

2015 年

海门市城市发展投资有限公司公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：	AA 级
债项信用等级：	AAA 级
评级时间：	2016 年 6 月 28 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

2015 年海门市城市发展投资有限公司公司债券跟踪评级报告

概要

编号：【新世纪跟踪[2016]100410】

存续期间

7 年期债券 14 亿元人民币，2015 年 4 月 3 日—2022 年 4 月 3 日

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA 级	稳定	AAA 级	2016 年 6 月
前次跟踪	AA 级	稳定	AA+ 级	2015 年 6 月
首次评级：	AA 级	稳定	AA+ 级	2015 年 3 月

主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	9.03	38.76	25.84
刚性债务	37.90	59.76	83.25
所有者权益	84.85	85.29	103.91
经营性现金净流入量	1.37	10.67	-11.18
发行人合并数据及指标：			
总资产	204.96	250.94	261.19
总负债	120.11	165.64	157.27
刚性债务	50.83	78.54	112.18
所有者权益	84.85	85.29	103.91
营业收入	16.58	11.82	17.94
净利润	2.72	1.99	1.88
经营性现金净流入量	6.47	6.72	-7.30
EBITDA	6.41	6.28	5.81
资产负债率[%]	58.60	66.01	60.21
权益资本与刚性债务比率[%]	166.92	108.59	92.64
流动比率[%]	279.39	254.24	281.16
现金比率[%]	19.20	47.82	42.85
利息保障倍数[倍]	1.99	1.54	1.57
净资产收益率[%]	3.29	2.34	1.99
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.86	4.70	-4.52
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.51	3.48	-5.48
EBITDA/利息支出[倍]	2.11	1.66	1.70
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.10	0.06
担保人数据及指标：			
总资产	98.43	106.57	104.06
所有者权益	57.27	62.39	63.86
营业收入	6.91	7.86	7.40
资产负债率	41.82	41.44	38.63

注：发行人数据及担保人数据分别根据海门城投及中投保经审计的 2013-2015 年度财务数据整理、计算。

分析师

刘道恒 邵羽佳
上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内，海门城投实现增资，业务结构保持稳定，在海门市国资体系中的地位稳固，能够持续获得政府支持。公司各类项目仍维持了较大的投资规模，且随着前期取得的大量银行借款逐步进入偿还阶段，公司资金压力持续较大。但公司存量货币资金仍然充裕，且拥有大量可供转让土地，能对公司到期债务偿付形成一定缓冲。

- 依托区位优势和政策扶持，2015 年海门市经济保持增长，财政实力进一步增强，可为海门城投的经营和发展提供良好的外部环境。
- 跟踪期内，海门城投仍是海门市最主要的土地一级开发和市政项目代建主体，能够持续获得海门市财政在资金和政策等方面支持。
- 2015 年末，海门城投拥有部分未抵押的土地资产，公司可通过土地抵押或转让筹措项目建设资金，同时土地资产出让获得的收入可为债务的偿还提供一定保障。
- 海门城投本期债券由中投保提供连带责任担保，较大幅度地提高了本期债券的安全性。
- 海门城投营业收入主要来源于土地出（转）让收入，易受经济周期波动、区域土地市场成交状况及房地产政策的影响。
- 海门城投承担的土地开发、市政项目代建及保障房项目较多，资金需求量大，后续投融资压力大。
- 2016 年，海门城投大量长期银行借款进入偿还期，同时各类项目投资规模仍维持在高位，资金平衡压力明显上升。
- 海门城投与政府机构及政府所属企事业单位资金往来较频繁，被占用资金规模较大，需关注关联占款的回收情况。
- 海门城投对外担保金额进一步扩大，存在一定的或有损失风险。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

跟踪评级报告

按照 2015 年海门市城市发展投资有限公司公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据海门市城市发展投资有限公司(简称“海门城投”、“该公司”或“公司”)提供的经审计的 2015 年财务报表及相关经营数据，对海门城投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论。

一、债券发行情况

经国家发展和改革委员会[2012]273 号文件批准，该公司于 2012 年 3 月发行了 12 亿元人民币的 12 海城投债，期限为 7 年，票面年利率为 8.35%，在债券存续期内固定不变。该债券的还本付息条款为：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 年（2015-2019 年），逐年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金。2016 年 3 月，公司已按规定偿还 12 海城投债的本金 2.4 亿元，该债券存续本金余额 7.2 亿元。

此外，经国家发展和改革委员会发改财金[2015]466 号文件批准，该公司于 2015 年 4 月发行了 14 亿元人民币的 15 海城投债（本期债券），期限为 7 年，票面利率为 6.22%。该债券的还本付息条款为：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 年（2018-2022）末每年按照债券发行总额 20% 的比例等额偿还债券本金。2016 年 4 月，公司已按规定偿还 15 海城投债的当期利息，该债券存续本金余额依旧为 14.00 亿元。

截至本报告出具之日，该公司发行的待偿还债券本金余额合计为 21.2 亿元，目前公司发行的债券付息情况正常。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

跟踪期内，该公司资金管理进一步规范，在大额资金的调度、资金支出的审批、融资成本等方面提出了进一步的要求。同时在对外担保方面，公司对担保对象、担保额及反担保措施等方面作出了更为严格的规定。2015 年，公司股东海门市国资办以货币增资方式增加公司注册资本至 20.00 亿元，公司实际控制人仍为海门市政府。年末纳入合并范围子公司共 5 家，本年新纳入合并范围子公司为海门海艺苗圃有限公司，经营范围为苗木、花卉种植、销售以及园林绿化养护。

(二) 业务运营

跟踪期内，海门市经济继续保持良好的发展态势。2015 年全市实现地区生产总值 915.02 亿元，按可比价计算，比上年增长 9.8%。其中第一产业增加值 51.80 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 471.59 亿元，增长 10.2%；第三产业增加值 391.63 亿元，增长 10.3%。三次产业结构由上年的 6.5: 53.0: 40.5 调整至 5.7: 51.5: 42.8。海门市高新技术产业对经济的支撑继续提升。2015 年海门市实现高新技术产业产值 889.50 亿元，占规模以上工业产值的比重为 47.1%，同比提高 1.0 个百分点。

图表 1. 2013-2015 年海门市国民经济和社会发展主要指标

指 标	2013 年		2014 年		2015 年	
	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)
地区生产总值 (亿元)	740.01	12.1	836.50	10.2	915.02	9.8
工业增加值 (亿元)	363.85	12.9	404.15	11.5	401.85	10.8
固定资产投资 (亿元)	423.49	20.9	501.40	18.4	565.32	12.7
城镇居民人均可支配收入 (元)	32387	9.3	34280	9.1	37404	9.1
农民人均纯收入 (元)	16920	11.6	17419	10.9	18986	9.0
社会消费品零售总额 (亿元)	266.37	13.0	297.94	11.9	311.15	10.2
进出口总额 (亿美元)	18.76	10.9	20.40	8.5	22.54	10.7

资料来源：海门市统计局关于 2013 年、2014 年和 2015 年国民经济和社会发展的统计公报

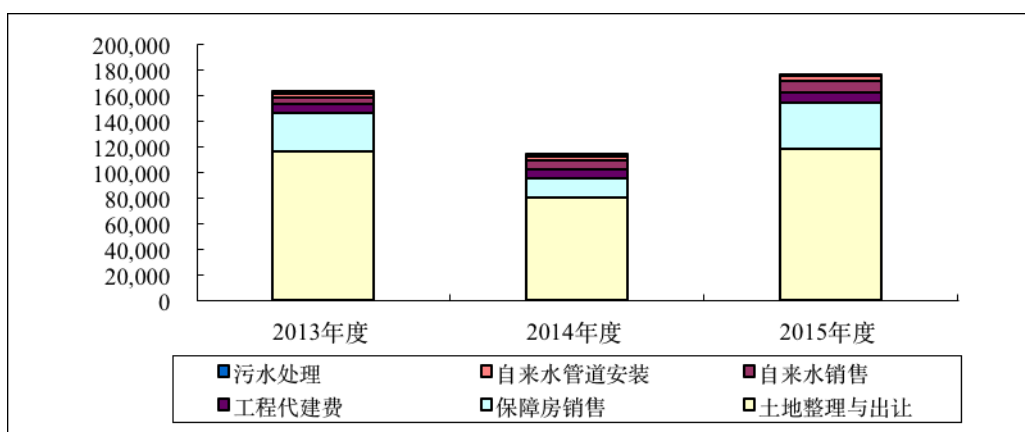
随着经济的持续增长，海门市的财政实力也逐年增强，财政自给率维持在很高水平。2015 年全市完成财政总收入 182.42 亿元，同比增收 20.55 亿元，增长 12.7%；其中一般公共预算收入为 78.40 亿元，增长 14.3%，一般公共预算收入总量列南通六县(市区)第一，列江苏省县（市）第七。全市实现政府性基金收入 70.76 亿元，增长 18%。支出方面，2015 年海门市一般公共预算支出 85.56 亿元，增长 16.2%；政府性基金支出 71.44 亿元，增长 19%。

跟踪期内，该公司仍是海门市最主要的土地一级开发和市政项目代建的投资主体，并承担了为海门市保障房项目、城区供水、污水处理等重大项目的融资和管理职能。2015 年公司实现营业收入为 17.94 亿元¹，同比增涨 54.16%，主要系公司土地转让及保障房销售收入的增加所致。从当年收入构成来看，土地一级开发及转让²、保障房销售、工程代建、自来水销售、自来水管安装和污水处理收入分别为 11.81 亿元、3.58 亿元、0.85 亿元、0.86 亿元、0.35 亿元和 0.15 亿元，占营业收入的比重分别为 67.30%、12.80%、5.80%、6.30%、2.60%和 1.50%。

¹ 含其他业务收入，审计报告披露的营业收入为 17.60 亿元。

² 该项业务收入对应审计报告中的土地出让和土地整理收入。

图表 2. 2013-2015 年公司营业收入构成情况（单位：万元）



资料来源：海门城投

该公司的营业收入主要来自土地一级开发和转让业务，包括公司受托整理的土地在一级市场出让后取得的土地出让金分成（对应审计报告中的土地整理收入）和自有土地在二级市场转让取得的收入（对应审计报告中的土地出让收入）。2015 年公司受托开发土地共实施拆迁项目 17 个，拆迁面积为 46.69 万平方米，当年度公司受托开发土地投入资金 11.7 亿元，结转土地整理收入 5.27 亿元，实现毛利润 1.68 亿元。

该公司还积累了较多的土地资源，可在海门市二级土地市场进行转让。2015 年度，公司出让自有土地 2 宗，面积 9.94 万平方米，取得土地出让金收入 6.55 亿元，实现毛利润 0.53 亿元。截至 2015 年末，公司拥有土地资产 40 块，以商业用地为主，面积合计为 312.81 万平方米，账面价值 78.29 亿元。但目前公司持有的土地中有账面价值约为 44.45 亿元的土地已抵押用于外部融资，后续通过自有土地转让实现收入受到一定限制。

保障房开发业务为该公司近年来扩展较快的业务板块，以开发安置房和经济适用房项目为主。2015 年公司保障房销售收入为 3.58 亿元，同比增长 1.36 倍，主要受当年度保障房销售面积上升影响。由于保障性住房销售价格受政策性定价限制，公司该业务盈利空间不稳定，2014 年保障房业务出现收入成本倒挂，2015 年则实现毛利 0.79 亿元。2015 年末，公司处于开发阶段的保障房项目 10 个，总投资额 22.6 亿元，已完成投资 12.43 亿元。

跟踪期内，该公司代建业务模式未发生调整。2015 年，公司新增了 10 项市政路桥建设工程、30 项亮化工程、30 项绿化工程，新增代建项目预计总投资 4.25 亿元。加上以前年度工程项目后续资金需求，2015 年实际投入资金 5.66 亿元。当年，公司确认的工程代建费收入 0.85 亿元，代建项目成本未在损益表体现。

跟踪期内，该公司水处理相关业务运营总体平稳。由于城镇化水平的提高及供水面积增加，2015 年公司自来水销售及自来水管安装业务收入均略有增长，分别从上年的 0.75 亿元和 0.32 亿元增加至 0.86 亿元和 0.35 亿元，并有一定盈利。但公司污水处理厂运营仍不稳定，导致公司污水处理收入下降至 0.15 亿元，且继续处于亏损状态。

跟踪期内，该公司其他业务收入规模仍然较小，对公司整体经营影响有限。2015 年，公司其他业务收入合计 0.33 亿元，其他业务成本 0.41 亿元；其中租赁业务收入 0.33 亿元，成本 0.25 亿元。

（三）财务状况

跟踪期内，该公司土地整理及保障房项目资金回笼速度有所改善，公司利用相关资金偿还了部分政府所属企事业单位的债务，债务规模得到一定控制，但债务压力并未有效缓解。2015 年末，公司债务总额 157.27 亿元，同比下降了 5.05%，其中流动负债 83.50 亿元，非流动负债 73.77 亿元。同时由于股东向公司注资 15 亿元（上年度已到位），年末公司净资产增至 103.91 亿元，资产负债率下降至 60.21%。

该公司债务仍以刚性债务为主。2015 年末，公司短期刚性债务 48.33 亿元，其中短期借款 7.9 亿元，应付票据 14.35 亿元，一年内到期非流动负债 26.08 亿元。公司大量长期借款将于 2016 年内到期，导致一年到期非流动负债规模及短期刚性债务规模大幅度增长，增加了公司即期债务偿付压力。公司中长期刚性债务合计 63.85 亿元，其中长期借款 42.83 亿元，应付债券因 15 海城投债发行增至 21.02 亿元。公司其他债务主要是应付账款 10.55 亿元、其他应付款 19.29 亿元及专项应付款 9.83 亿元，其中应付账款主要为施工单位工程款；其他应付款和专项应付款主要是与地方政府所属企事业单位之间的往来款，其中部分是增资款项，公司年末债务规模得到控制主要系该部分债务规模大幅度下降。

2015 年末，该公司资产总额为 261.19 亿元，较上年末增长 4.08%。公司资产主要集中在与业务相关的待出让土地、保障房项目开发成本以及承担为地方政府所属单位融资职能而产生的其他应收款，因此流动资产的占比很高，2015 年末为 89.89%。

从资产质量看，该公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，2015 年末余额分别为 35.78 亿元、58.82 亿元和 133.17 亿元。当年末公司货币资金大幅减少主要系偿还部分债务；其他应收款主要系向海门市属企事业单位拨付的资金。存货主要为公司取得的土地、代建工程、保障房开发成本等，其中存量土地账面价值高达 78.29 亿元（56.77%的土地

已用于银行借款抵押)。2015 年末, 公司流动比率和速动比率分别为 281.16%和 116.30%, 由于流动资产中存货占比较大, 且存货中大部分土地用于银行借款抵押, 加之尚有较大额的非经营性资金往来, 公司实际流动性较弱。

该公司非流动资产以固定资产、长期股权投资和在建工程为主, 2015 年末三者合计占非流动资产的 99.89%。公司长期股权投资年末余额为 7.15 亿元, 主要被投资单位为江苏南通三建集团有限公司、海门市金信担保有限公司和中新仁恒(海门)长江生态科技城有限公司等, 每年能够为产生的投资收益非常有限; 固定资产年末余额为 12.29 亿元, 较上年减少 2.97%, 主要系房屋建筑物及管网设施的处置或报废, 此外公司另有 2.38 亿的房屋建筑物处于抵押状态; 在建工程年末余额为 6.93 亿元, 随自来水管网工程和污水处理管网铺设项目工程推进而较上年末有所增加。

该公司作为政府财政部门控制的投融资平台, 除了统筹管理子公司资金运作之外, 还承担了部分为同一政府下平台企业和单位提供担保的职能。目前公司对外提供担保金额较大, 涉及被担保企业数量较多。2015 年末, 公司对外担保余额为 115.87 亿元, 同比增长 28.76%, 担保比率为 111.51%。目前, 这些企业和单位运营正常, 但由于公司年末对外担保余额大, 涉及行业多, 有一定的或有损失风险。

该公司收入仍主要来源于土地一级开发与转让、保障房业务。2015 年公司转让自有土地 2 宗及受托开发土地 17 宗, 获得土地一级开发收入 5.29 亿元与土地转让收入 6.55 亿元, 总规模同比增长 48.37%。期间费用方面, 虽然刚性负债规模上升, 但刚性债务利率的下降及与其他经营活动(主要为财政补贴和往来款)有关的利息收入的增长使公司整体财务费用降低, 公司 2015 年度期间费用下降为 3.59 亿元, 较上年下降了 16.90%。此外, 公司每年可从政府获得财政专项补贴, 成为公司盈利的重要来源。2015 年公司获得政府补贴 1.99 亿元, 同期实现利润总额和净利润分别为 1.94 亿元和 1.88 亿元。

从现金流情况看, 2015 年该公司主要项目资金回笼情况有一定改善, 全年经营活动现金流入 47.95 亿元, 其中销售商品、提供劳务收到的现金达 18.44 亿元, 同比增长 56.59%。但当年, 公司偿还了大量海门市属企事业单位的借款, 全年经营活动现金净流量为-7.3 亿元。同期, 因自来水区域供水管网工程的推进, 公司形成投资性现金净流出 1.54 亿元。当年度, 股东向公司注资 15 亿元, 解决了公司的资金缺口。

(四) 担保方信用质量

本期债券由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并已出具了正式担保函。中投保是国内首家以信用担保为主营业务的全国性专业担保机构，业务运作经验丰富，业务品种多样，产品创新能力较强，并与国内众多金融机构建立了合作关系，市场地位突出。

截至 2015 年末，中投保年末担保余额升至 1710.66 亿元，其中金融担保业务在保余额为 1686.70 亿元，而贸易融资担保业务的在保余额进一步降至 1.20 亿元；扣除减值准备后，中投保当年末的应收代位追偿款净额为 2.90 亿元，同比减少 47.60%，主要是 2015 年度回收代位追偿款 2.61 万元所致。

中投保 2015 年末的资产总额为 104.06 亿元，净资产为 63.86 亿元；全年实现担保业务收入 7.04 亿元，较上年减少 10.43%；但由于提取保险责任保证金大幅减少，中投保实现净利润 6.03 亿元，较上年上升 356.82%。受益于主营业务的持续发展以及大股东国家开发投资公司的流动性支持，2015 年中投保总体业务运营稳定，流动性较强，对本期债券的担保有效性强。

综上所述，跟踪期内，该公司业务结构未发生明显调整，在地方国资体系中仍处于突出地位，持续获得地方政府支持。公司各类项目仍维持了较大的投资规模，且随着前期取得的大量银行借款逐步进入偿还阶段，公司资金压力持续较大。但公司存量货币资金仍然充裕，且拥有大量可供转让土地，能对公司到期债务偿付形成一定缓冲。

本评级机构将持续关注：（1）该公司在土地一级开发、市政项目代建、保障房项目开发等方面的投资计划及投融资进展；（2）房地产调控政策的未来走向及区域土地市场情况对公司主营业务长期经营稳定性和其所持有土地资产市场价值的影响；（3）大规模对外担保产生的或有损失风险；（4）海门市经济发展和财政收支状况对公司运营能力和偿债能力的影响；（5）海门市属企事业单位占款回收的及时性；（6）公司到期刚性债务兑付情况；（7）中投保的信用状况。

附录一

主要财务指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 [亿元]	204.96	250.94	261.19
货币资金 [亿元]	12.43	42.41	35.78
刚性债务[亿元]	50.83	78.54	112.18
所有者权益 [亿元]	84.85	85.29	103.91
营业收入[亿元]	16.58	11.82	17.94
净利润 [亿元]	2.72	1.99	1.88
EBITDA[亿元]	6.41	6.28	5.81
经营性现金净流量[亿元]	6.47	6.72	-7.30
投资性现金净流量[亿元]	-2.59	-1.74	-1.54
资产负债率[%]	58.60	66.01	60.21
长期资本固定化比率[%]	17.20	15.69	14.86
权益资本与刚性债务比率[%]	166.92	108.59	92.64
流动比率[%]	279.39	254.24	281.16
速动比率[%]	91.94	119.31	116.30
现金比率[%]	19.20	47.82	42.85
利息保障倍数[倍]	1.99	1.54	1.57
有形净值债务率[%]	141.65	194.27	151.39
营运资金与非流动负债比率[%]	209.67	177.76	205.07
担保比率[%]	92.99	105.50	111.51
应收账款周转速度[次]	16.04	8.50	21.02
存货周转速度[次]	0.08	0.06	0.11
固定资产周转速度[次]	1.40	0.92	1.44
总资产周转速度[次]	0.09	0.05	0.07
毛利率[%]	42.21	38.91	22.95
营业利润率[%]	1.81	1.67	0.48
总资产报酬率[%]	3.14	2.54	2.09
净资产收益率[%]	3.29	2.34	1.99
净资产收益率*[%]	3.29	2.34	1.99
营业收入现金率[%]	95.43	99.61	102.81
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	11.91	8.76	-8.48
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	5.86	4.70	-4.52
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	7.13	6.49	-10.27
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	3.51	3.48	-5.48
EBITDA/利息支出[倍]	2.11	1.66	1.70
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.10	0.06

注：表中数据依据海门城投经审计的 2013-2015 年度财务报表整理、计算。

附录二

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。