



2018年、2019年安顺市西秀区工业投资（集团）有限公司公司债券（第一期）2022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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

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：

2018年、2019年安顺市西秀区工业投资（集团）有限公司公司债券（第一期）2022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	负面	稳定
18西工投01/PR西工01	AA	AA
19西工投01/PR西工02	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持安顺市西秀区工业投资（集团）有限公司（以下简称“安顺西秀工投”或“公司”）的主体信用等级为AA，下调评级展望为负面；维持“18西工投01/PR西工01”、“19西工投01/PR西工02”（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA。
- 该评级结果是考虑到：公司委托代建业务收入有一定可持续性，获得的外部支持较大。同时中证鹏元也关注到，公司资产整体流动性较弱，未来面临较大的资金压力，公司偿债压力较大，存在很大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 公司存在借款欠息，且多次因借款逾期或对外担保违约导致公司列入被执行人名单，对外担保规模较大，未来仍存在很大的或有负债风险。综合考虑，中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。

评级日期

2022年06月29日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
总资产	210.71	213.46	203.67
所有者权益	118.96	116.90	114.94
总债务	63.70	73.89	72.33
资产负债率	43.54%	45.23%	43.57%
现金短期债务比	0.28	0.35	0.33
营业收入	14.74	14.52	14.20
其他收益	1.30	1.20	1.40
利润总额	2.33	2.23	5.84
销售毛利率	11.87%	14.10%	17.49%
EBITDA	3.61	3.69	6.87
EBITDA利息保障倍数	0.63	0.74	1.61
经营活动现金流净额	5.15	2.42	21.83
收现比	133.99%	101.52%	107.13%

资料来源：公司2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：陈思敏
chensm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司在建项目较多，短期内委托代建业务收入有一定可持续性。**截至 2021 年末，公司已签订代建协议的主要在建项目总投资合计 36.35 亿元，已投资 22.39 亿元，未来代建收入规模较有保障。
- **公司获得的外部支持较大。**2021 年西秀区财政局给予公司财政补助资金 1.30 亿元，占当期利润总额的 55.70%，有效提升了公司的利润水平。

关注

- **公司资产整体流动性较弱。**截至 2021 年末，公司资产中存货、投资性房地产、固定资产和在建工程合计占总资产的比重为 84.72%，存货中账面价值 38.02 亿元的土地未补充缴纳土地出让金，且大量资产已用于抵质押或尚未办妥权证，资产集中变现较为困难。
- **公司资金压力较大。**截至 2021 年末，公司主要在建项目预计总投资 155.81 亿元，尚需投资 64.53 亿元。
- **公司偿债压力较大，存在因借款逾期导致公司被执行情况。**2021 年末，公司总债务 63.70 亿元，现金短期债务下降为 0.28，考虑到债券提前偿还及进入回售期，公司债务偿还压力较大。截至 2022 年 6 月 27 日，公司借款逾期案件 2 起，部分未达成和解协议。
- **公司存在很大的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保余额合计为 20.73 亿元，占当期净资产比重的 17.42%，多笔担保已被列为关注类，多个被担保方多次因借款逾期而被纳入被执行人；公司涉诉事项及被执行案件较多，截至 2022 年 6 月 27 日，公司主要涉诉/被执行案件涉及金额合计 5.16 亿元，其中，因被担保方借款逾期导致被执行案件 6 起，目前部分案件未达成和解协议。

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

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
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	2		资产负债率	5
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	5
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	2
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	4			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa
调整因素		不良信用记录	调整幅度		-1



独立信用状况	aa-
外部特殊支持调整	1
公司主体信用等级	AA

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	2021-6-30	郜宇鸿、刘洁筠	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	2018-10-30	王强、赵云飞	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
18 西工投 01 / PR 西工 01	7.00	5.60	2021-6-30	2025-11-15
19 西工投 01/ PR 西工 02	6.90	5.52	2021-6-30	2026-01-29

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

公司分别于2018年11月发行7年期7亿元2018年第一期公司债券、2019年1月发行7年期6.9亿元2019年第一期公司债券，募集资金均计划用于贵州西秀经济开发区标准化厂房项目、安顺市西秀区四角山城市棚户区改造（二期）项目。截至2022年3月末，本期债券募集资金专项账户余额合计为5,460.65元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司控股股东及实际控制人未发生变更，仍为安顺市西秀区国有资产管理局（以下简称“西秀区国资管理局”）。截至2021年12月末，公司注册资本及实收资本均未变化。

跟踪期内公司主营业务未发生变化，仍主要从事安顺市西秀区基础设施代建业务。2021年公司不再将安顺市西秀区金穗农业发展融资担保有限责任公司纳入合并范围，并新增1家子公司安顺市西秀区华筵餐饮运营管理有限公司。截至2021年末，公司纳入合并范围子公司共13家，具体明细如附录二所示。

表1 跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

1、跟踪期内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	取得方式	
安顺市西秀区华筵餐饮运营管理有限公司	100.00%	50.00	餐饮业	通过设立或投资方式取得	
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况					
子公司名称	丧失控制权时持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因	
安顺市西秀区金穗农业发展融资担保有限责任公司	100.00%	10,000	融资性担保业务	划出	

资料来源：公司 2021 年审计报告、公开查询，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展

格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。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。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

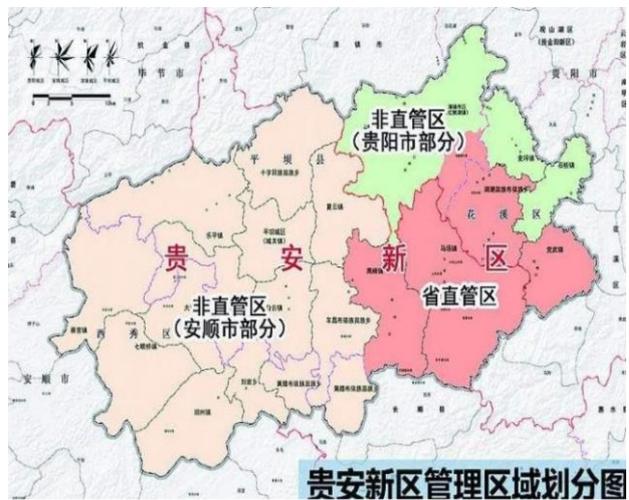
区域经济环境

安顺经济总量居于全省末位，财政自给能力较弱，当前区域政府性债务高企；安顺市定位于贵安—贵安—安顺都市圈区域中心城市，在推动黔中城市群协同发展规划下，面临较好的发展机遇

区位特征：安顺市为黔中城市群重要中心城市，覆盖国家级新区贵安新区部分区域，旅游资源丰富。安顺市地处贵州省地势最为平坦的中西部，距省会城市贵阳90公里，是黔中经济区重要增长极、黔中城市群重要中心城市。安顺市交通便捷，沪昆高速公路横贯东西，贵昆铁路穿越全境，市区的黄果树机场已开通至北京、上海、重庆、深圳、南京、青岛等10余条航线。作为全国甲类旅游开放城市，安顺市旅游资源丰富，全市拥有黄果树和龙宫2个国家首批5A级旅游区，还拥有7个国家4A级旅游区。此外，安顺市是国家重要能源基地和“西电东送”工程的主要电源点之一，拥有铅锌矿、铝土矿、重晶石、大理石等矿产资源，是贵州中药材主产区，国内最大苗药生产基地。安顺市总面积9,267平方公里，下辖8个县，并涵盖第八个国家级新区贵州贵安新区的部分区域。根据第七次全国人口普查结果，安顺市常住人口为247.06万人，较2010年229.73万人增长7.54%。

图1 安顺市地图


资料来源：国家地理信息公共服务平台

图2 贵安新区管理区域划分图


资料来源：贵阳市人民政府网站

经济发展水平：安顺经济总量居于全省末位，经济发展水平较弱。除2020年受疫情影响外，2019年、2021年安顺市GDP保持较快增长，2021年实现地区生产总值1,078.91亿元，GDP增速高于全国和全省0.9个百分点，但经济总量居于全省末位。近年来安顺市人均GDP有所提升，但仍处较低水平；三次产业结构由2019年的17.0:31.7:51.3调整为2021年的17.8:30.4:51.8，第三产业比重占据主导地位。

2019-2020年区域固定资产投资表现不佳，2019-2020年固定资产投资增速持续负增长，随着深入推进工业倍增行动，在工业投资带动下，2021年固定资产投资同比增长0.4%，其中，工业投资增长7.9%，房地产开发企业投资下降11.2%。2022年安顺市仍将大力拓展投资空间，实施重大工程和重点项目600个以上，计划投资590亿元以上，完成新型工业化投资350亿元，新型城镇化投资390亿元，农业现代化投资100亿元，旅游产业化投资260亿元。得益于安顺市积极开展百场促消费活动，2021年安顺市社会消费品零售总额比上年增长14.2%，其中，商品零售增长14.0%，餐饮收入增长15.3%。

表2 2021年贵州省地级市/自治州经济财政指标情况（单位：亿元）

地级市名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算 收入	政府性基金 收入
贵阳市	4,711.04	6.6%	7.79	426.68	788.32
遵义市	4,169.90	10.3%	6.31	270.23	454.70
毕节市	2,181.48	6.8%	3.19	123.82	133.86
黔南布依族苗族 自治州	1,747.41	8.3%	5.01	115.04	260.19
六盘水市	1,473.65	8.2%	4.86	102.35	127.86
铜仁市	1,462.65	8.6%	4.44	67.06	137.90
黔东南苗族侗族 自治州	1,255.03	5.2%	3.35	68.76	84.47
安顺市	1,078.91	9.0%	4.38	61.14	62.05

注：注：毕节市人均 GDP 采用 2021 年末常住人口数据计算，遵义市、黔西南布依族苗族自治州及六盘水市人均 GDP 采

用第七次人口普查常住人口数据计算；其余地区人均 GDP 来自于各地 2021 年统计公报。
 资料来源：各地市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3 安顺市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,078.91	9.0%	966.74	3.1%	923.94	8.0%
固定资产投资	-	0.4%	-	-7.1%	-	-4.6%
社会消费品零售总额	-	14.2%	-	4.1%	-	5.5%
进出口总额（万美元）	8,984	22.5%	7,331	-56.7%	16,923	33.4%
人均 GDP（万元）		4.38		3.91		3.92
人均 GDP/全国人均 GDP		54.04%		53.99%		55.26%

注：“-”数据未公告；2019-2020 人均 GDP=当年地区生产总值/当年末常住人口数；2021 年人均 GDP 采用安顺市国民经济与社会发展统计公报公布数据。

资料来源：2019-2021 年安顺市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：安顺市着力构建九大重点产业，上市公司市值集中于医药行业。近年安顺市着力构建九大重点产业，分别是轨道交通装备、高端船舶和海洋工程装备、智能机器人、智能汽车、现代农业机械、高端医疗器械和药品、新材料、制造业智能化、重大技术装备。安顺市正持续推进工业倍增行动，紧盯装备制造、特色轻工、现代能源三个首位产业，集中力量打造产业集群，2021 年三个首位产业总产值占比已达到 64.3%。截至 2022 年 3 月末，安顺市上市公司共 4 家，市值超百亿的行业为医药产业，上市公司分别为贵州百灵（002424.SZ）及贵州三力（603439.SH）；红星发展（600367.SH）为材料化工行业，高鸿股份（000851.SZ）为可选销售行业，市值均在 50 亿元左右。

发展规划及机遇：为推动黔中城市群协同发展，贵州省发展改革委印发《贵阳—贵安—安顺都市圈发展规划》（以下简称《规划》），《规划》提出“十四五”期间贵阳—贵安—安顺都市圈发展的重点任务，要打造贵阳贵安发展核心，加快安顺区域性中心城市建设，构建贵阳“外环高速公路”城市经济圈，加强城镇组团联动发展，推动城乡融合发展；此外，要大力发展数字经济，协同推进农业现代化，全面推进旅游产业化，加快发展现代服务业。随着区域性中心城市的定位确立，安顺市面临较好的发展机遇。

财政及债务：安顺市财政自给能力较弱，地方政府债务余额快速增长，区域政府性债务高企。近年来安顺市一般公共预算收入存在一定波动，2021 年为 61.14 亿元，同比下降 8.8%，主要系非税收入中的国有资本经营收入和国有资源(资产)有偿使用收入大幅下滑所致，近三年税收收入占比有所波动，财政自给能力较弱。安顺市政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，受其规模变动影响，近年安顺市政府性基金收入随之波动，2021 年为 62.05 亿元。区域债务方面，2019-2021 年安顺市地方政府债务余额持续扩张，同比增速均高于 10%。

表4 安顺市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
----	--------	--------	--------

一般公共预算收入	61.14	67.03	64.65
税收收入占比	55.24%	49.92%	63.49%
财政自给率	22.79%	22.31%	21.51%
政府性基金收入	62.05	61.22	85.94
地方政府债务余额	606.54	538.24	464.03

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：安顺市政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：安顺市投融资平台较多，截至 2021 年末，安顺市市属融资平台主要有 5 家，各平台定位较为明确。安顺投资有限公司系安顺市重要的投融资及市政建设主体，主要开展委托代建业务以及建材、苗木的销售等业务；安顺市国有资产管理有限公司系国有资产运营管理、城市基础设施项目建设主体，业务涵盖工程建设、旅游服务、供水、公交、担保业务等；安顺市交通建设投资有限责任公司系安顺市重要的交通基础设施投资建设主体，主要承担安顺市所辖区域公路、国省道升级改造及周边县区交通基础设施建设任务；安顺市城市建设投资有限责任公司系安顺国资旗下负责城市建设的主体，主要从事安顺市城市基础设施和保障性住房的代建业务；安顺市工业投资有限责任公司主要承担多个工业园区的基础设施建设及铝的生产、加工及销售。

2019 年以来安顺市风险舆情较多，非标违约情况在贵州省内也较为突出。区域内平台公司的债务压力较大，平台互保、联保现象普遍，且涉及诉讼较多，其中以非标借款合同纠纷为主。受上述情况影响，当地融资环境恶化，2020 年及 2022 年以来区域内融资平台融资净额均为负。

表5 安顺市级重要投融资主体情况（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
安顺投资有限公司	安顺市国有资产监督管理局	288.94	39.43%	19.95	146.60	安顺市重要的投融资及市政建设主体
安顺市国有资产管理有限公司	安顺市人民政府	241.63	53.89%	26.24	187.74	安顺市国有资产运营管理、城市基础设施项目建设主体
安顺市交通建设投资有限责任公司	安顺市交通运输局	226.84	28.65%	0.13	47.75	安顺市重要的交通基础设施投资建设主体
安顺市城市建设投资有限责任公司	安顺市国有资产管理有限公司	181.07	52.34%	15.05	114.87	安顺市重要的城市建设投融资与运营主体
安顺市工业投资有限责任公司	安顺市国有资产监督管理局	66.59	49.90%	23.35	57.69	主要负责安顺市多个工业园区的基础设施建设及铝的生产、加工及销售

注：以上均为 2020 年数据；安顺投资有限公司总债务计算口径为：总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库、公开资料，中证鹏元整理

西秀区为安顺市政府所在地，经济发展水平较弱，受大规模投资项目储备不足及房地产开发投资下滑影响，固定资产投资增速持续为负；区域财政自给能力弱，地方政府债务余额扩张较快

区位特征：西秀区为安顺市政府所在地，旅游及矿产资源丰富。西秀区隶属安顺市，为安顺市政府所在地。西秀区是贵州中西部交通枢纽，贵昆铁路、株六铁路复线、滇黔公路、贵黄高等级公路和清镇高速公路贯穿全境，境内有军民两用黄果树机场，形成航空、铁路和公路协调发展的交通网络。西秀区境内矿产资源有煤、粘土、耐火粘土、水晶石、铁、铜、重晶石、大理石、高钙石灰石等，其中煤储量较大，优质煤资源储量 31 亿吨。另外，西秀区旅游资源较为丰富，是世界喀斯特风光旅游优选区，是贵州西线旅游中心，境内有云峰屯堡风景区等历史文化遗存，周边环境环绕黄果树大瀑布、天星桥景区及“水上石林”龙宫等知名景点。西秀区下辖 7 乡 8 镇和 6 个街道，总面积 1,704.5 平方千米。根据第七次全国人口普查结果，全区常住人口 87.04 万人，较 2010 年的 76.51 万人增长 13.76%，人口呈净流入状态。

图3 西秀区区位示意图



资料来源：国家地理信息公共服务平台，中证鹏元整理

经济发展水平：西秀区经济发展水平较弱，受大规模投资项目储备不足及房地产开发投资下滑影响，固定资产投资增速持续为负。2021 年西秀区实现地区生产总值 441.38 亿元，近三年 GDP 增速均高于全国平均水平；近年来，固定资产投资持续下滑，主要系大规模投资项目储备不足及房地产开发投资下滑所致，2021 年 1-11 月西秀区房地产开发投资同比下降 5.3%。近年来西秀区人均 GDP 波动增长，但仍处较低水平。西秀区三次产业结构由 2019 年的 10.53:37.34:52.13 调整为 2021 年的 10.74:35.87:53.39，得益于西秀区旅游资源丰富，第三产业比重占据主导地位。

表6 2021 年安顺市下辖区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP	一般公共预算	政府性基金
------	-----	--------	--------	--------	-------

			(万元)	收入	收入
西秀区	441.38	9.5%	5.07	12.69	8.24
普定县	154.63	10.4%	4.11	5.39	8.86
平坝区	135.7	-	3.91	10.03	22.97
镇宁布依族苗族自治县	129.88	9.8%	4.33	3.03	-
关岭布依族苗族自治县	117	9.2%	4.13	3.84	4.75
紫云苗族布依族自治县	90.39	9.8%	3.08	3.01	0.59

注：2021 年人均 GDP 根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：各区县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7 西秀区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	441.38	9.5%	394.04	4.3%	373.33	8.3%
固定资产投资		-20.2%	-	-11.0%	-	-19.8%
社会消费品零售总额		14.3%	-	4.1%	-	5.6%
人均 GDP（万元）		5.07		4.56		4.68
人均 GDP/全国人均 GDP		62.62%		62.90%		66.00%

注：2021 年人均 GDP 根据第七次全国人口普查数据计算；2019-2020 年人均 GDP 数据来自于 2020 年贵州省统计年鉴；2019 年固定资产投资增速系 500 万元以上固定资产投资。

资料来源：安顺市西秀区 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报、西秀区 2021 年经济运行快报，中证鹏元整理

产业情况：煤炭行业和电子行业系西秀区传统支柱产业，近年来全区正推进新型工业化。依托资源优势，煤炭行业和电子行业系西秀区传统支柱产业；为推动产业转型，西秀区出台《西秀区“十四五”推进新型工业化实施方案》，把加速推动新型工业化作为经济高质量发展的首要任务，做强做优装备制造业、特色轻工产业、清洁高效电力产业、基础能源产业、新型建材产业、现代化工产业、基础材料产业、大数据电子信息产业等八大工业产业，其中，以高端制造、特色轻工为首位产业，2021 年两个首位产业产值分别增长 41.35%、51.87%，贵州新安航空机械有限责任公司获国家级专精特新“小巨人”企业称号。

财政及债务水平：安顺市西秀区财政自给能力较弱，地方政府债务余额扩张较快。受疫情冲击及各项减税降费政策影响，2020 年西秀区一般公共预算同比下滑 29.75%，2021 年一般公共预算收入略有回升；随着西秀区持续推动新型工业化，近三年税收收入占比持续上行，财政收入质量有所提升，但财政自给能力弱，对上级政府转移支付存在一定的依赖，2019-2021 年西秀区分别获得上级补助收入 25.97 亿元、25.06 亿元和 23.40 亿元。全区政府性基金收入在经历 2019-2020 年的增长后于 2021 年大幅下滑，主要系土地出让不佳所致。区域债务方面，2019-2021 年西秀区地方政府债务余额持续扩张，债务增速均不低于 30%。

表8 西秀区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
----	--------	--------	--------

一般公共预算收入	12.69	12.26	17.46
税收收入占比	71.25%	68.56%	62.67%
财政自给率	27.68%	24.10%	31.14%
政府性基金收入	8.24	14.52	14.65
地方政府债务余额	113.93	84.75	64.39

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：安顺市西秀区政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，西秀区投融资平台主要有 2 家，分别为安顺市西秀区工业投资（集团）有限公司（以下简称“安顺西秀工投”）和安顺市西秀区城镇投资发展有限公司（以下简称“安顺西秀城投”）。其中，安顺西秀工投是西秀区产业园区基础设施建设主体，主要业务为基础设施建设，同时开展房屋租赁、销售货物等业务；安顺西秀城投主要负责市政基础设施建设和保障性安居工程建设。

据公开信息显示，近年西秀区城投平台发生过非标违约事件较多，区域信用环境持续弱化；平台互保、联保现象普遍，且涉及诉讼较多，其中以非标借款合同纠纷为主，安顺西秀工投及安顺西秀城投多次因借款逾期或被担保方借款逾期被列入被执行人。

表9 截至 2021 年末西秀区主要投融资平台（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
安顺西秀工投	安顺市西秀区人民政府	116.90	45.23%	14.52	73.89	西秀区产业园区基础设施建设主体
安顺西秀城投	安顺市西秀区人民政府	135.61	52.66%	10.17	92.13	西秀区市政基础设施建设主体

注：财务数据为 2020 年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司作为安顺市西秀区基础设施建设的重要主体，仍主要承担西秀区基础设施项目建设、房屋租赁、销售货物等业务。

得益于代建业务结算金额较多，2021年公司委托代建业务收入略有增长；受疫情影响，公司2021年房屋租赁收入同比下滑13.53%；销售货物业务收入同比略有增长；其他业务收入主要为本期以及以前年度应收未收的利息收入，该部分收入规模较小且具有一定的不确定性。综合来看，2021年公司实现营业收入14.74亿元，同比增长1.49%。毛利率方面，2021年公司毛利率下滑2.23个百分点至11.87%，主要系房屋租赁业务毛利率下滑所致。

表10 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年			2020 年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
主营业务						
委托代建	6.97	16.67%	47.32%	6.85	16.67%	47.18%

房屋出租	1.06	54.28%	7.18%	1.22	61.36%	8.42%
销售货物	6.70	0.10%	45.46%	6.28	0.02%	43.26%
其他收入	0.00	54.14%	0.01%	0.01	0.51%	0.08%
小计	14.73	11.83%	99.96%	14.37	13.18%	98.94%
其他业务						
其他业务收入	0.01	98.06%	0.04%	0.15	99.81%	1.06%
合计	14.74	11.87%	100.00%	14.52	14.10%	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司已签订代建协议的基础设施建设项目投资规模较大，未来收入来源较有保障，但同时面临较大的资金压力，需持续关注代建项目决算及回款情况

根据公司与西秀产业园区管理委员会、西秀区残疾人联合会（仅黔中残疾人综合服务创新示范园项目）签订的委托代建协议，项目建设资金由公司负责筹措，项目实施过程中所涉及的各项费用、融资利息及其它费用由委托方承担，委托方支付给公司的代建费用包括项目施工建设实际成本和项目投资收益，其中项目投资收益以项目施工建设实际成本的20%进行计算。代建费用经委托方审核认定后，自工程完工之日起，分三年向公司支付，具体为项目竣工验收之日起12个月内向公司支付代建费用总额的50%，项目竣工验收之日起24个月内向公司支付代建费用总额的25%，项目竣工验收之日起36个月内向公司支付代建费用总额的25%。实际项目结算过程中，在委托方和公司协商一致的条件下，代建费用支付的具体条件和时间可根据实际情况另行确定。

2021年公司委托代建业务结算项目如下表所示，得益于政府结算金额增加，公司代建收入同比略有增长。毛利率方面，因采取固定加成比例确定项目代建收入，公司委托代建业务毛利率稳定。

表11 公司工程代建项目收入确认情况（单位：万元）

项目名称	2021年		2020年	
	收入	成本	收入	成本
贵州省安顺市西秀区西秀产业园区西二号路建设项目	12,378.84	10,315.70	7,689.06	6,407.55
贵州省安顺市西秀区西秀产业园区西九号路建设项目	11,966.21	9,971.84	7,189.37	5,991.14
贵州省安顺市西秀区西秀产业园区标准化厂房项目（一、二期）	4,126.28	3,438.57	26,574.78	22,145.65
贵州省安顺市西秀产业园区标准厂房（三期）建设	10,315.70	8,596.41	11,240.53	9,367.10
标准化厂房四期	10,315.70	8,596.41	15,217.05	12,680.88
百合花爱心小镇	20,631.39	17,192.83	600.06	500.05
合计	69,734.10	58,111.75	68,510.85	57,092.37

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建项目计划总投资155.81亿元，累计已投资91.29亿元，其中，已签订代建协议的主要在建项目计划总投资36.35亿元，已投资22.39亿元。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。

贵州西秀经济开发区标准化厂房项目和安顺市西秀区四角山棚户区改造（二期）项目系“19西工投01”和“18西工投01”募投项目，其中，贵州西秀经济开发区标准化厂房建设项目未来收入主要来

源为标准化厂房的出租与出售、商铺、住宅及车位销售以及财政补贴等，用于出租/出售厂房面积31.65万平方米，实现的标准化厂房出租收入计入公司“房屋租赁收入”核算，该项目已于2016年6月开始施工，目前分为四期建设，其中，部分已完工且已部分入驻企业；安顺市西秀区四角山城市棚户区改造（二期）项目计划改造棚户区总户数675户，拆迁改造面积98,666平方米，总建筑面积200,000平方米，未来拟通过商铺、住宅及车位销售实现项目收益，该项目已于2016年7月开始施工，预计2018年7月完工，截至2021年末，该项目尚未完工，建设进度不达预期。

安顺西秀智能终端产业园建设项目系“19安投02”募投项目，该项目原计划总投资245,198.11万元，后经重新测算，预计总投资金额增加至280,221.89万元，收入来源于建设的厂房、办公、展览及附属用房、宿舍以及商业建筑等的出租与出售等，原预计在2019年底建成，截至2021年末，该项目仍在缓慢推进中，实际建设进度未达预期。

值得注意的是，截至2021年末，公司主要在建项目尚需投入资金64.53亿元，资金缺口较大，未来需持续关注公司的资金压力及委托代建项目回款情况。

表12 截至 2021 年末公司主要在建拟建项目工程情况（单位：亿元）

类型	项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	是否签订代建协议
自营项目	贵州西秀经济开发区标准化厂房	18.30	15.15	3.15	否
	安顺市西秀区四角山城市棚户区改造项目	38.14	31.22	6.92	否
	安顺西秀西秀智能终端产业园建设项目	28.02	20.70	7.32	否
	小计	84.46	67.07	17.39	-
委托代建项目	贵州省安顺市西秀区西秀产业园区西二号路建设项目	3.13	2.06	1.07	是
	贵州省安顺市西秀区西秀产业园区西九号路建设项目	3.00	2.13	0.87	是
	贵州省安顺市西秀区西秀产业园区标准化厂房项目（一、二期）	4.56	3.38	1.18	是
	贵州省安顺市西秀产业园区标准厂房（三期）建设	5.41	3.37	2.04	是
	标准化厂房四期	8.73	5.39	3.34	是
	百合花爱心小镇	8.03	4.75	3.28	是
	贵州安顺西部生态智谷项目	35.00	1.83	33.17	否
	黔中残疾人综合服务创新示范园	3.50	1.32	2.18	是
	小计	71.35	24.22	47.14	-
合计	155.81	91.29	64.53	-	

注：（1）贵州西秀经济开发区标准化厂房项目原预计总投资 102,758.82 万元，因持续扩建，已调整预计总投资为 183,028.16 万元；（2）安顺市西秀区四角山城市棚户区改造项目分为两期建设，其中“安顺市西秀区四角山城市棚户区改造（二期）项目”系“19 西工投 01”和“18 西工投 01”募投项目；（3）贵州安顺西部生态智谷项目正重新进行调整规划，计划未来作为文旅项目进行建设，尚未签订代建协议。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

房屋租赁业务规模较小，未来随着标准化厂房的持续完工以及公租房出租率的提高，公司房屋租赁收入具备一定的可持续性

截至2021年末，公司达到可出租状态的厂房总建筑面积75.80万平方米，已出租59.12万平方米，出租率达78%；公司可用于出租的公租房8,776套，已出租788套，主要是作为人才公寓或廉租房租给低收入

入人群，租金每套每月150元。公司2021年度房屋租赁业务主要租赁客户情况如下表所示。

2021年公司实现房屋租赁收入1.06亿元，较去年同期下滑13.53%，主要系受疫情影响，房屋出租率下降及减免租金所致。未来随着标准化厂房的持续完工以及公租房出租率的提高，公司房屋租赁收入具备一定的可持续性。

表13 公司 2021 年度房屋租赁业务主要租赁客户情况（单位：平方米、万元）

承租人名称	房屋名称	面积	租期	2021年缴纳租金
贵州翰瑞电子有限公司	西秀产业园区厂房 A1	13,596.50	1 年	326.32
安顺市裕合丰科技有限公司	西秀产业园区厂房 B1(1/2 层)	2,966.72	1 年	71.20
安顺市富盈光学科技有限公司	西秀产业园区厂房 B1(1/3 层)	2,966.00	1 年	35.59
贵州省中为智联科技有限公司	西秀产业园区厂房 B6	5,933.44	1 年	213.60
贵州省中为智联科技有限公司	西秀产业园区厂房 B7	6,891.76	1 年	248.10
安顺华显精工科技有限公司	西秀产业园区厂房 B8	11,811.78	1 年	425.22
安顺朗兴光电科技有限公司	西秀产业园区厂房 C2	9,270.68	1 年	222.50
贵州吉尼亚科技有限公司	西秀产业园区厂房 C4	7,253.32	1 年	174.08
安顺市联顺达科技有限公司	西秀产业园区厂房 C6	7,253.32	1 年	174.08
安顺华旭光电科技有限公司	西秀产业园区厂房 C8	13,572.32	1 年	325.74
贵州欧拓科技有限公司	西秀产业园区厂房 C9	19,054.16	1 年	457.30
贵州欧拓科技有限公司	西秀产业园区厂房 C10	21,111.08	1 年	506.67
贵州臻贝尔电子有限公司	西秀产业园区厂房 D1	12,054.54	1 年	289.31
贵州恩立德科技有限公司	西秀产业园区厂房 D2	10,751.34	1 年	258.03
安顺华胜为实业有限公司	西秀产业园区厂房 D3	9,448.14	1 年	226.76
安顺市哲浩电子有限公司	西秀产业园区厂房 D4	9,448.14	1 年	217.76
贵州兰博旺实业有限公司	西秀产业园区厂房 D5	8,144.94	1 年	195.48
安顺市海龙诚光电科技有限公司	西秀产业园区厂房 D6	9,448.14	1 年	226.76
贵州立德威科技有限公司	西秀产业园区厂房 D7	9,448.14	1 年	226.76
贵州煜明精密模具有限公司	西秀产业园区厂房 D8	9,072.00	1 年	217.73
汇祥通数码科技（安顺）有限公司	西秀产业园区厂房 D9	9,448.14	1 年	226.76
安顺聚胜得电子有限公司	西秀产业园区厂房 D10	9,448.14	1 年	226.76
贵州友荣创通信科技有限公司	西秀产业园区厂房 E1	12,266.94	1 年	294.41
贵州友荣创通信科技有限公司	西秀产业园区厂房 E2	17,167.00	1 年	412.01
安顺鑫立达实业有限公司	西秀产业园区厂房 E3	14,499.90	1 年	348.00
贵州金意米科技有限公司	西秀产业园区厂房 E4	11872.38	1 年	284.94
安顺市嘉鸿达科技有限公司	西秀产业园区厂房 E5	9309.18	1 年	223.42
贵州安合纽创科技有限公司	西秀产业园区厂房 G1	9433	1 年	113.20
贵州安合纽创科技有限公司	西秀产业园区厂房 G3	9456	1 年	113.78
安顺市乾辰谷材科技有限公司	西秀产业园区厂房 G5	9,459.00	1 年	113.20
贵州黄赛航空科技有限公司	西秀产业园区厂房 F6	9,448.14	1 年	113.38
安顺市非凡创新科技有限公司	盛华贸易	6,000.00	1 年	216.00
合计	-	327,304.28	-	7,724.80

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售货物业务丰富了公司的收入来源，但该业务毛利率极低，客户集中度高

公司销售货物业务自2017年起主要由贵州省黔中物资供应有限公司（以下简称“物资供应公司”）和贵州润安工贸有限公司（以下简称“润安工贸”）负责运营，从事钢材、商品混凝土、透水砖等建筑材料以及乙二醇等化工品的贸易业务。公司销售货物业务收入按照验收单确认收入，由采购方向公司发送采购订单，公司收到订单后，向上游供货方进行采购，采购商品直接发给采购方。公司与上游供货方通过应付票据、应付账款、银行存款等方式进行结算，与下游通过应收账款、银行存款等方式进行结算。公司的销售货物业务主要供应商和客户如下表所示，前五大客户销售金额占销售总额的96.92%，客户集中度较高。

2021年公司销售货物收入同比增加6.65%，但由于大宗商品贸易市场竞争激烈，业务利润空间有限，因此毛利率持续维持在极低水平，2021年毛利率为0.10%。值得关注的是，销售货物业务的销售及采购合同均按次签订，未来发展状况存在一定不确定性。

表14 2021年公司主要供应商采购金额（单位：万元）

前五大供应商	采购金额	占比
妙谈商贸（上海）有限公司	54,916.04	83.59%
贵州嘉创伟业金属制品有限公司	9,947.44	15.14%
贵州鼎泰益群贸易有限公司	819.87	1.25%
贵州国塑科技管业有限责任公司	17.18	0.03%
合计	65,700.53	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表15 2021年公司主要客户销售金额（单位：万元）

前五大客户	销售金额	占比
上海华圻实业有限公司	20,275.20	30.27%
上海坤铂实业发展有限公司	18,695.41	27.91%
大连通惠源贸易有限公司	11,727.24	17.51%
贵州亚亿传动设备有限公司	9,950.91	14.86%
上海皋中经贸有限公司	4,273.10	6.38%
合计	64,921.86	96.92%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在政府补助方面获得的较大外部支持

作为安顺市西秀区重要的基础设施建设主体之一，公司仍获得较大外部支持。2021年西秀区财政局给予公司财政补助资金1.30亿元，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中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见

的2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2021年末，公司纳入合并范围的公司共13家，具体如附录二所示。

资产结构与质量

公司资产主要由集中变现能力较弱的土地资产、厂房构成，受限资产及未办妥产权证明的资产占比较高，整体流动性较弱

2021年末公司总资产为210.71亿元，同比略有下滑。截至2021年末，公司受限资产规模为14.89亿元，占期末总资产比重为7.07%，具体明细如表17所示；尚未办妥产权证明的资产账面价值为22.32亿元，占期末总资产比重10.59%，具体明细如表18所示。从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.12	3.38%	11.99	5.62%
应收账款	7.26	3.45%	10.54	4.94%
预付款项	1.50	0.71%	6.55	3.07%
其他应收款	7.82	3.71%	7.84	3.67%
存货	38.25	18.15%	39.38	18.45%
流动资产合计	62.06	29.45%	76.37	35.78%
投资性房地产	45.95	21.80%	45.54	21.33%
固定资产	20.40	9.68%	20.95	9.81%
在建工程	73.93	35.09%	64.19	30.07%
无形资产	7.33	3.48%	5.33	2.50%
非流动资产合计	148.65	70.55%	137.09	64.22%
资产总计	210.71	100.00%	213.46	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

表17 截至2021年末公司受限资产情况（单位：万元）

项目	账面价值	受限比例	占总资产比重	受限原因
货币资金	66,500.00	93.45%	3.16%	票据保证金、质押借款
投资性房地产-土地使用权	31,322.49	6.82%	1.49%	借款抵押
投资性房地产-土地使用权	50,354.36	10.96%	2.39%	发行债券抵押
固定资产	698.06	0.34%	0.03%	借款抵押
合计	148,874.91	-	7.07%	-

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

表18 截至2021年末公司未办妥相关产权证明资产情况（单位：万元）

项目	资产类别	账面价值	未办妥权证资产占各项资产比例
投资性房地产	房屋及建筑物	34,623.65	7.54%
固定资产	房屋及建筑物	188,592.17	92.44%
合计	-	223,215.82	-

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

2021年公司偿还到期债务较多，货币资金规模同比下滑40.67%，其中，银行承兑汇票保证金、质押存单金额等受限资金占比93.45%，受限比例较高。

公司应收账款主要系来自政府部门的代建费、回购款以及相关工程款，由于当期政府部门回款较多，2021年末同比下滑31.11%，其中应收安顺市西秀区财政局的工程款占应收账款期末余额的96.31%。

公司预付款项主要系尚未达到结算条件的工程款，随着当期结算的工程项目数量而有所波动，2021年末账面余额大幅下滑，主要系购买土地后，预付款结转及货款结算所致。

公司其他应收款主要系与政府部门和园区入驻企业的暂借款，2021年末其他应收款余额变动不大，前五名欠款方占比64.82%，具体明细如下表所示，其中安顺市英泰奇科技有限公司系民营企业，应收款合计4,277.91万元，账龄较长，存在一定回收风险，截至2021年末，公司尚未对该笔款项提取坏账准备。其他应收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。

表19 截至2021年末其他应收款期末余额前五名单位情况（单位：万元）

单位名称	单位性质	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额的比例
安顺市西秀区国有资产管理局	政府单位	暂借款	18,978.00	3-4年	24.27%
安顺市西秀区财政局	政府单位	暂借款	14,000.00	1年以内	17.91%
安顺市城市建设投资有限责任公司	地方国有企业	暂借款	11,626.00	1年以内	14.87%
安顺市英泰奇科技有限公司	民营企业	暂借款	132.03	2-3年	5.47%
安顺绿夏生态城市建设有限公司 (曾用名: 安顺欣扬荣达生态城市建设有限公司)	民营企业	暂借款	4,145.88	3-4年	2.30%
合计	-	-	50,681.92	-	64.82%

资料来源：公司 2021 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，主要由待开发土地、库存商品和开发成本构成，截至2021年末，存货账面价值为38.25亿元，其中待开发土地账面价值为38.02亿元，21宗土地均为政府划拨土地，土地性质多为其他商服、城镇住宅用地，公司均未缴纳土地出让金。

公司投资性房地产采用公允价值模式计量，截至2021年末，公司投资性房地产账面价值45.95亿元，同比略有增加，主要系公允价值变动所致；其中成本为35.81亿元，公允价值变动10.14亿元。截至2021年末，投资性房地产中房屋及建筑物账面价值12.68亿元，目前大部分厂房已出租给入园企业，其中账面价值3.46亿元的厂房产权证书正在办理中；土地使用权共39宗，账面价值33.27亿元，土地性质均为出让且已办妥相关权证，其中账面价值8.17亿元的土地已用于债务担保，使用权受限。

公司固定资产主要包括房屋及建筑物及机器等设备，2021年末账面价值略减少至20.40亿元，主要系计提折旧所致，其中账面价值18.86亿元的公租房产权证书尚在办理中。

公司在建工程系自营及委托代建的在建项目，随着在建项目的持续推进，2021年末在建工程账面价

值同比增长15.18%。

公司无形资产主要系公司持有的土地，截至2021年末，无形资产账面价值7.33亿元，同比增长37.60%，主要系公司通过出让方式新增4宗土地所致，均为工业用地，并已办妥相关产权证。

收入质量与盈利能力

委托代建业务收入具有一定可持续性，政府补助有效提升了公司利润水平

公司作为安顺市西秀区基础设施建设开发的重要投融资主体，委托代建业务仍是公司营业收入的主要来源，2021年占营业收入的47.32%。2021年公司营业收入同比上升1.49%，主要系公司委托代建业务结算金额上升所致。

分板块来看，公司已签订代建协议的基础设施建设项目投资规模较大，委托代建业务收入具有一定可持续性；未来随着标准化厂房的持续完工以及公租房出租率的提高，公司房屋租赁收入具备一定的可持续性，但需持续关注疫情对公司厂房出租率造成的影响；货物销售业务收入规模持续增加，但销售及采购合同均按次签订，未来发展状况存在一定不确定性。由于占比较高的房屋租赁业务毛利率下滑，2021年公司销售毛利率下滑2.23个百分点。

利润方面，2021年公司收到的政府补助金额占当期利润总额的55.70%，有效提升了公司的利润水平。公允价值变动损益主要系投资性房地产评估增值所致，在收入及补贴增长带动下，2021年公司利润总额略上升4.71%。

表20 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年
收现比	133.99%	101.52%
营业收入	14.74	14.52
其他收益	1.30	1.20
公允价值变动损益	0.41	0.43
营业利润	2.33	2.23
利润总额	2.33	2.23
销售毛利率	11.87%	14.10%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

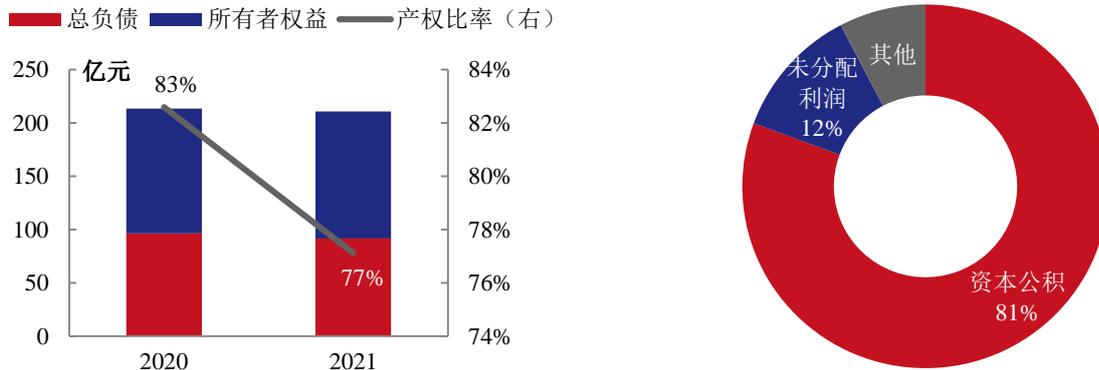
资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，随着债券进入提前偿还及回售期，公司流动性压力较大

随着公司偿还到期债务较大，2021年末负债总额同比下降4.98%，2021年末所有者权益变动不大。综合影响下，2021年末产权比率为77.13%，所有者权益对负债总额的保障程度尚可。

图4 公司资本结构

图5 2021年末公司所有者权益构成



资料来源：2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

注：其他中包括实收资本

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

为满足公司对流动资金的需求，2021年短期借款规模同比增加42.34%，以保证借款、质押借款、抵押保证借款为主，抵质押物主要为公司存单、土地使用权等；短期借款均为银行借款，借款银行主要为贵阳银行、贵阳农商行及安顺农商行等。2018年以来公司货物销售开始使用票据结算，2021年末应付票据为4.00亿元。公司应付账款主要为未到结算期的应付工程款，2021年末账面余额为2.97亿元，账龄均在一年以内。其他应付款主要系应付相关单位的往来款及企业债券利息，2021年末余额为17.21亿元，同比增长52.60%。截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债规模为5.49亿元，以一年内到期的非标借款为主，规模为5.43亿元。

2021年末公司长期借款同比下滑51.80%至4.55亿元，其中非标借款余额2.55亿元，银行借款余额2.00亿元；贷款单位包括国有及地方性银行，如建设银行、贵阳银行，以及信托公司、商业保理公司和资产管理公司等，如成都华宇政信资产管理有限公司、上海加驰资产管理有限公司以及渤海国际信托股份有限公司等；抵押物主要系公司持有的土地使用权及应收账款。截至2021年末，公司应付债券规模为33.34亿元，同比增加12.12%，主要系公司于2021年9月成功发行15亿元“21安投01”所致，具体债券明细如表22所示，其中，“18西工投01”将于2022年11月提前偿还部分本金，“19安投02”将于2022年9月进入回售期，涉及行权金额较大。2021年末长期应付款规模为1.77亿元，其中，融资租赁借款0.44亿元；专项应付款1.33亿元，主要系新项目征地拆迁专项资金。

表21 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	15.87	17.30%	11.15	11.55%
应付票据	4.00	4.36%	7.80	8.08%
应付账款	2.97	3.23%	3.97	4.11%
其他应付款	17.21	18.75%	11.28	11.68%
一年内到期的非流动负债	5.49	5.98%	15.43	15.98%
流动负债合计	49.50	53.95%	53.23	55.13%
长期借款	4.55	4.96%	9.45	9.79%

应付债券	33.34	36.34%	29.74	30.80%
长期应付款	1.77	1.93%	1.65	1.71%
非流动负债合计	42.26	46.05%	43.33	44.87%
负债合计	91.75	100.00%	96.56	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

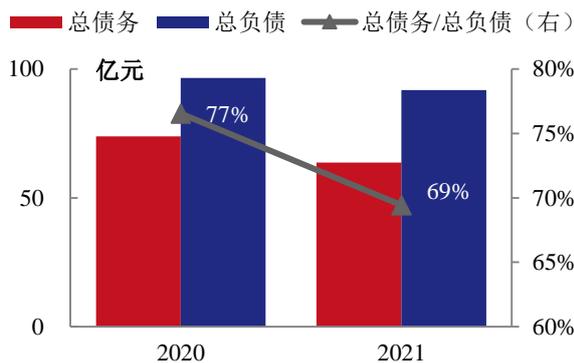
表22 截至2021年末公司存续债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	发行日期	债券期限	期末余额	债券利率	债券特殊条款	下一行权日	行权金额
18 西工投 01	7.00	2018/11/14	7 年	5.60	7.90%	债券提前偿还	2022-11-15	1.84
19 西工投 01	6.90	2019/1/28	7 年	6.88	8.00%	债券提前偿还	2023-01-29	1.82
19 安投 02	8.00	2019/9/11	8 年	6.07	8.00%	债券提前偿还,回售	2022-09-11	6.59
21 安投 01	15.00	2021/9/6	5 年	14.79	5.40%	-	-	-
合计	-	-	-	33.34	-	-	-	-

注：（1）行权金额包括当期应偿还本金及利息；若设置回售，按照假设全部回售计算；（2）期末余额系审计报告数据。
资料来源：Wind、公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

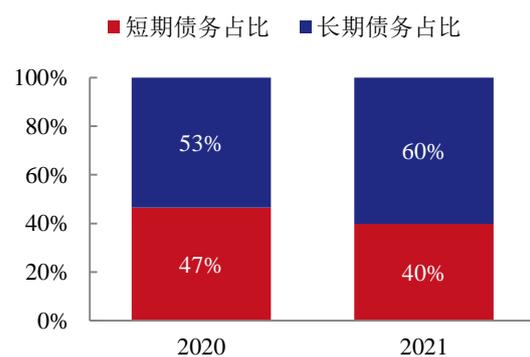
随着陆续偿还到期借款且新增债务较少，截至2021年末，公司总债务63.70亿元，同比下降13.80%，占公司负债的比重下滑至69.42%。债务结构方面，由于公司新增债务主要以债券为主，短期债务占比下降至39.82%。融资渠道方面，公司融资以债券、银行借款及非标借款为主，2021年分别占总债务的52.35%、28.18%及13.14%；从新增融资来看，近年来公司持续压降非标借款，除成都华宇政信资产管理有限公司1.15亿元借款外，新增债务均为银行短期借款及债券；从集中到期压力来看，考虑到2022年债券提前偿还及回售规模，公司2022年需偿还债务规模33.79亿元，债务偿还压力较大。

图6 2021年末公司债务占负债比重



资料来源：2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图7 公司长短期债务结构



资料来源：2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，随着公司陆续偿还到期债务，债务规模有所下降，资产负债率下降至43.54%。因债务偿还消耗较多货币资金，2021年现金短期债务比下降至0.28。值得注意的是，公司货币资金中受限的票据保证金规模较大，叠加在建项目资金需求较大，公司实际短期债务压力较大。受EBITDA下滑影响，2021年公司EBITDA利息保障倍数下滑至0.63。

表23 公司偿债能力指标

项目	2021年	2020年
资产负债率	43.54%	45.23%
现金短期债务比	0.28	0.35
EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.74

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至报告查询日（2022年5月19日），公司未结清信贷存在一笔欠息。公司已与贵阳贵银金融租赁有限责任公司（以下“贵银金租”）重新签订还款计划，根据公司与贵银金租签订的“租金调整支付计划变更确认书”，租金支付计划调整方案如下。

表24 公司与贵银金租调整后租金支付方案（单位：万元）

还款日期	每期租金	其中：本金
2022-12-15	227.54	42.88
2023-09-15	283.82	235.00
2023-11-15	290.23	235.00
2024-02-15	339.98	235.00
2024-03-15	1,207.41	1,111.22
2024-09-18	2,622.84	2,518.82

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年5月19日，公司相关还款责任中存在1笔不良类担保及16笔关注类对外担保，涉及借款余额7.21亿元，根据公司提供的说明，徽银金融租赁有限公司（以下简称“徽银金租”）的不良类担保及贵阳贵银金融租赁有限责任公司（以下“贵银金租”）、远东国际融资租赁有限公司（以下简称“远东租赁”）、华融金融租赁股份有限公司（以下简称“华融金租”）的关注类担保均系由于安顺西秀城投借款逾期所致，目前尚未达成展期协议；贵州银行股份有限公司安顺分行（以下简称“贵州银行安顺分行”）及贵州银行股份有限公司（以下简称“贵州银行”）的关注类担保系由于安顺金财资产营运有限责任公司（以下简称“金财资产”）调整还款计划所致。

表25 截至 2022 年 5 月 19 日公司未结清信贷中异常账户情况（单位：万元）

类别	借款机构	异常类型	余额	异常原因
未结清信贷	贵银金租	欠息	48.82	公司借款逾期，目前已与贵银金租重新签订还款计划
	合计	-	48.82	
相关还款责任	徽银金租	损失	7,000.00	西秀城投借款逾期及展期
	贵银金租	关注	20,418.34	西秀城投借款逾期及展期
	贵州银行安顺分行	关注	8,000.00	金财资产调整还款计划
	远东租赁	关注	5,934.67	西秀城投借款逾期及展期
	远东租赁	关注	5,281.40	西秀城投借款逾期及展期

远东租赁	关注	5,191.02	西秀城投借款逾期及展期
贵州银行	关注	3,740.63	金财资产调整还款计划
华融金租	关注	1,850.00	西秀城投借款逾期及展期
华融金租	关注	1,850.00	西秀城投借款逾期及展期
华融金租	关注	1,850.00	西秀城投借款逾期及展期
华融金租	关注	1,850.00	西秀城投借款逾期及展期
华融金租	关注	1,850.00	西秀城投借款逾期及展期
华融金租	关注	1,850.00	西秀城投借款逾期及展期
华融金租	关注	1,850.00	西秀城投借款逾期及展期
华融金租	关注	1,850.00	西秀城投借款逾期及展期
华融金租	关注	870.00	西秀城投借款逾期及展期
华融金租	关注	850.00	西秀城投借款逾期及展期
合计	-	72,086.05	-

资料来源：公司征信报告（查询日：2022年5月19日），中证鹏元整理

或有事项分析

公司对民营企业担保余额较高，多笔对外担保因逾期涉诉，或有负债风险很高

截至2021年末，公司对外担保余额合计为20.73亿元（如附录三所示），占当期净资产比重的17.42%；其中，对民营企业的担保余额为6.64亿元，占期末对外担保余额的32.03%；被担保方安顺市西秀区城镇投资发展有限公司（以下简称“安顺西秀城投”）、安顺金财资产营运有限责任公司（以下简称“安顺金财”）、安顺市西秀区农业产业发展投资有限责任公司（以下简称“西秀农产投”）多次因借款逾期而被纳入被执行人，截至2021年末，公司对前述被担保方担保余额为11.53亿元，公司面临很大的或有负债风险。

公司涉诉及被执行案件较多，部分案件尚未达成和解协议

公司涉诉事项及被执行案件较多，截至2022年6月27日，公司涉诉/执行标的合计5.16亿元，其中，因被担保借款逾期导致被执行案件6起，公司借款逾期案件2起，目前部分案件未达成和解协议。

根据中国执行信息公开网，截至2022年6月27日，公司12项被执行人信息存续，其中，(2022)黔04执恢23号、(2022)黔04执恢22号、(2021)沪74执1001号、(2022)浙0105执3315号及(2022)沪74执199号均由于被担保方借款逾期所致；(2022)沪74执929号主要系公司借款逾期所致；(2022)黔04执恢21号、(2022)渝05执恢249号、(2022)黔0402执856号、(2022)黔0402执2091号及(2022)黔0402执1839号主要系工程合同纠纷；(2022)黔0402执950号系资产转让合同纠纷；截至2022年6月27日，上述部分案件尚未达成和解协议，具体信息见下表所示。

表26 截至2022年6月27日公司主要涉诉/被执行情况（包括历史被执行）（单位：万元）

被执行案件号	案件性质	原告	主要被告	执行标的	案件进度	截至2022年6月27日被执行状态
(2022)黔04执恢23号	借款合同纠纷-担保债	上海国金租赁有限公司	公司、贵州省黔跃集团有限公司、安顺市	4,119.42	达成和解后，被担保方再次违约而恢复执行，	存续

(2022)黔 04 执恢 22 号	务涉诉		西秀区文化旅游发展投资有限公司	4,079.68	作为本案主体的贵州省黔跃集团有限公司正在与对方沟通和解。	存续
(2022)黔04执恢21号	建筑施工合同纠纷	贵州万银建设投资有限公司	公司	1,713.59	正在积极与申请人协商和解，踌躇资金还款。	存续
(2022)渝 05 执恢 249 号	建设工程施工合同纠纷	中冶建工集团有限公司	公司	2,749.20	恢复执行，尚在和解中	存续
(2021)沪 74 执 929 号	借款合同纠纷	光大兴陇信托有限责任公司	公司、安顺西秀城投	8,530.80	已达成执行和解协议。	存续
(2021)沪 74 执 1001 号	借款合同纠纷-担保债务涉诉	远东国际融资租赁有限公司	西秀教医投、安顺西秀城投、安顺汇资商业投资发展有限公司、董登高、余庭庭、王辉伦	5,740.66	正在和解中，因上海疫情，暂时搁置	存续
(2022)浙 0105 执 410 号	借款合同纠纷-担保债务涉诉	浙江建设融资租赁有限公司	公司、西秀农产投	952.03	执行完毕，已结案	已撤销
(2022)黔 0402 执 856 号	建筑施工合同纠纷	中国建筑第七工程有限公司	安顺市乾锐军民融合产业发展投资有限公司、安顺市工业投资有限责任公司、及安顺开发区工业投资有限责任公司	996.70	正在协商和解，截止至2022年5月26日，公司已被划扣执行款 253.15 万元。	存续
(2022)黔 0402 执 950 号	资产转让合同纠纷	梁成刚	公司	428.00	正在和解中	存续
(2021)甘01财保113号	借款合同纠纷	光大信托	公司、安顺西秀城投	11,904.28	诉讼案件于2022年6月8日开庭，计划与对方进行庭前和解。	尚未最终判决
(2022)沪 74 执 199 号	借款合同纠纷-担保债务涉诉	爱建融资租赁	公司、安顺西秀城投	5,245.63	作为本案主体的安顺西秀城投正在与对方沟通和解	存续
(2022)黔 0402 执 1839 号	工程施工合同纠纷	安康市长兴建筑（集团）有限公司贵州分公司	安顺市乾锐军民融合产业发展投资有限公司、安顺市黔锐军民融合产业发展投资有限公司、安顺市工业投资有限责任公司、公司	2,247.18	正在和解中	存续
(2022)浙0105执3315号	借款合同纠纷-担保债务涉诉	浙江建设融资租赁有限公司	公司、安顺市西秀区农业产业发展投资有限责任公司	573.97	正在和解中	存续
(2022)黔 0402 执 2091 号	工程施工合同纠纷	贵州聚安源建设工程有限公司	公司	2,292.01	正在和解中	存续
合计	-	-	-	51,573.15	-	-

资料来源：公开信息、公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

西秀区为安顺市政府所在地，经济发展水平较弱，受大规模投资项目储备不足及房地产开发投资下滑影响，固定资产投资增速持续为负；区域财政自给能力弱，地方政府债务余额扩张较快，且非标借款

纠纷较多，融资环境不佳。公司系西秀区内重要的基础设施建设主体，代建业务持续性强，收入较有保障，在业务、政府补助方面获得安顺市较大力度的支持。但同时，公司整体资产流动性较弱，较大规模的建设任务导致公司面临较大的资金压力，受融资能力下降且到期偿还债务较多影响，公司本部存在因借款逾期导致公司被执行情况，面临较大的偿债压力，西秀区内平台互保、联保现象普遍，且债务压力普遍较大，公司因担保而涉诉案件较多，对外担保面临很大的或有负债风险。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，下调评级展望为负面，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：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	7.12	11.99	7.68
存货	38.25	39.38	38.31
流动资产合计	62.06	76.37	74.04
投资性房地产	45.95	45.54	44.31
在建工程	73.93	64.19	57.57
非流动资产合计	148.65	137.09	129.63
资产总计	210.71	213.46	203.67
短期借款	15.87	11.15	4.15
其他应付款（合计）	17.21	11.28	5.83
一年内到期的非流动负债	5.49	15.43	6.86
流动负债合计	49.50	53.23	35.69
长期借款	4.55	9.45	8.98
应付债券	33.34	29.74	34.71
长期应付款	1.77	1.65	6.96
非流动负债合计	42.26	43.33	53.04
负债合计	91.75	96.56	88.73
营业收入	14.74	14.52	14.20
有息债务	63.70	73.89	72.33
所有者权益	118.96	116.90	114.94
其他收益	1.30	1.20	1.40
营业利润	2.33	2.23	5.84
利润总额	2.33	2.23	5.84
经营活动产生的现金流量净额	5.15	2.42	21.83
投资活动产生的现金流量净额	-5.74	7.16	-32.71
筹资活动产生的现金流量净额	-2.49	-6.21	10.59
总债务	63.70	73.89	72.33
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	11.87%	14.10%	17.49%
收现比	133.99%	101.52%	107.13%
资产负债率	43.54%	45.23%	43.57%
现金短期债务比	0.28	0.35	0.33
EBITDA（亿元）	3.61	3.69	6.87
EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.74	1.61

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 2021 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	合并方式
安顺市西秀工业园区开发建设有限公司	商务服务业	100.00	通过设立或投资方式取得
安顺市西秀区新鑫源投资开发有限责任公司	商务服务业	100.00	通过设立或投资方式取得
贵州安青新建投资开发有限责任公司	商务服务业	100.00	通过设立或投资方式取得
贵州润安工贸有限公司	批发业	100.00	通过设立或投资方式取得
贵州省黔中物资供应有限公司	批发业	100.00	通过设立或投资方式取得
贵州邓幺妹文化食品有限公司	制造业	80.00	通过设立或投资方式取得
贵州虹智精密轴承有限责任公司	制造业	100.00	非同一控制企业合并
贵州绿野芳田食品有限公司	制造业	100.00	通过设立或投资方式取得
贵州安晟置业有限公司	零售业	100.00	通过设立或投资方式取得
贵州汇安商业管理有限公司	服务业	100.00	通过设立或投资方式取得
安顺市东新农贸市场发展有限公司	服务业	100.00	通过设立或投资方式取得
安顺臻益优企企业管理有限公司	服务业	100.00	通过设立或投资方式取得
安顺市西秀区华筵餐饮运营管理有限公司	餐饮业	100.00	通过设立或投资方式取得

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保对象	担保金额	担保余额	企业性质	是否设置反担保
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	7,823.55	5,574.97	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	66,745.00	13,255.00	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	30,000.00	23,267.18	国有企业	否
安顺金财资产营运有限责任公司		8,000.00	国有企业	否
安顺金财资产营运有限责任公司	12,000.00	3,740.63	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	30,000.00	3,000.00	国有企业	否
贵州锡安氧化铝有限公司		35,000.00	民营企业	否
贵州锡安氧化铝有限公司	65,000.00	30,000.00	民营企业	否
贵州黔跃集团有限公司	37,887.28	20,418.34	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司		12,400.00	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	32,000.00	3,773.62	国有企业	否
安顺市西秀区农业产业发展投资有限责任公司	56,583.00	6,850.00	国有企业	否
安顺市西秀区国有资产管理有限公司	15,000.00	1,457.39	国有企业	否
贵州黔跃集团有限公司	3,607.26	2,284.88	国有企业	否
贵州黔跃集团有限公司	1,411.60	1,411.60	国有企业	否
贵州省紫安新材料科技有限公司	3,000.00	1,000.00	民营企业	是
安顺市联顺达科技有限公司	250.00	250.00	民营企业	是
安顺市联顺达科技有限公司	150.00	150.00	民营企业	是
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司		1,850.00	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司		1,850.00	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司		1,850.00	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司		1,850.00	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司		1,850.00	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	17,000.00	1,850.00	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司		1,850.00	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司		1,850.00	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司		1,850.00	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司		900.00	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司		900.00	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	27,500.00	5,934.67	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	5,929.84	5,199.41	国有企业	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	9,899.44	7,715.85	国有企业	否
合计	421,786.97	207,283.54	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

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

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体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。