

2019 年伊川财源实业投资有限责任公司
公司债券 2020 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員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：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【476】号 01

债券简称：19 伊川债/19
伊川财源债

增信方式：保证担保

担保主体：中原再担保
集团股份有限公司

债券剩余规模：7 亿元

债券到期日期：2026 年
6 月 12 日

债券偿还方式：按年付
息，同时设置本金提前
偿还条款，在存续期的
第 3 年至第 7 年末分别
按债券发行总额的 20%
的比例偿还债券本金

分析师

姓名：
刘玮 万蕾

电话：
010-66216006

邮箱：
liuw@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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

2019 年伊川财源实业投资有限责任公司公司债券 2020 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	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 28 日	2019 年 5 月 5 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”）对伊川财源实业投资有限责任公司（以下简称“伊川财源”或“公司”）及其 2019 年 6 月 12 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，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：公司工程代建业务持续性较好，获得的外部支持力度仍较大，并且中原再担保集团股份有限公司¹（以下简称“中原再担保”或“担保方”）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；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，存在一定的资金压力，公司有息债务继续增长，短期偿债压力较重，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司工程代建业务持续性较好。近年公司营业收入主要来源于工程代建业务，2019 年末公司主要在建的代建项目计划总投资 30.41 亿元，已投资 27.42 亿元，且代建项目均已签订代建协议，该业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2019 年伊川县财政局向公司拨付 1.35 亿元政府补助资金，提升了公司的利润水平。
- 中原再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。中原再担保资本实力强，经营基础好，经中证鹏元评定其主体长期信

2019 年 9 月 18 日公司名称由河南省中小企业担保集团股份有限公司变更为中原再担保集团股份有限公司

用等级为 AAA，由其为本期债券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：

- **公司资产流动性较弱。**2019 年末，公司资产主要由存货和应收款项构成，占总资产的比重分别为 32.43%和 19.65%，存货主要为土地资产和在建项目，即时变现能力不强，且部分资产使用受限，应收款项对公司资金形成一定占用，且部分应收款项已全额计提坏账准备，公司资产流动性较弱。
- **公司存在一定的资金压力。**截至 2019 年末，公司主要在建工程代建项目尚需投资 2.99 亿元，拟建项目计划总投资 6.53 亿元，存在一定的资金压力。
- **公司有息债务继续增长，短期偿债压力较重。**2019 年末公司有息债务余额为 49.54 亿元，占负债总额的 89.57%，同比增长 20.73%，偿债压力继续加大；2019 年公司现金短期债务比为 0.25，短期偿债压力较重。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 10.27 亿元，占期末净资产的比重为 10.25%，被担保方均为伊川县当地的国有企业和事业单位，考虑到均无反担保措施，公司仍存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,555,088.13	1,466,976.86	1,405,959.58
所有者权益	1,001,993.00	969,874.61	947,658.47
有息债务	495,418.00	410,352.17	383,840.00
资产负债率	35.57%	33.89%	32.60%
现金短期债务比	0.25	0.12	0.27
营业收入	95,616.48	87,275.41	82,917.37
营业外收入	16,710.83	18,992.89	5,364.67
利润总额	23,007.25	22,556.35	21,538.22
综合毛利率	19.52%	17.34%	19.83%
EBITDA	63,706.17	52,575.97	43,912.72
EBITDA 利息保障倍数	1.79	1.95	1.73
经营活动现金流净额	8,581.46	-9,738.35	-195,148.18
收现比	1.10	1.51	0.92

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	958,490.17	861,168.69	756,834.78
所有者权益	878,854.96	783,660.81	678,377.31
在保责任余额	-	3,387,191	2,878,789
拨备覆盖率	-	31.70%	35.45%
融资担保放大倍数	-	7.00	7.60
当期担保代偿率	-	1.58%	1.02%

资料来源：中原再担保 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年6月12日发行7年期7亿元公司债券，募集资金计划用于伊川滨河新区智能装备制造产业园项目及补充营运资金。根据公司提供的说明，截至2019年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为576.75万元。

二、发行主体概况

2019年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2019年末，公司注册资本、实收资本均为50,000万元，控股股东和实际控制人均为伊川县国有资产管理中心。

2019年8月，根据伊川县国有资产监督管理委员会伊国资【2019】7号文件，公司董事成员因工作调动，原董事李蓉莉、李宏峰退出，新增王献莉、于延坤，调整后董事会成员为：李光合、张雄、冯菲菲、于延坤、韩团结、冯永利、王献莉7人。

2019年公司收购洛阳市坤泰建筑安装工程有限公司以及洛阳芯源半导体有限公司，并将上述公司纳入合并报表范围内。截至2019年末，纳入公司合并报表范围内的子公司共计17家，具体见附录二。

表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

1、跟踪期内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（新设、投资或收购等）
洛阳市坤泰建筑安装工程有限公司	95%	5,000 万	房屋建筑工程	收购
洛阳芯源半导体有限公司	100%	3,000 万	半导体材料、芯片、集成电路及电子产品设计、生产和销售	收购

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施投资建设增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施投资建设预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本

合作规范发展的实施意见》(财金[2019]10号), 切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务, 禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益, 禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5月, 国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》(国发[2019]11号), 从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引, 并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月, 中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》(以下简称“《通知》”), 指出要合理保障必要在建项目后续融资, 在严格依法解除违法违规担保关系基础上, 对存量隐性债务中的必要在建项目, 允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资; 另一方面, 《通知》指出, 严禁项目单位以任何方式新增隐性债务, 市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月, 中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》, 表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理, 承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围, 地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情, 债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排, 开辟债券发行“绿色通道”, 支持参与疫情防控企业债券发行, 城投公司作为地方基础设施建设主体, 在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作, 城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

(二) 区域环境

伊川县工业基础较好, 2018年固定资产投资和消费均保持快速增长, 推动经济较快增长

伊川县处于河南省西部, 隶属于洛阳市。北依洛阳城区, 南接嵩县, 东临登封, 西望宜阳, 东北与偃师接壤, 东南与汝州市毗邻。根据伊川县人民政府公布的数据, 伊川县总面积1,243平方公里。伊川县区位优势相对便利, 北距洛阳29公里, 东距郑州148公里, 焦枝铁路贯穿全境, 洛界、洛卢和郑卢三条省级干线及多条高速纵横交错, 全县通车总里程160余公里。

2018年伊川县实现地区生产总值404.2亿元, 按可比价格计算, 同比增长8.1%。其中, 第一产业增加值26.0亿元, 增长4.0%; 第二产业增加值206.1亿元, 增长8.0%; 第三产业增加值172.1亿元, 增长9.0%。三大产业结构由2017年的7.1: 54.2: 38.7调整为2018年的6.4:

51.0：42.6，第二产业仍是地区发展重要支撑。2018年伊川县人均GDP为51,140元，为全国人均GDP水平的79.11%，整体经济实力一般。

工业方面，2018年伊川县规模以上工业增加值为111.0亿元，同比增长9.2%。伊川县工业以传统行业为主，现有支柱企业主要是伊电控股集团有限公司、洛阳亚日集团、洛阳龙泉天松碳素有限公司、洛阳金新农新大饲料有限公司等企业，2018年传统行业规模以上工业增加值37.4亿元，增长9.7%，占全县规模以上工业增加值的71.2%，其中，电解铝及精深加工业、装备制造业、磨料磨具、耐火材料工业增加值分别为26.9亿元、7.8亿元、3.4亿元和1.9亿元，分别增长5.2%、8.1%、16.3%和4.9%，受国家经济发展新常态政策影响，规模以上工业增加值增速有所放缓。近年来伊川县着力培育的文化创意、电子信息、新能源等新兴产业，但大多处于建设期和培育期，对经济的支撑力度不足。

从拉动经济增长的三大因素来看，固定资产投资是伊川县地区发展的重要推动力，2018年伊川县固定资产投资为287.4亿元，同比增长10.2%，仍保持较快增加。分产业看，第一产业投资84.4亿元，增长39.9%；第二产业投资94.2亿元，下降12.6%；第三产业投资108.8亿元，增长8.0%，第三产业投资占全部投资的37.9%。

消费亦是支撑伊川县经济增长的重要因素，2018年伊川县社会消费品零售总额为216.3亿元，同比增长10.4%。全县全年完成进出口总额10.4亿美元，同比下降26.7%。2018年末全县金融机构存款余额、贷款余额分别为553.9亿元和412.8亿元，较上年分别增长21.3%和47.5%。

表 2 伊川县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）	404.2	8.1%	378.1	8.9%
第一产业增加值	26.0	4.0%	27.0	4.6%
第二产业增加值	206.1	8.0%	204.8	8.2%
第三产业增加值	172.1	9.0%	146.3	10.8%
工业增加值	111.0	9.2%	122.0	9.1%
固定资产投资	287.4	10.2%	529.4	11.8%
社会消费品零售总额	216.3	10.4%	197.6	12.0%
进出口总额（亿美元）	10.4	-26.7%	13.6	-
存款余额	553.9	21.3%	456.5	14.7%
贷款余额	412.8	47.5%	249.8	24.4%
人均 GDP（元）	51,140		46,972	
人均 GDP/全国人均 GDP	79.11%		78.73%	

注：“-”表示数据未公开

资料来源：伊川县 2017-2018 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年伊川县实现公共财政收入24.2亿元，同比增长7.8%，实现政府性基金收入11.6亿元。

四、经营与竞争

公司主要负责伊川县范围内的工程代建、道路养护、房屋出租、物业管理、土地开发整理等业务，收入来源较为多元化，但以工程代建收入为主。2019年公司实现收入9.56亿元，同比增长9.56%，主要系公司新增商品贸易业务以及基础设施建设、房屋租赁及物业管理等业务收入规模均不同程度提升所致；毛利率为19.52%，与上年相比下降0.77个百分点，主要系基础设施建设业务毛利率下降所致。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程代建	74,541.98	16.96%	73,817.56	16.69%
砂石料销售	6,183.98	49.87%	0.00	-
房屋租赁及物业管理等	4,320.26	3.92%	2,378.45	11.65%
电力销售	3,546.60	28.96%	1,133.32	-185.53%
道路养护	2,111.03	-1.82%	1,344.12	-2.23%
土地开发整理	1,713.50	12.40%	2,896.67	12.40%
安保服务	711.61	-2.18%	1,019.49	22.65%
运输业务	70.18	-1,101.82%	125.50	-288.63%
旅游	20.90	-193.06%	4.34	-1,232.26%
项目投资	0.00	-	473.79	100.00%
主营业务收入小计	93,220.04	17.45%	83,193.23	13.36%
其他业务收入	2,396.45	100.00%	4,082.18	98.50%
合计	95,616.48	19.52%	87,275.41	17.34%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建的工程代建项目较多，且均已签订相关协议，该项业务收入具有较好持续性

随着伊川县市政工程有限公司（以下简称“市政工程公司”）股权于 2016 年 1 月无偿划转至公司以及公司本部开展工程代建业务，公司业务逐步开始向城市道路改造、社区及校园改扩建和城市公园建设等一系列城市基础设施建设过渡，并于 2016 年起实现工程代建业务收入。

针对不同的项目，公司与伊川县人民政府签订相关项目的委托开发合作协议书，公司

本部和市政工程公司作为项目的代建方，负责组织项目立项、投资和建设，并与项目建设方签订工程建设委托协议。根据项目的完工进度，由伊川县人民政府按照协议约定的总额向公司支付相应代建款项，计为营业收入，公司代建项目的结算成本由前期费用、全部工程施工费用、工程建设管理成本、融资成本和税费和其他费用等构成。2019年公司实现工程代建业务收入7.45亿元，毛利率为16.96%。（公司工程代建业务收入和成本明细见附录二）

公司在建工程主要包括伊川县新区高中建设项目、伊川县中医院搬迁项目、伊川县滨河新区体育公园建设工程等，截至2019年末，公司主要在建的工程代建项目计划总投资30.41亿元，已投资27.42亿元，尚需投资2.99亿元，此外，本期债券募投项目智能装备产业园计划总投资22.82亿元，已投资3.8亿元，公司拟建伊川县综合停车场建设工程项目计划总投资6.53亿元，未来仍存在一定资金需求。另一方面，主要在建的工程代建项目均已签订相关代建协议，若能按计划完工并结算，可为公司带来一定收入，该业务未来持续性较好。

表 4 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
伊川县滨河新区体育公园建设工程	3.69	3.62
伊川县滨河新区吕洞河生态湿地公园建设工程	1.54	1.52
伊川滨河新区潜溪河生态湿地公园建设工程	2.30	2.28
伊川县奋进煤矿棚户区改造异地安置项目	3.30	3.18
伊川县中医院搬迁项目	4.20	4.07
伊川县职教中心新建项目	2.38	2.35
伊川县驾考中心新建项目	0.50	0.48
伊川县滨河新区停车场新建项目	0.35	0.34
伊川县杜康大道（G36 宁洛高速-高新四路）改建工程	2.57	2.35
伊川县人民路康乐街改造	0.96	0.93
伊川县半城镇废弃采场矿山环境生态修复一期工程	1.05	0.95
伊川县九香堤商业综合体项目	2.70	2.56
伊川县人民路商业综合体	1.67	1.56
西山植物园项目	0.33	0.06
高科四路项目	0.19	0.08
伊川县 68 个村耕地提质改造项目	1.29	0.66
伊川县 49 个村耕地改质项目	1.39	0.43
合计	30.41	27.42

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司土地开发整理业务收入有所下降，考虑到公司无储备的待开发整理项目，需关注未来业务持续性

公司土地开发整理业务由子公司伊川擎瀚土地开发有限公司负责经营，伊川县国土资源局委托公司进行土地开发整理并与公司签订了《伊川滨河新区土地开发整理委托合同》，约定开发整理过程中所需的成本费用均由公司自筹和垫资。项目完成后，伊川县国土资源局进行验收工作，验收合格后2个月内支付土地开发整理的投入成本和不低于投入成本15%的管理服务费。2019年公司实现土地开发收入1,713.50万元，收入规模同比下降-40.85%，毛利率为12.40%。需要关注的是，公司目前土地开发整理项目是由国土资源局根据需要委托建设，没有储备的待开发整理项目，未来业务持续性尚待观察。

表 5 2019 年公司土地开发整理业务收入情况（单位：平方米、万元）

项目名称	面积	成本	收入
伊川滨河新区土地开发项目	1,513,358.33	1,501.08	1,713.50

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

房屋租赁及物业管理、道路养护、电力销售、砂石料销售等业务丰富了公司的收入来源

公司房屋租赁及物业服务业务收入来自于公司所有的龙泉大厦、立奇大厦和公租房、廉租房。龙泉大厦位于洛阳市洛龙区开元大道260号，其建筑面积为41,325.77平方米，是洛阳市区内高品质的商业综合体。立奇大厦位于伊川县滨河新区滨河大道，周边配套设施较完善，该大厦占地面积31,863.07平方米，建筑面积159,078.61平方米，2019年已出租的面积大幅增加，是公司房屋租赁及物业管理业务收入主要的增长点。此外，公司有部分位于伊川县的公租房、廉租房用于对外出租，截至2019年末，可供出租面积合计275,269.29平方米。2019年公司实现房屋租赁及物业服务业务收入为4,320.26万元，收入规模大幅上升，主要系立奇大厦出租面积大幅增加所致，毛利率为3.92%，较2018年下降7.73个百分点，主要系立奇大厦2018年底转入投资性房地产，当年计提折旧的月份较少，2019年全年计提折旧使得租赁成本增加，导致毛利率大幅下降。

表 6 公司租赁业务开展情况（单位：万元、平方米）

年份	物业名称	所在区域	物业类型	建筑面积	已出租面积	租赁收入
2019 年	立奇大厦	伊川县	商业综合体	159,078.61	80,783.12	2,677.39
	龙泉大厦	洛阳市	商业综合体	41,325.77	22,635.88	1,067.40
	公租房、廉租房	伊川县	房屋	275,269.29	275,269.29	575.47

	合计	-	-	475,673.67	378,688.29	4,320.26
2018 年	龙泉大厦	洛阳市	商业综合体	41,325.77	26,032.00	1,605.95
	公租房、廉租房	伊川县	房屋	275,269.29	275,269.29	610.00
	立奇大厦	伊川县	商业综合体	159,078.61	3,707.71	162.50
	合计	-	-	475,673.67	305,009.00	2,378.45

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

伊川县市政道路养护工作由子公司伊川县市政工程有限公司（以下简称“市政工程公司”）实施，市政工程公司股权于2016年1月无偿划转入公司名下。根据伊川县人民政府于2015年12月20日出具的《伊川县人民政府关于将部分城区道路的养护权依法移交伊川财源实业投资有限责任公司的决定》，自2016年1月1日起，部分城区道路（公司所属）的养护权依法移交给公司，具体道路养护工作仍由子公司市政工程公司实施。2019年公司实现道路养护收入2,111.03万元，毛利率为-1.82%。

公司电力销售业务主要是2017年6月光伏电站建成投入运营，通过并入国家电网发电由电业局结算电费实现销售收入。该项目是新能源项目，国家补贴力度较大，但2017-2018年补贴没有到位导致业务持续亏损。2019年实现售电业务收入3,546.60万元，毛利率为28.96%，收入和毛利率均大幅提升，主要系根据国家政策，于2019年将发电站中的61个发电站纳入国家补贴名录，并按照每度电0.6021元的标准对2017-2019年进行补贴所致。

2019年公司新增砂石料销售业务，由子公司伊川财源新型材料有限公司负责运营，主要进行砂石料的生产、加工及购销。2019年实现收入6,183.98万元，毛利率为49.87%。

此外，公司还有安保服务、运输业务、旅游等其他业务收入，整体规模较小。

公司继续获得较大力度的外部支持

为提高公司持续经营能力，当地政府在财政补贴方面继续给予公司大力支持。2019年伊川县财政局向公司拨付1.35亿元政府补助资金，提升了公司的利润水平。

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中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年及2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围新增2家子公司，2019年末纳入公司合并报表范围内的子公司共计17家。

资产结构与质量

公司资产主要由应收款项、土地资产构成，应收款项对营运资金形成占用且存在回收风险，土地即时变现能力不强，部分资产使用受限，公司整体资产流动性较弱

截至 2019 年末，公司资产总计 155.51 亿元，同比增长 6.01%。从构成来看，公司资产仍以流动资产为主，2019 年末占总资产的比重为 60.58%。

2019年末公司货币资金4.44亿元，同比增长153.71%，主要系2019年底有一笔长期借款已到账但尚未支取所致；公司货币资金包括银行存款、其他货币资金和少量库存现金，其中0.90亿元的其他货币资金因票据保证金质押和银行冻结而使用受限。2019年末公司应收账款账面价值2.46亿元，主要包括应收伊川县财政局货款2.07亿元、伊川县城市管理局货款0.06亿元以及应收河南新都万基置业有限公司、河南伊龙高新材料股份有限公司、伊川迈沃德商贸有限公司等民营企业的货款合计0.21亿元，民营企业抗风险能力偏弱，未来需关注回收风险。公司其他应收款主要是应收利息以及应收往来款18.76亿元和资金拆借款3.08亿元，2019年末公司其他应收款账面价值28.09亿元，主要包括应收伊川县金利投资有限公司往来款13.29亿元、伊川县财政局往来款1.25亿元、洛阳伊秦商贸有限公司往来款1.04亿元以及应收民营企业伊电控股集团有限公司资金拆借款2.23亿元，占全部其他应收款比重80.29%，账龄均在3年之内，部分款项账龄较长，对营运资金形成了一定的占用，同时部分应收对象是民营企业，未来需关注回收风险。此外，公司与伊川县合晟煤业有限公司、河南世为动漫之都产业园有限公司等公司的款项合计0.27亿元由于收回困难，已全额计提坏账准备。2019年末公司存货账面价值50.44亿元，其中代建项目成本15.38亿元，土地成本34.96亿元，公司土地主要是2016年政府划入公司及子公司的居住用地和工业用地等，共63宗土地资产；此外，账面价值0.24亿元的土地因抵押借款而使用受限。公司其他流动资产主要是定期存款。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	44,375.08	2.85%	17,506.76	1.19%
应收账款	24,601.45	1.58%	7,695.98	0.52%
其他应收款	280,945.76	18.07%	297,614.30	20.29%
存货	504,380.04	32.43%	458,156.07	31.23%
其他流动资产	72,730.33	4.68%	86,816.83	5.92%
流动资产合计	942,050.28	60.58%	883,693.81	60.24%

投资性房地产	109,772.33	7.06%	111,300.80	7.59%
在建工程	17,566.41	1.13%	14,790.74	1.01%
无形资产	40,553.72	2.61%	26,951.16	1.84%
其他非流动资产	404,764.32	26.03%	405,061.32	27.61%
非流动资产合计	613,037.85	39.42%	583,283.05	39.76%
资产总计	1,555,088.13	100.00%	1,466,976.86	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司对投资性房地产采用成本法进行后续计量，2019 年末账面价值为 10.98 亿元。公司在建工程主要是标准化厂房（公租房），随着本期债券募投项目智能装备产业园等在建项目持续投入，2019 年末账面价值大幅增加至 1.76 亿元。公司无形资产主要是土地使用权和特许使用权，2019 年末账面价值为 4.06 亿元。公司其他非流动资产主要为 2015 年末伊川县人民政府无偿划入的路、桥、管网、堤坝等资产，2019 年末账面价值为 40.48 亿元，占公司总资产的比重为 26.03%，比重较高。

截至 2019 年末公司部分货币资金、投资性房地产、无形资产等资产使用受限，账面价值合计 16.24 亿元，占资产总额的比重为 10.45%。总体来看，近年公司资产规模继续增长，2019 年末应收款项合计占期末总资产比重为 19.65%，对营运资金形成一定占用且部分应收对象为民营企业，需关注回收风险；代建项目成本、土地资产规模较大，即时变现能力不强，且部分资产使用受限，公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入有所增长，但利润对政府补助存在较大依赖

工程代建业务仍为公司营业收入的最主要来源，2019 年公司实现营业收入 9.56 亿元，同比上升 9.56%，主要系公司新增砂石料等销售业务所致。毛利率方面，受公司业务种类调整以及部分业务毛利率波动的综合影响，2019 年公司综合毛利率为 19.52%，较 2018 年增加 2.18 个百分点。2019 年公司计提坏账损失 0.40 亿元，对公司利润形成侵蚀。此外，伊川县财政局在财政补贴方面继续给予公司大力支持，2019 年公司获得政府补助款 1.67 亿元，占当年利润总额的比重为 72.63%，政府补助是公司利润的主要来源。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	95,616.48	87,275.41
其他收益	45.93	106.00
资产减值损失	-3,992.57	-6,016.11

营业利润	6,732.82	3,906.51
营业外收入	16,710.83	18,992.89
利润总额	23,007.25	22,556.35
综合毛利率	19.52%	17.34%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019 年公司经营性现金流有所好转，在建项目仍存在一定的资金需求

公司经营活动现金流入主要来自于工程项目结算收入，收到政府单位、其他公司往来款项和政府补贴款等；公司经营活动现金流出主要为工程代建业务的项目建设支出、经营性往来款支出等。随着公司支付的经营性往来款减少，公司经营活动产生的现金流有所好转，2019 年净流入 0.86 亿元。2019 年公司收现比为 1.10，现金回笼能力有所下降。

公司投资活动现金流入主要为拆借资金、占用费等，投资活动现金流出主要是公司购置房产、工程项目等所支付的资金，2019 年公司投资活动产生的现金净流入 0.34 亿元，主要系公司资金拆借大幅较少所致。公司主要通过对外融资来满足经营活动和投资活动的资金需求，筹资方式主要为银行借款、票据、融资租赁和与其他单位的资金拆借，公司筹资活动流出主要是偿还债务本息支出的现金，2019 年随着公司借款规模增加，筹资活动现金净流入 1.63 亿元。2019 年末公司在建基础设施项目后续尚需投入 2.99 亿元，拟建项目计划总投资 6.53 亿元，存在一定的资金需求。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.10	1.51
销售商品、提供劳务收到的现金	105,512.53	131,414.33
收到的其他与经营活动有关的现金	131,643.84	156,322.28
经营活动现金流入小计	237,156.37	287,736.61
购买商品、接受劳务支付的现金	159,087.72	93,883.93
支付的其他与经营活动有关的现金	64,902.24	195,984.65
经营活动现金流出小计	228,574.91	297,474.96
经营活动产生的现金流量净额	8,581.46	-9,738.35
投资活动产生的现金流量净额	3,438.13	-6,584.16
筹资活动产生的现金流量净额	16,348.43	-11,550.61
现金及现金等价物净增加额	28,368.02	-27,873.12

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模有所增加，短期偿债压力较重

随着公司本期债券的发行成功，2019 年末公司负债总额上升至 55.31 亿元，较上年增长 11.26%；从负债结构来看，非流动负债占总负债的比重为 58.24%。2019 年末随着利润积累，公司所有者权益为 100.20 亿元，同比上升 3.31%。受负债规模增长幅度较大的影响，2019 年末公司产权比率上升至 55.20%，净资产对负债的保障程度有所下降。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	553,095.13	497,102.25
所有者权益	1,001,993.00	969,874.61
产权比率	55.20%	51.25%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司短期借款余额 7.34 亿元，主要包括质押借款 2.55 亿元，抵押借款 1.12 亿元，保证借款 3.47 亿元。公司应付票据为银行承兑汇票和商业承兑汇票，2019 年末账面余额 2.10 亿元。公司应付账款主要是应付长期资产购置款、商品及劳务款等，2019 年末账面余额 1.26 亿元。公司其他应付款主要包括资金拆借款 2.50 亿元和与其他单位的往来款 1.06 亿元等，2019 年末应付余额 3.96 亿元。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款和长期应付款，2019 年末余额为 5.98 亿元。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	73,395.00	13.27%	82,970.00	16.69%
应付票据	21,000.00	3.80%	25,000.00	5.03%
应付账款	12,604.08	2.28%	10,435.32	2.10%
其他应付款	39,602.11	7.16%	35,424.16	7.13%
一年内到期的非流动负债	59,760.84	10.80%	58,005.49	11.67%
流动负债合计	230,948.29	41.76%	238,968.57	48.07%
长期借款	238,660.00	43.15%	242,570.00	48.80%
应付债券	68,729.48	12.43%	0.00	0.00%
长期应付款	14,757.36	2.67%	15,563.68	3.13%
非流动负债合计	322,146.84	58.24%	258,133.68	51.93%
负债合计	553,095.13	100.00%	497,102.25	100.00%
其中：有息债务	495,418.00	89.57%	410,352.17	82.55%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司长期借款余额 23.87 亿元，其中质押借款 11.38 亿元，保证抵押借款 1.00

亿元，抵押物为房产、土地使用权等，保证借款 7.38 亿元，信用借款 4.11 亿元。公司应付债券余额 6.87 亿元，为本期债券。公司长期应付款余额 1.48 亿元，主要包括应付明股实债 0.34 亿元、融资租赁款 0.55 亿元以及康乐街提升改造项目的前期征迁安置费 0.38 亿元等。

截至 2019 年末，公司有息债务合计 49.54 亿元，占负债总额的 89.57%，同比增长 20.73%，其中短期有息债务合计 17.91 亿元，占有息债务的比重为 36.16%，规模持续增加。偿债能力指标方面，随着公司债务规模的增长，公司资产负债率上升至 35.57%。随着公司货币资金的增加，2019 年现金短期债务比上升至 0.25，但短期偿债压力仍较重。随着公司债务规模的增加，EBITDA 利息保障倍数有所下降，对有息债务的覆盖程度仍然较低。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	35.57%	33.89%
现金短期债务比	0.25	0.12
EBITDA 利息保障倍数	1.79	1.95
有息债务/EBITDA	7.78	7.81

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

第三方担保

由中原再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保提升了本期债券的安全性

1、担保范围

中原再担保出具了《担保函》，约定为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

2、保证期间

担保期限为本期债券的存续期及债券到期之日起两年。

3、担保方分析

中原再担保是经河南省人民政府批准，于2010年1月25日成立的股份有限公司，设立时注册资本为13亿元。截至2019年12月31日，中原再担保注册资本及实收资本均为725,704.30万元，第一大股东河南省财政厅出资495,240.30万元，持股比例为68.24%，股权结构如下表所示。

表 13 截至 2019 年末中原再担保股权结构情况（单位：万元）

序号	股东名称	出资额	出资比例
1	河南省财政厅	495,240.30	68.24%
2	139 家市县级财政和资产管理中心	174,286.00	24.02%
3	新密市非税收入管理局	8,000.00	1.10%
4	河南鑫融基金控股有限公司	8,000.00	1.10%
5	其他股东合计	40,178.00	5.54%
合计		725,704.30	100.00%

资料来源：中原再担保 2019 年审计报告，中证鹏元整理

中原再担保主要从事融资性担保、再担保和投资担保业务，业务主要覆盖河南省内。2017-2019 年中原再担保分别实现营业收入 14,905.19 万元、14,577.14 万元和 17,422.15 万元，营业收入规模有所波动。从收入结构来看，中原再担保营业收入主要来源于担保业务收入和利息净收入，2019 年占比分别为 49.20% 和 53.85%。

表 14 2017-2019 年中原再担保营业收入构成（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	8,571.76	49.20%	7,644.24	52.44%	9,175.75	73.35%
减：未到期责任准备金	463.76	-2.66%	-765.75	-5.25%	-2,396.13	-16.08%
投资收益	-72.20	-0.41%	-100.91	-0.69%	-84.14	-0.56%
利息净收入	9,381.54	53.85%	5,948.47	40.81%	3,177.01	21.31%
其他业务收入	4.81	0.03%	316.40	2.17%	240.45	1.61%
其他收益	0.00	0.00%	3.19	0.02%	0.00	0.00%
合计	17,422.15	100.00%	14,577.14	100.00%	14,905.19	100.00%

注：2017 年财务数据采用 2018 年审计报告期初数。

资料来源：中原再担保 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年 12 月末，中原再担保资产总额 95.85 亿元，所有者权益为 87.89 亿元；2019 年中原再担保实现营业收入 17,422.15 万元，利润总额 10,585.78 万元。

表 15 中原再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	958,490.17	861,168.69	756,834.78
所有者权益合计	878,854.96	783,660.81	678,377.31
现金类资产	429,877.55	345,996.21	285,240.51
营业收入	17,422.15	14,577.14	14,905.19
利润总额	10,585.78	10,471.61	13,517.69
净资产收益率	0.84%	0.95%	1.47%
当期担保发生额	-	2,672,800	2,374,742

期末在保余额	-	3,387,191	2,878,789
担保风险准备金	-	49,142	47,884
拨备覆盖率	-	31.70%	35.45%
融资担保放大倍数	-	7.00	7.60
当期担保代偿率	-	1.58%	1.02%

注：“-”表示该数据尚未取得，2017 年营业收入数据采用 2018 年审计报告期初数，2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数。

资料来源：中原再担保 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中原再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效地提升了本期债券的信用水平。

七、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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月19日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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 2019 年末，公司对外担保金额合计 10.27 亿元，占期末净资产的比重为 10.25%，被担保方均为伊川县当地的国有企业和事业单位。考虑到均无反担保措施，公司仍存在一定或有负债风险。

表 16 截至 2019 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	担保期限	是否有反担保
伊川县万泉自来水有限公司	20,000.00	2017-01-19 到 2026-08-29	否
伊川生态科技城投资有限公司	13,000.00	2017-10-20 到 2037-10-19	否
伊川县实验高中	2,140.00	2018-04-11 到 2023-04-11	否
伊川县第一高中	3,210.00	2018-04-11 到 2023-04-11	否
洛阳伊泰商贸有限公司	30,000.00	2017-08-30 到 2022-08-30	否
伊川县人民医院	10,000.00	2018-03-26 到 2021-03-26	否
伊川县人民医院	5,500.00	2018-05-25 到 2020-05-20	否

伊川县万泉自来水有限公司	6,000.00	2019-03-26 到 2022-03-26	否
信昌建设集团（洛阳）有限公司	5,000.00	2019-04-04 到 2020-04-04	否
伊川县人民医院	4,000.00	2019-09-11 到 2020-09-11	否
伊川县实验高中	3,897.01	2018-01-18 到 2023-01-18	否
合计	102,747.01	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

公司作为伊川县城市基础设施投资及经营管理主体，工程代建业务持续性较好；公司获得的外部支持力度仍较大；中原再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，公司资产主要由存货和应收款项构成，存货主要为土地资产和在建项目，短期变现能力弱，应收款项回款期限不确定，对公司资金形成一定占用，公司资产流动性较弱；公司存在一定的资金压力；公司有息债务规模继续增长，短期偿债压力较重；公司对外担保无反担保措施，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AAA，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）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	44,375.08	17,506.76	34,879.88
应收账款	24,601.45	7,695.98	60,076.41
其他应收款	280,945.76	297,614.30	164,468.52
存货	504,380.04	458,156.07	432,299.59
其他流动资产	72,730.33	86,816.83	136,850.50
投资性房地产	109,772.33	111,300.80	61,819.00
在建工程	17,566.41	14,790.74	60,480.15
其他非流动资产	404,764.32	405,061.32	404,764.32
总资产	1,555,088.13	1,466,976.86	1,405,959.58
短期借款	73,395.00	82,970.00	56,440.00
应付票据	21,000.00	25,000.00	51,000.00
应付账款	12,604.08	10,435.32	5,417.81
其他应付款	39,602.11	35,424.16	1,424.34
一年内到期的非流动负债	59,760.84	58,005.49	74,040.00
长期借款	238,660.00	242,570.00	249,960.00
应付债券	68,729.48	0.00	0.00
长期应付款	14,757.36	15,563.68	3,400.00
总负债	553,095.13	497,102.25	458,301.11
有息债务	495,418.00	410,352.17	383,840.00
所有者权益	1,001,993.00	969,874.61	947,658.47
营业收入	95,616.48	87,275.41	82,917.37
营业利润	6,732.82	3,906.51	16,200.07
营业外收入	16,710.83	18,992.89	5,364.67
利润总额	23,007.25	22,556.35	21,538.22
经营活动产生的现金流量净额	8,581.46	-9,738.35	-195,148.18
投资活动产生的现金流量净额	3,438.13	-6,584.16	-11,165.35
筹资活动产生的现金流量净额	16,348.43	-11,550.61	222,681.41
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	19.52%	17.34%	19.83%
收现比	1.10	1.51	0.92
产权比率	55.20%	51.25%	48.36%
资产负债率	35.57%	33.89%	32.60%
现金短期债务比	0.25	0.11	0.27
EBITDA（万元）	63,706.17	52,575.97	43,912.72

EBITDA 利息保障倍数	1.79	1.95	1.73
有息债务/EBITDA	7.78	7.81	8.74

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司工程代建业务收入和成本明细（单位：万元）

项目名称	收入	成本
伊川县滨河新区体育公园建设工程	10,166.57	8,319.49
伊川县新区高中建设项目	8,054.31	6,590.99
伊川县中医院搬迁项目	20,807.34	17,027.03
伊川县职教中心新建项目	7,795.05	6,432.43
伊川滨河新区潜溪河生态湿地公园建设工程	10,144.64	8,301.55
伊川县奋进煤矿棚户区改造异地安置项目	3,630.83	2,971.17
伊川县滨河新区吕洞河生态湿地公园建设工程	6,777.46	5,546.12
伊川县滨河新区停车场新建项目	1,532.92	1,275.68
伊川县驾考中心新建项目	3,193.58	2,657.66
君河湾项目	257.76	342.70
林业局 2018 年绿化提升工程	466.21	532.32
新安县北冶镇关址村新型社区建设工程（新安县发达建设投资集团有限公司）	750.49	856.90
其他小额工程	964.83	1,048.33
合计	74,541.98	61,902.36

附录三 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	业务性质	持股比例(%)		取得方式
		直接	间接	
伊川财祥商贸有限公司	商品贸易	100.00	-	设立
伊川财源文化传媒有限公司	文化传媒	100.00	-	设立
伊川县建设投资有限公司	建设投资	71.43	-	划拨
伊川交通投资有限公司	交通投资	100.00	-	设立
伊川水务投资有限公司	水务投资	100.00	-	设立
伊川县金盾保安服务有限公司	安保服务	100.00	-	划拨
伊川县集聚区产业投资有限公司	产业投资	100.00	-	划拨
伊川县市政工程有限公司	工程建筑	88.89	-	划拨
伊川万喜易地扶贫搬迁管理有限公司	工程建筑	100.00	-	设立
伊川君安物业管理有限公司	房屋租赁及管理	100.00	-	设立
伊川航瀚文化旅游投资管理有限公司	旅游管理	100.00	-	设立
伊川财源新型材料有限公司	新型材料	100.00	-	设立
伊川财源置业有限公司	房地产开发	100.00	-	划拨
伊川擎瀚土地开发有限公司	土地开发	100.00	-	设立
伊川晟清水务有限公司	工程建筑	100.00	-	设立
洛阳市坤泰建筑安装工程有 限公司	房屋建筑	95.00	-	收购
洛阳芯源半导体有限公司	制造业	-	100.00	收购

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{部分其他应付款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{部分长期应付款}$

附录五 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。