



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪677号

厦门海沧投资集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“厦门海沧投资集团有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十六日

厦门海沧投资集团有限公司 2016年面向合格投资者公开发行公司债券跟踪评级报告（2018）

债券名称	厦门海沧投资集团有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券		
债券简称	16 海投债		
债券代码	136685		
发行规模	人民币 16 亿元		
存续期限	5 年（2016.09.06~2021.09.06）		
上次评级时间	2017/06/26		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

基本观点

2017 年，厦门市及海沧区经济发展情况较好，为厦门海沧投资集团有限公司（以下简称“厦门海沧”或“公司”）业务发展带来良好的外部环境和机会。同时，厦门海沧作为厦门市属国有独资企业，在资本金注入、项目获取和业务发展等方面持续得到当地政府较多支持，公司自有资本进一步增强。另外，公司融资渠道较为顺畅，2017 年通过发行中期票据及非公开定向融资工具等改善了其债务期限结构。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司 2017 年收入规模和盈利能力下滑明显、房地产项目区域分布集中度较高，以及债务规模增长较快等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持厦门海沧投资集团有限公司主体信用等级 AA⁺，评级展望稳定；维持“厦门海沧投资集团有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级 AA⁺。

正面

- 区域经济发展的带动效应。2017 年厦门市和海沧区经济继续保持稳定增长，财政实力不断增强，同时海沧区是全国最大的国家级台商投资区，具有优越的港口条件，为沿海岸贸易提供了良好的物流条件，并为公司发展提供良好的外部环境。
- 持续有力的政策支持。公司在厦门市海沧区和保税港区的基础设施建设中发挥重要的作用，承担了大量的政府工程建设，在资本金注入、项目获取和业务发展等方面持续获得有力支持。2017 年厦门海沧区人民政府增资 3.5 亿元，公司自有资本实力进一步增强。
- 融资渠道较为顺畅，债务期限结构有所优化。公司与银行等金融机构建立了良好的合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司获得主要贷款银行的授信额度为 355.21 亿元。同时，公司

概况数据

厦门海沧	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	42.57	72.03	89.46	102.13
总资产（亿元）	252.36	354.82	399.58	409.38
总债务（亿元）	112.38	191.67	227.05	230.13
营业总收入（亿元）	135.47	106.78	54.36	6.39
营业毛利率（%）	16.41	39.79	22.10	14.90
EBITDA（亿元）	12.30	21.10	9.75	0.75
所有者权益收益率（%）	12.54	15.78	1.72	0.23
资产负债率（%）	83.13	79.70	77.61	75.05
总债务/EBITDA（X）	9.14	9.08	23.29	76.53
EBITDA 利息倍数（X）	1.85	3.25	0.96	0.32

注：1、2016 年财务数据为公司 2017 年财务报表期初追溯调整数据；
2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
3、其他流动负债、长期应付款、其它非流动负债中的计息部分调整至总债务进行计算；
4、2018 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

分析师

应洽亚 zhying@ccxr.com.cn

於娜 nyu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月26日

通过发行中票、公司债券等多种形式在资本市场进行融资。2017年公司通过发行中期票据及非公开定向融资工具等，债务期限结构得到明显改善，长短期债务比从2016年末的1.23倍下降到0.56倍。

关 注

- 盈利能力下滑明显。受2017年房地产业务无达到竣工交付条件的项目及贸易业务转型影响，公司房地产板块收入同比下降64.97%，贸易收入同比下降43.31%；受此影响，公司利润总额同比下降81.66%，经营性业务利润同比下降96.49%，盈利能力下滑明显。
- 区域分布集中度高。公司房地产开发项目及储备土地主要位于厦门市海沧区，区域集中度高，房地产业务运营对单一市场区域较为依赖，业务拓展空间受限的同时存在区域集中风险。
- 债务规模增长较快。公司项目建设、房地产开发等业务资金需求较大，导致债务规模快速增长，资产负债率及总资本化比率处于较高水平，截至2017年末，公司总债务为227.05亿元；资产负债率及总资本化比率分别为77.61%和71.73%。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

厦门海沧投资集团有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（债券简称为“16 海投债”、债券代码为“136685”，以下简称“本次债券”）于 2016 年 9 月 2 日发行，发行规模为不超过 16 亿元（含 16 亿元），到期日为 2021 年 9 月 2 日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券募集总额为人民币 16 亿元，其中 10 亿元用于补充营运资金，6 亿元用于补充下属子公司营运资金，截至 2017 年 12 月 31 日，本次债券募集资金已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

行业分析

厦门市地区经济稳定增长、财政实力不断增强，同时海沧区经济也保持稳定的增速，为区政府加快区域内基础设施建设、增强资源调度能力和支持当地经济发展奠定良好基础

近年来，厦门市经济保持了良好的发展势头。2017 年，厦门市地区生产总值（GDP）4,351.18 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.6%。其中，第一产业增加值 23.23 亿元，增长 2.1%；第二产业增加值 1,815.92 亿元，增长 7.2%；第三产业增加值 2,512.03 亿元，增长 7.9%。随着经济实力的增强、产业结构的优化以及人民收入水平的提高，居民对生活环境的品质要求不断提升，由此创造了对城市基础设施更多、更高的建设需求。近年来，厦门市基础设施建设保持了较大的投资力度，2017 年厦门市完成基础设施投资 909.80 亿元，增长 14.8%，其中交通运输业投资 536.68 亿元，增长 7.3%；房地产开发投资 879.86 亿元，增长 14.9%，全市商品房施工面积 4,287.70 万平方米，下降 0.6%；商品房新开工面积 605.41 万平方米，增长 10.4%。

随着厦门市不断推进产业结构优化，厦门市经济保持平稳增长的同时，财政实力稳步增强。2017 年，厦门市实现公共财政预算总收入 1,187.29 亿元，比上年增长 9.6%，其中地方级财政收入 696.78 亿元，增长 11.0%。在地方级财政收入中，实现税收

收入 563.43 亿元，增长 10.9%；其中增值税 183.32 亿元，下降 1.9%；企业所得税 112.61 亿元，增长 11.2%；个人所得税 53.66 亿元，增长 31.2%；土地增值税 94.82 亿元，增长 24.1%。全年财政支出 811.89 亿元，增长 7.0%。其中教育支出 126.52 亿元，增长 16.0%；科学技术支出 23.41 亿元，增长 10.0%；城乡社区事务支出 185.58 亿元，增长 31.5%；社会保障和就业支出 57.53 亿元，增长 17.3%；医疗卫生与计划生育支出 54.50 亿元，增长 9.6%。

海沧区位于厦门岛西面、闽南金三角突出部分，西与漳州接壤，北与集美相连，东南与厦门本岛隔海相望。海沧区于 1989 年被国务院批准设立台商投资区，开发面积 100 平方公里，是全国最大的国家级台商投资区。2003 年，厦门市进行行政区划调整，设立海沧区，保留台商投资区继续履行开发建设职能。海沧区具有优越的港口条件，海岸线全长 26 公里，可建设万吨级深水泊位 36 个，为沿海岸贸易提供了良好的物流条件。交通方面，海沧大桥把海沧与厦门本岛连成一片，便于利用岛内完善的基础设施和各种优势，与厦门本岛形成较强的互补效应，也为该区贸易业务提供了一定的外部条件。近年来，海沧区经济保持稳定发展态势。2017 年，海沧区实现地区生产总值 609.15 亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长 5.2%。其中，第一产业增加值为 1.08 亿元，增长 10.5%；第二产业增加值为 364.69 亿元，增长 5.0%；第三产业增加值为 243.37 亿元，增长 5.4%。当年海沧区完成固定资产投资（不含农户）431.46 亿元，增长 0.3%，其中房地产开发完成投资 156.21 亿元，同比增长 6.37%。2017 年，海沧区区级财政总收入 179.40 亿元，增长 9.3%；区级财政收入 38.83 亿元，增长 14.1%；区级财政支出 67.96 亿元，增支 29.0%。

2017 年全球经济温和复苏，国内经济稳中向好，推动我国贸易行业回暖上升，发展潜力逐步释放，同时国际经济贸易领域仍然存在一些不确定因素

我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所改变。2017 年全球经济温和复苏，国内经济稳中向好，我国对外贸易发展面临的外部

环境改善，呈现回暖上升态势，扭转了此前连续两年下降的局面。当年我国货物贸易进出口总值 27.79 万亿元人民币，比 2016 年上升 14.2%。其中出口 15.33 万亿元，增长 10.8%；进口 12.46 万亿元，增长 18.7%；贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。2017 年，我国进出口呈现前低后高、逐季回稳向好态势。四个季度进出口值分别为 6.17 万亿元、6.91 万亿元、7.17 万亿元和 7.54 万亿元，分别增长 21.3%、17.2%、11.9% 和 8.6%。

出口商品方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力。2017 年，我国机电产品出口 8.95 万亿元，增长 12.1%，占我国出口总值的 58.4%。其中，汽车出口增长 27.2%，计算机出口增长 16.6%，手机出口增长 11.3%。同期，传统劳动密集型产品合计出口 3.08 万亿元，增长 6.9%，占出口总值的 20.1%。

进口商品方面，铁矿石、原油、钢材等大宗商品进口量保持增长，主要进口商品价格仍处于低位但跌幅收窄。2017 年，我国进口铁矿砂 10.75 亿吨，增加 5%；原油 4.2 亿吨，增加 10.1%；大豆 9,554 万吨，增加 13.9%；天然气 6,857 万吨，增加 26.9%；成品油 2,964 万吨，增加 6.4%。此外，进口铜 469 万吨，减少 5.2%。同期，我国进口价格总体上涨 9.4%。其中，铁矿砂进口均价上涨 28.6%，原油上涨 29.6%，大豆上涨 5%，天然气上涨 13.9%，成品油上涨 25.3%，铜上涨 28%。

2017 年我国外贸回稳向好的基础不断巩固，发展潜力正逐步得到释放。2017 年，我国与“一带一路”沿线国家进出口增长 17.8%，高出我国进出口增速 3.6 个百分点。同期我国与拉美国家进出口增长 22%，与非洲国家进出口增长 17.3%，对新兴市场的开拓卓有成效。但另一方面，国际经济贸易领域仍然存在一些不确定、不稳定因素，全球制造业竞争激烈程度上升，一方面部分新兴市场国家凭借劳动力、土地等低成本优势，推动中低端制造业发展，对我国传统优势产品形成竞争；发达经济体实施“经济再平衡、再工业化”政策，促进部分中高端制造业回流；全球贸易保护主义升温，国际环境错综复杂，深层次、结构性矛盾在全球范围内仍然较为

突出，可能对全球贸易复苏造成冲击。

从国内贸易情况来看，近年来我国经济规模保持不断扩大的良好态势，刺激国内贸易景气度不断上升。2017 年我国国内生产总值（GDP）827,122 亿元，比上年增长 6.9%；全年社会消费品零售总额 366,262 亿元，比上年增长 10.2%。按消费类型统计，其中商品零售额 326,618 亿元，增长 10.2%；餐饮收入额 39,644 亿元，增长 10.7%。

内贸政策方面，2016 年 11 月，《国内贸易流通“十三五”发展规划》中提出“推进国内贸易流通体制改革，建设法治化营商环境”的新目标、指明“突出流通信息化、标准化、集约化发展”的新方向、明确“突出内贸流通在推动供给侧改革中的重要作用”的新要求。2017 年 7 月，商务部等部门印发《2017 年加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动实施方案》（以下简称《方案》），提出国内贸易立足“发展流通、促进消费”两大任务，以“优商品、通商路、减商负、立商信”为着力点，促进消费需求扩大和消费升级。

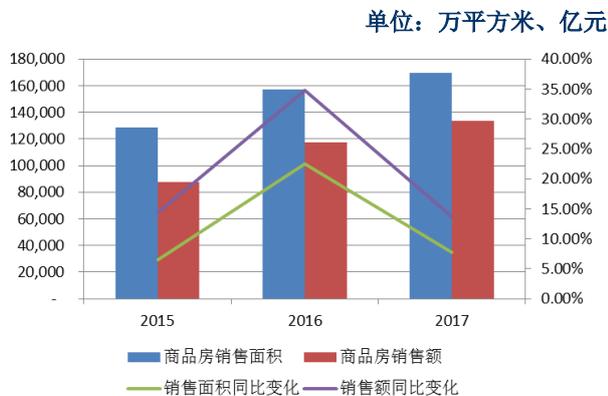
总体来看，2017 年，我国国内贸易保持平稳较快发展，规模稳步扩大，效益显著提升。新方案的出台，为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点

自 2017 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长

18.7%和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49%和 14.30%；二线城市地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33%和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37%和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

厦门市房地产市场方面，2017 年厦门市商品住宅成交面积为 152.20 万平方米，同比降低 50.74%；住宅成交均价为 27,082 元/平方米，同比上升 4.07%；住宅成交金额 412.19 亿元，同比上升

48.74%。2017 年初厦门市房地产表现活跃，全市房价持续维持高位，在此背景下厦门市房地产调控全面升级，限购、限贷、限售、限价等“限令”相继出台，致使 2017 年全市商品住宅成交面积同比下滑 51%。结合商品住宅成交量和均价来看，厦门市的房地产调控政策对成交量的抑制效果较为明显。商业方面，2017 年全市商业用房成交面积为 22.7 万平方米，同比上升 27.53%；成交均价为 22,421 元/平方米，同比下降 6.96%，受近年来成交量较大的商铺以岛外低价商铺为主的影响，全市商业用房成交均价呈下降态势。土地方面，2017 年厦门市土地供应建筑面积为 503.00 万平方米，同比下降 3.82%；分区域来看，2017 年岛外四区的供应量明显高于岛内两区，而岛外四区中又以翔安区和同安区的土地供应面积最多。2017 年全市土地成交建筑面积为 279.20 万平方米，同比上升 2.20%；同期土地出让金额为 424.10 亿元，同比下降 13.78%，其中商住用地出让金为 406.60 亿元，同比下降 14.6%。

业务运营

公司系厦门市海沧区人民政府下属国有独资企业，现已形成以房地产（含保障房）、贸易供应链、工程施工及其他业务为主的业务体系。2017 年，公司实现营业收入 54.36 亿元，同比下降 49.09%，其中房地产（含保障房）板块实现营业收入 25.26 亿元，受当年无项目竣工影响，同比下滑 64.97%；贸易业务实现营业收入 13.56 亿元，受业务转型影响，同比下滑 43.31%。此外，公司代建及工程施工业务、物业管理、房产及设备出租、建材销售、物流等业务合计实现收入 15.56 亿元，同比上升 44.48%。

表 1: 公司业务运行情况

单位: 亿元、%

业务	2016		2017	
	营业收入	收入占比	营业收入	收入占比
贸易(含报关)	23.92	22.40	13.56	24.94
商品房销售	58.10	54.41	25.26	46.46
保障房销售	14.00	13.11	0.00	0.00
代建及工程施工	2.73	2.55	3.96	7.28
物业管理	3.17	2.97	3.86	7.09
房产和设备出租	2.14	2.00	2.58	4.74
建材销售	0.64	0.60	1.95	3.59
物流	1.60	1.50	2.66	4.89
其他	0.49	0.45	0.55	1.01
合计	106.78	100.00	54.36	100.00

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

受区域内房地产市场调控政策影响, 2017 年公司房地产签约销售金额下滑明显; 同时由于 2017 年无达到竣工结转条件的项目, 当年房地产项目结转金额亦大幅下降。

房地产业务方面, 公司具备一级房地产开发资质, 项目集中在厦门市海沧区内, 区域内拥有一定的市场占有率和知名度, 具备竞争优势。公司先后开发了“未来海岸”、“天湖城”、“天心岛”等项目, 目前公司整合“海投物业”、“未来海岸系”、“绿苑”三大品牌, 进一步升级为城市运营商角色。并于 2014 年开始开展保障房开发业务。公司主要根据市场环境变化及时调整普通房地产项目的开发策略, 同时根据区政府安置房建设需求进行相关项目的开展。近年来, 公司房地产业务加快项目施工进度, 于 2016 年集中交房确认收入, 导致 2017 年达到交房要求的项目减少, 使得公司当年结转面积 18.81 万平方米, 同比减少 58.54%; 结转金额 25.10 亿元, 同比减少 40.17%, 主要结转项目包括青春海岸、天

源 A、天源 B、一品江山、长泰 A2-1 香格里拉, 集中于厦门市及漳州市。保障房业务方面, 随着佳宏花园等保障房项目政府回购的完成, 公司 2017 年无保障房项目收入。

从签约销售情况来看, 受公司房地产项目所在区域政策调控影响, 公司 2017 年实现签约销售面积 12.29 万平方米, 同比下降 64.70%; 签约销售金额 18.99 亿元, 同比下降 65.22%, 主要来自于海投第一湾、尚书房、一品江山项目, 集中于厦门市及漳州市。

2017 年公司加大项目新开工力度, 年内厦门海沧区新增 2 个地块, 较大规模的在建和拟建项目对其未来发展提供支撑。但公司房地产开发项目及储备土地主要位于厦门市海沧区, 存在一定的区域集中风险。

项目运营方面, 2017 年以来公司加大项目开发节奏, 2017 年及 2018 年一季度新开工面积分别为 64.61 万平方米和 17.29 万平方米; 同期未有达到竣工交付条件的项目。在建项目方面, 截至 2018 年 3 月末, 公司在建面积 137.33 万平方米, 主要位于厦门和漳州等城市, 计划总投资规模 197.08 亿元, 未来尚需投入 28.41 亿元, 将给其带来一定的资本支出压力。

表 2: 2015-2018.Q1 公司房地产经营情况

项目名称	2015	2016	2017	2018.Q1
新开工面积(万平方米)	10.85	3.79	64.61	17.29
竣工面积(万平方米)	38.70	55.30	0	0
在建面积(万平方米)	106.94	55.43	120.04	137.33
销售面积(万平方米)	23.81	34.81	12.29	2.13
销售均价(元/平方米)	17,138	15,684	15,450	18,690

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 3: 公司主要在建房地产项目情况

项目名称	项目类别	总建筑面积(万平方米)	总投资(亿元)	截至 2018 年 3 月末已投资(亿元)
漳州 2013G05 地块	商住	23.57	15.73	9.77
H2013P07、08	商住	22.14	26.26	29.83
H2014P03 地块	商住	9.22	10.32	10.33
长泰科创园综合配套区二期	商住	3.79	2.30	2.17
H2008G06(自贸城)	商住	7.78	5.88	3.98
2015P04 地块	商住	3.79	5.05	4.59
H2016P02	住宅	9.42	25.13	21.49
H2016P03	住宅	29.62	72.31	61.01
2016P01	住宅	28.00	34.10	25.49
合计	-	137.33	197.08	168.67

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司项目开发主要以滚动开发模式进行，配合房地产市场走势、自身的资金情况等因素，合理地开展土地储备。2017年公司通过招投标取得2个地块，均位于厦门市海沧区，土地用途均为住宅。其中，H2017P01地块系公司于2017年5月通过竞拍方式取得，地上建筑面积2.17万平方米，成交金额5.86亿元；H2017P03地块系公司于2017年9月通过竞拍方式取得，地上建筑面积7.60万平方米，成交金额20.10亿元。截至2018年3月末，公司拥有竣工可售建筑面积11.47万平方米、在建可售建筑面积98.27万平方米，待开发项目可售建筑面积38.31万平方米，合计土地储备148.05万平方米，较为丰富的土地储备资源对公司未来业绩提供一定的支撑。但同时我们也关注到，公司项目储备主要分布在厦门海沧区和漳州，市场集中度高，房地产业务运营受区域房地产市场环境影响较大。

表4：截至2018年3月末公司待开发项目土地储备情况

单位：万平方米

项目名称	可售建筑面积	土地用途	取得时间	地理位置
030511143	2.14	住宅	2013.09	漳州
中沧别墅	10.83	别墅	1994.10	厦门海沧
H2016P01	5.70	商办	2016.04	厦门海沧
H2016G01	9.87	仓储	2016.11	厦门海沧
H2017P01	2.17	住宅	2017.05	厦门海沧
H2017P03	7.60	住宅	2017.09	厦门海沧
合计	38.31	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017年以来公司进行贸易业务重构，打造“港口+物流+贸易”的联动发展模式，转型效益尚未体现，当年贸易业务收入进一步减少；公司代建及工程施工业务及其他业务运行较为稳定。

贸易业务方面，2016~2017年及2018年一季度，公司贸易板块收入分别为23.92亿元、13.56亿元和0.83亿元，占公司收入的比例分别为22.40%、24.94%和13.04%。2016年以来，大宗商品贸易风险日益加剧，公司主动收缩了原有家具、石油、钢材等业务，贸易业务收入规模进一步减少。2017年以来，公司进行贸易业务重构，打造“港口+物流+贸易”的联动发展模式，基于海沧区港口优势，围

绕“一通道五平台”（国家物流新通道——中欧及中亚班列、保税港区汽车整车进口平台、进口酒平台、跨境电商综合服务平台、燕窝全产业链平台、黄金产业园平台）产业规划布局，逐步推进业务发展。目前公司贸易业务处于转型期，旧业务减少，新业务转型效益尚未显现。

表5：公司贸易业务收入构成

单位：亿元、%

业务	2016		2017	
	营业收入	收入占比	营业收入	收入占比
进出口贸易	3.01	12.58	2.52	18.58
国内贸易	20.91	87.42	11.04	81.42
合计	23.92	100.00	13.56	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

进出口贸易业务方面，目前公司与世界多个国家和地区建立了贸易往来，以欧、美、日、东南亚等市场为主，主要进口品种有再生资源、红酒、不锈钢板等，出口品种包括节能灯、纺织品、淀粉等。业务模式方面，公司采取自营为主，代理为辅的模式，并基本以锁定供应商以及销售客户的形式开展，同时采取以销定购方式，同时择优选择供货商，以保证产品质量及降低业务风险。结算方面，对于出口业务，公司一般采用承兑汇票、信用证等方式结算，对于进口业务均以信用证方式结算，代理进口业务一般要求国内客商缴交一定比例的保证金，且如果货物价格大幅波动，公司将根据实际情况相应提高保证金比例。公司主要结算货币为美元和欧元，同时为保证收汇安全，对赊销交易均投保了出口信用险。公司进出口业务收益除了来自进销差价收益外，还可获得一定的进出口补贴收入，其中出口补贴主要有外贸发展扶持资金、展会补贴等，进口补贴主要有财政进口贴息、《鼓励进口的先进技术和产品目录》中高科技产品进口财政补贴等。2017年公司获得财政补贴金额1.41亿元，同比增加0.14亿元。

国内贸易业务方面，公司业务已涵盖福建、江苏、广东等省区，贸易品种主要包括钢材、家具、化工类产品等。业务模式方面，公司内贸业务一般采取以销定购的经营模式，同时不断优化国内贸易商业模式。近年来，公司通过调整客户结构，加强

与直接供应商和终端客户的合作，开拓品牌客户，缩短贸易链，逐步形成了从采购原材料开始，到制成中间产品和最终产品，再通过销售网络把产品送到消费者手中的供应模式。通过整合和控制供应商、制造商、配送中心和销售商资源，建立了具有竞争优势的完整、高效的商品供应链条。结算方面，公司根据不同用户的具体需求订购产品，结算周期控制在 2-3 个月内，结算方式包括银行转账、电汇、银行承兑汇票等。并且根据客户信用度和结算方式，公司在合同中约定现款现货、收取定金或分批付款等。近年来大宗商品贸易风险日益加剧，公司主动减少了相关商品业务，导致贸易业务收入大幅减少。2017 年公司国内贸易收入 11.04 亿元，同比下降 47.20%。

代建及工程施工业务方面，目前公司一方面负责海沧区保税港区内的政府代建项目，以工程造价的 1.8%~3% 向海沧区政府收取代建管理费计入收入，另一方面独立承揽工程施工业务，按施工项目确认施工收入。2016~2017 年及 2018 年一季度，公司分别实现代建及工程施工业务收入 2.73 亿元、3.96 亿元和 1.03 亿元。

物业管理方面，2017 年公司物业管理实现收入 3.86 亿元，占营业收入的比例为 7.09%，主要包括天成、天籁、未来海岸、阿罗海等在内 150 余个物业项目总面积近 900 多万平方米的住宅及商铺的物业管理收入。

物流业务方面，公司控股子公司厦门海投物流有限公司经营海沧物流园区的装卸、堆箱、运输、代理船务、仓储等业务。2017 年公司物流业务实现收入 2.66 亿元，占营业收入的比例为 4.89%。

房产和设备出租方面，公司可出租房产和设备包括海投大厦 1-20 层、商务大厦 1-5 层、国际物流大厦、阿罗海天虹等商业设施，以及保税港公司及供应链运营公司厂房、海沧生物科技的科创中心、大溪工业园、生物医药产业园等，2017 年公司房产和设备出租收入为 2.58 亿元，占营业收入的比例为 4.74%。

公司作为区政府直属企业，承担区内重点项目的投资开发业务，面临一定的投融资及管理压力。

2017 年，公司继续坚持“以服务海西经济区发展为核心”，建立“产业服务深耕”与“城市开发运营”两条主线，以供应链、金融、工程建设的发展作为支撑，同时作为区政府直属企业，承担区内重点项目的投资开发业务，相关项目如下表所示。截至 2018 年 3 月末，公司承建的重点项目总投资额 111.37 亿元，后续尚需投入 22.59 亿元。

表 6: 截至 2018 年 3 月末公司在建、拟建项目情况

单位：亿元

在建项目	建设安排	总投资	已投资	2018 年计划
厦门中心	2012~2019	74.96	67.21	2.75
生物医药二期	2013~2018	4.80	4.19	0.43
海投临港大厦	2015~2018	4.22	3.48	0.34
H2015P03	2016~2019	10.94	6.94	0.60
E 创酒店	2016~2019	0.80	0.35	0.08
厦门建筑产业现代化示范园公共服务中心	2017~2020	8.20	2.71	2.80
山边洪邻里中心	2017~2019	2.05	0.87	0.58
生物医药产业协同创新创业中心	2017~2019	5.40	3.03	0.61
合计	-	111.37	88.78	8.19
拟建项目	建设安排	总投资	已投资	2018 年计划
海投临港国际物流中心项目二期	2018~2021	2.82	0.29	0.98
合计	-	2.82	0.29	0.98

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

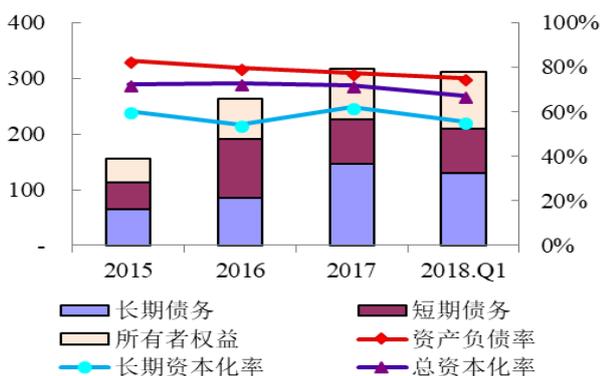
以下财务分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2015~2017 年财务报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构

近年来，公司不断推进区内各类重点项目的投资建设，资产规模和负债规模保持增长。截至 2017 年末，公司资产规模达到 399.58 亿元，同比增长 12.61%；负债合计 310.12 亿元，同比增长 9.66%。

公司在厦门市海沧区和保税港区的基础设施建设中发挥重要的作用，承担了大量的政府工程建设，在资本金注入、项目获取以及财政补贴上可获得一定支持，2017年以来厦门市海沧区人民政府对公司增资合计3.5亿元，同时利润留存也使公司自有资本实力逐年提升。此外，2017年公司发行了5亿元的长期含权中期票据（存续年限为5+N），并增加了5亿元的可续期信托贷款，公司将上述长期含权中期票据及可续期信托贷款计入其他权益工具。2017年末，公司所有者权益增至89.46亿元，同比增长24.20%。财务杠杆方面，公司近年来资产负债率和总资本化比率均保持高位，其中2017年末分别为77.61%和71.73%，较上年末分别同比下降0.95个百分点和2.09个百分点。截至2018年3月末，公司资产总计409.38亿元，负债合计307.25亿元，资产负债率为75.05%，与年初基本持平。

图2：2015~2018.Q1公司资本结构分析

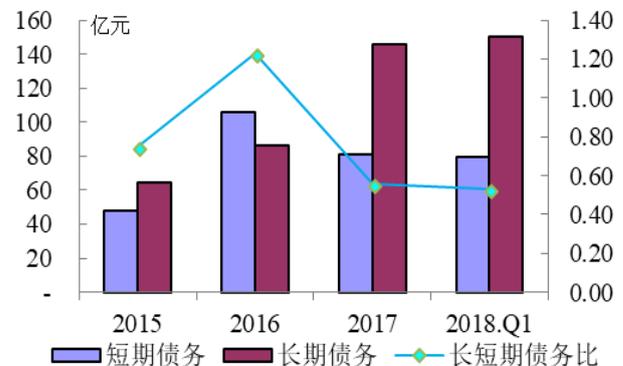


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成看，公司2017年末流动资产总额345.47亿元，在总资产中的比重为86.46%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2017年末公司货币资金35.78亿元，同比增长41.20%，其中银行存款32.18亿元，同比增长27.45%。2017年末公司其他应收款14.80亿元，同比减少53.76%，主要由于2017年公司加强其他应收账款催收，收回项目履约保证金和关联公司借款。同期末，公司存货283.41亿元，同比增长20.00%，其中，开发成本271.63亿元，同比增长25.18%；开发产品6.42亿元，同比减少61.51%；工程施工4.74亿元，同比增长136.43%。2017年末，公司非流动资产合计54.11亿元，在总资产中的比重为13.54%，主要由

投资性房地产构成。2017年末公司投资性房地产28.68亿元，同比增长10.27%，系公司用于出租的自有房产。

图3：2015~2018.Q1公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

负债方面，公司负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款和有息债务构成。2017年末，公司预收款项为58.70亿元，同比增长5.42%，主要为预收售房款。同期末，公司应付账款为7.90亿元，同比增长12.31%，主要由于项目开发增加应付工程款；公司其他应付款为6.93亿元，同比减少55.27%，主要为企业往来款及保证金、押金。

有息债务方面，截至2017年末，公司总债务为227.05亿元，同比增长18.46%。其中，长期借款86.54亿元，同比增长85.94%，主要为保证借款；应付债券35.95亿元，同比增长33.66%，由于公司于2017年发行10亿元中期票据及10亿元非公开定向融资工具，期限均为3年期；其他非流动负债21.00亿元，由于公司于2017年发行10亿元债权融资计划和11亿元险资贷款。债务期限结构方面，2017年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由2016年末的1.23倍下降至0.56倍，以长期债务为主的债务结构与项目开发周期较为匹配。截至2018年3月末，公司总债务230.13亿元，长短期债务比进一步降低至0.53倍，债务期限结构进一步优化。

所有者权益方面，截至2017年末，公司所有者权益为89.46亿元，同比增长24.27%。其中，实收资本26.80亿元，同比增长15.02%，系厦门市海沧区人民政府增资3.50亿元所致；其他权益工具25.00亿元，同比增长66.67%，系公司发行了5亿

元的长期含权中期票据和 5 亿元的可续期信托贷款所致；未分配利润 24.46 亿元，同比增长 1.19%。

总体来看，随着业务的扩大，公司资产规模保持增长，债务水平亦逐年提高，但公司通过银行借款及发行债券等渠道补充资金需求，债务期限结构有所优化。

盈利能力

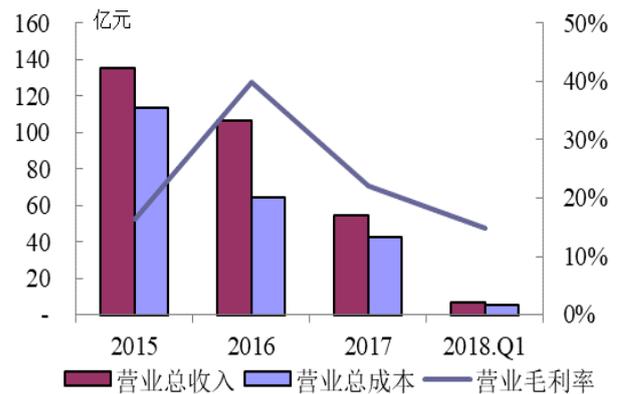
公司营业收入主要来自房地产开发收入及贸易收入，2017 年实现营业收入 54.36 亿元，两者占比分别为 46.46% 和 24.94%。2016 年商品房集中交房，导致 2017 年无可交房的商品房项目，2017 年房地产（含保障房）业务较去年减少 46.84 亿元。2017 年以来，公司进行贸易业务重构，贸易业务转型效益未显现，收入较去年减少 10.36 亿元。营业毛利率方面，2017 年，公司商品房销售毛利率为 38.93%，同比下降 20.51 个百分点，主要受结算项目区域分布等因素影响；贸易业务毛利率为 0.98%，维持在较低水平，主要系行业总体毛利率较低及上下游市场波动的影响；代建及工程施工业务毛利率为 19.12%，同比上升 11.69 个百分点；物流业务毛利率为 -16.59%，主要系公司物流业务享受的政府补贴，计入其他收益，不列为收入核算。2017 年，受房地产业务占比减少影响，当年公司毛利率降低至 22.10%。2018 年一季度，公司实现营业收入 6.39 亿元，房地产开发收入及贸易收入占比分别为 29.37% 和 13.04%，当期毛利率为 14.90%。

表 7：公司 2016~2017 年各项业务收入和毛利率情况

类别	2016		2017	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
贸易（含报关）	23.92	0.39	13.56	0.98
商品房销售	58.10	59.44	25.26	38.93
保障房房地产销售	14.00	41.25	0.00	-
代建及工程施工	2.73	7.43	3.96	19.12
物业管理	3.17	4.09	3.86	7.08
房产和设备出租	2.14	34.43	2.58	39.92
建材销售	0.64	65.87	1.95	17.15
物流	1.60	25.03	2.66	-16.59
其他	0.49	39.80	0.55	17.90
合计	106.78	39.79	54.36	22.10

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

图 4：2015~2018.Q1 公司收入成本分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年公司三项费用合计 8.04 亿元，同比增长 28.50%，主要系公司债务规模增加导致本期财务费用上升 1.92 亿元。同期，公司销售费用为 1.45 亿元，同比减少 12.71%，主要为广告宣传费、支付营销人员的工资以及运杂费等；管理费用为 2.19 亿元，同比增长 3.30%，主要系职工费用、折旧摊销费及办公开支等。受此影响，2017 年公司期间费用占营业收入的比重上升至 14.78%。2018 年一季度，公司期间费用合计 1.15 亿元，三费收入占比为 18.06%。

表 8：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

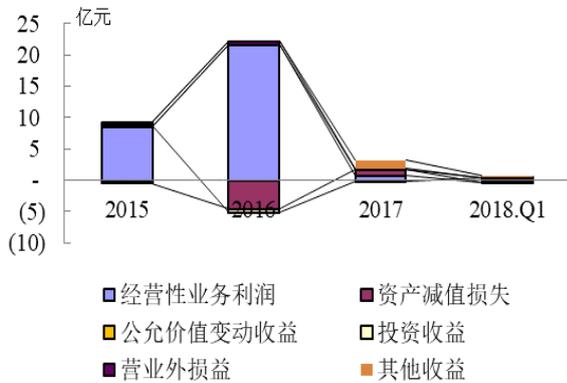
	单位：亿元			
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	1.86	1.66	1.45	0.26
管理费用	2.07	2.12	2.19	0.47
财务费用	2.24	2.48	4.40	0.42
三费合计	6.17	6.25	8.04	1.15
营业总收入	135.47	106.78	54.36	6.39
三费收入占比	4.55%	5.85%	14.78%	18.06%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从利润总额构成情况来看，2017 年公司利润总额为 3.10 亿元，主要由经营性业务利润、冲回资产减值损失、营业外损益和其他收益构成。2017 年，公司经营性业务利润为 0.76 亿元，同比减少 96.49%，由于营业收入降幅较大，经营性业务利润也随之减少；同期公司冲减资产减值损失 0.91 亿元，主要为坏账损失，大多来源于贸易业务；2017 年公司营业外损益 0.18 亿元，同比减少 66.92%，主要系本期收到的政府补助同比减少 0.52 亿元，与收益相关的财政补贴计入其他收益所致；同期公司

获得租金补助、出口奖励款、代理补贴等政府补助1.35亿元，计入其他收益。此外，当年公司投资收益为-0.09亿元，投资回报情况不佳。2018年一季度，公司利润总额为0.31亿元。

图 5：2015~2018.Q1 公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

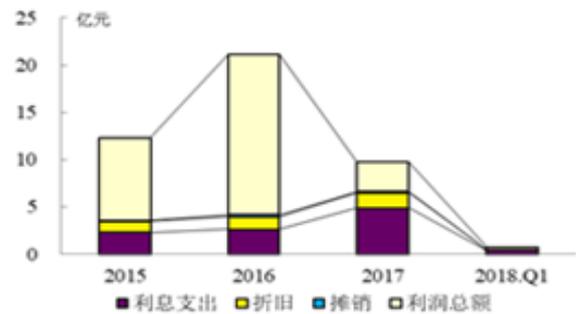
总体来看，公司房地产相关业务收入下滑，贸易业务转型效益尚未体现，费用控制能力有待加强，整体盈利能力稳定性欠佳。

偿债能力

从债务规模来看，2017年末，公司总债务为227.05亿元，同比增长18.46%，长短期债务比为0.56倍，截至2018年3月末，公司总债务进一步增加至230.13亿元，长短期债务比进一步降低至0.53倍，债务期限结构有所优化。

获现能力方面，公司EBITDA主要由利润总额、利息支出和固定资产折旧构成。2017年，随着利润总额的减少，公司EBITDA为9.75亿元，同比减少53.79%。从主要偿债能力指标表现来看，2017年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为23.29倍和0.96倍，公司EBITDA对债务本息的保障程度较上年有所减弱。现金流方面，公司2017年大量项目处于密集投资期，当年经营活动净现金流和投资性净现金流分别为-32.43亿元和-2.10亿元，未能对债务本息的偿还形成保障。

图 6：2015~2018.Q1 公司 EBITDA 结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 9：2015~2017 年公司偿债能力分析

财务指标	2015	2016	2017
总债务 (亿元)	112.38	191.67	227.05
EBITDA (亿元)	12.30	21.10	9.75
资产负债率 (%)	83.13	79.70	77.61
长期资本化比率 (%)	60.14	54.54	62.00
总资本化比率 (%)	72.53	72.68	69.26
EBITDA 利息倍数 (X)	1.85	3.25	0.96
总债务/EBITDA (X)	9.14	9.08	23.29
经营净现金流/总债务 (X)	0.00	-0.43	-0.14
经营活动净现金/利息支出 (X)	-0.04	-12.81	-3.19

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至2017年末，公司受限资产合计132.12亿元，占总资产的比例为33.07%，主要为用作抵押贷款的地块，资产受限比例较高。

或有负债方面，截至2018年3月末，公司对外担保合计人民币1.90亿元，担保对象为豪生酒店（厦门）有限公司和厦门铁路物流投资有限责任公司，均为海沧区国有企业。

财务弹性方面，公司与银行等金融结构合作关系良好，截至2018年3月末，公司获得主要贷款银行的授信额度为355.21亿元，尚有185.79亿元额度未使用，间接融资渠道通畅。同时，公司通过发行中票、公司债券等多种形式在资本市场进行融资，整体具备相对顺畅的融资渠道。

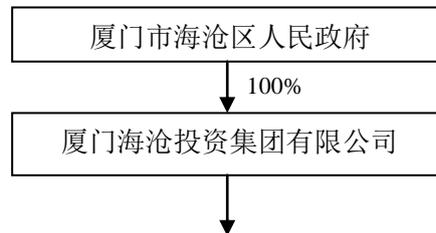
总体来看，2017年公司房地产业务和贸易业务经营业绩下滑明显，同时债务规模上升较快，经营所得对债务本息偿还的保障程度有所弱化。但考虑到公司较强的股东背景，以及自身的重要定位，可得到当地政府较多支持，自有资本实力进一步增强，加之相对顺畅的融资渠道，债务期限结构优化，

公司整体仍具备很强的偿债能力。

结 论

综上，中诚信证评维持厦门海沧投资集团有限公司主体信用等级 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“厦门海沧投资集团有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级 **AA⁺**。

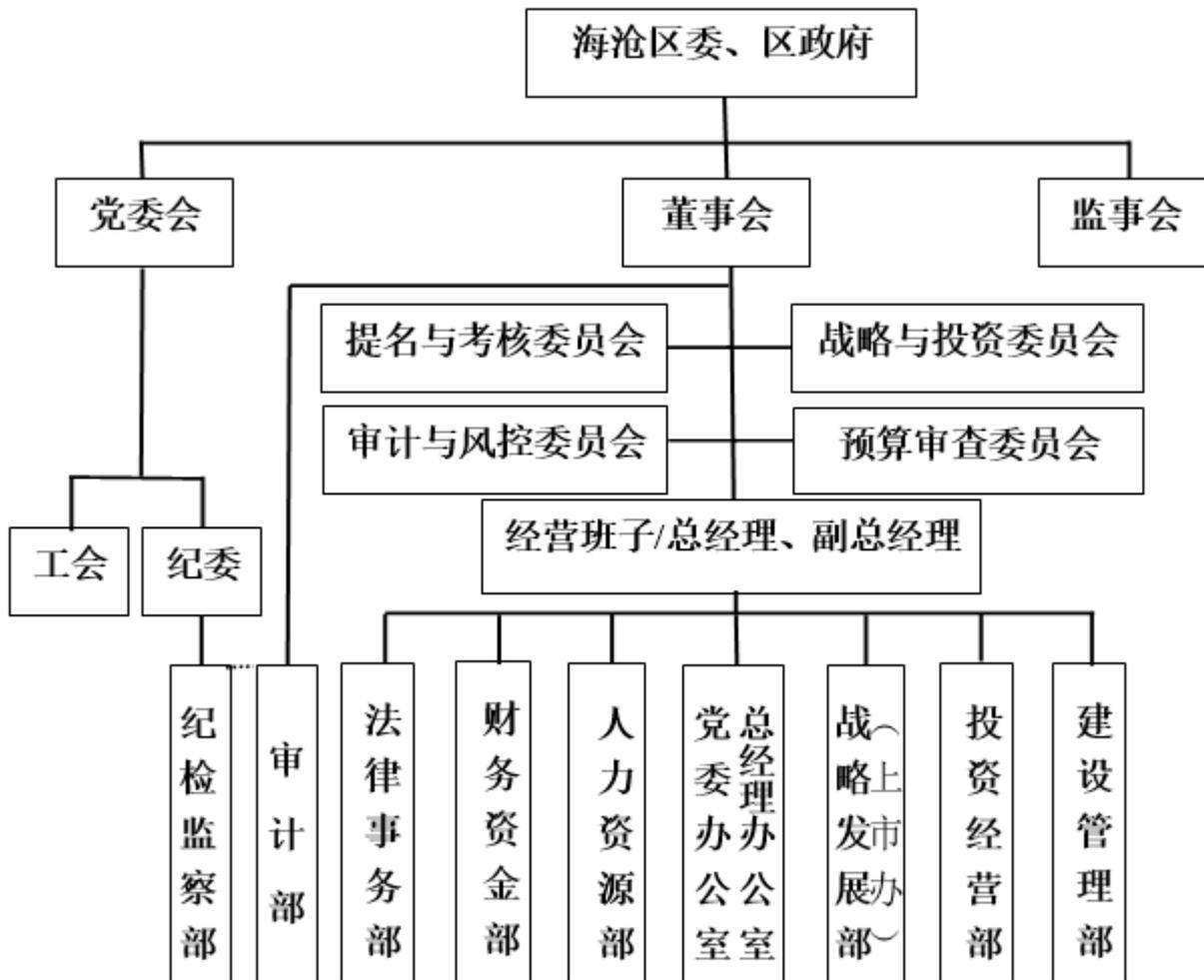
附一：厦门海沧投资集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



序号	一级子公司名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	厦门海沧保税港区投资建设管理有限公司	保税港区开发建设	20,834.71	80.80
2	厦门海投供应链运营有限公司	经济贸易	29,382.57	100.00
3	厦门海投房地产有限公司	房地产开发	100,000.00	100.00
4	厦门海沧生物科技发展有限公司	产业园区的运营和管理	52,500.00	86.67
5	厦门海沧信息产业投资发展有限公司	软件信息	5,000.00	100.00
6	厦门海投工程建设有限公司	工程施工	10,000.00	100.00
7	厦门海投建设监理咨询有限公司	工程监理	305.00	100.00
8	厦门海沧发展研究院有限公司	服务类	500.00	100.00
9	厦门市海沧保安服务有限公司	服务类	100.00	100.00
10	厦门海投国际航运中心开发有限公司	房地产开发投资	75,000.00	80.00
11	厦门海投特种油品有限公司	油品贸易	2,597.00	100.00
12	厦门海投产业创新中心有限公司	科技服务	35,500.00	42.25
13	厦门半导体投资集团有限公司	半导体投资	160,000.00	59.40
14	厦门新阳产业服务有限公司	租赁和商务服务业	5,000.00	60.00

资料来源：公司提供

附二：厦门海沧投资集团有限公司组织架构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：厦门海沧投资集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	180,144.15	253,381.68	357,836.19	446,681.87
应收账款净额	87,891.91	56,840.32	45,996.76	47,983.22
存货净额	1,476,238.97	2,361,797.32	2,834,091.16	2,847,561.95
流动资产	2,061,137.51	3,023,605.78	3,454,657.29	3,561,107.84
长期投资	140,761.99	171,470.55	179,322.15	178,268.02
固定资产	22,981.59	313,719.98	325,818.27	325,484.93
总资产	2,523,591.46	3,548,230.63	3,995,790.55	4,093,775.78
短期债务	481,476.97	1,055,954.04	810,649.12	798,998.88
长期债务	642,292.62	860,756.53	1,459,856.84	1,502,258.02
总债务	1,123,769.59	1,916,710.57	2,270,505.96	2,301,256.90
总负债	2,097,905.74	2,827,911.74	3,101,151.24	3,072,465.16
所有者权益（含少数股东权益）	425,685.72	720,318.89	894,639.31	1,021,310.61
营业总收入	1,354,729.40	1,067,842.92	543,632.71	63,888.22
三费前利润	146,802.29	278,288.21	87,936.68	8,108.54
投资收益	2,963.92	-5,860.71	-925.23	604.51
净利润	53,388.49	113,652.71	15,410.32	598.45
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	123,009.91	210,989.11	97,501.40	7,517.72
经营活动产生现金净流量	-2,464.91	-832,019.49	-324,272.88	-66,039.13
投资活动产生现金净流量	-53,228.27	-49,678.05	-21,028.46	-4,017.77
筹资活动产生现金净流量	21,842.23	954,699.56	414,308.90	149,655.68
现金及现金等价物净增加额	-33,755.97	73,002.02	69,007.55	79,598.78
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	16.41	39.79	22.10	14.90
所有者权益收益率（%）	12.54	15.78	1.72	0.23
EBITDA/营业总收入（%）	9.08	19.76	17.94	11.77
速动比率（X）	0.41	0.34	0.39	0.46
经营活动净现金/总债务（X）	0.00	-0.43	-0.14	-0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.01	-0.79	-0.40	-0.33
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.04	-12.81	-3.19	-2.83
EBITDA 利息倍数（X）	1.85	3.25	0.96	0.32
总债务/EBITDA（X）	9.14	9.08	23.29	76.53
资产负债率（%）	83.13	79.70	77.61	75.05
总资本化比率（%）	72.53	72.68	71.73	69.26
长期资本化比率（%）	60.14	54.44	62.00	59.53

注：1、2016年财务数据为公司2017年财务报表期初追溯调整数据；

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

3、其他流动负债、长期应付款、其它非流动负债中的计息部分调整至总债务进行计算；

4、2018年一季度所有者权益收益率经年化处理。

附四：基本财务指标计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。