

# 2019 年贵州金凤凰产业投资有限公司公 司债券 2021 年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 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：





# 2019年贵州金凤凰产业投资有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-6-30	2020-6-12

## 评级观点

- 中证鹏元对贵州金凤凰产业投资有限公司（以下简称“金凤凰公司”或“公司”）及其 2019 年 8 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司收入来源较为丰富，电解铝销售业务增长较快，工程业务可持续性较好，公司继续获得较大力度的外部支持，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证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公司资产流动性弱，其他应收款存在较大的回收风险，公司在建工程项目较多，面临较大的资金压力，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

## 债券概况

**债券简称：**19 金凤凰/19 金凤凰债

**债券剩余规模：**10.00 亿元

**债券到期日期：**2026-08-19

**偿还方式：**每年付息一次，在债券存续期第 3 年起每年按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金

**增信方式：**保证担保

**担保主体：**重庆三峡融资担保集团股份有限公司

## 未来展望

- 公司为兴仁市重要的基础设施建设主体，委托代建业务可持续性较好，公司电解铝销售业务增长较快，对利润规模贡献较大。公司有望继续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 联系方式

**项目负责人：**陈刚  
cheng@cspengyuan.com

**项目组成员：**陈洪  
chenhong@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	195.32	186.70	194.94
所有者权益	99.77	97.22	94.38
总债务	35.72	36.11	40.95
资产负债率	48.92%	47.93%	51.59%
现金短期债务比	2.32	0.65	1.10
营业收入	32.51	33.58	17.87
其他收益	0.23	0.00	0.00
营业外收入	3.22	2.96	4.20
利润总额	3.17	2.57	2.14
销售毛利率	9.10%	17.14%	6.18%
EBITDA	5.71	7.15	3.83
EBITDA 利息保障倍数	1.74	1.91	1.09
经营活动现金流净额	7.08	15.33	1.32
收现比	0.59	1.00	0.41

注：2018 年数据使用公司 2019 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **公司收入来源较为丰富，电解铝销售业务增长较快，工程业务可持续性较好。**公司收入主要来源于工程收入、电解铝销售和土地转让收入，2020 年公司电解铝销售收入增幅较大，厂房出租、物业管理、担保等业务为公司收入提供了一定补充。截至 2020 年末，公司主要在建的委托代建项目规模较大，且已签订代建协议，该业务可持续性较好。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**公司是兴仁市重要基础设施建设主体，获得了兴仁市政府、兴仁市财政局较大力度的外部支持。2020 年公司收到兴仁市财政局、兴仁市政府拨付的补贴款项，有效提升利润规模。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

## 关注

- **公司资产流动性弱。**截至 2020 年末，公司资产以存货（土地资产及项目开发成本）及固定资产为主，合计超过 68%；其中存货中土地资产受限比例较高，公司资产流动性弱。
- **公司其他应收款存在较大的回收风险。**截至 2020 年末，公司其他应收款中部分应收对象被多次被列为失信被执行人，相关款项存在较大的回收风险。
- **公司在建工程项目较多，面临较大的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在建项目投资规模较大，尚需投入资金较多，公司面临较大的资金压力。
- **公司面临较大的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司及子公司兴仁市金凤凰融资担保有限公司（以下简称“金凤凰担保”）被列为次级及关注类贷款的对外担保余额较大，担保对象包括民营企业、个人及个体商户，公司面临较大的或有负债风险。此外，公司为贵州东湖新城市建设投资有限公司担保的借款到期未清偿，2021 年 6 月 17 日公司作为担保人被贵阳市中级人民法院列为被执行人，公司面临较大的代偿风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年8月19日发行7年期10亿元公司债券，募集资金拟用于兴仁工业园陆官轻工区标准厂房项目、贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场项目和补充公司营运资金。截至2021年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为15,360.04元。

## 三、发行主体概况

2020年6月，兴仁市财政局按照《中国农发重点基金投资协议》回购中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持有的部分公司股权，本次股权回购完成后，兴仁市财政局持有公司股权比例上升至92.88%，截至2021年5月末，上述回购事项尚未完成工商变更登记。截至2021年3月末，公司注册资本及实收资本仍为人民币40,010万元，兴仁市财政局及农发基金分别持有公司92.88%及7.12%的股权，公司控股股东及实际控制人仍为兴仁市财政局，公司股权结构图见附录二。

公司主要承担兴仁市的基础设施建设及相关土地开发整理工作，同时开展电解铝销售、供水、污水处理、物业管理、融资担保、白酒销售等经营性业务。2020年，公司合并范围内增加1家子公司，具体见下表。

**表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
贵州铝兴新型材料有限公司	100%	2,000.00	铝材研发、制造	新设

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

#### 2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，

国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“两新一重”建设），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

**2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松**

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧

交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

## （二）区域环境

### 2020年兴仁市固定资产投资增速有较大提升，对经济的拉动作用较大

兴仁市位于贵州省西南部黔西南布依族苗族自治州，总面积1,785.00平方公里，地处黔、滇、桂三省（区）结合部，下辖东湖、城北、城南、真武山4个街道办事处和城关、巴铃、百德等11个镇及鲁础营回族乡，居住着汉、布依、苗、回、彝、黎、仡佬族等16个民族。

2020年兴仁市GDP实现191.64亿元，同比增长3.5%，高于全国平均水平。分产业来看，2020年兴仁市第一产业增加值完成34.29亿元，同比增长5.8%；第二产业增加值完成75.67亿元，同比增长4.9%；第三产业增加值完成81.67亿元，同比增长1.0%；2020年，兴仁市三次产业结构比为17.9:39.5:42.6。2020年兴仁市人均生产总值45,010元，为国内人均生产总值的62.22%。

工业方面，兴仁市工业以生产煤炭、水泥和电力等产品为主，2020年兴仁市实现规模以上工业增加值36.31亿元，按可比口径计算同比增长6.6%。其中，煤炭行业累计完成4.61亿元，同比下降1.9%，高技术企业完成工业增加值3718万元，占总增加值1.02%。

投资方面，2020年兴仁市500万元及以上（含房地产开发投资）固定资产投资额同比增长9.6%，较上年同期上升7.3个百分点，对经济拉动作用较大。2020年兴仁市固定资产投资项目共计125个，其中房地产开发项目10个，基础设施项目同比增长0.3%，建设安装投资同比增长10.5%。消费方面，2020年兴仁全市社会消费品零售总额同比增长5.5%，增速保持相对稳定。

**表2 兴仁市主要经济指标情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	191.64	3.5%	182.42	8.6%
第一产业增加值	34.29	5.8%	31.77	5.7%
第二产业增加值	75.67	4.9%	73.20	10.7%
第三产业增加值	81.67	1.0%	77.44	7.7%
规模以上工业增加值	36.31	6.6%	31.31	14.3%
固定资产投资	-	9.6%	-	2.3%

社会消费品零售总额	-	5.5%	23.75	5.4%
存款余额	148.71	5.7%	140.14	-1.7%
贷款余额	183.65	16.2%	157.99	11.9%
人均 GDP (元)		45,010		42,907
人均 GDP/全国人均 GDP		62.22%		60.52%

资料来源：2019 年数据来源于《兴仁市 2019 年 12 月经济月报》，2020 年数据来源于兴仁市统计局和《兴仁市 2020 年 12 月经济月报》，中证鹏元整理

2020 年，兴仁市实现公共财政收入 9.89 亿元，同比下降 34.10%；公共财政支出 34.95 亿元，同比下降 14.20%。

### （三）行业环境

**2020 年电解铝价格呈 V 形走势，随着疫情防控形势改善，宏观经济复苏带动行业供需回暖；氧化铝价格走弱降低行业整体生产成本，电解铝行业盈利能力有所改善**

2020 年初，疫情逐步在全球爆发对铝行业生产、消费和物流产生较大影响，叠加市场悲观情绪影响，一季度大宗商品价格大幅跳水，铝价于 4 月初跌至近三年低点。但全球经济刺激政策的推行，铝价快速回升。截至 2020 年末，LME 三月期铝收于 1,980.50 美元/吨，较 2020 年一季度末反弹 29.83%，较 2019 年末上涨 9.80%。国内方面，受益于疫情防控形势好转、宏观经济向好、延迟订单集中释放等因素，国内需求回暖带动电解铝产量及价格持续回升。截至 2020 年末，长江有色市场铝锭平均价收于 15,710 元/吨，同比增长 8.12%。据国家统计局数据，2020 年全年我国电解铝产量同比增长 5.60%至 3,708 万吨。据阿拉丁数据，截止 2020 年底，我国电解铝运行产能 3,978.1 万吨，较前一年增加 8.71%。

**图1 2020 年二季度以来电解铝价格震荡走高，氧化铝价格维持弱势（单位：元/吨）**



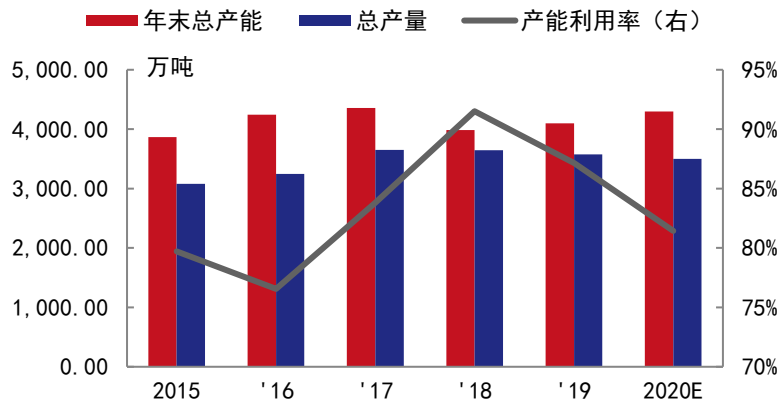
资料来源：Wind，中证鹏元整理

成本方面，氧化铝约占到电解铝成本的 40%，截至 2020 年末，河南一级氧化铝平均价收于 2,351 元/吨，较 2019 年末下降 4.82%，氧化铝价格维持弱势。截至 2020 年末，我国氧化铝产能为 8,915 万吨/年，较上年末增加 200 万吨/年，近年来由于氧化铝新建产能陆续投产并释放产量，国内氧化铝供应充足，行业供求格局逐步变为过剩，加之国外低价氧化铝进入中国市场，氧化铝价格重心持续下移，铝行业利润逐步向电解铝集中，电解铝行业盈利能力有所改善。



用电成本占到电解铝生产成本的 30%，目前国内约 70% 电解铝产能依赖燃煤自备电厂，用电成本受煤价和自备电厂整治政策影响较大，其他企业主要使用网电，这些企业多分布在云南、贵州、青海等西部能源大省，通过大户直购电和电网供电的方式采购电力，用电成本在 0.30-0.40 元/千瓦时之间，网电价格有望保持稳定。

**图2 2019 年电解铝产量有所下滑，预计 2020 年电解铝新增产能有限**



资料来源：阿拉丁，中证鹏元整理

电解铝下游需求中，建筑（基建和地产）及交运占比分别为 33% 及 14%，交运分项中汽车约占 80%。中证鹏元预计，2021 年基建投资整体表现平稳；汽车方面，未来考虑到汽车消费承担了促消费稳增长职能，随着汽车以旧换新等消费刺激政策的实施，预计 2021 年汽车消费需求将温和回暖，有望对电解铝需求形成一定拉动。整体来看，电解铝行业的下游需求有望继续回暖。

## 五、经营与竞争

公司主要承担兴仁市基础设施建设及相关土地开发整理工作，同时开展电解铝生产销售、供水、污水处理、物业管理、融资担保、白酒销售等经营性业务。2020 年，公司实现营业收入 32.51 亿元，同比下降 3.19%。2020 年公司电解铝销售收入大幅增加，占营业收入的比重提升至 93.51%，受电解铝下游需求向好，原材料成本下降等因素，2020 年电解铝销售业务毛利率有所改善。此外，厂房出租、物业管理、担保等业务为公司收入提供了一定补充。2020 年公司未实现土地转让收入，当期营业收入规模及综合毛利率均有所下降。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
电解铝销售收入	303,971.46	7.80%	187,145.82	-7.24%
土地转让收入	-	-	124,447.04	52.92%
工程收入	13,901.49	8.85%	17,687.78	8.85%
厂房出租收入	3,039.28	26.28%	3,030.07	17.75%

废料销售收入	3,448.81	100.00%	2,949.36	100.00%
担保费收入	149.62	100.00%	298.66	100.00%
水费收入	197.04	-13.48%	112.34	-88.15%
物业管理收入	59.52	-32.41%	58.31	-34.79%
白酒销售收入	31.94	51.10%	34.77	46.39%
其他收入	260.14	100.00%	15.35	100.00%
<b>合计</b>	<b>325,059.31</b>	<b>9.10%</b>	<b>335,779.49</b>	<b>17.14%</b>

注：公司水费、物业管理毛利率持续为负主要系公司标准化厂房出租率较低所致。

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 公司在建委托代建项目规模较大，未来业务可持续性较好

公司是兴仁市基础设施建设投资及相关土地开发整理业务主体，近年先后完成了巴铃重工业园和陆官轻工聚集区的土地开发整理、兴仁大道改造工程、城区土地开发整理等多个基础设施建设项目。公司基础设施建设项目主要以“企业投资建设、政府一次性购买、资金分期支付”的模式运作，主要项目均与兴仁市政府签订政府委托代建协议书（以下简称“代建协议”）。根据代建协议，公司自行筹集项目建设资金及对项目进行投融资和建设管理，项目竣工后出具竣工审计报告或决算报告，兴仁市人民政府根据相应报告核定的金额加成10%确定购买款；购买款项由兴仁市财政局分三期支付，分别于项目竣工决算当年支付60%，第二年支付30%，第三年支付10%。在实际情况中，公司根据每年的政府购买协议按照决算金额的110%确认收入，根据兴仁市财政局各年拨款文件回收资金。

2020年，公司确认工程收入1.39亿元，毛利率为8.85%。由于基础设施建设项目均按照政府购买协议约定的统一回报率结算，公司工程业务毛利率表现稳定。

**表4 公司工程收入、成本明细（单位：万元）**

年份	项目名称	结转成本	确认收入
2020年	金凤凰大道、金凤凰大道南延伸段	12,671.20	13,938.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建政府委托代建项目所需总投资约为70.25亿元，已投入资金28.11亿元，全部计入存货开发成本。同时，公司所有在建项目均已经签订代建协议，未来通过政府购买实现收入，该业务可持续性较好。

**表5 截至 2020 年末公司主要在建委托代建项目情况（单位：万元）**

项目名称	项目类别	项目总投资	已投资
农村基础设施建设	基建	133,328.00	105,900.72
飞跃大道	道路	28,647.20	4,514.46
金凤凰大道	道路	12,469.38	6,635.27
兴仁六中	基建	15,180.00	4,097.46
兴仁市职业技术学校	基建	23,230.10	20,089.49
兴仁一中	基建	30,839.00	17,677.69
土地开发整理（陆关、巴铃）	土地整理	6,790.00	5,788.14
运煤专线	道路	40,150.00	30,129.94
巴铃旅游小镇	基建	36,591.26	18,241.25

巴铃重工区基础设施配套	基建	28,647.20	18,925.63
鲁础营回族乡小城镇建设	基建	29,137.20	5,500.00
脱贫攻坚	基建	317,529.00	13,375.05
巴铃重工区其他项目	基建	-	30,261.76
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>702,538.34</b>	<b>281,136.86</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2020 年公司电解铝销售收入大幅增长，原材料成本降低带动业务毛利率改善；公司产能稳定，电解铝行业下游需求向好，未来电解铝销售业务仍具有一定可持续性**

公司电解铝销售业务主要来自于子公司贵州兴仁登高新材料有限公司（以下简称“登高新材料”）。登高新材料生产线共一条，产能为 25 万吨，厂址位于贵州省兴仁工业园巴铃重工区。路兴实业为登高新材料的生产服务代管方，负责具体的生产运营事务。公司按月付给路兴实业运行管理费，运行管理费计入电解铝业务成本。受电解铝行业下游需求回暖影响，2020 年登高新材料电解铝销量同比增长 54.65% 至 24.79 万吨，当期销售均价亦有所上升。公司主要客户包括贵州锦兴轻合金装备制造有限公司（以下简称“锦兴装备”）、兴仁市黔桂拓达房地产开发有限公司及贵州烨骏铝业科技有限公司等。其中，锦兴装备为公司关联方，登高新材料持有其 30% 的股权。

**表6 登高新材料电解铝主要经营数据**

项目	单位	2020 年	2019 年
产能	万吨	25.00	25.00
产量	万吨	25.00	16.45
销量	万吨	24.79	16.03
销售均价	元/吨	12,521.33	12,191.93

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

采购方面，登高新材料铝水原材料主要为氧化铝、碳素等；此外，用电成本对电解铝的生产成本影响也较大。2020 年，登高新材料生产成本为 10,268.83 元/吨，同比下降 20.17%。其中，氧化铝采购均价为 2,500.00 元/吨，同比下降 4.47%；碳素均价为 3,550.00 元/吨，同比下降 0.34%；用电均价为 0.3585 元/千瓦时，同比下降 3.00%。受原材料及生产成本降低影响，公司电解铝销售毛利率有所好转。考虑到公司产能稳定、电解铝行业下游需求向好，未来电解铝销售业务仍具有一定可持续性。

**公司其他业务种类较多，丰富了收入来源，值得注意的是公司担保业务面临一定的代偿风险**

公司还有担保业务、厂房出租收入、废料销售收入、水费收入，白酒销售业务和物业管理业务等业务类型，种类较多，丰富了公司的收入来源。

担保业务由子公司兴仁市金凤凰融资担保有限公司（以下简称“金凤凰担保”）负责。截至 2020 年末，金凤凰担保期末在保责任余额为 124,228.00 万元，其中主要为对个人及兴仁市内民营企业的担保。担保的民营企业以农业生产、商贸零售、食品饮料、纺织等行业为主。

2020 年，金凤凰担保的担保代偿共 3 户，担保代偿率上升至 2.4%。考虑到公司担保的民营企业规模均较小，在宏观经济下行背景下，公司面临一定的代偿风险。

**表7 公司担保业务情况**

指标	2020年	2018年
期末在保责任余额（万元）	124,228.00	93,831.00
在保户数（企业和个人）	130	109
担保代偿户数	3	1
担保代偿率	2.4%	1.09%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建的自营项目规模较大，未来运营后能够丰富公司的收入来源，但自营项目资金需求较多，公司面临较大的资本支出压力，同时需关注自营项目收益不及预期风险

公司在建自营项目主要包括贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场、兴仁市巴铃重工业园区污水处理厂等，收入来源包括出租、污水处理和门票等。其中，兴仁工业园陆官轻工区（标准厂房）、贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场是本期债券募投项目，陆官轻工区标准厂房通过出租厂房获取租金收入，可出租面积为114.00万平方米；根据公司2020年审计报告，该项目工程进度为80%，部分厂房已完工转入投资性房地产。贵州省黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场总建筑面积12.80万平方米，依据仓库、冻库、交易中心等不同出租功能，建成后可实现租金收入；根据公司2020年审计报告，该项目工程进度为51%。

中证鹏元关注到，公司自主运营的在建项目资金需求仍较多，公司面临较大的资本支出压力；另外，自营项目未来收益来源于租赁、产品销售、供水、污水处理等，易受工业园区企业经营状况、地方招商引资情况的影响，存在一定不确定性。

**表8 截至2020年末公司主要在建自营项目情况（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	项目已投资	收益模式
陆官轻工区（标准厂房）	148,400.00	118,036.82	租赁
黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场	51,100.00	39,360.62	租赁
300kt/a 铝板带加工及配套铝液工程	380,000.00	334,100.53	产品销售
巴铃重工区供水（一期）工程	15,964.02	8,045.78	水费
兴仁市巴铃重工业园区污水处理厂	5,924.63	3,990.29	收费
<b>合计</b>	<b>601,388.65</b>	<b>503,534.04</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司继续获得较大力度的外部支持

公司是兴仁市重要基础设施建设主体，获得了较大力度的外部支持。2020年，公司收到兴仁市财政局、兴仁市政府拨付的“千企”补助、产业振兴发展补助等合计3.45亿元政府补助，有效提升了公司利润规模。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告及经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告，审计报告均按照企业会计准则的规定编制。截至2020年末，纳入公司合并报表范围的子公司一共6家，详见附录三。

## 资产结构与质量

公司资产主要为土地资产、项目开发成本和固定资产，整体资产流动性弱，公司其他应收款存在较大的回收风险

截至2020年末，公司总资产规模同比增长4.62%。公司资产结构仍以流动资产为主，期末流动资产占总资产的72.85%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.67	2.39%	1.48	0.79%
应收账款	8.30	4.25%	7.05	3.78%
其他应收款（合计）	20.13	10.31%	15.96	8.55%
存货	100.47	51.44%	100.34	53.74%
<b>流动资产合计</b>	<b>142.30</b>	<b>72.85%</b>	<b>132.05</b>	<b>70.73%</b>
投资性房地产	6.64	3.40%	6.83	3.66%
固定资产	32.96	16.87%	34.82	18.65%
<b>非流动资产合计</b>	<b>53.02</b>	<b>27.15%</b>	<b>54.64</b>	<b>29.27%</b>
<b>资产总计</b>	<b>195.32</b>	<b>100.00%</b>	<b>186.70</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

流动资产方面，截至 2020 年末，公司货币资金余额为 4.67 亿元，期末受限的货币资金规模为 0.96 亿元，主要为保证金。截至 2020 年末，应收账款账面价值为 8.30 亿元，主要应收对象为兴仁市基本建设投资有限责任公司（以下简称“兴仁基本建投公司”）及兴仁市财政局。其他应收款主要为往来款、代偿款及借款。从欠款方来看，2020 年末，公司前五大其他应收款余额占比 84.54%，集中度较高。其中，贵州鑫醇能源有限公司为民营企业，经营范围为煤炭销售、能源领域的投资开发、管理、能源衍生产品运营等；登高铝业目前无实际经营，由登高新材料持股 100%，但登高新材料对其实际无控制权，登高铝业由于未支付相关货款被多次列为失信被执行人<sup>1</sup>。公司应收二者的借款/代偿款余额 6.32 亿元，

<sup>1</sup>登高铝业原股东为班光习、周琳，2017 年 11 月 14 日股东变更为登高新材料。2021 年登高铝业被黔西南布依族苗族自治州中级人民法院、宜兴市人民法院、百色市田阳区人民法院等多地法院列为失信被执行人，2021 年累计被执行金额达 2.98 亿元

计提坏账准备合计 2.34 亿元，账面价值合计占其他应收款的 26.21%，公司存在较大的其他应收款回收风险。

**表10 截至 2020 年末按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款（单位：万元）**

单位名称	期末余额	账龄	占比 (%)	坏账准备期末余额
兴仁市财政局	86,694.20	1 年以内/1-2 年/3-4 年	35.98	-
兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司	47,620.36	1 年以内/1-2 年	19.76	4,307.07
兴仁县登高铝业有限公司	44,963.25	1 年以内/1-2 年/2-3 年/3-4 年/4-5 年	18.66	14,368.03
贵州鑫醇能源有限公司	18,200.00	1 年以内/2-3 年/3-4 年/4-5 年	7.55	9,010.00
兴仁市住房和城乡建设局	6,246.00	1 年以内/1-2 年/2-3 年	2.59	-
<b>合计</b>	<b>203,723.80</b>	/	<b>84.54</b>	<b>27,685.10</b>

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2020 年末，公司存货规模为 100.47 亿元，其中开发成本 31.20 亿元，系公司在建及已完工待政府购买的代建项目；拟开发土地共 106 宗，账面价值为 68.18 亿元，总面积为 560.66 万平方米，主要系商住及工业用地，其中政府投资或注入的土地价值 2.55 亿元，其余为公司通过招拍挂取得。截至 2020 年末，公司存货中已用于抵押的土地账面价值为 14.82 亿元；此外，根据《抵押反担保合同》，公司以自有的 17 宗土地为本期债券提供抵押反担保，面积合计 140.64 万平方米，2020 年末账面价值合计 23.08 亿元。综合来看，公司受限的土地账面价值合计 37.90 亿元，占公司存货土地价值的 55.59%。

非流动资产方面，2020 年末公司投资性房地产 6.64 亿元，全部为兴仁工业园陆官轻工区标准厂房，按成本计量；其中未办妥权证的厂房账面价值合计 1.94 亿元。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备及其他电子、运输设备等。

总体来说，公司资产主要由土地、项目开发成本和固定资产等组成，部分土地已用于抵押，在极端情况下资产变现较为困难。需关注的是，公司其他应收款应收民企、失信被执行人的金额较大，存在较大的回收风险。

## 收入质量与盈利能力

### 公司营业收入快速增长，但盈利能力仍较弱，政府补贴为公司提供了较大支持

公司主营业务包括基础设施建设、电解铝销售等。2020 年，公司未实现土地出让收入，当期营业收入同比减少 3.19%。2020 年公司电解铝销售收入实现较好增长，考虑到公司产能稳定、电解铝行业下游需求向好，未来电解铝销售业务仍具备一定可持续性。公司在建委托代建项目规模较大，未来工程业务可持续性较好。此外，厂房出租、物业管理、担保等业务为公司收入提供了一定补充。总体看来，公司业务可持续性较好。

毛利率方面，2020 年，公司销售毛利率为 9.10%，同比降低 8.04 个百分点。主要系 2019 年土地价格

上升致使当期土地出让业务毛利率较高，2020年末实现相关收入导致。2020年公司电解铝业务盈利能力有所改善，当期对公司利润贡献较大。

2020年，公司收到兴仁市财政局、兴仁市政府拨付的“千企”补助、产业振兴发展补助等合计3.45亿元，占公司当期利润总额的比重为108.83%，有效提升利润水平。

**表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

项目	2020年	2019年
营业收入	32.51	33.58
收现比	0.59	1.00
营业利润	-0.03	-0.34
其他收益	0.23	0.00
营业外收入	3.22	2.96
利润总额	3.17	2.57
销售毛利率	9.10%	17.14%

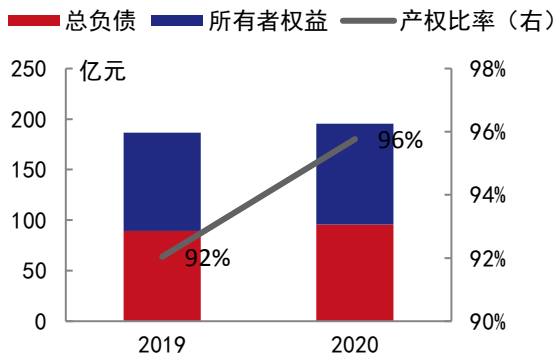
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本结构与偿债能力

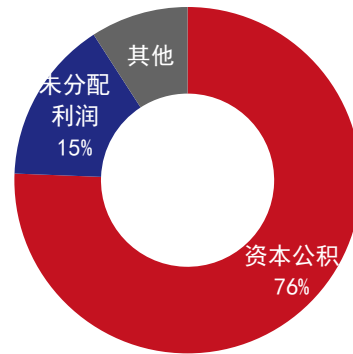
#### 公司总债务规模较大，面临一定的偿债压力

受益于留存收益累积，2020年末公司所有者权益增长至99.77亿元。期末公司负债总额同比增长至95.55亿元，综合影响下，2020年末公司产权比率上升至95.77%，所有者权益对负债覆盖程度趋弱。

**图 3 公司资本结构**



**图 4 2020 年末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

流动负债方面，公司应付账款主要为应付工程款，其中应付有色十四局的工程款规模较大，占期末应付账款余额的85.30%，为应付铝板带加工及配套铝液工程项目工程款项。截至2020年末，公司其他应付款规模为32.91亿元，主要为向其他单位的暂借往来款，主要应付对象包括贵州东湖新城市建设投资有限公司、贵州放马坪文化旅游投资有限公司及贵州振兴市政建设投资有限公司等。截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债为2.01亿元，包括一年内到期的长期借款及长期应付款。

非流动负债方面，截至2020年末，公司长期借款余额23.05亿元，包括质押、抵押和保证借款，抵

质押物大部分为公司土地资产。应付债券系公司发行的7年期企业债“19金凤凰债”，期末债券待偿还本金余额为10亿元。公司长期应付款全部为融资租赁款项，规模持续收缩。

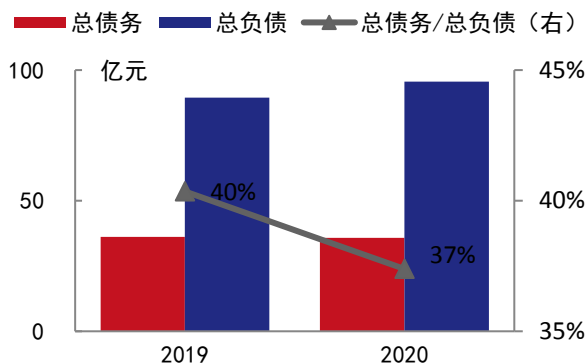
**表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	23.89	25.00%	25.63	28.64%
其他应付款（合计）	32.91	34.44%	25.95	29.00%
一年内到期的非流动负债	2.01	2.11%	2.28	2.54%
<b>流动负债合计</b>	<b>61.64</b>	<b>64.51%</b>	<b>55.65</b>	<b>62.19%</b>
长期借款	23.05	24.12%	22.11	24.71%
应付债券	10.21	10.69%	10.21	11.41%
长期应付款（合计）	0.65	0.68%	1.51	1.68%
<b>非流动负债合计</b>	<b>33.91</b>	<b>35.49%</b>	<b>33.83</b>	<b>37.81%</b>
<b>负债合计</b>	<b>95.55</b>	<b>100.00%</b>	<b>89.48</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

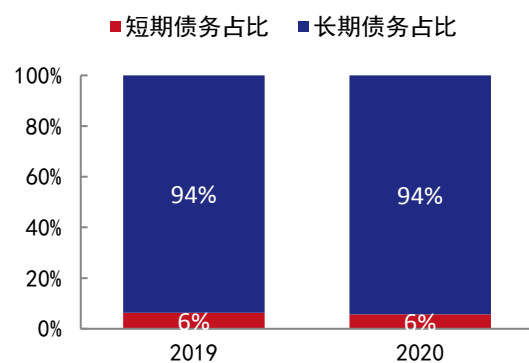
截至2020年末，公司总债务规模为35.72亿元，规模较为稳定，占公司负债总额的比重为37.39%。公司总债务的期限结构相对较长，截至2020年末，公司短期债务占比为5.64%。

**图 5 2020 年末公司债务占负债比重**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

**图 6 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司资产负债率为48.92%，较前一年末小幅上升0.99个百分点。2020年公司现金类资产保有量有所增加，期末现金对短期债务的保障能力有所增强。2020年公司收入规模有所下降，实现EBITDA 5.71亿元，同比减少20.14%，当期EBITDA利息保障倍数有所降低。

**表13 公司偿债能力指标**

项目	2020年	2019年
资产负债率	48.92%	47.93%
现金短期债务比	2.32	0.65
EBITDA 利息保障倍数	1.74	1.91

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理



## 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2018年1月1日至报告查询日（2021年6月16日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息中存在一笔不良类账户。

从2018年1月1日至报告查询日，子公司登高新材料（2021年5月10日）、子公司金凤凰担保（2021年5月31日）、兴仁市金凤凰物管有限公司（2021年5月25日）、兴仁市金凤凰水务有限公司（2021年6月1日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

### （二）或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额23.87亿元，与期末净资产之比为23.93%，其中公司本部对外担保金额11.45亿元，详见下表。公司本部担保对象主要为兴仁市国有企业。截至2020年末，公司子公司金凤凰担保对外担保金额合计12.42亿元，主要为对民营企业、个人及个体商户的担保。

公司为贵州东湖新城市建设投资有限公司担保的借款到期未清偿，2021年6月17日公司作为担保人因未履行担保责任被贵阳市中级人民法院列为被执行人，被执行金额合计10.16亿元，公司面临较大的代偿风险。

截至报告查询日，公司本部、子公司金凤凰及子公司兴仁市金凤凰物管有限公司被列为关注类的担保余额合计4.82亿元，公司面临较大的或有负债风险。

**表14 截至2020年末公司本部对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保方式	担保到期日
贵州东湖新城市建设投资有限公司	7,533.22	保证	2022-5-3
兴仁市人民医院	6,500.00	保证	2022-6-30
贵州东湖新城市建设投资有限公司	21,800.00	保证	2035-3-18
兴仁县扶贫开发投资有限公司	18,900.00	保证	2035-3-18
兴仁一中	9,000.00	保证	2023-7-13
贵州东湖新城市建设投资有限公司	6,624.54	保证	2022-9-24
贵州东湖新城市建设投资有限公司	3,445.53	保证	2022-6-25
贵州泛亚实业（集团）有限公司	2,800.00	保证	2021-1-22
兴仁市人民医院	2,000.00	保证	2021-3-25
贵州东湖新城市建设投资有限公司	1,296.73	保证	2021-3-15
贵州东湖新城市建设投资有限公司	1,200.00	保证	2021-2-15
兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司	14,400.00	保证	2024-9-24
贵州东湖新城市建设投资有限公司	19,000.00	保证	2022-9-12
<b>合计</b>	<b>114,500.02</b>		

注：以上不包含子公司兴仁市金凤凰融资担保有限公司对外担保

数据来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### 三峡担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平

重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本5.00亿元。三峡担保2010年1月更名为重庆市三峡担保集团有限公司，2015年5月更名为重庆三峡担保集团股份有限公司，2018年6月更名为现名。2018年6月，渝富资管将持有三峡担保的50.00%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2020年，三峡担保注册资本及实收资本均为48.30亿元，控股股东为渝富控股，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

**表15 截至2020年末三峡担保股权结构情况（单位：万元）**

股东名称	投资金额	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	241,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	161,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	80,500.00	16.67%
<b>合计</b>	<b>483,000.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事担保、投资、委托贷款和小额贷款等四大业务。担保业务收入、利息净收入和投资收益是三峡担保的主要收入来源，2020年已赚担保费、利息净收入、投资收益分别占营业收入的64.45%、20.31%和10.30%。随着在保规模的上升，三峡担保已赚担保费保持持续增长，但受资产结构调整的影响，投资收益和利息净收入之和整体下降，致使营业收入进一步下滑。

**表16 三峡担保营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	69,215.13	64.45%	64,060.86	57.69%	59,693.62	52.41%
利息净收入	21,811.77	20.31%	26,640.28	23.99%	20,520.16	18.02%
投资收益	11,066.61	10.30%	14,440.34	13.00%	26,896.30	23.61%
其他收入	5,306.55	4.94%	5,908.67	5.32%	6,793.19	5.96%
<b>合计</b>	<b>107,400.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>111,050.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>113,903.27</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：三峡担保2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年12月31日，三峡担保资产总额为108.61亿元，所有者权益合计为67.90亿元；2020年度，三峡担保实现利润总额3.97亿元。

**表17 近年三峡担保主要财务数据（亿元）**

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	108.61	127.87	117.00
所有者权益合计	67.90	69.34	68.65
营业收入	10.74	11.11	11.39



担保费收入	6.92	6.41	5.97
利润总额	3.97	3.20	3.49
净资产收益率	4.30%	4.13%	4.46%
融资担保责任余额*	-	294.29	471.99
准备金覆盖率*	-	9.88%	6.08%
融资担保放大倍数*	-	5.45	8.92

注：“\*”表示数据为母公司口径。

资料来源：三峡担保 2018-2020 年审计报告及三峡担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

## 九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

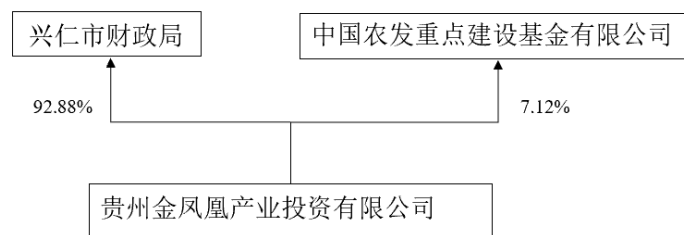
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	4.67	1.48	8.88
其他应收款（合计）	20.13	15.96	18.93
存货	100.47	100.34	101.14
流动资产合计	142.30	132.05	146.52
固定资产	32.96	34.82	36.61
非流动资产合计	53.02	54.64	48.43
资产总计	195.32	186.70	194.94
短期借款	0.00	0.00	2.30
应付账款	23.89	25.63	29.13
其他应付款（合计）	32.91	25.95	29.87
一年内到期的非流动负债	2.01	2.28	5.77
流动负债合计	61.64	55.65	67.69
长期借款	23.05	22.11	28.16
应付债券	10.21	10.21	0.00
长期应付款	0.65	1.51	4.72
非流动负债合计	33.91	33.83	32.88
负债合计	95.55	89.48	100.57
总债务	35.72	36.11	40.95
所有者权益	99.77	97.22	94.38
营业收入	32.51	33.58	17.87
营业利润	-0.03	-0.34	-1.99
其他收益	0.23	0.00	0.00
营业外收入	3.22	2.96	4.20
利润总额	3.17	2.57	2.14
经营活动产生的现金流量净额	7.08	15.33	1.32
投资活动产生的现金流量净额	-1.59	-12.48	-2.33
筹资活动产生的现金流量净额	-3.26	-9.41	-5.41
<b>财务指标</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>	<b>2018年</b>
销售毛利率	9.10%	17.14%	6.18%
收现比	0.59	1.00	0.41
资产负债率	48.92%	47.93%	51.59%
现金短期债务比	2.32	0.65	1.10
EBITDA（亿元）	5.71	7.15	3.83
EBITDA 利息保障倍数	1.74	1.91	1.09

注：2018年数据使用公司2019年审计报告期初数。

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



---

资料来源：公司提供

### 附录三 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
兴仁市金凤凰融资担保有限公司	20,000.00	100.00%	贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保等
兴仁市金凤凰水务有限公司	36,000.00	100.00%	自来水生产与供应
兴仁市金凤凰物管有限公司	1,200.00	100.00%	物业管理
贵州薏苡酒业有限公司	500.00	60.00%	健康酒类产品的研发、生产和销售
贵州兴仁登高新材料有限公司	100,000.00	51.00%	复合材料、高分子材料等技术开发
贵州铝兴新型材料有限公司	2,000.00	100.00%	铝材料的研发；铝合金制造

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录五 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。