

贵阳白云工业发展投资有限公司

**2015 年公司债券 2016 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【372】号 02

增信方式: 国有土地使用
权抵押

债券剩余规模: 10 亿元

债券到期日期: 2022 年
3 月 27 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 分次还本, 在
债券存续期的第 3 年至
第 7 年末每年分别偿还
本金的 20%, 当期利息
随本金一起支付

分析师

姓名:
魏榆峻 王一峰

电话:
0755-82872028

邮箱:
weiyj@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

贵阳白云工业发展投资有限公司 2015 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 02 月 28 日	2015 年 09 月 06 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对贵阳白云工业发展投资有限公司 (以下简称“白云工投”或“公司”) 及其 2015 年 3 月 27 日发行的 10 亿元公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2016 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级上调为 AA+, 发行主体长期信用等级上调为 AA, 评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到跟踪期内贵阳市经济和财政实力持续提升, 公司继续获得地方政府的大力支持, 公司资本实力大幅提升, 业务持续性较好, 国有土地使用权抵押增信仍能提升本期债券信用水平等因素; 同时也关注到, 贵阳市经济结构调整压力大, 公司资产流动性不强, 未来资金需求量大, 有息债务规模增长较快等风险因素。

正面:

- 贵阳市和白云区经济和财政实力持续提升。2015 年贵阳市实现地区生产总值 2,891.16 亿元, 同比增长 12.50%, 实现全口径公共财政收入为 374.15 亿元, 同比增长 12.83%。2015 年白云区地区生产总值和公共财政收入分别为 178.23 亿元和 13.50 亿元, 同比增长 15.4%和 15.49%, 财政和经济保持持续增长。
- 公司基础设施和保障业务持续性较有保障。公司作为白云区基础设施和保障房建设主体, 目前主要在建项目预计总投资 74.73 亿元, 已完成投资 16.69 亿元, 未来尚需投资 58.04 亿元, 都与政府签订协议, 业务持续性有保障。
- 公司在资产注入和政府补助上继续获得当地政府大力支持。2015 年公司获得政府注入 10 宗土地, 评估价值为 55.25 亿元, 以及 1.41 亿元的政府补助。

- **国有土地使用权抵押增信仍能提升本期债券信用水平。**公司以其持有的 7 宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，已办妥抵押登记，提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性不强。**截至 2015 年底公司存货规模 73.30 亿元，主要为土地资产，占总资产比重 59.60%，资产流动性不强。
- **应收款项规模较大，对公司运营资金造成较大占用。**截至 2015 年底，公司应收账款和其他应收款合计 30.93 亿元，占总资产比重的 25.16%，回款时间较不确定，对公司营运资金占用明显。
- **公司主营业务现金回流情况不佳，未来资金需求量大，面临较大融资压力。**2015 年公司收现比 0.06，业务收现情况不佳，同时建设规模仍然较大，目前主要在建项目尚需投资 58.04 亿元，未来面临较大融资压力。
- **有息债务规模增长较快，偿债压力增加。**截至 2015 年底，公司有息债务规模达 17.21 亿元，同比增长 240.85%，有息债务规模增长较快，偿债压力增加。

主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	1,229,824.10	469,346.39	382,184.78
归属于母公司所有者权益合计（万元）	890,784.69	323,139.56	306,194.23
资产负债率	27.57%	31.15%	19.88%
有息债务（万元）	172,129.49	50,500.00	28,600.00
营业收入（万元）	58,706.54	62,851.40	75,741.73
营业利润（万元）	6,936.12	5,138.52	7,326.49
补贴收入（万元）	14,108.95	11,536.48	18,016.81
利润总额（万元）	21,067.50	17,558.29	25,343.00
综合毛利率	15.14%	12.24%	17.61%
总资产回报率	3.12%	4.13%	7.03%
EBITDA（万元）	27,924.02	18,902.40	26,551.86
EBITDA 利息保障倍数	5.10	7.74	11.4
经营活动现金流净额（万元）	-70,078.62	-4,953.85	-4,582.45

资料来源：公司 2013-2015 审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会“发改财金[2015]416号文件”批准，公司于2015年3月27日发行10亿元公司债券，票面利率7.3%。

本期债券计息周期为2015年3月27日至2022年3月27日，每年付息一次，分次还本，在 本期债券存续期的第3年末到第7年末，每年分别偿还债券发行总额的 20%，第3年到第7 年每年的应付利息随当年本金的兑付一起支付。本期债券采用单利按年计息，不计复利， 逾期不另计利息。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。公 司已于2016年3月37日支付利息7,300万元。

表1 截至 2016 年 3 月末债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2016年3月37日	0	7,300	100,000
合计	0	7,300	100,000

资料来源：公司提供

本期债券募集资金10亿元，其中8.5亿元用于白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工 程项目，1.5亿元用于白云区黑石头片区2号道路工程项目。截至2016年3月底，本期债券募 集资金使用情况如下。

表2 截至 2016 年 3 月底本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	总投资	拟使用募集 资金额度	已投资	已使用 募集资金
白云区程官摆拢片区城中村改造 安置楼工程项目	182,236.00	85,000.00	94,910.71	81,097.25
黑石头片区 2 号道路工程项目	42,042.06	15,000.00	16,424.31	16,339.75
合计	224,278.06	100,000.00	111,335.02	97,637.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务和注册资本无变化，控股股东仍为贵阳市白云区国有 资产管理委员会（以下简称“白云区国资委”），实际控制人仍为贵阳市白云区人民政府（以 下简称“白云区政府”）。

截至2015年12月31日，公司总资产1,229,824.10万元，归属于母公司的所有者权益合计 890,784.69万元，资产负债率为27.57%；2015年度公司实现营业收入58,706.54万元，利润 总额21,067.50万元，经营活动现金净流出70,078.62万元。

三、区域经济与财政实力

2015年贵阳市经济仍保持较快增长，但经济结构调整压力较大，固定资产投资继续维持高速增长，对经济的拉动作用较为明显

近几年贵阳市经济保持高速增长，2015年贵阳市地区生产总值为2,891.16亿元，同比增长12.5%，仍保持较快的增速，但在国家整体经济下行压力下增速有所放缓。分产业看，近年来贵阳市大力发展第二和第三产业，2015年第二、三产业增加分别为1,108.52亿元、1,652.75亿元，同比分别增长14.6%和11.1%；第一产业增速较为平稳，2015年实现增加值129.89亿元，同比增长6.4%。三次产业结构由2014年的4.3：39.1：56.6调整为2015年的4.5：38.3：57.2，第三产业产业比重有所上升，旅游业对第三产业贡献较为显著。

工业方面，2015年贵阳市规模以上工业增加值711.59亿元，同比增长9.7%。从工业结构看，贵阳市的六大支柱产业磷煤化工、铝及铝化工、特色食品、烟草制品、现代医药、装备制造业，2015年增加值合计为536.32亿元，占规模以上工业增加值的75.37%，比上年增长23.74%，支柱作用较为明显，保持稳定的增长。受市场环境的影响，2015年贵阳市铝工业仍较为疲软，全年贵阳市原铝产量为330.64万吨，进一步下降，铝工业为贵阳市支柱产业之一，产业结构调整压力较大。

2015年，贵阳市固定资产投资规模为2,804.45亿元，保持高速增长，对经济有一定拉动作用。2015年贵阳市固定资产投资中房地产开发项目投资为1,005.00亿元，同比减少1.2%，占固定资产投资规模的比例为35.84%，并且2015房地产销售商品房面积较2014年增长缓慢。

总体来看，近年贵阳市经济增速较快，但面临一定的经济结构调整压力，固定资产投资对经济的拉动作用较为明显。

表3 2014-2015年贵阳市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	2,891.16	12.5%	2,497.27	13.9%
第一产业增加值	129.89	6.4%	108.02	6.6%
第二产业增加值	1,108.52	14.6%	976.59	13.9%
第三产业增加值	1,652.75	11.1%	1412.66	14.3%
规模以上工业增加值	711.59	9.7%	636.06	12.20%
全社会固定资产投资	2,804.45	20.1%	2,336.06	19.3%
社会消费品零售总额	1,060.17	11.5%	888.58	13.1%
进出口总额（亿美元）	91.22	16.3%	78.42	24.1%

存款余额	8,772.22	24.80%	7,028.80	18.4%
贷款余额	7,875.58	18.89%	6,624.53	57.54%

注：生产总值、各产业增加值绝对数按现价计算，增长速度按不变价格计算。

资料来源：2014-2015 年贵阳市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

白云区经济持续增长，经济实力进一步增强

2015年，贵阳市白云区地区生产总值为178.23亿元，同比增速为15.4%，增速有所放缓。分产业看，2015年第一产业增加值5.10亿元，同比增长6.3%；第二产业增加值93.81亿元，同比增长16.9%；第三产业增加值79.32亿元，同比增长13.6%。近年第二、第三产业维持较高比例且增速显著高于第一产业，2015年三次产业结构为2.9：52.6：44.5，第三产业比重进一步加大。

2015 年全区固定资产投资完成额为 342.92 亿元，同比增速为 23.1%，保持较高增速。2015 年白云区社会消费品零售总额为 43.16 亿元，同比增长 12.4%，主要得益于人均可支配收入的增长，2015 年白云区城镇常驻居民人均可支配收入为 27,241 元，同比增长 9.1%，扣除价格因素后实际增长 6.6%。从投资和消费结构来看，当前白云区经济增长主要为投资拉动型。

工业方面，2015年白云区规模以上工业累计完成总产值为90.14亿元，同比增长15.2%。由于白云区目前仍主推铝工业，基本形成铝加工产业链，考虑到2015年铝加工业仍过剩，白云区铝业增长相对缓慢。

总体来看，近年白云区经济增长速度较快，铝工业为当地支柱产业，但考虑铝加工业务目前面临产能过剩困境，应关注今后该产业发展趋势。

表4 2014-2015 年贵阳市白云区主要经济指标（单位：亿元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	178.23	15.4%	150.75	17.30%
其中：第一产业增加值	5.10	6.3%	4.67	6.90%
第二产业增加值	93.81	16.9%	78.72	17.60%
第三产业增加值	79.32	13.6%	67.35	17.50%
规模以上工业增加值	90.14	15.2%	79.32	17.00%
固定资产投资	342.92	23.1%	278.61	19.10%
社会消费品零售总额	43.16	12.4%	35.95	15.20%
存款余额	-	-	299.81	13.79%
贷款余额	-	-	284.08	17.35%

资料来源：2014-2015 年贵阳市白云区国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2015年贵阳市公共财政收入维持快速增长，财政实力继续提升，财政自给能力有所提

高

2015年贵阳市全口径公共财政预算收入完成374.15亿元，比上年增长12.8%，2015年全市税收收入占公共财政收入的比例为80.69%，较上年降低1.29个百分点，但财政收入质量相对较好。2015年公共财政支出完成503.59亿元，同比增长12.3%。2015年公共财政收入对公共财政支出的覆盖率为74.30%，呈逐年上升趋势，财政自给能力有所增强。

表5 2014-2015 年贵阳市一般公共财政预算收支情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2014 年
公共财政收入	374.15	331.59
其中：税收收入	301.90	271.85
非税收入	72.26	59.74
公共财政支出	503.59	448.65
公共财政收入/公共财政支出	74.30%	73.91%

资料来源：贵阳市 2014-2015 年财政预算报告，鹏元整理

市本级财政方面，2015年市本级公共财政收入完成130.54亿元，比上年增长9.58%，增速较快。从收入结构看，税收收入占公共财政收入比重为75.38%，税收收入为98.40亿元，比上年增长6.67%。

2015年市本级政府性基金收入继续下降，实现政府性基金收入51.29亿元，同比下降19.11%，主要是受当地房地产开发投资下滑影响，当年企业购置土地面积减少。支出方面，2015年贵阳市本级公共财政支出133.17亿元，较上一年有小幅增长，其中民生投入87.89亿元，占市本级支出的66.0%，比上年提高3.9个百分点。公共财政收入对公共财政支出的覆盖率为98.03%，较2014年进一步提升，市本级财政自给能力较好。

表6 2014-2015 年贵阳市本级地方政收支情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2014 年
（一）公共财政收入	130.54	119.13
其中：税收收入	98.40	92.25
非税收入	32.13	26.88
（二）上级补助收入	2.55	7.17
（三）政府性基金收入	51.29	63.41
其中：国有土地使用权出让收入	46.10	53.61
（一）公共财政支出	133.17	131.95
（二）基金支出	-	41.82
公共财政收入/公共财政支出	98.03%	90.29%

资料来源：贵阳市 2014-2015 年全市和市本级财政预算执行情况及全市和市本级财政预算报告

白云区财政收入以公共财政收入收入为主，财政自给能力有所提升

2015年白云区实现地方财政收入24.72亿元，其中公共财政收入13.50亿元，占比为54.60%，而公共财政收入主要为税收收入，占比为82.22%，较上一年保持相对稳定。2015年上级补助收入同比23.30%，主要系一般性转移支付收入和专项转移支付收入增长导致。受房地产市场影响，2015年政府性基金收入有所下降，合计为1.46亿元，规模较小。

财政支出方面，2015年白云区公共财政支出为19.42亿元。支出主要构成为教育支出、一般公共服务支出和农林水支出，2015年三项支出分别为61,937万元、34,815万元和21,145万元，合计占公共财政支出的比例为60.72%。2015年白云区公共财政收入/公共财政支出为69.51%，财政自给能力有所提升。

表7 2014-2015年贵阳市白云区地方政收支情况（单位：万元）

项目	2015年	2014年
（一）公共财政收入	134,970	116,871
税收收入	110,978	96,023
非税收入	23,992	20,848
（二）上级补助收入	97,612	79,165
一般性转移支付收入	47,560	37,543
专项转移支付收入	46,282	37,724
税收返还收入	3,770	3,898
（三）政府性基金收入	14,625	21,088
（四）预算外收入	0	915
地方财政收入=（一）+（二）+（三）+（四）	247,207	218,039
（一）公共财政支出	194,171	176,036
（二）政府性基金支出	38,895	71,513
（三）预算外支出	0	824
地方财政支出=（一）+（二）+（三）	233,066	248,373
公共财政收入/公共财政支出	69.51%	66.39%

资料来源：白云区财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

2015年公司实现营业收入58,706.54万元，同比下滑6.60%，主要是受工程建设收入减少影响。公司收入仍主要来自工程建设业务，2015年公司工程建设收入54,156.35万元，同比下滑7.65%。受房租收入业务毛利率大幅上升影响，2015年公司综合毛利率由2014年的12.24%上升至15.14%。

表8 2014-2015 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	54,156.35	9.04%	58,643.04	9.01%
担保费收入	286.49	100.00%	196.96	100.00%
房租收入	4,263.70	86.95%	4,000.50	55.00%
咨询服务费收入	-	-	10.90	100.00%
合计	58,706.54	15.14%	62,851.40	12.24%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

公司作为白云区基础设施和保障性住房建设主体，业务持续性有保障，但目前在建项目较多，后续资金压力较大

公司承接基础设施和保障性住房建设任务，是白云区重要的建设平台。基础设施建设方面，根据白云区政府2010年1月出具的《关于明确贵阳白云工业发展投资有限公司开发建设利润的通知》（以下简称“通知”），由公司作为项目业主承担的铝及铝加工基地、黑石头片区、程官摆陇片区等基础设施建设项目（基础设施建设内容主要包括：市政工程、市政配套工程、公共服务工程及其他附属设施工程），开发建设利润明确如下：白云区政府同意在项目建设成本总价的基础上，给予10.00%的开发利润（土地开发整理、保障房建设项目回购价格另行约定）。保障性住房方面，根据公司与贵阳市人民政府签订的《白云区程官摆陇片区城中村改造安置楼工程项目投资建设与转让收购协议》（以下简称“协议”），保障房项目建设资金由公司先行垫付，贵阳市人民政府将按项目总投资额加计10.00%的投资回报进行回购。

公司每年按照政府确认的市政基础设施建设工程及棚户区改造项目发生的支出加成10%开发建设利润确认工程建设收入。2015年公司在建的基础设施项目包括公司投资的铝及铝加工基地各项工程、青山路、观云大道、南湖西路、青山产城互动带等项目，确认投资额合计20,807.97万元，公司根据协议按照投入额的10%确认工程建设收入22,888.77万元；棚户区改造项目主要为程官摆陇片区城中村改造项目，共投入28,425.07万元，未来仍有较大规模的投入。

表9 2015 年公司主要工程建设投入和收入情况（单位：万元）

类别	项目	投入金额	确认收入
市政基础设施项目	铝及铝加工基地	4,519.89	4,971.88
	青山路、观云大道	7,889.33	8,678.26
	南湖西路	942.08	1,036.29
	青山产城互动带等	138.29	152.12
	黑石头片区项目（1、2号路）	7,318.38	8,050.22

	小计	20,807.97	22,888.77
	商专安置楼	10.11	11.13
棚户区改造项目	程官摆拢片区城中村改造项目	28,414.96	31,256.45
	小计	28,425.07	31,267.58
合计	-	49,233.04	54,156.35

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2015 年底，公司在建的基础设施项目有铝及铝加工基地基础设施项目、黑石头片区项目、南湖新区垃圾转运站项目等，预计总投资 747,269.81 万元，已完成投资 166,913.66 万元，未来尚需投资 580,411.55 万元，公司未来代建收入持续性较好。但我们也关注到，公司代建项目尚需投资规模较大，未来面临较大资金压力。

表10 截至 2015 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	开工时间
铝及铝加工基地	325,551.63	111,078.36	2015.9.18
程官摆拢片区城中村改造	182,236.00	31,444.98	2015.1.21
黑石头片区	70,100.00	18,785.13	2013.1.24
南湖新区垃圾转运站	1,000.00	1,055.40	2013.3.10
麦架河治理工程	135,882.18	2,972.56	2014.11.28
体育健身中心	32,500.00	1,577.23	2015.2.13
合计	747,269.81	166,913.66	-

资料来源：公司提供

公司租赁业务收入稳定

为增强公司可持续经营能力，白云区政府陆续将部分办公用房、经营性房产无偿划拨给公司，公司将这些资产进行了出租，2015 年获得租金收入 3,957.95 万元，同比增长 7.39%。

从公司主要物业租赁条款看，目前公司物业与客户大部分签订了较为长期的租赁合同，且大部分约定了租金的递增条款，未来持续性较好。

表11 截至 2015 年底公司主要租赁资产明细（平方米，万元）

租赁资产名称	面积	年租金	租赁期	租赁条款
云峰大道、七一路等 6 处写字楼	58,288.77	3,497.33	2011.12-2026.12	租金每年在上一年基础上递增 3%
云环中路综合写字楼	3,287.55	110.46	2013.9-2016.9	租金每年增长 5%
中环路 107 号 1 栋 1 层 1 号、2 号，2 层 1 号、2 号，3 层 1 号、2 号，负一层	4,653.05	195	1 栋 1 层 1 号 2012.8-2017.8 其余 2014.3-2026.3	年租金递增 3%
白云南路 611 号 A 段 1 层 10 号（佳居新苑一楼十号）	141.49	9.98	2008.5-2015.5	无
园艺场综合楼 2 楼-5 楼	1,485.00	4.00	2009.3—2019.2	前五年承包费每年 3 万元，后五年每年 4 万元
白云区同心路 13 号原 检察	3,926.07	141.18	2014.3-2024.3	租金按每半年缴纳，先交

院写字楼				租金后使用，第三年起递增 3%。免三个月装修期。
合计	71,781.93	3,957.95	-	-

资料来源：公司提供

2015年公司在土地注入、财政补贴等方面获得当地政府的持续支持

根据白云区国资委于 2015 年 12 月 17 日出具的《关于同意贵阳白云工业发展投资有限公司青山片区十宗土地入账的通知》（白国资委[2015]09 号），将十宗土地注入公司。2015 年 12 月 2 日，中瑞国际资产评估有限公司以 2015 年 12 月 2 日为基准日（中瑞评报字[2015]120011594 号）对十宗土地的评估价值为 552,542.97 万元，增加资本公积 552,542.97 万元。此外，2015 年，公司获得政府补助 14,108.953 万元，得到政府的持续支持。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年审计报告，2015 年公司因会计差错更正追溯调整上年的财务数据，因此本报告以下财务分析采用的 2014 年财务数据均为 2015 年审计报告年初数，报告采用新会计准则编制。2015 年公司合并报表范围没有变化。

资产结构与质量

2015 年公司资产规模大幅提升，新增资产主要为土地资产，资产流动性不强；应收账款和其他应收款增长较快，且回款时间不确定，对公司营运资金造成较大占用

截至 2015 年底，公司资产规模为 1,229,824.10 万元，同比增长 162.03%，资产规模大幅提升，其中流动资产占比 89.24%，公司资产仍以流动资产为主。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。截至 2015 年底，公司账面货币资金余额 50,347.47 亿元，主要是银行存款，使用权受限货币资金为 4,365.98 万元。2015 年底公司应收账款余额为 200,526.30 万元，同比增长 48.38%，公司 2015 年主营业务回款情况较差，当年新增应收账款主要是应收贵阳市白云区财政局的工程建设款。2015 年底，公司其他应收款为 108,790.94 万元，较 2014 年大幅增长，主要与贵阳市白云区财政局等单位的往来款、贵阳白云经济开发区土地储备中心的房屋及土地征收款和贵阳市白云区房屋征收管理局的征收补偿款，应收账款和其他应收款规模较大，增速较快，且回收时

间不确定，对公司运营资金占用明显。

截至 2015 年末公司存货规模为 732,966.04 万元，占总资产的 59.60%，2015 年由于政府注入十宗土地，使得存货规模迅速增长，公司存货基本为土地，截至 2015 年末公司存货中土地账面余额 732,966.04 万元，面积为 3,370,643.30 平方米，具体明细请见附录五¹，截至 2016 年 5 月底，已抵押的土地面积为 1,392,166.74 平方米，账面价值为 334,468.08 万元，占土地总资产的 45.59%。

公司非流动资产主要为固定资产和在建工程。2015 年底公司在建工程为 51,492.39 万元，同比增长 26.25%，主要增加的项目为白云区程官摆拢片区城中村改造项目 24,602.45 万元、铝及铝加工基地项目 6,277.65 万元、体育健康中心工程 1,545.06 以及其他基础设施项目，在建工程增加合计为 40,501.96 万元，当年转入固定资产 1,168.71 万元，主要为南湖新区垃圾转运站项目和人才公寓项目。

总体而言，2015 年公司资产规模大幅提升，但新增资产主要为流动性不强的土地资产，应收账款和其他应收款规模进一步增大，且回款时间不确定，对公司营运资金造成较大占用。

表12 2014-2015 年公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	50,347.47	4.09%	24,325.24	5.18%
应收账款	200,526.30	16.31%	135,143.15	28.79%
其他应收款	108,790.94	8.85%	43,903.19	9.35%
存货	732,966.04	59.60%	171,212.76	36.48%
流动资产合计	1,097,488.03	89.24%	375,536.66	80.01%
固定资产	79,299.14	6.45%	80,099.57	17.07%
在建工程	51,492.39	4.19%	12,159.46	2.59%
非流动资产合计	132,336.07	10.76%	93,809.74	19.99%
资产总计	1,229,824.10	100.00%	469,346.39	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

2015 年公司营业收入保持增长，利润对政府补助依赖较强

2015 年公司实现营业收入 58,706.54 万元，同比下降 6.59%，主要是当年工程建设收入规模下降所致。2015 年公司综合毛利率为 11.81%，主要是由于担保费收入和房租收入毛利率提升导致。2015 年公司营业利润为 6,936.12 万元，同比上升 34.98%，当年获得政府补助

¹ 附录五中的土地包括存货中的土地明细和无形资产中的土地明细

14,108.95 万元，利润总额中政府补助占比 66.97%，公司利润对政府补助仍有较强依赖。期间费用方面，2015 年公司利息费用都资本化，财务费用只包括利息收入费用，使得公司期间费用率下降至 1.83%。

表13 2014-2015 年公司盈利能力主要指标（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
营业收入	58,706.54	62,851.40
营业利润	6,936.12	5,138.52
补贴收入	14,108.95	11,536.48
利润总额	21,067.50	17,558.29
综合毛利率	11.81%	8.18%
期间费用率	1.83%	4.38%
总资产回报率	2.48%	7.48%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

公司主营业务现金回流情况不佳，未来资金需求量大，面临较大融资压力

2015 年公司收现比为 0.06，业务收现情况较差，同时公司建设规模仍然较大，销售商品、提供劳务收到的现金 3,437.69 万元，而公司确认的营业收入为 58,706.54 万元，公司大量资金被占用，2015 年公司收到其他与经营活动有关的现金 52,892.17 万元，支付其他与经营活动有关的现金 64,831.33 万元，往来款总体净流出，整体来看，2015 年公司经营活动现金净流出 70,078.62 万元。

公司主营业务产生现金能力较弱，项目建设主要依靠融资来筹集资金，2015 年由于发行本期债券，公司筹资活动产生的现金流量净额 129,667.71 万元，目前公司在建项目尚需投资 580,411.55 万元，规模仍然较大，公司未来仍将面临较大融资压力。

表14 2014-2015 年公司主要现金流量指标情况表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
收现比	0.06	0.16
销售商品、提供劳务收到的现金	3,437.69	10,077.51
收到其他与经营活动有关的现金	52,892.17	70,515.11
经营活动现金流入小计	56,329.85	80,592.62
购买商品、接受劳务支付的现金	56,563.26	35,968.08
支付其他与经营活动有关的现金	64,831.33	44,189.44
经营活动现金流出小计	126,408.48	85,546.46
经营活动产生的现金流量净额	-70,078.62	-4,953.85
投资活动产生的现金流量净额	-30,590.35	-247.13

筹资活动产生的现金流量净额	129,667.71	18,200.00
现金及现金等价物净增加额	28,998.74	12,999.03
资料来源：公司审计报告		

资本结构和财务安全性

跟踪期内公司资本实力大幅提升，有息债务规模增长较快，偿债压力增加

截至 2015 年底，收益于政府土地资产注入 562,401.66 万元，公司资本实力大幅提升，所有者权益合计为 890,784.69 万元，负债规模为 339,039.41 万元，同比增长 131.89%，债务规模增长较快，但由于政府注入土地资产，公司负债与所有者权益比率为 38.06%，所有者权益对负债的保障程度有所改善。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015 年	2014 年
负债总额	339,039.41	146,206.83
所有者权益合计	890,784.69	323,139.56
负债与所有者权益比率	38.06%	45.25%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司负债结构仍以流动负债为主。2015 年底公司应付账款保持不变，主要仍是应付工程款；2015 年的预收账款为 3,012.6 万元，主要为贵阳市白云区财政局的预收款。截至 2015 年底，公司其他应付款为 100,837.93 万元，同比增长 110.58%，其他应付款主要是公司与其他单位的往来款，其中金额较大的有贵阳白云经济开发区土地储备中心、贵阳俊发房地产有限责任公司、太平洋建设集团有限公司、贵阳高科控股集团有限公司等。

公司非流动负债主要是长期借款和应付债券，长期借款全部是抵押借款，截至 2015 年底余额为 49,700 万元，一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，金额合计为 22,100 万元，银行借款明细如表 16 所示。

表16 截至 2015 年 12 月 31 日公司银行借款情况（单位：万元）

借款银行	借款金额	借款期限	借款利率	担保措施
贵阳银行	3,000	2011.3.16-2016.3.16	7.74	抵押
贵阳银行	2,000	2011.6.27-2016.6.20	7.98	抵押
贵阳银行	2,200	2011.9.4-2016.9.3	8.28	抵押
贵阳银行	7,500	2011.12.27-2016.12.13	8.28	抵押
贵阳银行	2,000	2012.4.17-2017.4.18	8.28	抵押
贵阳银行	7,600	2013.8.26-2018.8.25	7.68	抵押
贵阳银行	10,900	2014.12.9-2017.12.8	10.00	抵押
贵阳银行	18,000	2015.3.20-2017.12.8	10.00	抵押

农商行车辆厂支行	2,500	2014.3.14-2017.3.14	7.99	抵押
贵州银行兴福路支行	8,000	2014.11-2016.11	11.00	抵押
农业发展银行	20,000	2015.4.8-2019.12.29	7.20	抵押
合计	83,700	-	-	-

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

截至 2015 年底，公司有息债务规模增至 172,129.49 万元，同比增长 240.85%，主要是由于公司于 2015 年 3 月 27 日发行 10 亿元本期债券，有息债务规模进一步增长。

表17 2014-2015 年公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	比重	金额	比重
应付票据	0.00	0.00%	3,700.00	2.53%
应付账款	27,208.69	8.03%	27,208.69	18.61%
预收款项	3,012.65	0.89%	9,433.01	6.45%
应交税费	13,824.30	4.08%	10,976.23	7.51%
其他应付款 ²	100,837.93	29.74%	47,884.96	32.75%
一年内到期的非流动负债	22,100.00	6.52%	6,700.00	4.58%
流动负债合计	173,034.20	51.04%	105,858.41	27.43%
长期借款	49,700.00	14.66%	40,100.00	27.43%
应付债券	99,129.49	29.24%	0.00	0.00%
非流动负债合计	166,005.21	48.96%	40,105.71	27.43%
负债合计	339,039.41	100.00%	146,206.83	100.00%
有息负债	172,129.49	50.77%	50,500.00	34.54%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

从偿债指标上看，截至 2015 年底，公司流动比率、速动比率分别为 6.34 和 2.11，虽然公司的流动比率大幅增长，表现良好，但由于流动资产增加的部分主要为土地资产，对短期偿债能力的提升不大。考虑到 2015 年公司流动负债快速增加，公司流动资产主要是土地和应收账款，土地资产流动性较差，且应收账款的回收能力受当地财政收支情况影响，存在一定不确定性，实际上公司流动负债的增加加大了公司流动负债偿付压力。2015 年公司 EBITDA 利息保障倍数下滑至 5.10，主要是公司利息费用有所提升。总体上，近年公司债务规模持续快速增长，不断增加公司偿债压力。

表18 2014-2015 年公司偿债能力指标

项目	2015 年	2014 年
资产负债率	27.57%	31.09%

² 其他应付款中仅有与贵阳高科控股集团有限公司的 1200 万借款为有息借款。

流动比率	6.34	3.56
速动比率	2.11	1.94
EBITDA（万元）	27,924.02	18,902.40
EBITDA 利息保障倍数	5.10	7.74

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

公司以其拥有的国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保，能继续提升本期债券的信用水平

为保障本期债券的本息偿付，公司以自身拥有的 7 宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，2015 年 4 月 2 日，公司已对上述资产办妥了抵押登记，他项权证号“国土他项 2015 第 0011 号”，抵押期限为 2015 年 4 月 4 日至 2022 年 4 月 3 日。上述 7 宗土地使用权经中瑞国际资产评估（北京）有限公司（评估基准日：2014 年 6 月 30 日，土地估价报告编号：中瑞评报字[2014]0701062 号），抵押资产总评估价值 18.92 亿元，抵押资产具体情况如下表所示。根据《资产抵押协议》，本期债券履行期尚未届满时，抵押资产的抵押比率（抵押资产的价值与本期债券未偿还本金的比率）不得低于 1.5，根据抵押资产总评估价值 18.92 亿元，为本期债券未偿还本金的 1.89 倍，满足抵押协议的要求，仍能提升本期债券的信用水平。

表19 用于本期债券抵押增信的土地使用权情况（单位：平方米、万元）

土地权证编号	土地性质	土地用途	土地面积	评估价值
白土国用（2010）第 T063 号	出让	商住	58,762.74	12,564.55
白土国用（2010）第 T064 号	出让	商住	50,671.53	10,834.51
白土国用（2010）第 T065 号	出让	商住	113,468.48	38,780.03
白土国用（2012）第 T287 号	出让	商住	11,949.11	4,002.26
白土国用（2012）第 T286 号	出让	商住	45,560.56	15,260.17
白土国用（2012）第 T284 号	出让	商住	248,474.16	89,096.23
白土国用（2012）第 T285 号	出让	商住	77,242.90	18,700.73
合计			606,129.48	189,238.48

资料来源：《土地估价报告》、《资产抵押协议》

根据《抵押资产监管协议》，在本期债券存续期间，债权代理人有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的，公司应当聘请经债权代理人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。下列情形可以构成合理的理由：

- 1、抵押资产部分被征用；

- 2、抵押资产市场行情发生显著贬值；
 - 3、其他可能导致抵押资产价值发生显著贬值的情形。
- 截至2016年5月底，公司未对抵押资产进行重新评估。

七、评级结论

地方经济和财政方面，2015年贵阳市经济仍保持较快增长，固定资产投资继续维持高速增长，对拉动当地经济的发展起到重要作用，白云区经济持续增长，经济实力进一步增强。2015年贵阳市公共财政收入维持快速增长，财政实力继续提升，财政自给能力有所提高。但我们也关注到，贵阳市经济结构调整压力较大。

经营方面，公司作为白云区基础设施和保障性住房建设主体，业务持续性有保障，此外公司租赁业务收入稳定，丰富了公司收入来源，当地政府对公司补助力度较大。但我们也关注到，目前公司在建项目较多，后续资金压力较大。

财务方面，2015年公司资产规模进一步增长，土地资产注入提升了公司的资本实力。但我们也关注到，公司资产整体流动性不强，应收账款和其他应收款规模较大，回款时间不确定，对公司营运资金造成较大占用；公司主营业务现金回流情况不佳，未来资金需求量大，面临较大融资压力，2015年公司有息债务规模增长较快，偿债压力增加。

公司以其拥有的国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保，仍能提升本期债券的信用水平。

基于以上情况，鹏元对公司及其本期债券的2016年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为AA+，公司主体长期信用等级上调为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
货币资金	50,347.47	24,325.24	7,326.21
应收账款	200,526.30	135,143.15	72,942.79
预付款项	4,857.29	952.32	1,398.81
其他应收款	108,790.94	43,903.19	39,959.84
存货	732,966.04	171,212.76	171,235.51
其他流动资产	0.00	0.00	35.56
流动资产合计	1,097,488.03	375,536.66	292,898.72
长期股权投资	0.00	0.00	500.00
固定资产	79,299.14	80,099.57	79,084.85
在建工程	51,492.39	12,159.46	8,752.26
无形资产	579.69	589.59	602.91
长期待摊费用	72.05	240.31	13.35
递延所得税资产	392.80	220.81	332.70
非流动资产合计	132,336.07	93,809.74	89,286.06
资产总计	1,229,824.10	469,346.39	382,184.78
应付票据	0.00	3,700.00	—
应付账款	27,208.69	27,208.69	—
预收款项	3,012.65	9,433.01	971.36
应交税费	13,824.30	10,976.23	11,643.84
其他应付款	100,837.93	47,884.96	34,694.98
一年内到期的非流动负债	22,100.00	6,700.00	800.00
其他流动负债	571.65	198.23	74.66
流动负债合计	173,034.20	106,101.12	48,184.84
长期借款	49,700.00	40,100.00	27,800.00
专项应付款	17,175.71	5.71	5.71
非流动负债合计	166,005.21	40,105.71	27,805.71
负债合计	339,039.41	146,206.83	75,990.56
实收资本（或股本）	15,000.00	15,000.00	15,000.00
资本公积金	803,196.67	250,653.70	250,653.70
盈余公积金	5,419.99	3,853.01	3,853.01
未分配利润	67,168.02	53,632.85	36,687.52
归属于母公司所有者权益合计	890,784.69	323,139.56	306,194.23
所有者权益合计	890,784.69	323,139.56	306,194.23

负债和所有者权益总计

1,229,824.10

469,346.39

382,184.78

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
营业总收入	58,706.54	62,851.40	75,741.73
营业收入	58,706.54	62,851.40	75,741.73
营业总成本	51,770.42	57,712.88	68,415.24
营业成本	49,816.20	55,157.54	62,400.61
营业税金及附加	189.24	194.40	4,240.21
销售费用	49.87	139.28	1.80
管理费用	1,976.18	2,745.30	1,358.63
财务费用	-949.02	-130.57	-72.44
资产减值损失	687.96	-393.07	486.44
营业利润	6,936.12	5,138.52	7,326.49
加：营业外收入	14,142.68	12,425.77	18,023.86
减：营业外支出	11.30	6.00	7.36
利润总额	21,067.50	17,558.29	25,343.00
减：所得税	5,245.59	332.96	1,474.60
净利润	15,821.91	17,225.34	23,868.39

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
销售商品、提供劳务收到的现金	3,437.69	10,077.51	44,590.08
收到其他与经营活动有关的现金	52,892.17	70,515.11	76,295.94
经营活动现金流入小计	56,329.85	80,592.62	120,886.02
购买商品、接受劳务支付的现金	56,563.26	35,968.08	71,811.60
支付给职工以及为职工支付的现金	438.50	372.57	205.78
支付的各项税费	4,575.39	5,016.37	2,793.94
支付其他与经营活动有关的现金	64,831.33	44,189.44	50,657.15
经营活动现金流出小计	126,408.48	85,546.46	125,468.47
经营活动产生的现金流量净额	-70,078.62	-4,953.85	-4,582.45
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	30,590.35	247.13	1,385.36
投资支付的现金	-	-	4,800.00
投资活动现金流出小计	30,590.35	247.13	6,185.36
投资活动产生的现金流量净额	-30,590.35	-247.13	-6,185.36
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	4,800.00
取得借款收到的现金	31,400.00	19,100.00	7,600.00
发行债券收到的现金	99,000.00	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	49,598.19	-	-
筹资活动现金流入小计	179,998.19	19,100.00	12,400.00
偿还债务支付的现金	6,400.00	900.00	700.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,309.66	-	2,329.95
支付其他与筹资活动有关的现金	37,620.82	-	-
筹资活动现金流出小计	50,330.48	900.00	3,029.95
筹资活动产生的现金流量净额	129,667.71	18,200.00	9,370.05
现金及现金等价物净增加额	28,998.74	12,999.03	-1,397.77

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	15,821.91	17,225.34	23,868.39
加：资产减值准备	687.96	-393.07	486.44
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,346.39	1,321.32	1,195.38
无形资产摊销	13.70	13.32	12.97
长期待摊费用摊销	21.43	10.68	0.51
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	0.00	-883.68	-9.77
财务费用（收益以“-”号填列）	0.00	-130.57	-72.44
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-171.99	111.88	-121.61
存货的减少（增加以“-”号填列）	-561,753.28	22.75	-20,224.63
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	425,514.06	-64,703.34	-18,219.23
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	48,441.20	42,451.54	8,501.55
经营活动产生的现金流量净额	-70,078.62	-4,953.85	-4,582.45
现金的期末余额	49,323.98	20,325.24	4,742.72
减：现金的年初余额	20,325.24	7,326.21	6,140.49
现金及现金等价物净增加额	28,998.74	12,999.03	-1,397.77

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2015 年	2014 年
资产负债率	27.57%	31.15%
流动比率	6.34	3.54
速动比率	2.11	1.93
综合毛利率	15.14%	12.24%
期间费用率	1.83%	4.38%
总资产回报率	3.12%	4.13%
EBITDA（万元）	27,924.02	18,903.61
EBITDA 利息保障倍数	5.10	7.74
负债与所有者权益比率	38.06%	45.25%
收现比	0.06	0.16

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2015 年末公司存货待开发土地明细

土地证编号	取得方式	账面价值 (万元)	土地面积 (平方米)	土地用途	是否抵押
白经土国用(2010)第 003 号	划拨	34.64	1,956.69	农业用地	否
白经土国用(2010)第 013 号	划拨	511.38	16,200.00	科研用地	否
白经土国用(2010)第 037 号	划拨	79.87	2,781.60	教育用地(登记用途); 工业用地(设定用途)	否
白土国用(2010)第 014 号	划拨	22.49	841.40	交通用地(登记用途); 工业用地(设定用途)	否
白土国用(2014)第 T030 号	出让	53,090.93	249,852.60	商业	是
白土国用(2014)第 T031 号	出让	58,571.73	278,483.90	商业	否
白土国用(2014)第 T032 号	出让	54,238.98	271,579.20	商业	是
白土国用(2014)第 T033 号	出让	59,375.34	287,114.80	商业	否
白土国用(2014)第 T034 号	出让	56,590.21	267,748.30	商业	否
白土国用(2014)第 T035 号	出让	55,925.41	264,602.90	商业	是
白土国用(2014)第 T036 号	出让	57,778.02	283,782.00	商业	否
白土国用(2014)第 T037 号	出让	57,904.31	287,706.10	商业	否
白土国用(2014)第 T038 号	出让	54,713.91	277,735.60	商业	否
白土国用(2014)第 T039 号	出让	53,564.44	274,127.10	商业	否
白土国用(2010)第 T063 号	出让	12,598.73	58,762.74	商业	是
白土国用(2010)第 T064 号	出让	9,784.67	50,671.53	商业	是
白土国用(2010)第 T065 号	出让	35,197.92	113,468.48	商业	是
白土国用(2012)第 T287 号	出让	3,257.33	11,949.11	商业	是
白土国用(2012)第 T286 号	出让	12,419.81	45,560.56	商业	是
白土国用(2012)第 T284 号	出让	77,747.56	248,474.16	商业	是
白土国用(2012)第 T285 号	出让	20,206.74	77,242.90	商业	是
合计	-	733,614.42	3,370,641.67	-	-

注：序号 1-4 土地使用权计入无形资产中，序号 5-21 土地使用权计入存货中。

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

盈利能力	毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及 财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款+应付债券+其他应付款中的有息部分
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。