

2015 年贵阳白云工业发展投资有限公司

工业发展投资有限公司公司债券

2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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
人员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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【604】号 01

债券简称：15 白云工投
债/PR 白工投

增信方式：国有土地使
用权抵押担保

债券剩余规模：6 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
债券发行总额的 20%，
当期利息随本金一起支
付

分析师

姓名：
刘志强 王一峰

电话：
0755-8287 2120

邮箱：
liuzhq@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2015 年贵阳白云工业发展投资有限公司公司债券 2019 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	2019 年 6 月 25 日	2018 年 5 月 29 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”或“15 白云工投债”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司代建业务持续性仍然较好，继续得到一定的外部支持，并且国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性相对较弱，面临一定的资金压力和偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年贵阳市白云区实现 GDP 231.58 亿元，同比增长 9.2%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司代建业务持续性仍然较好。公司主要从事贵阳市白云区基础设施、保障性住房建设和土地开发整理业务，截至 2018 年末，公司已签订回购协议的主要在建项目总投资为 37.40 亿元，代建业务持续性较好。
- 公司继续获得一定的外部支持。2018 年公司获得财政补贴 12,779.96 万元，占当期利润总额的 100.78%，提升了公司的盈利水平。
- 国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。公司以其合法拥有的 9 宗土地使用权为本期债券的还本付息提供担保，合计评估价值为 27.63 亿元，

为本期债券未偿还本金的 4.61 倍，仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性相对较弱。**公司资产以土地资产和应收款项为主，其中土地资产账面价值为 74.85 亿元，占总资产的 39.62%，已抵押的土地价值为 41.25 亿元，占土地资产的 53.42%；应收款项合计 79.91 亿元，占总资产的 42.29%，对营运资金占用较为明显。此外，公司所有权受限资产合计 103.42 亿元，占总资产的 54.74%，资产流动性相对较弱。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投入资金 50.24 亿元，后续资金需求较大且多为公司自筹，未来项目建设面临一定的资金压力。
- **公司有息债务快速增长，面临一定的偿债压力。**2018 年末公司有息债务为 47.34 亿元，占负债总额的 46.99%，资产负债率达 53.32%，EBITDA 利息保障倍数为 0.60，面临一定的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计为 9.82 亿元，占当期末净资产的 11.13%，被担保方为地方国有企业，均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,889,368.80	1,575,167.92	1,474,185.90
所有者权益	882,012.58	879,749.60	884,174.79
有息债务	473,396.73	361,417.17	300,916.91
资产负债率	53.32%	44.15%	40.02%
流动比率	2.89	3.91	4.07
营业收入	55,699.16	54,788.73	55,334.91
其他收益	12,779.96	2,892.93	0.00
利润总额	12,680.78	13,035.74	14,190.95
综合毛利率	11.83%	15.63%	14.00%
EBITDA	16,713.67	14,643.44	15,639.02
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.73	0.69
经营活动现金流净额	-31,885.26	-64,297.03	-25,269.83

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告的期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年3月27日发行7年期10亿元公司债券，募集资金已用于白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目（以下简称“程官摆拢项目”）和白云区黑石头片区2号道路工程项目。“15白云工投债”、2018年第一期贵阳白云工业发展投资有限公司公司债券（以下简称“18白云01”）和2019年第一期贵阳白云工业发展投资有限公司公司债券（以下简称“19白云01”）均使用同一个募集资金账户，截至2019年5月末，该账户余额为1.29亿元。

二、发行主体概况

2018年公司名称、主营业务、注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2018年末，公司注册资本仍为15,000万元，控股股东和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”），持股比例仍为100.00%。2018年公司合并范围未发生变化。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总

需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《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，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 1 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《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）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后

市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

2018年贵阳市经济增长较快，重点产业支柱作用和固定资产投资对经济增长的拉动作用较为明显，旅游业对第三产业发展有一定贡献

2018年贵阳市实现地区生产总值3,798.45亿元，按可比价格计算，同比增长9.9%，增速较上年回落1.4个百分点，增速较快，位居全国省会城市第一。2018年贵阳市人均GDP为78,449元，为全国人均GDP的121.59%，经济实力较好。分产业看，近年来贵阳市大力发展第二、第三产业，2018年第二、第三产业增加值分别为1,413.67亿元和2,231.68亿元，增速分别为7.9%和11.3%，第一产业增速略高于2017年，三次产业结构由2017年的4.2:38.9:57.0调整至2018年的4.0:37.2:58.8。

贵阳市重点产业支柱作用较为明显，2018年贵阳市规模以上工业增加值同比增长7.4%。贵阳市以磷煤化工、铝及铝化工、特色食品、烟草制造、医药制造、装备制造业、电力生产及供应、橡胶及塑料制品为八大重点产业，2018年贵阳市重点产业规模以上工业增加值占全市规模以上工业增加值的比重为85.2%。2018年规模以上工业企业主营业务收入2,160.52亿元，同比下降1.4%，实现利税总额411.43亿元，同比增长11.4%。

2018年贵阳市固定资产投资增速为15.0%，增速较上年放缓3.1个百分点，对经济增长的拉动作用较为明显，其中2018年房地产投资金额同比下降3.9%。2018年贵阳市全市全年旅游总人数为18,846.25万人，实现旅游总收入2,456.56亿元，同比分别增长26.7%和31.2%。进出口方面，2018年贵阳市进出口总额为34.94亿美元，按扣除政策性增量后的可比口径计算，同比增长15.2%，增速较上年放缓10.1个百分点。

总体来看，2018年贵阳市经济增长较快，重点产业支柱作用和固定资产投资对经济增长的拉动作用较为明显，旅游业对第三产业发展有一定贡献。

表 2 2017-2018 年贵阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,798.45	9.9%	3,537.96	11.3%
第一产业增加值	153.10	6.6%	147.33	6.3%
第二产业增加值	1,413.67	7.9%	1,375.18	10.0%
第三产业增加值	2,231.68	11.3%	2,015.45	12.6%

规模以上工业增加值	-	7.4%	-	9.7%
固定资产投资	-	15.0%	-	18.1%
社会消费品零售总额	-	8.0%	1,335.28	11.7%
进出口总额（亿美元）	34.94	15.2%	29.92	25.3%
存款余额	11,418.52	-	10,908.27	-
贷款余额	12,508.73	-	10,506.14	-
人均 GDP（元）	78,449		74,493	
人均 GDP/全国人均 GDP	121.59%		124.86%	

注：标“-”表示未能获取相关数据。

资料来源：2017-2018 年贵阳市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年贵阳市实现公共财政收入411.34亿元，同比增长8.86%，其中税收收入319.84亿元，占公共财政收入比重为77.76%；实现政府性基金收入344.18亿元，同比增长27.26%；同期贵阳市公共财政支出为627.54亿元，同比增长7.74%，财政自给率为65.55%。

白云区经济继续保持增长，固定资产投资对经济拉动作用明显

2018年贵阳市白云区实现地区生产总值231.58亿元，同比增长9.2%，增速较上年放缓2.4个百分点。2018年白云区人均GDP为79,800元，占全国人均GDP的123.45%，地区经济发展水平较好。三次产业结构由2017年的2.9:52.8:44.3调整为2018年的2.9:47.9:49.2，第三产业占比有所增加。

从工业上看，2018年白云区规模以上工业增加值同比增长1.0%，增速较上年放缓8.9个百分点。分轻重工业看，全年规模以上轻工业增加值同比增长41.7%，重工业增加值同比下降11.8%。

2018年白云区固定资产投资同比增长14.5%，增速较上年提升13.1个百分点，对经济增长的拉动作用明显。2018年白云区社会消费品零售总额同比增长8.6%，进出口总额为1.06亿美元，同比增长63.7%。

表 3 2017-2018 年贵阳市白云区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	231.58	9.2%	220.16	11.6%
第一产业增加值	6.73	6.6%	6.37	6.2%
第二产业增加值	110.95	2.4%	116.24	9.1%
第三产业增加值	113.90	16.8%	97.55	14.7%
规模以上工业增加值	-	1.0%	95.13	9.9%
固定资产投资	-	14.5%	357.47	1.4%
社会消费品零售总额	-	8.6%	54.81	12.3%
进出口总额（亿美元）	1.06	63.7%	0.53	40.8%

存款余额	-	-	425.38	-
贷款余额	-	-	329.67	-
人均 GDP（元）	79,800		75,865	
人均 GDP/全国人均 GDP	123.45%		127.16%	

注：标“-”表示未能获取相关数据。

资料来源：2017 年年贵阳市白云区国民经济和社会发展统计公报和 2018 年 1-12 月白云区经济运行情况简析，中证鹏元整理

2018年贵阳市白云区实现公共财政收入16.30亿元，同比增长8.50%；实现政府性基金收入2.10亿元，同比下降18.10%；同期白云区公共财政支出为25.84亿元，同比增长11.10%，财政自给率为63.08%。

四、经营与竞争

公司主要从事贵阳市白云区基础设施、保障性住房建设和土地开发整理业务，2018 年公司实现营业收入5.57亿元，同比增长1.66%。2018年公司综合毛利率为11.83%，较上年减少3.8个百分点，主要是公司之前已对2017年实现的代建项目收入计提了相应税费，当期代建项目确认收入时无需扣除增值税，因此2017年代建项目毛利率较高。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	50,006.10	7.31%	50,470.69	10.85%
代建项目	41,882.21	6.36%	46,243.74	11.49%
一级土地开发	7,936.00	10.62%	0.00	-
担保费	128.47	95.56%	156.41	100.00%
物业费	59.42	44.46%	0.00	-
房屋销售	0.00	-	4,070.54	0.14%
其他业务	5,693.06	51.47%	4,318.04	71.43%
其中：房租收入	5,384.64	70.47%	4,318.04	71.43%
合计	55,699.16	11.83%	54,788.73	15.63%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建项目投资规模较大且部分项目已签订回购协议，业务持续性较好，但受投资进度和结算进度影响，代建项目收入规模存在一定波动性

公司主要承接基础设施建设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，根据公司与白云区政府于2014年签订的《白云区建设项目合作协议》，公司作为市政基础设施项目的业主及投资主体，按照白云区政府的要求建设，项目竣工后由

白云区政府进行收购，收购金额包括项目投资成本加上10%的投资回报；每年年末公司根据项目施工进度，对已完工的部分进行结算；待项目全部竣工验收合格后，公司向白云区政府提交工程决算书，委托审计部门对工程造价决算进行审计并确认项目收购金额，白云区政府扣除已支付的建设资金后，按分期付款的方式支付给公司。

棚户区改造项目方面，根据公司与白云区政府于2013年签订的《白云区程官摆拢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》，该项目建设资金由公司先行垫付，白云区政府将按项目总投资额加上10%的投资回报进行回购，但上述棚户区改造的运营模式不包括公司的白云铝及铝加工基地B地块棚户区改造工程建设项目和白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目。

2018年公司市政基础设施项目确认收入4.19亿元，主要来自于铝及铝加工基地建设项目、青山路、观云大道和黑石头片区项目1、2号路道路工程项目；棚户区改造项目确认收入1.55万元，较上年大幅减少的主要原因是2018年白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼的二期工程项目尚未开工。受投资进度和结算进度影响，公司代建项目收入规模存在一定的波动性。

表 5 公司 2017-2018 年确认的代建项目收入明细（单位：万元）

类别	项目	2018 年		2017 年	
		收入	成本	收入	成本
市政基础设施项目	铝及铝加工基地建设项目	10,131.07	9,486.37	22,944.30	21,484.21
	青山路、观云大道	21,297.10	19,941.84	8,137.00	7,619.20
	南湖西路	0.00	0.00	874.05	818.43
	青山产城互动带等	39.53	37.01	224.88	210.57
	黑石头片区 1、2 号路道路工程项目	10,412.96	9,750.31	1,947.33	1,823.41
	小计	41,880.66	39,215.53	34,127.56	31,955.81
棚户区改造项目	商专安置楼	1.55	1.48	0.00	0.00
	白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目	0.00	0.00	9,582.12	8,972.35
	小计	1.55	1.48	9,582.12	8,972.35
合计		41,882.21	39,217.01	43,709.68	40,928.16

注：表4和表5的代建项目收入差额主要为“营改增”前已计提未缴纳的营业税。

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2018年末，公司主要在建的项目有铝及铝加工基地建设项目、白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目等，预计总投资77.85亿元，已完成投资27.62亿元，其中已签订回购协议的在建项目总投资为37.40亿元，未来代建业务收入有一定保障。但中证鹏元也关注到，主要在建项目尚需投入50.24亿元，后续资金需求多为公司自筹，未来公司项目建设面临一定的资金压力。

表 6 截至 2018 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	是否有回购
铝及铝加工基地建设项目	191,783.88	116,610.12	是
白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目	133,767.75	86,184.60	否
白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目	182,236.00	122,269.24	是
黑石头片区 2 号道路工程项目	42,043.06	22,566.48	否
白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目	60,313.56	7,220.93	否
麦架河治理工程	135,882.18	3,934.55	否
体育健身中心	32,500.00	3,552.47	否
合计	778,526.43	276,153.79	-

注：（1）白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目和白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目为公司“18 白云 01”和“19 白云 01”募投项目；白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目和白云区黑石头片区 2 号道路工程项目为公司本期债券募投项目。

（2）铝及铝加工基地建设项目的已投资额包括白云铝及铝加工基地 B 地块棚户区改造工程建设项目的已投资额，但是总投资额未包括。

资料来源：公司提供

公司在土地开发业务方面与政府签订的主要协议总价款规模不大，未来收入规模可能存在一定波动

土地开发方面，根据公司与白云区政府于 2016 年签订的《政府购买服务协议》，公司负责弘泽制药 1-04-06 地块、贵州品骏唯品会 6-03-04 地块的前期土地一级整理项目，服务期限范围为 2016-2024 年，项目总投资约为 2.00 亿元，白云区政府购买公司服务协议的总价款为 2.83 亿元；根据公司与白云区政府于 2016 年签订的《政府采购工程项目协议》，公司负责贵阳市白云区吉利汽车 W 项目地块土地一级开发项目，采购期限范围为 2016-2021 年，项目总投资为 5.12 亿元，白云区政府采购公司工程项目的协议总价款为 6.46 亿元。2018 年公司确认一级土地开发收入为 7,936.00 万元，截至 2018 年末，公司在土地开发业务方面与政府签订的主要协议总价款合计 9.29 亿元，其中有 7.45 亿元尚未结算，规模不大，受当地政府土地出让计划、土地一级市场等因素影响，未来土地开发业务收入可能存在一定波动。

表 7 公司 2018 年确认的一级土地开发收入明细（单位：万元）

项目名称	收入	成本
白云区吉利汽车 W 项目地块土地一级开发项目	3,200.00	3,200.00
白云区 2012-010（大西南有色金属市场）	2,936.00	2,834.20
贵州品骏唯品会 6-03-04 地块土地一级开发项目	1,800.00	1,058.94
合计	7,936.00	7,093.14

资料来源：公司提供

公司与客户签订了较为长期的租赁合同且约定了租金的递增条款，租赁业务持续性较

好，担保费收入和物业费收入一定程度上丰富了公司收入来源

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，2018 年获得租金收入 5,384.64 万元，较 2017 年上升 24.70%。从主要物业租赁条款看，目前公司与政府部门、医院、银行等主要客户签订了较为长期的租赁合同，且约定了租金的递增条款，未来持续性较好。

表 8 截至 2018 年底公司主要租赁资产明细（单位：平方米）

租赁资产名称	面积	租赁期	租赁条款
铝及铝加工基地标准厂房 1-4 栋	24,785.28	2018.5.10-2023.5.9	-
云环路 1457 号北尚华城 23-28 层	8,108.28	2018.1-2021.12	年租金递增 3%
中环路 107 号 1 栋 1 层 2 号，2 层 1 号、2 号，3 层 1 号、2 号，负一层	3,943.95	2014.3-2026.3	年租金递增 3%
白云区同心路 13 号原检察院写字楼	3,926.07	2014.3-2024.3	租金按每半年缴纳，第三年起递增 3%，免三个月装修期
米兰春天三期	3,566.92	2011.12-2026.12	租金每两年递增 6%
程官摆拢安置房 1、2 号楼一层	2,264.98	2018.4.1-2021.3.3	年租金递增 5%
白云南路、尖山路、建设路及白云中路等门面	857.59	2018.6.1-2019.5.31	-
合计	47,453.07	-	-

资料来源：公司提供

公司担保业务由下属子公司贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司负责，主要为白云区内各产业园、各乡镇的中小微企业担保，2018 年担保发生额和担保费收入分别为 4,560.00 万元和 128.47 万元，2018 年末在保责任余额 5,590.00 万元。

表 9 公司融资担保业务开展情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
累计担保笔数（笔）	122	104	82
累计担保金额	42,739.00	38,179.00	31,998.00
当期担保发生额	4,560.00	6,181.00	11,538.00
当期解除担保额	5,651.00	10,388.00	11,135.00
期末在保余额	5,590.00	6,681.00	10,888.00
期末间接融资性担保责任余额	5,590.00	6,681.00	10,888.00
代偿笔数	3	3	2
代偿金额	400.00	400.00	530.00
代偿回收金额	23.00	23.00	0.00

资料来源：公司提供

2018 年公司新增物业费收入 59.42 万元，主要是由于子公司贵州和馨物业管理有限公司开始营业带来的物业费收入，新增的物业费收入一定程度上丰富了公司的收入来源。

公司继续获得一定的外部支持

公司继续得到当地政府的支持，2018 年公司获得财政补贴 12,779.96 万元，占公司利润总额的 100.78%，改善了公司的盈利水平。

2018 年公司资本公积较上年末减少 1.02 亿元，具体变动情况如表 10 所示。

表 10 公司 2018 年资本公积变动情况（单位：万元）

资本公积增加的原因	资本公积增加数额
收白云区财政局退还误缴其他产权转让收入	710.68
上缴贵阳市白云区财政国有资本收益，调入利润分配	68.94
合计	779.62
资本公积减少的原因	资本公积减少数额
上缴区财政国有资本经营预算收入	20.00
付白云区财政局国有资产资本收益	48.94
付白云区财政局其他产权转让收入	10,902.00
合计	10,970.94

资料来源：公司 2018 年审计报告

五、财务分析

财务分析基础说明

2018年，公司聘请的会计事务所由中准会计师事务所（特殊普通合伙）变更为亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）。以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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2018年审计报告及经中准会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模进一步增加，但以应收款项和土地资产为主，应收款项对营运资金占用较为明显，回收时间不确定，且公司所有权受限资产规模较大，资产整体流动性相对较弱

公司总资产规模进一步增加，截至2018年末，公司总资产为188.94亿元，同比增长19.95%，其中流动资产占比为88.41%。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比

货币资金	68,582.46	3.63%	51,449.44	3.27%
应收票据及应收账款	334,685.46	17.71%	302,189.93	19.18%
其他应收款	464,365.68	24.58%	221,196.70	14.04%
存货	772,240.54	40.87%	776,538.47	49.30%
流动资产合计	1,670,304.14	88.41%	1,390,480.82	88.28%
投资性房地产	51,832.37	2.74%	42,887.06	2.72%
在建工程	141,312.03	7.48%	118,309.67	7.51%
非流动资产合计	219,064.66	11.59%	184,687.10	11.72%
资产总计	1,889,368.80	100.00%	1,575,167.92	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货构成。截至 2018 年末，公司货币资金为 6.86 亿元，主要为银行存款，其中 0.48 亿元货币资金受限，整体受限规模较小。2018 年末公司应收票据及应收账款为 33.47 亿元，主要应收对象为贵阳市白云区财政局和贵阳市白云区机关事务局等地方政府部门，账龄主要在 1 年以上，其中有 61.68 亿元的应收账款已用于借款质押，使用权受限。公司其他应收款主要是公司为地方政府部门或地方国企提供的借款，2018 年末公司其他应收款为 46.44 亿元，同比增长 109.93%，主要是 2018 年公司支付的往来款有所增加。2018 年末公司应收款项合计为 79.91 亿元，占总资产的 42.29%，应收对象主要为地方政府或地方国企，发生坏账损失的风险不大，但回收时间具有不确定性，对营运资金占用较为明显。2018 年末公司存货为 77.22 亿元，其中土地资产账面价值为 74.85 亿元，已抵押的土地价值为 41.25 亿元，占土地资产的 55.11%。

公司非流动资产主要由投资性房地产和在建工程构成。2018 年末公司投资性房地产为 5.18 亿元，主要为对外出租的写字楼和门面等，采用成本法计量，较 2017 年末增加 0.89 亿元的主要原因是部分土地使用权及尚未办妥产权证的房屋分别由无形资产、预付款项转入投资性房地产。2018 年末公司在建工程为 14.13 亿元，同比增长 19.44%，主要是新增多个在建项目所致。2018 年末公司所有权受限资产合计 103.42 亿元，占总资产的 54.74%。

总体而言，公司资产规模进一步增加，但以应收款项和土地资产为主，且应收款项对营运资金占用较为明显，回收时间不确定，资产整体流动性相对较弱。

盈利能力

2018年公司营业收入规模较为稳定，政府补助较大程度上改善了公司的盈利能力

公司营业收入主要来源于代建项目和土地开发整理业务，2018年公司营业收入为5.57

亿元，较2017年有所上升。2018年公司获得政府补贴12,779.96万元，主要是与在建项目相关的补贴，较大程度上改善了公司的盈利水平。毛利率方面，2018年综合毛利率为11.83%，较2017年有所下降。截至2018年末，公司已签订回购协议的在建项目未结算规模较大，代建业务持续性较好；在土地开发业务方面与政府签订的主要协议总价款合计9.29亿元，其中有7.45亿元尚未结算，规模不大，未来土地开发收入规模可能存在一定波动。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	55,699.16	54,788.73
其他收益	12,779.96	2,892.93
营业利润	13,303.92	13,045.00
利润总额	12,680.78	13,035.74
综合毛利率	11.83%	15.63%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主要在建项目后续资金需求较大，面临一定的资金压力

2018年公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加，主要是2018年公司预收程官摆珑片区安置楼、黑石头片区安置楼销售款，同期支付其他与经营活动有关的现金也大幅增加。2018年公司经营活动现金净流出3.19亿元，较上年大幅下降，但经营活动现金净流出规模仍较大。

2018年公司投资活动现金净流出为2.68亿元，主要是用于构建固定资产和无形资产。公司项目建设主要依靠外部融资来筹集资金，2018年筹资活动现金净流入7.69亿元，较上年大幅增加，主要是公司发行债券且增加借款所致。截至2018年末，公司主要在建项目尚需投入50.24亿元，而项目资金主要来源于自筹，未来面临一定的资金压力。

表 13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	2.32	0.19
销售商品、提供劳务收到的现金	129,068.00	10,240.33
收到其他与经营活动有关的现金	177,649.12	85,337.62
经营活动现金流入小计	306,717.12	95,577.95
购买商品、接受劳务支付的现金	32,639.57	49,012.86
支付其他与经营活动有关的现金	299,872.43	109,519.77
经营活动现金流出小计	338,602.38	159,874.99
经营活动产生的现金流量净额	-31,885.26	-64,297.03

投资活动产生的现金流量净额	-26,751.40	-21,248.04
筹资活动产生的现金流量净额	76,931.93	34,313.19
现金及现金等价物净增加额	18,295.27	-51,231.89

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务快速增长，面临一定的偿债压力

2018年末公司所有者权益为88.20亿元，同比增加0.26%。受借款增加及发行债券影响，2018年末公司负债总额增长44.86%至100.74亿元，产权比率上升至114.21%，所有者权益对负债的覆盖程度降低。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	1,007,356.22	695,418.31
所有者权益	882,012.58	879,749.60
产权比率	114.21%	79.05%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司预收款项主要为预收贵阳市白云区房屋征收管理局和贵阳白云共享棚改有限责任公司的销售款，2018年末预收款项为19.59亿元，较上年大幅增加。公司其他应付款主要为往来款、往来借款、土地报批费和征拆迁补偿款等，2018年末为27.05亿元，同比增长70.55%，主要原因是应付往来款大幅增加。2018年末一年内到期的非流动负债为5.96亿元，主要为一年内到期的应付债券和一年内到期的长期应付款。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。公司长期借款主要为质押借款及抵押借款，质押物主要为应收账款，抵押物主要为房产及土地使用权。2018年末长期借款为28.48亿元，同比增长42.84%，主要是质押借款有所增加。公司长期借款中向银行贷款的金额为24.50亿元，向信托公司贷款的金额为3.98亿元。2018年末应付债券为11.94亿元，同比增长50.14%，主要是新增应付“18白云01”所致。此外，公司于2019年3月6日发行“19白云01”，应付债券将进一步增加。公司长期应付款主要为政府补助项目经费等专项应付款、信托及融资租赁款，2018年末分别为1.60亿元和0.97亿元。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	195,932.18	19.45%	91,465.10	13.15%

其他应付款	270,490.04	26.85%	158,600.67	22.81%
一年内到期的非流动负债	59,569.64	5.91%	37,734.77	5.43%
流动负债合计	577,338.11	57.31%	355,487.87	51.12%
长期借款	284,781.32	28.27%	199,375.96	28.67%
应付债券	119,379.61	11.85%	79,512.74	11.43%
长期应付款	25,701.87	2.55%	44,793.70	6.44%
非流动负债合计	430,018.11	42.69%	339,930.44	48.88%
负债合计	1,007,356.22	100.00%	695,418.31	100.00%
其中：有息债务	473,396.73	46.99%	361,417.16	51.97%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由长期借款、应付债券、一年内到期的非流动负债和长期应付款中的信托及融资租赁款构成。截至2018年末，公司有息债务为47.34亿元，同比增长30.98%，主要是长期借款和应付债券增加所致。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，2019-2021年公司需偿还债务合计19.17亿元，2022年及以后需偿还28.25亿元。

表 16 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
银行借款	35,569.64	28,079.04	46,044.74	210,482.60
债券	20,000.00	20,000.00	32,000.00	68,000.00
融资租赁	2,000.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00
合计	57,569.64	52,079.04	82,044.74	282,482.60

注：有息负债偿还期限分布表与 2018 年末有息负债总额的差异主要由摊余成本法导致。

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司资产负债率为53.32%，同比增加9.17个百分点，负债水平有所增加，2018年末流动比率和速动比率分别为2.89和1.56，较上年均有所下降，考虑到流动资产以应收款项和土地资产为主，资产流动性相对较弱，公司存在短期偿债压力。公司EBITDA有所增加，2018年末为1.67亿元，受借款规模增大利息支出增加影响，2018年EBITDA利息保障倍数下降至0.60。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	53.32%	44.15%
流动比率	2.89	3.91
速动比率	1.56	1.73
EBITDA（万元）	16,713.67	14,643.44
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.73
有息债务/EBITDA	28.32	24.68

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

截至2018年末，公司共有9宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，评估价值为27.63亿元，抵押资产具体如表18所示。公司对9宗国有土地使用权均办妥了抵押登记，他项权证号“国土他项2015第0011号”，抵押到期日为2022年4月3日。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。截至2019年4月末，本期债券抵押资产总评估价值为27.63亿元，为本期债券未偿还本金的4.61倍，满足抵押协议的要求，为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障。

表 18 本期债券抵押资产情况（单位：万元）

土地权证编号	评估价值	评估基准日	是否办妥抵押登记手续
白土国用（2014）第 T031 号	57,960.85	2016 年 7 月 31 日	是
白土国用（2014）第 T033 号	59,917.99	2016 年 7 月 31 日	是
白土国用（2014）第 T036 号	58,285.99	2016 年 7 月 31 日	是
白土国用（2010）第 T063 号	12,564.55	2014 年 6 月 30 日	是
白土国用（2010）第 T064 号	10,834.51	2014 年 6 月 30 日	是
白土国用（2010）第 T065 号	38,780.03	2014 年 6 月 30 日	是
白土国用（2012）第 T287 号	4,002.26	2014 年 6 月 30 日	是
白土国用（2012）第 T286 号	15,260.17	2014 年 6 月 30 日	是
白土国用（2012）第 T285 号	18,700.73	2014 年 6 月 30 日	是
合计	276,307.08	-	-

资料来源：公司提供

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 2018 年底，公司未对本期债券抵押的 9 宗国有土地使用权进行重新评估。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额合计为9.82亿元，占当期末净资产的11.13%，被担保方为地方国有企业，均未采取反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表 19 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
贵阳白云城市建设投资集团有限公司	30,000.00	2019 年 7 月 15 日	无
贵阳白云城市建设投资集团有限公司	40,000.00	2033 年 3 月 30 日	无
贵阳白云城市运营维护投资有限公司	8,200.00	2023 年 6 月 14 日	无
贵阳白云城市运营维护投资有限公司	19,990.00	2020 年 6 月 23 日	无
合计	98,190.00	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础。截至2018年末，公司已签订回购协议的主要在建项目总投资为37.40亿元，代建业务持续性较好。2018年公司获得财政补贴12,779.96万元，继续得到一定的外部支持，并且国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

同时中证鹏元也关注到了公司资产以土地资产和应收款项为主，资产整体流动性相对较弱；主要在建项目后续资金需求较大且多为公司自筹，面临一定的资金压力；有息债务快速增长，面临一定的偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	68,582.46	51,449.44	101,681.01
应收票据及应收账款	334,685.46	302,189.93	252,744.80
其他应收款	464,365.68	221,196.70	160,682.52
存货	772,240.54	776,538.47	764,411.03
流动资产合计	1,670,304.14	1,390,480.82	1,306,493.38
投资性房地产	51,832.37	42,887.06	44,084.66
在建工程	141,312.03	118,309.67	104,359.85
非流动资产合计	219,064.66	184,687.10	167,692.52
资产总计	1,889,368.80	1,575,167.92	1,474,185.90
预收款项	195,932.18	91,465.10	86,314.71
其他应付款	270,490.04	158,600.67	122,754.15
一年内到期的非流动负债	59,569.64	37,734.77	39,700.00
流动负债合计	577,338.11	355,487.87	320,917.60
长期借款	284,781.32	199,375.96	123,581.73
应付债券	119,379.61	79,512.74	99,313.91
长期应付款	25,701.87	44,793.70	29,900.00
非流动负债合计	430,018.11	339,930.44	269,093.51
负债合计	1,007,356.22	695,418.31	590,011.11
有息债务	473,396.73	361,417.17	300,916.91
所有者权益	882,012.58	879,749.60	884,174.79
营业收入	55,699.16	54,788.73	55,334.91
其他收益	12,779.96	2,892.93	0.00
营业利润	13,303.92	13,045.00	8,231.66
净利润	12,695.78	9,798.44	10,640.31
经营活动产生的现金流量净额	-31,885.26	-64,297.03	-25,269.83
投资活动产生的现金流量净额	-26,751.40	-21,248.04	-38,163.50
筹资活动产生的现金流量净额	76,931.93	34,313.19	114,130.16
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	11.83%	15.63%	14.00%
收现比	2.32	0.19	1.33
产权比率	114.21%	79.05%	66.73%
资产负债率	53.32%	44.15%	40.02%
流动比率	2.89	3.91	4.07
速动比率	1.56	1.73	1.69

EBITDA（万元）	16,713.67	14,643.44	15,639.02
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.73	0.69
有息债务/EBITDA	28.32	24.68	19.24

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告的期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
贵州和馨物业管理有限公司	300.00	100.00%	物业管理
贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司	4,800.00	100.00%	融资担保

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款有息部分

附录四 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。