



2015年贵阳白云工业发展投资有限公司 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：





2015年贵阳白云工业发展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	AA+	AA+
评级日期	2021-06-30	2020-06-16

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 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”或“15 白云工投债”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，公司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：公司代建业务持续性仍然较好，继续得到一定的外部支持，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，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。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得一定力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：15 白云工投债/PR 白云工投

债券剩余规模：2.00 亿元

债券到期日期：2022 年 3 月 27 日

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

增信方式：国有土地使用权抵押担保

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	200.84	191.23	188.94
所有者权益	91.75	89.56	88.20
总债务	58.66	55.86	56.92
资产负债率	54.32%	53.17%	53.32%
现金短期债务比	0.65	0.73	1.15
营业收入	4.91	4.72	5.57
其他收益	1.59	1.69	1.28
利润总额	1.94	1.84	1.27
销售毛利率	14.66%	14.03%	11.83%
EBITDA	2.22	2.18	1.67
EBITDA 利息保障倍数	0.64	2.88	1.46
经营活动现金流净额	6.04	-1.83	-3.19
收现比	0.65	2.34	2.32

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **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 2020 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，已投资 20.38 亿元，代建业务持续性较好。
- **公司继续获得一定的外部支持。**2020 年公司获得政府补助 1.59 亿元，占利润总额的 81.77%，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，评估价值合计 27.63 亿元，为本期债券未偿还本金的 13.82 倍，仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以土地资产和应收款项为主，其中应收款项回收时间不确定，对营运资金占用较为明显；土地资产短期变现能力较差。此外，2020 年末公司所有权受限资产占总资产的比例较大，资产流动性相对较弱。
- **公司面临一定的资金压力。**公司自营项目较多，截至 2020 年末，公司主要在建项目（包括募投项目）总投资 121.94 亿元，尚需投入资金 77.67 亿元，资金缺口较大，且自营项目未来能否如期取得收益仍存在一定不确定性。
- **公司总债务规模较大，面临一定的偿债压力。**2020 年末公司总债务为 58.66 亿元，占负债总额的 53.77%，且新增借款以融资租赁借款为主；2020 年公司现金短期债务比下降为 0.65，而货币资金受限比例为 23.37%，公司实际偿付能力较弱，面临一定的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额合计 4.61 亿元，占当期末净资产的 5.03%，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。

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2015年3月发行7年期10亿元公司债券，募集资金计划用于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。

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2021年4月30日，该账户余额为55.39万元。

三、发行主体概况

2020年公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人无变化。截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为15,000.00万元，控股股东和实际控制人为贵阳市白云区人民政府，持股比例100%。2020年10月21日，根据贵阳市白云区人民政府《关于刘赞等同志任免职的通知》（白府任[2020]18号）及贵阳市白云区国有资产监督委员会2020年第七次工作会议精神，公司董事长由唐遑变更为刘冬。

公司系白云区基础设施建设的投融资主体，主要从事产业园区开发、基础设施建设、土地开发整理以及国有资产经营管理和资本运营服务。2020年公司新增1家子公司纳入合并范围。

表1 2020年新纳入公司合并范围的子公司情况

公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
贵州云恒房地产开发有限公司（以下简称“云恒房开”）	房地产开发	100.00%	投资设立

资料来源：公司2020年审计报告

四、运营环境

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。

区域经济环境

贵阳市经济保持较快增长，重点产业对当地工业经济发展的支撑作用明显，高技术产业快速发展提供了新的经济增长点；但近年来贵阳市固定资产投资增速明显放缓

2020年贵阳市经济持续增长，全年实现地区生产总值4,311.65亿元，按可比价计算，同比增长5.0%，分别高于全省和全国经济增速0.64和2.70个百分点。三次产业结构由2019年的4.0:37.0:59.0调整为2020年的4.1:36.0:59.9。2020年贵阳市人均GDP为87,517.02元，为全国人均GDP的120.80%。

贵阳市旅游业较为发达，拥有以喀斯特地貌为特征的自然景观和人文旅游资源，旅游业仍对当地第三产业发展较大贡献。2020年受新冠疫情冲击，贵阳市全年旅游总人数15,319.88万人次，同比下降33.1%；旅游总收入1,619.8亿元，比上年下降47.7%。

工业方面，贵阳市已形成了磷煤化工、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、橡胶及塑料制品为支撑的八大重点产业。2020年规模以上工业增加值增速为6.1%，其中重点产业（行业）规模以上工业增加值同比增长4.8%，占规模以上工业增加值的83.9%。近年来贵阳市高技术产业加快发展，成为国家级大数据产业发展集聚区、大数据产业技术创新试验区，2020年全市规模以上高技术制造业增加值比上年增长9.0%，增速高于规模以上工业增加值2.9个百分点，占规模以上工业增加值比重为18.9%，其中，计算机、通信和其他电子设备制造业增长30.5%，汽车制造业增长24.9%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长13.3%。

近年来贵阳市固定资产投资增速明显放缓，2020年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产开发企业投资比上年增长10.1%；分产业来看，第一产业投资增长95.3%；第二产业投资增长4.0%；第三产业投资增长0.4%，固定资产投资重心由第三产业向第一、二产业偏移。2020年贵阳市社会消费品零售总额增速有所回升，同比增长6.6%。全市对外贸易保持较快发展，2020年进出口总额增速达44.7%，其中出口49.60亿美元，增长62.9%；进口10.40亿美元，下降5.5%。

贵阳市金融资源较为丰富，金融机构人民币存、贷款保持较快增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境，除全国性大型国有银行、股份制银行外，亦有贵州银行、贵阳银行2家城商行和贵阳农商行等6家市及市以下的农商行等地方性银行覆盖，2020年末全部金融机构本外币存款余额12,523.52亿元，比上年末增长4.54%；金融机构本外币各项贷款余额15,861.75亿元，同比增长12.17%。

表2 贵阳市主要经济指标及同比变化情况（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（GDP）	4,311.65	5.0%	4,039.60	7.4%
第一产业增加值	178.31	6.4%	161.34	5.6%
第二产业增加值	1,552.59	5.5%	1,496.67	8.2%
第三产业增加值	2,580.75	4.4%	2,381.59	7.0%
规模以上工业增加值	-	6.1%	-	6.3%
固定资产投资	-	2.7%	-	1.5%
社会消费品零售总额	2,188.26	6.6%	1,380.41	6.2%
进出口总额（亿美元）	60.00	44.7%	41.51	18.8%
存款余额	12,523.52	4.54%	11,979.46	4.9%
贷款余额	15,861.75	12.17%	14,141.31	13.0%
人均 GDP（元）	87,517		81,995	
人均 GDP/全国人均 GDP	120.80%		115.66%	

注：2020 年人均 GDP 系按 2019 年末贵阳市常住人口计算。

资料来源：2018-2020 年贵阳市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年贵阳市实现一般公共预算收入398.13亿元，同比下降4.59%，其中实现税收收入306.29亿元，同比下降3.49%，占一般公共预算收入的比重为76.93%。全年贵阳市一般公共预算支出为677.65亿元，同比下降5.73%，财政自给率为58.75%。

白云区2020年投资增速明显下滑，传统产业总量萎缩，新兴产业尚在培育，工业经济降幅持续扩大

白云区位于贵阳市北部，是贵阳市六个中心城区之一。根据《贵阳市城市总体规划（2011—2020年）》（2017年修订），贵阳市将发展成以老城区为中心，实施“北拓、南延、西连、东扩”的空间发展策略，并规划形成“双核多组团”的空间结构。“双核”即老城和观山湖2个服务核心，其中，观山湖服务核心包括了白云组团。这意味着，与观山湖区接壤的白云区，将在贵阳北拓趋势下和白云区政府推进城市化建设的重要举措下得到进一步发展。

2020年白云区实现地区生产总值236.78亿元，同比增长3.5%，增速较上年放缓5.5个百分点，三次产业结构由2019年的3.0:52.8:44.2调整为2019年的3.2:49.8:47.0，第三产业增加值占比有所提升。2020年白云区人均GDP为78,612.22元，为全国人均GDP的108.51%。

工业发展上看，白云区铝及铝加工产业较为发达，但2018年以来受铝产能过剩和环保压力的影响，



白云区铝材及电解铝产量大幅下降，2020年白云区规模以上工业增加值比上年下降2.5%。为此，白云区正积极调整铝精深加工产业结构，推进铝板带等铝合金产品向高端铝箔、电子铝合金发展，并积极发展新能源产业、高端制造业等，但均尚在培育期。

固定资产投资方面，白云区2020年固定资产投资同比下滑4.4%，分产业看，第二产业投资比上年下降7.5%；第三产业投资比上年下降3.8%。为提振消费信心，2020年下半年白云区实施《白云区餐饮消费券促销费工作方案》，鼓励市民积极消费，2020年白云区社会消费品零售总额为85.35亿元，同比增长4.2%。

表3 白云区主要经济指标及同比变化情况（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（GDP）	236.78	3.5%	228.89	9.0%
第一产业增加值	7.55	6.1%	7.00	5.7%
第二产业增加值	117.82	1.3%	120.77	8.9%
第三产业增加值	111.41	6.1%	101.11	9.3%
规模以上工业增加值	-	-2.5%	-	8.8%
固定资产投资	-	-4.4%	-	0.8%
社会消费品零售总额	85.35	4.2%	36.28	7.3%
进出口总额（亿美元）	-	-	0.99	-6.5%
存款余额	450.52	-	404.67	-
贷款余额	481.57	-	463.10	-
人均 GDP（元）	78,612.22		76,680	
人均 GDP/全国人均 GDP	108.51%		108.16%	

注：2020 年人均 GDP 系按 2019 年末白云区常住人口计算。

资料来源：2018-2020 年白云区经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年贵阳市白云区实现公共财政收入14.77亿元，同比下降9.6%，其中税收收入11.76亿元，同比下降14.7%，税收收入占比为79.62%。同期白云区公共财政支出为33.49亿元，同比增长7.4%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为44.10%。

表4 白云区主要城投情况（单位：亿元）

企业名称	大股东	大股东持股比例	2020 年末总资产	2020 年末所有者权益	近三年平均营业收入	近三年平均政府补贴
白云城投	贵阳市白云区人民政府	100.00%	272.57	132.06	9.73	1.00
白云工投	贵阳市白云区人民政府	100.00%	200.84	91.75	5.07	1.52
白云城维	贵阳市白云区财政局	100.00%	151.31	115.13	8.56	0.12

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争



公司仍是贵阳市白云区重要的市政基础设施投融资与建设主体，主要业务包括承担区域内基础设施和保障性住房建设业务、厂房出租业务等，其中，代建业务是公司营业收入的最主要来源，近年来占公司营业收入的80%以上。

得益于2020年代建项目结算金额增加，公司代建业务收入同比增长1.86%；同年新增房屋销售收入和建设管理费收入；由于公司与政府签订协议的地块尚未到结算节点，2020年公司未产生一级土地开发收入。综合影响下，2020年公司实现营业收入4.91亿元，同比增长3.97%。因占营业收入比重较大的代建业务毛利率较为稳定，2020年公司综合毛利率为14.66%，变动不大。

表5 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	占比	金额	毛利率	占比
主营业务	42,048.12	6.85%	85.67%	41,523.98	7.08%	87.96%
代建项目	41,667.13	6.36%	84.89%	40,907.92	6.36%	86.66%
一级土地开发	-	-	-	418.50	59.79%	0.89%
担保费	183.07	100.00%	0.37%	148.63	84.09%	0.31%
房屋销售收入	131.56	100.00%	0.27%	-	-	-
物业费	54.73	-181.14%	0.11%	48.93	-82.42%	0.10%
建设管理费	11.63	100.00%	0.02%	-	-	-
其他业务	7,033.82	61.38%	14.33%	5,683.78	64.84%	12.04%
合计	49,081.94	14.66%	100.00%	47,207.76	14.03%	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 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，但后续建设资金需求较大，面临一定的资金压力；公司自营项目较多，未来能否如期取得收益仍存在一定不确定性

公司代建项目包括基础设施建设项目和保障性住房建设项目，业务运营主体为公司本部。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及转让收购协议》，该项目建设资金由公司先行垫付，白云区政府按项目总投资额加上10%的投资回报进行回购。根据协议约定，白云区政府按照下表分期支付项目的工程代建投资额及投资回报，2020年白云区政府应支付给公司工程代建投资额及投资回报合计3.00亿元，实际支付金额未达预期。

表6 白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目回购金额支付时间表（单位：万元）



支付时间	支付金额
2015 年	8,000
2016 年	8,000
2017 年	30,000
2018 年	30,000
2019 年	30,000
2020 年	30,000
2021 年	30,000
2022 年	34,459.6
合计	200,459.6

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司基础设施建设项目确认代建收入3.68亿元，主要来自于青山路、观云大道和黑石头片区1、2号路道路工程项目；棚户区改造项目确认代建收入0.49亿元，来自于白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程的二期工程项目。得益于代建项目结算金额增加，2020年公司实现代建收入4.17亿元，同比增长1.86%。由于公司主要在项目投资成本的基础上加成确定回购金额，公司代建业务毛利率较为稳定，为6.36%。

表7 公司确认的代建项目收入明细（单位：万元）

类别	项目	2020 年	2019 年
市政基础设施项目	青山路、观云大道	21,757.79	19,871.96
	黑石头片区1、2号路道路工程项目	11,220.68	11,150.89
	铝及铝加工基地建设项目	3,811.58	5,424.17
	青山产城互动带等	-	2.31
	小计	36,790.05	36,449.33
棚户区改造项目	白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目	4,877.08	4,458.59
	小计	4,877.08	4,458.59
合计		41,667.13	40,907.92

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司代建的主要在建基础设施项目计划总投资合计37.40亿元，已完成投资20.38亿元，尚需投资17.02亿元。目前公司代建基础设施项目充足，随着工程项目的逐步完工结算，将为公司带来一定的收入来源，委托代建业务可持续性较好。

另外，本期债券募投项目包括白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目和黑石头片区2号道路工程项目。其中，白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目投资规模为18.22亿元，截至2020年末累计已投资12.49亿元，占总投资规模的比例为68.54%。该项目本息偿还的主要资金来源于与贵阳市人民政府签订的转让收购协议及商品房、幼儿园、停车场出售收益。2020年白云区政府实际支付金额未达预期，未来能否实现预期收益存在一定的不确定性。黑石头片区2号道路工程项目投资规模4.20亿元，截至2020年末已投资2.53亿元，占总投资规模的比例为60.28%，本息偿付主要的资金来源于道路两



侧土地的出让收入。

截至2020年末，公司主要在建项目总投资121.94亿元，尚需投入资金77.67亿元，资金缺口较大，未来需持续关注公司的资金压力及代建项目回款情况；且公司自营项目较多，未来能否如期取得收益存在一定不确定性，

表8 截至 2020 年末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	尚需投资
代建项目	铝及铝加工基地建设项目	191,783.88	78,937.52	112,846.36
	白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目	182,236.00	124,904.33	57,331.67
	小计	374,019.88	203,841.85	170,178.03
自营项目	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	112,150.85	21,616.90
	核心区标准厂	159,000.00	10,234.65	148,765.35
	华中师大一附中高新白云嘉禾学校	150,000.00	48,827.85	101,172.15
	麦架河治理工程	135,882.18	3,934.55	131,947.63
	白云区黑石头片区棚户区改造工程建设项目*	60,313.56	15,105.83	45,207.73
	黑石头片区 2 号道路工程项目*	42,043.06	25,343.35	16,699.71
	体育健身中心工程	32,500.00	4,192.87	28,307.13
	白云区工业创投孵化园建设项目	92,000.00	6,345.89	85,654.11
	白云区麦架片区 9-01-10（海盈地块）棚户区城中村改造项目	39,881.87	12,697.70	27,184.17
	小计	845,388.42	238,833.54	606,554.88
合计		1,219,408.30	442,675.39	776,732.91

注：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 白云工投债 01”和“19 白云工投债 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“15 白云工投债”募投项目。

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，收入规模存在一定波动

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地块的前期土地开发一级整理项目，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。2020年公司未确认一级土地开发收入，主要原因系尚未结算。截至2020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，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存在一定波动。

表9 公司一级土地开发情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资
白云区吉利汽车 W 项目块土地一级开发项目	51,200.00	34,079.76
弘泽制药 1-04-06 地块	20,000.00	554.79



贵州品骏唯品会 6-03-04 地块土地一级开发项目		370.45
合计	71,200.00	35,005.00

资料来源：公司提供

公司租赁业务持续性较好，房屋销售收入、担保费收入和物业费收入等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，2020年获得租金收入7,033.82万元。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10 截至 2020 年末公司主要租赁资产明细（单位：平方米）

租赁资产名称	面积	租金收入	租赁期
白云区云峰大道 99 号 1 号；七一路 2 号；健康路 36 号 1 栋、2 栋；白云北路 1 栋、2 栋；白云南路 165 号	58,288.77	4,301.27	2011.12-2026.12
云环路 1457 号北尚华城 F 栋 23-28 层	8,108.28	417.11	2018.01-2021.12
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	259.87	2014.03-2026.03
白云区同心路 13 号原检察院 2-9 号门面	3,926.07	448.07	2014.03-2024.03
白云区金大路土地（白经土国用（2015）第 0010 号）	2,293.76	100.00	2018.10-2023.09
合计	76,560.83	5,526.32	-

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运营，主要为白云区内各产业园、各乡镇的中小微企业担保，2020年担保费收入为183.07万元，规模较小。2020年末公司在保余额为11,118.50万元，累计代偿额为1,516.13万元，累计代偿回收率为12.58%，回收率较低，公司面临一定的代偿损失风险。

表11 公司融资担保业务开展情况（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年
累计担保笔数（笔）	204	175
累计担保金额	59,362.00	51,232.50
当期担保发生额	8,129.50	5,844.00
当期解除担保额	5,504.50	5,190.00
期末在保余额	11,118.50	8,493.50
期末间接融资性担保责任余额	11,118.50	8,493.50
累计代偿笔数（笔）	6	4
累计代偿额	1,516.13	531.00
累计代偿回收额	190.7	35.38
累计代偿回收率	12.58%	6.66%

资料来源：公司提供

2020年公司新增房屋销售收入131.56万元，主要系根据《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》，政府回购的每套安置房面积约120平方米。公司实际建造安置房面积每套约为122平方米左右，公司按照市场价格对超出安置房面积的部分收取一定费用。截至2020年末，白云区程官摆拢片区城中村改造安置楼工程项目尚有21套安置房未出售。



股东在财政补贴方面对公司的支持力度较大

作为白云区重要的城市基础设施项目建设主体，公司继续在财政补贴方面获得了支持。2020年公司获得白云区财政局等单位拨付的各类财政补贴合计1.59亿元，有效提升了公司的利润水平。

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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共3家，较2019年新增1家。

资产结构与质量

公司资产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，土地资产短期变现能力较差，且受限资产规模较大，资产整体流动性相对较弱

随着工程逐步推进，公司总资产规模略有增加，截至2020年末，总资产为200.84亿元，同比增长5.02%。资产结构上，公司资产仍以流动资产为主，占比为85.49%；受限资产方面，截至2020年末，公司受限资产合计105.09亿元，占期末总资产的比重为52.33%。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	77,725.59	3.87%	50,101.90	2.62%
应收账款	290,454.78	14.46%	254,608.60	13.31%
其他应收款	467,344.47	23.27%	539,251.74	28.20%
存货	805,130.67	40.09%	772,240.54	40.38%
流动资产合计	1,717,051.61	85.49%	1,655,691.36	86.58%
在建工程	213,801.18	10.65%	174,377.06	9.12%
投资性房地产	49,093.79	2.44%	50,747.73	2.65%
非流动资产合计	291,339.09	14.51%	256,625.68	13.42%
资产总计	2,008,390.70	100.00%	1,912,317.04	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司货币资金7.77亿元，同比增长55.14%；其中，银行存款5.96亿元，其他货币资金1.82亿元；其他货币资金均为因存出保证金及银行承兑汇票保证金而受限资金，占比23.37%。

应收账款主要系应收代建项目款、土地整理开发款等，2020年末公司应收账款账面价值29.05亿元，同比增长14.08%，2020年末公司应收单位如表14所示，应收对象主要为区域内政府单位和国有企业。截至2020年末，公司累计计提坏账准备666.49万元，计提比例为0.23%。

表13 公司应收账款前五大应收对象情况（单位：万元）

应收对象	企业性质	期末余额	占应收账款余额合计数的比例	坏账准备
贵阳市白云区财政局	政府单位	222,832.55	76.54%	-
贵阳市白云区机关事务局	政府单位	30,660.45	10.53%	-
贵阳市白云区土地征收工作领导小组办公室	政府单位	16,737.11	5.75%	-
贵阳市白云区大数据发展局	政府单位	822.08	0.28%	-
贵阳优云物联有限公司	民营企业	446.45	0.15%	22.32
合计	-	271,498.65	93.26%	22.32

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

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，随着公司陆续收回与地方单位之间的借款，2020年末公司其他应收款同比下降13.33%。其中前五名应收单位如表15所示，公司前五名应收单位应收余额合计占其他应收款总额比例为80.12%。考虑到其他应收款欠款对象主要为区域内政府单位和国有企业，回收风险可控，但回款时间存在一定不确定性，一定程度上影响公司资金利用效率，增加资金使用成本。截至2020年末，公司应收款项抵押比例为81.43%。

表14 公司其他应收款前五大应收对象情况（单位：万元）

单位名称	单位性质	款项性质	期末余额	占其他应收款期末余额合计数的比例
贵阳市白云区房屋征收管理局	政府单位	往来款	178,067.80	37.81%
贵阳白云城市建设投资有限公司	地方国企	往来款	80,148.28	17.02%
贵阳市白云区工业和信息化局	政府单位	往来款	41,117.54	8.73%
贵阳白云城市运营维护投资有限公司	地方国企	往来款	43,435.16	9.22%
贵阳市白云区土地征收工作领导小组办公室	政府单位	往来款	34,614.69	7.35%
合计	-	-	377,383.47	80.12%

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

存货系公司资产的主要构成部分，占公司2020年末总资产的40.09%，主要由库存商品、开发用土地和开发成本构成，分别为60.09亿元、17.12亿元和3.30亿元。其中，库存商品和开发用土地主要系公司持有的土地资产和市政道路，其中土地资产账面价值74.20亿元，土地性质均为划拨用地，土地用途主要为商住或商业；开发成本3.30亿元，系公司新增计划由云恒房开进行房地产开发的土地。截至2020年末，账面价值41.25亿元的土地资产因长期借款抵押、债券抵押而受限，占期末存货的51.24%。

随着公司建设项目的逐步推进，2020年末公司在建工程账面价值21.38亿元，同比增长22.61%，主要为在建的基础设施项目和棚户区改造项目等。

截至2020年末，公司投资性房地产账面价值4.91亿元，系公司通过自购取得的用于对外出租的写字楼和门面等，采用成本法计量。截至2020年末，公司投资性房地产中账面价值0.81亿元的房产尚未办妥权证；账面价值170.02万元的资产因融资租赁借款抵押。

收入质量与盈利能力

2020年公司营业收入有所上升，政府补助提升了公司的盈利水平

公司作为白云区重要的基础设施建设项目开发的重要投融资主体，代建收入是公司营业收入的主要来源，2020年占公司营业收入的84.89%。2020年公司实现营业收入合计为4.91亿元，同比上升3.97%，主要系代建项目结算金额增加。

分板块来看，截至2020年末，公司主要在建代建基础设施项目总投资37.40亿元，已投资20.38亿元，后续代建业务具有一定可持续性，但受工程进度和结算安排的影响，预计公司未来收入规模仍呈现一定的波动性；担保业务及房屋销售业务等收入规模较小；其他业务以租赁收入为主，公司与客户签订了较为长期的租赁合同且约定了租金递增条款，租赁业务持续性较好。毛利率方面，2020年公司综合毛利率较为稳定，为14.66%。

利润方面，得益于公司代建收入增长，2020年公司利润总额同比上升5.49%。同时公司获得白云区财政局等单位拨付的各类补贴合计1.59亿元，占公司利润总额的81.77%，有效提升了公司的利润水平。

表15 公司主要盈利指标（单位：万元）

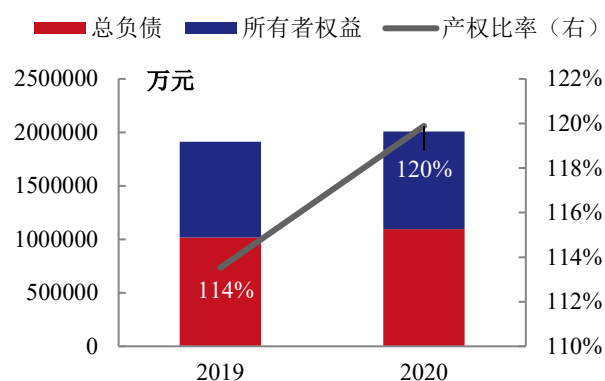
项目	2020 年	2019 年
营业收入	49,081.94	47,207.76
收现比	0.65	2.34
营业利润	18,998.71	18,510.30
其他收益	15,858.59	16,867.62
利润总额	19,393.96	18,384.18
销售毛利率	14.66%	14.03%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

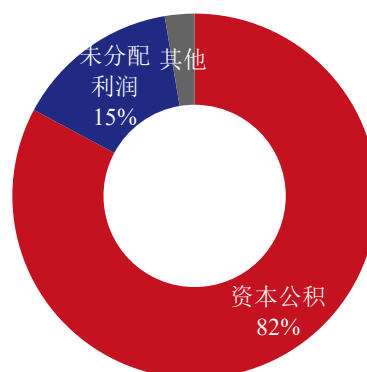
资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，面临一定的偿债压力

2020年末公司负债总额为109.09亿元，同比增加7.29%；所有者权益同比增加2.45%至91.75亿元。综合影响下，公司产权比率增加至118.90%，权益对债务的保障程度有所弱化。2020年公司负债仍以流动负债为主，流动负债占总负债的比重为64.37%。

图 1 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年 12 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司预收款项为21.28亿元，主要为预收贵阳市白云区房屋征收管理局、贵阳白云共享棚改有限责任公司和贵阳白云城市运营维护投资有限公司等单位的安置房销售款。随着公司与施工单位多采用应付票据的方式进行结算，2020年末公司应付票据3.10亿元，同比增长93.52%。公司应付账款主要系与施工单位之间的工程款，随着工程项目的推进，2020年末公司应付账款同比增加119.30%。2020年末公司其他应付款为28.81亿元，主要为往来款和借款，其中往来借款7.96亿元。2020年末一年内到期的非流动负债为8.92亿元，主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款，分别为5.02亿元、3.20亿元和0.70亿元。

2020年末长期借款为25.04亿元，主要为质押借款、抵押借款和抵质押借款，质押物主要为应收款项，抵押物主要为房产及土地使用权，借款单位主要为贵阳银行、贵州银行等地方城商行或农商行；其中，银行贷款余额为23.25亿元，向资产管理公司贷款的余额为1.79亿元。2020年末应付债券为11.76亿元，具体明细如表18所示。公司长期应付款主要为工作经费、征拆迁款等专项应付款及融资租赁款，2020年末专项应付款为0.15亿元，应付融资租赁款为1.89亿元。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	212,807.38	19.51%	195,932.18	19.27%
应付票据	30,962.89	2.84%	16,000.00	1.57%
应付账款	60,301.98	5.53%	27,497.91	2.70%
其他应付款	288,141.58	26.41%	276,680.55	27.21%
一年内到期非流动负债	89,182.68	8.18%	53,079.04	5.22%
流动负债合计	702,149.99	64.37%	593,257.48	58.35%
长期借款	250,368.73	22.95%	257,002.21	25.28%
应付债券	117,621.73	10.78%	149,632.86	14.72%
长期应付款	20,389.71	1.87%	16,385.29	1.61%
非流动负债合计	388,727.59	35.63%	423,479.52	41.65%



负债合计	1,090,877.58	100.00%	1,016,737.00	100.00%
------	--------------	---------	--------------	---------

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

表17 公司应付债券构成情况（单位：万元）

债券名称	面值	发行日期	债券期限	发行金额	期末余额
15 白云工投债	100.00	2015 年 3 月 27 日	7 年	100,000.00	19,930.41
18 白云工投债 01	100.00	2018 年 3 月 28 日	7 年	60,000.00	47,825.41
19 白云工投债 01	100.00	2019 年 3 月 6 日	7 年	50,000.00	49,865.90
合计	-	-	-	210,000.00	117,621.73

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着公司大量增加使用应付票据作为工程款支付方式，截至2020年末，公司总债务为58.66亿元，同比上升5.02%，占负债总额的53.77%。债务期限结构方面，公司总债务以长期借款和应付债券为主，2020年末长期债务占公司总债务的比重为79.52%。

图 3 公司债务占负债比重

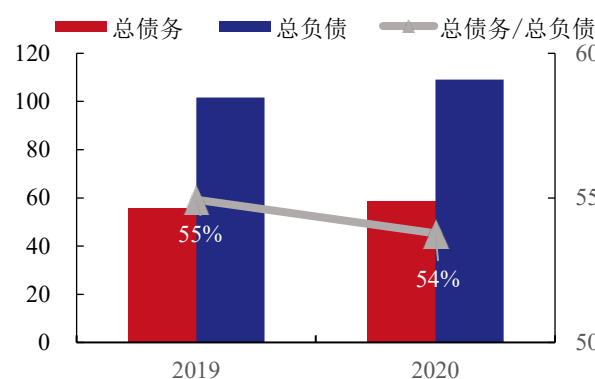
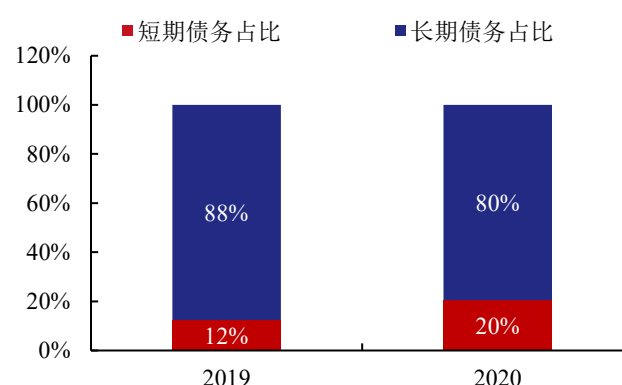


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，由于未结算工程款大量增加，2020年末公司资产负债率增长1.15个百分点至54.32%。受到期债务较多的影响，2020年末公司现金短期债务下降至0.65，需要注意的是，2020年末公司货币资金受限比例为23.37%，实际偿付能力可能受到一定影响。由于总债务规模攀升带动利息支出增长，2020年EBITDA利息保障倍数降至0.64。

表18 公司偿债能力指标

项目	2020 年	2019 年
资产负债率	54.32%	53.17%
现金短期债务比	0.65	0.73
EBITDA 利息保障倍数	0.64	2.88

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5月26日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司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2020年末，公司对外担保金额合计4.61亿元，占当期末净资产的5.03%，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2020年末公司对外担保情况（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	38,136.50	2035年3月30日	无
贵州省资产管理股份有限公司	8,000.00	2035年3月30日	无
合计	46,136.50	-	-

资料来源：公司提供

八、本期债券偿还保障分析

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，但公司未按监管协议约定对抵押资产进行跟踪评估，抵押资产存在价值波动及集中变现的风险

截至2020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20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2020年末，本期债券抵押资产总评估价值为本期债券未偿还本金的13.82倍，满足抵押协议的要求，可为本期债券的本息偿付提供进一步的保障。

表20 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2020年末，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。

九、结论

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

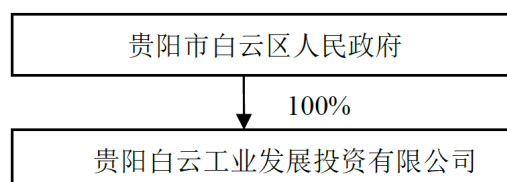


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	77,725.59	50,101.90	68,582.46
应收账款	290,654.78	254,608.60	334,685.46
其他应收款	467,344.47	539,251.74	464,365.68
存货	805,130.67	772,240.54	772,240.54
流动资产合计	1,717,051.61	1,655,691.36	1,670,304.14
在建工程	213,801.18	174,377.06	141,312.03
非流动资产合计	291,339.09	256,625.68	219,064.66
资产总计	2,008,390.70	1,912,317.04	1,889,368.80
短期借款	0.00	0.00	0.00
预收款项	212,807.38	196,201.47	195,932.18
其他应付款	288,141.58	276,680.55	270,490.04
一年内到期的非流动负债	89,182.68	53,079.04	59,569.64
流动负债合计	702,149.99	593,257.48	577,338.11
长期借款	250,368.73	257,002.21	284,781.32
应付债券	117,621.73	149,632.86	119,379.61
长期应付款	20,389.71	16,385.29	25,701.87
非流动负债合计	388,727.59	423,479.52	430,018.11
负债合计	1,090,877.58	1,016,737.00	1,007,356.22
总债务	586,599.97	558,564.54	569,171.93
所有者权益	917,513.12	895,580.04	882,012.58
营业收入	49,081.94	47,207.76	55,699.16
营业利润	18,998.71	18,510.30	13,303.92
其他收益	15,858.59	16,867.62	12,779.96
利润总额	19,393.96	18,384.18	12,680.78
经营活动产生的现金流量净额	60,355.16	-18,326.63	-31,885.26
投资活动产生的现金流量净额	-6,634.56	-551.39	-26,751.40
筹资活动产生的现金流量净额	-34,308.81	-4,714.45	76,931.93
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	14.66%	14.03%	11.83%
收现比	0.65	2.34	2.32
资产负债率	54.32%	53.17%	53.32%
现金短期债务比	0.65	0.73	1.15
EBITDA（亿元）	2.22	2.18	1.67
EBITDA 利息保障倍数	0.64	2.88	1.46

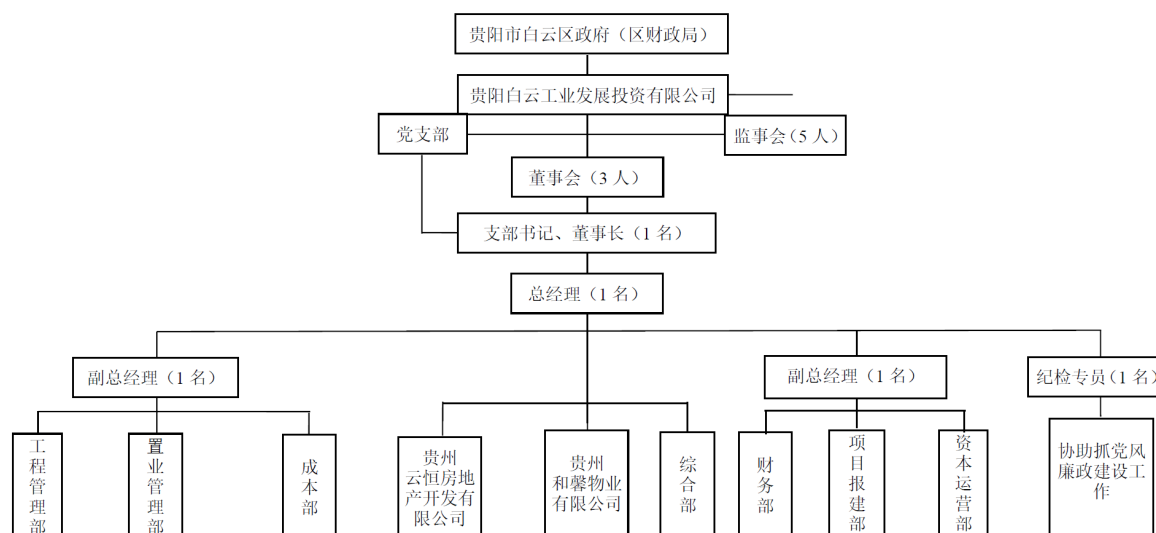
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供



附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
贵州和馨物业管理有限公司	物业管理	100.00%	投资设立
贵阳市白云区中小企业融资信用担保有限责任公司	融资担保	100.00%	投资设立
贵州云恒房地产开发有限公司	房地产开发	100.00%	投资设立

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 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	$\text{现金类资产} / \text{短期总债务}$
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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。