

2017 年平阳县国资发展有限公司

城市停车场建设专项债券

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【384】号 01

债券简称：
17 平阳停车债/17 平阳
债

债券剩余规模：
8.7 亿元

债券到期日期：
2027 年 8 月 24 日

债券偿还方式：在债券
存续期的第 3-6 年末，每
年偿还本金的 10%，第
7-10 年末，每年偿还本
金的 15%

分析师

姓名：
张伟亚 刘师宇

电话：
021-51035670

邮箱：
liushy@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 年平阳县国资发展有限公司城市停车场建设专项债 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	AA	AA
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 06 月 28 日	2018 年 06 月 26 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”）对平阳县国资发展有限公司（以下简称“平阳县国资”或“公司”）2017 年 8 月 24 日发行总额 8.7 亿元的城市停车场建设专项债券（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 AA，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公司发展的外部环境较好，公司安置房预收账款大幅增加，可为未来收入提供保障，且受外部支持力度较大。同时中证鹏元也关注到公司整体资产流动性较弱，经营活动现金流持续净流出，在建项目较多，仍面临较大资金压力，公司有息债务持续攀升，且面临较大的短期偿还压力，以及公司面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司发展的外部环境较好。2018 年平阳县全年完成地区生产总值 460.17 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.20%，增速与上年持平。外部环境为公司发展提供了较好的基础。
- 截至 2018 年末公司安置房销售预收账款规模较大，可为未来收入提供保障。2018 年底，公司代建工程总投资 81.75 亿元，已投资 51.72 亿元；截至 2018 年末，公司主要在建安置房项目预收房款金额达 15.96 亿元，可为公司未来收入提供保障。
- 公司受外部支持力度较大。2018 年平阳县财政局给予公司及子公司资金注入共计 29.57 亿元增加公司资本公积，同年政府收回部分土地以及公司注销海域使用权合计减少公司资本公积 3.18 亿元。此外，2018 年公司收到平阳县财政局给予的政府补助 2.48 亿元，增强了公司的盈利能力。

关注：

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司存货和其他应收款合计占资产总额的比重为 76.87%。公司存货以土地资产和工程项目为主，其他应收款规模较大且回款期限不确定，相关资产质量易受当地土地出让市场和政府财政状况影响。
- **经营活动现金流持续净流出，在建项目较多，仍面临较大资金压力。**2018 年公司经营活动产生的现金净流出 20.57 亿元，连续大幅流出。截至 2018 年末公司在建基础设施项目计划总投资 81.75 亿元，未来预计尚需投资 30.39 亿元；安置房计划总投资 46.66 亿元，未来尚需投资 12.44 亿元，仍面临较大资金压力。
- **公司负债程度较高，2018 年有息债务进一步攀升，面临较大的短期偿还压力。**截至 2018 年末，公司资产负债率为 64.23%，负债经营程度仍然较高；且有息债务规模增至 160.53 亿元，同比增加 6.84%，其中短期有息债务 31.09 亿元，公司面临的短期偿债压力较大。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保余额为 29.68 亿元，占公司 2018 年末所有者权益的比重为 22.80%。公司对外担保对象主要为地方建设平台以及国有企业，但对外担保余额仍较大，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	3,639,251.01	3,176,301.58	2,440,865.76
所有者权益	1,301,593.03	972,278.04	859,232.83
有息债务	1,605,260.67	1,502,467.27	1,018,401.79
资产负债率	64.23%	69.39%	64.80%
流动比率	3.39	4.12	4.57
营业收入	90,048.89	46,939.27	61,493.89
其他收益	24,798.01	26,143.85	-
营业外收入	100.32	448.76	19,626.17
利润总额	21,792.76	6,974.06	14,556.29
综合毛利率	20.71%	11.12%	20.59%
EBITDA	31,484.80	14,597.87	22,233.97
EBITDA 利息保障倍数	1.11	0.28	0.55
经营活动现金流净额	-205,721.34	-446,011.24	-397,087.43

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

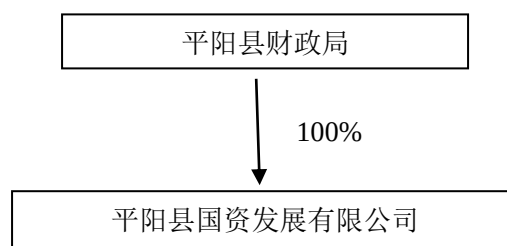
一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会“发改企业债券[2017]57号”文件批准，公司于2017年8月24日公开发行8.7亿元公司债券，全部用于平阳县停车场建设项目。截至2019年4月30日募集资金专户余额为193,343.02元。

二、发行主体概况

2018年公司控股股东仍为平阳县财政局，实际控制人仍为平阳县人民政府，注册资本和实收资本仍为15亿元，业务范围也未发生变化。

图1 截至2018年末公司股权结构情况



资料来源：公司提供

2018年公司合并范围新增3家子公司，另有2家子公司不再纳入合并范围，截至2018年末公司合并范围内共有70家子公司，其中二级子公司8家。

表1 2018年公司合并范围的变化（单位：万元）

1、2018年新纳入公司合并范围的子公司情况

名称	经营范围	注册资本	持股比例	合并方式	级次
平阳县海涂分场农业开发有限公司	农业项目的开发；生态农业旅游资源开发等	1,200 ¹	100%	设立	3
浙江平悦旅游开发有限公司	旅游景区的开发及配套基础设施建设	20,000	50%	设立	3
平阳县温头航创科技有限公司	无人驾驶汽车、智能飞行器等技术研发、产业推广	1,000 ¹	100%	设立	1

2、2018年不再纳入公司合并范围的子公司情况

名称	处置日	注册资本	持股比例	未纳入合并范围的原因	级次
平阳县梧桐霖工程项	2018年7月20	1,000	100%	注销	3

¹ 截至2018年末尚未实缴

目管理有限公司	日				
平阳县碧海仙山景区 管理服务有限公司	2018 年 7 月 20 日	1,000	100%	注销	3

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

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2 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年平阳县经济总量继续快速提高,工业经济增长较快,但第三产业在地方经济中的比重有所回落

2018年平阳县经济继续保持稳定增长,经济实力进一步增强,全年完成地区生产总值460.17亿元,按可比价格计算,比上年增长9.2%,增速与上年持平。其中第一产业增加值16.92亿元,同比增长1.7%;第二产业增加值179.25亿元,增长8.6%;第三产业增加值263.99亿元,增长10.3%,三次产业结构由上年的4.1:37.1:58.8调整为3.7:38.9:57.4,第三产业在地方经济中的比重较上年有所下降。截至2018年末,平阳全县常住人口80.27万人,照此计算人均GDP达到57,611元,是全国人均生产总值的89.12%。

工业方面，2018 年平阳县规模以上工业总产值 332.26 亿元，同比增长 12.8%，其中，轻重工业分别同比增长 11.8%和 14.7%。全县规模以上高新技术产业增加值 33.42 亿元，增长 3.9%，占规模以上工业总产值比重为 48.76%。2018 年平阳县固定资产投资同比增长 10.70%，其中工业投资同比增长 10.5%，其中工业技改投资同比增长 5.3%；基础设施建设投资同比增长 14.7%。2018 年平阳县社会消费品零售总额 204.77 亿元，同比增长 10.6%，是经济增长的重要支撑之一。此外，2018 年平阳县进出口总额 69.13 亿元，增长 9.10%，增速较上年下降了 8.5 个百分点。其中进口总额 3.25 亿元，增长 11.1%；出口总额 65.87 亿元，增长 9.0%。

表3 2017-2018 年平阳县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	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	460.17	9.2%	410.46	9.2%
第一产业增加值	16.92	1.7%	16.80	4.5%
第二产业增加值	179.25	8.6%	152.30	7.6%
第三产业增加值	263.99	10.3%	241.37	10.7%
规模以上工业总产值	332.26	12.8%	331.60	15.1%
固定资产投资	-	10.7%	419.48	13.7%
社会消费品零售总额	204.77	10.6%	194.18	10.9%
进出口总额	69.13	9.1%	63.37	17.6%
存款余额	578.95	8.9%	531.83	15.0%
贷款余额	527.10	13.2%	465.69	10.1%
人均 GDP（元）	57,611		43,305	
人均 GDP/全国人均 GDP	89.12%		72.58%	

资料来源：2017-2018 年平阳县国民经济和社会发展统计公报

2018 年平阳县实现公共财政收入 32.78 亿元，比上年增长 32.8%，其中税收收入 27.68 亿元，同比增长 10.8%，税收占比达 84.44%，公共财政收入质量较好。同期平阳县公共财政支出为 71.59 亿元，增长 18.8%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 45.79%，财政自给能力较弱。

四、经营与竞争

公司作为平阳县重要的土地开发利用、城市基础设施建设投融资、国有资产运营主体，主要从事安置房建设、供水（含水表安装）、土地开发、工程施工、交通运输以及少量租赁业务。2018 年公司实现营业收入 9.00 亿元，同比大幅增长 91.84%，主要

是销售安置房收入大幅增长所致。毛利率方面，由于销售安置房业务毛利率显著上升，公司土地开发业务毛利率由上年的-57.35%转为 67.03%，且水表安装、租金收入等业务毛利率也有不同程度的上升，公司综合毛利率整体上升至 20.71%，较上年提升了 9.59 个百分点。公司其他收入包括利息收入、停车费、广告收入和培训收入等，对公司收入构成了一定的补充，且毛利率较高。

表4 2017-2018 年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
销售安置房	43,887.27	6.07%	8,264.16	1.44%
水费	14,996.65	16.68%	11,940.57	17.42%
土地开发	5,975.00	67.03%	5,800.00	-57.35%
运输	5,129.44	-15.51%	3,898.11	11.90%
石料、燃油、矿产	3,717.51	12.08%	5,828.68	1.98%
工程施工	2,773.54	28.76%	3,393.60	24.96%
水表安装费	2,349.34	60.44%	1,174.15	51.86%
租金收入	1,384.60	96.93%	1,693.56	63.97%
其他业务收入	9,835.54	63.74%	4,946.45	65.26%
合计	90,048.89	20.71%	46,939.27	11.12%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年公司安置房业务收入大幅增加，且 2018 年末公司安置房销售预收款规模较大，该项业务未来收入较有保障；同时公司在建项目较多，资金面仍面临较大压力

安置房项目建设方面，该业务主要由平阳城投公司负责运营，建成后采用自行销售的模式。

2018 年由于上年预收的房款开始转为收入，公司收现安置房销售收入 4.39 亿元，较上年大幅增长 431.06%。同时由于房地产市场景气度上升，部份富余安置房以市场价销售，以致 2018 年销售安置房毛利率达到 6.07%，较上年大幅提升了 4.63 个百分点。2018 年公司开始预售的安置房项目包括下桥小区安置房项目、平阳县昆阳镇城东新区 B30 地块安置房建设项目和平阳县昆阳镇城东新区 B43 地块安置房建设项目等。

截至 2018 年底，公司已预收房款达 15.96 亿元，较 2017 年末大幅增加，预收的安置房款项未来将随着安置房建设的完工逐步结转为收入，公司安置房建设业务未来收入较有保障。

表5 截至 2018 年末公司主要安置房项目建设情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
下桥小区安置房项目	38,062.00	38,062.00

平阳县昆阳镇城东新区B30地块安置房建设项目	55,041.50	44,747.38
平阳县昆阳镇城东新区B34地块安置房建设项目	61,801.26	34,847.79
平阳县昆阳镇城东新区C28地块安置房建设项目	87,395.00	61,905.13
平阳县昆阳镇城东新区C29地块安置房建设项目	24,076.95	22,617.00
昆阳镇雅河西路C04地块安置房项目	24,400.00	21,825.36
平塔改建工程安置房项目	29,467.00	14,471.46
鳌江镇旧城改造五期安置房项目	60,200.00	43,922.33
鳌江园林西路保障房	66,800.00	42,365.24
家禾花苑安置房	19,400.00	17,500.00
合计	466,643.71	342,263.69

资料来源：公司提供

公司基础设施建设业务由公司本部及下属子公司平阳县交通投资集团有限公司（以下简称“平阳交投”）负责运营，建设内容主要包括市政工程、道路桥梁以及安置房等。基础设施项目建设方面，公司承接的大部分项目与政府签订了相关协议，约定由公司负责项目资金筹措和项目建设，待项目工程竣工决算后，由政府按照经审计确认的竣工决算金额拨付建设款或者加成一定比例进行回购；少部分项目建成后由公司自主运营，但近年来公司未确认该项收入。

截至 2018 年末，公司主要在建安置房项目包括平阳县昆阳镇城东新区 C28 地块安置房建设项目、平阳县昆阳镇城东新区 B43 地块安置房建设项目等，计划总投资 46.66 亿元，未来尚需投资 12.44 亿元；公司主要在建基础设施项目包括平阳文化中心项目、万鳌公路工程、宋埠围垦区滩涂市政道路工程和昆宋公路工程等，计划总投资 81.75 亿元，未来预计尚需投资 30.39 亿元。总体而言，公司在建项目所需投资额在建项目较多，资金面仍面临较大压力。

表6 截至 2018 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	项目已投资
平阳县停车场建设项目（含 17 个停车场建设项目）	156,168.00	124,934.40
平阳文化中心项目	170,777.00	86,137.19
宋埠围垦区滩涂市政道路工程	89,000.00	80,500.00
昆宋公路工程	76,000.00	66,876.57
昆鳌快速通道	53,000.00	56,587.13
万鳌公路工程	149,000.00	48,164.33
万锦公路工程	66,000.00	21,783.26
新河北路	14,410.00	12,909.18

鳌江客运中心	7,262.86	6,019.63
水头国发创业大楼	7,119.63	5,430.92
远东路市政工程	14,259.87	2,872.74
经四路市政工程	10,341.34	2,848.00
经五路市政工程	4,163.00	2,124.84
合计	817,501.70	517,188.19

资料来源：公司提供

2018 年公司供水能力进一步提高，业务收入随供水量增加而上升，该项业务可为公司收入提供稳定补充

公司供水业务主要由下属子公司平阳县公用事业投资有限公司（以下简称“平阳公投”）负责运营，平阳公投是平阳县境内的供水单位，下属共计五家自来水厂，向鳌江镇、昆阳镇、麻步镇、水头镇以及肖江镇等区域供应生活用水和工业用水。2018 年，平阳公投的供水面积仍为 255 平方公里。2018 年，公司供水业务经营情况较好，实现水费收入 14,996.65 万元，较上年增长 25.59%，主要是供水结构变动所致。2018 年公司供水业务毛利率为 16.68%，主要是水网维护成本上升所致。

除供水业务外，平阳公投还负责新增供水用户的水表安装业务和平阳县区域内的供水工程安装业务。2016 年开始，平阳城投对下属子公司业务进行调整，将水表安装业务和供水工程安装业务进行整合，统一由平阳县通泉市政安装工程有限公司（以下简称“平阳通泉”，系平阳公投子公司）负责经营，供水工程安装业务属于外部招标业务。平阳通泉对相关业务的收入统计口径进行调整，部分水表安装费收入计入工程施工收入。2018 年公司分别实现水表安装费收入 2,349.34 万元，工程施工收入 2,773.54 万元。

表7 2017-2018 年公司供水业务经营情况

项目	2018 年	2017 年
供水面积（平方公里）	255	255
服务人口（万人）	71	73
供水能力（万吨/日）	18	17
供水总量（万吨）	5,860	5,527
售水总量（万吨）	4,298	3,922
管网漏损率	27%	28%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018 年公司土地开发收入规模较稳定，毛利率大幅上升

公司土地开发业务主要由下属子公司平阳县滩涂围垦开发建设有限公司（以下简称“平阳滩涂围垦”）和平阳县城市建设投资有限公司（以下简称“平阳城投”）负责经营。平阳滩涂围垦根据浙江省海洋与渔业局的总体规划，主要负责平阳县滨海新区的土地围垦

开发工作。平阳城投根据当地政府的开发规划，主要负责对平阳县城东新区规划出让的土地进行整理（包括征地、拆迁、安置、补偿、场地平整及适当的城市配套设施），以达到净地的出让标准。土地开发完毕后，通过“招、拍、挂”程序进行出让（滨海新区开发完毕的土地由平阳县海洋与渔业局和平阳县国土资源局联合出让，城东新区开发土地由平阳县国土资源局出让），在扣除必要规化费、市政配套费及相关税收后按一定比例给予返还，公司按照当年度收到的土地出让金返还金额确认土地开发收入。

2018 年公司土地开发业务实现收入 5,975.00 万元，较上年增长 3.02%。同时，由于出让土地取得时成本较低，出让溢价较高，公司土地开发业务毛利率较上年大幅上升，为 67.03%。

表8 2017-2018 年公司土地开发业务经营情况（单位：亩、万元/亩）

项目	2018 年	2017 年
出让面积（工业）	384.1	191.36
出让单价（工业）	35.19	32.45

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2018 年末，滨海新区围垦规划为 12,500 亩，未来两年内可出让土地约 1,608.64 亩，城东新区规划开发面积为 9.25 平方公里，公司可供开发并出让的土地规模较大。但考虑到土地开发业务受当地出让规划及政策性影响较大，未来仍需关注公司土地开发业务收入及毛利率状况。

2018 年由于旅客周转量下降，公司运输业务虽收入增长但毛利转为亏损；受部分石矿停产整顿影响，石料开采和销售规模明显降低

公司运输业务主要由下属子公司温州长安集团有限公司（以下简称“长安集团”）负责经营，业务范围包括平阳县内公交线路（包括公交车及出租车）、长途客运及货运等，收入来源主要来自车票销售收入，以及对出租车收取管理费等。

近年来，随着鳌江站高铁线路通车，全县内容流量逐步减少；同时长安集团部分线路暂停运营，运营车辆数量呈明显下滑趋势。2018 年长安集团客流人次 12.26 万，较上年有所上升，但由于 2018 年长安集团开通多条县内主城区及主要乡镇短途公交线路，且长途客运线路的运营人数及收入较往年有较大幅度的减少，旅客周转量较上年显著下降。2018 年度公司实现运输收入 5,129.44 万元，较上年大幅增长 31.59%，但由于短途路线增多，旅客周转量显著下降，且当年公交车购置成本、燃油费以及人工费用等运营成本较高，毛利率较上年大幅下降，转为-15.51%。

表9 2017-2018 年长安集团运输业务经营情况

项目	2018 年	2017 年
----	--------	--------

车辆数量（辆）	74	87
客流量（人次）	122,562	102,851
旅客周转量（人/公里）	82,493,052	104,988,653

资料来源：公司提供

公司销售业务收入主要包括油气销售收入和石料销售收入。油气销售收入主要来自长安集团经营的加油站，每年销售规模较为稳定；石料销售收入则来自平阳县交通投资集团矿业有限公司（以下简称“矿业公司”，系平阳交投子公司）。2018 年矿业公司继续整改，石料开采和销售规模出现下滑；此外加油站按政府要求进行有关双层改造而停业整改。故 2018 年公司实现销售业务收入 3,717.51 万元，较上年降低 36.22%。2018 年，公司销售业务毛利率升至 12.08%，主要是部分矿业公司石料销售成本未同步结转。

2018 年公司继续受到较大力度的外部支持

2018 年公司仍受到当地政府的在资金和补贴方面的支持。2018 年平阳县财政局给予公司及子公司资金注入共计 29.57 亿元增加公司资本公积，同年政府收回部分土地以及公司注销海域使用权合计减少公司资本公积 3.18 亿元。2018 年公司收到平阳县财政局给予的政府补助 2.48 亿元，计入其他收益；此外公司收到绿色能源汽车补助 0.16 亿元计入递延收益。

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利安达会计师事务所²（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告，审计报告均采用新会计准则编制。报告中的 2017 年数据均为 2018 年审计报告中期初数或上期数。2018 年度公司合并报表范围变化见表 1。

资产结构与质量

2018 年公司资产规模继续保持较快增长，但公司资产中应收款项占比较大，对公司资金形成了占用，存货主要为基础设施工程和土地，难以集中变现，此外公司受限资产规模较大，整体资产流动性较弱

2018 年由于受到平阳县政府的资金支持，公司资产总额大幅增至 363.93 亿元，较

² 2018 年公司变更审计机构，原审计机构为华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）

上年增长 14.58%。2018 年末公司资产中流动资产和非流动资产分别占资产总额的 88.12%和 11.88%。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货等部分构成。2018 年末公司货币资金为 35.46 亿元，较上年末增长 9.05%。其中受限资金比例为 24.10%，为存单质押和定期存款保证金等。公司其他应收款主要为与政府及下属关联单位的往来款，2018 年末规模为 41.83 亿元，由于部分往来款当年被公司收回而较上年大幅减少 17.80 亿元。其中与平阳县鳌江镇财政局、平阳县财政局会计核算中心、平阳县万全镇人民政府、平阳县新鳌城市建设有限公司和平阳县财政局等单位的往来款合计数占其他应收款比为 49.41%。考虑到公司的业务性质和其他应收款的对象主要为政府单位及国有企业，该款项未来回收风险不大，但回收时间不确定，存在一定的资金占用情况。

公司存货主要由开发成本、工程代建项目、开发产品及开发土地等构成是公司最主要资产，2018 年末规模为 237.93 亿元，较上年末增长 24.75%。其中，开发成本主要系尚未完工的征地拆迁等工程项目，2018 年末规模为 100.64 亿元；工程代建项目主要系各在建项目的建设成本，2018 年末规模为 112.88 亿元，由于土地开发、工程建设等方面的持续投入，且部分土地随项目推进转入开发成本核算，公司存货中开发成本和工程代建项目规模分别较上年末增长 14.98%和 47.02%。开发土地主要为土地使用权，2018 年末规模为 7.48 亿元，较上年大幅减少，减少部分主要系转入开发成本核算所致；开发产品为 16.30 亿元，与上年基本持平。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、在建工程 and 无形资产等部分构成。公司可供出售金融资产主要为对外投资而持有的股权，2018 年末规模为 11.52 亿元，较上年末增长 17.30%，增加部分主要系对浙江温州沈海高速公路有限公司等企业的追加投资。公司在建项目主要为污水处理工程、研发地块标准厂房等项目，2018 年末规模为 8.65 亿元，当年账面价值变动较大的项目主要为北山水厂和敖江新客运中心。公司无形资产主要为土地使用权、采矿权及海域使用权，2018 年末账面价值为 9.82 亿元，较上年末减少 6.53%，主要系根据平政发【2018】169 和 53 号等文件，部分土地和海域使用权被无偿收回或无偿转出所致，2018 年末无形资产中账面价值 2.00 亿元的土地已用于抵押。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 14.17 亿元，占公司总资产的 3.89%。在受限资产中，货币资金 8.53 亿元，抵押存货 3.61 亿元，抵押无形资产 2.00 亿元。

整体上看，随着业务规模持续扩大以及各在建项目的持续推进，2018 年公司资产规模继续保持较快增长，但公司资产中应收款项占比较大，对公司资金形成了占用，

存货主要为基础设施工程和土地，难以集中变现；此外，公司 2018 年末受限资产规模较大，整体资产流动性较弱。

表10 2017-2018 年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	354,572.83	9.74%	325,157.98	10.24%
其他应收款	418,215.74	11.49%	508,798.16	16.02%
存货	2,379,299.18	65.38%	1,907,326.39	60.05%
流动资产合计	3,207,006.27	88.12%	2,772,055.57	87.27%
可供出售金融资产	115,197.45	3.17%	98,209.58	3.09%
在建工程	86,488.33	2.38%	79,166.86	2.49%
无形资产	98,234.60	2.70%	105,102.46	3.31%
非流动资产合计	432,244.74	11.88%	404,246.01	12.73%
资产总计	3,639,251.01	100.00%	3,176,301.58	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

由于销售安置房收入大幅增加，2018 年公司营业收入和利润均大幅增加，但盈利依然对外部支持依赖较大

2018 年公司实现营业收入 9.00 亿元，同比大幅增长 91.84%，主要是上年销售安置房预收款开始结转收入，以致业务大幅增长所致。毛利率方面，由于土地开发业务毛利率大幅回正，叠加销售安置房业务毛利率上升且在公司业务中比重大幅提高，公司综合毛利率为 20.71%，较上年提升了 9.59 个百分点。考虑到公司存货中在建工程项目规模较大，公司收入持续性较好，但公司业务结构、收入结算方式近年来波动较大，未来仍有不确定性。

公司持续获得较大力度的外部支持，2018 年公司获得计入其他收益的政府补助 2.48 亿元，政府补助仍是公司利润的主要来源。2018 年，公司实现利润总额 2.18 亿元，较上年大幅增加。整体上看，2018 年公司营业收入规模大幅增加，毛利率显著提升，但盈利依然对外部支持依赖较大。

表11 2017-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	90,048.89	46,939.27
营业利润	22,012.11	7,221.21

其他收益	24,798.01	26,143.85
营业外收入	100.32	448.76
利润总额	21,792.76	6,974.06
净利润	22,996.79	6,621.17
综合毛利率	20.71%	11.12%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018 年公司经营活动净现金流仍为大幅净流出；为满足相关资金需求，公司筹资活动现金流保持着较大规模净流入；同时公司在建项目中投入较多资金，面临较大的资金压力

2018 年公司收现比为 1.53，较上年有所下降但仍然维持在较高水平。2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 13.75 亿元，较上年增长 44.35%，除较高的收现比外，也由公司收入大幅增长的因素；同时，公司在工程项目中投入也有所增长，购买商品、接受劳务支付的现金为 52.09 亿元，较上年同比增长 11.01%。此外，公司与其他单位间的往来款净流出规模较大。综合上述因素影响，2018 年公司经营活动产生的现金净流出 20.57 亿元，净流出规模较上年下降 53.88%。

投资活动方面，2018 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 1.89 亿元，由于公司对在建工程投入下降而较上年减少，因此 2018 年公司投资活动现金净流出规模有所下降，为 4.05 亿元。

筹资活动方面，由于经营活动现金流持续净流出，加之各项业务推进和债务到期置换，以致公司融资需求仍然较大，2018 年公司筹资活动现金净流入 25.29 亿元。此外，截至 2018 年末公司在建工程仍需投资 42.83 亿元，仍面临较大的资金压力。

整体上看，2018 年公司经营活动净现金流仍为净流出，同时公司在建项目尚需投入较多资金，面临较大的资金压力。

表12 2017-2018 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.53	2.03
销售商品、提供劳务收到的现金	137,492.44	95,246.25
收到其他与经营活动有关的现金	351,957.42	156,448.20
经营活动现金流入小计	489,450.37	251,694.45
购买商品、接受劳务支付的现金	520,850.11	469,190.93
支付其他与经营活动有关的现金	156,170.14	210,559.57
经营活动现金流出小计	695,171.70	697,705.69

经营活动产生的现金流量净额	-205,721.34	-446,011.24
投资活动产生的现金流量净额	-40,480.70	-59,238.86
筹资活动产生的现金流量净额	252,930.10	588,548.90
现金及现金等价物净增加额	6,728.06	83,298.80

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

公司资产负债率仍然较高，有息负债规模持续增长，偿债压力进一步加重

由于股东对公司的持续支持，以及公司自身利润的积累，2018 年公司所有者权益较上年末增长 33.87%至 130.16 亿元。2018 年末公司负债总额增至 233.77 亿元，较上年末增长 6.06%。综合上述因素影响，2018 年末公司产权降至 179.60%，较上年末大幅下降 47.09 个百分点，公司所有者权益对负债的保障程度有所提高，但仍然不能全额覆盖公司债务。

表13 2017-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
负债合计	2,337,657.99	2,204,023.54
所有者权益合计	1,301,593.03	972,278.04
产权比率	179.60%	226.69%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等部分构成。公司短期借款主要用于补充流动资金，2018 年末公司短期借款余额为 7.81 亿元，多为保证借款。公司预收款项主要为安置房预收款，2018 年末公司预收款项增至 20.36 亿元，较上年末大幅增长 26.79%，预收的安置房款项未来将随着安置房建设的完工逐步结转为收入。公司其他应付款主要为应付平阳县财政局、阳县滨海新区建设管理委员会、平阳县会计核算中心基建账户、平阳县横阳市政园林建设有限公司、平阳县昆阳镇财政局等单位的往来款。2018 年末公司一年内到期的非流动负债规模 22.90 亿元，其中 1 年内到期的长期借款 16.65 亿元，1 年内到期的应付债券 3.8 亿元，1 年内到期的长期应付款 2.45 亿元。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。2018 年公司长期借款规模为 73.08 亿元，由于部分长期借款即将到期重分类至流动资产而较上年有所下降，其中保证借款 25.65 亿元、质押借款 26.59 亿元。公司应付债券余额 20.47 亿元，由于“16 平阳债”进入偿还期而较上年同比下降。公司长期应付款包括长期应付款 35.88 亿元和专项应付款 9.49 亿元，其中长期应付款主要是非银行机构的借款，这部分借款

利率较高，将提升公司整体融资成本水平；专项应付款主要为项目拨款形成。2018 年公司长期应付款同比大幅增长，主要是公司新增了浙里投平台、浙江金融资产交易中心、华融金融租赁股份有限公司等机构的借款所致。

表14 2017-2018 年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	比重
短期借款	78,100.00	3.34%	100,540.00	4.56%
预收款项	203,590.55	8.71%	160,568.90	7.29%
其他应付款	393,168.47	16.82%	232,951.98	10.57%
一年内到期的非流动负债	229,002.50	9.80%	166,550.53	7.56%
流动负债合计	945,705.59	40.46%	673,453.09	30.56%
长期借款	730,832.44	31.26%	857,926.00	38.93%
应付债券	204,687.60	8.76%	243,361.03	11.04%
长期应付款	358,838.14	15.35%	134,089.70	6.08%
非流动负债合计	1,391,952.40	59.54%	1,530,570.45	69.44%
负债合计	2,337,657.99	100.00%	2,204,023.54	100.00%
有息负债	1,605,260.67	68.67%	1,502,467.27	68.17%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司有息债务规模增至 160.53 亿元，较上年末增长 6.84%，占 2018 年末负债总额的比重为 68.67%，其中短期有息债务 31.09 亿元，公司面临的债务短期偿还压力较大。

从偿债指标看，2018 年末公司资产负债率上升至 64.23%，有所下降，但整体负债经营程度仍处于较高水平。由于流动负债规模大幅上升，2018 年公司流动比率和速动比率分别降至 3.39 和 0.88，考虑到流动资产中存货和应收类款项占比较高，相关资产变现能力较差，公司短期偿债能力偏弱。2018 年公司 EBITDA 随利润增长而升至 3.15 亿元，EBITDA 利息保障倍数相应升至 1.11，但整体来看债务负担仍然较重。

表15 公司偿债能力指标

项目	2018 年	2018 年
资产负债率	64.23%	69.39%
流动比率	3.39	4.12
速动比率	0.88	1.28
EBITDA（万元）	31,484.80	14,597.87
EBITDA 利息保障倍数	1.11	0.28
有息债务/EBITDA	50.99	102.92

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月20日），公司本部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12月31日，公司对外担保余额为29.68亿元，占公司2018年末所有者权益的比重为22.80%。公司对外担保对象主要为地方建设平台以及国有企业，但对外担保余额仍较大，且无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表16 截至2018年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
平阳县横阳市政园林建设有限公司	15,000	2016/6/6	2022/6/6
平阳县新鳌城市建设有限公司	100,000	2017/12/14	2037/12/14
平阳县新鳌城市建设有限公司	25,000	2018/1/17	2028/1/17
浙江萌宠岛投资有限公司	10,000	2018/7/3	2031/7/3
平阳县新鳌城市建设有限公司	8,000	2018/11/22	2019/11/22
平阳县新鳌城市建设有限公司	58,900	2018/11/29	2021/11/29
平阳县新鳌城市建设有限公司	63,000	2018/12/18	2021/12/18
温州建设集团有限公司	7,066	2018/5/30	2019/4/25
浙江萌宠岛投资有限公司	9,100	2017/3/21	2020/3/20
平阳县金村畜禽专业合作社	180	2018/3/30	2019/3/29
平阳县开欣烟花爆竹有限公司	150	2018/6/26	2019/6/20
浙江益堂蜂业专业合作社	120	2018/5/17	2019/5/16
平阳县东江生猪养殖场	99	2017/6/27	2019/6/20
平阳县三顺小龙虾养殖专业合作社	70	2018/5/4	2019/5/3
平阳县嘉义农资专业合作社	50	2018/11/14	2019/11/10
平阳县拓兴机械有限公司	30	2018/11/14	2019/11/10
合计	296,765		

资料来源：公司提供

七、评级结论

2018年平阳县全年完成地区生产总值460.17亿元，按可比价格计算，比上年增长9.20%，增速与上年持平，为公司提供了较好的外部环境；公司在建基础设施规模较大，截至2018年末公司安置房销售预收账款规模较大，可为未来收入提供保障；2018年平阳县财政局给予公司及子公司资金注入共计29.57亿元增加公司资本公积，此外2018年公司收到平阳县财政局给予的政府补助2.48亿元计入其他收益，以及绿色能源汽车补助0.16亿元计入递延收益。公司继续得到政府较大力度的支持。

同时我们也关注到，公司存货和其他应收款合计占资产总额的比重为76.78%，资产整体流动性较弱；公司在建项目投资规模较大，存在较大的资金压力；截至2018年末，公司资产负债率为64.23%，负债经营程度仍然较高；且有息债务规模增至160.53亿元，同比增加6.84%，其中短期有息债务31.09亿元，公司面临的债务短期偿还压力较大；以及公司对外担保余额较大，存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，经综合评定，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，本期债券信用等级维持为AA，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	354,572.83	325,157.98	276,905.97
应收票据及应收账款	6,310.06	3,312.85	4,499.27
其他应收款	418,215.74	508,798.16	359,013.03
存货	2,379,299.18	1,907,326.39	1,427,426.05
流动资产合计	3,207,006.27	2,772,055.57	2,093,767.68
固定资产	45,523.06	42,377.42	40,239.72
无形资产	98,234.60	105,102.46	97,608.92
非流动资产合计	432,244.74	404,246.01	347,098.08
资产总计	3,639,251.01	3,176,301.58	2,440,865.76
短期借款	78,100.00	100,540.00	111,406.00
预收款项	203,590.55	160,568.90	115,192.28
其他应付款	393,168.47	232,951.98	169,125.77
一年内到期的非流动负债	229,002.50	166,550.53	51,820.00
流动负债合计	945,705.59	673,453.09	458,312.35
长期借款	730,832.44	857,926.00	616,760.89
应付债券	204,687.60	243,361.03	148,710.00
长期应付款(合计)	453,760.89	427,991.67	357,182.46
非流动负债合计	1,391,952.40	1,530,570.45	1,123,320.57
负债合计	2,337,657.99	2,204,023.54	1,581,632.93
有息债务	1,605,260.67	1,502,467.27	1,018,401.79
所有者权益	1,301,593.03	972,278.04	859,232.83
营业收入	90,048.89	46,939.27	61,493.89
营业利润	22,012.11	7,221.21	-4,136.21
营业外利润	100.32	448.76	19,626.17
净利润	22,996.79	6,621.17	14,231.80
经营活动产生的现金流量净额	-205,721.34	-446,011.24	-397,087.43
投资活动产生的现金流量净额	-40,480.70	-59,238.86	-34,586.18
筹资活动产生的现金流量净额	252,930.10	588,548.90	532,015.76
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	20.71%	11.12%	20.59%
收现比	1.53	2.03	1.57
产权比率	179.60%	226.69%	184.08%
资产负债率	64.23%	69.39%	64.80%
流动比率	3.39	4.12	4.57

速动比率	0.88	1.28	1.45
EBITDA（万元）	31,484.80	14,597.87	22,233.97
EBITDA 利息保障倍数	1.11	0.28	0.55
有息债务/EBITDA	50.99	102.92	45.80

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，2016 年部分科目根据新会计准则做了调整，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的二级子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
平阳县瓯南资产管理有限公司	3,000.00	100.00%	资产管理
平阳县城市建设投资有限公司	33,000.00	100.00%	城市道路、基础设施的投资、建设
平阳县滩涂围垦开发建设有限公司	50,000.00	100.00%	海涂围垦、开发
温州长安集团有限公司	5,000.00	100.00%	客运、货运
平阳县公用事业投资有限公司	11,000.00	72.73%	集中供水、污水收集与处理业的投资
平阳县交通投资集团有限公司	10,000.00	100.00%	港口、码头及其他交通基础设施的投资、设计、开发、建设、经营、管理、维护
平阳县国有资产投资经营有限公司	5,800.00	100.00%	项目投资、房地产开发、经营
平阳县温头航创科技有限公司	1,000	100%	无人驾驶汽车、智能飞行器等技术研发、产业推广

资料来源公司 2018 年审计报告

附录三 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

附录四 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。