

广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：黄 伟 whuang@ccxi.com.cn

项目组成员：赵子贺 zhzhao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 29 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 2473 号

广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“20 中马债/20 中马债”的债项信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司（以下简称“中马投控”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“20 中马债/20 中马债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了中国-马来西亚钦州产业园区（以下简称“中马钦州产业园区”、“中马园区”或“园区”）区域定位仍较高，三区统筹为公司发展带来了更大机遇、继续得到股东大力支持以及营业总收入大幅增加等因素对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司土地整理业务可持续性下降、未来仍面临较大的资本支出压力以及资产流动性偏弱等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

中马投控（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	107.04	135.25	145.23
所有者权益合计（亿元）	38.89	49.77	54.10
总负债（亿元）	68.15	85.48	91.14
总债务（亿元）	34.86	54.38	64.30
营业总收入（亿元）	11.89	8.34	23.68
经营性业务利润（亿元）	0.48	0.20	0.60
净利润（亿元）	1.05	1.14	0.43
EBITDA（亿元）	1.92	1.62	1.28
经营活动净现金流（亿元）	-4.61	-7.42	-0.39
收现比（X）	0.91	1.19	1.10
营业毛利率（%）	8.57	7.96	4.94
应收类款项/总资产（%）	18.58	11.34	6.34
资产负债率（%）	63.67	63.20	62.75
总资本化比率（%）	47.27	52.21	54.31
总债务/EBITDA（X）	18.11	33.53	50.16
EBITDA 利息倍数（X）	1.47	1.40	0.47

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告整理，且均采用期末数；2、公司各期财务报告均根据新会计准则编制；3、为准确计算债务，中诚信国际将长期应付款中的有息部分计入长期债务。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	0.46	6
	收现比(X)*	1.09	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.61	5
	受限资产占总资产的比重(X)	0.24	7
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	54.10	7
	总资本化比率(X)	0.54	7
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	7	7
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	6	6
打分结果			a
BCA			a
支持评级调整			3
评级模型级别			AA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正面

■ **区域定位仍较高，三区统筹为公司发展带来了更大机遇。**中马园区是中外政府合作共建的第三个国际园区，是建设“中国-东盟合作示范区”和深化“一带一路”战略的重要载体，园区区域定位仍较高。此外，2021 年，钦州港片区加快国际陆海贸易新通道门户港、向海经济聚集区和中国-东盟合作示范区建设，三区统筹为公司带来了更大的发展机遇。

■ **继续得到股东大力支持。**园区管委会在资本注入、政府补助等方面给予公司大力支持。2021 年，公司收到管委会增资 1.48 亿元，增加实收资本；收到政府拨款 3.20 亿元，增加资本公积；同期，公司收到政府补助 0.23 亿元。

■ **营业总收入大幅增加。**2021 年受益于大宗商品贸易收入大幅增加，公司实现营业总收入 23.68 亿元，同比大幅增长 183.93%。

关注

■ **土地整理业务可持续性下降。**2021 年公司土地整理业务在建项目规模较小，且无拟建项目，业务可持续性下降。

■ **未来仍面临较大的资本支出压力。**公司负责园区的开发建设任务，截至 2021 年末，主要在建和拟建项目尚需投资 38.68 亿元，未来仍面临较大的资本支出压力。

■ **资产流动性偏弱。**公司资产以存货、在建工程及其他非流动资产为主，且截至 2021 年末受限资产账面价值合计 35.44 亿元，占总资产的比重为 24.40%，受限资产规模较大，整体资产流动性较弱。

评级展望

中诚信国际认为，广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**政府支持意愿下降，工程建设项目量减少、业务放缓；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

评级历史关键信息

广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	20 中马债/20 中马债 (AA)	2021/06/29	高哲理、黄伟	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 250000_2019_02	阅读全文
AA/稳定	20 中马债/20 中马债 (AA)	2020/10/13	侯一甲、黄伟、张赛一	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 250000_2019_02	阅读全文

同行业比较

2021 年部分同区域基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
中马投控	145.23	54.10	62.75	23.68	0.43	-0.39
玉林市城市建设投资集团有限公司	187.96	76.78	59.15	9.37	1.06	-1.70
广西贵港市交通投资发展集团有限公司	152.29	62.37	59.04	8.93	1.19	-12.43

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时 间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 中马债/20 中马债	AA	AA	2021/6/29	5.60	5.60	2020/10/30~ 2027/10/30	在债券存续期的第 3 至第 7 年末，每年按债券发行总额 20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。

资料来源：中诚信国际整理

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“20 中马债/20 中马债”募集资金用于中国-东盟信息港跨境数据中心和中国-马来西亚钦州产业园区智慧产业园项目建设及补充公司营运资金。截至 2021 年末，募集资金 5.60 亿元，扣除发行费用后实际到账 5.56 亿元，其中 3.30 亿元已用于项目建设，2.24 亿元已用于补充公司营运资金，未改变募集资金用途，剩余未使用资金为 0.02 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，

CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在

力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

广西区域经济财政实力稳步提升，为公司发展提供了良好的外部环境；但财政平衡率仍较低，对转移支付有较强依赖

广西壮族自治区南濒北部湾，北、东、西三面分别与贵州省、湖南省、广东省、云南省等省相邻，西南与越南毗邻，是西南地区最便捷的出海通道，在我国与东南亚的经济交往中占有重要地位。

2021 年，广西实现地区生产总值（GDP）24,740.86 亿元，同比增长 7.5%，经济总量持续增长。其中第一产业实现增加值 4,015.51 亿元，增长 8.2%；第二产业实现增加值 8,187.90 亿元，增长 6.7%；第三产业实现增加值 12,537.45 亿元，增长 7.7%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为 16.2%、33.1%和 50.7%。2021 年，广西固定资产投资较 2020 年增长 7.6%。其中，第一产业投资增长 13.7%；第二产业投资增长 26.0%，其中工业投资增长 27.5%；第三产业投资增长 2.0%。按常住人口计算，全年人均 GDP49,206 元，较上年增长 6.9%。

2021 年，广西全部工业增加值比上年增长 8%。规模以上工业增加值增长 8.6%。在规模以上工业中，

分经济类型看，国有控股企业增加值增长 9.0%；股份制企业增长 10.6%，外商及港澳台商投资企业增长 0.9%；非公有工业企业增长 8.6%。分门类看，采矿业增长 7.7%，制造业增长 7.9%，电力热力燃气及水生产和供应业增长 13.8%。

财政方面，广西 2021 年实现一般公共预算收入 1,800.12 亿元，较上年增长 4.8%，其中税收收入 1,191.09 亿元，占一般公共预算收入的比重为 66.2%。2021 年，广西实现政府性基金预算收入 1,729.15 亿元，较上年下降 10.8%，主要系房地产市场遇冷导致国有土地出让收入锐减。同期，广西财政率为 30.98%，较 2020 年有所提升，但仍处于较低水平，对转移支付的依赖性较强。截至 2021 年末，广西政府债务限额 9,057.25 亿元，债务余额 8,560.71 亿元，债务余额控制在限额以内。

表 1：2019~2021 年广西经济及财政主要指标（亿元）

项目名称	2019	2020	2021
GDP	21,237.14	22,156.69	24,740.86
GDP 增速（%）	6.0	3.7	7.5
一般公共预算收入	1,811.89	1,716.94	1,800.12
其中：税收收入	1,146.78	1,113.22	1,191.09
政府性基金收入	1,699.29	1,938.97	1,729.15
一般公共预算支出	5,849.02	6,179.47	5,810.20
财政平衡率（%）	30.98	27.78	30.98

资料来源：广西统计公报、财政预决算报告，中诚信国际整理

中诚信国际认为，广西区域目前财政平衡仍较低，对转移支付的依赖性较强，但经济发展保持较快增速，财政实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

中国-马来西亚钦州产业园区定位较高，具有一定的区位优势；此外，广西自贸区的建立以及中马钦州产业园区、钦州保税港区和钦州港经济技术开发区三区的整合，为公司带来了更大的发展机遇

中国-马来西亚钦州产业园区是中马两国投资合作旗舰项目，是继中新苏州工业园区、中新天津生态城之后，中外政府间合作建设的第三个园区，与马来西亚-中国关丹产业园区共同开创了“两国双园”国际园区合作的新模式。园区规划面积 55 平方公里，规划人口 50 万人，首期开发建设 15 平方公

里,其中启动区 7.87 平方公里。园区划分为工业区、科技研发区、配套服务区、生活居住区四大功能片区。截至目前,首期 15 平方公里“七通一平一绿”等基础设施全面建成,已完成征地面积 24 平方公里,正在加快金鼓江区域综合整治,开发范围延伸至 30 平方公里,已经具备成片开发和产业项目“即到即入园”的便利条件。

2019 年 8 月,国务院批准设立中国(广西)自由贸易试验区,涵盖南宁片区、钦州港片区、崇左片区,总面积 119.99 平方公里,其中钦州港片区 58.19 平方公里(包含中马钦州产业园区 16.05 平方公里),为广西自贸区三个片区中面积最大的片区。2021 年以来,中马园区全面开展广西自贸试验区试点任务,重点推进汽车等国际产能合作规划、燕窝跨境产业链打造、川桂合作机制等试点任务落实,积极推动中马“两国双园”升级建设等。

2021 年,虽受新冠疫情和全区经济环境不利影响,中马园区 GDP 完成 60.70 亿元,同比增长 16.8%;规上工业总产值完成 136.30 亿元,同比增长 10.3%;固定资产投资完成 38.65 亿元,同比增长-6.0%;外贸进出口总额完成 74.40 亿元,同比增长 165.6%;财政收入完成 14.20 亿元,同比增长 384.2%。除固定资产投资数据外,GDP、规上工业总产值、外贸进出口、财政收入均逆势增长。项目建设方面,2021 年,园区加快推进重大项目建设及城市开发,推动总投资 120 亿元、年产值超 100 亿元的泰嘉超薄玻璃基板深加工项目全面封顶进入设备安装阶段;中国-东盟医药创新与产业化基地、中马国际医疗服务集聚区等产业平台建设扎实推进;分别与三亚商务区、云南自贸试验区昆明片区签订合作框架协议,川桂产业园一期建成投入使用,泸州老窖钦州红酒灌装生产项目竣工试产,马来西亚毛燕批量入园生产(截至 2022 年 3 月末已有 15 家中外燕窝企业入驻燕窝加工贸易基地)。招商引资方面,积极参与吉利集团与马来西亚宝腾汽车共建柔佛产业园项目,推动项目纳入“两国双园”合作机制;金融创新试点扩面增量,5 项创新业务已全部落地实施,业务

量达 112 亿元;挂牌成立驻川渝地区企业服务处,协助川桂公司开展首批拟入园企业项目签约工作。

此外,2020 年 3 月,自治区和钦州市积极整合中马钦州产业园区、钦州保税港区和钦州港经济技术开发区,设立钦州港片区工委、管委,统筹“三区”实现协同发展,中马钦州产业园区纳入钦州港片区统一管理。2021 年,钦州港片区加快国际陆海贸易新通道门户港、向海经济聚集区和中国-东盟合作示范区建设,为公司带来了更大的发展机遇。

总体来看,中马钦州产业园区作为中马两国合作的国际园区,定位较高,近年基础设施及公共配套项目建设较快,招商引资力度较大,目前首期基本建设完成。此外,随着广西自贸区的设立以及三区整合协同发展,为公司带来了更大的发展机遇。

公司仍为自治区人民政府直属企业,由园区管委会进行监管,2021 年实收资本有所增加;公司法人治理结构和内部管理制度相对完善

2021 年,园区管委会增资 1.56 亿元,国开发展基金有限公司减资 0.08 亿元,公司实收资本增加 1.48 亿元。截至 2022 年 3 月末,公司注册资本 20.00 亿元,实收资本 14.31 亿元,其中园区管委会持股 97.53%,国开发展基金有限公司持股 2.47%。公司仍为自治区人民政府直属企业,由园区管委会进行监管。

公司按照《中华人民共和国公司法》及相关法规,设立股东会、董事会、监事会等,建立了相对完善的法人治理结构。管控水平方面,公司结合自身特点和管理需要,在财务管理、资金管理等方面制定了相应的内部管理制度,为提高公司管控水平提供了有力的保障。

2021 年公司工程项目收入小幅上升,在建和拟建项目投资规模较大,未来仍面临较大的投资压力

2021 年,公司园区基础设施建设业务经营主体和业务模式无变化,仍由公司对园区基础设施和公共配套设施项目进行建设,完工后与园区管委会进

行结算。园区管委会按照公司工程建设成本（园区管委会提前支付的补助款不计入成本）加成 8% 的投资回报计算项目结算款，结算款的支付按照 T+4 模式（项目竣工验收后 4 年内完成结算并支付完毕工程款）进行，结算款项按不低于 40%、20%、20%、10% 及 10% 的比例确定。此外，公司子公司广西中马钦州产业园区方圆实业公司（以下简称“方圆实业”）部分项目建设采用融资+EPC 模式，由施工方负责前期融资建设，方圆实业公司按工程节点支付工程进度款。部分自营项目由公司自行融资建设，后期主要通过租售回笼资金。

收入方面，得益于项目完工及结算增加，2021 年公司确认工程项目收入 3.88 亿元，较 2020 年同比小幅上升 5.43%。

截至 2021 年末，公司主要已完工项目包括马莱大道、中国-马来西亚钦州产业园区燕窝加工贸易基地和安置公寓等，累计已完成投资 99.51 亿元，已回款 39.48 亿元。在建工程方面，截至 2021 年末，公司主要在建项目计划总投资 72.79 亿元，已完成投资 41.18 亿元，尚需投资 31.61 亿元，仍面临较大的资本支出压力。

表 2：截至 2021 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	项目模式	总投资	已投资	建设周期
中国—马来西亚钦州产业园区科技园（创业孵化基地）	自营	15.16	14.71	2016-2022
中国—马来西亚钦州产业园区安置公寓南小区（孔雀湾壹号）	自营	10.16	4.51	2018-2022
中马国际医疗服务集聚区项目	自营	9.79	3.31	2018-2022
中国—马来西亚钦州产业园区安置公寓北小区（孔雀湾北岸）	自营	6.30	3.68	2018-2022
中马钦州产业园区特色扶贫小镇项目（A 地块）	自营	5.33	3.27	2018-2022
中国—东盟医药创新与产业化基地（一期）	自营	5.00	2.97	2019-2022
中国—东盟信息港跨境数据中心项目	自营	4.04	1.50	2019-2022
中国—马来西亚钦州产业园区北斗及遥感卫星应用创新创业基地（二期）项目	自营	4.00	1.81	2019-2022
中国—东盟医药创新与产业化基地（二期）	自营	3.27	0.08	2021-2023
中马国际智慧公寓	自营	2.75	1.27	2019-2022
协鑫分布式能源项目协鑫一横坪段 110KV 电力出线强电管沟工程项目	自营	0.32	0.25	2019-2022
孔雀湾大道中段（金鼓江支流北岸—马莱大道）	代建	2.26	2.00	2019-2022
丹寮街	代建	0.49	0.15	2019-2022
马来西亚中小企业集聚区标准厂房及配套设施建设项目（一期）	自营	1.99	1.56	2019-2022
太极祥云项目	自营	1.93	0.11	2017-2022
合计	--	72.79	41.18	--

注：表中仅列示主要在建项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2021 年末，公司主要拟建项目共 5 个，合计规划总投资 7.07 亿元，所需建设资金主要由公司自筹。

表 3：截至 2021 年末公司主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	总投资
马来西亚中小企业集聚区标准厂房及配套设施建设项目（二期）	1.37
自贸区钦州港区进口冷链食品集中监管仓项目	1.20
马来西亚中小企业集聚区标准厂房及配套设施建设（三期）	1.50
清大智兴甘油+糖发酵生产 PDO 与深加工生产 PTT 项目	1.50
恒保乳胶新材料项目	1.50
合计	7.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司作为中马钦州产业园区开发建设主体，负责园区基础设施建设业务，项目来源充足，但公司在建和拟建项目投资规模较大，公司未来仍面临较大的投资压力。

2021 年公司土地整理业务收入大幅下降，且无拟建土地整理项目，业务可持续性下降

2021 年，公司土地整理业务运营主体和模式无变化，仍由公司子公司广西中马钦州产业园区土地开发有限责任公司（以下简称“土地公司”）负责前期项目资金筹措，完成园区管委会规划范围内地块

的征地拆迁及前期开发工作，园区管委会按工作进度支付土地公司相关费用，土地公司以土地整理成本加成一定比例的方式确认收入。此外，为了避免收储土地出让前的二次清理费用支出，管委会委托土地公司对已完成整理的土地进行统一管理及对外租赁，形成的收益用于弥补土地公司的土地管理人力支出等费用。

2021 年，公司未进行土地征收，同期实现场地平整 593 亩，投资资金 0.70 亿元。收入确认方面，2021 年公司确认土地整理业务收入 0.70 亿元，同比大幅下降 64.10%，主要系随着园区首期建设的逐步完成，土地整理面积有所下降所致。

在建项目方面，截至 2021 年末，公司在整理土地项目共 2 个，为金鼓江综合整治一期、二期土地整理项目，总面积约 7,942 亩，项目总投资 8.05 亿元，已完成投资 4.67 亿元，尚需投资 3.38 亿元。截至 2021 年末，公司无拟建土地整理项目，主要系公司调整业务布局，减少传统土地整理业务所致。

总体来看，2021 年公司土地整理业务收入大幅下降，在建项目规模较小，且无拟建项目，业务可持续性下降。

跟踪期内，公司大力拓展大宗商品贸易，营业收入大幅增长，成为公司营业收入重要来源，但业务毛利率较低，盈利能力较弱

2021 年，公司产品销售业务运营主体无变化，仍由子公司广西中马园区华物产协投资有限公司（以下简称“华物公司”）负责，业务范围以销售白砂糖、电解铜或阴极铜等大宗商品和钢材等建筑材料为主。业务模式上，主要采用以卖定买模式，华物公司在确定销售客户后寻找采购渠道，赚取买卖价差，上游供应商与下游客户均主要为国有企业，销售账期集中在两个月内，周转速度较快且风险较低。2021 年公司主要销售对象包括深圳市昆商易糖供应链有限公司、广西钦保国际贸易有限公司和深圳市中农网有限公司等，前五大客户销售额占公司总销售额的 50.06%。

收入方面，2021 年公司实现销售业务收入 17.94 亿元，同比增长 1,168.73%，主要系开展白糖、电解铜等大宗商品贸易所致。同期，产品销售业务毛利率为 3.41%，同比有所下降系大宗商品贸易毛利率较低所致。

总体来看，产品销售业务已成为公司营业收入重要来源，2021 年受益于开展大宗商品贸易，产品销售收入同比大幅增长；但业务毛利率较低，盈利空间有限。

公司其他业务收入规模较小，但能为公司带来一定的现金流，对公司收入形成一定补充

公司其他业务主要包括投资业务、物业管理和房屋租赁。2021 年，公司投资业务运营主体无变化，管理基金方面为中马一号基金、教育装备基金、清控基金及招商基金 4 只产业引导基金。基金投资方向主要以园区产业政策导向为原则，符合园区经济布局 and 结构调整方向，优先考虑园区确定的战略性、先导性产业。公司投资业务的资金来源为园区财政资金，主要系代园区管委会投资，公司不参与投资基金的实际运营和管理。截至 2021 年末公司基金总投资规模 4.20 亿元，2021 年公司实现基金收益 0.10 亿元，规模仍较小。中马一号基金目前已进入退出期，2021 年已成功退出 900 万元，随着未来基金逐步进入退出期，投资收益或将有所提高。

公司物业管理业务的运营主体仍为子公司广西中马彩生活物业管理服务有限公司（以下简称“中马彩生活”）和子公司广西孔雀湾物业服务服务有限公司。中马彩生活系公司与深圳市彩生活物业服务集团有限公司共同出资成立，公司持股 51.00%，纳入合并范围。截至 2021 年末，公司主要为青年公寓、标准厂房提供物业管理服务，2021 年，公司物业管理收入为 0.25 亿元，同比大幅增长 150.16%，主要系园区入驻企业增多，出租率提高所致。

公司房屋租赁业务委托广西中马园区华互世镇投资有限公司以及广西孔雀湾物业服务服务有限公司等对建成的幸福小镇住宅、智慧园研发楼、标准厂房和青年公寓等进行对外招租，截至 2021 年末，

可供租赁面积共 72.87 万平方米，出租率约为 48%，客户主要为入园企业，入园企业前期租金由管委会补贴，公司以管委会补贴款确认租金收入。2021 年受补贴款减少影响，公司租赁业务收入同比下降 15.31% 至 0.37 亿元。

总体来看，尽管公司其他业务规模较小，但能为公司带来一定的现金流，对公司收入形成一定补充。

财务分析

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 2019~2020 年审计报告和经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告。本报告各期财务数据均为期末数，公司财务报表根据新会计准则编制。

2021 年公司营业总收入大幅增加，但利润总额有所下降，且利润总额对政府补助的依赖性仍较强

2021 年公司实现营业总收入 23.68 亿元，同比大幅增长 183.93%，其中园区开发业务稳步推进，收入小幅增加；土地整理业务受园区首期建设逐步完成，土地整理面积下降影响，2021 年收入大幅下降；同期产品销售业务受益于开展白糖、电解铜等大宗商品贸易大幅增加；其他业务主要包括投资业务、租金、物业管理等，收入受疫情影响略有下滑。毛利率方面，园区开发业务 2021 年收入计算基数为扣除税费后金额，导致毛利率有所上升；土地整理业务因征拆成本有所下降，毛利率略有上升；产品销售业务毛利率大幅下降，主要系开展白糖、电解铜等大宗商品贸易毛利率较低所致。整体来看，公司营业毛利率较上年下降 3.02 个百分点至 4.94%。

表 4：公司主要板块收入结构及毛利率构成（亿元、%）

收入	2019	2020	2021
园区开发	4.76	3.68	3.88
土地整理	4.43	1.95	0.70
产品销售	1.80	1.41	17.94
其他业务	0.90	1.30	1.16
合计	11.89	8.34	23.68

毛利率	2019	2020	2021
园区开发	11.92	1.28	5.42
土地整理	1.79	0.78	1.02
产品销售	3.12	10.94	3.41
其他业务	35.48	48.64	29.41
合计	8.57	7.96	4.94

注：其他业务主要包括投资业务、租赁、物业服务等。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司期间费用仍以管理费用和销售费用为主，2021 年公司财务费用增长使得期间费用同比大幅上升。得益于营业收入大幅增加，同期公司期间费用率下降至 5.65%，但仍对利润形成一定侵蚀。

公司利润总额主要来自经营性业务利润和营业外损益，2021 年公司收到公租房、标准厂房和孵化基地等的经营补贴收入 0.67 亿元，经营性业务利润大幅增加，但政府补助大幅减少导致利润总额有所下降；同期政府补助为 0.23 亿元，公司利润总额对政府补助的依赖性仍较强。

回款方面，2021 年公司收现比小幅下降至 1.10，但经营回款能力仍较强。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2019	2020	2021
营业总收入	11.89	8.34	23.68
期间费用合计	0.82	0.56	1.34
期间费用率	6.87	6.69	5.65
经营性业务利润	0.48	0.20	0.60
营业外损益	0.81	0.93	0.02
投资收益	-0.18	0.05	0.01
利润总额	1.09	1.18	0.46
收现比	0.91	1.19	1.10

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产质量

2021 年公司资产及负债规模继续上升，其中存货和在建工程规模较大，资产流动性整体较弱；公司资产负债率小幅下降，债务以长期债务为主

随着公司业务的逐步推进，截至 2021 年末，公司总资产规模较上年末增加 9.98 亿元至 145.23 亿元，主要由存货、在建工程、投资性房地产、其他非流动资产和货币资金构成。截至 2021 年末，公司存货为 41.60 亿元，主要为项目开发成本；同期末公司在建工程为 41.17 亿元，与 2020 年末基本持

平；投资性房地产为 15.56 亿元，同比增长 34.49%，主要系完工公寓、厂房等的转入所致；2021 年公司进行重大差错更正，将存货和长期应收款中部分已完工未结算的建设项目转入其他非流动资产核算，其他非流动资产大幅增加；同期末公司货币资金为 4.84 亿元，其中 0.09 亿元受限。此外，公司应收类款项主要为应收钦州港片区财政金融局和园区管委会的工程款，截至 2021 年末，公司应收类款项占总资产的比重大幅下降至 6.34%，主要系进行差错更正转出部分长期应收款所致。整体来看，公司资产负债中存货和在建工程规模较大，其中存货主要为项目开发成本，资产流动性整体较弱。

负债方面，2021 年末公司负债总额较上年末增加 5.66 亿元至 91.14 亿元，主要以长期借款、应付账款和长期应付款为主。其中长期借款以抵押借款和保证借款为主；应付账款主要系未竣工结算的工程款，2021 年末有所下降；长期应付款较上年末增加 2.21 亿元，主要来自当年收到的政府专项债、政府债券和非金融机构借款。同期末，公司资产负债率小幅下降至 62.75%，但公司财务杠杆水平仍较高。

所有者权益方面，截至 2021 年末，公司所有者权益增加 4.33 亿元至 54.10 亿元。同期公司实收资本增加 1.48 亿元，系园区管委会增资 1.56 亿元，国开发展基金有限公司减资 0.08 亿元所致；资本公积较 2020 年末增加 3.20 亿元，主要为中马园区管委会财政局拨付公司的项目资本金。

债务结构方面，公司债务仍以长期债务为主，截至 2021 年末短期债务/总债务为 0.12。

表 6：近年来公司资本结构及资产质量相关指标（亿元、%、X）

	2019	2020	2021
总资产	107.04	135.25	145.23
货币资金	8.18	8.54	4.84
存货	25.70	42.25	41.60
投资性房地产	7.75	11.57	15.56
在建工程	33.59	41.25	41.17
长期应收款	6.15	6.15	1.11
其他非流动资产	-	0.004	12.92
总负债	68.15	85.48	91.14

长期借款	28.26	33.30	37.53
应付账款	18.35	21.23	18.72
长期应付款	3.58	11.07	13.28
所有者权益合计	38.89	49.77	54.10
实收资本	11.88	12.83	14.31
资本公积	14.62	21.32	24.52
短期债务/总债务	0.16	0.10	0.12
总资本化比率	47.27	52.21	54.31
资产负债率	63.67	63.20	62.75
应收类款项/总资产	18.58	11.34	6.34

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

2021 年，公司经营活动现金流净流出规模收窄；EBITDA 有所下降，无法覆盖利息支出；货币资金对短期债务的覆盖能力较弱

2021 年公司积极开展大宗商品贸易业务，经营活动现金流净流出规模收窄；公司投资活动现金流仍呈大幅净流出状态，其中构建固定资产、无形资产和其他无形资产支付的现金规模较大；筹资活动净现金流为公司资金缺口提供保障，2021 年公司筹资活动放缓，筹资活动现金流净流入规模减小。

2021 年公司 EBITDA 有所下降，受债务规模上升影响，EBITDA 对债务本息的覆盖能力均大幅下降，无法覆盖利息支出；同期经营活动净现金流为负，亦无法覆盖债务利息；受货币资金大幅减少影响，同期末货币资金/短期债务下降至 0.61，无法足额覆盖短期债务。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	-4.61	-7.42	-0.39
投资活动净现金流	-13.85	-13.68	-11.19
筹资活动净现金流	15.13	21.48	7.86
经营净现金流/总债务	-0.13	-0.14	-0.01
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-3.52	-6.39	-0.14
货币资金/短期债务	1.51	1.52	0.61
总债务	34.86	54.38	64.30
EBITDA	1.92	1.62	1.28
总债务/EBITDA	18.11	33.53	50.16
EBITDA 利息覆盖倍数	1.47	1.40	0.47

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

到期债务方面，公司 2022~2024 年到期债务分别为 7.88 亿元、6.96 亿元和 5.40 亿元，债务到期

分布较为平均。

表 8：截至 2021 年末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	类型	余额	2022 年到期	2023 年到期	2024 年到期	2025 年及以后到期
银行贷款	保证/抵押借款等	43.32	7.69	5.68	4.04	25.91
债券融资	企业债券/政府债券	19.76	0.00	1.12	1.12	17.52
其他	国开专项基金等	1.22	0.19	0.16	0.24	0.63
合计		64.30	7.88	6.96	5.40	44.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司受限资产账面价值合计 35.44 亿元，占总资产的比重为 24.40%，主要为受限的在建工程、固定资产和存货等，公司受限资产规模较大，资产流动性较弱。

对外担保方面，截至 2021 年末，公司对外担保余额为 3.33 亿元，占净资产的 6.16%，对外担保余额较小且担保对象均为钦州市当地的国有企业。

表 9：截至 2021 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	担保余额	担保期间
广西自贸区钦州港片区开发投资集团有限责任公司	1.00	2021.5~2022.5
广西自贸区临海供应链有限公司	1.43	2021.11~2026.11
广西钦保国际贸易有限公司	0.90	2021.3~2022.3
合计	3.33	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2021 年末，公司获得的银行授信总额 79.03 亿元，其中未使用授信余额 26.18 亿元，备用流动性尚可。

过往债务履约方面，根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 2 月 11 日，公司不存在未结清和已结清的不良信贷记录，无欠息信息。

外部支持

公司作为中马园区重要的城市建设主体，2021 年继续得到股东的大力支持

中马钦州产业园区是中外政府合作共建的第三个国际园区，是建设“中国-东盟合作示范区”和

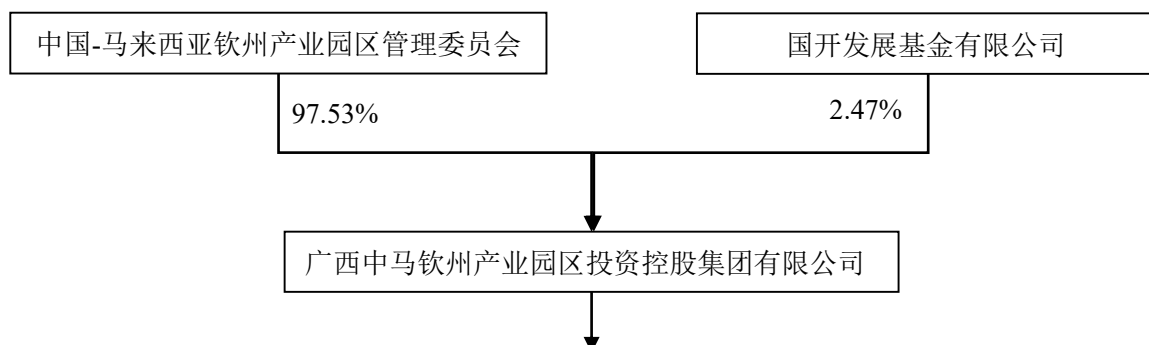
深化“一带一路”战略的重要载体，具有重要的战略地位。公司是广西壮族自治区政府直属企业，由中国-马来西亚钦州产业园区管理委员会监管，公司领导层由自治区政府任命，作为中马钦州产业园区开发建设和国有资产经营的唯一主体，公司具有重要的地位。股东背景及功能定位决定了公司的经营、发展与自治区及园区的发展密切相关。

2021 年，公司实收资本增加 1.48 亿元，系园区管委会增资 1.56 亿元，国开发展基金有限公司减资 0.08 亿元所致；同期公司收到中马园区管委会财政局拨付公司的项目资本金，资本公积增加 3.20 亿元；政府补助方面，2021 年公司收到政府补助 0.23 亿元。

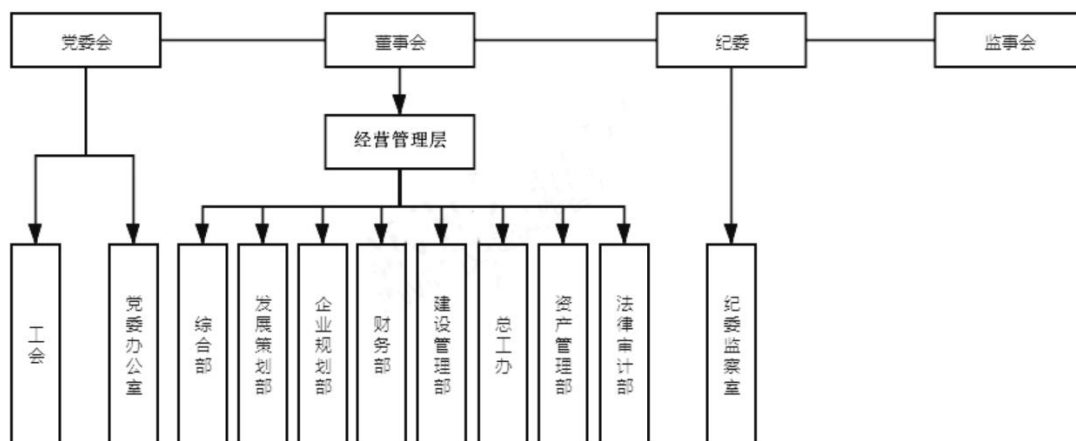
评级结论

综上，中诚信国际维持广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“20 中马债/20 中马债”的债项信用等级 **AA**。

附一：广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图 (截至 2022 年 3 月末)



序号	主要子公司名称	持股比例（%）
1	广西中马钦州产业园区金谷投资有限公司	51.00
2	广西中马钦州产业园区方圆实业公司	87.89
3	广西中马园区华互世镇投资有限公司	100.00
4	广西中马钦州产业园区土地开发有限责任公司	100.00
5	广西中马园区华物产协投资有限公司	100.00
6	广西中马钦州产业园区大环通信基础设施投资有限公司	100.00
7	广西中马彩生活物业管理服务有限公司	100.00
8	广西中马园区金融投资有限公司	100.00
9	广西自贸区中交中马置业有限公司	50.00
10	广西中马钦州产业园区华互立德教育投资有限公司	100.00



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：广西中马钦州产业园区投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021
货币资金	81,764.37	85,378.59	48,375.30
应收账款	112,024.70	64,875.82	59,745.16
其他应收款	25,334.82	26,992.44	21,218.01
存货	256,983.05	422,512.66	416,048.73
长期投资	81,682.44	116,422.77	150,252.96
在建工程	335,947.65	412,510.22	411,716.72
无形资产	3,660.04	5,161.14	4,820.41
总资产	1,070,383.77	1,352,547.43	1,452,338.22
其他应付款	6,227.72	17,329.70	25,507.83
短期债务	54,239.79	56,286.50	78,830.34
长期债务	294,355.93	487,529.20	564,120.89
总债务	348,595.72	543,815.70	642,951.23
总负债	681,461.69	854,801.41	911,371.95
费用化利息支出	5,161.58	1,045.14	6,950.18
资本化利息支出	7,924.98	10,580.39	20,609.24
实收资本	118,834.00	128,334.00	143,084.00
少数股东权益	89,876.28	112,062.46	110,703.35
所有者权益合计	388,922.08	497,746.03	540,966.27
营业总收入	118,936.92	83,407.71	236,800.49
经营性业务利润	4,797.13	2,030.45	6,046.25
投资收益	-1,817.22	544.68	65.55
净利润	10,491.74	11,424.40	4,309.74
EBIT	16,067.38	12,813.79	11,569.56
EBITDA	19,249.34	16,218.37	12,817.20
销售商品、提供劳务收到的现金	107,815.43	99,655.14	261,471.80
收到其他与经营活动有关的现金	31,577.35	57,761.15	51,891.00
购买商品、接受劳务支付的现金	158,080.27	127,177.95	282,127.72
支付其他与经营活动有关的现金	16,800.52	98,402.87	32,739.65
吸收投资收到的现金	39,971.50	11,323.00	48,579.00
资本支出	123,997.60	135,096.26	73,348.94
经营活动产生现金净流量	-46,109.59	-74,247.93	-3,855.03
投资活动产生现金净流量	-138,507.47	-136,848.77	-111,936.42
筹资活动产生现金净流量	151,343.62	214,782.65	78,554.42
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	8.57	7.96	4.94
期间费用率(%)	6.87	6.69	5.65
应收类款项/总资产(%)	18.58	11.34	6.34
收现比(X)	0.91	1.19	1.10
总资产收益率(%)	1.68	1.06	0.82
资产负债率(%)	63.67	63.20	62.75
总资本化比率(%)	47.27	52.21	54.31
短期债务/总债务(X)	0.16	0.10	0.12
FFO/总债务(X)	0.06	0.04	0.02
FFO 利息倍数(X)	1.59	1.74	0.50
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-3.52	-6.39	-0.14
总债务/EBITDA(X)	18.11	33.53	50.16
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.29	0.16
货币资金/短期债务(X)	1.51	1.52	0.61
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.47	1.40	0.47

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告整理，且均采用期末数；2、公司各期财务报告均根据新会计准则编制；3、为准确计算债务，中诚信国际将长期应付款中的有息部分计入长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。