

2017 年第一期秭归县投资公司养老产业
专项债券、2018 年第一期秭归县楚元投资
有限责任公司养老产业专项债券 2018 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【1068】号 01

债券简称：
17 秭归 01/17 秭归养老
债 01
18 秭归 01/18 秭归养老
债 01

债券增信方式：保证担
保
债券担保主体：重庆进
出口融资担保有限公司

债券偿还方式：按年计
息，在本期债券存续期
的第 3 至第 6 个计息年
度末分别偿付债券发行
总额的 10%，第 7 至第
10 个计息年度末分别偿
还发行总额 15%。

债券剩余规模：8 亿元
(其中：17 秭归 01：6
亿元，18 秭归 01：2 亿
元)

债券到期日期：
17 秭归 01：2027 年 08
月 14 日
18 秭归 01：2028 年 02
月 12 日

分析师
姓名：
蒋申 董斌
电话：
0755-82871701

邮箱：
jiangsh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
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。

鹏元资信评估有限公司
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.pyrating.cn

2017 年第一期秭归县投资公司养老产业专项债券、 2018 年第一期秭归县楚元投资有限责任公司养老产业 专项债券 2018 年跟踪信用评级报告

| | 本次跟踪评级结果 | 首次信用评级结果 |
|------------|-----------------|--|
| 本期债券信用等级 | 17 秭归 01：AA+ | 17 秭归 01：AA+ |
| | 18 秭归 01：AA+ | 18 秭归 01：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 | 2018 年 6 月 27 日 | 17 秭归 01 2017 年 7 月 19 日 18 秭归 01 2018 年 1 月 19 日 |

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对秭归县楚元投资有限责任公司¹（以下简称“秭归楚元投资”或“公司”）及其 2017 年 8 月 14 日发行的第一期养老产业专项债券（以下简称“17 秭归 01”）、2018 年 2 月 12 日发行的第一期养老产业专项债券（以下简称“18 秭归 01”）的 2018 年度跟踪评级结果为：“17 秭归 01”和“18 秭归 01”（以下均简称“本期债券”）信用等级均维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到外部环境较好，公司业务可持续性较好，持续获得地方政府支持，并且重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）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水平；同时我们也关注到了公司房地产业务可持续性不强，存在一定资占用情况，公司资产流动性偏弱；公司净资产规模有所下滑；面临较大资金支出压力及偿债压力；存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司提供较好的发展环境。2017 年秭归县地方综合财力 36.92 亿元，同比上年增长 37.35%，全县实现公共财政收入 7.42 亿元，同比增长 1.78%，

1、2017 年 11 月 24 日，公司名称由秭归县投资公司更名为现用名。

区域财政保持增长，为公司发展提供了较好的外部环境。

- **目前在建综合开发项目较多，业务可持续性较好。**公司是秭归县主要的城市综合开发建设主体，业务具有较强的区域专营性。截至 2017 年末，公司主要在建综合开发项目预计总投资 48.48 亿元，业务可持续性较好。
- **公司获得了一定的外部支持。**近年公司得到了地方政府的一定支持。2017 年，公司获得秭归县财政局补贴款 4,250.00 万元，计入营业外收入，对公司利润形成一定补充。
- **重庆进出口担保为本期债券还本付息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水平。**经鹏元综合评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券还本付息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水平。

关注：

- **公司房地产业务无新增储备项目，且剩余可售面积规模不大，需持续关注房地产业务可持续性。**公司房地产业务无新增储备项目，且房地产项目期末剩余可售面积为 30,345.11 平方米，规模不大，未来需持续关注房地产业务可持续性。
- **公司资产以存货为主，且应收账款和其他应收款规模仍较大，对公司资金造成占用，整体资产流动性偏弱。**公司资产中以土地资产、基础设施及房地产项目建设成本为主的存货规模较大，且较大规模土地资产用于抵押，且公司应收款项存在一定资金占用情况，整体资产流动性偏弱。
- **受政府划转、收回资产影响，公司净资产规模有所下滑。**根据相关文件，2017 年秭归县国有资产监督管理局无偿划转公司土地至秭归三峡翻坝物流产业园开发建设有限公司，且秭归县国土资源局（以下简称“国土局”）收回前期无偿划转给子公司的土地，公司合计调减资本公积 1.90 亿元，净资产同比下降 3.70%。
- **公司在建项目尚需投资规模较大，经营活动现金流持续流出，面临较大资金压力。**截至 2017 年末，公司主要在建综合开发项目及本期债券募投项目预计总投资合计 54.83 亿元，已投资 24.73 亿元，尚需投资 30.10 亿元，存在较大资金压力。
- **公司有息债务规模大幅增长，偿债压力增大。**截至 2017 年末公司有息负债金额为 9.84 亿元，同比增长 129.91%，占负债总额比重为 50.30%，且 2017 年新增借款余额 5.56 亿元，占 2016 年末净资产比重为 20.40%，存在较大的债务偿付压力。此外 2018 年 2 月 12 日“18 秭归 01”的发行，促使公司有息债务规模进一步提升。

- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日,公司对外担保金额为 8.24 亿元,占期末净资产比重为 31.39%,均未设置反担保措施,存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标:

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|----------------|------------|------------|------------|
| 总资产(万元) | 458,186.86 | 420,558.11 | 403,696.91 |
| 所有者权益合计(万元) | 262,509.95 | 272,595.97 | 260,844.03 |
| 有息债务(万元) | 98,424.14 | 42,810.00 | 53,560.00 |
| 资产负债率 | 42.71% | 35.18% | 35.39% |
| 流动比率 | 4.55 | 3.85 | 4.17 |
| 营业收入(万元) | 37,849.52 | 32,679.51 | 32,167.02 |
| 营业外收入(万元) | 4,250.23 | 4,201.38 | 5,258.04 |
| 利润总额(万元) | 9,058.94 | 7,719.98 | 7,334.37 |
| 综合毛利率 | 20.26% | 17.77% | 17.92% |
| EBITDA(万元) | 9,604.82 | 8,263.71 | 7,766.34 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.01 | 1.94 | 1.29 |
| 经营活动现金流量净额(万元) | -11,949.88 | -24,483.76 | -11,620.78 |

资料来源:公司 2015-2017 年审计报告,鹏元整理

重庆进出口担保主要财务指标:

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
|-------------------|------------|------------|------------|--------------|
| 总资产(万元) | 528,612.20 | 532,332.01 | 484,697.96 | 432,253.68 |
| 归属于母公司所有者权益合计(万元) | 343,502.25 | 335,764.51 | 313,902.66 | 288,731.52 |
| 期末在保责任余额(万元) | - | 3,470,705 | 2,478,822 | 2,219,568.00 |
| 担保风险准备金(万元) | - | 133,007.5 | 114,484.82 | 117,283.24 |
| 融资性担保净资产放大倍数 | - | 7.58 | 7.79 | 7.52 |
| 当期担保代偿率 | - | 3.79% | 3.99% | 3.09% |

资料来源:重庆进出口担保 2014-2017 年审计报告,重庆进出口担保提供,鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年8月14日发行10年期6亿元公司债券及2018年2月12日发行10年期2亿元公司债券，募集资金拟用于秭归库区医养结合养老服务中心建设项目及补充营运资金，公司投资设立湖北朋乐康养管理有限公司（以下简称“湖北朋乐”）²，负责募投项目的建设，根据投资协议公司应对湖北朋乐注资1,800万元，持股比例为45%，目前已出资1,600万元。截至2018年6月14日，债券募集资金使用情况如下：

表 1 截至 2018 年 6 月 14 日募集资金使用情况（单位：万元）

| 项目名称 | 项目总投资 | 拟使用债券资金 | 项目已投资 | 已使用募集资金 |
|--------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|
| 秭归库区医养结合养老服务中心建设项目 | 63,534.09 | 40,000.00 | 5,879.23 | 5,000.00 |
| 补充营运资金 | - | 40,000.00 | - | 39,841.61 |
| 合计 | 63,534.09 | 80,000.00 | 5,879.23 | 44,841.61 |

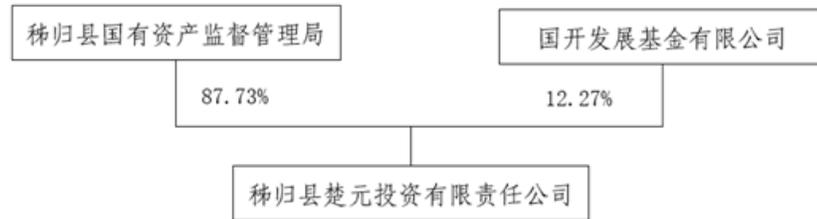
资料来源：公司提供

二、发行主体概况

公司原名为秭归县投资公司，经秭归县工商行政管理局批准，2017年11月24日，公司变更为现名，企业类型由全民所有制变更为有限责任公司（国有控股）；此外国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展”）以人民币2,097万元对公司增资，投资期限20年，已于2017年11月24日完成工商变更，公司注册资本增至17,097万元，其中中国开发展持股比例为12.27%，不参与公司的经营管理，对修改公司章程、公司的合并、分立、重组和注册资本变动等重大事项拥有表决权，并要求获得1.2%的年收益率。截至2018年4月末，公司实收资本仍为1.5亿元，控股股东及实际控制人为秭归县国有资产监督管理局，持股比例为87.73%，公司股权结构图如图1所示。

² 2017 年未将该公司纳入审计报告合并范围，故在 2017 年审计报告中未有体现。

图1 截至2018年4月末公司股权结构及控制关系



资料来源：公司提供

2017年，公司主营业务未发生变化，仍负责秭归县城市基础设施建设、土地开发整理、保障性住房建设、检测服务与场地租赁等业务。2017年，公司合并报表范围无变化，截至2017年末，公司合并范围内拥有子公司4家，具体如表2所示。

表2 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

| 公司名称 | 纳入时间 | 注册资本 | 持股比例 | 主营业务 |
|----------------|-------|----------|---------|-------|
| 秭归三丰文化传播有限公司 | 2013年 | 5,000.00 | 100.00% | 文化传播 |
| 秭归三丰置业有限责任公司 | 2013年 | 5,000.00 | 100.00% | 房地产开发 |
| 秭归万安服务有限责任公司 | 2013年 | 1,000.00 | 100.00% | 服务租赁 |
| 秭归万安消防工程有限责任公司 | 2014年 | 110.00 | 100.00% | 消防工程 |

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额45.82亿元，所有者权益合计为26.25亿元，资产负债率为42.71%；2017年度，公司实现营业收入3.78亿元，利润总额0.91亿元，经营活动现金净流出1.19亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量

提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方

政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、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。

表 3 2017 年以来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 |
|------------|--|------------------------------|--|
| 2017 年 5 月 | 《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号） | 财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会 | 全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制 |
| 2017 年 5 月 | 《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》（财预[2017]62 号） | 财政部、国土资源部 | 对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定 |
| 2017 年 6 月 | 《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号） | 财政部 | 坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开 |
| 2017 年 7 月 | 《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》 | 财政部、交通运输部 | 对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来 |

| | | | |
|----------|---|-----------|---|
| | (财预[2017]97号) | | 源, 同样实行额度管理, 规定项目资产不能用于抵押 |
| 2017年7月 | 《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号) | 发展改革委 | 推进在建基础设施项目采用PPP模式, 扩大PPP存量项目社会资本投入比例 |
| 2017年11月 | 《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号) | 财政部 | 严格新PPP项目入库标准, 清理已入库PPP项目 |
| 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) | 国家发改委、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 |

资料来源: 各政府部门网站, 鹏元整理

(二) 区域经济

2017年秭归县固定资产投资规模出现下滑; 地方财政收入持续增长, 财政收入规模较小, 财政自给能力偏弱

2017年秭归县全社会固定资产投资呈现负增长, 固定资产投资额101.8亿元。随着居民生活水平的提高, 社会消费品零售规模持续扩大。此外存款余额稳定增长, 贷款余额增速较大, 区域信贷环境良好。

表4 2016-2017年秭归县主要经济指标及同比变化情况(单位: 亿元)

| 项目 | 2017年 | | 2016年 | |
|---------------|--------|-------|--------|--------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值 | - | - | 117.96 | 7.15% |
| 固定资产投资 | 101.98 | -0.3% | 112.11 | 25.3% |
| 社会消费品零售总额 | 48.02 | 8.5% | 44.26 | 14.31% |
| 存款余额 | 169.67 | - | 144.85 | 9.44% |
| 贷款余额 | 108.23 | - | 84.42 | 9.29% |
| 人均GDP(万元) | - | - | 3.21 | 5.25% |
| 人均GDP/全国人均GDP | - | - | - | 59.44% |

注: 表格中“-”表示尚未找到相关数据;

资料来源: 秭归县统计局, 鹏元整理

2017年秭归县地方综合财力入为36.92亿元, 同比增长37.35%, 主要是上级补助收入及政府性基金收入规模的提升。全年全县实现公共财政收入7.42亿元, 同比增长1.78%, 占全市地方综合财力为20.10%, 公共财政收入对地方财力贡献偏小, 其中税

收收入占公共财政收入比重为61.19%，较上年提升1.11个百分点，公共财政收入质量和稳定性尚可。

2017年，秭归县上级补助收入占地方综合财力分别为64.46%，地方综合财力对上级补助收入依赖程度偏高。上级补助收入以一般性转移支付收入与专项转移支付收入为主，其中前者规模相对较大，可支配性较强，而专项转移支付收入的用途一般受到指定，可支配性偏弱。2017年秭归县专项转移支付收入为9.49亿元，占财政收入比重为39.87%，可自由支配程度依旧不高。

政府性基金收入以国有土地使用权出让金为主，2017年全县政府性基金收入5.70亿元，较上年大幅提升，其中土地出让收入占比98.07%，政府性基金收入易受房地产市场波动的影响，在一定程度上会影响秭归县财政收入的稳定性，秭归县政府性基金收入的未来表现存在较大的不确定性。

2017年，秭归县公共财政支出为33.65亿元，同比增长11.76%，主要用于一般公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出、医疗卫生支出等，全县公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度持续下跌至22.05%，公共财政收支缺口较大，秭归县财政自给能力较弱。

表 5 2016-2017 年秭归县财政收支情况（单位：亿元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|---------------|--------------|--------------|
| 地方综合财力 | 36.92 | 26.88 |
| （一）公共财政收入 | 7.42 | 7.29 |
| 其中：税收收入 | 4.54 | 4.38 |
| 非税收入 | 2.88 | 2.91 |
| （二）上级补助收入 | 23.80 | 19.07 |
| 其中：返还性收入 | 1.26 | 1.11 |
| 一般性转移支付收入 | 13.05 | 12.06 |
| 专项转移支付收入 | 9.49 | 5.90 |
| （三）政府性基金收入 | 5.70 | 0.52 |
| 其中：土地出让收入 | 5.59 | 0.41 |
| 财政支出 | 48.35 | 37.59 |
| （一）公共财政支出 | 33.65 | 30.11 |
| （二）政府性基金支出 | 14.70 | 7.48 |
| 财政自给率 | 22.05% | 24.21% |

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%。

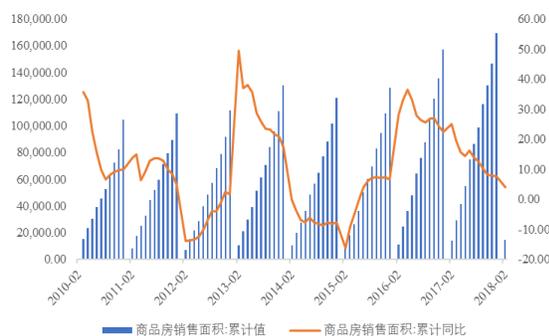
资料来源：秭归县财政局，鹏元整理

（三）行业环境

2017年房地产调控政策总体偏紧，但三、四线城市商品房成交活跃，价格抬升，带动全国商品房销售实现增长

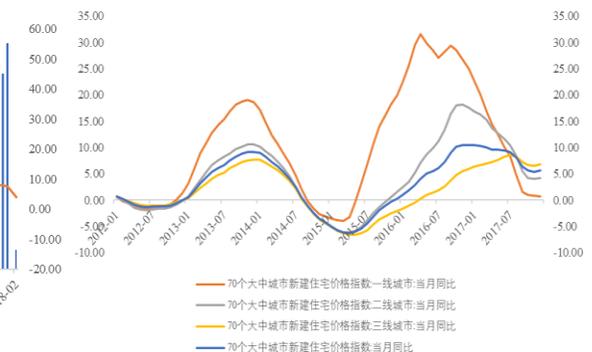
自2016年10月国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购限贷政策，2017年本轮政策调控继续坚持了分类调控、因城施策的原则，其中三、四线城市政策相对宽松，以去库存为主，成为市场成交主力。根据国家统计局数据，2017年全国商品房销售面积16.94亿平方米，同比增长7.7%；商品房销售额13.37万亿元，同比增长13.7%。其中40大中城市中的三线城市商品房销售面积同比增长10.45%，商品房销售额同比增长28.2%；二线城市成交面积小幅下降，但销售额同比增长11.1%；一线城市商品房销售面积和销售金额分别同比下降29.2%和26.1%。

图2 我国商品房销售情况（亿元，%）



资料来源：Wind，鹏元整理

图3 新建住宅价格指数同比变化（%）



资料来源：Wind，鹏元整理

政策调控持续收紧，房价增速快速回落，其中一线城市调控最为严厉，市场呈“量缩价稳”态势；二线城市次之，2017年房价仍保持一定增长；而三线城市政策环境相对宽松，2017年市场成交旺盛，价格增速依然较快，但第四季度以来略有回落。总体来看，2017年三、四线城市表现较好，受棚改货币化安置、房地产市场热度由二线城市向三、四线城市外溢以及相对宽松的政策环境等因素影响，预计2018年将有所延续；对于部分二线城市，如南京、天津、武汉和兰州以“落户宽松、人才吸引”为主要抓手，边际政策有所松动，有望带动区域市场成交；一线城市短期仍然保持严厉的调控趋势，量价企稳。

房屋新开工面积保持增长，库存去化周期略有缩短，但整体去化仍面临一定压力；土地成交量价齐升，一线城市房企拿地意愿增强，三线城市土地成交量迅速放大

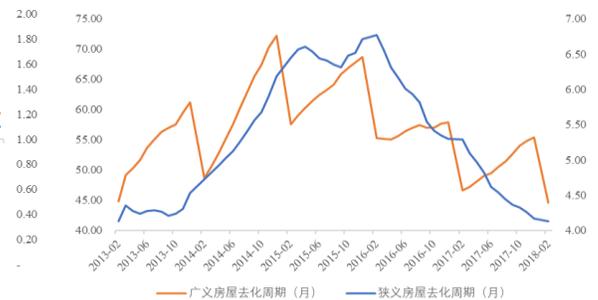
2015年以来，全国房地产市场销售情况较好，2016年房屋新开工面积增速转正，受政策调控影响，2017年全国房屋新开工面积同比增长7.0%，较上年增速回落1.1个百

分点，全年房屋开售比³为1.05，降至近年较低水平。截至2017年末，全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.0%，同时受市场成交量较好影响，2017年广义房屋库存去化周期⁴下降至55.36个月，较上年下降2.3个月。

图4 房屋新开工面积增速（左轴，%）



图5 广义（左轴）与狭义（右轴）房屋去化周期



资料来源：Wind，鹏元整理

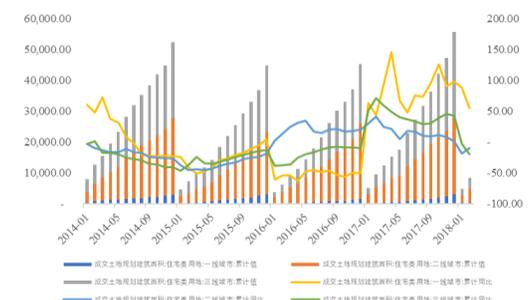
资料来源：Wind，鹏元整理

2017年房地产市场销售状况依然较好，库存去化周期缩短，房地产企业购置土地积极性较强，全年市场购置土地面积2.55亿平方米，同比增长15.8%；全年土地成交价款1.36万亿元，同比增长49.4%，土地成交价款增速明显高于购置土地面积增速，平均土地价格上升。按城市分层来看，2017年一线城市摆脱负增长，全年住宅类成交土地规划建筑面积3,046.80万平方米，同比增长98.7%；二线城市表现平稳，较上年小幅增长；三线城市住宅类土地市场表现强劲，全年成交土地规划建筑面积2.79亿平方米，同比增长43.0%。总体来看，2017年土地市场成交旺盛，价格走高，其中一线城市房地产企业拿地意愿增强，三线城市在库存去化支撑下，住宅类土地成交量快速放大。

图6 土地购置情况（万平方米，亿元，%）



图7 住宅类土地成交情况（万平方米，%）



资料来源：Wind，鹏元整理

资料来源：Wind，鹏元整理

四、经营与竞争

³ 开售比=当年房屋新开工面积/当年商品房销售面积

⁴ 广义房屋库存去化周期=当期期末施工面积/连续12月商品房销售面积

公司是秭归县城乡基础设施建设投融资主体，主要从事秭归县综合项目开发和检测服务与场地租赁业务，其中综合开发项目主要涉及城市基础设施建设、土地开发整理、保障性住房建设等。受公司项目建设推进及实现安置房销售收入影响，2017年公司实现综合开发项目收入3.70亿元，同比增长14.81%，占营业收入比重为97.80%，是公司主要收入构成，2017年公司实现营业收入3.78亿元，同比增长15.82%。公司检测服务与场地租赁收入主要是为提供机动车辆检测服务，机动车及驾驶员办理证照代理服务，车辆咨询服务和驾照考试训练场地租赁取得的收入等，其他业务收入主要为广告牌租金收入和房屋租赁收入，收入规模较小。

从毛利率来看，受益于公司自行销售安置房项目，2017年综合开发项目毛利率为19.74%，较上年提升3.07个百分点；检测服务于场地租赁业务成本较低，毛利率保持在100.00%；2017年其他业务毛利率有所下滑，主要系修缮房屋导致该业务成本规模增加所致，公司当期综合毛利率为20.26%，较上年提升2.49个百分点。

表 6 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | | 2016 年 | |
|-----------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 一、主营业务小计 | 37,330.32 | 20.41% | 32,559.79 | 17.48% |
| 综合开发项目 | 37,015.12 | 19.74% | 32,241.50 | 16.67% |
| 检测服务与场地租赁 | 315.20 | 100.00% | 318.29 | 100.00% |
| 二、其他业务小计 | 519.20 | 9.11% | 119.72 | 96.98% |
| 其他 | 519.20 | 9.11% | 119.72 | 96.98% |
| 合计 | 37,849.52 | 20.26% | 32,679.51 | 17.77% |

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

综合开发项目收入持续增长，公司在建综合开发项目较多，未来收入来源较有保障，但存在较大的资金压力

公司是秭归县主要的城市综合开发建设主体，主要负责秭归县基础设施建设、工业园区建设、土地资源的收储及开发，业务具有较强的区域专营性。公司与秭归县人民政府签订项目《综合开发建设协议》，通过自有资金、外部融资和预支资金对项目进行投资建设，项目按照投资进度经过审计后，秭归县人民政府按审计后的项目投资总成本加成20%的投资收益支付给公司，作为公司综合开发建设收入。

随着项目施工进度的推进，2017年公司确认综合开发项目收入3.70亿元，同比增长14.81%，毛利率为19.74%，较上年提升3.07个百分点，主要系2017年公司自行销售金缸城新区安置房项目获得销售收入9,973.36万元，且该项目毛利为28%，盈利水平较高所致。考虑到公司在建综合开发项目较多，业务未来可持续性较好，但该业务收入

受项目建设进度及政府审计决算进度影响，未来收入或存在一定波动性。

表 7 2016-2017 年公司综合开发项目确认收入明细（单位：万元）

| 项目名称 | 2017 年确认收入 | 2016 年确认收入 |
|-------------------------|------------------|------------------|
| 翻坝物流园场地平整、基础设施与货运中心项目 | 15,526.69 | 7,450.03 |
| 金缸城新区安置房项目 | 8,796.07 | - |
| 秭归港区二期工程件杂和滚装泊位水工建筑工程项目 | 4,662.59 | 3,265.61 |
| 金缸城移民新区基础设施与中央商贸区项目 | 4,584.17 | 9,414.12 |
| 银杏花园一期项目 | 1,594.74 | - |
| 熊家岭场地平整项目 | 1,059.52 | 9,739.08 |
| 银杏花园二期项目 | 791.33 | 933.21 |
| 其他 | - | 1,439.44 |
| 合计 | 37,015.11 | 32,241.49 |

注：表中合计数与表 6 中项目收入略有差异主要系小数进位影响。

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年末，公司主要在建综合开发项目预计总投资48.48亿元，已投资24.45亿元，尚需投资24.03亿元。另外，本期债券募投项目秭归库区医养结合养老服务中心建设项目⁵预计总投资6.35亿元，已投资0.28亿元，尚需投资6.07亿元，合计在建项目预计尚需投资规模为30.1亿元，存在较大资金支出压力。

表 8 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建综合开发项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 计划总投资 | 已投资 | 尚需投资 | 是否签订建设协议 |
|-------------------------|------------|-----------|-----------|----------|
| 金缸城移民新区基础设施与中央商贸区项目 | 108,395.86 | 67,840.82 | 40,555.04 | 是 |
| 翻坝物流园场地平整、基础设施与货运中心项目 | 106,490.50 | 75,831.09 | 30,659.41 | 是 |
| 秭归港区二期工程件杂和滚装泊位水工建筑工程项目 | 81,442.33 | 22,148.80 | 59,293.53 | 是 |
| 金曲路 | 34,047.94 | 38.13 | 34,009.81 | 是 |
| 秭归县 2014 年第一批棚户区改造项目 | 30,500.00 | 29,954.53 | 545.47 | 是 |
| 秭归县北斗产业基地项目 | 30,000.00 | 2,571.48 | 27,428.52 | 是 |
| 总部经济园项目 | 18,000.00 | 3,248.67 | 14,751.33 | 是 |
| 银杏花园二期项目 | 16,000.00 | 11,993.66 | 4,006.34 | 是 |
| 翻坝物流产业园安置房与商业中心项目 | 10,000.00 | 8,657.17 | 1,342.83 | 是 |

⁵ 募投项目建成后计划由公司运营，项目收益主要来自于床位收入（包括全护理床位收入、半护理床位收入、全自理床位收入和休闲养老床位收入等）、租金收入（包括综合商业租金收入和子女陪护中心租金收入）、停车位收入、其他收入和补贴收入等。

| | | | | |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|----------|
| 县城出口一级路项目 | 9,760.00 | 4,951.70 | 4,808.30 | 是 |
| 秭归县城出口一级路棚户区改造安置房项目 | 9,760.00 | 15.78 | 9,744.22 | 是 |
| 花园路项目 | 8,871.96 | 6,835.27 | 2,036.69 | 是 |
| 河东花园项目 | 8,500.00 | 4,613.47 | 3,886.53 | 是 |
| 车管所项目 | 7,500.00 | 5,554.97 | 1,945.03 | 是 |
| 秭归县人民医院金缸城院区场平防护工程 | 3,691.93 | 194.21 | 3,497.72 | 是 |
| 秭归县消防设施完善项目 | 1,837.26 | 16.40 | 1,820.86 | 是 |
| 合计 | 484,797.78 | 244,466.15 | 240,331.63 | - |

资料来源：公司提供

房地产业务无新增储备项目，且剩余房地产可售面积规模不大，未来需关注房地产业务可持续性

公司房地产开发业务主要来自子公司秭归三丰置业有限责任公司，主要开发项目包括商业街门店项目和江山领袖房地产项目。江山领袖房地产项目包括住宅和店铺，住宅总建筑面积为57,244.78平方米，店铺总建筑面积为8,517.67平方米，住宅和店铺计划总投资合计1.8亿元；商业街门店项目为店铺，总建筑面积为14,261.72平方米，计划总投资2,750.00万元，已预售完毕⁶。因商业街门店项目初期测算未包含约500.00万元土地成本，2017年末该项目已投资金额达到4,389.25万元，超出计划总投资额。

表 9 截至 2017 年 12 月 31 日公司房地产项目情况（单位：平方米，万元）

| 项目名称 | 性质 | 总建筑面积 | 计划总投资 | 已投资 | 可供销售面积 | 已签约面积 | 剩余可售面积 |
|-----------|----------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 江山领袖房地产项目 | 住宅 | 57,244.78 | 18,000.00 | 42,966.19 | 55,140.72 | 30,864.84 | 24,275.88 |
| | 商铺 | 8,517.68 | | | 8,517.67 | 2,448.44 | 6,069.23 |
| 商业街门店项目 | 店铺 | 14,261.72 | 2,750.00 | 4,389.25 | 12,306.89 | 12,306.89 | 0.00 |
| 合计 | - | 80,024.18 | 20,750.00 | 47,355.44 | 75,965.28 | 45,620.17 | 30,345.11 |

注：商业街门店项目初期测算未包含约 500.00 万元土地成本；计划总投资为建设期初预计总投资，未重新估算总投资额。

资料来源：公司提供

江山领袖房地产项目住宅、店铺部分分别于2015年、2013年开始预售，因2017年三四线城市房地产市场较为活跃，该项目签约均价分别同比增长23.40%、17.50%，签约金额合计2,566.54万元，同比增长129.57%，实现签约面积4,556.37平方米，其中住宅部分实现签约面积4,044.72平方米，同比增长115.04%，店铺项目签约面积511.78平方米，同比下降11.14%，主要系江山领袖房地产项目位于金缸城新区，相关配套设施尚不完善，人流量相对较少所致。截至2017年末，江山领袖项目剩余可售面积为30,345.11

⁶ 商业街项目收入尚未结转主要系土地增值税尚未清算完成。

平方米，占可供销售面积的47.67%，销售进度缓慢，且预售时间较长，存在一定销售压力。考虑到公司房地产业务无新增储备项目，且剩余房地产可售面积规模不大，未来需关注房地产业务可持续性。

表 10 公司房地产项目签约情况（单位：平方米，万元，万元/平方米）

| 项目名称 | 2017年 | | | 2016年 | | |
|---------------|-----------------|-----------------|-------------|-----------------|-----------------|-------------|
| | 签约面积 | 签约金额 | 签约均价 | 签约面积 | 签约金额 | 签约均价 |
| 江山领秀房地产项目(住宅) | 4,044.72 | 2,327.77 | 0.58 | 1,880.95 | 885.38 | 0.47 |
| 江山领秀房地产项目(店铺) | 511.65 | 238.77 | 0.47 | 575.82 | 232.62 | 0.40 |
| 合计 | 4,556.37 | 2,566.54 | 0.56 | 2,456.77 | 1,118.00 | 0.46 |

资料来源：公司提供

公司持续获得当地政府在资金补助方面的支持

作为秭归县主要市政建设主体，近年公司得到了地方政府的一定支持。2017年，公司获得秭归县财政局补贴款4,250.00万元，计入营业外收入，对公司利润形成一定补充。

此外，受秭归县国有资产监督管理局无偿划转公司土地至秭归三峡翻坝物流产业园开发建设有限公司及国土局收回前期无偿划转给子公司土地影响，公司合计调减资本公积1.90亿元。

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信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017年，公司合并范围无变化，截止2017年末，公司纳入合并范围子公司共4家（见表2）

资产结构与质量

公司资产规模不断扩大，以土地资产和基础设施、房地产项目建设成本为主的存货规模较大，土地使用权抵押占比较高，整体资产流动性仍偏弱

截至2017年末，公司资产总额合计45.82亿元，同比增长8.95%。从资产构成来看，流动资产占总资产比重为98.93%，仍是公司资产的主要构成。

流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款、存货及其他流动资产。截

至2017年末，公司货币资金余额3.98亿元，同比增长263.70%，主要系公司于2017年8月14日成功发行“17秭归01”所致，其中0.95亿元定期存单使用受限，占总资产比重24.62%，货币资金受限比例较大。截至2017年末，公司应收账款余额4.14亿元，同比下降6.89%，均为应收秭归县财政局综合开发项目建设工程款，未计提坏账准备。公司其他应收款主要是与湖北秭兴长江大桥建设开发有限公司、秭归县国资局、秭归县土地收购储备中心等单位之间的往来款，其他应收款期末余额4.63亿元，其中应收湖北秭兴长江大桥建设开发有限公司15,000万元为公司将国开发展基金有限公司投资款转借给湖北秭兴长江大桥建设开发有限公司，并由武汉市市政建设集团有限公司为借款本金及利息的偿付提供担保。公司前五大其他应收账款合计3.05亿元，占应收账款比为65.84%，集中度相对较高，部分账款账龄偏长。公司应收账款和其他应收款期末合计8.77亿元，占总资产比重为19.14%，考虑到主要应收对象为政府部门及国有企业，款项回收风险不大，但回收时间存在一定不确定性，且占用公司大量流动资金。

公司存货主要是公司持有的土地资产、开发成本和工程施工。截至2017年末，存货中土地成本账面价值为10.20亿元，占存货比例为33.04%，面积合计207.54万平方米，多为城镇住宅用地和其他商服用地，其中已抵押土地面积177.13万平方米，账面价值8.04亿元，已抵押土地占存货中土地价值总额的80.24%。截至2017年末，公司开发成本10.20亿元，占存货账面价值的36.11%，主要是代建房地产项目和自有房地产项目建设成本，其中代建房地产项目为秭归县2014年第一批棚户区改造项目、翻坝物流产业园安置房与商业中心项目、河东花园项目、银杏花园二期项目、秭归县城出口一级路棚户区改造安置房项目等，随着项目的投资建设，公司未来有望获得一定的综合开发项目收入；自有房地产项目为江山领秀房地产项目等自有项目，未来随着项目预收房款的结转，公司将获得一定房地产销售收入；期末工程施工账面价值为9.53亿元，占存货的30.86%，均为已签订代建协议的基础设施项目，未来依据项目投资进度，公司将获得一定综合开发项目收入。公司其他流动资产全部为预交税费，规模较小。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | | 2016年 | |
|--------|------------|--------|------------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 39,784.74 | 8.68% | 10,938.76 | 2.60% |
| 应收账款 | 41,431.74 | 9.04% | 44,497.26 | 10.58% |
| 其他应收款 | 46,278.59 | 10.10% | 42,824.15 | 10.18% |
| 存货 | 308,738.82 | 67.38% | 303,802.18 | 72.24% |
| 其他流动资产 | 12,730.42 | 2.78% | 12,368.11 | 2.94% |

| | | | | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| 流动资产合计 | 453,269.28 | 98.93% | 414,788.52 | 98.63% |
| 可供出售金融资产 | 2,100.00 | 0.46% | 5,100.00 | 1.21% |
| 长期股权投资 | 1,599.70 | 0.35% | 0.00 | 0.00% |
| 非流动资产合计 | 4,917.58 | 1.07% | 5,769.60 | 1.37% |
| 资产总计 | 458,186.86 | 100.00% | 420,558.11 | 100.00% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要为可供出售金融资产及长期股权投资。根据秭国资文[2016]31号文件，公司将持有湖北省三峡平湖旅游发展有限公司30%股权划转给湖北子归文化旅游投资开发有限公司，2017年末公司可供出售金融资产余额下降至0.21亿元，均为对北斗国科（宜昌）科技有限公司的投资，持股比例为10.00%，由于公司对北斗国科仅履行出资人义务，不能对该公司实施重大影响，故该公司的投资在可供出售金融资产核算。2017年末，公司长期股权投资0.16亿元，主要是对投资湖北朋乐康养管理有限公司（以下简称“湖北朋乐”）投资，根据投资协议公司应对湖北朋乐注资1,800万元，持股比例为45%，目前已出资1,600万元。

表 12 截至 2017 年末公司所有权受限资产情况（单位：万元）

| 项目 | 账面价值 | 占总资产比重 | 受限原因 |
|-----------|------------------|---------------|-------|
| 货币资金 | 9,500.00 | 2.07% | 定期存单 |
| 存货 | 80,430.00 | 17.55% | 抵押/受限 |
| 固定资产 | 128.65 | 0.03% | 抵押 |
| 无形资产 | 800.00 | 0.17% | 抵押 |
| 合计 | 90,858.65 | 19.83% | - |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司所有权受到限制的资产账面价值合计为9.09亿元，占总资产的比重为19.83%，受限资产规模较大。总体来看，公司资产规模稳定增长，以土地资产和基础设施、房地产项目建设成本为主的存货规模较大，且较大规模土地资产用于抵押，资产整体流动性偏弱，此外应收款项回收时间不确定，存在一定资金占用情况，公司资产整体流动性较弱。

盈利能力

2017年公司收入稳定增长，整体规模偏小，政府补助对公司的盈利水平贡献较大

公司营业收入主要来源于综合开发项目建设和检测服务与场地租赁，受代建项目建设进度及政府审计决算进度影响，2017年综合开发项目实现收入3.70亿元，同比增长14.81%，占公司营业收入的比重为97.80%，是公司主要收入构成。考虑到公司目前在建综合开发项目较多，且拥有一定的房地产预收款，未来收入可持续性较好。但公

司收入来源较为单一，综合开发项目收入主要受项目建设进度及审计结算进度影响，房地产项目结转收入时间亦存在不确定性，未来收入或将存在一定波动性。

从毛利率角度来看，受益于公司自行销售安置房项目，2017年综合开发项目毛利率为19.74%，提升3.07个百分点，综合毛利率为20.26%，提升2.49个百分点。公司作为秭归县主要市政建设主体，持续获得政府补助，2017年公司获得政府补助4,250.00万元，占同期利润总额的比例为46.91%，政府补助对公司利润水平贡献较大。

表 13 公司主要盈利指标

| 项目 | 2017年 | 2016年 |
|---------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 37,849.52 | 32,679.51 |
| 营业利润 | 4,905.59 | 3,521.19 |
| 营业外收入 | 4,250.23 | 4,201.38 |
| 其中：政府补助 | 4,250.00 | 4,160.00 |
| 利润总额 | 9,058.94 | 7,719.98 |
| 综合毛利率 | 20.26% | 17.77% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现不佳，在建、拟建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力

2017年因公司以现金结算方式自行销售安置房项目，加之收到政府拨付的综合开发项目收入款，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模有所增加，收现比大幅提升至1.14，经营活动现金回笼情况表现较好。但受公司当期结算往年应付工程款项，及项目建设支出规模持续增加影响，公司2017年经营活动现金流净流出1.19元亿元，表现不佳。

投资现金流方面，2017年公司投资活动现金净流出1.94亿元，主要是对投资湖北朋乐康养管理有限公司的投资及公司购买银行理财支出0.95亿元。2017年公司经营现金净流量对投资活动的现金净流出覆盖程度较差，资金支出压力增加，项目建设资金缺口主要依赖于外部融资，公司筹资主要是对外借款，2017年公司筹资活动现金净流入4.24亿元，主要来源于当期公司发行“17秭归01”。考虑到公司未来偿还债务及后续项目所需资金规模较大，公司面临较大的资金压力。

表 14 2016-2017 年公司现金流情况表（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | 2016年 |
|-----|-------|-------|
| 收现比 | 1.14 | 0.48 |

| | | |
|----------------------|-------------------|-------------------|
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 43,144.58 | 15,650.92 |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 65,096.58 | 21,068.79 |
| 经营活动现金流入小计 | 108,241.15 | 36,719.70 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 75,673.51 | 16,927.33 |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 41,541.83 | 43,860.56 |
| 经营活动现金流出小计 | 120,191.03 | 61,203.46 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -11,949.88 | -24,483.76 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -11,133.50 | -53.92 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 42,429.35 | -229.73 |
| 现金及现金等价物增加额 | 19,345.97 | -24,767.41 |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，存在较大的偿债压力

2017年，受国有资产监督管理局无偿划转公司土地至秭归三峡翻坝物流产业园开发建设有限公司及国土局收回前期无偿划转给子公司土地影响，合计调减资本公积1.90亿元，期末所有者权益同比下降3.7%至26.25亿元。受2017年发行债券影响，公司负债规模大幅提升，截至2017年末，公司负债总额19.57亿元，同比增长32.25%，当期新增借款余额5.56亿元，占2016年末净资产比重为20.40%，产权比率上涨至74.54%，自有资本对负债保障能力有所下降。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2017 年 | 2016 年 |
|-------|------------|------------|
| 负债总额 | 195,676.91 | 147,962.14 |
| 所有者权益 | 262,509.95 | 272,595.97 |
| 产权比率 | 74.54% | 54.28% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司流动负债为9.97亿元，占总负债比重为50.96%。公司流动负债主要是应付账款、预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债。公司应付账款主要为应付工程款，因2017年公司结算部分工程款，应付账款期末余额0.67亿元，同比下降75.64%。公司预收款项均为预收自营房地产项目销售款，预收款项期末余额为2.04亿元。截至2017年末，公司其他应付款6.78亿元，同比增长14.32%，占负债总额的34.64%，主要为应付国开发展基金有限公司15,000.00万元投资款以及应付湖北三峡现代物流有限公司、金缸城新区开发建设领导小组办公室、秭归紫昕国有资本投资开发有限责任公司和湖北江铭建设工程有限公司的往来款，其中国开发展基金有限公司

要求投资期内每年按1.2%的投资收益率获取投资收益。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | | 2016 年 | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 应付账款 | 6,670.08 | 3.41% | 27,378.60 | 18.50% |
| 预收款项 | 20,385.32 | 10.42% | 17,723.38 | 11.98% |
| 其他应付款 | 67,791.48 | 34.64% | 59,297.75 | 40.08% |
| 一年内到期的非流动负债 | 2,780.00 | 1.42% | 3,400.00 | 2.30% |
| 流动负债合计 | 99,724.77 | 50.96% | 107,810.05 | 72.86% |
| 长期借款 | 15,655.00 | 8.00% | 19,360.00 | 13.08% |
| 应付债券 | 59,189.14 | 30.25% | 0.00 | 0.00% |
| 长期应付款 | 20,800.00 | 10.63% | 20,050.00 | 13.55% |
| 非流动负债合计 | 95,952.14 | 49.04% | 40,152.09 | 27.14% |
| 负债合计 | 195,676.91 | 100.00% | 147,962.14 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 98,424.14 | 50.30% | 42,810.00 | 28.93% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

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。2017年末公司长期借款1.57亿元，同比下降19.14%，主要系公司偿还部分借款所致，公司长期借款均采用浮动利率，主要是以土地资产为抵押物的0.57亿元抵押借款、以偿债资金为质押物的0.27亿元质押借款。应付债券为2017年发行的票面利率为7.08%的10年期债券（即17秭归01）。公司长期应付款为2.08亿元，均是应付湖北省投资公司借款，借款合同约定到期日为2039年12月29日，年化利率为4.745%。

从有息债务规模来看，2017年末公司有息负债金额为9.84亿元，同比增长129.91%，主要系公司2017年成功发行“17养老秭归01”所致，占负债总额比提升至50.30%，有息债务规模较大，存在较大债务偿付压力。随着2018年2月“18秭归01”的发行，公司有息债务规模将进一步扩大。考虑到公司在建、拟建项目尚需投资规模较大，公司有息债务规模可能持续上升。从公司提供的截至2017年12月31日有息债务偿还期限分布表来看，2020年及以后为还债高峰期。

表 17 截至 2017 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年及以后 | 合计 |
|--------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 有息债务本金 | 2,780.00 | 2,225.00 | 8,360.00 | 8,780.00 | 77,090.00 | 99,235.00 |

注：与表 17 中依据审计报告计算有息债务存在一定差额主要系应付债券科目存在利息摊销，调整科

目所致。

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，受2017成功发行债券影响，公司资产负债率提升至42.71%，整体债务水平适中，但有息债务规模较大，偿债压力仍然较大。公司资产中流动资产占比较高，流动比率、速动比率指标均保持在较高水平，较上年略有提升，主要系公司债券募集资金尚未使用完，公司货币资金规模增加所致。考虑到公司流动资产中土地使用权及基础设施、房地产项目建设成本占比较高，资产流动性偏弱，且应收款项亦受政府财政状况的影响，回款时间存在不确定性，如需变现流动资产来偿还负债则面临变现能力和价值不确定的风险，公司整体短期偿债能力依旧不强。

受利润总额增长影响，EBITDA 亦有所增长，当期 EBITDA 利息保障倍数略有提升至 2.01，公司经营活动对长期债务的保障能力略有提升。有息债务/EBITDA 上升至 10.25，长短期债务压力均有所增加。

表 18 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2017 年 | 2016 年 |
|---------------|----------|----------|
| 资产负债率 | 42.71% | 35.18% |
| 流动比率 | 4.55 | 3.85 |
| 速动比率 | 1.45 | 1.03 |
| EBITDA（万元） | 9,604.82 | 8,263.71 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.01 | 1.94 |
| 有息债务/EBITDA | 10.25 | 5.18 |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

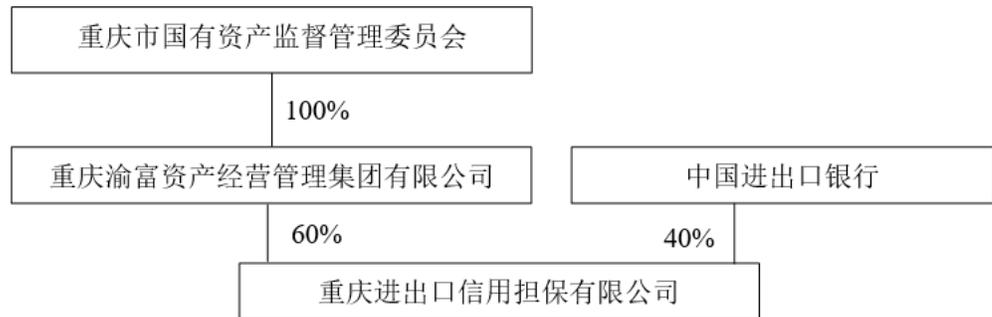
重庆进出口担保为本期债券还本付息提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

重庆进出口担保对“17 秭归 01”、“18 秭归 01”出具了《担保函》，根据《担保函》相关规定，担保人提供保证担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用。本期债券存续期间，若公司未能按期还本付息，重庆进出口担保将在上述保证担保范围内对公司本期债券承担全额无条件不可撤销的连带保证责任，承担保证责任的期限为债券存续期及债券到期之日起两年。

重庆进出口担保成立于 2009 年，系由重庆渝富资产经营管理集团有限公司及中国进出口银行共同出资成立。截至 2017 年 10 月 31 日，重庆进出口担保注册资本及实收

资本均为 30 亿元，控股股东仍为重庆渝富资产经营管理集团有限公司，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如图 8 所示。

图8 截至2017年10月31日重庆进出口担保股权结构



资料来源：重庆进出口担保提供

重庆进出口担保主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2016 年重庆进出口担保营业总收入为 5.55 亿元，同比增长 8.43%，担保业务仍是重庆进出口担保最主要的收入来源，2016 年担保费收入为 4.78 亿元，同比增长 50.80%，占重庆进出口担保营业总收入的 86.24%，担保费收入增长主要得益于重庆进出口担保债券担保业务的发展。

得益于重庆进出口担保 2016 年债券业务快速发展，2016 年担保发生额为 179.16 亿元，同比增长 35.15%，使得同期担保费收入同比增长 50.80%至 4.78 亿元。2016 年下半年开始，债券市场监管趋严和市场利率影响导致企业发行债券的时间过长，2017 年 1-6 月重庆进出口担保担保发生额为 13.30 亿元，较 2016 年同期下降 87.99%，2017 年 1-6 月担保费收入为 2.04 亿元，较 2016 年同期下降 15.33%，短期内重庆进出口担保担保费收入或有所下降。

表 19 最近两年又一期重庆进出口担保业务开展情况（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 1-6 月 | 2016 年 | 2015 年 |
|-----------|--------------|-----------|-----------|
| 当期担保费收入 | 20,421 | 47,839 | 31,723 |
| 当期担保发生额 | 133,000 | 1,791,559 | 1,325,640 |
| 当期解除担保责任额 | 515,006 | 799,676 | 1,066,385 |
| 期末在保责任余额 | 3,088,698 | 3,470,705 | 2,478,822 |
| 其中：间接融资担保 | 319,986 | 425,762 | 592,365 |
| 直接融资担保 | 2,178,500 | 2,119,500 | 1,845,940 |
| 非融资担保 | 590,212 | 925,443 | 40,517 |

资料来源：重庆进出口担保提供

2016年重庆进出口担保共发生8笔代偿，代偿额合计3.03亿元，同比下降28.73%，主要原因是重庆进出口担保代偿项目集中爆发导致2015年代偿额基数较大；2017年1-6月，重庆进出口担保共发生3笔代偿，代偿额合计2.25亿元，是2016年度代偿额的74.08%，代偿对象主要为民营制造业。截至2017年6月末，重庆进出口担保累计代偿额13.19亿元，累计代偿回收额7.26亿元，累计代偿回收率为55.08%，较2016年末有所下降，主要原因是代偿回收有一定的滞后性，但整体回收情况较好，主要是重庆进出口担保采取了非诉讼、债权出售等激励措施；当期担保代偿率在4%左右，高于重庆市平均担保代偿水平。

截至2017年末，重庆进出口担保资产总额52.86亿元，归属于母公司的所有者权益为34.35亿元，资产负债率35.02%，2017年度，公司实现营业总收入5.33亿元，利润总额1.62亿元。

表20 重庆进出口担保主要财务指标

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|-------------------|------------|------------|------------|--------------|
| 总资产（万元） | 528,612.20 | 532,332.01 | 484,697.96 | 432,253.68 |
| 归属于母公司所有者权益合计（万元） | 343,502.25 | 335,764.51 | 313,902.66 | 288,731.52 |
| 资产负债率 | 35.02% | 36.93% | 34.15% | 31.79% |
| 营业总收入（万元） | 53,323.91 | 55,471.71 | 51,156.98 | 78,732.71 |
| 利润总额（万元） | 16,154.75 | 30,035.06 | 33,614.16 | 38,805.45 |
| 净资产收益率 | 3.81% | 7.59% | 9.39% | 11.88% |
| 经营净现金流（万元） | 53,111.02 | 76,234.70 | 1,622.91 | 23,185.87 |
| 当期担保发生额（万元） | - | 1,791,559 | 1,325,640 | 1,200,976.00 |
| 期末在保责任余额（万元） | - | 3,470,705 | 2,478,822 | 2,219,568.00 |
| 担保风险准备金（万元） | - | 133,007.5 | 114,484.82 | 117,283.24 |
| 准备金充足率 | - | 226.87% | 281.64% | 247.37% |
| 风险准备金覆盖率 | - | 3.83% | 4.62% | 5.28% |
| 融资性担保净资产放大倍数 | - | 7.58 | 7.79 | 7.52 |
| 当期担保代偿率 | - | 3.79% | 3.99% | 3.09% |

资料来源：重庆进出口担保 2014-2017 年审计报告及未经、重庆进出口担保提供，鹏元整理

总体看，重庆进出口担保风险准备计提较为充分，代偿能力较强。经鹏元评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为 AA+，其提供的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信用水平。

七、或有事项分析

公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险

截至2017年12月31日，公司对外担保金额为8.24亿元，占公司2017年末净资产的31.39%，规模较大，担保对象均为国企，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表21 截至2017年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保单位 | 担保性质 | 担保金额 | 担保期限 |
|---------------------|------|------------------|---------------------|
| 秭归三峡翻坝物流产业园开发建设有限公司 | 抵押担保 | 12,392.78 | 2015.8.24-2023.8.23 |
| 秭归三峡翻坝物流产业园开发建设有限公司 | 保证担保 | 70,000.00 | 2015.9.28-2035.9.27 |
| 合计 | - | 82,392.78 | - |

资料来源：公司 2017 年审计报告

九、评级结论

2017年，秭归县地方综合财力不断提升，全县公共财政实力有所提升，为公司提供了较好的发展环境。目前公司在建综合开发项目较多，未来收入较有保障，2017年公司持续获得地方政府在政府补助方面的支持；重庆进出口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水平。

同时我们也关注到，公司房地产业务无新增储备项目，且剩余可售面积规模不大，需持续关注房地产业务可持续性；公司资产中以土地资产、基础设施及房地产项目建设成本为主的存货规模较大，且部分土地资产已用于抵押，此外应收款项规模较大，回收时间存在不确定性，存在一定资金占用，资产整体流动性偏弱；受政府无偿划转资产及收回土地资产影响，公司净资产规模有多下降；公司在建项目未来资金需求量较大，存在较大资金压力；公司有息债务规模持续增长且规模较大，存在较大债务偿还压力；此外公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

基于以上情况，鹏元维持“17秭归01”信用等级为AA+，维持“18秭归01”信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|--------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金 | 39,784.74 | 10,938.76 | 35,706.17 |
| 应收账款 | 41,431.74 | 44,497.26 | 27,055.79 |
| 预付款项 | 4,304.97 | 358.05 | 667.56 |
| 其他应收款 | 46,278.59 | 42,824.15 | 31,776.73 |
| 存货 | 308,738.82 | 303,802.18 | 290,189.17 |
| 其他流动资产 | 12,730.42 | 12,368.11 | 12,415.33 |
| 流动资产合计 | 453,269.28 | 414,788.52 | 397,810.76 |
| 可供出售金融资产 | 2,100.00 | 5,100.00 | 5,100.00 |
| 长期股权投资 | 1,599.70 | - | - |
| 固定资产 | 483.46 | 574.58 | 687.68 |
| 无形资产 | 701.14 | 50.57 | 56.09 |
| 长期待摊费用 | 33.29 | 44.44 | 42.38 |
| 非流动资产合计 | 4,917.58 | 5,769.60 | 5,886.15 |
| 资产总计 | 458,186.86 | 420,558.11 | 403,696.91 |
| 应付账款 | 6,670.08 | 27,378.60 | 18,297.73 |
| 预收款项 | 20,385.32 | 17,723.38 | 17,310.51 |
| 应付职工薪酬 | - | 0.00 | 2.00 |
| 应交税费 | 468.52 | 10.33 | 14.03 |
| 应付利息 | 1,629.37 | - | - |
| 其他应付款 | 67,791.48 | 59,297.75 | 49,622.31 |
| 一年内到期的非流动负债 | 2,780.00 | 3,400.00 | 10,180.00 |
| 流动负债合计 | 99,724.77 | 107,810.05 | 95,426.57 |
| 长期借款 | 15,655.00 | 19,360.00 | 23,330.00 |
| 应付债券 | 59,189.14 | - | - |
| 长期应付款 | 20,800.00 | 20,050.00 | 20,050.00 |
| 专项应付款 | 308.00 | 742.09 | 4,046.30 |
| 非流动负债合计 | 95,952.14 | 40,152.09 | 47,426.30 |
| 负债合计 | 195,676.91 | 147,962.14 | 142,852.88 |
| 实收资本（或股本） | 15,000.00 | 15,000.00 | 15,000.00 |
| 资本公积 | 209,136.52 | 228,131.69 | 224,091.69 |
| 盈余公积 | 4,014.18 | 3,079.05 | 2,267.18 |
| 未分配利润 | 34,359.26 | 26,385.23 | 19,485.16 |
| 所有者权益（或股东权益）合计 | 262,509.95 | 272,595.97 | 260,844.03 |
| 负债和所有者权益（或股东权益）总计 | 458,186.86 | 420,558.11 | 403,696.91 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|----------------------------|------------------|------------------|------------------|
| 一、营业收入 | 37,849.52 | 32,679.51 | 32,167.02 |
| 减：营业成本 | 30,181.72 | 26,871.53 | 26,403.33 |
| 税金及附加 | 1,525.22 | 171.07 | 2,455.94 |
| 销售费用 | 16.18 | 66.87 | 50.55 |
| 管理费用 | 1,008.27 | 1,674.24 | 839.76 |
| 财务费用 | 280.27 | 298.72 | 259.48 |
| 资产减值损失 | -68.09 | 75.91 | -16.75 |
| 投资收益（损失以“-”号填列） | -0.30 | - | - |
| 资产处置收益（损失以“-”号填列） | -0.07 | - | - |
| 二、营业利润（亏损以“-”号填列） | 4,905.59 | 3,521.19 | 2,174.69 |
| 加：营业外收入 | 4,250.23 | 4,201.38 | 5,258.04 |
| 减：营业外支出 | 96.88 | 2.59 | 98.36 |
| 三、利润总额（亏损总额以“-”号填列） | 9,058.94 | 7,719.98 | 7,334.37 |
| 减：所得税费用 | 149.79 | 8.04 | 8.39 |
| 四、净利润（净亏损以“-”号填列） | 8,909.16 | 7,711.94 | 7,325.99 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|-------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 43,144.58 | 15,650.92 | 25,364.98 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 65,096.58 | 21,068.79 | 39,503.06 |
| 经营活动现金流入小计 | 108,241.15 | 36,719.70 | 64,868.04 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 75,673.51 | 16,927.33 | 61,447.25 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 210.27 | 167.31 | 217.81 |
| 支付的各项税费 | 2,765.43 | 248.27 | 14,409.08 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 41,541.83 | 43,860.56 | 414.67 |
| 经营活动现金流出小计 | 120,191.03 | 61,203.46 | 76,488.82 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -11,949.88 | -24,483.76 | -11,620.78 |
| 投资活动现金流入小计 | - | - | - |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 33.50 | 53.92 | 173.08 |
| 投资支付的现金 | 1,600.00 | - | - |
| 支付其他与投资活动有关的现金 | 9,500.00 | - | - |
| 投资活动现金流出小计 | 11,133.50 | 53.92 | 173.08 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -11,133.50 | -53.92 | -173.08 |
| 吸收投资收到的现金 | - | 4,040.00 | 24,200.00 |
| 取得借款收到的现金 | 60,550.94 | - | 2,500.00 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 3,950.00 | - | 20,050.00 |
| 筹资活动现金流入小计 | 64,500.94 | 4,040.00 | 46,750.00 |
| 偿还债务支付的现金 | 5,725.00 | - | 6,070.00 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 3,146.59 | 4,269.73 | 6,422.26 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 13,200.00 | - | - |
| 筹资活动现金流出小计 | 22,071.59 | 4,269.73 | 12,492.26 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 42,429.35 | -229.73 | 34,257.74 |
| 四、现金及现金等价物净增加额 | 19,345.97 | -24,767.41 | 22,463.88 |
| 加：期初现金及现金等价物余额 | 10,938.76 | 35,706.17 | 13,242.29 |
| 期末现金及现金等价物余额 | 30,284.74 | 10,938.76 | 35,706.17 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|-------------------------|------------------|-------------------|------------------|
| 净利润 | 8,909.16 | 7,711.94 | 7,325.99 |
| 加：资产减值准备 | -68.09 | 75.91 | -16.75 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 115.43 | 167.02 | 105.87 |
| 无形资产摊销 | 69.09 | 5.52 | 5.52 |
| 长期待摊费用摊销 | 15.59 | 15.46 | 12.44 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 | 0.07 | - | - |
| 财务费用 | 345.77 | 355.74 | 308.15 |
| 投资损失（收益以“-”号填列） | -0.30 | - | - |
| 存货的减少 | -36,529.87 | -9,699.03 | -50,700.98 |
| 经营性应收项目的减少 | -22,314.83 | -24,132.83 | -6,207.21 |
| 经营性应付项目的增加 | 37,508.11 | 1,016.53 | 37,546.20 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -11,949.88 | -24,483.76 | -11,620.78 |
| 现金的期末余额 | 30,284.74 | 10,938.76 | 35,706.17 |
| 减：现金的期初余额 | 10,938.76 | 35,706.17 | 13,242.29 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 19,345.97 | -24,767.41 | 22,463.88 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|
| 有息债务（万元） | 98,424.14 | 42,810.00 | 53,560.00 |
| 资产负债率 | 42.71% | 35.18% | 35.39% |
| 流动比率 | 4.55 | 3.85 | 4.17 |
| 速动比率 | 1.45 | 1.03 | 1.13 |
| 产权比率 | 74.54% | 54.28% | 54.77% |
| EBITDA（万元） | 9,604.82 | 8,263.71 | 7,766.34 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.01 | 1.94 | 1.29 |
| 综合毛利率 | 20.26% | 17.77% | 17.92% |
| 收现比 | 1.14 | 0.48 | 0.79 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2017 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

| 公司名称 | 纳入时间 | 注册资本 (万元) | 持股比例 | 主营业务 |
|----------------|--------|--------------|---------|-------|
| 秭归三丰文化传播有限公司 | 2013 年 | 5,000.00 | 100.00% | 文化传播 |
| 秭归三丰置业有限责任公司 | 2013 年 | 5,000.00 | 100.00% | 房地产开发 |
| 秭归万安服务有限责任公司 | 2013 年 | 1,000.00 | 100.00% | 服务租赁 |
| 秭归万安消防工程有限责任公司 | 2014 年 | 110.00 | 100.00% | 消防工程 |

资料来源：公司提供

附录六 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 | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| EBIT | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$ |
| EBITDA | $\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$ |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 流动比率 | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债}$ |
| 速动比率 | $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$ |
| 有息债务 | $1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$ |
| 产权比率 | $\text{负债总额} / \text{所有者权益合计} \times 100\%$ |

附录七 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。 |