

2017 年应城市蒲阳开发投资有限公司

**公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告**



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【22】号 01

债券简称：17 应城债
增信方式：保证担保
担保主体：重庆三峡融
资担保集团股份有限公司
债券剩余规模：12 亿元
债券到期日期：2024 年
04 月 14 日
债券偿还方式：每年付
息一次，债券存续期内
的第 3-7 年末分别按发
行总额的 20%偿还本金

分析师

姓名：
刘玮 王贞姬

电话：
010-66216006
邮箱：
liuw@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2017 年应城市蒲阳开发投资有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 05 月 22 日	2018 年 06 月 27 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对应城市蒲阳开发投资有限公司（以下简称“应城投资”或“公司”）及其 2017 年 4 月 14 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础；公司工程施工和土地开发业务持续性相对较好，公司继续得到当地政府的较大力度支持；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有效提升了本期债券的信用等级。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱、经营活动现金流表现较差、面临一定的资金压力和偿债压力以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年应城市实现 GDP315.79 亿元，同比增长 8.6%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司工程施工和土地开发业务持续性相对较好。截至 2018 年末，公司主要在建、拟建项目计划总投资 26.26 亿元，存货科目中待开发土地和土地开发整理账面价值合计 30.08 亿元，未来业务持续性相对较好。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2018 年应城市财政局向公司拨入资金 1.60 亿元，增加公司资本公积。此外，公司获得财政补贴 8,000.00 万元，提高了公司的利润水平。

- 三峡担保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有效提升了本期债券的信用等级。三峡担保资本实力雄厚、业务发展情况良好，经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为 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有效提升了本期债券的信用等级。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司资产中以待开发土地和工程施工为主的存货占比较大，占总资产的比重为 70.65%，应收款项对营运资金形成一定占用，且部分资产已用于抵质押，公司资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，仍面临一定的资金压力。**2018 年公司经营活动现金净流出 4.19 亿元，经营活动现金流表现较差。截至 2018 年末，公司主要在建、拟建项目尚需投资 8.35 亿元，仍面临一定资金压力。
- **公司未来面临一定的偿债压力。**2018 年末公司有息债务规模较大，余额为 13.15 亿元，而公司偿债能力指标整体走弱，未来面临一定偿债压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 6.80 亿元，占期末净资产的比重为 12.58%，虽然担保对象均为国企，但无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	682,439.43	641,486.99	392,410.82
所有者权益	540,713.64	501,176.07	376,993.57
有息债务	131,450.64	134,337.19	12,000.00
资产负债率	20.77%	21.87%	3.93%
流动比率	63.65	103.42	113.16
营业收入	68,153.20	62,621.68	47,600.18
利润总额	23,764.91	25,945.48	20,395.52
综合毛利率	25.08%	28.49%	25.59%
EBITDA	27,327.17	28,321.20	20,883.44
EBITDA 利息保障倍数	3.32	6.14	18.13
经营活动现金流净额	-41,916.05	-85,806.08	-20,723.58

注：2016 年财务数据采用公司 2017 年审计报告期初数
 资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
总资产	1,231,190.51	1,112,662.33	1,011,512.83
所有者权益	661,430.73	645,880.57	609,797.49
融资担保在保责任余额*	2,532,665.80	3,262,135.72	3,732,657.12
担保风险准备金*	265,974.32	245,006.61	213,387.61
融资担保净资产放大倍数*	4.53	5.93	7.11
累计担保代偿率*	1.52%	1.67%	1.53%

注：（1）“*”表示数据为母公司口径；（2）2016年财务数据采用2017年审计报告期初数（上年数）

资料来源：三峡担保2015年和2017年审计报告以及三峡担保提供，中证鹏元整理

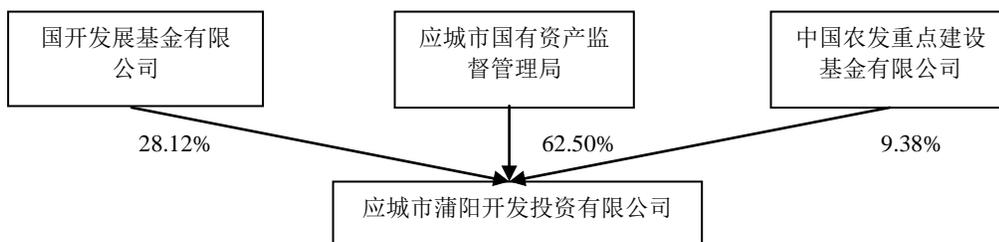
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年4月14日发行7年期12亿元公司债券，募集资金原计划用于应城市公共停车场建设项目、应城市工业园建设项目及补充营运资金。截至2018年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1.40亿元。

二、发行主体概况

2018年，公司名称、注册资本、实收资本、股权结构、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2018年末，公司注册资本仍为3.20亿元，实收资本仍为2.00亿元。2018年公司股权结构未发生变化，应城市国有资产监督管理局持有公司62.50%股权，认缴出资额为20,000.00万元，国开发展基金有限公司持有公司28.12%股权，认缴出资额为9,000.00万元，中国农发重点建设基金有限公司持有公司9.38%股权，认缴出资额为3,000.00万元¹。公司的控股股东和实际控制人仍为应城市国有资产监督管理局。截至2018年末，公司股权结构如图1所示。

图1 截至2018年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2018年公司合并报表范围无变化，截至2018年末，公司纳入合并范围的子公司共3家。跟踪期内，公司仍按照相关制度进行治理与管理，主要部门及相关负责人未发生调整。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年

¹ 根据公司与国开发展基金有限公司和中国农发重点建设基金有限公司分别签订的合同，公司需分期或一次性支付年投资收益率为1.2%的投资收益，并分期或一次性付清投资款。

基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），

明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 1 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理

2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年应城市经济总量保持增长,且增速加快

应城市是湖北省孝感市下辖县级市,位于江汉平原中部,现辖16个镇、办事处、场和1个省级经济技术开发区。应城市矿藏丰富,矿种有石膏、岩盐、芒硝、锶、石英、高岭土、地热等。已探明储量的矿产有石膏、岩盐、芒硝、地热4种,矿产地7处。其中以石膏、岩盐的储量最为丰富。

此外,2018年应城市把推进转型升级、振兴实体经济作为第一要务,聚焦盐业化工、母婴用品、糯稻、文旅康养等产业,依托武汉,面向长三角、珠三角、环渤海等发达地区,对接洽谈过亿元项目50个以上。入库重大项目244个,投资1,000多亿元;储备重大项目123个、投资637.4亿元;储转建项目41个、投资80.8亿元。20个孝感市管“五化”项目完成投资20亿元。应城市实施工业技改项目82个,工业投资增长20.2%。投资5亿元的云图控股食品软包装、双键化工等项目加快推进。

2018年应城市经济总量持续增长,全年实现地区生产总值315.79亿元,同比增长8.6%,增速较上年提高2.6个百分点。其中,第一产业增加值48.39亿元,同比增长3.2%,增速较上年下降0.8个百分点;第二产业增加值179.77亿元,同比增长8.7%,增速较上年提高4.9个百分点;第三产业增加值87.63亿元,同比增长11.9%,增速较上年持平。三次产业结构由2017年的17.0: 56.0: 27.0调整为2018年的15.3: 56.9: 27.8,第三产业发展相对较快,

产业结构更趋合理。2018年应城市固定资产投资增速加快，同比增长11.7%，增速较上年提高3.1个百分点。其中，房地产开发投资额比上年增长61.1%，工业投资额比上年增长23.2%。按产业划分，第一产业投资比上年增长87.8%；第二产业投资比上年增长23.2%；第三产业投资比上年减少15.1%。按常住人口计算，2018年应城市人均生产总值为51,947.69元，低于全国平均水平。

2018年应城市实现社会消费品零售总额170.37亿元，同比增长11.9%，消费增长同比有所加快。近年来，应城市金融市场运行稳健，存款和贷款余额不断增长，2018年分别为301.36亿元和145.44亿元，增速分别为8.2%和4.7%，增速相比上年均有所放缓。

表 2 应城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	315.79	8.6%	287.10	6.0%
第一产业增加值	48.39	3.2%	48.83	4.0%
第二产业增加值	179.77	8.7%	160.79	3.8%
第三产业增加值	87.63	11.9%	77.48	11.9%
规模以上工业企业增加值	159.21	9.6%	159.95	2.9%
全年固定资产投资	-	11.7%	290.72	8.6%
社会消费品零售总额	170.37	11.9%	152.32	10.2%
存款余额	301.36	8.2%	278.61	10.4%
贷款余额	145.44	4.7%	138.92	16.6%
人均 GDP（元）	51,947.69		47,384.06	
人均 GDP/全国人均 GDP	80.36%		79.42%	

注 1：“-”表示数据未公告；

注 2：增长率均按可比价格计算；

注 3：2018 年全年固定资产投资数据不含农户。

资料来源：2017-2018 年应城市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年应城市实现公共财政收入16.37亿元，同比增长10.8%，其中税收收入12.35亿元，同比增长11.7%，占同期公共财政收入的73.64%；实现政府性基金收入5.74亿元，同比增长147.41%；同期应城市公共财政支出为43.25亿元，同比增长7.08%，财政自给率为37.85%。

四、经营与竞争

作为应城市重要的基础设施建设主体，公司主要从事工程施工及土地开发等业务。随着应城市开发建设的持续推进，公司工程施工及土地开发整理规模不断提升，营业收入保持增长，2018年公司实现营业收入6.82亿元，同比增长8.83%。由于收入占比较高的土地

开发业务毛利率有所下降，2018年公司综合毛利率同比降低3.41个百分点至25.08%。公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示：

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务小计	68,111.24	25.07%	62,621.68	28.49%
工程施工	37,067.31	13.04%	34,572.42	13.04%
土地开发	29,313.90	37.50%	26,742.30	44.95%
委托贷款利息收入	607.49	100.00%	1,306.97	100.00%
影业及广告收入	1,122.53	56.79%	0.00	-
其他业务小计	41.97	55.68%	0.00	-
合计	68,153.20	25.08%	62,621.68	28.49%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程施工收入保持增长，考虑到在建、拟建项目尚需投资规模较大，未来业务持续性较好，同时面临一定的资金压力

作为应城市重要的基础设施建设主体，公司就应城市区域内的基础设施项目开展建设，业务具有较强的区域专营性。公司与应城市城乡建设局签订《建设项目工程承包合同》，合同约定工程项目完工并经应城市城乡建设局验收后支付工程款，余款5%质保金一年后付清，投资回报率不超过实际造价15%。公司根据项目完工情况与应城市城乡建设局协商后确认基础设施建设收入，同时结转相应成本。

随着应城市开发建设的持续推进，2018年公司实现工程施工收入3.71亿元，同比增长7.22%。由于公司按投资成本上浮15%确认收入，公司工程施工业务毛利率仍为13.04%。

表 4 2018 年公司工程施工收入确认情况（单位：万元）

项目名称	确认收入	确认成本
汉宜线外迁工程	9,977.70	8,676.26
汉江饮水工程	9,492.89	8,254.69
应城市体育运动城	6,186.75	5,379.78
文峰公园项目	5,579.57	4,851.80
家和二期棚户区改造工程	5,116.62	4,449.23
公安消防二站建设项目	713.79	620.69
合计	37,067.31	32,232.45

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司主要在建、拟建项目计划总投资26.26亿元，已完成投资17.91亿元，尚需投资8.35亿元，尚需投资规模较大，未来业务持续性相对较好，但同时公司存在

一定的资金支出压力。本期债券募投项目应城市工业园建设项目及应城市公共停车场建设项目计划总投资10.59亿元，截至2018年末已投资9.14亿元，后续尚需投资1.45亿元，应城市工业园建设项目及应城市公共停车场建设项目由公司筹集资金进行建设，并以项目后续产生的收益覆盖投资成本。

表 5 截至 2018 年底公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	是否为代建项目
应城市工业园建设项目	83,453.00	72,533.04	10,919.96	否
汉江饮水工程	63,000.00	56,897.90	6,102.10	是
应城市公共停车场建设项目	22,415.11	18,824.57	3,590.54	否
文峰公园项目	19,000.00	18,610.79	389.21	是
东城区供水项目	6,700.00	6,143.57	556.43	是
久大公司门前路建设	4,200.00	2,623.00	1,577.00	是
西十垃圾场封场及生态恢复工程	2,400.00	1,602.88	797.12	是
盐化工业园配套项目	2,400.00	1,860.03	539.97	是
应城市水源地保护及汉江饮用水二期工程（10 万吨/天）项目	33,946.43	0.00	33,946.43	否
应城市城市有机废弃物无害化处理和资源化利用及河道底泥治理建设项目	25,042.64	0.00	25,042.64	否
合计	262,557.18	179,095.78	83,461.40	-

资料来源：公司提供

土地开发收入保持增长，待开发土地和土地开发整理规模较大可为该业务持续性
及收入提供一定保障，但未来该业务收入稳定性受当地土地市场影响尚待观察

公司是应城市从事土地开发整理业务的重要主体，公司与应城市土地储备交易中心签署了《土地开发整理合作协议》，公司负责应城市城区、城郊范围内的一级土地整理业务，整理后土地出让价款扣除相关税费和土地整理成本后为土地出让净收益，净收益由应城市土地储备交易中心与公司按比例实施梯度分成，公司享有分成不超过土地出让收入的60%（土地开发整理前期拆迁安置补偿工作由应城市土地储备交易中心负责）。

2018年，公司实现土地开发收入2.93亿元，较上年有所增长；公司土地开发业务毛利率为37.50%，同比下降7.45个百分点，主要系营业税改征增值税政策和工料费及人工成本上涨所致。

表 6 2018 年公司土地开发整理情况（单位：万元）

项目名称	确认成本	确认收入
应城国家矿山公园二期项目	14,137.10	8,835.69

347 国道应城段建设工程土地整理	9,053.65	5,658.53
教育产业园	2,918.72	1,824.20
东马坊十三香地块项目	2,775.11	1,734.44
肖湾土地整理工程	429.32	268.33
合计	29,313.90	18,321.19

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司存货科目中待开发土地（详见附录二）账面价值为24.81亿元，土地面积合计133.37万平方米，土地性质主要为商住用地和城镇住宅兼容商务金融，但其中账面价值合计2.48亿元的土地已用于抵押；同时，土地开发整理账面价值为5.27亿元，待开发土地和土地开发整理规模较大，可为土地开发收入提供一定保障，但未来该业务收入稳定性受当地土地市场影响尚待观察。

委托贷款和影视、广告业务等丰富了公司收入来源，但整体规模较小

公司还从事委托贷款和影视、广告业务。委托贷款业务由应城市鼎盛民间资本管理有限责任公司（以下简称“鼎盛资本”）负责运营，鼎盛资本通过向民营企业提供委托贷款服务获取利息收入。鼎盛资本主要向民营企业发放委托贷款，面临较大的违约损失风险，截至2018年末，共发放本金4,929.28万元，其中2,179.90万元已逾期，按照贷款的分类情况共计提了1,467.31万元减值，其中2018年转回205.51万元。2018年鼎盛资本委托贷款收入同比有所减少，但毛利率保持在100%。影业及广告业务为2018年新增业务，主要由应城市欢乐国际影城有限公司（以下简称“欢乐影城”）负责。欢乐影城通过提供电影放映服务，向消费者出售电影票，来获取业务收入。2018年公司实现影业及广告收入1,122.53万元，毛利率为56.79%，盈利能力较强，主要系欢乐影城提供的电影放映服务在应城市处于垄断地位所致。上述业务丰富了公司收入来源，但整体规模较小。

公司在资产注入、财政补贴方面继续得到较大支持

为提高公司持续经营能力，保障公司的工程建设与运营发展，当地政府给予公司较大支持。2018年应城市财政局向公司拨入资金1.60亿元，增加公司资本公积。此外，2018年公司获得财政补贴8,000.00万元，提高了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，报告均采用新会计准则进行编制。2018年公司合并范围

无变化，2018年末公司纳入合并范围的子公司仍为3家。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但以存货为主，应收款项对营运资金形成一定占用，且部分资产已用于抵质押，整体资产流动性较弱

截至2018年末，公司资产总额为68.24亿元，同比增长6.38%，主要系公司收到财政拨款及利润积累所致。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，截至2018年末流动资产占资产总额的比重为95.84%。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	62,402.57	9.14%	64,624.20	10.07%
应收票据及应收账款	40,383.21	5.92%	9,677.29	1.51%
其他应收款	30,542.44	4.48%	11,555.04	1.80%
存货	482,158.19	70.65%	457,439.64	71.31%
其他流动资产	38,571.98	5.65%	74,069.64	11.55%
流动资产合计	654,058.38	95.84%	617,777.15	96.30%
固定资产	5,877.78	0.86%	5,527.34	0.86%
在建工程	18,824.57	2.76%	17,764.30	2.77%
非流动资产合计	28,381.05	4.16%	23,709.84	3.70%
资产总计	682,439.43	100.00%	641,486.99	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要为货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款、存货及其他流动资产。截至2018年末，公司货币资金为6.24亿元，较上年减少3.44%，主要包括银行存款6.21亿元和其他货币资金300.00万元，其中其他货币资金作为承兑汇票保证金使用受限。截至2018年末，公司应收票据及应收账款为4.04亿元，全部为应收应城市财政局的款项。2018年末公司其他应收款同比显著增长至3.05亿元，账龄以1年以内为主，主要系公司新增与应城市财政局的往来款所致。其中前五大应收对象分别为应城市财政局、应城市建筑总公司、应城市房地产公司、应城市长江埠街道办事处和湖北世纪中昊房地产开发有限公司，其中湖北世纪中昊房地产开发有限公司为民营企业，应收金额200.00万元。2018年末公司应收款项占资产总额的比重为10.39%，对公司资金形成一定占用，且应收对象以政府部门及国有单位为主，回款时间受政府资金安排影响，存在一定不确定性。截至2018年末，公司存货账面价值48.22亿元，占总资产的比重为70.65%，同比增长5.40%，主要系公司工

程施工和土地开发业务持续投入所致；包括待开发土地24.81亿元、工程施工18.13亿元和土地开发整理5.27亿元，其中账面价值合计2.48亿元的土地已用于抵押。截至2018年末，公司其他流动资产为3.86亿元，同比减少47.92%，主要系公司减少对理财产品的投资所致。

公司非流动资产主要为固定资产和在建工程。截至2018年末，公司固定资产账面价值为5,877.78万元，较上年略有增长，主要系公司新购设备所致。2018年末公司在建工程账面价值同比有所增长至1.88亿元，主要系公司新增对应城市公共停车场建设项目的资金投入所致。

总体而言，公司资产规模保持增长，但以存货为主，应收款项对营运资金形成一定占用，且部分资产已用于抵质押，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入保持增长，政府补助有效提升了公司的利润水平

2018年公司收入仍主要来源于基础设施建设及土地开发整理业务。随着应城市开发建设的持续推进，2018年公司实现营业收入6.82亿元，同比增长8.83%。2018年公司资产减值损失300.65万元，同比大幅减少，主要系公司收回部分已计提减值的委托贷款所致。2018年公司获得投资收益2,463.92万元，主要为公司收到理财产品到期收益。由于收入占比较高的土地开发业务毛利率有所下降，2018年公司综合毛利率同比下降3.41个百分点。2018年公司获得政府补助8,000.00万元，有效提升了公司的利润水平。

总体来看，公司营业收入同比有所增长，政府补助有效提升了公司的利润水平

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	68,153.20	62,621.68
资产减值损失	300.65	1,734.83
投资收益	2,463.92	1,802.65
其他收益	8,000.00	10,000.00
营业利润	23,765.68	25,948.99
营业外收入	0.24	0.00
利润总额	23,764.91	25,945.48
综合毛利率	25.08%	28.49%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流有所改善但表现仍较差，且主要在建、拟建项目尚需投资规模较大，未来仍面临一定的资金压力

经营活动方面，公司经营活动现金流入主要为基础设施项目工程款、土地整理出让返还款及政府补助资金，经营活动现金流出主要为基础设施建设项目及土地开发整理投入。2018年公司经营活动现金净流出规模缩小至4.19亿元，但经营性现金流表现仍较差。考虑到2018年末公司主要在建、拟建项目尚需投资8.35亿元，且经营活动现金持续净流出，公司仍面临一定资金压力。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金流入同比下降52.13%至3.58亿元，主要系公司理财产品到期赎回规模减少所致。2018年公司投资活动现金流出同比大幅下降至6,116.97万元，主要系公司购买理财产品规模减少所致。2018年公司投资活动现金由2017年的净流出转为净流入，主要系公司赎回部分理财产品所致。为满足经营活动资金需求，2018年公司筹资活动现金净流入9,757.48万元，主要系公司收到财政拨款1.60亿元所致，此外，公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.55	0.79
销售商品、提供劳务收到的现金	37,430.84	49,385.37
收到的其他与经营活动有关的现金	12,485.36	17,992.07
经营活动现金流入小计	49,916.19	67,377.44
购买商品、接受劳务支付的现金	75,132.88	137,315.86
支付的其他与经营活动有关的现金	16,325.98	15,624.89
经营活动现金流出小计	91,832.25	153,183.52
经营活动产生的现金流量净额	-41,916.05	-85,806.08
投资活动产生的现金流量净额	29,636.94	-85,267.87
筹资活动产生的现金流量净额	9,757.48	196,158.61
现金及现金等价物净增加额	-2,521.63	25,084.66

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司整体负债水平不高，但有息债务占比较大，未来面临一定偿债压力

截至2018年末，公司负债总额为14.17亿元，同比略有增长。2018年末公司所有者权益为54.07亿元，同比增长7.89%，主要系应城市财政局的资本投入所致。得益于应城市财政局的资本投入，2018年末公司产权比率有所下降。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	141,725.79	140,310.91
其中：流动负债	10,275.15	5,973.72
非流动负债	131,450.64	134,337.19
所有者权益	540,713.64	501,176.07
产权比率	26.21%	28.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债仍以非流动负债为主，截至2018年末，公司非流动负债占负债总额的比重达92.75%。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	9,479.90	6.69%	5,687.93	4.05%
流动负债合计	10,275.15	7.25%	5,973.72	4.26%
应付债券	119,450.64	84.28%	119,337.19	85.05%
长期应付款	12,000.00	8.47%	12,000.00	8.55%
非流动负债合计	131,450.64	92.75%	134,337.19	95.74%
负债合计	141,725.79	100.00%	140,310.91	100.00%
其中：有息债务	131,450.64	92.75%	134,337.19	95.74%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要为其他应付款，2018年末公司其他应付款为9,479.90万元，较上年有所增长，主要系公司往来款增加所致。

公司非流动负债主要由应付债券和长期应付款构成。2018年末，公司应付债券账面余额11.95亿元，为公司于2017年发行的企业债券。截至2018年末，公司长期应付款余额1.20亿元，包括应付国开发展基金有限公司的投资款9,000.00万元和中国农发重点建设基金有限公司的投资款3,000.00万元。根据与国开发展基金有限公司和中国农发重点建设基金有限公司分别签订的合同，公司需分期或一次性支付年投资收益率为1.2%的投资收益，并分期或一次性付清投资款。

截至2018年末，公司有息债务包括应付债券和长期应付款，期末余额13.15亿元，未来面临一定的偿债压力。

偿债能力指标方面，2018年末公司资产负债率同比略有下降至20.77%，仍保持在较低水平。短期偿债指标方面，2018年末公司流动比率同比有所下降至63.65，主要系流动负债增长较快所致；2018年末公司速动比率也有所下降，但整体而言短期偿债能力仍保持在

较高水平。2018年公司EBITDA为2.73亿元，同比略有减少；受有息债务规模扩大影响，2018年末公司有息债务与当年EBITDA的比值同比上升至4.81，公司EBITDA对有息债务的覆盖程度略有下降。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	20.77%	21.87%
流动比率	63.65	103.42
速动比率	16.73	26.84
EBITDA（万元）	27,327.17	28,321.20
EBITDA 利息保障倍数	3.32	6.14
有息债务/EBITDA	4.81	4.34

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、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仍能有效提升本期债券的信用等级

本期债券由三峡担保提供全额不可撤销连带责任保证担保。根据担保函，本次保证范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

三峡担保成立于2006年9月，原名为“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，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司出资设立；2010年1月更名为“重庆市三峡担保集团有限公司”，2015年5月更名为“重庆三峡担保集团股份有限公司”，2018年6月变更为现名。2016年11月，三峡担保以资本公积5.85亿元和未分配利润4.65亿元，合计转增股本10.50亿元；截至2018年3月31日，三峡担保注册资本及实收资本均为46.50亿元，控股股东为重庆渝富资产经营管理集团有限公司，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。截至2018年3月31日，三峡担保股权结构如下表所示。

表 13 截至 2018 年 3 月 31 日三峡担保股权结构情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
重庆渝富资产经营管理集团有限公司	232,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	155,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	77,500.00	16.67%
合计	465,000.00	100.00%

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事间接融资担保、直接融资担保、非融资担保、小额贷款、投资咨询及财务顾问等业务，其中非融资担保主要为工程履约担保、投标担保、诉讼保全担保等，整体规模较小。近年三峡担保主要收入来源为担保业务、贷款业务（含委托贷款和小额贷款）和投资业务，2017年三峡担保实现营业收入12.38亿元，其中已赚担保费占比为59.90%，担保业务仍是三峡担保最主要收入来源。近年三峡担保的担保业务规模有所下滑，2017年当期担保发生额为303.95亿元，同比下降49.74%，主要是大幅压减间接融资担保规模的所致；截至2017年末，在保余额为938.98亿元，同比下降13.41%，主要是保本基金担保规模大幅下降所致。但三峡担保的直接融资担保业务发展良好，市场竞争力强，截至2017年末直接融资担保余额为491.32亿元，同比增长54.50%，债券担保市场份额全国排名前列，Wind数据显示，在融资担保公司中，2017年三峡担保当期债券担保金额位居全国第二。

截至2017年12月31日，三峡担保资产总额为123.12亿元，所有者权益合计为66.14亿元，资产负债率为46.28%；2017年度，三峡担保实现营业收入12.38亿元，利润总额4.89亿元，经营活动现金净流入1.49亿元。截至2017年末，三峡担保融资担保在保责任余额253.27亿元，融资担保净资产放大倍数为4.53倍。此外，三峡担保与银行建立了良好的合作关系，业务发展基础较好。截至2018年3月末，三峡担保与43家银行建立了合作关系，获得融资担保授信额度合计约400.20亿元，剩余授信额度约327.68亿元。

三峡担保持续完善风险控制制度，风险准备金计提充分，截至2017年末担保风险准备金余额为26.60亿元，同比增长8.56%，风险准备金覆盖率同比上升2.99个百分点至10.50%，拨备覆盖率同比提升18.70个百分点至274.98%。代偿方面，得益于业务结构的调整，近年三峡担保的担保代偿情况有所好转，2017年当期担保代偿额为5.20亿元，同比下降4.34%；当期担保代偿率为1.16%，同比下降0.98个百分点；2017年末累计担保代偿率为1.52%，同比下降0.15个百分点。

表 14 2015-2017 年三峡担保主要财务数据

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	1,231,190.51	1,112,662.33	1,011,512.83
所有者权益合计（万元）	661,430.73	645,880.57	609,797.49
资产负债率	46.28%	41.95%	39.71%
营业收入（万元）	123,776.37	149,555.53	164,751.65
利润总额（万元）	48,870.92	72,959.24	71,475.65
综合毛利率	39.62%	46.28%	42.54%
净资产收益率	6.12%	9.60%	10.83%
经营活动净现金流（万元）	14,860.05	-10,393.77	77,795.69
当期担保发生额（万元）*	3,039,484.48	6,047,279.67	4,171,959.32

融资担保在保责任余额（万元）*	2,532,665.80	3,262,135.72	3,732,657.12
担保风险准备金（万元）*	265,974.32	245,006.61	213,387.61
融资担保净资产放大倍数*	4.53	5.93	7.11
累计担保代偿率*	1.52%	1.67%	1.53%
累计代偿回收率*	44.23%	44.78%	31.83%

注：（1）“*”表示数据为母公司口径；（2）2016年财务数据采用三峡担保2017年审计报告期初数（上年数）。

资料来源：三峡担保2015年和2017年审计报告以及三峡担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，其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安全性。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年3月14日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额为6.80亿元，占期末净资产的比重为12.58%，担保对象虽均为国企，但未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 15 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
应城市建筑总公司	国有企业	20,000.00	2027.12.15	否
应城市鼎诚房地产实业有限公司	国有企业	48,000.00	2035.11.19	否
合计	-	68,000.00	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2018年，公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础；截至2018年末，公司在建、拟建项目总投资以及待开发土地和土地开发整理规模较大，公司工程施工和土地开发业务持续性相对较好；作为应城市重要的基础设施建设主体，公司获得的外部支持力度仍较大；同时，三峡担保提供的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等级。

但中证鹏元也关注到，公司资产以存货为主，资产流动性较弱；公司经营活动现金流

虽有所改善但表现仍较差，截至2018年末公司主要在建、拟建项目尚需投资规模较大，仍面临一定的资金压力；公司有息债务规模较大，未来面临一定偿债压力；公司存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	62,402.57	64,624.20	39,539.55
存货	482,158.19	457,439.64	331,152.55
总资产	682,439.43	641,486.99	392,410.82
长期借款	0.00	3,000.00	0.00
应付债券	119,450.64	119,337.19	0.00
长期应付款	12,000.00	12,000.00	12,000.00
总负债	141,725.79	140,310.91	15,417.25
有息债务	131,450.64	134,337.19	12,000.00
所有者权益	540,713.64	501,176.07	376,993.57
营业收入	68,153.20	62,621.68	47,600.18
营业利润	23,765.68	25,948.99	11,451.28
营业外收入	0.24	0.00	8,956.00
利润总额	23,764.91	25,945.48	20,395.52
经营活动产生的现金流量净额	-41,916.05	-85,806.08	-20,723.58
投资活动产生的现金流量净额	29,636.94	-85,267.87	-5,352.79
筹资活动产生的现金流量净额	9,757.48	196,158.61	-970.19
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	25.08%	28.49%	25.59%
收现比	0.55	0.79	1.00
产权比率	26.21%	28.00%	4.09%
资产负债率	20.77%	21.87%	3.93%
流动比率	63.65	103.42	113.16
速动比率	16.73	26.84	16.26
EBITDA（万元）	27,327.17	28,321.20	20,883.44
EBITDA 利息保障倍数	3.32	6.14	18.13
有息债务/EBITDA	4.81	4.34	0.57

注：2016年财务数据采用公司2017年审计报告期初数

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年末公司存货中待开发土地明细（单位：万元、万平方米）

土地使用证编号	账面价值	土地用途	面积	性质	是否抵押
应城国用（2012）第 110309920 号	1,754.01	商住用地	0.76	出让	否
应城国用（2012）第 110309921 号	5,227.54	商住用地	2.33	出让	否
应城国用（2012）第 110309721 号	14,403.57	住宅用地	6.36	出让	否
应城国用（2012）第 110709039 号	3,284.24	住宅用地	1.46	出让	否
应城国用（2012）第 110709120 号	7,817.14	住宅用地	3.48	出让	否
应城国用（2012）第 110909179 号	1,169.70	商住用地	0.52	出让	否
应城国用（2012）第 110909180 号	8,847.95	商住用地	3.93	出让	否
应城国用（2012）第 111009120 号	374.99	住宅用地	0.17	出让	否
应城国用（2012）第 110209189 号	444.77	商住用地	0.20	出让	否
应城国用（2012）第 110209190 号	225.76	商住用地	0.10	出让	否
应城国用（2012）第 123409171 号	484.59	商住用地	0.32	出让	否
应城国用（2012）第 131609129 号	4,303.99	商住用地	1.92	出让	否
应城国用（2013）第 131612138 号	8,248.25	商住用地	5.51	出让	否
应城国用（2013）第 110909189 号	12,649.26	商住用地	5.58	出让	否
应城国用（2013）第 113409199 号	2,999.93	商住用地	2.00	出让	否
应城国用（2013）第 110709150 号	5,132.84	商住用地	2.28	出让	否
应城国用（2013）第 111304106 号	18,474.06	城镇住宅兼容商服用地	6.63	出让	是
应城国用（2011）第 110305041 号	30,812.65	城镇住宅兼容商务金融	11.47	出让	否
应城国用（2013）第 052401060 号	6,321.10	城镇住宅兼容商服用地	4.35	出让	是
应城国用（2013）第 052401061 号	6,960.22	城镇住宅兼容商服用地	4.71	出让	否
应城国用（2015）第 111809023 号	15,579.33	商住用地	6.93	出让	否
应城国用（2015）第 111810031 号	8,355.03	商住用地	3.71	出让	否
应城国用（2015）第 111009171 号	3,342.89	住宅用地	1.49	出让	否
应城国用（2015）第 111009172 号	3,313.76	住宅用地	1.47	出让	否
应城国用（2015）第 052306010 号	2,188.34	商住用地	1.46	出让	否
应城国用（2015）第 052306011 号	5,228.37	商住用地	3.49	出让	否
应城国用（2015）第 052401064 号	2,924.00	商住用地	1.95	出让	否
应城国用（2015）第 110305263 号	3,224.15	商住用地	1.44	出让	否
应城国用（2015）第 122809045 号	24,091.70	商住用地	16.07	出让	否

应城国用（2015）第 122809046 号	6,812.08	商住用地	4.54	出让	否
郎君 G(2011)008 号地块	316.91	商住用地	1.21	出让	否
杨河 G(2012)012 号地块	738.83	商住用地	2.13	出让	否
应城国用（2015）第 110204038 号	286.36	文体娱乐用地	0.14	划拨	否
P(2018)009	6,557.00	城镇住宅用地兼 容商服用地	4.82	出让	否
P(2018)010	6,307.00	城镇住宅用地兼 容商服用地	4.59	出让	否
P(2018)011	6,007.00	城镇住宅用地兼 容商服用地	4.41	出让	否
P(2018)012	6,607.00	城镇住宅用地兼 容商服用地	4.85	出让	否
P(2018)013	6,307.00	城镇住宅用地兼 容商服用地	4.61	出让	否
合计	248,123.28	-	133.37	-	-

资料来源：公司提供

附录三 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	经营范围
应城市鼎天文体传媒有限公司	4,000.00	60.00	电影放映；文化和体育项目投资；场地租赁；组织文体艺术活动、演艺演出；广告设计、文体用品销售
应城市鼎盛民间资本管理有限责任公司	5,000.00	50.80	股权投资、债权投资；资本投资咨询；短期财务投资；为中小企业提供投融资咨询
应城市欢乐国际影城有限公司	1,500.00	60.00	电影放映；组织文体艺术活动、演艺演出；广告设计、制作、代理、发布；摄影摄像服务；散装、预包装食品及饮料、音像制品、文体用品等销售

资料来源：公司 2018 年审计报告，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
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	长期借款+应付债券+长期应付款

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、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。