

# 昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司 2019 年公开发行公司债券(保障性住房)(第一期)、2020 年公开发行公司债券(保障性住房)(第一期)跟踪评 级报告（2020）

---

项目负责人：周 飞 fzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：洪少育 shyhong@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020年06月19日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0894 号

## 昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“19 昆租 01”、“19 昆租 02”和“20 昆租 01”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十九日

**评级观点:**中诚信国际维持昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司(以下简称“昆明公租房”或“公司”)的主体信用等级为AA+,评级展望为稳定;维持“19昆租01”、“19昆租02”和“20昆租01”的债项信用等级为AA+。中诚信国际肯定了昆明市稳步增长的区域经济实力、公司区域地位重要及公租房运营业务持续向好等对公司整体信用水平起到的支撑作用。同时,中诚信国际关注到利润较为依赖公允价值变动损益、资产流动性不佳等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

昆明公租房(合并口径)	2017	2018	2019	2020.3
总资产(亿元)	353.60	413.20	464.00	466.51
所有者权益合计(亿元)	143.80	183.85	194.12	193.35
总负债(亿元)	209.80	229.35	269.88	273.16
总债务(亿元)	138.99	145.51	184.15	188.61
营业总收入(亿元)	3.17	3.57	4.61	1.20
经营性业务利润(亿元)	2.25	0.03	-3.01	-0.68
净利润(亿元)	15.21	16.38	10.28	-0.78
EBITDA(亿元)	23.29	29.02	26.54	--
经营活动净现金流(亿元)	11.28	0.09	3.01	0.30
收现比(X)	1.94	0.97	0.95	0.74
营业毛利率(%)	88.57	83.84	83.74	92.24
应收类款项/总资产(%)	1.34	1.74	2.54	2.57
资产负债率(%)	59.33	55.51	58.16	58.55
总资本化比率(%)	49.15	44.18	48.68	49.38
总债务/EBITDA(X)	5.97	5.01	6.94	--
EBITDA利息倍数(X)	2.31	3.30	2.10	--

注:1、中诚信国际根据2017年~2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表整理;2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制;3、公司未提供2020年一季度现金流量表补充资料,故相关指标失效;4、中诚信国际将各期长期应付款中的带息债务纳入长期债务计算;5、2017~2019年及2020年1~3月财务数据均为各期财务报告期末数。

### 正面

■ **稳步增长的区域经济实力。**昆明市作为云南省省会和我国面向东盟的门户城市,具有重要的区位优势 and 战略地位,在传统优势产业的带动下,昆明市经济实力不断增强,为公司提供了良好的发展环境。

### 同行业比较

同区域基础设施投融资企业2019年主要指标对比表

公司名称	总资产(亿元)	所有者权益(亿元)	资产负债率(%)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营活动净现金流(亿元)
昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司	464.00	194.12	58.16	4.61	10.28	3.01
昆明交通产业股份有限公司	783.67	354.68	54.74	81.27	10.58	25.14
昆明产业开发投资有限责任公司	837.61	347.94	58.46	57.41	3.36	16.61

资料来源:中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期
19昆租01	AA+	AA+	10.00	10.00	2019/09/10~2026/09/10
19昆租02	AA+	AA+	5.00	5.00	2019/09/10~2026/09/10
20昆租01	AA+	AA+	8.00	8.00	2020/04/08~2027/04/08

注:“19昆租01”、“20昆租01”附续期第3年末和第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权;“19昆租02”附续期第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

### ■ 公司是昆明市公租房建设及运营的唯一主体,区域地位重要。

作为昆明市唯一一家公共租赁住房的投融资主体,公司承担了昆明市主城区范围内公共租赁住房的开发、建设、营运管理等工作,具有重要的战略地位。

■ **公租房运营业务持续向好。**随着公司承建保障房项目的不断完工,公司可租赁面积持续增加,使得房屋租赁业务收入规模持续扩大。

### 关注

■ **利润较为依赖公允价值变动损益。**2019年,公司期间费用高企,经营性业务利润亏损,利润总额依赖所持有的房产公允价值评估增值,盈利质量不高。

■ **资产流动性不佳。**公司资产主要由非流动资产构成,存货中限价商品房目前尚未能实现销售。同时截至2020年3月末,公司受限资产占总资产的比重达67.87%,公司受限资产规模较大,一定程度上影响了公司资产的变现能力。

### 评级展望

中诚信国际认为,昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司在昆明市地位提升,获取股东及相关各方支持力度大幅增强;公司资本实力显著扩充,盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降,致使股东及相关各方支持意愿减弱;公司的财务指标出现明显恶化,流动性风险加重,再融资环境恶化等。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“19 昆租 01”、“19 昆租 02”和“20 昆租 01”共募集资金 23.00 亿元，其中 17 亿元拟用于纳入省级保障房计划的租赁住房项目建设/置换项目贷款；6 亿元用于补充公司日常生产经营所需流动资金或偿还有息债务。根据公司提供资料，截至 2020 年 4 月末，募集资金已全部使用 11.96 亿元用于纳入省级保障房计划的租赁住房项目建设/置换项目贷款，尚余 11.04 亿元未使用。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的

内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存

在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际认为**，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 区域环境

### 2019 年昆明市经济保持较快增长，土地市场向好，财政实力不断增强，但政府债务仍处于较高水平

**财政级次及特殊地位：**昆明市是云南省省会，下辖 7 个区、3 个县，代管 1 个县级市和 3 个自治县。昆明市地处云贵高原中部，是中国面向东盟的重要门户及国际旅游城市之一。昆明市区位独特，是泛珠三角区域经济合作圈、中国-东盟自由贸易区经济圈和大湄公河次区域经济合作圈的交汇点，随着昆明至曼谷国际公路、中越红河公路大桥、泛亚铁路、昆明国际空港等重大基础设施的规划建设，昆明市面向东南亚、南亚开放的“桥头堡”作用日益凸现。同时，在实施“一带一路”战略和长江经济带建设的推动下，昆明市经济发展面临较好的外部环境。

**经济发展水平：**昆明市经济稳定增长，经济结构不断优化，地区生产总值持续提升。2019 年，昆明市实现地区生产总值（GDP）6,475.88 亿元，按可比价计算，较 2018 年增长 6.5%。其中，第一产业增加值 270.29 亿元，增长 5.5%；第二产业增加

值 2,078.75 亿元，增长 4.6%；第三产业增加值 4,126.84 亿元，增长 7.7%。三次产业结构由上年 4.3:39.1:56.6 调整为 4.2:32.1:63.7。2019 年末昆明市常住人口 695 万人，全市人均生产总值 93,853 元，增长 5.2%。

**财政及债务水平：**2019 年昆明市财政实力稳步增强，税收收入占比维持较高水平，财政平衡率较好。昆明市 2019 年的一般公共预算收入为 630.0 亿元，较 2018 年决算数增长 5.8%，其中 2019 年税收收入占比为 80.83%。2019 年，昆明市财政平衡率为 76.75%，财政自给能力较强。昆明市土地市场行情持续向好，2019 年昆明市实现政府性基金预算收入 955.8 亿元，同比增长 35.5%，主要为国有土地使用权出让收入。2019 年末，昆明市政府债务余额为 2,059.86 亿元，债务规模仍处于较高水平。

**未来发展机遇：**昆明市确立了“加快建设立足西南、面向全国、辐射南亚东南亚的区域性国际中心城市”的奋斗目标，制定了《昆明市建设区域性国际中心城市实施纲要（2017—2030）》，明确着力打造区域性国际综合枢纽，加快建设区域性国际经济贸易中心、科技创新中心、金融服务中心、人文交流中心，全面提升“世界春城花都、历史文化名城、中国健康之城”三大城市品牌的工作思路，全力推动区域性国际城市建设，未来昆明市将保持较强的经济活力。

## 近期关注

### 基建补短板稳投资稳增长，规范投资持续化解债务风险

**基建补短板，强化地方债对基建稳投资、稳增长的支持：**监管允许将专项债券资金作为符合条件的重大项目资本金，鼓励金融机构依法合规提供配套融资，保障重大项目资金来源。同时，国家继续规范、促进地方债市场化发行，颁布政策引导各地围绕重点领域精准投放，地方专项债在基建补短板、稳投资方面或发挥更大作用。此外，受疫情短期冲击经济，后续专项债或将进一步扩容提效，从而拉

动基建投资。

### 规范政府投资，持续防范、化解地方政府债务

**风险：**2019年5月，国内首部政府投资管理行政法规暨投资建设领域基本法规发布。2019年上半年，监管发布多项举措，遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，并且发文强调融资平台流动性风险，禁止为融资平台发行外债提供担保，积极推进收费公路债务置换，鼓励国家级开发区IPO。

**展望：**一方面，地方债仍将持续助力积极财政政策，预期地方债投资者主体将进一步多元化；地方债发行、交易将继续更加市场化、规范化。另一方面，三大攻坚战依然是工作重点。国家将继续坚决遏制地方政府新增隐性债务，积极推动多渠道置换隐性债务；脱贫攻坚、生态环保、社会民生等重点领域补短板政策力度可能更大，以释放红利，提振信心，保持经济运行在合理区间。

### 2019年公司仍为昆明市公租房建设及运营的唯一主体，保障性租赁住房项目稳步推进，公司无新增及拟建保障性住房项目，业务持续性尚需关注

2019年公司仍为昆明市公租房的建设主体，代昆明市政府进行相关项目的开发建设及运营管理，

通过保障性住房建设获取建设运营管理费。

**业务模式：**2019年公司保障性住房项目建设模式未发生变化，公司根据政府下达的保障房项目建设任务开展前期要件的准备、审批工作，并通过协议出让或“招拍挂”等方式取得项目建设用地；然后，采用公开招投标方式确定承建商，由承建方全面负责项目建设；待项目完工落成之后，公司对其进行验收，合格后支付承建商合同尾款，由公司负责项目的后续运营管理。上述开发期间，项目产权始终归公司所有。以此模式开发建设的保障性住房项目，除项目建成后的运营收入外，根据昆明市人民政府下发的相关文件，项目开发期间公司还可按照实际完成年度投资额的1.5%或3%提取运营管理费。

**业务稳定性：**从承建的情况来看，保障性住房项目建设受到政府及相关规划影响较大。2019年公司无新增保障性住房项目，截至2020年3月末，公司自行建设项目13个，其中已完工的公共租赁住房项目9个，已完工项目投资总额151.05亿元，总建筑面积295.42万平方米，租赁用房建筑面积168.86万平方米，合计建成租赁用房30,398套，累计确认运营管理收入为2.75亿元，均实现回款。

表1：截至2020年3月末公司已完工的保障性住房建设项目情况（单位：万平方米、亿元、套）

项目名称	总建筑面积	租赁用房建筑面积	投资总额	建设周期	确认运营管理收入	运营收入回款	房屋套数
2011年老海埂路项目（泽惠园）	30.00	16.52	14.30	2011~2014	0.21	0.21	3,442
2011年方旺项目（盛惠园）	74.30	44.29	33.25	2011~2016	0.49	0.49	8,773
2011年陈家营项目（普惠园）	68.93	40.57	32.87	2011~2016	0.48	0.48	8,110
2012年大漾田项目（吉惠园）	25.35	16.13	11.44	2012~2016	0.17	0.17	3,005
2012年五腊项目（铭惠园）	8.20	3.06	3.76	2012~2018	0.06	0.06	606
2013年青龙项目（青惠园）	42.68	25.73	27.24	2014~2018	0.64	0.64	3,496
2013年银河项目（雅惠园）	14.68	7.02	9.83	2013~2018	0.27	0.27	788
2013年子君村项目（子君惠园）	8.24	5.07	4.49	2013~2018	0.14	0.14	576
2013年羊肠项目（泓清惠园）	23.04	10.47	13.87	2014~2019	0.29	0.29	1,602
<b>合计</b>	<b>295.42</b>	<b>168.86</b>	<b>151.05</b>	-	<b>2.75</b>	<b>2.75</b>	<b>30,398</b>

注：2013年青龙项目、2013年银河项目、2013年子君村项目和2013年羊肠项目采用BT模式建设，上述项目的已投资为预估投资额；租赁用房建筑面积为租赁住房面积。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**业务可持续性：**截至2020年3月末，公司在

建的自建项目有4个，分别为2011年大波村项目、

2012 年和谐家园项目、2012 年空港生活区项目和 2013 年渔村项目,在建项目预计总投资 78.78 亿元,已完成投资 62.77 亿元,上述项目合计确认运营管理收入 2.98 亿元,全部实现回款。2013 年以来公司

无新增保障房建设项目,公司保障性住房项目建设周期较长且陆续进入完工期,未来业务持续性值得关注。

**表 2: 截至 2020 年 3 月末公司在建的保障性住房项目情况 (单位: 万平方米、亿元)**

项目名称	建设周期	总建筑面积	租赁用房建筑面积	计划投资总额	已投资	确认运营管理收入	运管收入回款	房屋配套情况(套)
2011 年大波村项目(颐惠园)	2011~2019	69.74	40.77	34.03	39.48	0.62	0.62	8,000
2012 年和谐家园项目(和谐家园项目)	2012~2020	2.62	2.56	1.41	0.98	0.02	0.02	504
2012 年空港生活区项目(祥惠园)	2012~2020	45.32	26.69	25.10	12.65	2.02	2.02	5,001
2013 年渔村项目(渔村项目)	2017~2020	27.08	14.06	18.24	9.66	0.32	0.32	1,610
<b>合计</b>	-	<b>144.76</b>	<b>84.08</b>	<b>78.78</b>	<b>62.77</b>	<b>2.98</b>	<b>2.98</b>	<b>15,115</b>

注: 2013 年羊肠项目、2013 年渔村项目采用 BT 模式建设,上述项目的已投资为预估投资额。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

**未来投资支出:** 根据公司的投资计划, 2020 年 4~12 月、2021 年和 2022 年保障性住房项目未来投资支出分别为 9.64 亿元、5.34 亿元和 1.49 亿元, 2020 年仍具有一定的资金投入需求。

### 2019 年公司公租房运营收入稳步增长, 在建保障房项目建成投运将充实公司租赁物业, 公租房运营收入未来或延续增长态势

2019 年, 公司仍作为昆明市公租房唯一的运营主体, 负责对公司名下的公共租赁住房(含公租房及限价商品房等)及其配套商业地产的租售业务。随着公司的租赁用房投入使用, 可租赁面积有所增加, 使得公司的租赁收入持续增加。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月, 公司的租赁收入分别为 2.33 亿元、3.04 亿元、3.80 亿元和 1.06 亿元。

2019 年运营模式未发生变化, 昆明市公租房纳入昆明市住建局系统统一管理, 在具体操作过程中, 由昆明市住建局住房管理中心根据条件筛选租住人群及分配房屋, 由公司与租住人员签订合同并安排租户入住, 合同期限由双方约定, 一般为 3 年, 租期到期后若申请人仍然符合公租房申请条件, 审核后获得租赁资格可继续续租。租金可按月度、季度或年度收取。同时, 该业务实行“收支两条线”管理, 其收取的租金收入需首先上缴昆明市财政局

后, 再由市财政局全额返还至公司。

**表 3: 近年来公司保障性租赁住房情况**

项目	2017	2018	2019	2020.3
可租赁面积(万平方米)	229.93	231.24	231.24	231.24
平均租金(元/月/平米)	13	13	13	13
出租率(%)	93.0	81.0	87.9	86.6
租金总现金流收入(亿元)	2.17	2.73	3.29	0.79
租金收缴率(%)	98	96	95	95

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

租赁资产方面, 公司的租赁资产主要通过自建和外购方式取得, 2019 年公司无新增租赁住房, 可供租赁面积和上年持平, 公司在建保障性住房项目完工投运, 未来或将充实公司租赁物业; 2019 年及 2020 年 3 月末, 保障性租赁住房出租率较 2018 年有所上升, 主要系 2018 年投运项目实现分配出租。租金定价方面, 由于公司对外出租的公租房涉及民生, 其出租单价受到相关政府部门的严格要求, 2019 年公司公租房定价模式未发生变化, 平均租金较上期持平。

此外, 保障性住房项目配套商业的租售业务亦由公司负责运营。根据昆明市政府发出的云政发[2011]39 号文规定, 集中建设的保障性租赁住房项目, 按总建筑面积 15% 左右的比例配套建设商业服务设施。目前, 公司持有的保障性住房项目的配套

商业（不含车位）均由子公司昆明市惠铭资产管理有限公司负责运营，而车位部分由子公司昆明市惠泽物业服务服务有限公司负责运营，公司计划未来通过出售、出租或二者结合的方式回笼资金。截至 2020 年 3 月末，公司对持有的相关项目仅采用对外出租的方式运营，尚无对外出售情况。

随着完工运营项目不断增加，2019 年，商业配套及车位的对外出租面积及出租收入亦有所上升。截至 2020 年 3 月末，公司通过自建或收购的方式

取得的保障性住房项目中，可出租商业物业（除车位）面积共计 50.35 万平方米，出租率约 65%；同期，车位达到可对外出租条件的项目为 10 个，可租车位 20,740 个，其中已出租车位 13,933 个，2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司分别实现商业配套（含车位）租金收入 2,168.19 万元、2,716.32 万元、3,620.23 亿元和 1,408.07 万元，为公司提供了一定的收入补充。

**表 4：近年来公司商业配套项目经营情况**

项目	2017	2018	2019	2020.3	
商业配套（除车位外）	可租面积（万平方米）	39.42	40.09	50.35	50.35
	出租率（%）	41	53	65	65
	租金收入（万元）	1,682.47	1,311.65	1,800.89	712.76
车位	可租项目数（个）	2	5	8	10
	可租车位（个）	6,209	13,139	17,133	20,740
	已租车位（个）	2,798	8,782	10,030	13,933
	租金收入（万元）	485.72	1,404.67	1,819.34	695.31
<b>租金收入合计</b>	<b>2,168.19</b>	<b>2,716.32</b>	<b>3,620.23</b>	<b>1,408.07</b>	

注：商业配套除车位外包括地上商业及办公、酒店、地下商业、物业用房、幼儿园、小学等。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

### 2019 年公司未实现限价商品房销售，未来销售进度及资金回流情况尚需关注

公司的保障性住房建设包括公共租赁住房 and 限价商品房，根据公司业务安排，公共租赁住房以租赁为主，限价商品房在满足一定政策的前提下，可以进行销售。

业务模式上，公司通过采用建设-移交（BT）模式，通过公开招标方式选定云南工程建设总承包公

司进行建设，建成后由公司负责回购，限价商品房的销售则需获得政府相关部门审批后，按照相关政策对符合条件的住户进行销售。截至 2020 年 3 月末，公司已完工项目主要为 2013 年青龙项目、2013 年子君村项目、2013 年银河项目和 2013 年羊肠项目，分别建成限价商品房 2,376 套、576 套、788 套和 810 套，2019 年公司限价商品尚处于销售申报审批阶段，尚未进行销售。

**表 5：截至 2020 年 3 月末公司已完工和在建限价商品房项目情况**

项目名称	建设内容	项目类型	项目状态
2013 年青龙项目	公租房 1,120 套，限价商品房 2,376 套，配套建设商业设施及公共服务设施 41,837.56 m <sup>2</sup>	公租房+限价商品房	已完工
2013 年子君村项目	限价商品房 576 套，配套建设商业设施及公共服务设施 7,508.25 m <sup>2</sup>	限价商品房	已完工
2013 年银河项目	限价商品房 788 套，配套建设商业设施及公共服务设施 27,731.98 m <sup>2</sup>	限价商品房	已完工
2013 年羊肠项目	公租房 810 套，限价商品房 792 套，配套建设商业设施及公共服务设施 49,401.44 m <sup>2</sup>	公租房+限价商品房	已完工
2013 年渔村项目	限价商品房 1,610 套，配套建设商业设施及公共服务设施 52,933.31 m <sup>2</sup>	限价商品房	在建

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

**中诚信国际认为**，公司完工和在建的限价商品

房项目规模较大，如能实现销售，预计将较大缓解

公司的资金压力，但销售方面受政策影响较大，中诚信国际对公司限价商品房未来销售进度及资金回流情况保持关注。

### 2019 年公司市场化租赁住房运营业务仍处于建设阶段，未来仍具有一定投资压力，且资金平衡情况存在一定的不确定性

2016 年，经昆明市人民政府办公厅同意，公司将昆明市国资委向公司注入部分经济适用住房用于开展市场化租赁，由子公司昆明市惠铭资产管理有限公司负责运营管理。

业务模式上，公司利用政府划拨房屋进行市场化租赁，同时，公司亦开始自建市场化租赁项目，公司负责融资建设租赁住房，项目建成后，由公司负责按照房屋租赁市场情况进行市场化租赁。

2018 年 4 月 16 日，公司发布租赁住房业务品牌“惠悦家”，旗下有“惠客”、“惠寓”、“惠禧”三个子品牌。其中，“惠客”主要面向城市中等收入人群，产品更贴近于创业就业的大学生、青年白领等有住房刚需的用户；“惠寓”则面向中等偏上收入人群，

主要服务市级重点项目人才引进以及在昆商旅人士的长、短租服务；而“惠禧”主要定位在服务城市精英阶层，如面向总部基地以及在昆投资、设点的企业高管等住房需求。截至 2020 年 3 月末，惠悦家公寓 13 个项目共计 1,936 套房源，出租套数为 1,839 套，出租率约为 95%，2019 年及 2020 年 1~3 月实现租金收入分别为 1,524.62 万元和 1,147.73 万元。

2018 年 9 月，根据《云南省住房和城乡建设厅关于将昆明市公租房列为住房租赁试点企业的批复》，昆明市将公司列为住房租赁试点企业，大力发展昆明市住房租赁市场，据此，公司开始自建自营市场化租赁项目。截至 2020 年 3 月末，公司的市场化租赁住房自营项目包括 2018 年虹桥项目、2018 年东白沙河项目和 2019 年北部山水新城（24 号地块），总建筑面积为 45.26 万平方米，租赁用房建筑面积 26.49 万平方米，能够为公司未来租赁业务收入的增长提供一定支撑。上述项目计划总投资 37.08 亿元，已完成投资额 8.97 亿元，未来具有较大的投资压力。

表 6：截至 2020 年 3 月末公司在建市场化租赁住房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建设周期	总建筑面积	租赁用房 建筑面积	计划总投资	已投资	未来计划投资	
						2020 年 4~12 月	2021 年
2018 年虹桥项目	2020~2023	12.22	7.02	8.44	2.13	0.05	1.96
2018 年东白沙河项目	2020~2022	3.25	1.92	3.36	1.84	1.16	1.51
2019 年北部山水新城（24 号地块）	2020~2023	29.79	17.55	25.28	5.00	0.05	4.08
<b>合计</b>	-	<b>45.26</b>	<b>26.49</b>	<b>37.08</b>	<b>8.97</b>	<b>1.26</b>	<b>7.55</b>

注：计划投资总额来源于《项目可行性研究报告的批复》，已完成投资来源于公司财务报表。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年北部山水新城（24 号地块）项目位于盘龙区龙泉街道办，规划总用地面积约 56.1 亩，地上总建筑面积 21.90 万平方米，包括独栋商业建筑面积 14.50 万平方米，写字楼建筑面积 2.90 万平方米，租赁型居住用房建筑面积 17.55 万平方米；地下总建筑面积 7.89 万平方米，共设置 1,753 个车位。项目建设期 3 年，运营期 30 年，项目总投资 25.28 亿元，项目资本金 20%，剩余资金主要依靠外部融资，公司预计通过项目出租实现资金平衡。中诚信国际对该项目建设进度及未来资金平衡情况保持关注。

此外，公司 2019 年同时获取昆明市北部山水新区商业及配套设施项目（KCPL2012-23 号地块），项目规划总用地面积为 22,146.98 平方米（约 33 亩），项目总建筑面积 184,240.73 平方米，项目总投资 17.07 亿元，资本金比例为 30%，截至 2020 年 3 月末该项目已投资 3.15 亿元，运营模式暂拟采用酒店自持运营、商业对外出租、办公对外出售回笼资金。

中诚信国际认为，公司自建自营市场化租赁项目尚处于建设阶段，未来项目陆续投运可为公司提

供一定的租赁物业，但项目未来尚需投资规模较大且采用市场化的运营方式，公司融资及项目运营资金回流能力值得关注。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2019年审计报告和公司提供未经审计的2020年一季度财务报告。公司各期财务报表均按新会计准则编制。2017~2019年及2020年1~3月财务数据均为财务报告期末数。

### 2019年公司营业收入稳步增长，但期间费用高企，利润总额对政府补助及非经常性损益依赖大，盈利质量偏弱

**营业收入及毛利率：**2019年，公司房屋租赁收入稳步增长，公司营业收入同比增长29.13%，毛利率同比持平且仍处于较高水平。公司2018年投入运营的公租房及配套商业稳定运营，房屋租赁业务收入同比保持较快增长。公司计提的建设管理费规模受各年投资规模的变动呈现波动，2019年受项目投入减少影响同比小幅下降。同时，伴随项目逐步完工投入运营，相应的物业管理和车位租赁业务对营业收入逐渐起到有益补充。

表7：公司主要板块收入及毛利率（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
房屋租赁	2.33	3.04	3.80	1.06
建设管理费	0.60	0.30	0.28	0.02
其他业务	0.24	0.23	0.53	0.12
<b>合计</b>	<b>3.17</b>	<b>3.57</b>	<b>4.61</b>	<b>1.20</b>
占比	2017	2018	2019	2020.1~3
房屋租赁	92.49	88.44	88.51	90.58
建设管理费	100.00	100.00	100.00	100.00
其他业务	20.56	2.97	41.11	90.64
<b>综合</b>	<b>88.57</b>	<b>83.84</b>	<b>83.74</b>	<b>92.24</b>

注：其他业务收入主要包括利息收入、物业管理收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**期间费用：**公司期间费用主要为管理费用和财务费用，受债务规模快速增长影响，2019年公司财务费用大幅增至9.70亿元，公司期间费用率升至高水平，对公司盈利侵蚀严重。

**利润总额：**受期间费用侵蚀等影响，2019年公司利润总额同比下降27.69%。2019年公司经营性业务存在亏损，利润总额对非经常性损益依赖较重。政府补助方面，2019年公司确认政府补助3.18亿元，同比持平；同期，公司公允价值变动收益20.18亿元，主要来自公司持有经营的盛惠园、普惠园等租赁物业的评估增值。

**收现比：**2019年，公司收现比为0.95倍，表现尚可但同比有弱化趋势。

表8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	3.49	6.04	9.95	2.62
期间费用率(%)	109.94	169.25	215.66	219.21
经营性业务利润	2.25	0.03	-3.01	-0.68
其他收益	3.00	3.17	3.19	0.85
公允价值变动收益	18.05	22.96	20.18	--
利润总额	19.99	23.08	16.69	-0.81
总资产收益率(%)	7.02	7.56	6.04	-0.70
收现比(X)	1.94	0.97	0.95	0.74

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2019年，项目建设推进叠加资产评估增值使得公司资产及所有者权益规模继续增加，但资产流动性不佳，债务规模上升使得总资本化比率呈现上升态势

**总资产：**受公司保障性住房项目的持续投入、持有房产的评估增值等影响，2019年公司总资产规模保持较快增长。截至2019年末，公司总资产仍以非流动资产为主，但其占比有小幅下降。具体来看，2019年公司投资性房地产同比增加27.90亿元，主要系泓清惠园完工转入6.85亿元及自持租赁物业评估增值20.36亿元所致；同时公司存货同比增加10.11亿元，主要系公司限价商品房建设投入及完工转入所致。

**所有者权益：**2019年，公司所有者权益小幅增长，主要系未分配利润的累积所致。公司未分配利润中投资性房地产评估增值占比较高，需关注其波动对公司权益的影响。同期末公司实收资本和资本公积同比持平。

**资本结构：**因保障性住房建设、自营市场化租赁项目等建设产生一定资金需求，2019年末公司债

务融资规模呈现上升态势，推升总资本化比率同比增加 4.50 个百分点，同时受未来项目建设投入或存上升压力。短期债务/总债务整体处于较低水平，与公司项目建设资金占用周期偏长的业务特征相符。

**资产质量：**公司租赁物业运营收入较为稳定，保证了一定的资产收益性。但公司资产主要由长期资产构成，且存货中限价商品房目前尚未能实现销售，资产流动性偏弱。

**表 9：公司主要资产构成及资产质量相关指标（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
<b>总资产</b>	<b>353.60</b>	<b>413.20</b>	<b>464.00</b>	<b>466.51</b>
存货	0.14	29.20	39.31	39.31
货币资金	23.72	23.23	24.18	23.10
其他应收款	3.21	5.62	10.25	10.51
投资性房地产	172.80	236.63	264.53	264.53
在建工程	51.96	38.89	41.39	44.25
其他非流动资产	99.60	77.00	81.48	81.87
<b>所有者权益</b>	<b>143.80</b>	<b>183.85</b>	<b>194.12</b>	<b>193.35</b>
实收资本	18.04	18.04	18.04	18.04
资本公积	90.69	114.36	114.36	114.36
未分配利润	31.52	46.25	55.50	54.72
<b>应收类款项/总资产</b>	<b>1.34</b>	<b>1.74</b>	<b>2.54</b>	<b>2.57</b>
<b>短期债务/总债务</b>	<b>0.11</b>	<b>0.11</b>	<b>0.11</b>	<b>0.10</b>
<b>资产负债率</b>	<b>59.33</b>	<b>55.51</b>	<b>58.16</b>	<b>58.55</b>
<b>总资本化比率</b>	<b>49.15</b>	<b>44.18</b>	<b>48.68</b>	<b>49.38</b>
<b>总资产</b>	<b>353.60</b>	<b>413.20</b>	<b>464.00</b>	<b>466.51</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2019 年以来，公司债务规模及杠杆水平上升较快，随着后续项目持续投入，公司债务规模及总资本化比率存在进一步攀升的压力。同时，公司投资性房地产规模很大，需关注房地产市场环境变化造成的评估价值波动。

### 2019 年公司经营活动净现金流偿债指标仍然较弱，但货币资金对短期债务具有一定覆盖能力

**现金流：**2019 年公司经营活动净现金流保持小幅净流入，2019 年公司其他与经营活动有关的现金流入流出量规模较大，主要系往来款收支。近年来投资活动现金流持续净流出，2019 年构建长期资产的投资规模增长导致当年净流出缺口扩大，公司资金平衡较为依赖对外债务融资，2019 年公司取得借款收到的现金为 60.04 亿元，延续增长趋势。

**偿债指标：**公司经营活动获现能力偏弱，加之债务规模快速增长，2019 年经营活动净现金流难以有效覆盖各期债务本息。EBITDA 对债务本息覆盖倍数有所下降但整体维持较高水平，但考虑到公司的公允价值变动损益主要为房产评估增值，并无实际现金流入，剔除该因素影响，2019 年总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息覆盖倍数分别为 29.66 倍和 0.50 倍，覆盖能力较弱。

**货币资金/短期债务：**近年来货币资金对短期债务覆盖能力有所弱化，但货币资金/短期债务均在 1 倍以上，货币资金对短期债务具有一定覆盖能力。

**表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动产生现金净流量	11.28	0.09	3.01	0.30
投资活动产生现金净流量	-14.23	-20.87	-28.05	-2.39
筹资活动产生现金净流量	5.30	20.28	25.99	1.00
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.12	0.01	0.24	--
EBITDA	23.29	29.02	26.54	--
总债务/EBITDA	5.97	5.01	6.94	--
EBITDA 利息覆盖倍数	2.31	3.30	2.10	--
货币资金/短期债务	1.52	1.45	1.14	1.22

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从到期债务分布来看，未来三年需偿还债务规模呈逐年增加趋势但整体较为平稳，公司主要利用政府补助资金、经营活动现金流入及外部融资方式进行债务偿还，中诚信国际将持续关注公司偿债资金安排和到账情况。

**表 11：截至 2020 年 3 月末，公司到期债务情况（亿元）**

到期年份	2020.4-12	2021	2022	2023	2024 年及以后
到期金额	18.75	29.73	33.45	20.87	85.81

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务弹性方面，截至 2020 年 3 月末，公司获得国家开发银行、建设银行、中信银行、浦发银行、光大银行、富滇银行等金融机构的授信额度总额为 327.56 亿元，其中未使用额度为 131.89 亿元，具备一定备用流动性。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计 316.60 亿元，占总资产的比重为 67.87%。受限资产主要系公司以公租房项目（涉及

房屋、土地使用权、在建工程及建成后地上建筑物)与直管公房等资产进行了抵押融资。总的来看,公司受限资产规模较大,占总资产比例较高,一定程度上影响了公司资产的变现能力。

对外担保方面,截至2020年3月末,公司对外担保余额为6.80亿元,占净资产的3.52%,系对昆明市国有企业的担保,代偿风险可控。

**表 12: 截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况 (亿元)**

被担保人	担保余额	担保期间
昆明滇池投资有限责任公司	5.00	2019/6/14~2020/6/14
昆明新融投资有限责任公司	1.80	2019/11/19~2022/8/30
<b>合计</b>	<b>6.80</b>	--

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

**过往债务履约情况:**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料,截至2020年5月14日,公司信用记录良好,无逾期未偿还或逾期偿还借款本金和利息等信贷违约记录。根据公开资料显示,截至报告出具日,公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**2019年,昆明市经济财政实力持续向好,公司在昆明市的区域职能及业务定位继续保持,潜在外部支持未有明显变化**

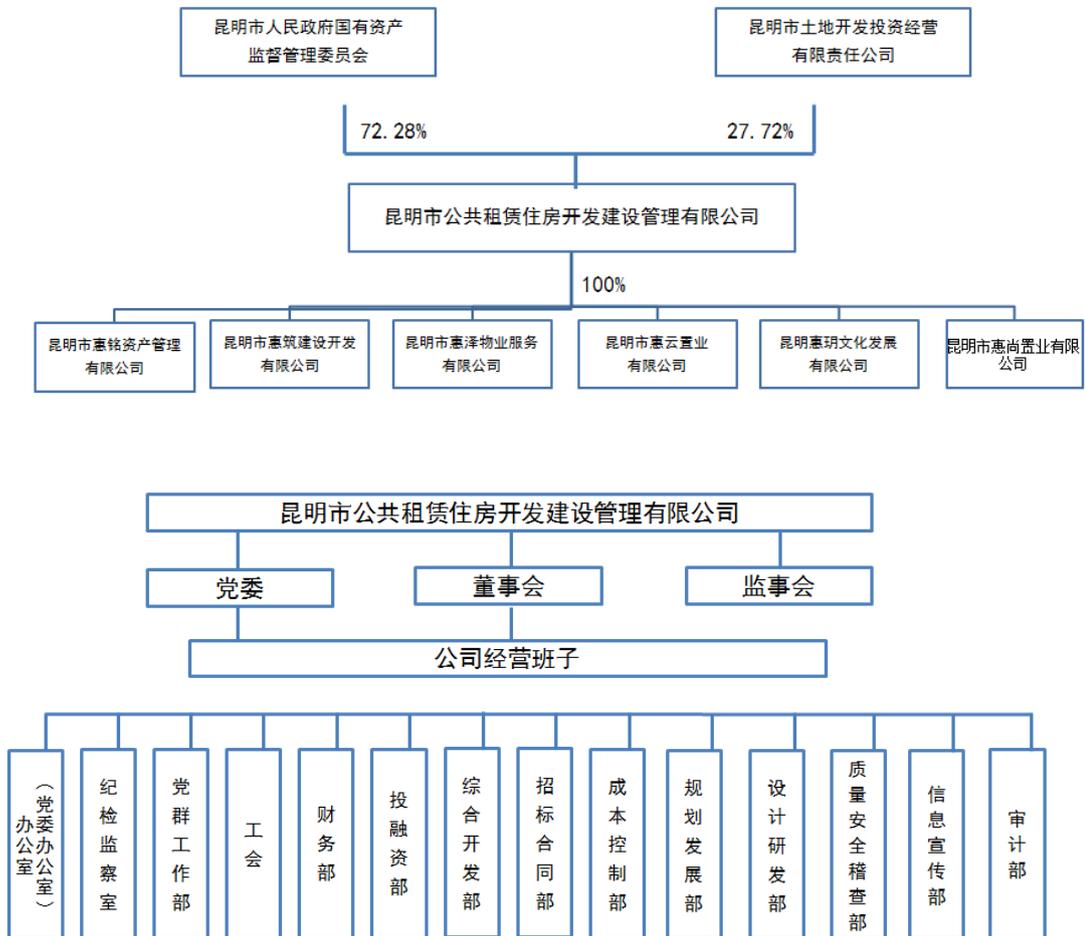
昆明市经济实力不断增强,具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。公司是昆明市公租房建设运营的唯一主体,2019年公司继续推进昆明市保障性租赁住房的建设及运营工作,区域地位重要。昆明市政府继续给予公司开展业务的支持政策及政府补助。未来随着昆明限价商品房市场的有序开放,公司限价商品房销售将较好地缓解公司资金压力。

## 评级结论

综上所述,中诚信国际维持昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司的主体信用等级为**AA+**,评级展望为稳定;维持“19昆租01”、“19昆租02”

和“20昆租01”的债项信用等级为**AA+**。

## 附一：昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	237,196.32	232,313.99	241,825.65	230,964.99
应收账款	11,682.12	11,682.12	11,682.12	11,682.12
其他应收款	32,118.58	56,242.47	102,536.66	105,100.27
存货	1,369.71	292,013.55	393,126.76	393,128.30
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	519,553.76	388,926.97	413,869.13	442,474.95
无形资产	219.39	217.44	186.87	163.52
总资产	3,535,988.54	4,131,998.06	4,639,992.72	4,665,098.44
其他应付款	49,937.89	68,683.34	93,079.90	90,907.53
短期债务	155,548.28	160,756.15	211,388.13	188,825.19
长期债务	1,234,366.70	1,294,312.17	1,630,129.31	1,697,233.52
总债务	1,389,914.98	1,455,068.32	1,841,517.44	1,886,058.71
总负债	2,098,032.95	2,293,512.07	2,698,751.33	2,731,622.57
费用化利息支出	32,871.62	59,214.55	98,264.21	--
资本化利息支出	67,956.95	28,773.06	28,159.77	--
实收资本	180,360.11	180,360.11	180,360.11	180,360.11
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,437,955.59	1,838,486.00	1,941,241.39	1,933,475.87
营业总收入	31,747.80	35,689.06	46,123.36	11,963.53
经营性业务利润	22,466.33	277.83	-30,146.44	-6,808.09
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	152,132.72	163,756.29	102,755.39	-7,765.52
EBIT	232,753.73	289,974.74	265,121.72	--
EBITDA	232,930.72	290,188.60	265,386.24	--
销售商品、提供劳务收到的现金	61,480.40	34,529.48	44,006.25	8,842.26
收到其他与经营活动有关的现金	127,765.30	38,976.13	186,452.04	30,339.68
购买商品、接受劳务支付的现金	4,421.32	2,468.48	17,166.64	988.00
支付其他与经营活动有关的现金	64,014.14	64,297.26	173,513.09	32,580.24
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	154,287.92	208,653.61	280,496.00	23,896.14
经营活动产生现金净流量	112,818.70	925.09	30,135.25	3,002.31
投资活动产生现金净流量	-142,287.92	-208,653.61	-280,496.00	-23,896.14
筹资活动产生现金净流量	52,996.76	202,846.19	259,872.43	10,033.17
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	88.57	83.84	83.74	92.24
期间费用率(%)	109.94	169.25	215.66	219.21
应收类款项/总资产(%)	1.34	1.74	2.54	2.57
收现比(X)	1.94	0.97	0.95	0.74
总资产收益率(%)	7.02	7.56	6.04	--
资产负债率(%)	59.33	55.51	58.16	58.55
总资本化比率(%)	49.15	44.18	48.68	49.38
短期债务/总债务(X)	0.11	0.11	0.11	0.10
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.02	--
FFO 利息倍数(X)	0.27	0.32	0.28	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.12	0.01	0.24	--
总债务/EBITDA(X)	5.97	5.01	6.94	--
EBITDA/短期债务(X)	1.50	1.81	1.26	--
货币资金/短期债务(X)	1.52	1.45	1.14	1.22
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.31	3.30	2.10	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、2020年一季度财务报表未经审计，且公司未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；3、中诚信国际将各期长期应付款中的带息债务纳入长期债务计算；4、2017~2019年及2020年1~3月财务数据均为各期财务报告期末数。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。