



2019年贵州金凤凰产业投资有限公司公司 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年贵州金凤凰产业投资有限公司公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
19 金凤凰/19 金凤凰债	AAA	AAA

评级观点

- 该评级结果是考虑到：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”）是兴仁市重要的基础设施建设和产业投资主体，近年来电解铝销售业务维持增长态势，同时中证鹏元也关注到，公司对外担保存在很大的代偿风险，同时面临较大的短期偿债压力和资金压力，资产流动性较弱，应收款项存在较大的回收风险等风险因素。重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“19 金凤凰/19 金凤凰债”的信用水平。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望，主要是考虑到电解铝行业景气度较高，公司收入仍有一定持续性。

评级日期

2023 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：郜宇鸿
gaoyh@cspengyuan.com

项目组成员：陈洪
chenh@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	2022	2021	2020
总资产	231.93	206.22	195.32
所有者权益	105.63	101.28	99.77
总债务	53.25	42.19	35.72
资产负债率	54.45%	50.89%	48.92%
现金短期债务比	0.44	0.34	1.84
营业收入	59.87	52.98	32.51
其他收益	2.77	0.12	0.23
利润总额	4.83	1.84	3.17
销售毛利率	12.02%	8.30%	9.10%
EBITDA	8.64	4.38	5.71
EBITDA 利息保障倍数	2.17	1.17	1.74
经营活动现金流净额	8.36	3.70	7.08

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司是兴仁市重要的基础设施建设和产业投资主体。**公司主要承接市本级、工业园区的基础设施建设项目，同时开展电解铝销售、厂房出租、担保、材料销售等多种经营业务。公司电解铝销售业务由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”）负责，受益于行业景气度较高及持续投入，电解铝销售业务规模维持增长态势。
- **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

- **公司存在很大的代偿风险。**截至 2022 年末，公司合并口径对外担保金额 61.62 亿元，占期末净资产的比重为 58.34% 其中部分被担保对象被列为被执行人，部分担保债务逾期未偿还，对民营企业、个人的担保规模较大，公司存在很大的代偿风险。截至 2023 年 6 月 20 日，公司存在 4 条被执行信息，被执行金额合计 5.54 亿元，均为未履行担保责任列入被执行人。
- **公司面临较大的短期偿债压力。**截至 2022 年末，公司总债务规模增长至 53.23 亿元，其中短期债务 24.42 亿元，现金短债比为 0.44。公司货币资金受限比例高且合并口径内货币资金主要来自子公司登高新材料，2022 年末本部货币资金余额仅 0.04 亿元，考虑到公司对登高新材料管控程度较低，而债务主要集中于公司本部，短期偿债能力进一步弱化。
- **公司资产流动性较弱，应收款项存在较大的回收风险。**公司资产以土地、工程项目、应收款项、固定资产为主，其中土地资产受限比例较高，短期内大规模变现难度较大；工程项目结算安排受政府资金安排影响，存在较大的不确定性；应收款项账龄较长，部分应收对象存在较大的回收风险。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2022 年末，公司在建代建项目及自营项目投资规模较大，尚需投入资金较多，公司面临较大的资金压力。
- **公司存在一定的安全生产、环保、税务风险。**登高新材料从事有色金属冶炼行业，在生产经营中可能发生安全事故、生产过程中产生的“三废”等对生态环境产生损害的问题。2023 年公司曾因欠税事宜被相关部门公告，需关注公司税务管理风险。

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_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	2/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	2/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
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					bbb+
外部特殊支持					5
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 bbb+，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是兴仁市重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，兴仁市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与兴仁市政府的联系非常紧密以及对兴仁市政府非常重要。同时，中证鹏元认为兴仁市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、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	AAA/19 金	2022-6-29	郜宇鸿、陈洪	城投公司信用评级方法和模型	阅读全文
	凤凰/19 金			(cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	
AA/稳定	AAA/19 金	2019-6-10	钟继鑫、邓艰	城投公司主体长期信用评级方法	阅读全文
	凤凰/19 金			(py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	

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 金凤凰/19 金凤凰债	10.00	8.00	2022-6-29	2026-8-19

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、债券募集资金使用情况

公司于2019年8月19日发行7年期10亿元企业债，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2023年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为15,576.61元。

三、发行主体概况

2022年8月，根据《兴仁市人民政府关于兴仁市金融服务中心工作相关事宜的专题会议纪要》（仁府专议【2022】4号），公司控股股东及实控人由兴仁市财政局变更为兴仁市金融服务中心¹。截至2022年末，兴仁市金融服务中心持有公司95.25%的股权，中国农发重点建设基金有限公司持股4.75%，公司股权结构图见附录三。

为整合国有资产，做优做强国有企业，2022年4月兴仁市人民政府印发《兴仁市国有企业分类管理暨重组（组建）工作方案（试行）》（仁府发【2022】7号），将不同类型的国有企业按照行业性质、企业未来发展方向撤并整合，重组为8家国有集团公司。根据规划，兴仁市政府将以金凤凰公司作为母公司组建“产投集团”，主要负责项目投融资和公共服务产品服务业务等，并计划划转多家子公司股权至金凤凰公司。

公司是兴仁市重要的基础设施建设和产业投资主体，承担兴仁市部分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。

四、运营环境

（一）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

¹ 兴仁市金融服务中心是兴仁市事业单位之一，负责全市经济、金融服务和协调工作，负责全市小额贷款公司和融资性担保公司等地方金融组织的日常管理工作，负责全市国有企业协调及服务工作。

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。

（二）区域经济和行业环境

兴仁市是黔西南州域副中心，依托煤电优势，“煤电网铝+”产业链初步形成，经济总量位列全州第二，但仍属于经济发展水平低、债务负担重的区域，2022年受工业、服务业下滑影响，经济总量和财政实力有所下降

区位特征：兴仁市是黔西南州域副中心，拥有丰富的煤炭资源，少数民族人口占比较高。兴仁市是黔西南州下辖的两个县级市之一，地处黔西南州中部，全市国土面积1,785平方公里，辖11个镇、1个民族乡、6个街道，于2018年撤县设市并退出贫困县，2022年底户籍人口57.32万，有汉、布依、苗、彝、回、黎、仡佬、瑶等34个民族，少数民族人口15.5万，占全市总人口的27%。兴仁市为黔西南州公路交通中心，“一横一纵”高速公路网持续完善，惠兴高速连通黔中都市圈，纳兴高速联系沪昆、广昆两大国家走廊；市区距兴义机场50公里，距南北盘江水运码头70余公里，但交通基础设施成网水平仍较低。兴仁市矿产资源丰富，煤炭资源已探明储量21.5亿吨，是国家地质矿产储量认定的“兴仁煤田”，是全国200个重点产煤市之一；黄金远景储量超过100吨，是贵州省首个工业产金市。

图 1 黔西南州区位图



图 2 兴仁市国土空间开发保护格局示意图



资料来源：黔西南州域国土空间总体规划（2021-2035年）（公众征求意见稿）、兴仁市国土空间总体规划编制工作推进情况

经济发展水平：兴仁市经济总量在黔西南州排名第 2，但经济发展水平欠佳，2022 年 GDP 同比下滑。2022 年兴仁市实现地区生产总值 209.85 亿元，经济总量仅次于黔西南州州府兴义市，但整体规模仍较小，三次产业结构由 2021 年的 16.9:40.8:42.3 调整为 2022 年的 18.06:39.02:42.92，二三产业占比仍较低。受工业、服务业下滑影响，2022 年 GDP 同比下降 4.8%，增速位列黔西南州倒数，其中二三产业分别下降 9.7%、下降 3.5%。2022 年规模以上工业增加值下降 6.3%，其中采矿业累计增加值下降 46.6%，主要系煤炭产量波动所致；受区域负面舆情频发，融资难度持续加大，基础设施、公共服务设施建设资金保障压力突出，加之产业投资动力不足，民间投资乏力等因素影响，2022 年固定资产投资同比降低 22.7%，对经济形成较大拖累；限额以上消费品零售总额下滑 32.4%，主要系宏观经济放缓所致。2022 年兴仁市房地产开发投资逆市增长 30.3%，房屋销售面积 12.37 万平方米，同比下降 63.4%。总的来说，兴仁市在黔西南州经济总量排名靠前，但整体经济发展水平仍欠佳，经济结构有待改善，2022 年增速降至末位，人均 GDP 下滑，需关注区域未来发展情况。

表1 2022 年黔西南州县级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
兴义市	546.54	-1.70%	54,404	37.76	45.25
兴仁市	209.85	-4.80%	49,645	12.48	21.35
安龙县	171.74	2.50%	45,981	12.84	8.9
贞丰县	167.75	-3.30%	55,018	10.76	11.92
望谟县	115.99	1.50%	49,760	-	-
普安县	112.21	-1.70%	46,541	6.78	2.38
晴隆县	95.4	-1.80%	41,103	6	2.73

册亨县	89.19	-0.30%	47,014	4.95	2.01
-----	-------	--------	--------	------	------

注：各县市人均GDP=2022年GDP/2021年末常住人口；册亨县2022年人均GDP采用第七次人口普查常住人口数据计算。
资料来源：各市/县2022年经济运行统计数据、国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表2 兴仁市主要经济指标及同比变化情况（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）	209.85	-4.8%	216.55	10.4%	191.64	3.5%
固定资产投资	-	-22.7%	-	2.6%	-	9.6%
社会消费品零售总额	-	-6.8%	-	12.9%	-	5.5%
进出口总额（万美元）	-	-	-	-	766.3	38.3%
人均 GDP（元）	49,645		51,035		44,962	
人均 GDP/全国人均 GDP	57.93%		62.81%		62.22%	

注：2022 年人均 GDP 系根据 2021 年末常住人口数据计算。

资料来源：兴仁市 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报、兴仁市 1-12 月经济运行情况（2022 年），中证鹏元整理

产业情况：依托煤电优势，“煤电网铝+”产业链初步形成，“煤电化”产业蓬勃发展。煤炭产能高位波动，煤炭储备中心建设有序推进，2022 年实施煤矿技改扩能 4 家，原煤过站量 585 万吨（较上年减少 91 万吨），供应电煤 407 万吨。以铝为中心的上下游产业链持续扩大，2022 年登高新材料成功竞拍 10 万吨电解铝指标，产能达 35 万吨，新增产值 25 亿元，居全省第三位，25 万吨再生铝生产线签约成功；上游路兴二期年产 15 万吨预焙阳极碳素等重点项目建成投产；下游签约引进 15 万吨高精铝制新材料、10 万吨铝型材一体化等项目，产业链持续延伸。化工产业加速推进，年产 100 吨高纯红磷和五氧化二磷一期、年产 1500 吨镍系列和 50 吨贵金属系列催化剂一期等项目建成投产。此外，纺织轻工、农业等传统优势产业稳步发展，鑫辉牧业一期建成投产，薏仁米精深加工规上企业达 5 家，农业龙头企业达 46 家，农产品加工转化率达 58%，“黔货出山”销售额 2.67 亿元。中证鹏元关注到，兴仁市农业现代化水平仍较低，产业结构中传统产业占比较大，新动能支撑作用较弱。

发展规划及机遇：兴仁市是黔西南州产业发展的“两大核心”之一。根据黔西南州《“十四五”工业发展规划》，兴仁市将以基础材料、化工及装备制造为主导产业，重点发展铝及铝加工、金属硅、电镀、汽车零部件、轨道交通零部件、煤化工、化工新材料、氟化工等产业。“十四五”期间，兴仁市仍以能源产业、铝产业为首位，打造煤电铝及铝加工产业集群；加快发展现代农业，力争薏仁米、生态畜牧 2 个产业综合产值突破 30 亿元。

财政及债务水平：兴仁市综合财政实力较弱，财政自给能力不足，债务负担重。兴仁市 2022 年实现一般公共预算收入 12.48 亿元，规模在黔西南州排名第 3；同比增长 15.51%，主要系国有资源有偿使用收入、契税收入大幅增长，税收收入实现 4.54 亿元，占比 36.38%，税收收入占比下降 4.08 个百分点。兴仁市一般公共预算收入规模较小，财政自给率很低，对上级政府转移支付较为依赖，2022 年获得上级补助收入 21.37 亿元。受土地出让安排、房地产市场波动影响，政府性基金收入规模有所波动，2022 年综合财政实力有所下降。

区域债务方面，兴仁市政府性债务规模较大，近年来维持一定增速，2022年末地方政府债务余额为109.96亿元，同比增长5.27%；投融资平台债务规模较大，金融债务展期违约频发，部分平台基本丧失融资能力，整体债务压力较大。兴仁市政府计划通过“控增量化存量”方式化解债务，用好用活风险缓释政策红利，通过“短期变长期、高息变低息、非标变标准”三个方式逐步实现结构优化。

表3 兴仁市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	12.48	10.80	9.89
税收收入占比	36.38%	40.46%	36.70%
财政自给率	22.67%	29.29%	28.65%
政府性基金收入	21.35	26.06	12.47
地方政府债务余额	109.96	104.46	99.02

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：兴仁市人民政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2022年末，兴仁市已发债投融资平台主要有2家，分别为贵州东湖新城市建设投资有限公司（以下简称“东湖建投”）和公司。根据仁府发【2022】7号文，兴仁市计划按照不同类型、行业性质、未来发展方向将市属国有企业重组为8家国有集团公司，分别为贵州能投产业集团有限公司、东湖城投集团（东湖建投作为母公司）、产投集团（金凤凰公司作为母公司）、水投集团（贵州省清航水资源开发建设管理有限公司）、扶投集团（兴仁市扶贫开发投资有限责任公司）、农投集团（兴仁市聚农薏苡仁投资有限责任公司）、建投集团（贵州恒创投资开发有限公司）、旅投集团（贵州放马坪文化旅游投资有限公司）。

表4 截至2022年末兴仁市投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
东湖建投	黔西南州财政局	74.42	63.26%	7.27	46.20	兴仁市重要的基础设施建设主体
金凤凰公司	兴仁市金融服务中心	105.63	54.45%	59.87	53.25	兴仁市基础设施建设及相关土地开发整理主体，同时开展电解铝生产销售、供水等经营性业务

注：金凤凰公司总债务不含债务调整项

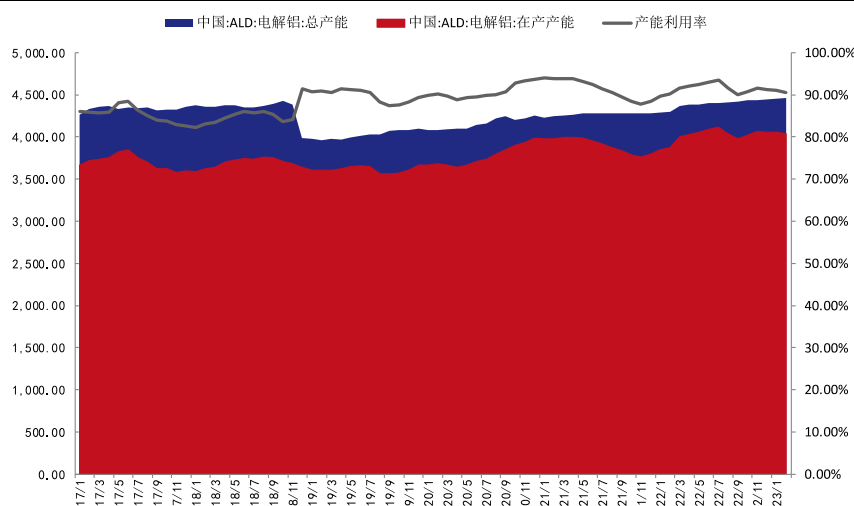
资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

电解铝中长期新增产能有限，短期扰动不断，供给端进一步承压，叠加新能源汽车发展带动需求扩张，支撑铝价维持高位，行业景气度较高

从供给端来看，2017年电解铝行业启动供给侧改革以来，我国电解铝产能“天花板”大致框定在4,500万吨左右。2023年2月末，我国电解铝总产能已达4,462万吨，产能利用率在90%左右，接近产能天花板，长期来看，供给侧增长有限。而短期供给扰动又进一步加剧了电解铝供应端紧张程度，电解铝行业为高耗电行业，2021年能耗双控政策，2022年9月至2023年3月云、贵、川等地多轮电力短缺事件均使

得电解铝在产产能出现不同程度的下滑。整体来看，在刚性总量约束下，叠加限电及“双碳”背景，预期国内电解铝供应将持续偏紧。

图 3 我国电解铝产能及产能利用率情况



资料来源：ALD、Wind，中证鹏元整理

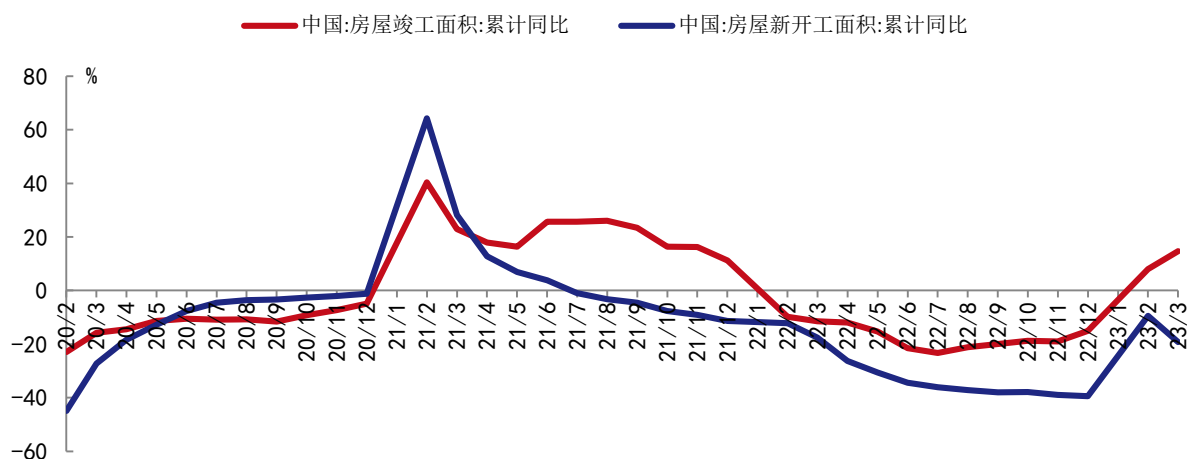
从需求端来看，电解铝下游需求主要为建筑业（基建+房地产，占比66%）、交通运输（10%）、耐用消费品（12%）和机械设备（10%）。基建方面，2023年政府专项债继续发力，新增地方政府专项债限额达3.80万亿元，虽较2022年实际发行量少2,000亿元，但仍处于历史最高水平；且2022年11月，财政部已提前下达2.19万亿元的2023年新增专项债额度，提前时间和规模均为首次。专项债前置发行，加上央行基建类项目资本金和专项再贷款等结构性政策工具支持，预计2023年基建投资将延续较高增长，1-2月，基础设施建设投资累计同比增速达12.18%，已较去年同期增长3.57个百分点，预期基建投资将继续发力拉动铝消费增长。

地产方面，因铝加工产品多用于屋面、门窗以及室内装修，在房地产产业链中属于偏后期的需求，与地产竣工直接相关。2023年2月以来，在“保交楼”政策支持下，竣工面积率先迎来好转，短期内地产端铝消费有望小幅反弹。但考虑到开工至竣工周期平均在3年左右，预计2023年地产竣工或触及低点，随着“保交楼”政策影响趋弱，地产用铝需求难见明显改善。

汽车方面，近年汽车轻量化趋势不断加快，根据《中国汽车工业用铝量评估报告（2016-2030）》，预计2030年乘用车和电动车单车用铝量将较2021年分别增长63.5%和63.8%。叠加新能源汽车高速发展背景，2023年一季度新能源汽车产销量分别同比增长27.7%和26.2%，新能源汽车将成为铝需求增长主要驱动力。

综合来看，虽短期内地产用铝需求修复效果有限，但新能源汽车及基建投资将持续发力，用铝需求仍有望提升。

图 4 2023 年 2 月房地产竣工面积率先恢复增长



资料来源：国家统计局、Wind，中证鹏元整理

铝产业链的利润呈现两头小、中间大的格局，电解铝属于相对强势环节，原料端主要起成本支撑作用。当前电力成本和氧化铝成本基本持稳，但预焙阳极价格自 2022 年 12 月以来持续回落，电解铝成本中枢下移。价格表现来看，2022 年一季度受地缘冲突以及欧洲能源价格高企影响，铝价迅速冲高。但随后即在全球经济衰退担忧下持续破位下行。2022 年 8 月，国内川渝和云南地区因干旱缺电出现大范围减停产，国外铝厂则在能源危机下出现停产等事件，供需双弱格局下，铝价进入震荡区间。目前铝价趋势未改，持续在 18,500 元/吨附近窄幅波动。

图 5 2022 年 7 月以来铝价持续处于震荡区间



资料来源：Wind，中证鹏元整理

总体而言，电解铝供给端扰动不断，需求有望小幅扩张，供需或将维持紧平衡状态，支撑铝价维持高位，但需持续关注政策环境和经济周期对行业的影响。

五、经营与竞争

公司是兴仁市重要的基础设施建设和产业投资主体，同时公司开展电解铝销售、厂房出租、担保、材料销售等多种经营业务，平台重要性较高，需关注对重要子公司的管控情况

公司主要承接兴仁市本级、工业园区的基础设施建设项目，同时下辖子公司登高新材料开展电解铝销售业务。公司电解铝销售业务具备较强的竞争优势，近年来持续较快发展，是公司营业收入及利润的主要来源；基础设施建设业务受财政资金安排影响，收入规模有所波动，未来结算时间仍存在较大的不确定性。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电解铝销售收入	56.88	95.02%	10.04%	51.80	97.79%	8.01%
废料销售收入	1.21	2.02%	100.00%	0.10	0.19%	100.00%
工程收入	0.59	0.98%	8.85%	0.70	1.33%	8.85%
材料销售收入	0.53	0.88%	15.07%	-	-	-
厂房出租收入	0.30	0.51%	24.61%	0.30	0.57%	23.42%
土地转让收入	0.17	0.29%	-13.12%	-	-	-
担保费收入	0.05	0.09%	100.00%	0.03	0.05%	100.00%
其他业务	0.13	0.21%	33.66%	0.04	0.07%	-36.52%
合计	59.87	100.00%	12.02%	52.98	100.00%	8.30%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）电解铝销售及废料销售业务

公司下辖子公司登高新材料是黔西南州“煤电网铝+”产业链核心企业，电解铝生产和销售业务具备较强的竞争优势，收入规模及盈利水平维持增长态势，但需关注公司对子公司实际管控情况

子公司登高新材料负责电解铝的生产和销售业务，公司引入贵州路兴实业有限公司（以下简称“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，公司按月向路兴实业支付运行管理费，运行管理费计入电解铝业务成本²。

表6 登高新材料电解铝主要经营数据

项目	单位	2022 年	2021 年
产能	万吨	35.28	25.02
产量	万吨	34.53	25.02

² 根据《贵州兴仁登高新材料有限公司电解铝生产代管合作协议》，公司支付的代管费用包括管理、财务、人力、商务、环保、综合等各项费用，费用结算模式为“基础费用+管理绩效”，其中基础费用为人工基本工资，管理绩效根据 KPI 指标、安全、消防和环保、设备等确定。

销量	万吨	34.53	24.91
销售均价	元/吨	19,400.00	18,000.00
销售额	亿元	66.00	44.00

资料来源：公司提供

登高新材料系黔西南州“煤电网铝+”产业链核心企业，总产能在西南区域排名靠前，同时享受黔西南州煤炭资源和电力资源优势，成本优势及区域优势明显。2022年8月登高新材料向遵义玉隆铝业有限公司购买10万吨电解铝生产指标，对价10.05亿元，同年第二条生产线落地，2022年电解铝产能由25.02万吨增长至35.28万吨，产能利用率维持高位。2023年2月，公司向山东南山铝业股份有限公司购买13.6万吨电解铝产能指标，标的总价9.02亿元，目前正处于公示阶段，落地后公司电解铝产能将提升至48.88万吨，规模优势进一步凸显。

登高新材料电解铝销售主要采用经销模式，前五大客户主要为贸易商，终端客户主要系周边企业。2022年随着电解铝行业下游需求较好，销售均价提升至1.94万元/吨，当期电解铝业务实现收入56.88亿元。采购方面，登高新材料铝水原材料主要为氧化铝、碳素阳极等；此外，用电成本对电解铝的生产成本影响也较大。2022年，登高新材料生产成本为1.6万元/吨，同比增长2.89%，黔西南州电力资源丰富，用电均价远低于国内平均水平，2022年登高新材料用电均价为0.51元/千瓦时（不含税），有效降低电解铝生产成本。受电解铝下游需求回暖销售价格提升影响，2022年电解铝销售业务毛利率提升2.03个百分点至10.04%。

随着登高新材料业务规模扩大，公司经营过程中产生的废料、废渣处置收入有所提升，2022年公司废料销售业务收入为1.21亿元，毛利率100%，对公司利润形成较好补充。

整体来看，我国电解铝产能存在刚性总量约束，随着公司持续投入，公司电解铝生产业务已初具规模优势，在国内电解铝供应持续偏紧及黔西南州具有较强的电力优势的背景下，公司电解铝销售业务仍具备较强竞争优势，收入具备一定的可持续性。中证鹏元关注到，截至2023年5月末，公司和贵州能投产业集团有限公司分别持有登高新材料51%和49%的股权，实际业务中公司不参与登高新材料的业务管理，需关注公司对子公司的实际管控情况。

（二）基础设施建设业务

公司主要负责工业园区及部分学校、道路的基础设施代建项目，近年来结转规模较小；公司在建代建项目规模较大，仍面临较大的资金压力，且结算时间存在一定的不确定性

公司是兴仁市基础设施建设投资业务主体，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。

2022年公司主要结算的项目为飞跃大道，当年结算收入为0.59亿元，结算规模有所下降，毛利率较为稳定。跟踪期内，公司主要投入建设农村基础设施建设项目、兴仁一中、巴铃重工区基础设施配套和运煤专线项目，截至2022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34.86亿元，尚需投资39.52亿元；同期末存货中开发成本余额合计38.15亿元，未来待结算资源充足。

整体而言，公司在建及未结转的代建项目较多，未来收入仍有一定保障，但受兴仁市财政资金较为紧张影响，结算及回款时间存在较大的不确定性；此外，项目尚需投资规模较大，公司仍面临较大的资金压力。

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	计划总投资	累计投资	尚需投资
农村基础设施建设	13.33	12.70	0.63
飞跃大道	2.86	0.45	2.41
金凤凰大道	1.25	0.66	0.58
兴仁六中	1.52	0.41	1.11
兴仁市职业技术学校	2.32	2.61	0.00
兴仁一中	3.08	2.88	0.20
土地开发整理（陆关、巴铃）	0.68	0.58	0.10
运煤专线	4.02	3.57	0.44
巴铃旅游小镇	3.66	2.15	1.51
巴铃重工区基础设施配套	2.86	2.65	0.22
鲁础营回族乡小城镇建设	2.91	0.65	2.27
脱贫攻坚	31.75	1.71	30.04
巴铃重工区其他项目	-	3.83	0.00
合计	70.25	34.86	39.52

资料来源：公司提供

（三）其他业务

公司涉及材料销售、担保等多个业务板块，同时自营项目进入运营期，但各项业务规模较小，担保业务面临一定的代偿风险，需关注自营项目收益及进度不及预期风险

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，主要为对个人及兴仁市内民营企业的担保，担保范围以农业生产、商贸零售、食品饮料、纺织等行业为主。截至2022年末，金凤凰担保期末在保责任余额为7.75亿元，较2021年有所下滑，系被担保主体债务陆续偿付所致。2022年金凤凰担保的担保代偿共1户，担保代偿率为0.71%。考虑到担保的民营企业规模均较

小，在宏观经济下行背景下，金凤凰担保面临一定的代偿风险。

表8 公司担保业务情况

指标	2022 年	2021 年
期末在保责任余额（万元）	77,534.65	84,300.00
在保户数（企业和个人）	83	95
担保代偿户数	1	2
担保代偿率	0.71%	1.68%

资料来源：公司提供

公司在建自营项目较多，主要为工业园区厂房、供水等项目建设，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，截至 2022 年末，兴仁工业园陆官轻工区（标准厂房）可出租面积为 46.01 万平方米，该厂房已整体出租给政府，厂房出租收入规模稳定，2022 年实现厂房出租收入 0.30 亿元；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。

中证鹏元关注到，本期债券募投项目建设进度及项目收益均不及预期，2022 年仅有少量资金投入建设，实际完工时间存在不确定性；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9 截至 2022 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

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）	14.84	10.44	租赁
黔西南州兴仁市薏仁米国际交易市场	5.11	3.48	租赁
巴铃重工区供水（一期）工程	1.60	0.80	水费
兴仁市巴铃重工业园区污水处理厂	0.59	0.41	收费
合计	22.14	15.13	-

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

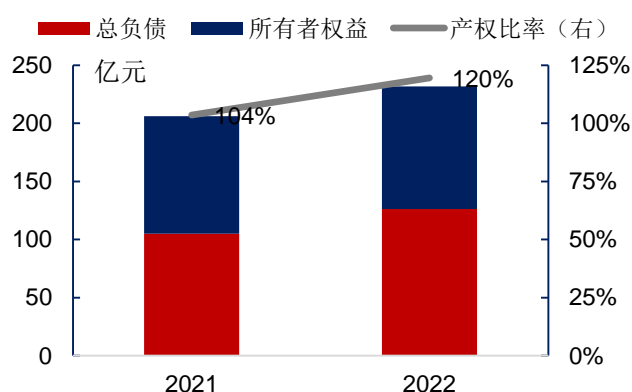
以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021-2022 年审计报告，审计报告均按照企业会计准则的规定编制。跟踪期内，公司出资设立贵州腾飞实业有限公司，主营机动车、电子产品和日用产品修理业务。截至 2022 年末，纳入公司合并报表范围的子公司共 7 家，详见附录五。

资本实力与资产质量

受益于经营积累和融资规模的扩大，公司资本实力及资产规模均有一定增长，公司资产仍以土地、工程项目、应收款项、固定资产为主，符合公司业务特性，应收款项账龄较长，部分应收对象存在较大的回收风险

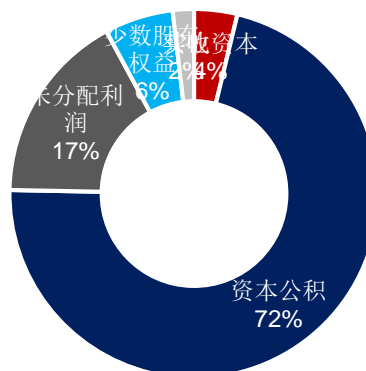
受益于经营利润累积，2022年末公司所有者权益增长至105.63亿元，同比增长4.30%。随着经营规模的扩大及公司加大融资力度，2022年公司负债总额同比增长20.35%，综合作用下，期末产权比率持续上升至120%，所有者权益对负债的覆盖程度较弱。

图 6 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 7 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

随着业务规模的扩大及公司加大融资力度，2022年公司资产规模同比增长12.47%至231.93亿元，仍以存货、固定资产和应收款项为主。

公司存货主要为拟开发土地和开发成本，随着项目建设持续投入，公司存货规模小幅增长。截至2022年末，公司存货中拟开发土地共130宗，较上一年度减少4宗，新增2宗，账面价值合计69.88亿元，总面积为611.19万平方米，主要系商住及工业用地，其中政府投资或注入的土地价值2.45亿元，其余为公司通过招拍挂取得；开发成本38.15亿元，系公司在建及已完工待结转基础设施建设项目。截至2022年末，公司存货中受限资产规模为42.53亿元，主要为用于抵押借款的土地资产，占土地资产账面价值的60.86%，受限比例较高。

随着公司业务规模的扩大，公司应收款项有所增长，部分款项账龄较长，应收对象存在一定的信用风险，公司存在较大的回收风险。截至2022年末，公司应收账款账面余额为9.51亿元，其中应收政府及相关单位、关联方款项占比35.61%，前五大应收对象中，应收兴仁市基本建设投资有限责任公司（黔西南州工业投资（集团）有限公司下属企业）款项5.76亿元，账龄为3-4年，累计计提坏账准备2.89亿元，回收进度存在不确定性。公司其他应收款为往来款，2022年同比增长69.23%至25.13亿元，主要系子公司登高新材料其他应收款大幅增长所致。2022年末公司应收兴仁县登高铝业有限公司（以下简称“登高铝业”）的代偿款3.07亿元，计提坏账准备合计2.67亿元，登高铝业目前无实际经营，2017年登高新材

料通过股权收购，取得登高铝业100%股权，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，信用风险很大。公司与贵州铝锦商贸有限公司（以下简称“铝锦商贸”，控股股东为兴仁市金融服务中心）往来频繁，截至2022年末，应收铝锦商贸往来款项5.53亿元，预付氧化铝、阳极炭块采购款至铝锦商贸7.08亿元，需关注单一对象信用风险。

截至2022年末公司货币资金余额为11.61亿元，其中10.10亿元因银行承兑汇票保证金或借款质押担保而受限，0.85亿元系担保业务的担保保证金，可动用资金规模较小。公司固定资产主要是登高新材料的房屋及机器设备、公司本部持有的办公楼等，规模受折旧影响小幅下降。公司在建工程主要系自营项目建设成本，2022年公司加大登高新材料300kt/a铝板带加工及配套铝液项目建设投入，在建工程规模有所增长。2022年登高新材料购入10万吨电解铝生产指标，无形资产规模大幅增长。

截至2022年末，公司受限资产规模合计57.39亿元，占当期总资产规模的24.74%，主要系受限土地资产、房产、货币资金，用于保证金和借款抵质押。

整体而言，公司资产以土地、工程项目、应收款项、固定资产为主，其中土地资产受限比例较高，短期内大规模变现难度较大，工程项目结算安排受政府资金安排影响，存在较大的不确定性，应收款项账龄较长，部分应收对象存在较大的回收风险，公司资产流动性较弱。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.61	5.00%	5.61	2.72%
应收账款	6.62	2.85%	9.72	4.72%
其他应收款	25.13	10.84%	14.85	7.20%
存货	110.55	47.67%	108.49	52.61%
流动资产合计	169.09	72.91%	154.30	74.82%
固定资产	29.31	12.64%	31.72	15.38%
在建工程	9.18	3.96%	6.61	3.20%
无形资产	13.97	6.02%	4.51	2.19%
非流动资产合计	62.83	27.09%	51.92	25.18%
资产总计	231.93	100.00%	206.22	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022 年公司主营业务发展良好，盈利能力有所提升，未来仍具备一定的可持续性，政府补助对公司利润形成较好补充，未来需关注政府补助的持续性

随着电解铝产能释放及单价提升，2022年公司营业收入同比增长13.00%，其中电解铝销售业务及其生产过程中产生的废料处置收入合计占比97.04%，是公司收入的主要来源。受政府财政资金安排影响，

2022年公司结转工程收入规模较小。此外，公司涉及材料销售、厂房出租、土地转让和担保等多个业务板块，收入规模较小。考虑到公司持续扩大电解铝产能，且下游需求向好，预计未来公司收入仍有较强的持续性。

2022年公司销售毛利率提升3.72个百分点，主要系电解铝销售业务毛利率随着售价提升有所改善，同时废料销售业务毛利率为100%，对公司利润形成良好补充。工程收入、厂房出租业务及担保费业务毛利率较为稳定。总体而言，公司主营业务发展势头良好，盈利能力有所提升，未来仍具备一定的持续性。

2022年公司计提信用减值损失2.62亿元，主要系计提应收款项坏账准备，对当期利润形成了一定侵蚀；政府补助有效提升公司利润水平，2022年公司共获得政府补助2.77亿元，主要系基础设施建设补贴，基于2022年以来兴仁市财政收支矛盾压力加大，未来需关注政府补助的持续性。综合影响下，2022年公司利润总额大幅增长。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	59.87	52.98
营业利润	4.87	1.89
其他收益	2.77	0.12
利润总额	4.83	1.84
销售毛利率	12.02%	8.30%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务持续增长，一年内到期债务规模较大，货币资金集中于子公司，公司本部现金保有量很低，短期面临较大的偿债压力

2022年公司加大筹资力度，总债务规模增长至53.25亿元，仍主要由银行借款、应付债券、非标借款、应付票据构成。公司短期借款主要系抵押借款和保证借款，2022年规模有所增长。随着电解铝销售规模的扩大，公司应付票据规模同比增长92.00%，均为银行承兑汇票。公司一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款和应付债券，此外，另有短期应付贵金所非标融资产品0.82亿元列入其他流动负债科目。公司长期借款主要系抵押、保证和质押借款，抵质押物主要为公司土地资产。应付债券主要系本期债券及贵金所私募债券。

从债务到期分布看，公司刚性债务一年内到期规模为17.53亿元，其中本期债券将于2023年8月还本付息2.61亿元，考虑到未受限货币资金规模较小，公司仍面临较大的短期偿债压力。

表12 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
------	--------	------	-------	-------	-------	-------

银行借款	5.76%	32.69	12.57	5.07	5.85	9.21
债券融资	7.60%	8.23	2.23	2.00	2.00	2.00
非标融资	8.24%	2.73	2.73	-	-	-
合计	--	43.65	17.53	7.07	7.85	11.21

注：上表中债务不包含公司应付票据

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

经营性债务方面，公司应付账款主要为应付工程款，其中应付中国有色金属工业第十四冶金建设公司的工程款规模较大，占期末应付账款余额的48.88%，为应付铝板带加工及配套铝液工程项目工程款项。公司其他应付款主要是应付关联公司往来款项，整体规模有所增长。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.90	4.67%	3.00	2.86%
应付账款	20.24	16.03%	21.82	20.80%
应付票据	9.60	7.60%	5.00	4.76%
合同负债	6.29	4.98%	7.24	6.90%
其他应付款	42.58	33.72%	30.46	29.03%
一年内到期的非流动负债	8.09	6.41%	6.00	5.72%
流动负债合计	97.46	77.17%	76.75	73.14%
长期借款	21.71	17.19%	20.04	19.09%
应付债券	7.12	5.64%	8.00	7.62%
非流动负债合计	28.83	22.83%	28.19	26.86%
负债合计	126.29	100.00%	104.94	100.00%
总债务	53.25	42.16%	42.19	40.21%
其中：短期债务	24.42	19.33%	14.00	13.35%
长期债务	28.83	22.83%	28.19	26.86%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，随着融资规模的扩大，2022年末公司资产负债率提高至54.45%，整体负债经营水平较高。2022年公司现金短债比为0.44，现金类资产对短期债务的覆盖程度仍很低，短期偿债压力较大。考虑到公司货币资金主要来自登高新材料，2022年末公司本部货币资金余额仅0.04亿元，同时公司本部承担了较大规模的债务，短期偿债能力指标表现或进一步走弱。受益于盈利能力提升，公司EBITDA利息保障倍数有所提升，公司主要利润来自登高新材料，需关注公司对登高新材料的管控能力。

截至2022年末，公司共获得银行授信42.62亿元，其中尚未使用授信额度为13.14亿元，尚未使用额度较低。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	54.45%	50.89%
现金短期债务比	0.44	0.34
EBITDA 利息保障倍数	2.17	1.17

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司存在一定的安全生产、环保、诉讼、税务风险，需关注对子公司的管控情况

环境方面

子公司登高新材料从事有色金属冶炼行业，具备高耗能、重污染等特征，已列入 2023 年度环境监管重点单位名录，登高新材料在生产经营中可能发生安全事故、生产过程中产生的“三废”等对生态环境产生损害的问题。

社会方面

因对东湖建投、兴仁市人民医院承担连带责任保证担保的债务逾期，公司因未履行担保责任被列为被执行人。公司对外担保规模较大，未来随着债务陆续到期，涉诉案件及金额存在进一步增加的可能。

公司与登高铝业存在股权收购合同纠纷及相关诉讼。2017 年登高新材料与登高铝业原股东（两名自然人）签订《股权收购合同》，约定登高新材料收购原股东持有的登高铝业 100% 股权及电厂的部分资产，收购价款以经第三方专业机构出具的评估结论作为收购价款的参考依据，评估基准日为 2017 年 10 月 31 日，同时拟定双方确认的《债务清单》，在《债务清单》之外的债权债务由原股东自行承担并负责清偿。2017 年 11 月，登高铝业工商变更完成。由于登高铝业原股东提供大量虚假材料，导致第三方公司出具的评估结果（14.58 亿元）远超双方锚定的意向收购价款（7 亿元），双方在合同价款上出现分歧。登高铝业原股东于 2018 年提起上诉要求公司按照评估结果支付 14.58 亿元股权收购款，该案件目前仍在贵州省高级人民法院审理中。此外，因登高铝业工商变更已完成，登高铝业债权人提起一系列诉讼要求登高新材料承担连带清偿责任，相关法院均未支持该诉求。截至 2023 年 6 月 21 日，登高铝业共存在 55 笔被执行记录，登高新材料尚无被执行记录。

根据国家税务总局黔西南州税务局 2023 年第一期欠税公告，公司欠税余额合计 1.79 亿元，主要是企业所得税、城镇土地使用税和增值税。根据公司提供的说明，截至 2023 年 6 月 21 日，公司所欠税额尚未缴纳。

治理方面

2022年，兴仁市人民政府任命张贵为公司法定代表人、副董事长及副总经理，暂代履行董事长职责，同时对公司董事会成员进行一定调整。张贵先生曾任职于雨樟镇人民政府、兴仁县卫生和食品药品监督管理局、东湖建投、贵州振兴市政建设投资有限公司等。

根据仁府专议【2022】7号文，子公司登高新材料由贵州能投产业集团有限公司（以下简称“能投公司”，持有登高新材料49%的股权）负责管理，公司对登高新材料人事、财务、业务等未实际管控，需关注公司对子公司的管控情况。

（二）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6月6日），公司本部不存在未结清不良类信贷账户；已结清信贷信息存在次级账户1个，关注类账户16个，根据公司提供的说明，公司已结清信贷账户存在的次级账户、关注类账户系公司对贵州兴仁农村商业银行、万向信托股份有限公司、国家开发银行的借款逾期所致，截至2023年6月14日，相关借款已偿还。

（三）或有事项分析

截至2022年末，公司合并口径对外担保金额61.62亿元，占期末净资产的比重为58.34%。公司本部担保金额为36.07亿元，担保对象主要为兴仁市国有事业单位，其中对东湖建投、兴仁市人民医院的担保金额为19.95亿元，截至2023年6月16日，上述被担保方存在被执行记录；登高新材料对外担保金额为17.80亿元，主要系对当地国有企事业单位担保，其中对贵州振兴市政建设投资有限公司担保金额1.30亿元，截至2023年6月16日，该公司存在被执行记录；金凤凰担保对外担保金额合计7.75亿元，主要为对民营企业、个人及个体工商户的担保。

截至2022年末，公司合计11.55亿元担保已超过到期日，主要系对东湖建投、民营企业、个人及个体工商户的担保，被担保方因资金紧张尚未偿还。2022年及2023年1-5月，公司仅有金凤凰担保一笔代偿事项，其余担保逾期债务均未发生代偿。公司对外担保规模较大，部分被担保方被列为被执行人，对民营企业、个人担保规模较大，同时存在一定规模的逾期未偿还担保，存在很大的代偿风险。

表15 截至 2022 年末公司本部、登高新材料对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保方	担保到期日
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	2.10	公司本部	2035/3/18
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	0.58	公司本部	2022/9/24
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	0.66	公司本部	2019/12/31
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	0.24	公司本部	2023/12/28
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	0.68	公司本部	2022/5/3
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	0.24	公司本部	2022/6/25
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	0.72	公司本部	2021/3/15
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	0.71	公司本部	2021/8/8

贵州东湖新城市建设投资有限公司*	2.45	公司本部	2022/12/30
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	0.85	公司本部	2022/12/30
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	2.20	公司本部	2012/11/3
兴仁市人民医院*	0.27	公司本部	2024/8/26
贵州恒创投资开发有限公司	0.08	公司本部	2038/8/16
贵州恒创投资开发有限公司	0.50	公司本部	2030/8/31
贵州恒创投资开发有限公司	0.47	公司本部	2038/8/16
贵州恒创投资开发有限公司	0.49	公司本部	2038/8/16
贵州恒创投资开发有限公司	0.30	公司本部	2030/8/31
贵州恒创投资开发有限公司	0.40	公司本部	2030/8/31
贵州恒创投资开发有限公司	0.40	公司本部	2030/8/31
贵州恒创投资开发有限公司	0.94	公司本部	2038/8/16
贵州恒创投资开发有限公司	1.57	公司本部	2040/2/4
贵州兴仁薏仁米实业有限公司	0.10	公司本部	2027/9/20
贵州兴仁薏仁米实业有限公司	0.82	公司本部	2027/9/20
贵州泛亚实业（集团）有限公司	0.28	公司本部	2024/1/24
兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司	4.19	公司本部	2034/4/29
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	0.79	公司本部	2036/9/26
贵州振兴文化传媒有限公司	0.04	公司本部	2025/12/19
贵州薏品康医药投资有限公司	0.10	公司本部	2025/6/28
兴仁市人民医院*	0.03	公司本部	2023/3/24
兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司	1.22	公司本部	2024/9/27
兴仁市宏盛源水务有限公司	2.00	公司本部	2041/4/26
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	1.90	公司本部	2022/7/26
贵州畅兴实业有限公司	0.03	公司本部	2023/11/28
兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司	0.22	公司本部	2025/3/30
贵州仁山仁海生态产业发展有限公司	0.01	公司本部	2023/3/7
黔西南州山地旅游开发有限公司	0.03	公司本部	2023/3/7
贵州在水一方食品有限公司	0.01	公司本部	2025/10/20
兴仁市江宸商贸有限公司	0.03	公司本部	2025/1/11
贵州省清航水资源开发建设管理有限公司	0.03	公司本部	2024/1/11
兴仁市铭润水业有限公司	0.01	公司本部	2024/10/20
兴仁市雨露水利水电发展有限责任公司	0.01	公司本部	2024/10/20
贵州铝义物流信息有限公司	0.01	公司本部	2024/10/20
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	0.02	公司本部	2021/5/12
贵州东湖新城市建设投资有限公司*	5.50	公司本部	2026/7/30
兴仁市扶贫开发投资有限责任公司	1.82	公司本部	2035/3/18
贵州黔州市政工程有限公司	8.30	登高新材料	2025/12/5
贵州泓宸达鑫商贸有限公司	6.00	登高新材料	2025/11/26

贵州新生泰建筑工程有限公司	1.70	登高新材料	2025/12/5
贵州振兴市政建设投资有限公司*	1.30	登高新材料	2032/10/16
贵州黔洲市政工程有限公司	0.50	登高新材料	2025/12/5

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；*表示截至 2023 年 6 月 16 日，被担保方存在被执行记录

数据来源：公司提供，中证鹏元整理

根据中国执行信息公开网信息查询结果，截至2023年6月20日，公司共有4条被执行信息，合计被执行金额为5.54亿元，其中（2022）湘0104执1460号、(2022)甘01执149号、（2021）浙01执1440号系公司为东湖建投对外融资提供连带责任保证担保产生，(2023)京0102执8587号主要系公司为兴仁市人民医院提供连带责任保证担保产生。公司被执行金额较大，或将对公司经营、财务和信用状况产生较大不利影响。

表16 截至 2023 年 6 月 20 日公司被执行信息（单位：万元）

序号	立案时间	案号	执行法院	标的金额
1	2022 年 2 月 14 日	(2022) 湘 0104 执 1460 号	长沙市岳麓区人民法院	9,438.66
2	2022 年 2 月 14 日	(2022)甘 01 执 149 号	兰州市中级人民法院	39,295.78
3	2023 年 06 月 07 日	(2023)京 0102 执 8587 号	北京市西城区人民法院	1,253.76
4	2021 年 12 月 16 日	(2021) 浙 01 执 1440 号	浙江省杭州市中级人民法院	5,447.22
合计				55,435.42

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

总的来说，公司对外担保规模较大，多家被担保方存在被执行记录，逾期未偿还担保金额较大，公司对东湖建投、兴仁市人民医院的担保因未履行担保责任被列为被执行人，公司面临很大的代偿风险。

八、外部特殊支持分析

公司是兴仁市政府下属重要企业，兴仁市金融服务中心直接持有公司95.25%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，兴仁市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与兴仁市政府的联系非常紧密。公司由兴仁市人民政府全资拥有（剔除明股实债后），公司主要的收入、利润和政府支持均来自兴仁市政府及相关单位，兴仁市政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，预计股权关系将维持稳定。

（2）公司对兴仁市政府非常重要。尽管政府在付出一定的努力和成本的情况下可以取代公司，但是公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，在基础设施建设方面对兴仁市政府的贡献很大，且公司作为兴仁市重要的基础设施投融资与运营主体，已公开发行债券，若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、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

峡担保成立于2006年4月，原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，初始注册资本5亿元，全部由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（原重庆渝富资产经营管理有限公司，以下简称“渝富集团”）出资。此后，历经数次股权变更和增资扩股，截至2022年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）持股50.00%，三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）持股33.33%，国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）持股16.67%；三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

三峡担保的业务板块主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。虽然 2021 年债券类担保和借款类担保规模大幅增长，但同期解除担保规模较大，三峡担保的期末担保余额增幅不大。2022 年三峡担保进行了业务调整，借款类融资担保发生额大幅下降，非融资担保业务发生额大幅增长。截至 2022 年末，三峡担保的担保余额为 952.79 亿元，其中债券类担保余额占比为 71.89%。

表17 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	584.35	658.33	284.35
其中：债券类担保	178.90	192.48	44.27
借款类担保	153.61	315.59	104.44
其他融资担保	4.50	0.00	0.00
非融资担保	247.34	150.26	135.64
当期解除担保额	532.67	605.66	276.97
期末担保余额	952.79	901.12	848.44
其中：债券类担保余额	684.96	651.32	619.81
借款类担保余额	161.04	165.98	135.27
其他融资担保	4.17	1.25	2.41
非融资担保余额	102.63	82.57	90.96
融资担保责任余额	494.87	480.20	356.28
融资担保责任余额放大倍数（X）	7.19	8.49	6.33

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

三峡担保的债券担保业务客户以城投平台为主，发行人主体信用级别以 AA 为主，客户主要分布在重庆、湖北、四川、江西、山东和湖南等地，担保的债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN 等债券品种，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施，收费标准平均为 1.2%/年左右。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。

三峡担保的借款类担保业务客户群体为政府平台和小微企业。政府平台集中在重庆市 38 个区县，另有少量位于成都市，相关业务余额基本保持稳定。为支持中小微企业和三农的发展，近年来三峡担保

持续加大产品创新力度，陆续开发推出速贷保、科技贷、易贷保等标准化普惠金融担保产品。截至 2022 年末，三峡担保的借款类担保余额为 161.04 亿元。

三峡担保的非融资担保业务主要为投标担保、工程履约保函担保和诉讼保全担保。2020 年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，于当年 4 月开具首单电子投标保函，近年来非融资担保业务规模快速增长，2022 年非融资担保发生额为 247.34 亿元，期末余额为 102.63 亿元。

截至 2022 年末三峡担保的资产总额为 119.83 亿元，主要由货币资金、金融投资资产、存出保证金、和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 18.20 亿元、38.22 亿元、31.51 亿元和 10.56 亿元。三峡担保的金融投资主要为委托贷款和债券投资，委托贷款对象主要为城投企业，债券投资的发行主体均为政府平台，主要由三峡担保及其他专业担保公司进行增信，截至 2022 年末委托贷款和债券投资的账面价值分别为 8.29 亿元和 27.89 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.21 亿元和 0.03 亿元，考虑到逾期委托贷款比例较高，需关注委托贷款的信用风险。

截至 2022 年末三峡担保的负债总额为 41.21 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、其他应付款、应付债券组成，同期末上述负债余额分别为 17.94 亿元、11.10 亿元、3.40 亿元和 2.38 亿元，其中其他应付款主要包括应付债权受让款 1.71 亿元和应付借款 1.09 亿元。

三峡担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产和小额贷款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，三峡担保的营业收入和盈利能力持续提升，2022 年三峡担保实现营业收入 11.34 亿元，其中已赚担保费的收入占比为 74.95%，当期实现净利润 4.49 亿元，净资产收益率为 6.17%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，近年来三峡担保的当期代偿额持续增长，2022 年发生代偿 6.70 亿元，当期回收 2.20 亿元。截至 2022 年末，三峡担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.34% 和 40.19%，在城投平台类企业融资政策收紧以及中小企业经营压力上升的背景下，需持续关注三峡担保的在保项目风险情况和代偿回收情况。

表18 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	119.83	110.25	108.61
其中：货币资金	18.20	18.09	17.82
应收代偿款净额	10.56	9.28	7.29
所有者权益合计	78.63	66.85	67.90
营业收入	15.13	12.95	10.74
其中：已赚担保费	11.34	9.04	6.92
利息收入	3.32	3.31	2.18
净利润	4.49	3.76	2.95
净资产收益率	6.17%	5.57%	4.30%
累计担保代偿率	1.34%	1.35%	1.44%
累计代偿回收率	40.19%	40.87%	34.81%

拨备覆盖率	329.56%	350.74%	379.05%
-------	---------	---------	---------

资料来源：三峡担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保的控股股东为渝富控股，其余股东三峡资本和国开金融均为实力强劲的地方国企、央企，实际控制人为重庆市国资委。近年来三峡担保积极为重庆市中小微企业提供融资担保服务，提升中小微企业融资能力，在重庆地区经济发展中发挥较为重要作用，重庆市政府对其具有较强的支持意愿，为三峡担保长期稳定发展提供了保障。

综上，三峡担保股东综合实力雄厚，可在业务拓展、资本补充等方面为三峡担保提供较大力度的支持；受益于担保业务规模的较快增长，近年来三峡担保已赚担保费持续攀升，利润规模不断增长。同时中证鹏元也关注到，三峡担保的代偿规模较大，需持续关注其代偿风险和追偿进展；担保业务区域集中度较高；融资担保责任余额放大倍数高，面临一定的资本补充压力。

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

兴仁市地处黔西南州中部，经济总量位列全州第二，矿产资源丰富。近年来兴仁市工业保持较快增长，区域经济实力提升。公司系兴仁市重要的产业投资平台，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。虽然公司债务规模较大，且持续的项目建设对资金的需求较大，公司面临较大的偿债压力，公司存在部分非标借款展期的情况，但公司基础设施建设业务持续性较强，电解铝业务实现大幅增长，且持续获得政府一定力度的支持，整体来看，抗风险能力尚可。

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金凤凰/19金凤凰债”的信用等级为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）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	11.61	5.61	4.67
其他应收款	25.13	14.85	20.13
存货	110.55	108.49	100.47
流动资产合计	169.09	154.30	142.30
固定资产	29.31	31.72	32.96
在建工程	9.18	6.61	6.56
非流动资产合计	62.83	51.92	53.02
资产总计	231.93	206.22	195.32
短期借款	5.90	3.00	0.00
应付账款	20.24	21.82	23.89
应付票据及应付账款	29.84	26.82	23.89
其他应付款	42.58	30.46	32.91
一年内到期的非流动负债	8.09	6.00	2.01
流动负债合计	97.46	76.75	61.64
长期借款	21.71	20.04	23.05
应付债券	7.12	8.00	10.21
非流动负债合计	28.83	28.19	33.91
负债合计	126.29	104.94	95.55
其中：短期债务	24.42	14.00	2.01
总债务	53.25	42.19	35.72
所有者权益	105.63	101.28	99.77
营业收入	59.87	52.98	32.51
营业利润	4.87	1.89	-0.03
其他收益	2.77	0.12	0.23
利润总额	4.83	1.84	3.17
经营活动产生的现金流量净额	8.36	3.70	7.08
投资活动产生的现金流量净额	-12.31	-1.15	-1.59
筹资活动产生的现金流量净额	2.39	-4.05	-3.26
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	12.02%	8.30%	9.10%
资产负债率	54.45%	50.89%	48.92%
短期债务/总债务	45.85%	33.19%	5.64%
现金短期债务比	0.44	0.34	1.84
EBITDA（亿元）	8.64	4.38	5.71
EBITDA 利息保障倍数	2.17	1.17	1.74

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 三峡担保主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	18.20	18.09	17.82
应收代偿款	10.56	9.28	7.29
委托贷款	0.00	0.00	6.67
发放贷款	4.57	4.56	4.50
债权投资	7.88	8.29	0.00
其他债权投资	25.14	18.47	0.00
存出保证金	31.51	28.64	26.52
可供出售金融资产	0.00	0.00	20.18
其他资产	8.17	10.95	15.30
资产总额	119.83	110.25	108.61
未到期责任准备金	17.94	16.21	12.72
担保赔偿准备金	11.10	11.05	10.03
存入保证金	2.30	2.53	2.90
应付债券	2.38	5.87	5.99
其他负债	3.64	4.33	7.16
负债总额	41.21	43.40	40.70
实收资本	51.00	48.30	48.30
所有者权益合计	78.63	66.85	67.90
营业收入	15.13	12.95	10.74
已赚担保费	11.34	9.04	6.92
营业利润	6.35	5.36	4.05
利润总额	6.33	5.32	3.97
净利润	4.49	3.76	2.95
经营和财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
期末担保余额	952.79	901.12	848.44
融资担保余额	850.17	818.55	757.49
非融资担保余额	102.63	82.57	90.96
融资担保责任余额	494.87	480.2	356.28
融资担保责任余额放大倍数	7.19	8.49	6.33
当期担保代偿率	1.26%	0.97%	1.33%
累计担保代偿率	1.34%	1.35%	1.44%
累计代偿回收率	40.19%	40.87%	34.81%
拨备覆盖率	329.56%	350.74%	379.05%
总资产收益率	3.90%	3.43%	2.49%
净资产收益率	6.17%	5.57%	4.30%

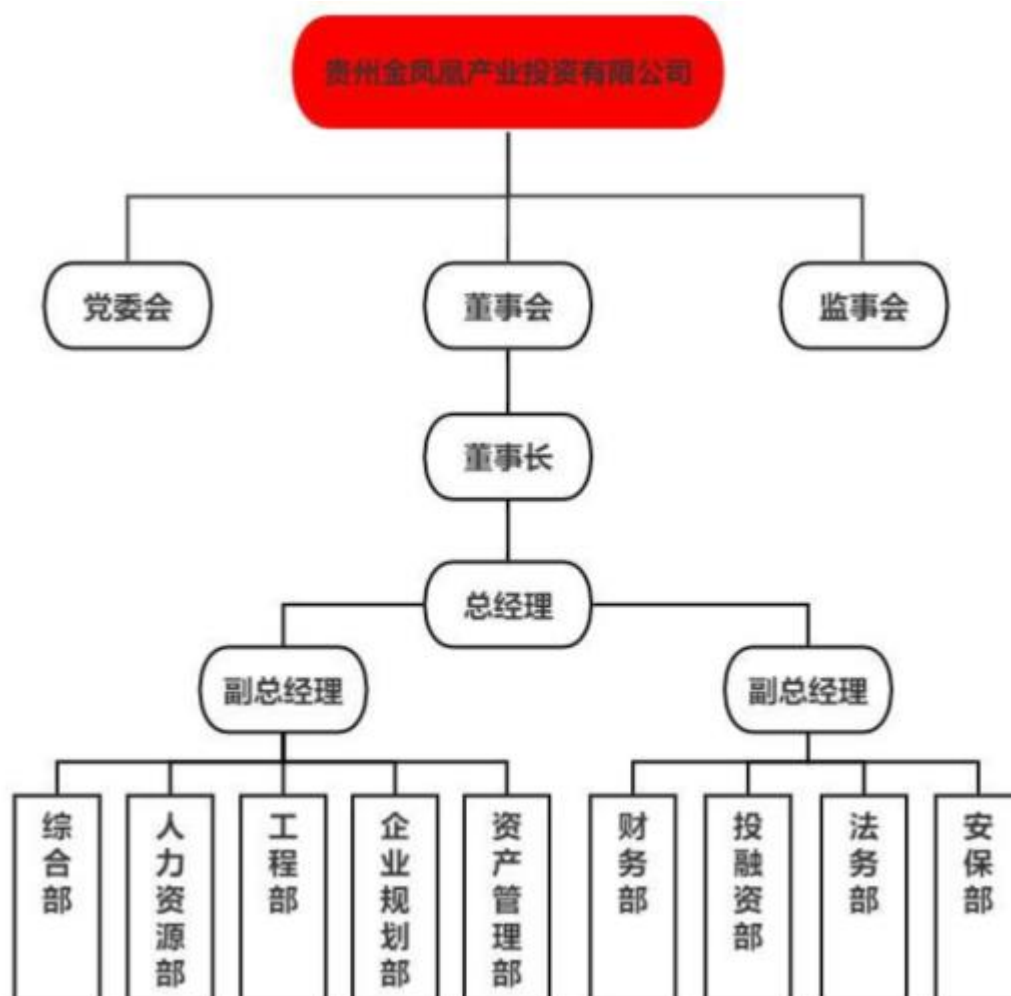
资料来源：三峡担保 2020-2022 年审计报告及三峡担保提供，中证鹏元整理

附录三 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 公司组织架构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 截至 2022 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
贵州仁义保安服务有限公司	500.00	100.00%	保安服务
贵州腾飞实业有限公司	2,000.00	100%	批发

资料来源：公司提供

附录六 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录七 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、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。