



2019年黄石市国有资产经营有限公司绿色 债券2023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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2019年黄石市国有资产经营有限公司绿色债券2023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
19 黄石国资绿色 债/G19 黄石	AA+	AA+

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：黄石市区域经济继续保持增长，黄石市国有资产经营有限公司（以下简称“黄石国资”或“公司”）是黄石市主要的国有资产运营主体，业务涵盖范围较广，代建业务可持续性较好，主要股权资产质量较好，且继续获得较大的外部支持；同时，武汉信用风险管理融资担保有限公司（以下简称“武汉信用”）提供的保证担保仍能有效提升“19 黄石国资绿色债/G19 黄石”（以下简称“本期债券”）的信用水平。同时中证鹏元也关注到，公司贸易业务集中度较高，资产流动性一般，存在较大的偿债压力及建设资金压力，以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司代建业务可持续性较好，主要股权资产质量较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 27 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	365.14	366.44	320.71	270.32
所有者权益	162.83	162.70	140.38	120.59
总债务	161.02	154.06	130.45	112.33
资产负债率	55.41%	55.60%	56.23%	55.39%
现金短期债务比	0.47	0.57	0.77	0.91
营业收入	18.06	75.87	65.29	37.11
其他收益	0.60	1.61	4.19	2.29
利润总额	0.12	3.78	12.04	10.01
销售毛利率	5.99%	7.40%	6.93%	8.84%
EBITDA	--	10.92	16.89	15.23
EBITDA 利息保障倍数	--	1.33	--	2.58
经营活动现金流净额	3.44	8.48	-0.76	1.48

资料来源：公司 2020 年、2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理；2021 年数据来源于公司 2022 年审计报告年初数/上期数，2021 年总债务、现金短期债务比未包含长短期债务调整项。

联系方式

项目负责人：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **黄石市积极推进产业转型升级，经济和财政保持较快增长。**黄石市系武汉城市圈副中心城市，具有一定区位优势；近年来黄石市产业转型加速推进，传统支柱产业向新材料等方向升级，电子信息等新兴产业快速发展，近两年经济和公共财政均增长良好。
- **公司是黄石市重要的国有资产运营主体，业务涵盖范围较广，代建业务可持续性较好。**公司由黄石市国资委直接持股 94.78%，在黄石市国有资产运营方面处于重要地位，其业务涉及基础设施代建、贸易、电力、报社、粮储等，其中代建项目储备充足，业务持续性较好。
- **公司主要股权资产质量较好，持续确认大额投资收益。**截至 2022 年末公司间接持有华新水泥 16.12%的股权，2022 年公司权益法核算的华新水泥的投资收益 4.35 亿元，显著提升了公司利润水平。
- **公司持续获得较大的外部支持。**2022 年黄石市国资委向公司注资 2 亿元，同时华新水泥向公司增资 10 亿元，公司资本实力提升。此外，2022 年公司收到与日常活动相关的政府补助 1.61 亿元，提升了公司利润水平。
- **武汉信用提供的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，武汉信用的主体信用等级为 AA+，其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

- **公司贸易业务集中度较高。**公司贸易业务为矿业贸易，为公司收入的主要来源，该业务客户和供应商集中度较高，毛利率低，未来盈利情况受大宗商品价格波动等因素影响存在不确定性，且贸易业务涉及资金往来规模较大，需关注款项回收风险。
- **公司较大规模资金被占用，资产流动性一般。**公司资产以股权投资、房屋建筑物、工程项目成本及应收款项构成，其中工程项目成本的回款依赖于当地政府的统筹安排；房屋建筑物部分尚未办妥权证；应收款项规模较大，对营运资金形成占用。另外截至 2022 年末公司受限资产规模较大，在流动性困难时期，这可能会削弱其融资能力。
- **公司项目支出和财务杠杆持续增加，面临较大的偿债压力及建设资金压力。**近年公司积极扩大债务融资，导致债务规模持续上升，现金短期债务比等偿债能力指标降至较低水平，截至 2023 年 3 月末总债务超过 160 亿元，现金短期债务比降至 0.47。中证鹏元预计公司持续的业务扩张仍将带来长期的资金需求，并存在一定的流动性缺口。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对合并范围外担保余额合计 25.23 亿元，与当期末净资产之比为 15.51%，担保对象包括当地国有企业和民营企业，存在一定的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
黄石城发	黄石市最大的城市综合运营主体	1,316.87	513.74	59.55
黄石城投	城市基础设施建设及公用事业运营等	900.77	345.60	36.80
黄石国资	国有资产管理，产业投资和资本营运等	366.44	162.70	75.87
磁湖高新	黄石经济技术开发区基础设施建设、棚改项目等	361.39	130.23	9.27
益民投资	黄石经济技术开发区棚户区改造业务等	179.97	88.04	5.61

注：（1）“黄石城发”为黄石市城市发展投资集团有限公司的简称、“黄石城投”为黄石市城市建设投资开发有限责任公司的简称、“磁湖高新”为黄石磁湖高新科技发展有限公司的简称、“益民投资”为黄石市益民投资有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：wind，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	5/7
	行政层级	3/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是黄石地区重要的国有资产运营平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，黄石市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为公司与黄石市政府的联系非常紧密以及对黄石市政府较为重要。同时，中证鹏元认为黄石市政府提供支持的能力很强，主要体现为很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA+/G19 黄石	2022-6-28	刘惠琼、蒋晗	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+/G19 黄石	2019-8-28	王强、刘伟强	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
19 黄石国资绿色债/G19 黄石	6.50	5.20	2022-6-28	2026-9-24

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年9月发行的7年期6.5亿元绿色债券，募集资金中4.5亿元用于光伏电站项目建设，2亿元拟用于补充营运资金。截至2023年6月16日，本期债券募集资金专项账户余额为5.15万元。

三、发行主体概况

2022年华新水泥（600801.SH）与黄石市国资委签订《增资协议》，约定由华新水泥以自有资金10亿元投资入股公司，持有公司股份5.2173%，2022年12月，华新水泥完成增资。截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本均为17.94亿元，黄石市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“黄石市国资委”）持有公司94.78%股权，华新水泥持有公司5.22%股权，公司控股股东和实际控制人仍为黄石市国资委。2022年，公司董事长未发生变化，部分董事、高级管理人员发生变更。

2022年以来公司主营业务未发生重大变化。公司作为黄石市重要的产业投资控股和国有资产经营主体，主要涉及代建业务、贸易业务、报社业务、粮储业务、电力业务等。2022年公司新增纳入合并报表范围子公司共5家，不再纳入合并报表范围子公司共2家，具体如表1所示。截至2022年末，纳入公司合并报表范围二级子公司共22家，详见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况					
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式	
黄石市国鑫新动力产业投资基金合伙企业（有限合伙）	100%	50,000	创业投资等	投资设立	
黄石市军粮供应站有限公司	100%	30	军粮供应，食品销售等	无偿划转	
湖北华中矿产品交易中心有限公司	65%	2,000	矿产品、物料及相关衍生品的现货交易、配送等	投资设立	
湖北国安特殊钢检验检测有限公司	100%	10,000	检验检测服务，认证服务等	投资设立	
黄石兴港科技投资有限公司	78.74%	12,700	对黄石港区江北工业园基础建设项目、旧城改造项目的投资	无偿划转	
2、2022年不再纳入合并报表范围变化的子公司情况					
子公司名称	注册资本	主营业务	不再纳入的原因		
湖北鄂东邦福多国贸有限公司	10,000	销售矿产品等	处置		
黄石市铁城矿业有限公司	10,000	对采矿业投资及管理	注销		

资料来源：公司2022年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范

化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

黄石市近年来积极推进产业转型，传统支柱产业向新材料等方向升级、电子信息等新兴产业加速发展，2022年黄石市经济和公共财政收入均增长良好，经济总量位居湖北非省会地级市中游

区位特征：黄石市作为武汉城市圈副中心城市，具有一定区位优势。黄石市为湖北省下辖地级市，位于湖北省东南部，长江中游南岸，紧邻武汉和鄂州，高铁半小时即可直达武汉市区，拥有长江中游重要的内河港口，被列为长江经济带重点建设的内河航运港口城市。全市现辖1市（大冶市）1县（阳新县）4城区（西塞山区、下陆区、铁山区、黄石港区）和1个黄石经济技术开发区（亦被称为“黄石高新技术产业园区”，属于国家级开发区，与铁山区合署办公，简称“开铁区”）；辖区总面积4,583平方公里。根据2020年第七次全国人口普查结果，截至2020年11月1日零时，全市常住人口为246.91万人，较2010年第六次全国人口普查结果微增1.64%，城镇化率65.96%、居全省第三。黄石市矿产资源丰富，素有“百里黄金地，江南聚宝盆”的美誉，在历史上为我国重要的冶炼基地，曾在重工业带动下形成了冶炼、建材等传统支柱产业，拥有全国十大特种钢企业之一的湖北新冶钢，全国六大铜矿之一的大冶有色，全国十大铁矿之一的大冶铁矿，全国三大水泥集团之一的华新水泥等一批龙头企业。

图 1 黄石市区位图



资料来源：黄石市创新发展中心编制的《黄石市“光芯板屏端网”电子信息产业链“十四五”发展规划》

经济发展水平：近年黄石市转型升级加速推进，电子信息等产业加速发展，总量位居湖北非省会地级市中游。黄石市自2012年列入全国重点支持的资源枯竭型城市以来，已经历数年持续转型，产业结构逐步优化，传统支柱产业重点推进转向特种冶钢、铜铝冶炼及深加工、新型建材、机电等具有工业基础和发展潜力的接续产业；与此同时电子信息、汽车制造、生物医药等新兴产业加速发展，高新投资增长较快，2022年全市高技术制造业投资增长41.1%，高新技术产业增加值占GDP的比重居全省第二。黄石经济技术开发区作为全市主要经济增长引擎，已逐步发展为全国重要的电子信息产业制造基地之一，已进驻闻泰科技、沪电股份、欣兴电子、定颖电子等为代表的知名电子企业。近年黄石市经济在产业转型升级中取得较快发展，2022年地区生产总值同比增长5.6%，增速在湖北省下辖非省会地级市中处于较高水平，经济总量仍居于中游，其下辖大冶市进至全国百强县第67位，阳新县进至中部百强县第91位；黄石市人均GDP接近全国平均水平。

表2 2022年湖北省下辖部分地级市主要经济财政指标（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
襄阳市	5,827.81	5.4%	11.1	220.9	145.83
宜昌市	5,502.69	5.5%	14.04	218.21	96.26
荆州市	3,008.61	5.1%	5.86	142.05	135.22
孝感市	2,776.97	5.2%	6.63	137.21	-
黄冈市	2,747.90	4.9%	4.75	140.85	93.97
黄石市	2,041.51	5.6%	8.35	136.75	-
咸宁市	1,875.57	4.3%	7.17	96.03	65.52

恩施州	1,402.20	3.3%	4.12	76.81	59.77
-----	----------	------	------	-------	-------

注：“-”表示数据未公布；宜昌市和黄冈市人均 GDP 以其 2022 年末常住人口计算。

资料来源：各地级市国民经济和社会发展统计公报及官方，中证鹏元整理

表3 黄石市主要经济指标及增速情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,041.51	5.6%	1,865.68	13%	1,641.32	-5.9%
固定资产投资	-	18.3%	-	25.4%	-	-18.4%
社会消费品零售总额	984.66	1.8%	966.96	27.4%	758.81	-26.1%
进出口总额	-	-	327.9	33.3%	-	-
人均 GDP（元）	83,532		76,333		66,475	
人均 GDP/全国人均 GDP	96.48%		94.27%		91.76%	

注：“-”数据未公告；2020 年人均 GDP=当年地区生产总值/全国第七次人口普查结果；2021-2022 年人均 GDP=当年地区生产总值/当年末常住人口。

资料来源：2020-2022 年黄石市国民经济与社会发展统计公报、政府网站，中证鹏元整理

发展规划及机遇：根据黄石市十四五规划，十四五期间黄石市在空间布局上将以环大冶湖发展为核心，推进黄石经济技术开发区·铁山区、大冶城区、新港园区“一湖两岸三中心”一体化发展；在产业规划方面，拟打造1个过3,000亿级（新材料），3个过500亿级（电子信息、生命健康、高端装备），3个过100亿级（新能源汽车、节能环保、纺织服装）的产业集群，其中推动传统优势产业改造升级过程中，将重点实施新冶钢系列环保技改、宝钢黄石新港（物流）工业园项目二期工程、弘盛铜业有限公司40万吨高纯阴极铜清洁生产、华新（阳新）亿吨机制砂石等项目。同时，拟全面推进“黄石临空经济区-大冶湖国家高新技术产业开发区-黄石经开区·铁山区-新港（物流）工业园区-阳新经济开发区”的电子信息产业带建设。另外，湖北省发展和改革委员会2022年12月宣布，《武汉都市圈发展规划》已获得国家发展和改革委员会批复同意，黄石作为“武鄂黄黄”武汉都市圈的核心城市之一，未来在武汉“光芯屏端网”产业承接、招引配套项目方面有望迎来良好机遇，为全市经济增长注入新动能。

财政及债务：黄石市公共财政收入增长良好，债务负担较重。2022 年黄石市一般公共预算收入保持增长趋势。收入结构看，税收收入占比有小幅下降，但贡献仍较大，2022 年占比超过 60%。黄石市债务压力持续加大，地方政府债务及平台有息债务近年持续大幅增加，截至 2022 年末黄石市政府债务余额 411.58 亿元，达到黄石市债务限额的 92.42%；为加大区域债务管理，黄石市财政局已牵头设立投融资委员会以统筹区域内平台投融资工作。

表4 黄石市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	136.75	125.6	88.23
税收收入占比	64.99%	-	71.2%
财政自给率	48.88%	47.76%	30.81%
政府性基金收入	-	157.80	-

地方政府债务余额	411.58	340	296.47
----------	--------	-----	--------

注：“-”数据尚未公布。

资料来源：黄石市政府网、黄石市财政局、中国地方政府债券信息公开平台，中证鹏元整理

投融资平台：黄石市级平台数量众多，现有一级平台 4 家，已发债主体 9 家，2023 年新增已发债主体一家，即黄石市东楚投资集团有限公司（简称“东楚集团”）。黄石市投融资平台以黄石市城市发展投资集团有限公司（简称“黄石城发”）及其重要子公司黄石市城市建设投资开发有限责任公司（简称“黄石城投”）、纳入黄石城发合并范围的三级子公司黄石磁湖高新科技发展有限公司（简称“磁湖高新”）、以及东楚集团和其子公司黄石市众邦城市住房投资有限公司（简称“众邦住投”）、黄石市交通投资集团有限公司（简称“黄石交投”）、黄石市国有资产经营有限公司（简称“黄石国资”）为主。截至 2022 年末黄石市级平台存量城投债余额规模较大，预计未来 1-3 年为偿债高峰。

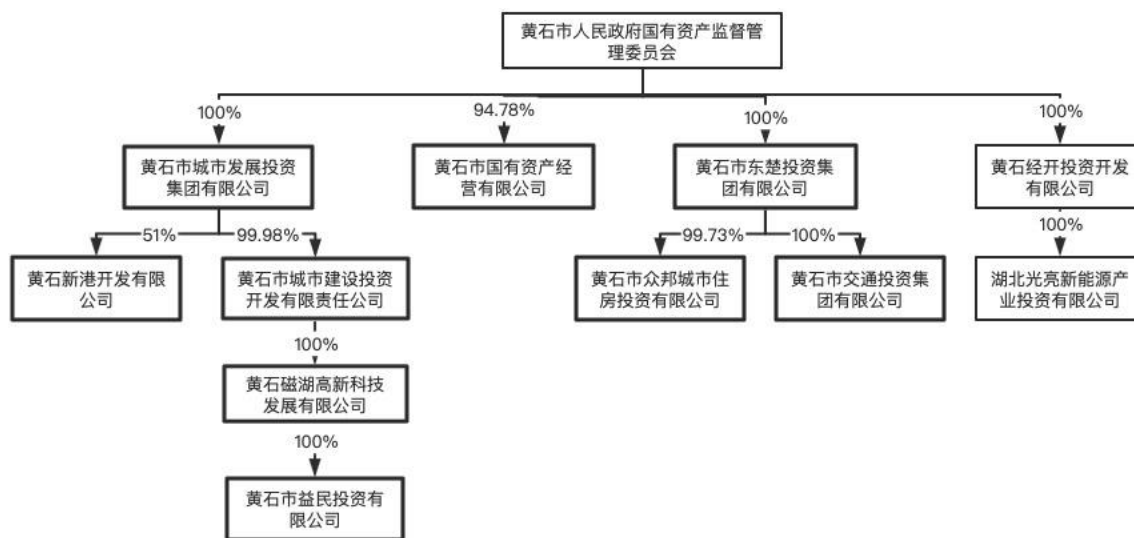
表5 截至 2022 年末黄石市级主要发债平台情况（单位：亿元）

公司名称	股权层级	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
黄石城发	一级	513.74	60.99%	59.55	643.98	最大的市级核心平台，集团控股型，旗下拥有重要子公司黄石城投
东楚集团	一级	240.89	66.10%	33.19	297.76	主要业务包括黄石市保障房建设、交通基础设施建设等
黄石国资	一级	162.70	55.60%	75.87	151.64	国有资产管理，产业投资和资本营运等
黄石城投	二级	345.60	61.63%	36.80	283.25	黄石市重要的城市基础设施建设及公用事业运营主体
众邦住投	二级	153.63	67.33%	16.99	140.79	黄石市棚改项目和保障性住房建设投融资
黄石交投	二级	87.09	67.85%	17.86	148.38	主要负责黄石市重大交通基础设施的投融资和建设等业务
黄石新港开发有限公司	二级	139.26	49.82%	13.46	87.97	主要负责黄石新港（物流）工业园区内的基础设施建设
磁湖高新	三级	130.23	63.96%	9.27	161.84	主要从事黄石经开区内的基础设施建设、棚户区改造等业务
黄石市益民投资有限公司	四级	88.04	51.08%	5.61	55.41	主要从事黄石经开区棚户区改造业务；

注：总债务计算公式为：短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债，未考虑债务的调整项。

资料来源：公开披露的各公司 2022 年年度报告、Wind、公开资料，中证鹏元整理

图 2 截至 2023 年 4 月末黄石市主要融资平台股权关系图



注：以上除黄石经开投资开发有限公司、湖北光亮新能源产业投资有限公司以外，其他平台公司均已发债。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是黄石市重要的产业投资控股和国有资产经营主体，业务涵盖范围较广，涉及基础设施代建、贸易、电力、报社、储粮等业务，基础设施代建持续性较好，区域竞争力较强

公司为黄石市支持产业发展投资的主要平台，业务主要涉及基础设施代建业务、贸易业务、电力业务、报社业务、储粮业务等。2022年公司营业收入同比增长16.20%，主要受益于公司的矿产品贸易业务、代建业务、非金属矿开采、电力业务、报社业务、粮储业务等均有小幅增长。贸易业务仍为公司的主要收入来源，占公司营业收入比重在80%左右。其他业务主要包括商品房销售、资金拆借利息、房屋租赁、数据服务、金融服务、检验检测等业务，公司业务类型较为多样，为收入带来较好补充。

毛利率方面，2022年公司销售毛利率变动不大，微幅增加约0.5个百分点，主要来源于贸易业务、代建收入、报社业务、粮储业务毛利率的微幅增长。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
贸易业务	59.98	79.06%	0.71%	53.02	81.21%	0.69%
代建收入	3.80	5.01%	3.33%	3.52	5.40%	2.83%
非金属矿开采	3.53	4.65%	21.03%	2.26	3.47%	26.39%
电力业务	1.32	1.74%	53.17%	1.15	1.76%	65.46%
报社业务	1.26	1.66%	72.33%	1.18	1.80%	70.04%
粮储业务	0.59	0.78%	-1.93%	0.46	0.71%	-7.44%

其他	5.39	7.10%	50.46%	3.69	5.65%	52.06%
合计	75.87	100.00%	7.40%	65.29	100.00%	6.93%

资料来源：公司 2022 年审计报告、2022 年债券年度报告，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

公司基础设施建设业务主要受西塞山区政府委托，已投待结算的项目成本规模较大，在建项目储备较充足，业务持续性较好；但业务回款受项目结算进度及当地财政情况的影响存在不确定性，持续的项目投入与资金垫付给公司带来较大的资金压力

公司代建业务由子公司黄石汇达资产经营有限公司（以下简称“汇达公司”）负责。根据子公司汇达公司和黄石西塞山投资发展有限公司（汇达公司的子公司，简称“西塞山投资公司”）与西塞山区人民政府签订的《委托代建协议》，由汇达公司、西塞山投资公司对项目的征收、拆迁、建设进行投资建设管理并垫付资金，待项目完成后，由西塞山区人民政府予以补偿，并按项目垫付资金总额的3%支付管理费。

2022年公司确认代建收入3.80亿元，收入和毛利率同比小幅增长，毛利率水平仍较低，业务盈利能力偏弱。截至2022年末，存货-开发成本中项目建设成本的账面价值合计为51.85亿元，截至2022年末主要在建项目较多，代建业务可持续性较好，但受项目结算进度及地方财政资金安排等因素的影响，业务回款存在不确定性。

表7 截至 2022 年末公司主要在建委托代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
黄石市河口片区二期棚户区改造项目	9.58	8.50	1.08
交投项目	7.20	3.31	3.89
黄石市西塞山区老旧小区提档升级改造项目	3.63	2.44	1.19
河口二期还建楼	3.36	0.67	2.69
黄石市西塞山区农民返乡电子信息产业创业园(G04051101)建设项目	2.24	0.82	1.42
夏浴湖生态修复综合治理项目	2.17	0.53	1.64
河口三期还建楼	1.48	1.32	0.16
大智路社区牧羊湖社区沿江社区旧城改造	1.45	0.48	0.97
西塞山区排水渠道	1.44	1.15	0.29
矿山治理项目	1.30	1.04	0.26
合计	33.84	20.26	13.58

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司还有部分重大项目在建，截至2022年末公司在建工程余额39.14亿元，主要包括园博园提档升级、园博园一期/二期工程、砂石中心码头等项目。截至2022年末园博园提档升级项目账面价值14.94亿元、园博园一期/二期工程项目账面价值9.97亿元、砂石中心码头项目账面价值4.11亿元，其中园博园提档升级项目、砂石集并中心项目预计总投资金额均较大，公司存在一定的建设资金压力。

（二）贸易业务

贸易业务是公司主要收入来源，主要包括矿产品贸易和非金属矿开采销售，2022年均有所增长；矿产品贸易业务规模较大，但客户和供应商的集中度较高，盈利能力较弱，未来盈利受大宗商品价格波动等因素影响存在较大的不确定性，且需关注回款情况

公司贸易业务即矿业贸易，主要由子公司湖北鄂东矿业投资集团有限公司（以下简称“鄂东矿业”）及黄石市国资贸易有限公司（以下简称“国资贸易”）负责。一方面，子公司鄂东矿业主要依靠出售、租赁矿业权或者同民营公司合作开发的模式进行矿产资源开发经营；另一方面，鄂东矿业从供应商购进精铜矿砂等进行初步加工处理，并在适当的时机将其售出。公司在采购与销售精铜矿时，检测机构会对矿砂成分进行检测，公司根据检测结果，按照铜、金、银的含量对精铜矿进行定价，购进结算方式为先款后货，按化验结果结算，销售结算方式为货到结算80%，化验合格后结余款。

公司2022年矿产品贸易业务收入同比小幅增长，占营业收入的比重较大，仍为收入的主要来源，但由于矿业贸易上下游主要为当地的央企和地方国企，公司议价空间较小，且受矿产品等原材料波动影响较大，因此矿产品贸易业务盈利能力仍较弱。

公司矿产品贸易客户和供应商的集中度均较高。公司主要贸易品种包括铜、金、银、阴极铜等，2022年主要客户的销售金额合计29.15亿元，占同期矿产品贸易收入总额的48.60%。单一客户占比也较高，其中仅黄石晟祥铜业有限公司的阴极铜销售额占同期矿产品贸易业务收入的比重达到24.82%。2022年主要供应商的采购金额合计24.87亿元，占同期矿产品贸易业务成本的41.77%。考虑到矿业投资业务受大宗商品价格波动、市场行情影响较大，毛利率不稳定，未来该业务盈利情况存在较大不确定性。同时矿产品贸易业务资金往来规模大，需关注款项回收风险。

表8 2022年矿业贸易主要供应商及客户情况（单位：亿元）

供应商名称	采购额	占采购总额比例	采购内容
中铜国际贸易集团有限公司	8.51	14.29%	阴极铜
大冶有色金属有限责任公司	7.82	13.14%	阴极铜
中国黄金集团国际贸易有限公司	3.19	5.36%	铜、金、银
湖北联发物资贸易有限责任公司	2.10	3.53%	阴极铜
五矿有色金属股份有限公司	1.86	3.12%	阴极铜
上海中条山实业有限公司	1.39	2.33%	阴极铜
合计	24.87	41.77%	
客户名称	销售额	占销售总额比例	销售内容
黄石晟祥铜业有限公司	14.89	24.82%	阴极铜
中铜华中铜业有限公司	11.04	18.40%	阴极铜
湖北宏冶矿业有限公司	2.32	3.87%	铜、金、银
湖北鄂东矿投德鑫矿业贸易有限公司	0.46	0.77%	铜、金、银

大冶市北顺贸易有限公司	0.45	0.74%	铜、金、银
合计	29.15	48.60%	

注：占采购总额的比例=采购额/贸易业务成本，占销售总额的比例=销售额/贸易业务收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，在黄石市政府统筹安排下，鄂东矿业对黄石市区域范围内的矿产资源进行勘察筛选。截至2022年末，公司拥有正在使用的采矿许可证3个，分别为开发区枪弹山矿区、湖北省大冶市梅家垅矿区建筑石料用石灰岩矿和湖北省阳新县大嶂山矿区建筑石料用石灰岩矿。公司非金属矿开采业务主要包括石灰、钙粉、石料等材料，2021-2022年实现销售收入分别为2.26亿元、3.53亿元，主要客户包括黄石市新冶钙业有限公司、江西雅辉建材有限公司等。该业务收入增长较快，为公司收入和利润带来较好的补充。

（三）其他业务

公司还涉足电力、粮储及报社业务，上述业务具有一定的区域垄断性，电力业务预计可持续性较好，报社业务毛利率水平较高，粮储业务受政策及市场行情影响存在较强的不确定性，多元化业务为公司收入来源提供补充

公司电力业务主要由子公司黄石晶贝新能源有限公司（以下简称“晶贝新能源”）负责运营。截至2022年末，本期债券募投项目——光伏电站项目已建成，并在正常运营中。截至2022年末，公司已投入运营的光伏电站项目包括黄石新港、武穴花桥、晶贝阳新、晶贝罗田、沪士电子、东贝制冷。其中，黄石新港、武穴花桥属于大型渔光互补式光伏电站，晶贝阳新、晶贝罗田、沪士电子、东贝制冷属于分布式光伏电站。截至2022年末，公司可控装机容量达到134兆瓦，全部为光伏发电。2022年公司实现供电量13,730.25万千瓦时，实现电力业务收入1.32亿元，同比小幅增长14.59%，随着供电设施的完善，预计供电业务收入有一定保障。

公司报社业务主要由子公司黄石东楚传媒集团有限公司及其旗下的子公司共同运营，分别主要负责报纸零批、信息服务、发布广告活动、户外广告制作、制作印刷品广告、企业及个人形象策划以及发布报刊广告。公司旗下共五份报纸和两份杂志，报纸分别为：《黄石日报》、《东楚晚报》、《今日大冶》、《今日阳新》、《大江报》，杂志分别为《东楚传媒》和《新黄石》；其中《黄石日报》为中共黄石市委机关报。公司报社业务具有一定区域垄断性，其盈利模式为：通过发布报刊获得订阅量，从而获得订阅报刊的收入和报刊广告带来的收入。2022年公司报社业务实现收入1.26亿元，同比小幅增长，该业务毛利率仍保持较高水平。

粮储业务板块主要由子公司黄石市国储粮食有限公司（以下简称“粮储公司”）和黄石市油脂有限公司（以下简称“油脂公司”）负责运营。公司粮油业务经营模式主要包括政策性储备粮及自营购销，对应收入包括补贴收入和非补贴收入；其中补贴收入系粮食保管费及轮换费，由于该业务为政策性业务，经营活动受到一定政策性安排的影响。自营购销方面，2022年粮储公司稻谷和小麦的采购区域仍主要包

括鄂州、阳新等地，销售区域仍主要集中在鄂州、安徽等地，购进结算方式为货到付款，销售结算方式为款到发货。总体而言，稻谷和小麦的购销业务基本是随行就市，受市场行情的影响从而出现一定波动。2022年公司粮储业务收入同比增长28.71%，毛利率有所回升，但仍处于亏损状态。

公司继续获得较大的外部支持，提升了公司资本实力和利润水平

作为黄石市重要的产业投资控股和国有资产经营主体，2022年公司继续获得黄石市政府在资产注入、财政补助等方面的较大支持。

2022年公司实收资本增加2亿元，系黄石市国资委以货币形式注入资本。资本公积方面，2022年华新水泥与黄石市国资委签订《增资协议》，约定由华新水泥以自有资金10亿元投资入股公司，持有公司股份5.2173%，增资完成后，公司实收资本增加0.94亿元、资本公积增加约9亿元，此外，2022年公司增加其他资本公积5.23亿元，主要包括2022年收到黄石市国资委无偿划转的黄石兴港科技投资有限公司股权等的资产¹。

政府补助方面，公司2022年收到与日常活动相关的政府补助1.61亿元，计入“其他收益”科目，占同期利润总额的42.69%，显著提升了公司利润水平。

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中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留的2020-2022年审计报告以及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。由于子公司黄石汇达资产经营有限公司对2020-2022年度财务报表进行前期差错调整，公司对2022年合并报表上期数同步进行调整，以下财务分析2021年数据来源于公司2022年审计报告年初数/上期数。

2022年公司新增纳入合并报表范围子公司5家，不再纳入合并范围子公司2家，详见表1。截至2022年末公司纳入合并范围的二级子公司共22家，详见附录四。

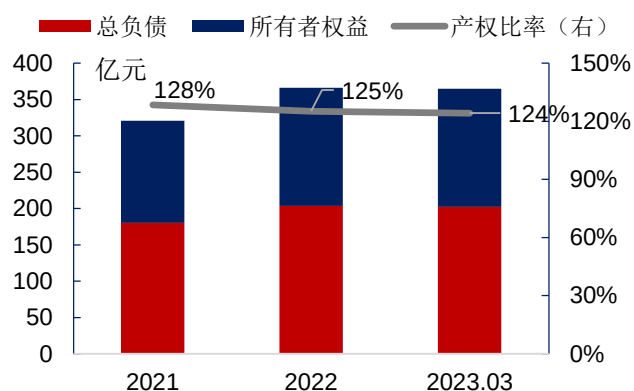
资本实力与资产质量

2022年公司资产规模持续增长，资本实力有所增强；资产仍主要由股权投资、房屋建筑物、工程项目成本及应收款项构成，股权资产质量较好，项目投入成本持续增加，应收款项对资金形成占用，整体资产流动性一般

¹公司未提供明细及对应资料。

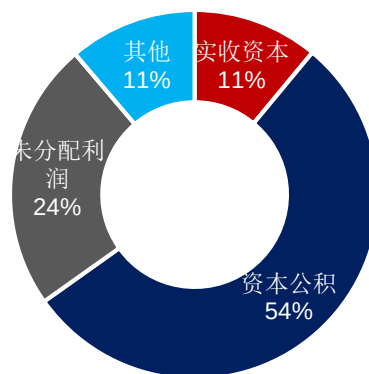
2022年公司资本实力和债务规模均有所增长。受益于华新水泥增资和公司的经营积累，2022年公司所有者权益规模增长较快，但同时随着公司在项目建设的持续投入，公司债务融资扩张也较快，近年公司产权比率有所下降但仍处于较高水平，2023年3月末产权比率为124%，所有者权益对总负债保障程度仍较弱。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金2022年同比大幅下降33%，仍主要由银行存款构成，2022年末用于担保的定期存款或通知存款1.61亿元，冻结资金206.99万元。2022年末其他应收款同比增长88%，主要系新增对深圳市邦民产业控股有限公司、磁湖高新的往来款所致，其中深圳市邦民产业控股有限公司系黄石市重点招商引资企业诺德股份（600110.SH）的第一大股东。2022年末前五大应收对象占其他应收款期末余额的比重为39.81%，分别为应收深圳市邦民产业控股有限公司10亿元、磁湖高新3.796亿元、湖北章山星城高新技术发展有限公司2.44亿元、黄石绿地置业有限公司2.40亿元、黄石汇智投资合伙企业（有限合伙）2.35亿元。公司应收款项规模较大，应收对象较为分散，回款时间不确定，对营运资金形成占用。公司存货主要由开发成本构成，2022年末开发成本51.85亿元，主要包括黄石市河口片区一期、二期棚户区改造项目和西塞三期、四期还建楼项目等项目成本。

公司主要股权投资对象相对优质。2022年末公司其他权益工具投资仍主要为对湖北银行、黄石市融资担保集团有限公司、阳新弘盛铜业有限公司的投资等，2022年其他权益工具投资账面价值同比增加约49%，主要系新增对湖北长江诺德产业投资管理合伙企业（有限合伙）的投资4.6亿元。2022年公司长期股权投资账面价值变动不大，仍主要为对华新水泥股份有限公司（账面价值46.22亿元，间接持股比例为16.12%）、黄石震旦置业有限责任公司、湖北三鑫金铜股份有限公司、湖北联新显示科技有限公司、宝钢股份黄石涂镀板有限公司等公司的股权投资。

2022年末公司在建工程同比增长65%，主要系园博园提档升级、高新产业园等项目新增大额投资所致。2022年投资性房地产、固定资产同比变动较小，公司投资性房地产主要由房屋及建筑物（21.05亿

元）、土地使用权（17.08亿元）构成，土地使用权主要为招拍挂取得的城镇住宅用地、批发零售用地；公司固定资产主要由房屋建筑物（9.48亿元）和机器设备（4.62亿元）构成，2022年末因抵押而使用受限的固定资产账面价值1.96亿元。公司无形资产仍主要为土地使用权（12.37亿元）和特许权（4.14亿元），其中土地使用权主要为划拨及招拍挂取得的工业用地、城镇住宅用地、科教用地等，2022年末因抵押而受限的无形资产账面价值为4.37亿元。

整体来看，公司资产规模持续增长，仍主要由股权投资、房屋建筑物、工程项目及应收款项构成，其中主要股权资产质量较好，部分资产尚未办妥产权证书，所有权或使用权受限资产（含无形资产、固定资产、货币资金及存货等）9.59亿元，规模较大，其他应收款占用较多营运资金，整体资产流动性一般。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.25	5.00%	27.24	7.43%	40.58	12.65%
其他应收款	55.24	15.13%	52.30	14.27%	27.75	8.65%
存货	56.63	15.51%	55.19	15.06%	49.90	15.56%
流动资产合计	155.98	42.72%	159.27	43.46%	138.84	43.29%
固定资产	14.62	4.00%	14.70	4.01%	14.58	4.55%
在建工程	40.35	11.05%	39.14	10.68%	23.70	7.39%
其他权益工具投资	19.63	5.38%	20.73	5.66%	13.89	4.33%
长期股权投资	74.63	20.44%	72.69	19.84%	70.66	22.03%
投资性房地产	38.13	10.44%	38.13	10.41%	35.04	10.93%
无形资产	16.84	4.61%	16.86	4.60%	18.91	5.90%
非流动资产合计	209.16	57.28%	207.17	56.54%	181.87	56.71%
资产总计	365.14	100.00%	366.44	100.00%	320.71	100.00%

资料来源：公司 2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务类型较多元化，2022年公司营业收入小幅增长，但主营业务盈利能力一般，利润较依赖投资收益及政府补助，2022年投资收益和政府补助均有所下降

公司营业收入主要来源于贸易业务，主营业务盈利能力一般。贸易业务占公司营业收入比重在80%左右，是公司收入主要来源。2022年受益于矿产品贸易业务、代建业务、非金属矿开采、电力业务、报社业务、粮储业务等均有小幅增长，2022年公司营业收入同比增长16.20%。同时受贸易业务、代建业务毛利率水平较低影响，公司销售毛利率水平仍不高，主营业务盈利能力一般。

公司营业利润大幅下滑。2022年公司营业利润同比降低68%，主要系当年确认的华新水泥投资收益同比大幅下滑所致，其次随着公司负债规模扩大，2022年财务费用上升较快，综合导致利润下降幅度较

大。

公司利润较依赖投资收益及政府补助。作为黄石市重要的产业投资控股主体，公司持有华新水泥等优质股权，2021-2022年公司分别确认华新水泥投资收益8.68亿元、4.35亿元，占同期利润总额比重分别为72%、115%；此外2021-2022年公司获得与日常活动相关的政府补助分别为4.19亿元、1.61亿元，占同期利润总额的比重分别为35%、43%。公司利润较依赖于投资收益和政府补助，需关注业绩变化对公司投资收益的影响、政府补助的持续性。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年 1-3 月	2022 年	2021 年
营业收入	18.06	75.87	65.29
营业利润	0.18	3.92	12.23
其他收益	0.60	1.61	4.19
投资收益	0.81	5.99	10.37
利润总额	0.12	3.78	12.04
销售毛利率	5.99%	7.40%	6.93%

资料来源：公司 2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模较大且持续上升，新增债务主要为长期债务，短期债务有所下降，但现金短期债务比降至较低水平，整体仍面临较大的偿债压力

伴随经营发展对资金需求加大，公司主要通过外部融资解决资金需求，截至2023年3月末，公司总债务规模增长至约160亿元，占总负债的比重达79.59%。从品种结构来看，公司债务以银行借款为主，银行借款绝大部分设有抵质押、担保等措施；债券余额也有较大规模。此外，公司新增债务主要为长期债务，但一年内到期的债务规模仍较大，面临一定的集中兑付压力。

2021-2023年3月末公司短期借款小幅波动，主要构成仍为保证借款和信用借款。公司其他应付款主要包括单位往来款等，2023年3月末前五大往来对象占其他应付款期末余额的40.49%，前三大为应付湖北正涵投资有限公司2.5亿元、黄石市河口片区棚户区改造工作总指挥部1.90亿元、黄石港区老旧小区改造专项债1.06亿元。2022年末一年内到期的非流动负债同比小幅下降，主要为一年内到期的应付债券11.30亿元和一年内到期的长期借款11.48亿元。

2022年公司长期借款持续增长，主要为保证借款、抵押借款的增长。债券融资为公司外部融资的重要渠道，2022年以来公司应付债券余额持续增长，主要系新发行超短期融资券、定向债务融资工具、中期票据、私募债等多类型债券所致。公司长期应付款包括财政产业引导基金、多个重点项目专项债等。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月	2022 年	2021 年
----	------------	--------	--------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	22.24	10.99%	20.76	10.19%	21.28	11.80%
其他应付款	17.90	8.85%	19.70	9.67%	11.46	6.35%
一年内到期的非流动负债	12.63	6.24%	24.29	11.92%	30.52	16.92%
流动负债合计	62.55	30.92%	77.88	38.23%	75.14	41.67%
长期借款	56.87	28.11%	53.61	26.31%	31.90	17.69%
应付债券	54.71	27.04%	49.62	24.35%	45.45	25.20%
长期应付款（合计）	20.53	10.15%	18.47	9.07%	17.69	9.81%
非流动负债合计	139.76	69.08%	125.86	61.77%	105.19	58.33%
负债合计	202.31	100.00%	203.74	100.00%	180.33	100.00%
总债务	161.02	79.59%	154.06	75.61%	130.45	72.34%
其中：短期债务	38.79	19.17%	48.36	23.73%	53.10	29.44%
长期债务	122.23	60.42%	105.70	51.88%	77.35	42.89%

注：2021 年总债务数据未包含长短期债务调整项。

资料来源：公司 2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司偿债指标表现弱化，面临较大的偿债压力。2022年以来受益于华新水泥注资等带来的总资产增加，公司资产负债率小幅下降。公司债务规模持续增加使得公司利息支出大幅增加，同时投资收益减少导致利润总额大幅下滑，综合使得2022年EBITDA利息保障倍数下降至1.33，且公司盈利对投资收益、政府补助的依赖程度较高，未来EBITDA受投资对象业绩情况、政府补助影响存在不确定。另一方面，公司货币资金余额不足以覆盖短期债务，近年现金短期债务比持续下滑至较低水平，考虑到公司2023年到期债务规模较大，公司存在较大的短期偿债压力。叠加公司项目建设的资本开支需求，公司面临较大的资金压力，未来仍需通过再融资平衡资金缺口。

公司作为黄石市重要的国有资产运营主体，必要时可获得当地政府的支持，且公司与多家金融机构建立了良好合作关系，再融资渠道相对通畅，截至2022年末银行授信总额达155.04亿元，尚未使用授信额度为69.18亿元，尚有较好的流动性储备，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年
资产负债率	55.41%	55.60%	56.23%
现金短期债务比	0.47	0.57	0.77
EBITDA 利息保障倍数	--	1.33	--

注：2021 年现金短期债务比数据未包含短期债务调整项。

资料来源：公司 2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

环境方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》（以下简称“说明”），截至 2023 年 6 月 19 日，公司在过去一年未因存在空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受过政府部门的相应处罚，公司在违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面不存在相关风险。

社会方面，根据公司提供的说明，截至 2023 年 6 月 19 日，公司不存在尚未了解的诉讼、仲裁或行政处罚，公司在过去 36 个月不存在违反工商税收、土地、环保、海关等方面的法规而受处罚的情形。

治理方面，根据公司《章程》，公司股东为黄石市国资委（出资 17 亿元）、华新水泥（出资 10 亿元，增加公司实收资本 0.94 亿元），股东按照其实缴出资比例行使表决权。公司股东会由全体股东组成，决定公司的战略、发展规划、经营方针等重大事项。公司董事会由 7 名董事组成，华新水泥不委派董事；公司董事长由黄石市国资委提名的董事担任，对公司改革发展负首要责任。公司监事会成员 5 名，华新水泥不委派监事。此外，公司设总经理 1 名，副总经理若干名，总会计师 1 名，对公司实施日常经营管理。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月16日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部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。

或有事项分析

公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险

截至2022年末，公司对外担保余额合计25.23亿元，与当期末净资产之比为15.51%；被担保对象主要为国有企业，其中对民营企业黄石汇智投资合伙企业（有限合伙）的担保余额为0.62亿元，公司对外担保存在一定的或有负债风险。

表13 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日
黄石新港开发有限公司	4.85	2025/2/1
黄石新港开发有限公司	4.41	2037/4/13
黄石新港开发有限公司	1.66	2026/11/12
黄石新港开发有限公司	1.40	2026/12/22
黄石新港开发有限公司	0.84	2024/9/20
黄石磁湖高新科技发展公司	3.00	2023/5/19
黄石市交通投资集团有限公司	2.00	2023/3/1
黄石市交通投资集团有限公司	0.90	2023/6/22
湖北棋盘产业投资有限责任公司	2.00	2029/12/21

湖北光亮新能源产业投资有限公司	1.63	2025/12/10
黄石新港水务工程建设有限公司	1.24	2027/6/28
黄石市益民投资有限公司	0.68	2024/7/30
黄石汇智投资合伙企业（有限合伙）	0.62	2023/4/30
合计	25.23	--

资料来源：公司 2022 年审计报告

八、外部特殊支持分析

公司是黄石市政府下属重要企业，黄石市国资委直接持有公司94.78%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，黄石市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与黄石市政府的联系非常紧密。公司的控股股东和实际控制人为黄石市国资委，黄石市政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，近年来公司持续受到黄石市政府在资产注入、财政补贴方面的大力支持。

（2）公司对黄石市政府较为重要。公司是黄石市重要的国有资产运营主体，在国有资产运营、产业投资控股等方面为黄石市做出重要贡献，且公司已公开发债，如违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

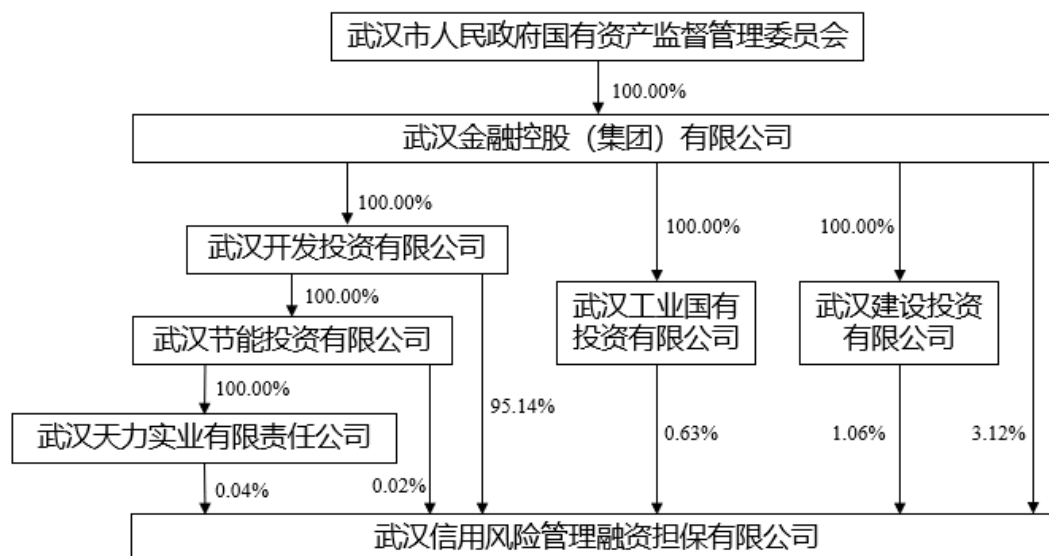
九、本期债券偿还保障分析

武汉信用提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平

根据武汉信用出具的担保函，本期债券由武汉信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证的范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

武汉信用成立于2000年2月，由武汉开发投资有限公司（以下简称“武汉开投”）、武汉建设投资有限公司、武汉节能投资有限公司等7家企业共同出资组建，初始注册资本为1.00亿元。后经多次增资扩股及股东变更，截至2022年末，武汉信用实收资本为100亿元，控股股东为武汉开投，武汉开投对武汉信用的直接持股比例为95.14%，实际控制人为武汉金融控股（集团）有限公司（以下简称“武汉金控”），武汉信用股权结构如下图所示。

图 5 截至 2022 年末武汉信用股权结构图



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

武汉信用于2001年进入担保行业，成立初期主要从事个人消费贷款的信用担保服务业务。2006年借助地方投融资体系改革的契机，武汉信用整合了武汉市市属财政出资建立的三家担保机构，即武汉中小企业信用融资担保有限公司（以下简称“中小担保”）、武汉信用融资担保（集团）股份有限公司（以下简称“担保集团”）和武汉市创业融资担保有限公司（以下简称“创业担保”）。

2020年委贷业务收入占比较高，是武汉信用最重要的收入来源，其主要投向民营企业。2021年在实际控制人武汉金控的战略指导下，武汉信用回归担保主业，并将开展委托贷款业务的子公司武汉信用投资集团股份有限公司（以下简称“武信投资”）股权转让给武汉开投，不再并表核算，武汉信用委贷业务随之转出清零；同时，武信投资下属担保集团和中小担保一同转出，2021年武汉信用担保费收入同比下降41.19%。目前武汉信用主营业务包括直接融资担保、间接融资担保、融资租赁及投资业务等，担保业务板块由武汉信用本部及创业担保负责运营，其中武汉信用本部开展商业性融资担保业务，创业担保承担政策性担保职能。武汉信用融资租赁业务由武汉租赁负责经营，其他收入主要包括资金占用费收入和房屋租赁收入。综合影响下，武汉信用2022年营业收入3.10亿元，同比大幅下降62.68%。2022年武汉信用实现投资收益1.29亿元，主要为持有武汉农村商业银行股份有限公司（以下简称“武汉农商行”）股权产生的投资收益。

表14 武汉信用营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	1.02	32.90%	1.03	12.41%	1.75	6.95%

融资租赁收入	1.56	50.32%	1.57	18.92%	0.56	2.21%
债权投资收入	0.40	12.90%	1.92	23.13%	22.07	87.47%
其他业务收入	0.12	3.87%	3.78	45.54%	0.85	3.37%
营业收入合计	3.10	100.00%	8.30	100.00%	25.23	100.00%
投资收益	1.29	-	0.84	-	18.94	-

资料来源：武汉信用 2020-2022 年审计报告、武汉信用提供，中证鹏元整理

武汉信用直接融资担保业务主要为债券担保业务，另含部分定向债权投资担保、融资租赁担保业务。武汉信用债券担保业务展业范围以湖北省为主，此外还包含山东省、江西省、浙江省等区域，担保品种主要为地方平台类企业发行的企业债和私募债，客户主体信用级别主要为AA级，保费收费标准集中在1.0%/年-1.5%/年之间。2020年以来武汉信用大力发展债券担保业务，并大规模开展一年期债券分保业务，截至2020年末直接融资担保余额为182.69亿元，随着分保业务解保，截至2022年末直接融资担保余额下降至88.39亿元。武汉信用定向债权担保为担保在武汉金融资产交易所发行的定向债务融资工具，融资租赁担保为与海通恒信国际融资租赁股份有限公司合作业务。

武汉信用间接融资担保业务主要为通过本部开展的流动资金贷款担保，客户主要为湖北省内中小微民营企业，担保费收费标准集中在2.0%/年-2.5%/年之间。近年武汉信用加强了对担保业务风险管控，对部分传统行业及产能过剩型企业加以限制，同时加强了对担保客户资质及运营情况的评估，间接融资担保业务规模下降明显。此外，武汉信用通过子公司创业担保开展政策性担保业务。根据湖北省融资再担保集团有限公司（以下简称“湖北省再担”）于2022年9月发布《关于开展新型银证担合作的通知》，湖北省再担决定与创业担保开展新型银证担合作，授信额度3.00亿元，单户担保限额1,000万元；主要业务模式为比例分险再担保，由湖北省再担、创业担保、合作银行及武汉市人民政府按照“4:2:2:2”的比例承担代偿风险责任。创业担保已于2022年11月与汉口银行、湖北省再担、武汉市人民政府签订湖北省新型政银担合作协议，未来随着其新型政银担业务的开展，间接融资担保规模有一定增长空间。截至2022年末，武汉信用间接融资担保业务担保余额为4.60亿元，较2020年末大幅下降72.49%。截至2022年末，共有10家银行给予武汉信用担保业务授信额度合计66.92亿元，已使用授信额度合计4.60亿元，尚未使用授信额度62.32亿元，未来仍有较大业务发展空间。

表15 武汉信用担保业务发展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	31.73	54.00	184.37
当期解除担保额	41.12	150.03	22.65
期末担保余额	92.99	103.38	199.42
其中：直接融资担保余额	88.39	97.06	182.69
间接融资担保余额	4.60	6.32	16.72
融资担保责任余额	76.79	88.22	167.58
融资担保责任余额放大倍数（X）	0.63	0.68	1.16

资料来源：武汉信用提供，中证鹏元整理

近年武汉信用代偿项目主要为对民企提供的流动性资金贷款担保项目，武汉信用于2020年代偿1.26亿元，当期担保代偿率5.58%；2021年代偿规模有所下降，同时受当年解除担保规模大幅增加影响，当期担保代偿率大幅下降5.11个百分点至0.47%；因2022年不再发生大规模解保，2022年当期担保代偿率增加至1.30%。截至2022年末，武汉信用累计担保代偿额10.23亿元，累计担保代偿率0.95%。武汉信用积极采取法律诉讼、处置反担保物以及资产重组等方式进行资产保全；截至2022年末，累计收回代偿款8.50亿元，累计代偿回收率83.05%，代偿回收情况良好。截至2022年末，武汉信用担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率为195.67%，同比提高68.69个百分点，抗风险能力有所增强。

2021年武汉信用将武信投资转让给武汉开投，此外通过消除多边挂账、减少通道类负债等方式清理债务、压降资产规模。截至2022年末，武汉信用资产规模219.05亿元，较2020年末下降56.88%。

2022年末武汉信用货币资金为4.22亿元，其中受限资金3.05亿元，系银行承兑汇票保证金及履约保证金。武汉信用应收账款主要为应收代偿款，2022年末账面价值为1.83亿元。武汉信用其他应收款主要为应收关联方往来款，截至2022年末账面价值163.59亿元，其中应收武汉开投103.72亿元，应收武信投资56.45亿元。前述款项的回收受武信投资前期投放的委托贷款回收情况影响较大，回款时间存在不确定性。根据武汉信用提供的三级资产压降计划，其计划于2023年压降其他应收款40亿元，于2024年压降其他应收款66亿元，上述工作完成后，预计到2024年末，武汉信用其他应收款将压降至34亿元并符合监管指标要求，中证鹏元将持续关注前述计划的执行情况。

武汉信用长期应收款均为融资租赁款项，2022年末账面价值为11.41亿元（含一年内到期的部分），客户主要为湖北省内从事公用事业的地方国企。截至2022年末，武汉信用债权投资账面价值5.82亿元，主要包括投资的由武汉龟山旅游发展有限公司发行的定向债5.46亿元。同期末，长期股权投资账面价值23.67亿元，主要投资对象为武汉农商行；武汉信用为武汉农商行第一大股东，2022年末持股比例为7.56%，账面价值为18.95亿元，投资收益尚可。

由于以前年度较大规模的委托贷款投放，近年武汉信用Ⅲ级资产占比持续高于95%，不满足Ⅲ级资产不得高于资产总额扣除应收代偿款的30%的监管要求。截至2022年末，武汉信用Ⅲ级资产合计167.48亿元，占比为98.07%，较2021年末小幅下降0.09个百分点，主要为其他应收款。

表16 武汉信用本部三级资产结构（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比*	金额	占比*	金额	占比*
I级资产	1.22	0.71%	1.60	0.79%	10.82	2.47%
II级资产	1.90	1.11%	1.90	0.94%	1.90	0.43%

III级资产	167.48	98.07%	198.61	98.16%	425.20	97.04%
--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

注：*为与资产总额扣除应收代偿款的比例
资料来源：武汉信用提供，中证鹏元整理

受武信投资转出及通道类负债压降影响，2022年末武汉信用负债规模较2020年末大幅下降73.35%至96.78亿元。2021年以前，武汉信用其他应付款主要为武信投资通过武汉信用向武汉开投借入的通道类负债，随着武信投资转出，2022年末其他应付款较2020年末大幅减少235.34亿元至26.17亿元，其中主要包括应付往来款23.08亿元。

武汉信用有息负债主要为向银行、租赁公司等机构借款，其中大部分借款由武汉金控提供保证担保，体现出武汉金控对武汉信用在融资方面支持力度较大。截至2022年末，武汉信用有息债务规模为83.37亿元，债务压力较大。

截至2022年末，武汉信用所有者权益总额为122.27亿元，融资担保责任余额放大倍数为0.63，处于较低水平，未来担保业务发展空间较大，但考虑到武汉信用有息债务规模较高，且资产流动性较弱，其对武汉信用代偿能力产生的负面影响仍需关注。

近年武汉信用净资产收益率保持在较低水平，盈利能力一般，考虑到武汉信用应收武信投资及武汉开投款项回收存在风险，或对未来盈利能力造成较大影响。

表17 武汉信用主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	219.05	242.41	508.00
货币资金	4.22	4.48	15.86
应收代偿款净额	1.73	1.73	2.27
所有者权益合计	122.27	129.50	144.89
营业收入	3.10	8.30	25.23
担保业务收入	1.02	1.03	1.75
净利润	4.17	6.39	6.54
净资产收益率	3.31%	4.66%	4.64%
累计担保代偿率	0.95%	0.94%	1.02%
累计代偿回收率	83.05%	82.17%	74.77%
拨备覆盖率	195.67%	126.98%	159.98%

资料来源：武汉信用2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

武汉信用控股股东为武汉开投，截至2022年末武汉开投持股比例为95.14%，实际控制人为武汉金控。武汉金控系武汉市国资委直属国有金融投资集团，为华中地区重要的综合金融服务商，旗下拥有金融、类金融牌照20余张。武汉信用为武汉金控综合金融服务体系中重要组成部分，系武汉金控类金融业务板块核心平台之一。2020年武汉开投对武汉信用增资19.00亿元，且武汉信用债务主要由武汉金控提供保证担保，武汉信用在融资和业务发展方面得到了武汉金控的大力支持。

综上所述，武汉信用实际控制人综合实力较强，可在融资和业务发展等方面给予武汉信用支持；武汉信用自身资本实力较强，有利于担保业务发展。但中证鹏元也关注到，武汉信用近年担保规模及营业收入大幅下降，盈利能力一般；应收关联方款项规模较大，存在回收风险；资产流动性较弱，资产配置调整压力大；存在一定偿债压力等风险因素。经中证鹏元综合评定，武汉信用主体信用等级为AA+，评级展望为负面。本期债券由武汉信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，提升了本期债券的信用水平。

十、结论

黄石市系武汉城市圈副中心城市，具有一定区位优势，近年来黄石市传统支柱产业向新材料等方向升级、电子信息等新兴产业加速发展，经济和公共财政均增长良好。公司是黄石市重要的国有资产运营主体，业务涵盖范围较广，包括代建业务、贸易业务、电力业务、粮储业务、报社业务等。一方面，公司贸易业务上下游集中度较高且盈利能力偏弱，整体资产流动性一般，利润仍较依赖于投资收益及政府补助，同时面临较大的资金建设及债务压力；另一方面，公司代建业务可持续性较好，主要股权资产质量较好，且公司持续获得当地政府较大力度的支持。同时，武汉信用提供的保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

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“19黄石国资绿色债/G19黄石”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）

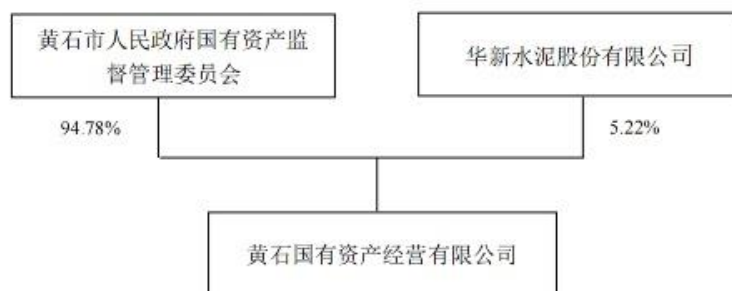
财务数据（单位：亿元）	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	18.25	27.24	40.58	34.86
其他应收款（合计）	55.24	52.30	27.75	22.71
存货	56.63	55.19	49.90	43.42
流动资产合计	155.98	159.27	138.84	113.48
固定资产	14.62	14.70	14.58	13.59
在建工程	40.35	39.14	23.70	17.44
其他权益工具投资	19.63	20.73	13.89	0.00
长期股权投资	74.63	72.69	70.66	62.65
投资性房地产	38.13	38.13	35.04	34.08
无形资产	16.84	16.86	18.91	14.66
非流动资产合计	209.16	207.17	181.87	156.85
资产总计	365.14	366.44	320.71	270.32
短期借款	22.24	20.76	21.28	16.49
其他应付款（合计）	17.90	19.70	11.46	11.39
一年内到期的非流动负债	12.63	24.29	30.52	11.84
流动负债合计	62.55	77.88	75.14	58.41
长期借款	56.87	53.61	31.90	29.23
应付债券	54.71	49.62	45.45	37.20
长期应付款（合计）	20.53	18.47	17.69	14.71
其他非流动负债	0.00	0.00	7.06	7.00
非流动负债合计	139.76	125.86	105.19	91.33
负债合计	202.31	203.74	180.33	149.74
其中：短期债务	38.79	48.36	53.10	38.65
总债务	161.02	154.06	130.45	112.33
所有者权益	162.83	162.70	140.38	120.59
营业收入	18.06	75.87	65.29	37.11
营业利润	0.18	3.92	12.23	10.48
其他收益	0.60	1.61	4.19	2.29
利润总额	0.12	3.78	12.04	10.01
经营活动产生的现金流量净额	3.44	8.48	-0.76	1.48
投资活动产生的现金流量净额	-9.25	-22.81	-13.44	-9.97
筹资活动产生的现金流量净额	-3.35	0.72	20.09	19.48
财务指标	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	5.99%	7.40%	6.93%	8.84%
资产负债率	55.41%	55.60%	56.23%	55.39%
短期债务/总债务	24.09%	31.39%	40.70%	34.41%

现金短期债务比	0.47	0.57	0.77	0.91
EBITDA（亿元）	--	10.92	16.89	15.23
EBITDA 利息保障倍数	--	1.33	--	2.58

注：2021 年总债务、现金短期债务比数据未包含长短期债务调整项。

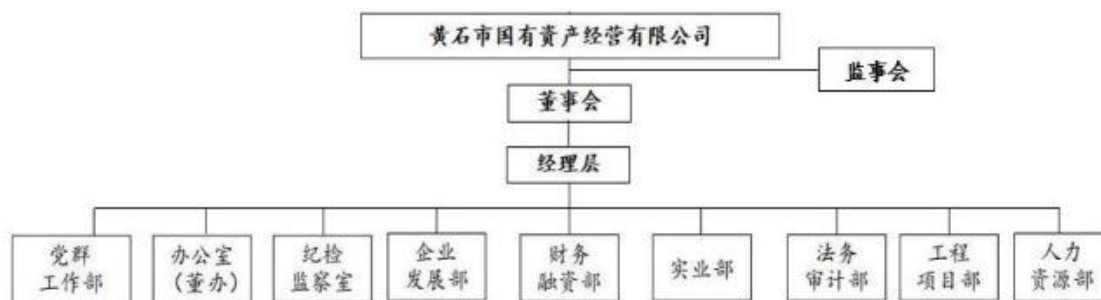
资料来源：公司 2020 年、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元）

公司名称	持股比例	注册资本	业务范围
黄石东楚传媒集团有限公司	100%	1,000	广告设计、制作、代理、发布等
黄石市国储粮食有限公司	100%	2,637	谷物销售、粮油仓储服务、普通货物仓储服务等
黄石市油脂有限公司	100%	3,000	粮油加工、销售、配送等
华新集团有限公司	100%	34,000	水泥及水泥制品制造、销售；机械制造、安装、修理及加工等
黄石金安投资集团有限公司	100%	8,600	对服务业、制造业、商业、房地产业、生物科技产业、环保工程产业投资等
湖北鄂东矿业投资集团有限公司	90%	50,000	矿产资源（非煤矿山）开采、矿产资源勘查、港口经营等
黄石市园博文化旅游经营管理有限公司	100%	1,000	园区建设、经营、管理；文化旅游开发；文化艺术交流活动等
黄石市大数据信息发展有限公司	100%	10,000	智慧城市建设、信息化领域管理、营销策划、技术开发等
黄石市国资文化旅游科技有限公司	100%	30,000	旅游业务、食品销售、房地产开发经营等
黄石市国资贸易有限公司	100%	20,000	销售成品油、化工产品（不含危险品）、矿产品等
黄石汇达资产经营有限公司	60.61%	16,500	对黄石市西塞山区政府授权范围内的国有资产经营管理、资产租赁，基础设施建设
黄石广电传媒集团有限公司	100%	3,000	组织文化艺术交流活动、教育咨询等
黄石晶贝新能源有限公司	51%	10,000	太阳能光电、配电产品及配件的设计、开发、生产和销售等
湖北鄂东市场发展经营有限公司	100%	10,000	房屋、场地租赁；餐饮管理；市政工程等
黄石市兴瑞智能输送装备产业园有限公司	60%	1,000	产业园区的开发建设、物业管理服务等
湖北国安检测认证集团有限公司	100%	10,000	检测服务、计量服务、工程咨询等
黄石市高新技术产业投资有限公司	54.55%	55,000	园区管理服务、会议及展览服务等
黄石市国资基金管理有限公司	100%	2,000	管理或受托管理股权类投资并从事相关咨询服务业务
黄石市国投资产管理有限公司	100%	100,000	对服务业、商业、房地产业投资管理等
黄石市国投房地产开发有限公司	100%	10,000	房地产开发、销售等
黄石兴港科技投资有限公司	78.74%	12,700	对黄石港区江北工业园基础建设项目、旧城改造项目的投资
黄石市国鑫新动力产业投资基金合伙企业（有限合伙）	100%	50,000	创业投资等

注：2023 年 6 月，黄石市国投资产管理有限公司注册资本变更为 300,000 万元。

资料来源：公司提供

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。