

2014 年第一期、第二期鄂州市城市建设投资
有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【698】号 01

债券简称：
第一期：14 鄂州城投债
01/PR 鄂城 01；
第二期：14 鄂州城投债
02/PR 鄂城 02
债券剩余规模：7.4 亿元
（其中：第一期 3.2 亿
元；第二期 4.2 亿元）
债券到期日期：
第一期：2021 年 5 月 15
日
第二期：2021 年 9 月 19
日

债券偿还方式：两期债
券均为按年计息，每年
付息一次，从第三个计
息年度开始至第七个计
息年度逐年按照债券发
行总额的 20%偿还债券
本金
分析师

姓名：
王先宗 王强

电话：
0755-82873175

邮箱：
wangxz@cspengyuan.co
m

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

2014 年第一期、第二期鄂州市城市建设投资有限公司 公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：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 24 日	2018 年 06 月 27 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对鄂州市城市建设投资有限公司（以下简称“鄂州城投”或“公司”）及其 2014 年 5 月 15 日发行的第一期（以下简称“14 鄂州城投债 01”）与 2014 年 9 月 19 日发行的第二期公司债券（以下简称“14 鄂州城投债 02”）的 2019 年度跟踪评级结果为：14 鄂州城投债 01 和 14 鄂州城投债 02 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。该评级结果是考虑到公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，继续获得一定程度的外部支持。但中证鹏元也关注到，公司经营范围发生变动，将对营业收入及盈利水平带来不确定性，资产流动性较弱，经营活动现金流表现欠佳，存在较大资金压力和债务压力以及一定或有负债等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年鄂州市实现 GDP 1,005.30 亿元，同比增长 8.2%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司继续获得一定程度的外部支持。2018 年公司收到财政拨付棚改及基础设施建设专项资金 0.84 亿元、财政损益补贴及污水处理费补助 0.28 亿元，继续获得一定程度的外部支持。

关注：

- 公司经营范围发生变动，未来营业收入及盈利水平存在不确定性。2017、2018 年

公司相继剥离土地储备职能、基础设施建设管理及城建资金管理职能，未来将逐步转型为专业化国有资产管理和运营企业，营业范围发生变动，未来营业收入及盈利水平存在不确定性。

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2018 年末，总资产中以基础设施及棚改项目开发成本为主的存货占比为 63.55%，其中用于抵押的土地资产账面价值为 22.54 亿元，使用权受到限制，公司整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现欠佳，在建及拟建棚改项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力。**2018 年公司经营活动现金净流出规模为 3.16 亿元，截至 2018 年末，公司在建及拟建棚改项目尚需投资 160.49 亿元，项目存在较大资金压力。
- **公司有息债务规模较大，仍面临较大的偿债压力。**2018 年末公司有息债务为 99.94 亿元，资产负债率为 55.96%，EBITDA 利息保障倍数为 0.29，2019-2021 年公司需偿还有息债务本息合计分别为 25.87 亿元、17.51 亿元和 17.21 亿元，偿债压力仍较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保金额 22.22 亿元，占期末净资产的比重为 23.09%，被担保单位为国有事业单位或国有控股企业，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,184,543.43	2,463,010.40	1,959,013.76
所有者权益	962,062.10	954,125.42	931,426.44
有息债务	999,424.48	1,346,438.13	912,225.43
资产负债率	55.96%	61.26%	52.45%
流动比率	8.72	4.80	3.76
营业收入	102,271.92	76,929.82	140,680.88
其他收益	2,750.00	7,852.92	0.00
营业外收入	150.54	240.14	1,052.91
利润总额	16,472.81	13,903.56	14,394.84
综合毛利率	20.65%	20.90%	18.05%
EBITDA	19,242.72	15,515.56	16,407.96
EBITDA 利息保障倍数	0.29	0.36	0.52
经营活动现金流净额	-31,644.20	-323,781.36	-112,595.74

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017、2018 年审计报告，中证鹏元整理

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财金[2014]663号文件批准，公司于2014年5月15日及2014年9月19日分期发行债券，第一期发行金额为8亿元，发行利率为7.76%；第二期发行金额为7亿元，发行利率为6.68%。本期债券募集资金拟用于鄂州店至杨叶公路（吴楚大道）工程、洋澜湖环境综合治理项目、月河新区城乡一体化项目和三国吴都风光带三期工程的建设。截至2018年末，本期债券募集资金专户余额为14.15万元。

二、发行主体概况

2018年公司名称、控股股东及实际控制人未发生变化。公司控股股东和实际控制人仍为鄂州市国有资产监督管理委员会（以下简称“鄂州市国资委”），持有公司94.14%的股权。国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持股比例分别为4.25%和1.61%，随着国开基金和农发基金前期增资工商手续变更完成，截至2018年末，公司注册资本变更为106,839.89万元。

2018年公司设立鄂州城发物业管理有限责任公司，并纳入合并范围，公司纳入合并范围子公司增加1家，具体见表1。

表 1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2018 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
鄂州城发物业管理有限责任公司	100%	2,000.00	物业管理；市政基础设施建设	设立

资料来源：2018年公司审计报告

2017、2018年公司相继剥离土地储备职能及市政基础设施建设管理和城建资金管理职能，但仍将从事棚改项目建设、工程施工及水务业务，未来将布局物流园区开发、矿石开采、城市物业、安置房及配套商品、停车场等项目建设，公司经营范围或将发生变动。

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,依法依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年鄂州市经济保持快速增长,产业转型升级加快

2018年鄂州市完成地区生产总值1,005.30亿元,增长8.2%。其中,第一产业完成增加值94.15亿元,增长2.7%;第二产业完成增加值523.70亿元,增长7.4%;第三产业完成增加值387.45亿元,增长11.4%。按常住人口计算,全市人均生产总值达到93,317元。三次产业结构由2017年的11.3:52.7:36.0调整为9.4:52.1:38.5。

2018年鄂州市加快推进产业结构转型升级,深化供给侧结构性改革,单位GDP能耗下降5%以上,规模以上工业企业利润增长67.6%。新动能培育加快,工业投资增长13%,其中,技改投资增长14.5%,民间投资增长10.4%,高新技术产业增加值增长12%。现代服务迅速发展,设立1亿元产业发展及基金,精准支持电子商务、科技服务等服务业企业快速成长。2018年鄂州市强力推进招商引资工作,全年签约亿元以上项目77个,合同投资额716亿元。铠尔慷智能装配制造、富鸿鑫电子、枫树线业产业园、容百锂电正极材料生产基地、融创体育小镇等重大项目均已签约落户。

2018年鄂州市全市固定资产投资增长10.8%,其中,房地产开发投资增长25.6%。商品房销售面积130.48万平方米,增长16.1%;实现商品房销售额109.22亿元,增长61.3%。按产业划分,全市一、二、三次产业投资分别增长13.0%、6.6%、12.8%。招商引资方面,全年签约亿元以上项目77个,合同投资额716亿元,开工亿元以上项目61个。消费需求方

面，全年实现社会消费品零售总额379.04亿元，较上年增长12.5%。2018年鄂州市金融业发展态势良好，金融机构存、贷款余额分别增长10.67%和14.29%。

表 3 鄂州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,005.30	8.2%	905.92	8.6%
第一产业增加值	94.15	2.7%	102.05	3.9%
第二产业增加值	523.70	7.4%	477.43	8.1%
第三产业增加值	387.45	11.4%	326.44	11.3%
工业增加值	-	-	425.38	7.9%
固定资产投资	-	10.8%	983.82	15.3%
社会消费品零售总额	379.04	12.5%	336.80	12.8%
进出口总额	43.20	13.9%	37.60	17.0%
存款余额	726.29	10.7%	656.26	12.9%
贷款余额	518.04	14.3%	453.27	15.8%
人均 GDP（元）	93,317		84,123	
人均 GDP/全国人均 GDP	144.36%		141.00%	

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

根据《鄂州市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年鄂州市全市实现公共财政收入57.93亿元，增长9.3%，其中税收收入40.98亿元，占公共财政收入比重为70.74%；同期鄂州市公共财政支出为122.55亿元，增长7.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为47.27%。

四、经营与竞争

公司是鄂州市重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体，主要从事基础设施建设、工程施工、土地出让、售水及污水处理等业务。2018年公司实现营业收入10.23亿元，同比增长32.94%。2018年公司工程收购收入（即项目回购收入）规模为7.32亿元，占营业收入的比重为71.56%，同比增长49.68%，主要系代建项目完工量增加所致。2018年公司分别实现工程施工收入、代建收入、售水收入及污水收入0.97亿元、0.92亿元、0.65亿元和0.34亿元，业务经营相对稳定，对营业收入形成重要补充，公司综合毛利率为20.65%，较上年略有下滑。

表 4 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
工程收购	73,183.70	8.84%	48,894.33	4.29%
工程施工	9,707.10	26.21%	10,106.55	33.34%
代建收入	9,246.76	97.38%	8,129.28	100.00%
售水收入	6,532.66	46.11%	6,129.40	41.00%
污水处理收入	3,446.84	-1.89%	3,238.18	-13.71%
其他收入	154.87	99.74%	432.08	95.40%
合计	102,271.92	20.65%	76,929.82	20.90%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司工程回购收入大幅增长，但此后不再承担除棚改项目外的市政业务基础设施建设投融资职能，未来需关注该事项对公司后续经营发展及财务状况产生的影响

公司基础设施建设业务主要为公司本部和子公司鄂州市新航程基础设施建设有限公司（以下简称“鄂州新航程”）负责，业务模式分为代建和回购两种。

代建模式方面，公司项目建设资金主要来自于自有资金和外部筹资，鄂州市政府按照公司工程进度以工程投入成本的一定比例向公司支付代建管理费。项目完工后交由政府管理。账务处理上，公司将代建工程投入计入“存货”科目，收到财政拨款计入“专项应付款”，项目完工移交后进行核减，将代建管理费确认为收入，不结转成本。2018年因代建项目完工量增加，公司实现代建收入0.92亿元，同比增长13.75%，扣除相关税费，毛利率为97.38%。

回购模式方面，公司以自有资金和外部筹资进行项目建设，项目建设完成并经审计后，鄂州市政府根据工程项目的实际投入成本加成一定比例的投资收益作为公司建设项目的回购款。账务处理上，公司将工程项目投入计入“存货”科目，将回购款项作为工程收购收入，同时结转相应成本。每年年末结转项目时，鄂州市财政局与公司签订《市政工程项目收购协议》，约定工程收购价款，收购价款包括工程结算金额（含分摊后的利息支出和管理费用）和投资回报。2018年公司回购项目增加，根据2018年12月28日鄂州市财政局与公司签订的《市政工程项目收购协议》，鄂州市财政局确认2018年公司工程结算价款7.34亿元（含税），投资回报率为10%。毛利率方面，2018年工程回购业务毛利为8.84%，较上年提升4.55个百分点，主要系协议约定的投资回报率上升所致（2017年项目投资回报率为5%）。

截至2019年3月末，截至2019年3月末，已移交的已完工在建基建资产账面价值23.84亿。后续还需要移交的资产账面价值约49亿元，计划2019年移交24亿元，2020年移交25

亿元。中证鹏元将持续关注未来该事项对公司经营及财务状况产生的影响。

表 5 2018 年公司项目回购收入明细（单位：万元）

项目名称	结算金额	确认收购收入（含税）
市政设施维修改造	5,657.42	6,223.16
示范路	4,029.38	4,432.31
背街小巷	3,194.26	3,513.69
洋澜湖综合治理	3,223.75	3,546.12
樊川中路等	2,624.14	2,886.56
民信路、雨污分流等	2,438.77	2,682.65
道路刷黑	10,040.01	11,044.01
发展大道	6,208.16	6,828.97
滨湖南路	1,839.39	2,023.33
历史老债	1,610.00	1,771.00
江碧路	3,905.48	4,296.03
文苑路等	3,138.24	3,452.07
滨港路等	2,746.50	3,021.15
五丈港路等	2,667.52	2,934.27
城市绿化	3,556.68	3,912.34
吴都大道	2,256.98	2,482.68
鄂东大道等	1,207.66	1,328.42
天龙山综合公园	2,528.55	2,781.41
江滩公园	3,839.70	4,223.67
合计	66,712.58	73,383.83

资料来源：公司提供

本期债券募投项目包括鄂州葛店至杨叶公路（吴楚大道）工程、杨澜湖环境综合治理项目、月河新区城乡一体化项目及三国吴都风光带三期工程4个项目。根据公司与鄂州市人民政府就鄂州葛店至杨叶公路（吴楚大道）工程签订的回购协议约定，鄂州市人民政府将于2016-2022年间累计支付公司项目回购资金19.91亿元，同时鄂州市人民政府向公司下发了《鄂州市人民政府关于明确葛店至杨叶公路（吴楚大道）工程等四项目还款资金来源的通知》，约定将鄂州市总面积2,718亩的月河岛地块的土地出让收入扣除征地成本、交易成本及水利、农业土地开发和教育基金后的净收入17.52亿元用于本期债券募集资金投资项目的偿债资金来源。截至2018年末，除鄂州葛店至杨叶公路（吴楚大道）工程外，其余3个项目均于2015年完工；鄂州葛店至杨叶公路（吴楚大道）累计已回款13.86亿元，其余募投项目尚未收到土地出让返还收入。

2018年2月，鄂州市人民政府下发《市人民政府办公室关于防范政府债务风险规范市

城投公司运营的通知》文件（鄂州政办发【2018】10号），明确剥离市城投公司政府融资功能，市城投公司不再承担市政基础设施建设管理和城建资金管理职能。对于存量政府性债务，通过政府债券置换方式妥善处理；对于公益性项目债务，鄂州市政府相关部门和单位逐笔清理核实，与公司签订合同，履行配置经营性资产、授予特许经营权、支付政府购买服务及财政补贴资金等责任；对于城投接受委托实施的已建、在建公益性项目，未签订合同的，要补签合同，落实资金来源或对应金融资产，并由公司从对应的金融性资产收益、特许经营权收入或财政补贴资金中支付未支付的工程款，公司不再承担政府公益性项目投资任务，未来基础设施投资事宜逐渐移交至鄂州市政府投资工程管理中心。截至2018年末，公司主要在建的基础设施项目包括吴楚大道、鄂州大道南互通、葛山大道等项目，已累计完成投资34.96亿元，相关项目均与政府签订协议，决算后按投资成本的5%-10%加成比例进行回购。

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	累计已投资	是否与政府签订协议
鄂州葛店至杨叶公路（吴楚大道）	284,884	193,424	是
鄂州大道南互通	60,520	65,557	是
葛山大道	29,577	23,559	是
江碧路	10,428	10,000	是
鄂州大道	37,441	33,135	是
西山风景区改造 (吴都风光带)改造	10,257	8,248	是
火车站改造	10,869	8,367	是
寿昌大道	8,457	7,334	是
合计	452,433	349,622	-

注：鄂州葛店至杨叶公路（吴楚大道）新增施工标段，计划总投资金额有所增加。

资料来源：公司提供

公司工程施工业务主要由子公司鄂州市市政工程公司（以下简称“市政工程公司”）负责，市政工程公司拥有市政公用一级资质，通过参与市场化竞标的方式获取工程项目，并与发包人签订建设工程施工合同，以自有资金和外部融资进行工程施工，外部融资主要用于购买原材料。目前公司工程施工业务范围主要集中于鄂州市内，承担了鄂州市大部分的道路、管网的施工。账务处理上，工程投入阶段，投资支出计入“存货”，业主方按照工程施工的建设进度核定应向公司支付的施工款项，公司以核定的工程款确认工程施工收入，同时结转成本。2018年公司实现工程施工收入0.97亿元，同比小幅下降3.95%。

公司棚改项目尚需投资规模较大，存在较大资金支出压力

自鄂州政办发【2018】10号文后，公司剥离政府融资功能，不再承担基础设施建设管理和城建资金管理职能，但仍承担鄂州市大部分棚改项目建设职能，目前在建棚改项目均由子公司鄂州新航程负责建设。在运作模式方面，2018年以前，国家开发银行实行“统一评级、统一授信、统贷统还”，鄂州市直、葛店开发区、鄂州开发区、三江港新区项目统一以公司为用款人，湖北省投资公司为借款人，国家开发银行为贷款人。三方签订棚改项目《借款合同》，项目还本付息由实际用款人承担。2016年以来，公司棚改项目均由鄂州新航程与鄂州市人民政府签订政府购买服务协议。鄂州市人民政府授权鄂州新航程承担相关管棚改项目的建设和管理职责，鄂州市人民政府实施政府购买，并约定项目资本金来源、政府购买服务条款的支付时间与金额。根据鄂州政办发【2018】10号文，公司本部及子公司已提取的棚户区改造贷款剔除项目收益之外的还本付息支出，以政府购买服务形式从2018年起分年度纳入财政预算，后续棚改项目将以地方政府发行棚改专项债券或项目资金自求平衡等模式运作。

2018年公司收到政府拨付的棚改项目专项资金0.60亿元及鄂州市财政局拨付的2013-2018年棚改项目资本化利息17.17亿元，未来仍能够通过获得中央补助资金及棚改项目贷款补助金等形式获得一定的资金支持。截至2018年末，公司在建棚改项目仍需投资132.23亿元，公司拟建城南（小桥安置点）棚户区改造项目计划总投资28.26亿元，截至2018年末，尚未展开投资。考虑到公司棚改项目资金需求较大，且近年来棚改政策不断调整，需关注公司棚改项目资金平衡情况。

表 7 截至 2018 年末公司主要在建棚改项目表（单位：亿元）

承建主体	项目名称	计划总投资	已投资	是否签订购买协议
鄂州新航程	2016 年第一批棚改熊家沟片区	6.02	3.31	是
	2016 年第一批棚改燕矶一期片区	12.80	6.78	是
	2016 年第一批棚改体育中心片区	4.70	0.75	是
	2016 年第一批棚改吴都生态廊道二期	4.91	0.95	是
	2016 年棚改莲花新城二期	4.32	0.33	是
	2016 年棚改新港片区	3.60	1.68	是
	2016 年棚改丁家湾片区	3.79	0.36	是
	2016 年棚改燕矶二期片区	19.66	5.54	是
	2017 年第一批棚改鄂州开发区社沟片区	8.26	3.64	是
	2017 年第一批棚改月河项目	5.94	0.00	是
	2017 年第一批棚改鄂钢桥片区	6.23	0.55	是
	2017 年第一批棚改洋澜村胡家畝片区	3.11	0.00	是
	2017 年棚改燕矶三期片区	96.14	23.36	是

合并	179.48	47.25	-
----	--------	-------	---

资料来源：公司提供

表8 公司拟建棚改项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	建设周期	是否签订协议
城南（小桥安置点）棚户区改造项目	28.26	2019.01-2020.12	否

资料来源：公司提供

公司剥离土地储备职能，未来不再进行土地开发整理业务

土地整理业务由公司本部负责，经鄂州市人民政府同意，公司与鄂州市土地储备中心签订了委托经营协议，协议约定2008-2017年鄂州市土地储备中心将鄂州市的土地收购、储备、开发等工作交由公司负责，并将所整理土地出让收入的60%返还给公司作为收益补偿。自2017年末开始，公司剥离土地储备职能，不再承担鄂州市土地储备中心土地收储、整理任务。

2018年公司售水及污水处理收入同比有所增长，对整体收入形成较好的补充

公司售水业务主要由子公司玉泉水公司负责运营，供水范围包括鄂城新区、华容区的蒲团镇和梁子湖区的沼山镇等区域，具有一定的区域专营性。截至2018年末，玉泉自来水公司拥有两台山水厂、凤凰台水厂和泽林加压泵站，日供水能力为18万立方米，供水管网为1,060公里，较上年未发生变化。2018年公司全年售水量为3,884.84万吨，同比增长6.14%，取得售水收入0.65亿元。

公司污水处理业务主要由鄂州市城市污水处理有限责任公司运营，主要负责鄂州市主城区内污水的收集和输送、污水处理费征收。截至2018年末，鄂州市城市污水处理有限责任公司拥有城区污水处理厂、樊口污水处理厂、花湖污水处理厂和城东污泥碳化厂，以及城东、滨湖桥、城南、青天湖四座污水提升泵站和球团厂立交桥雨水提升泵站，日处理能力为10万吨。2018年公司污水处理费征收标准为：居民类0.95元/吨，非居民类1.40元/吨，公司当年完成污水处理量3,557.69万吨，较上年增加236.89万吨，当年实现污水处理收入0.34亿元，同比增长6.58%。

跟踪期内，公司继续获得一定程度的外部支持

2018年公司收到财政拨付棚改及基础设施建设专项资金0.84亿元、财政损益补贴及污水处理费补助0.28亿元，继续获得一定程度的外部支持。根据政府对公司的定位，未来公司将剥离基础设施投融资职能，逐步转型为专业化国有资产管理和运营国有企业，政府将在整合经营性资产方面给予公司支持，未来转型情况及政府支持力度仍需关注。

五、财务分析

财务分析基础说明

2018年公司审计机构未发生变更，以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，其中2017年数据采用2018年期初数，报告采用新会计准则编制。2018年公司新纳入合并范围子公司新增1家，截至2018年末纳入合并范围子公司情况见附录二。

资产结构与质量

2018年公司总资产规模下降，整体流动性仍较弱

2018年公司总资产规模为218.45亿元，同比下降11.31%，主要系非流动资产中部分土地置出所致。2018年公司资产仍以流动性资产为主，受棚改项目施工投资增加及新购置4宗商业开发用地影响，存货规模进一步增长，流动性资产占总资产比重上升。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。公司货币资金以银行存款为主，2018年末公司货币资金为12.79亿元，同比减少52.65%，其中有0.10亿元的定期存款使用受限。截至2018年末，公司其他应收款账面价值为38.23亿元，同比大幅增长25.87%，主要为各项往来款。其中，账龄在1年以内的应收账款余额占比87.11%，1-2年的占比7.96%。前五名应收对象应收金额合金占其他应收款余额的86.83%，其中应收鄂州市财政局16.16亿元，应收鄂州市土地储备中心11.25亿元，应收鄂州市政府投资工程管理中心2.41亿元。其他应收款应收对象主要为政府部门，应收规模较大，对资金形成一定占用。截至2018年末，公司存货余额为138.82亿元，占公司资产总额的比重达63.55%。其中，已完工未结算基础设施及棚改项目建设成本87.82亿元，土地资产50.45亿元；2018年末公司土地资产同比增加48.90亿元，主要系增加的棚改项目土地开发投入及本期新购置的4宗商住用地⁵。截至2018年末，公司存货中用于抵押的土地账面价值22.54亿元，使用权受到限制。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产及其他非流动资产构成。截至2018年末，公司可供出售金融资产账面价值为10.19亿元，其中按成本计量的可供出售金融资产账面余额为9.78亿元，本期新增对湖北国际物流机场有限公司投资0.98亿元（持股比例为4.90%），新增对中建鄂州航空都市区综合开发有限公司投资0.10亿元（持股比例为5.0%）。公司其他非流动资产主要为土地使用权，截至2018年末，公司其他非流动资产为14.61亿元，根据鄂州市财政局出具的《关于市城投公司置换相关资产并明确拨款系财政资金的批复》，

⁵ 新购置的4宗商住用地位于华容区红莲湖新区、红莲大道东侧，面积合计34.74万平方米，价值为43.21亿元，未来可能进行商业地产或住宅开发，尚未有具体规划。

2018年财政拨款的形式置换公司49.63亿元的国有土地，期末其他非流动资产中用于借款抵押的土地账面价值合计0.29亿元。

整体来看，2018年随着公司土地大规模置换，总资产规模较上年末下滑。从资产构成来看，以代建工程和棚改项目的投资支出为主的存货占比较高，部分资产存在抵押，总资产流动性较弱。

表 9 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	127,883.59	5.85%	270,089.27	10.97%
其他应收款	382,336.50	17.50%	303,745.15	12.33%
存货	1,388,236.48	63.55%	1,105,600.16	44.89%
流动资产合计	1,907,966.86	87.34%	1,709,716.23	69.42%
可供出售金融资产	101,917.80	4.67%	96,477.00	3.92%
其他非流动资产	146,148.26	6.69%	626,884.04	25.45%
非流动资产合计	276,576.57	12.66%	753,294.17	30.58%
资产总计	2,184,543.43	100.00%	2,463,010.40	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司利润总额有所增长，除棚改项目外，不再承担市政业务基础设施建设投融资职能，未来收入及盈利规模将存在不确定性

2018年公司实现营业收入10.23亿元，同比增长32.94%，主要系工程回购增加所致。公司工程施工业务及代建业务继续推进，2018年分别实现收入0.97亿元和0.92亿元。公司售水及污水处理业务分别取得收入0.65亿元和0.34亿元，较上年均有所增长。2018年公司收到政府财政补贴0.28亿元，计入其他收益，对利润水平形成一定补充。

2018年公司实现利润总额1.65亿元，同比增长18.48%，公司综合毛利率为20.65%，较上年变化幅度不大。2017、2018年公司相继剥离土地储备职能、基础设施建设管理及城建资金管理职能，目前业务范围集中于棚户区建设、市政工程施工、自来水销售及污水处理。公司在建的棚改项目均已与政府签订服务协议，投资规模较大，但未来如何结算尚未确定，需持续关注经营范围变动对公司未来营业收入和盈利水平带来的不确定性影响。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	102,271.92	76,929.82

其他收益	2,750.00	7,852.92
营业利润	16,530.96	13,713.69
营业外收入	150.54	240.14
利润总额	16,472.81	13,903.56
综合毛利率	20.65%	20.90%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流持续净流出，目前在建棚改项目尚需投资规模较大，存在较大资金支出压力

公司经营性活动现金流主要为基础设施代建、棚改项目、工程施工及水务服务等形成的现金收支。2018年公司基础设施代建业务回购量增长，政府针对公司移交基础设施资产及土地整理资产给予相应补贴，公司收现比上升至1.19，回款能力较上年有所改善。2018年公司收到的其他与经营活动有关的现金78.73亿元，较上年增加70.77亿元，主要系收到的棚改项目补助款、往来款及资产置换款项。但因本期购置土地、支出棚改项目投资及增加往来款拆借，2018年经营活动现金流出规模大幅增长，经营现金流仍表现净流出。

公司投资活动现金流主要反映理财产品的购买和赎回及少量股权投资，2018年公司投资活动现金净流出0.21亿元，规模相对不大。筹资活动方面，由于棚改项目投资支付规模较大，公司主要通过金融机构借款方式弥补资金缺口，2018年公司通过借款取得的现金流入规模为42.21亿元，当期因偿还到期债务本金及利息支出53.13亿元，筹资活动现金净流出10.92亿元。截至2018年末，公司在建及拟建棚改项目尚需投资160.49亿元，面临较大资金压力。

表 11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.19	0.72
销售商品、提供劳务收到的现金	121,457.85	55,588.75
收到的其他与经营活动有关的现金	787,331.16	79,597.95
经营活动现金流入小计	908,789.00	135,186.71
购买商品、接受劳务支付的现金	699,066.63	369,584.14
支付的其他与经营活动有关的现金	231,947.95	81,356.29
经营活动现金流出小计	940,433.20	458,968.06
经营活动产生的现金流量净额	-31,644.20	-323,781.36
投资活动产生的现金流量净额	-2,135.37	-2,261.74

筹资活动产生的现金流量净额	-109,176.11	326,186.40
现金及现金等价物净增加额	-142,955.68	143.30

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务占比较高，仍面临较大偿债压力

截至2018年末，公司负债总额为122.25亿元，同比下降18.98%，主要系当期置换土地开发成本冲减其他应付款所致。随着公司未分配利润的进一步积累，2018年末所有者权益上升至96.21亿元，公司产权比率为127.07%，所有者权益对债务覆盖程度仍较低。公司负债仍以非流动负债为主，截至2018年末，非流动负债占总负债的比重为82.10%。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	1,222,481.33	1,508,884.98
所有者权益	962,062.10	954,125.42
产权比率	127.07%	158.14%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2018年末，公司短期借款规模为0.36亿元，较上年降幅较大，主要系偿还银行借款所致。公司其他应付款主要是与政府部门之间的往来款，2018年鄂州市土地储备中心对公司储备土地进行置换，冲减上年末结余的其他应收款28.59亿元，截至2018年末，其他应付款余额为12.78亿元，同比下降60.75%。其中，应付鄂州市土地储备中心7.21亿元，占其他应付款总额的比重为69.85%，账龄集中于1年以内。截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债规模达7.34亿元，包括一年内到期的长期借款2.75亿元和应付债券4.60亿元。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券及专项应付款。截至2018年末，公司长期借款余额为76.28亿元，多为抵质押借款。截至2018年末，公司应付债券账面余额15.95亿元，其中“14鄂州城投债01”3.19亿元，“14鄂州城投债02”2.79亿元，“17鄂州管廊债”9.98亿元。公司专项应付款主要系政府拨付的棚改及市政项目专项建设资金，截至2018年末，专项应付款余额为8.12亿元，较上年末有所下降，主要系冲减棚改项目投资所致。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3,600.00	0.29%	13,000.00	0.86%

其他应付款	127,722.17	10.45%	325,418.14	21.57%
一年内到期的非流动负债	73,449.87	6.01%	0.00	0.00%
流动负债合计	218,855.39	17.90%	356,517.31	23.63%
长期借款	762,830.89	62.40%	796,283.53	52.77%
应付债券	159,543.72	13.05%	251,282.47	16.65%
专项应付款	81,180.03	6.64%	104,723.25	6.94%
非流动负债合计	1,003,625.94	82.10%	1,152,367.67	76.37%
负债总额	1,222,481.33	100.00%	1,508,884.98	100.00%
其中：有息债务	999,424.48	81.75%	1,346,438.13	89.23%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年随着应付债券及银行借款的陆续偿还，公司有息债务下降至99.94亿元，同比减少25.77%，但占负债总额比重仍较高。2019-2021年公司有息债务本金及利息计划分别偿付25.87亿元、17.51亿元和17.21亿元，偿债压力较大。

表 14 2019-2021 年公司有息债务本息偿还计划（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
本金	186,925.00	98,415.00	101,215.00
利息	71,753.15	76,706.49	70,868.00
合计	258,679.00	175,122.00	172,083.00

资料来源：公司提供

从公司偿债能力指标来看，2018 年公司债务总额整体有所下降，期末资产负债率为 55.96%，较上年末降低 5.3 个百分点。随着短期银行借款的偿付及政府间往来借款的冲减，流动负债大幅下滑，2018 年公司流动比率及速动比率分别提升至 8.72 和 2.37。公司流动资产中基础设施及棚改项目建设成本、土地资产占比较大，但集中变现难度大，对债务保障能力相对较弱。公司棚改项目尚需投资规模较大，未来对融资力度将会加大，进而可能提升负债水平。公司将基础设施及棚改项目支出利息成本予以资本化，2018 年随着资本化利息支出增加，EBITDA 利息保障倍数为下降至 0.29。整体来看，公司仍面临较大偿债压力。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	55.96%	61.26%
流动比率	8.72	4.80
速动比率	2.37	1.69
EBITDA（万元）	19,242.72	15,515.56

EBITDA 利息保障倍数	0.29	0.36
有息债务/EBITDA	51.94	86.78

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理。

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月24日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司对外担保金额合计22.22亿元，占2018年末净资产的比重为23.09%，被担保单位为国有事业单位或国有控股企业，但均未设置反担保措施，公司面临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	担保到期日	是否有反担保
鄂州市土地储备供应中心	67,050.00	2019 年 1 月	否
鄂州市土地储备供应中心	30,000.00	2020 年 2 月	否
鄂州市华容区新天地建设投资有限公司	50,000.00	2036 年 4 月	否
湖北鄂州鄂城区城市建设投资有限公司	45,000.00	2026 年 5 月	否
鄂州市水务集团有限公司	9,600.00	2025 年 1 月	否
湖北能源集团鄂东天然气有限公司	20,500.00	2022 年 7 月	否
合计	222,150.00	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2018年鄂州市经济保持快速增长，为公司的发展提供了良好的外部环境；公司在财政补助和棚改项目及基础设施建设专项资金方面仍获得一定程度的外部支持。

但同时中证鹏元关注到，随着公司土地开发及基础设施投融资建设职能的陆续剥离，公司未来经营范围及发展定位将发生变化，需持续关注该事项对公司营业收入及盈利水平带来的不确定性影响；公司总资产中存货占比较高，部分土地存在抵押受限情况；公司经

营活动现金持续净流出，在建及拟建棚改项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力；公司有息债务规模较大，EBITDA利息保障倍数较低，偿债压力仍较大；对外担保金额较大，存在一定或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持14鄂州城投债01和14鄂州城投债02信用等级均为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 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	127,883.59	270,089.27	269,695.97
其他应收款	382,336.50	303,745.15	126,330.59
存货	1,388,236.48	1,105,600.16	787,448.70
流动资产合计	1,907,966.86	1,709,716.23	1,194,330.94
可供出售金融资产	101,917.80	96,477.00	99,016.40
其他非流动资产	146,148.26	626,884.04	636,494.30
非流动资产合计	276,576.57	753,294.17	764,682.82
资产总计	2,184,543.43	2,463,010.40	1,959,013.76
短期借款	3,600.00	13,000.00	30,000.00
其他应付款	127,722.17	325,418.14	260,094.07
一年内到期的非流动负债	73,449.87	0.00	0.00
流动负债合计	218,855.39	356,517.31	317,842.21
长期借款	762,830.89	796,283.53	467,804.02
应付债券	159,543.72	251,282.47	197,282.28
专项应付款	81,180.03	104,723.25	29,573.25
非流动负债合计	1,003,625.94	1,152,367.67	709,745.11
负债总额	1,222,481.33	1,508,884.98	1,027,587.32
有息债务	999,424.48	1,346,438.13	912,225.43
所有者权益	962,062.10	954,125.42	931,426.44
营业收入	102,271.92	76,929.82	140,680.88
营业利润	16,530.96	13,713.69	13,379.98
营业外收入	150.54	240.14	1,052.91
净利润	16,162.72	13,575.94	14,221.40
经营活动产生的现金流量净额	-31,644.20	-323,781.36	-112,595.74
投资活动产生的现金流量净额	-2,135.37	-2,261.74	22,580.70
筹资活动产生的现金流量净额	-109,176.11	326,186.40	219,560.52
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	20.65%	20.90%	18.05%
收现比	1.19	0.72	1.11
产权比率	127.07%	158.14%	110.32%
资产负债率	55.96%	61.26%	52.45%
流动比率	8.72	4.80	3.76
速动比率	2.37	1.69	1.28
EBITDA（万元）	19,242.72	15,515.56	16,407.96

EBITDA 利息保障倍数	0.29	0.36	0.52
有息债务/EBITDA	51.94	86.78	55.60

资料来源：公司 2017、2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
鄂州市市政工程公司	10,000.00	100.00%	城市道路、桥梁、涵洞、下水道建筑；销售建筑材料；房屋出租。
鄂州市创新市政工程测绘有限公司	100.00	100.00%	工程测量、摄影测量与遥感的咨询服务等。
鄂州市建设投资公司	9,078.00	100.00%	引进投资项目，利用自有资金进行项目投资及参股等
鄂州市玉泉自来水有限责任公司	782.00	83.00%	自来水生产、供应等
鄂州市城市污水处理有限责任公司	2,626.00	99.01%	城市污水的归集等
鄂州市新航程基础设施建设有限公司	50,000.00	100.00%	市政工程、园林工程等
鄂州市民生房地产开发有限公司	2,000.00	100.00%	房地产开发、水电安装等
鄂州城发物业管理有限责任公司	300.00	100.00%	物业管理；市政基础设施建设

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 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他应付款中的有息债务

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。