现金	1,392,402.37	1,797,125.42	669,566.45	143,516.70
吸收投资收到的现金	519.83	93,000.00	2,500.00	0.00
资本支出	25,312.60	7,536.84	109,268.06	92,265.65
经营活动产生现金净流量	-2,458,019.30	-1,610,768.39	-467,156.60	170,488.67
投资活动产生现金净流量	-276,380.62	104,688.54	-103,608.10	-81,990.13
筹资活动产生现金净流量	3,516,085.20	1,214,994.48	77,381.59	38,526.67
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	24.20	17.30	18.83	4.72
三费收入比(%)	1.82	2.09	2.06	3.78
应收类款项/总资产(%)	11.18	16.17	15.19	12.47
收现比(X)	0.19	1.07	0.95	1.69
总资产收益率(%)	1.01	0.94	0.82	--
流动比率(X)	52.47	35.64	12.63	13.47
速动比率(X)	12.71	10.04	3.35	3.22
资产负债率(%)	38.53	44.48	46.86	48.57
总资本化比率(%)	37.37	43.71	45.15	46.76
长短期债务比(X)	0.02	0.03	0.09	0.07
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.52	-0.25	-0.07	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	-24.31	-9.94	-0.80	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	-10.22	-4.61	-1.23	--
总债务/EBITDA(X)	42.69	48.11	54.20	--
EBITDA/短期债务(X)	1.10	0.81	0.21	--
货币资金/短期债务(X)	10.53	4.78	0.48	0.88
EBITDA 利息倍数(X)	0.46	0.38	0.33	--

注：1、公司各期财务报表均依照新会计准则编制；2、中诚信国际将长期应付款中带息部分计入债务核算；3、公司2019年三季度财务报表未经审计，且未提供2019年三季度现金流量表补充资料及利息支出金额，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益合计)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA / (费用化利息支出+资本化利息支出)

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。