



# 信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0569号

## 重庆市双桥经济技术开发区开发投资集团有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2015年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司“14渝双桥债”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持“14渝双桥债”AA的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一五年七月二十二日

## 2015 年度重庆市双桥经济技术开发区开发投资集团有限公司跟踪评级报告

发行主体 重庆市双桥经济技术开发区开发投资集团有限公司  
 本次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定  
 上次主体信用评级 **AA** 评级展望 稳定

### 存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项信 用等级
14 渝双桥债	9.00	2014.11.19~2021.11.19	AA	AA

### 概况数据

开投集团（合并口径）	2012	2013	2014
总资产（亿元）	118.39	142.48	167.25
所有者权益(含少数股东权益) (亿元)	92.53	97.76	99.18
总负债（亿元）	25.87	44.72	68.07
总债务（亿元）	7.39	16.40	37.23
营业总收入（亿元）	3.80	4.23	6.99
EBIT（亿元）	1.79	2.78	2.50
EBITDA（亿元）	1.79	2.78	2.50
经营活动净现金流（亿元）	-0.34	-9.46	-10.67
营业毛利率（%）	45.51	45.99	6.21
EBITDA/营业总收入（%）	47.11	65.28	35.78
总资产收益率（%）	2.06	2.12	1.61
资产负债率（%）	21.85	31.39	40.70
总资本化比率（%）	7.40	14.37	27.29
总债务/EBITDA（X）	4.13	5.90	14.88
EBITDA 利息倍数（X）	5.26	2.36	1.42

注：1、将 2012~2014 年长期应付款中的信托借款调整至长期借款；2、将 2012 年计入其他应付款的中国东方资产管理公司抵押借款调整至短期债务；3、公司各期财务报告均执行新会计准则。

### 分析师

项目负责人：尹玉洁 yjyin@ccxi.com.cn  
 项目组成员：徐浩淼 hmxu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877  
 传真：(010)66426100

2015 年 7 月 22 日

### 基本观点

中诚信国际维持重庆市双桥经济技术开发区开发投资集团有限公司（以下简称“开投集团”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“14 渝双桥债”的信用等级为 **AA**。

中诚信国际肯定了双桥经开区经济总量及财政实力稳步增长、收入规模呈平稳增长趋势以及保障房业务将给公司贡献一定的预期收益等对公司信用实力的支撑；同时，中诚信国际也关注到土地市场和政策风险、经营活动净现金流有待改善以及债务规模逐年增长等对公司未来整体信用状况的影响。

### 优势

- **双桥经开区经济总量及财政实力稳步增长。**2014 年，双桥经开区实现 GDP121.30 亿元，公共财政预算收入 18.43 亿元，双桥经开区经济总量及财政实力的稳步增长为公司创造了良好的经营环境。
- **公司收入规模呈平稳增长趋势。**2014 年双桥经开区管委会对部分已完工的基建项目进行了回购，使得公司营业总收入呈平稳增长趋势，2012~2014 年分别为 3.80 亿元、4.23 亿元和 6.99 亿元。
- **保障房业务将给公司贡献一定的预期收益。**保障房项目建设方面，公司面临的资金缺口不大，大部分保障房项目接近完工，预计公司将获得较为可观的收入。

### 关注

- **土地市场和政策风险。**土地整理开发是公司重要的资金获取方式，受土地市场波动和相关政策变化的影响，公司 2014 年未获得土地整理业务收入。
- **经营活动净现金流有待改善。**2012~2014 年，公司经营活动净现金流分别为-0.34 亿元、-9.46 亿元和 -10.67 亿元，由于土地整理开发及基础设施建设业务需要的资金支出较大，公司经营活动净现金流持续为负。
- **债务规模逐年增长。**由于业务开展对资金的需要，2012~2014 年末，公司债务规模显著增长，分别为 7.39 亿元、16.40 亿元和 37.23 亿元，公司债务压力相应增加。

## 声明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、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人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。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的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券的存续期内每年进行定期跟踪评级。

## 募集资金项目进展

“14 渝双桥债”募集资金 9 亿元，其中 4 亿元用于重庆市双桥经开区交通枢纽项目，5 亿元用于重庆市双桥经开区城乡统筹基础设施项目。截至 2014 年末，募集资金已全部投入以上两个项目。

表 1：“14 渝双桥债”募集资金使用情况（亿元）

项目名称	预估总投资额	实际已完成投资	募集资金	项目进度
重庆市双桥经开区城乡统筹基础设施项目	14.12	6.30	5.00	44.62%
重庆市双桥经开区交通枢纽项目	11.76	5.20	4.00	44.22%
合计	25.88	11.50	9.00	--

资料来源：公司提供

## 近期关注

### 在一带一路、三峡工程建设等政策叠加的作用下，重庆市经济实力逐步增强

重庆市位于长江上游，东邻湖北、湖南，南靠贵州，西接四川，北连陕西，是中西部地区唯一的直辖市，也是西南工商业重镇和水陆交通枢纽。全市面积 8.24 万平方公里，下辖 19 个行政区和 19 个县（自治县）。

《国务院关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》将重庆市的发展正式列入国家层面的战略规划，提出把重庆市建设成为西部地区的重要增长极。以中央直辖、三峡工程建设、西部大开发为契机，重庆市经济全面发展，形成了电子信息、汽车、装备制造、综合化工、材料、能源和消费品制造等千亿级产业集群。

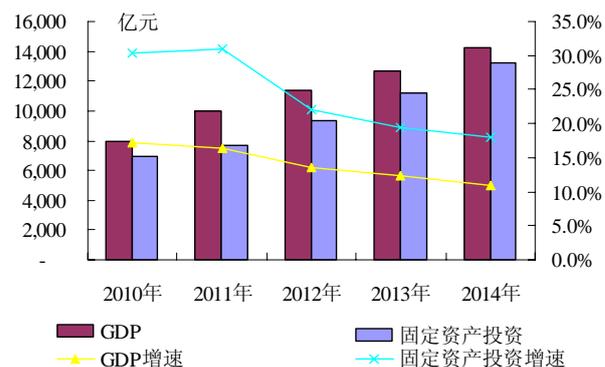
重庆两江新区是上海浦东新区、天津滨海新区之后，由国务院直接批复的第三个国家级新区。两江新区规划面积 1,200 平方公里，其中可开发面积

550 平方公里，涵盖江北区、渝北区、北碚区三个行政区部分区域及北部新区。两江新区享有西部大开发优惠政策、统筹城乡综合配套改革先行先试政策以及比照浦东新区、滨海新区的开发开放政策。在产业布局上，两江新区将形成轨道交通、电力装备（含核电、风电等）、新能源汽车、电子信息、节能材料等五大战略性新兴产业，以及国家级研发总部、重大科研成果转化基地、数据中心等三大战略性新兴产业创新功能布局，形成“5+3”的战略性布局。

2014 年，重庆市实现地区生产总值（GDP）14,265.40 亿元，比上年增长 10.9%。在宏观经济持续下行的背景下，重庆市 GDP 增速也呈逐年放缓趋势，但仍高于全国平均增速。分产业来看，2014 年，重庆市三次产业增加值分别为 1,061.03 亿元、6,531.86 亿元及 6,672.51 亿元，同比增速分别为 4.4%、12.7% 及 10.0%，三次产业结构比为 7.4: 45.8: 46.8。按常住人口计算，全年人均 GDP 达到 47,859 元，比上年增长 10.0%。

2014 年，重庆市完成固定资产投资总额 13,223.75 亿元，比上年增长 18.0%，其中第三产业投资 8,568.97 亿元，

图 1：2010~2014 年重庆市主要经济指标



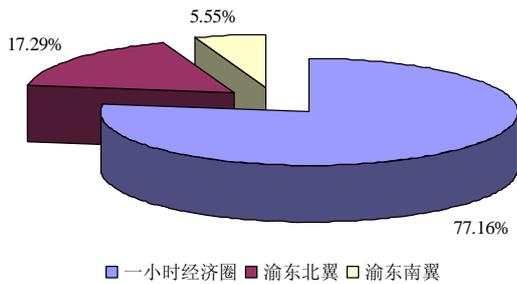
资料来源：重庆市统计信息网

为发挥大城市对大农村的辐射和带动效应，重庆市确立了“一圈两翼”的发展战略，即以主城区为核心、一小时通勤距离为半径的范围内，创造条件形成一个具有明显集聚效应、规模经济和竞争优势的城市群，带动渝东南、渝东北“两翼”地区发展。同时，为解决各区县功能定位不明确、同质化发展、招商引资无序竞争等问题，重庆市被进一步

细划分为五大功能区，即都市功能核心区、都市功能拓展区、城市发展新区、渝东北生态涵养发展区和渝东南生态保护发展区。其中前三个功能区域构成今后重庆的大都市区，后两个功能区域是重庆的大生态区，主要为了在发展中加强生态保护、在增强生态涵养中加快发展。

2014年，属于“一小时经济圈”的都市功能核心区、都市功能拓展区和城市发展新区分别实现地区生产总值2,944.22亿元、3,344.83亿元和4,718.08亿元，分别占全市生产总值的20.64%、23.45%和33.07%；渝东北翼生态涵养发展区实现地区生产总值2,466.75亿元，占全市的17.29%；渝东南翼生态保护发展区实现地区生产总值791.52亿元，占全市的5.55%。

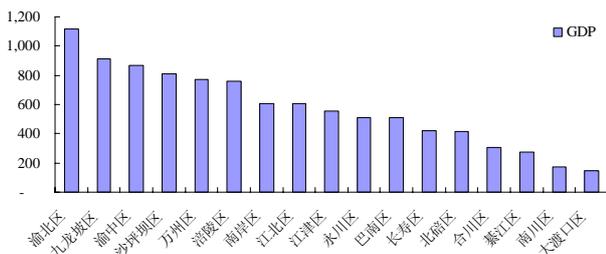
图 2：2014 年重庆市地区生产总值构成



资料来源：重庆市统计公报

总体来看，重庆市各区县的经济发 展不均衡，2014 年重庆市 GDP 排名前五的区分别是渝北区、九龙坡区、渝中区、沙坪坝区和万州区，重庆市主城九区中，巴南区、北碚区和大渡口区的经济总量排在较后位置。重庆市 GDP 排名靠后的区县主要集中在“两翼”地区。

图 3：2014 年重庆市部分区县 GDP 情况



资料来源：重庆市统计局

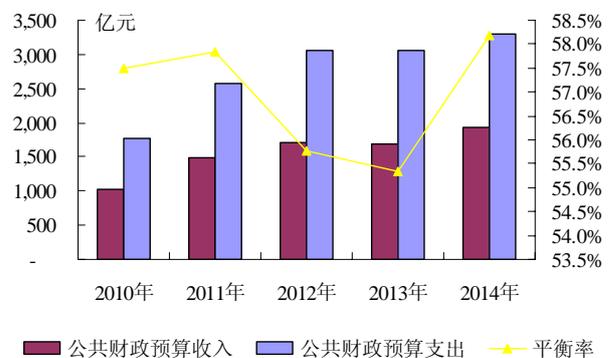
在一带一路、三峡工程建设等政策叠加的作用

下，重庆市经济实力显著增强。重庆市自身经济实力较强，笔记本相关产业、汽车、摩托车产业发达，随着西部大开发战略的深入，重庆市的经济发展基础将更加坚实。但中诚信国际也注意到，重庆市经济发展质量不高、自主创新能力不强、产业结构有待优化，房地产等相关行业对经济贡献较大，但房地产行业风险不断积聚，这些都将成为制约其经济发展的因素；另外，分属“一圈两翼”的各个区县初步形成协同效应但发展不平衡的问题仍较为突出。

### 在经济增长的支撑下，重庆市财政收入保持了平稳的增长速度

近年来重庆市财政实力稳步增强，2014 年，重庆市公共财政预算收入实现 1,921.9 亿元，同比增长 13.9%。其中，2014 年，重庆市税收收入完成 1,281.7 亿元，增长 15.2%，占到公共财政预算收入的 66.69%。从税收构成来看，营业税、企业所得税和增值税是税收收入的主要来源，分别完成 444.1 亿元、157.6 亿元和 153.2 亿元，增值税增幅居首，是拉动税收增长的主要动力。分行业看，房地产建筑业和工业分别贡献了税收收入的 31.1% 和 30.5%，商贸流通业和金融业分别贡献了 20.6% 和 10.7%；此外，金融业及其他服务业创造的税收收入增幅较大。同期，重庆市本级公共财政预算收入完成 741.5 亿元，同比增长 12.8%；其中，税收收入完成 472.0 亿元，非税收入 269.5 亿元。

图 4：2010~2014 年重庆市公共财政预算收支情况



资料来源：重庆市统计年鉴，中诚信国际整理

2014 年，重庆市政府性基金预算收入 1,841.3

亿元，同比增长 10.1%，增速较 2013 年放缓，其中中国有土地使用权出让收入 1,665.0 亿元，是政府性基金预算收入的主要构成。重庆市大规模城市建设和旧城改造置换出较大规模的储备土地，未来，重庆市将根据建设需求逐步出让用以平衡资金，但在国家整体宏观调控政策作用下，土地出让增速将受到一定影响。

表 2：2012~2014 年重庆市财政收入情况（亿元）

	2012	2013	2014
地方财政收入（1）	3,137.9	3,362.7	3,763.2
公共财政预算收入	1,703.5	1,692.9	1,921.9
其中：税收收入	970.2	1,112.3	1,281.7
基金预算收入	1,434.4	1,669.8	1,841.3
中央补助、上年结转及其他（2）	2,209.9	1,818.4	1,835.3
<b>财政总收入（1）+（2）</b>	<b>5,347.8</b>	<b>5,181.1</b>	<b>5,598.5</b>
地方财政支出（3）	4,520.0	4,797.0	5,160.1
公共财政预算支出	3,055.2	3,059.9	3,303.7
基金预算支出	1,464.8	1,737.1	1,856.4
上解中央（4）	80.3	56.7	23.3
<b>财政总支出（3）+（4）</b>	<b>4,600.3</b>	<b>4,853.7</b>	<b>5,183.4</b>

注：因统计口径差异，2013 年公共财政预算收入与上年不可比。

资料来源：重庆市财政局

2014 年，重庆市公共财政预算支出 3,303.7 亿元，增长 8.0%，财政支出增速持续放缓；其中市本级公共财政预算支出 1,004.5 亿元，增长 4.7%。市本级公共财政预算支出的构成中，重庆市政府在对区县财力补助、社会保障和就业、交通运输、城乡社区及教育方面开支较大。从收支平衡来看，2014 年重庆市财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）有所增长，为 58.17%。

根据重庆市审计局发布的政府性债务审计报告，截至 2012 年末，全市政府负有偿还责任债务的债务率为 69.90%，总债务率为 92.75%，债务率很高。截至 2013 年 6 月末，全市各级政府负有偿还责任的债务 3,575.09 亿元，其中信托占 16.92%，BT 占 8.90%，信托、BT 融资占比较高。

截至 2012 年末，在政府负有偿还责任的债务中，区县级债务占比为 72.99%；而截至 2013 年 6 月末，这一比例提高至 74.09%。2012 年重庆市 11 个区县本级、27 个乡镇政府负有偿还责任债务的债务率高于 100%，其中有 3 个区本级 2012 年政府负

有偿还责任债务的借新还旧率（举借新债偿还的债务本金占偿还债务本金总额的比重）超过 20%。截至 2013 年 6 月底，市本级和区县政府负有偿还责任的债务余额 3,538.13 亿元。其中，市本级年均减少 1.91%，区级年均增长 15.99%，县级年均增长 20.42%，债务压力下沉的趋势比较明显。

总体上看，重庆市地区经济保持了较高的增长速度，其经济增长也支撑了重庆市财政实力的稳步增强，为市政府加快区域内基础设施建设、增强资源调度能力和支持当地经济发展奠定了良好的基础。未来重庆市财政收入规模还将保持稳定，但政府基金收入增速可能受土地出让增速的影响而放缓。中诚信国际也注意到，重庆市债务率较高，且债务压力下沉的趋势明显。

### 双桥经开区经济财政实力逐年增长，未来发展潜力较大，但受国家对房地产市场宏观调控的影响，未来双桥经开区的财政收入或存在一定波动风险

公司作为重庆市双桥经开区基础设施建设的运营主体，其业务收入对双桥经开区的经济和财政实力依赖很大。双桥经开区经国务院批准，于 2011 年 12 月正式挂牌成立，辖区面积 133 平方公里，共有 3 个镇和 1 个街道办事处，常住人口 11 万。

双桥经开区位于成渝经济区腹心，东距重庆市城区 80 公里，西距成都市 269 公里，可同时受到“重庆一小时经济圈”和“成都一小时经济圈”辐射效应。双桥经开区境内拥有成渝高速公路、成渝铁路、成渝城际铁路（在建）等快速通道，紧邻在建的成渝高速公路复线、重庆三环高速公路、南（充）泸（州）高速公路，是渝西地区交通基础设施最为密集和完善的地区之一，拥有得天独厚的地理优势。

图 5：双桥经开区战略位置



资料来源：公司提供

产业基础方面，双桥经开区所在区域是中国重型汽车工业的“摇篮”，形成了规模庞大的汽车整车、专用车及其零部件制造产业集群，为双桥经开区提供了良好的经济发展环境。目前辖区内的生产企业包括双钱轮胎、鞍钢贝卡尔特重庆钢帘线公司等预计年产值达 30 亿元的企业，以及重庆机电集团、重庆轻纺集团等预计年产值达 100 亿元以上的企业。经过多年培育，双桥经开区形成了汽车及零部件、现代装备制造、循环经济、电子信息、新能源新材料和其他传统优势产业为主导的“5+1”产业体系。

政策优惠方面，双桥经开区是重庆市“1+2+6”<sup>1</sup>开发格局的重要组成部分，享有国家西部大开发的普惠政策、与两江新区和重庆经开区等国家级开发区同等的优惠政策、统筹城乡综合配套改革专项政策及双桥经开区特惠政策等“四大叠加”优惠政策，为承接国际国内产业转移，争取政策倾斜、资金投入、项目支持等创造了极为有利的条件。

得益于双桥经开区独特的地理优势、丰厚的优惠政策以及良好的产业基础，2012~2014 年，双桥经开区分别实现地区生产总值 80.4 亿元、100.3 亿元和 121.30 亿元，2014 年双桥经开区经济总量保持稳步增长态势。2014 年双桥经开区工业总产值 350.00 亿元，同比增长 15%，其中规模以上工业总产值 270.00 亿元，同比增长 17%。

未来规划方面，双桥经开区力争 2020 年实现

工业总产值 1,000 亿元，城市面积达到 25 平方公里，城镇人口达到 25 万人，逐步发展成为亚洲最大的高精铸造基地、全国重要的再生资源循环利用基地、西部最大的轮胎制造基地、重庆重要的汽车及零配件制造基地以及电子信息基地。为实现此目标，双桥经开区积极招商引资，为入驻企业提供良好的发展环境。随着入驻企业的增多和发展，双桥经开区的经济实力将随之增强。

在经济快速发展的同时，双桥经开区的财政实力也不断提升。2012~2014 年，双桥经开区财政总收入分别为 21.16 亿元、23.18 亿元和 40.97 亿元。年均复合增长率 39.15%，2014 年双桥经开区的公共财政预算收入、基金预算收入等各项财政收入显著增长，主要由于 2014 年双桥经开区本级留存比例增加，系财政体制变化所致。

双桥经开区财政总收入主要来自于公共财政预算收入和基金预算收入，2014 年，两者分别占双桥经开区财政总收入的 44.98% 和 43.15%。具体来看，双桥经开区 2014 年公共财政预算收入 18.43 亿元，同比增长 100.76%，其中税收收入占比为 65.00%；基金预算收入为 17.68 亿元，同比增长 84.55%，大部分来自于土地出让收入。此外，2014 年上级补助收入为 4.86 亿元，维持平稳增长态势。

财政收入增长的同时，双桥经开区财政支出也随之增加。2014 年，双桥经开区财政总支出为 38.03 亿元，其中公共财政预算支出 16.90 亿元，公共财政预算支出主要投向教育、社会保障和就业、城乡社区事务和一般公共服务、科学技术等民生工程。

从收支平衡来看，2012~2014 年双桥经开区公共财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）分别为 89.90%、93.58% 和 109.05%，财政平衡能力持续增强。

表 3：2012~2014 年双桥经开区地方财政收支情况（亿元）

	2012	2013	2014
<b>财政总收入</b>	<b>21.16</b>	<b>23.18</b>	<b>40.97</b>
公共财政预算收入	8.63	9.18	18.43
其中：税收收入	5.26	5.73	11.98
基金预算收入	9.06	9.58	17.68
上级补助收入	3.48	4.41	4.86
<b>财政总支出</b>	<b>19.88</b>	<b>22.61</b>	<b>38.03</b>

<sup>1</sup> 一是指 1 个国家级新区，即两江新区；二是指西永、寸滩两个保税港区；六是指高新区、北部新区、长寿经开区、万州经开区、双桥经开区和万盛经开区，共 6 个国家级经济技术开发区。

公共财政预算支出	9.60	9.81	16.90
政府性基金支出	8.59	9.31	15.30
上解上级支出	1.69	3.49	5.83

资料来源：公司提供

截至 2014 年末，双桥经开区地方政府债务余额为 27.05 亿元，全部为直接债务，主要为国内金融机构借款和债券融资。2014 年，双桥经开区财政总收入为 40.97 亿元，债务率为 66.02%。

总体来看，双桥经开区地理位置较好，享有较多优惠政策，经济财政实力逐年增长，未来发展潜力较大；中诚信国际也关注到双桥经开区财政收入对政府性基金收入有一定依赖，受国家对房地产市场宏观调控的影响，未来双桥经开区的财政收入或存在一定波动风险。

### 2014 年公司获得了部分已完工项目的回购款，一定程度上缓解了公司资金压力，但未来仍存在一定资本支出压力

2013 年以前，公司实施的政府性工程项目建设采用成本加成回购模式，即由公司出资进行项目建设，工程完工后，由审计部门出具工程项目决算审

计报告，政府在经审计后的项目成本基础上加成 10%~20% 的利润进行回购。自 2013 年起，公司更多地采用与政府签订工程施工合同的方式，按项目建设进度收取项目管理费实现经营收益。

自成立以来，公司陆续完成了双桥经开区范围内的车城工业园区还建房三期、湖滨路道路工程、机电西路（通新路）、龙珠路建珠路路段、工业园区 B 区道路、车城大道及建新大道、双桥经开区标准厂房电子厂房等 46 个项目，共完成投资 21.24 亿元，为公司带来了可观的业务收入。截至 2014 年末，公司在建项目总投资额为 31.27 亿元，已完成投资 14.49 亿元，公司计划 2015 年投入到各项基础设施项目的资金为 14.40 亿元。

基建业务收入方面，2012~2013 年，由于主要工程尚未竣工结算，公司仅确认了管理费收入；2014 年，双桥经开区管委会主要对车城工业园区三期、工业园区 B 区道路和北环三鹿滨湖路天懋路等项目进行了回购，公司确认回购收入 6.74 亿元，确认项目管理收入 0.25 亿元，共计 6.99 亿元。

表 4：截至 2014 年末公司主要在建基础设施建设项目情况（亿元）

工程名称	建设周期	投资总额	已投资额	2015 年计划投资额
重庆市双桥经开区城乡统筹基础设施项目	2014.2~2016.2	14.12	6.30	7.00
重庆市双桥经开区交通枢纽项目	2014.1~2016.1	11.76	5.20	5.00
双北中路延伸段建新支路	2010.3-2015.12	0.39	0.19	0.20
企业服务中心				
市民文化中心	2011.4~2016.8	5.00	2.80	2.20
中央公园				
合计	--	31.27	14.49	14.40

注：仅包含合规性文件及各项手续办理齐全的主要在建项目

资料来源：公司提供

作为双桥经开区基础设施的承建主体，公司承担代建项目的前期投入成本，资本支出压力较大。为缓解公司的资本支出压力，双桥经开区管委会给予公司一定补贴支持，2012~2014 年公司共收到 3.02 亿元作为投资建设市政基础设施的专项补贴，公司可持续获得政府补贴。

总体来看，作为经开区重要的投融资建设主体，公司在双桥经开区城市建设方面发挥重要作用，双桥经开区财力的平稳增长是公司基础设施建

设业务实现盈利的保障，2014 年公司获得了部分已完工项目的回购款，一定程度上缓解了公司资金压力。随着双桥经开区基础设施建设的开展，公司未来会承接更多的代建业务，但中诚信国际也关注到项目前期投资成本大、建设周期长，可能会给公司带来一定的资本支出压力。

### 大量优质土地资产将成为公司稳定的收入及利润来源，但土地出让进程受市场环境及政

## 策调控影响较大，该项业务收入的稳定性较差

作为双桥经开区基础设施建设的承建主体，公司也负责双桥经开区范围内国有城市建设土地的整治工作。双桥经开区面积 133 平方公里，适宜开发面积 80 余平方公里。土地开发整理模式上，公司按照双桥经开区总体规划和土地利用总体规划的要求，对双桥经开区内土地进行整治开发。土地整理完毕后，由重庆市大足区国土资源和房屋管理局双桥经开区分局通过招拍挂方式出让。根据双桥经开[2012]4 号文，土地出让收入的 28% 上缴财政，剩余的 72% 全部分配给公司，作为公司的土地出让收入，也弥补公司前期垫付的土地整理相关成本。

2012~2013 年，受相关政策所限，公司未开展土地整理相关工作；2014 年，公司完成土地整治面积 305 亩，土地整理投资 1.44 亿元，平均土地整理成本约 47 万元/亩。

2012~2013 年，公司共出让土地 1,305.24 亩，确认土地出让收入（未扣除土地开发成本）分别为 3.75 亿元和 3.73 亿元；2014 年，由于公司开发的土地未列入土地出让规划，公司当年未获得土地出让收入。公司计划 2015~2017 年每年整理土地的面积分别为 817.05 亩、980.40 亩和 1,176.45 亩，预计未来三年分配至公司的土地出让收入（未扣除土地开发成本）合计 21.41 亿元。截至 2014 年末，公司拥有出让用地 6,790.84 亩，划拨用地 105.91 亩，均已入账，账面价值合计 87.02 亿元。

总体来看，大量优质土地资产将成为公司稳定的收入及利润来源，但中诚信国际关注到土地出让进程受市场环境及政策调控影响较大，土地开发整理业务收入的稳定性较差，导致公司整体盈利性存在较大波动风险。此外，土地前期整理可能给公司带来一定的资本支出压力。

表 5：2012~2014 年公司土地出让情况

序号	地块位置	出让年份	面积 (万平方米)	成交价格 (亿元)	返还金额 (亿元)
1	中央商务区通桥镇天星 5、6 社，青春 5 社	2012	5.15	1.16	0.83
2	中央商务区 D12-1/02 号、D16-1/02 号、D16-3/02 号、D16-4/02 号、D17-5/02 号、D17-1/02 号、D17-2/02 号、D21-1/02 号、		11.35	2.04	1.47
3	中央商务区 B1-3-1/02 号、B1-3-3/02 号、B1-3-4/02 号、B1-3-5/02 号、B1-4-1/02 号、B1-4-3/02 号、B1-2-1/02 号、B1-1-1/02 号、		11.14	2.01	1.44
4	双桥经开区天星片区（通桥镇天星村 1 社、2 社）		10.98	1.22	0.88
5	双桥经开区天星片区（通桥镇天星村 1 社、2 社、天桥 5 社）		12.63	1.41	1.01
6	双桥经开区天星片区 B04-2/01 号、双桥经开区天星片区 B06-2/01 号、B07-1/01 号地块内	2013	4.14	0.96	0.69
7	双桥经开区天星片区（通桥镇天星村 1 社、8 社）	--	3.79	0.60	0.43
8	双桥经开区通桥镇天星村 1 社		6.29	0.99	0.71
合计				65.47	10.39

资料来源：公司提供

## 保障性住房建设稳步推进，资金缺口较小，该项业务将给公司贡献一定的预期收益

为改善双桥经开区的住房结构，满足双桥经开区低收入人群的住房需求，公司经双桥经开区管委会批准，承接了双桥经开区经济适用房和公租房建设项目，并与管委会签订了关于公租房的回购协

议。为了缓解资金压力，公司于 2013 年 4 月募集发行 10 亿元公司债券，将项目建成后的收入作为该债券还款的保障。

公司开发的黄桷家园、白鹤家园经适房项目截至 2013 年底已经完工。目前公司主要在建的保障性生活项目主要是双桥经开区经济适用房建设项目、双桥经开区公租房建设项目和鲜花港安置房项

目。

双桥经开区经济适用房建设项目位于双桥经开区通桥镇白鹤村六社，建筑面积 40.79 万平方米，其中，住宅面积 36.44 万平方米，商业建筑面积 1.96 万平方米。该项目投资总额 14.23 亿元，截至 2014 年末，该项目已接近完工，公司累计完成投资额为

10.21 亿元，预计 2015 年公司将投入 2.45 亿元。该项目采用自营模式，建设完工后将由公司直接进行销售以平衡资金，预计该项目将给公司带来 14.64 亿元的销售收入，其中 2015 年预计将形成 8.88 亿元收入。

表 6：截至 2014 年末公司在建保障性住房项目情况（亿元）

工程名称	建设周期	投资总额	已投资额	2015 年计划投资额	运作模式
双桥经开区经济适用房建设项目	2012~2015	14.23	10.21	2.45	自行经营
双桥经开区公租房建设项目	2012~2015	13.06	12.13	0.93	BT 回购
鲜花港安置房项目	2013~2016	6.47	2.92	2.22	自行经营
合计	--	33.76	25.26	5.60	--

注：由于上述项目的已投资额于 2014 年底由审计重新认定，部分项目已投资额较 2014 年 9 月有所减少。

资料来源：公司提供

双桥经开区公租房建设项目位于双桥经开区龙滩子街道办事处龙星村 8 社片区和双路镇火炬村 12 社、13 社片区，该项目总建筑面积 39.20 万平方米，其中住宅建筑面积 35.08 万平方米，商业建筑面积 1.96 万平方米。双桥经开区公租房建设项目总投资额 13.06 亿元，截至 2014 年底该项目已投资 12.13 亿元，预计 2015 年公司将投入 0.93 亿元。该项目建成后，双桥经开区管委会将对该项目进行回购，回购总额为 17.63 亿元，根据原回购计划安排，其中建设投资额 13.06 亿元将于 2016 年至 2020 年分期支付，管理费 4.57 亿元于 2014 年至 2020 年分期支付，但截至 2014 年末公司尚未收到管理费，公司预计管理费将延迟至 2016 年。

鲜花港安置房项目位于重庆市双桥经开区西湖大道南段以东 E2 地块，该项目总建筑面积 22.30 万平方米，该项目投资总额 6.47 亿元，截至 2014 年末，公司已投资 2.92 亿元，预计 2015 年公司将投入 2.22 亿元。该项目采用自营模式，建设完毕后预计给公司带来 7.27 亿元的销售收入，其中 2015 年预计将形成 3.62 亿元收入。

总体来看，公司建设保障性住房项目的资金缺口不大，该项业务将给公司贡献一定的预期收益，但保障房项目的回购资金面临一定不确定性，中诚信国际将持续关注经适房和安置房销售情况以及公租房回款情况。

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 2012~2013 年财务报告及经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年财务报告。

由于双桥经开区管委会安排由重庆市双通农业综合发展有限公司对重庆丽湖旅游开发有限公司行使管理权并享有分红权，公司对重庆丽湖旅游开发有限公司无实际控制力，重庆丽湖旅游开发有限公司未纳入各期合并报表范围。

## 2014 年公司资产规模获得稳定增长，同时负债水平增长显著

2014 年保障房及基础设施建设业务项目建设推进，公司总资产实现进一步增长，2012~2014 年末公司总资产分别为 118.39 亿元、142.48 亿元和 167.25 亿元。

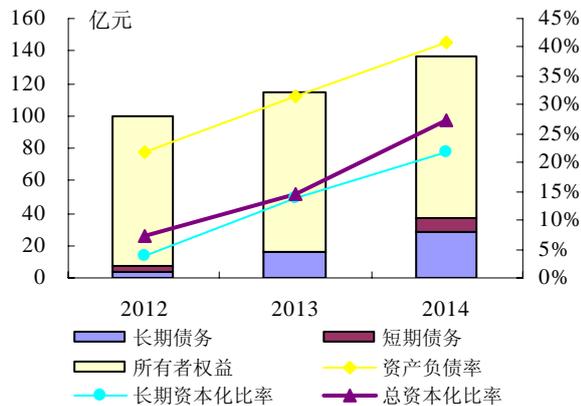
从资产结构来看，公司资产主要由流动资产构成，2012~2014 年末，公司流动资产分别占总资产的 87.68%、91.53% 和 96.50%。公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成。截至 2014 年末，公司存货大幅增至 144.95 亿元，一方面，由于根据双桥经开区管委会双桥经开【2014】10 号和双桥经开【2014】11 号文件，公司原计入在建项目、被列入双桥经开区管委会年度预算安排回购计划的工程，或由公司作为自用、销售、PPP 等方式盘活的

## 财务分析

资产，由在建工程全部转入存货核算；另一方面，随着保障房等工程项目的推进，存货中的开发产品大幅增长。截至2014年末，公司其他应收款4.10亿元，由于公司当年收回较多往来款，其他应收款较上年末大幅减少，公司主要应收对象仍为双桥经开区财政局。近年来，由于银行贷款的增长及债券的成功发行，公司货币资金快速上涨，2014年末达到12.35亿元，较上年末增长了9.19亿元。

由于在建工程2014年末全额转入存货，非流动资产占公司资产比重持续减少，2014年末公司非流动资产仅为5.85亿元，其中4.55亿元为固定资产，主要为市政设施。

图 6：2012~2014 年末公司资本结构分析

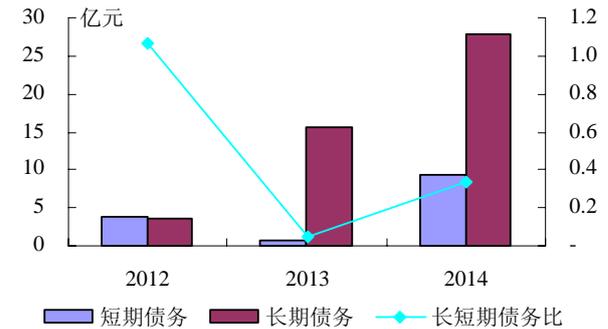


资料来源：公司财务报告

作为双桥经开区基础设施建设的实施主体，随着业务的开展，公司资金需求较大，负债规模逐年攀升。2012~2014年末，公司总负债分别为25.87亿元、44.72亿元和68.07亿元，2014年总负债的增长主要受长短期借款增长及债券发行的推动所致。从构成来看，2014年末总负债主要包括其他应付款、应付债券、长期借款和短期借款。2014年末，其他应付款维持较大余额，为23.80亿元，主要为公司与重庆市双桥区预算外资金管理局、重庆丽水市精信贸易有限公司和重庆惠双实业有限公司之间的往来款，对上述三个公司的往来款合计11.23亿元。2014年末，应付债券余额为18.77亿元，其中包括2013年4月发行的“13渝双桥债”和2014年11月发行的“14渝双桥债”，两期债券的发行金额分别为

10亿元和9亿元，“14渝双桥债”的发行推动当年总负债规模增长。2014年末，公司长期借款9.12亿元，较上年末增长56.14%，全部为银行抵押贷款。2014年末，短期借款4.61亿元，公司的短期借款成本略高，其中包括一笔通过五矿国际信托有限公司获得的信托贷款资金3亿元，该笔贷款利率为10.50%。

图 7：2012~2014 年末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告

在银行贷款及债券发行的推动下，公司总债务快速增长，2012~2014年末分别为7.39亿元、16.40亿元和37.23亿元。从债务结构来看，虽然2014年公司短期债务大幅增长，但以长期债务为主的结构未改变，2014年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.33倍，目前债务结构合理，预计以长期债务为主的结构将在较长一段时期内继续维持。从资本结构来看，近年来公司负债水平快速增长，资产负债率由2012年末的21.85%大幅增至2014年末的40.70%。

得益于双桥经开区管委会注入资产，近年来公司所有者权益保持增长趋势，但增速趋于平稳。2012~2014年末，公司所有者权益分别为92.53亿元、97.76亿元和99.18亿元，2014年所有者权益的增长主要为未分配利润增长。

总体来看，2014年公司资产规模获得稳定增长，同时负债水平增长显著，土地及对在建项目的投入成本仍为公司的核心资产，其变现速度可能会对公司流动性造成影响。

**公司收入规模维持稳定增长趋势，但受项目建设进度及土地市场政策环境影响，各项业**

## 务收入的稳定性较差，公司盈利主要依靠财政补贴

近年来公司收入规模维持了增长态势，2014年营业总收入达到6.99亿元，同比增长65.25%。由于公司开发的土地未列入土地出让规划，2014年公司没有取得土地整理开发收入，当年公司营业总收入全部由基础设施建设业务贡献。2014年双桥经开区管委会对车城工业园区三期、工业园区B区道路和北环三鹿滨湖路天懋路等已完工项目进行了回购，

公司基础设施建设业务实现6.99亿元收入，较上年大幅增长。

毛利率方面，2012~2013年基础设施建设业务收入全部为代建收入，相应不计成本，导致毛利率水平较高；2014年，由于公司获得的营业收入全部为基础设施建设收入，其中大部分为回购款，并按照工程进度收取项目管理费，公司毛利率水平较往年大幅下降，为6.21%。

表7：2012~2014年公司营业总收入与毛利率（亿元）

业务板块	2012		2013		2014	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施建设	0.05	100.00%	0.50	100.00%	6.99	6.21%
土地整理开发	3.75	44.78%	3.73	38.75%	0.00	--
租赁收入	0.00	--	0.0005	100.00%	0.00	--
合计	3.80	45.51%	4.23	45.99%	6.99	6.21%

资料来源：公司财务报表

2012~2014年，公司期间费用开支较少，分别为0.10亿元、0.03亿元和0.02亿元，主要是由于公司将所有利息支出进行资本化处理，随着公司持有货币资金的增长，利息收入增加，财务费用体现为利息收入，而其他费用呈平稳变化。2012~2014年，公司三费收入占比分别为2.63%、0.69%和0.23%，公司三费收入占比较小。

表8：2012~2014年公司期间费用分析（亿元）

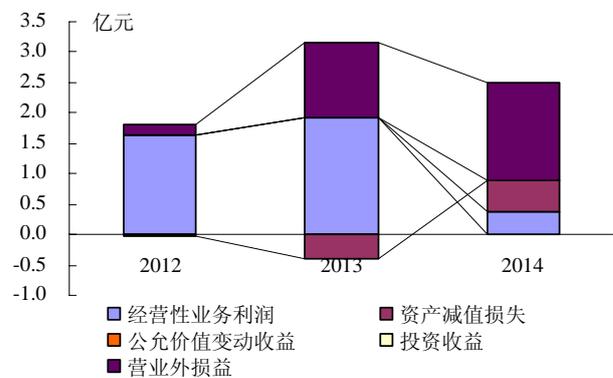
项目名称	2012	2013	2014
销售费用	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.08	0.05	0.05
财务费用	0.02	-0.02	-0.04
三费合计	0.10	0.03	0.02
营业总收入	3.80	4.23	6.99
三费收入占比（%）	2.63	0.69	0.23

资料来源：公司财务报告

2012~2014年，公司利润总额分别为1.76亿元、2.78亿元和2.50亿元，2014年利润总额小幅下降。从其构成来看，由于基础设施建设业务收入的毛利率很低，2014年公司经营性业务利润大幅减少，当年的利润总额主要依赖于政府补助构成的营业外收入。2012~2014年政府补助呈快速增长态势，分

别为0.17亿元、1.25亿元和1.60亿元；而经营性业务利润由2013年的1.92亿元大幅下降至0.39亿元。此外，2014年公司资产减值损失冲回0.52亿元。

图8：2012~2014年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司收入规模维持稳定增长趋势，但受项目建设进度及土地市场政策环境影响，各项业务收入的稳定性较差，同时由于基础设施建设业务毛利率较低，公司难以依靠该项业务获取足额利润以支撑公司发展，公司对政府补助的依赖较大。

**公司经营及投资所需现金流主要靠外部融资平衡，随着债务的增长，2014年公司偿债能**

## 力有所下降

经营活动方面，2014年，公司基础设施建设代建收入较上年大幅增长，同时收回大量其他应收款，导致经营活动现金流入大幅增加；同时，公司支付土地开发整理成本、基础设施及保障房项目工程款以及往来款的现金较多，导致2014年公司经营活动净现金流仍维持较大流出。2012~2014年，公司经营活动净现金流分别为-0.34亿元、-9.46亿元和-10.67亿元。

投资活动方面，2014年，公司投资活动仅体现为对重庆市双发地产股权投资基金有限公司进行股权投资所支付的现金，无投资活动产生的现金流入。2012~2014年，公司投资活动净现金流分别为-2.55亿元、-2.84亿元和-0.40亿元。

筹资活动方面，2014年，公司通过银行贷款及债券发行融资获得的现金共计22.64亿元，较上年大幅增长。2012~2014年，筹资活动净现金流分别为3.20亿元、13.81亿元和19.26亿元。

表 9：2012~2014 年公司现金流情况（亿元）

项目名称	2012	2013	2014
经营活动产生现金流入	2.75	8.44	16.94
经营活动产生现金流出	3.08	17.91	27.61
经营活动净现金流	-0.34	-9.46	-10.67
投资活动产生现金流入	0.00	0.00	0.00
投资活动产生现金流出	2.55	2.84	0.40
投资活动净现金流	-2.55	-2.84	-0.40
筹资活动产生现金流入	6.00	16.01	22.64
其中：吸收投资所收到的现金	2.00	3.00	0.00
借款所收到的现金	0.00	1.00	6.61
筹资活动产生现金流出	2.80	2.20	3.38
其中：偿还债务所支付的现金	2.27	0.85	0.70
筹资活动净现金流	3.20	13.81	19.26
现金及现金等价物净增加额	0.32	1.51	8.19

资料来源：公司财务报告

2012~2014年，公司经营活动净现金流快速减少，2014年，公司经营活动净现金流为-10.67亿元，无法覆盖公司债务及相关利息支出。2014年，公司EBITDA小幅降至2.50亿元，同时由于公司利息支出逐年增长，EBITDA对利息支出的覆盖能力呈下降趋势，但截至2014年末仍能有效覆盖，为1.42倍。2014年，公司总债务大幅增加至37.23亿元，公司

EBITDA对总债务的覆盖能力也快速弱化，2014年末总债务/EBITDA为14.88倍。

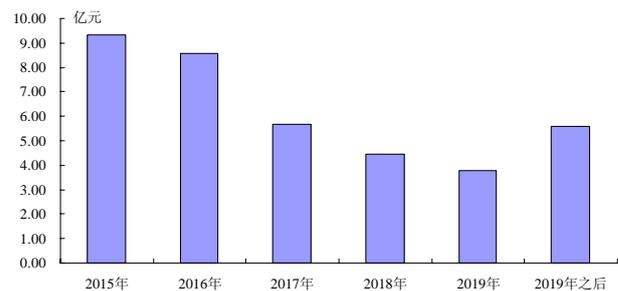
表 10：2012~2014 年公司偿债能力指标

	2012	2013	2014
长期债务（亿元）	3.58	15.70	27.90
总债务（亿元）	7.39	16.40	37.23
EBITDA（亿元）	1.79	2.78	2.50
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.05	-0.58	-0.29
总债务/EBITDA（X）	4.13	5.93	14.88
EBITDA 利息倍数（X）	5.26	2.36	1.42
经营活动净现金流利息倍数（X）	-0.99	-8.13	-6.07

资料来源：公司财务报告

从债务到期情况来看，2015 年为公司还款高峰期，公司面临 9.33 亿元的到期债务，偿还压力较大，未来债务规模将逐年缩小。中诚信国际将持续关注公司的还款计划安排及偿付情况。

图 9：截至 2014 年末公司债务还款安排



资料来源：公司提供

截至 2014 年末，公司所有权受限的资产合计为 30.60 亿元，其中用于质押的货币资金 2.00 亿元；用于借款抵押物的土地使用权 28.60 亿元。

或有负债方面，截至 2014 年末，公司担保对象主要为重庆惠双实业有限公司、重庆市双通农业综合开发有限公司、重庆市双桥经济技术开发区土地储备中心等国有企事业单位，对外提供担保共计 15.70 亿元，占净资产的 15.83%，由于大部分为当地国有企业，公司的或有风险不大。

此外，截至 2014 年末公司的银行授信已全部使用。

## 过往债务履约情况

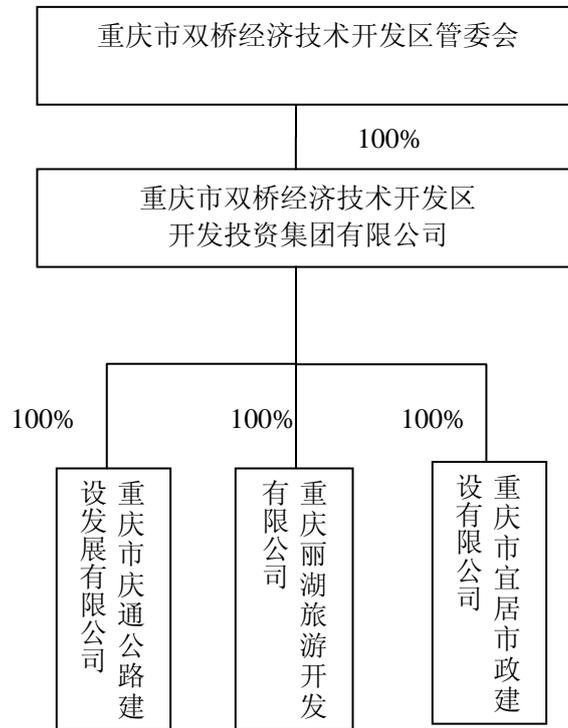
根据公司提供的资料，截至 2014 年末，公司信用记录良好，无逾期未偿还或逾期偿还借款本金

和利息等信贷违约记录。

## 结 论

综上，中诚信国际维持重庆市双桥经济技术开发区开发投资集团有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“14 渝双桥债”的信用等级为 AA。

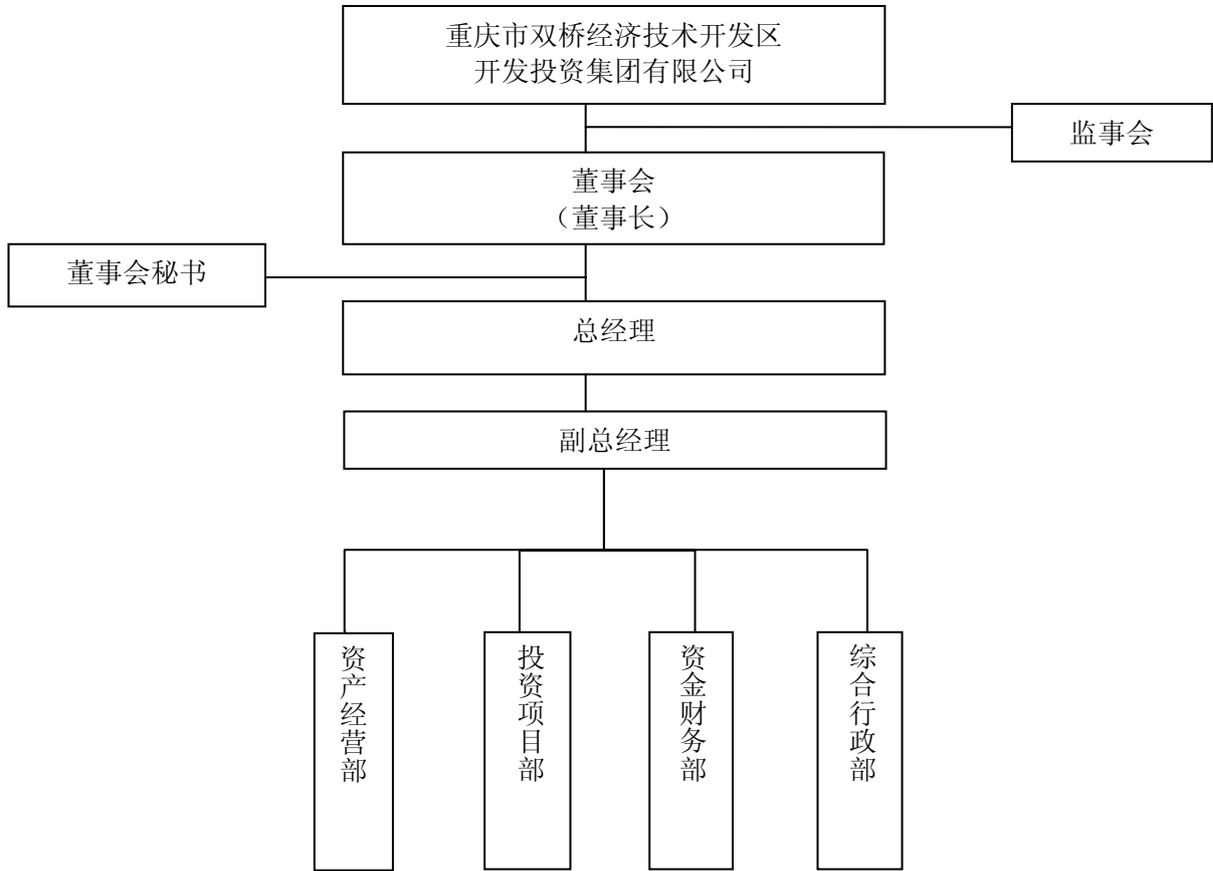
附一：重庆市双桥经济技术开发区开发投资集团有限公司股权结构图（截至 2014 年末）



注：重庆丽湖旅游开发有限公司未纳入公司各期财务报告合并范围

资料来源：公司提供

附二：重庆市双桥经济技术开发区开发投资集团有限公司组织结构图（截至 2014 年末）



资料来源：公司提供

附三：重庆市双桥经济技术开发区开发投资集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2012	2013	2014
货币资金	6,513.04	31,584.96	123,509.17
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	61,508.12	5,537.14	0.00
存货净额	770,998.13	1,118,069.56	1,449,488.97
其他应收款	194,638.76	132,823.34	41,005.56
长期投资	5,900.00	5,900.00	9,863.62
固定资产(合计)	136,550.70	110,438.78	45,537.08
总资产	1,183,927.96	1,424,771.21	1,672,501.27
其他应付款	150,949.31	229,377.16	238,001.41
短期债务	38,100.00	7,000.00	93,300.00
长期债务	35,830.00	157,011.08	278,954.95
总债务	73,930.00	164,011.08	372,254.95
净债务	67,416.96	132,426.12	248,745.77
总负债	258,652.75	447,177.49	680,676.45
财务性利息支出	290.00	0.00	0.00
资本化利息支出	3,115.46	11,810.16	17,565.41
所有者权益	925,275.22	977,593.72	991,824.83
营业总收入	37,997.18	42,336.26	69,923.08
三费前利润	17,292.01	19,472.26	4,033.00
投资收益	0.00	0.00	-36.38
EBIT	17,891.59	27,620.80	25,002.49
EBITDA	17,901.23	27,635.86	25,020.13
经营活动产生现金净流量	-3,356.68	-94,605.62	-106,677.61
投资活动产生现金净流量	-25,519.20	-28,427.89	-4,000.00
筹资活动产生现金净流量	32,049.21	138,105.43	192,601.83
现金及现金等价物净增加额	3,173.33	15,071.92	81,924.21
资本支出	25,519.20	28,427.89	4,000.00
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	45.51	45.99	6.21
三费收入比（%）	2.63	0.69	0.23
EBITDA/营业总收入（%）	47.11	65.28	35.78
总资产收益率（%）	2.06	2.12	1.61
流动比率（X）	4.72	4.56	4.18
速动比率（X）	1.21	0.65	0.43
存货周转率（X）	0.04	0.02	0.05
应收账款周转率（X）	0.89	1.26	25.26
资产负债率（%）	21.85	31.39	40.70
总资本化比率（%）	7.40	14.37	27.29
短期债务/总债务（%）	51.54	4.27	25.06
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.05	-0.58	-0.29
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.09	-13.52	-1.14
经营活动净现金流/利息支出（X）	-0.99	-8.13	-6.07
总债务/EBITDA（X）	4.13	5.93	14.88
EBITDA/短期债务（X）	0.47	3.95	0.27
EBITDA 利息倍数（X）	5.26	2.36	1.42

注：1、将长期应付款中的信托借款纳入长期债务计算；2、将 2012 年计入其他应付款的中国东方资产管理公司抵押借款纳入短期债务计算；3、公司各期财务报告均执行新会计准则。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润（新）=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及-佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比（旧）=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本合计）/存货平均净额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均净额

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（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

## 附五：主体信用等级的符号及定义

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。

## 附六：债券信用等级的符号及定义

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。