

2017 年孝感市城市建设投资公司
地下综合管廊建设专项债券
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【912】号 01

债券简称：
17 孝城投债/17 孝感债

债券剩余规模：
14.80 亿元

债券到期日期：
2027 年 11 月 10 日

债券偿还方式：按年计息，每年付息一次。在债券存续期的第 3 至第 10 年末分别按照债券发行总额 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付

分析师

姓名：
何卫平 钟继鑫

电话：
0755-82875013

邮箱：
hewp@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

2017 年孝感市城市建设投资公司地下综合管廊建设 专项债券 2020 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 | AA | 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 | 2020 年 08 月 27 日 | 2019 年 06 月 25 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”）对孝感市城市建设投资公司（以下简称“孝感城投”或“公司”）及其 2017 年 11 月 10 日发行的地下综合管廊建设专项债券（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 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公司代建业务持续性较好且部分业务在所处区域内具有垄断性，公司持续获得外部支持；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性偏弱，在建项目投资规模大，资金压力大，有息债务规模较大且持续上升，未来偿债压力较大，存在较大或有负债风险，以及受 COVID-19 疫情影响，孝感市 2020 年存在较大的经济增长及财政压力等风险因素。

正面：

- 公司代建业务持续性较好且部分业务在区域内具有垄断性。公司是孝感市基础设施项目建设的重要主体，建设项目数量较多。截至 2019 年末，公司主要在建代建项目计划总投资 162.57 亿元，已投资 60.03 亿元，业务持续性较好。此外，公司的客运、供水业务具有区域垄断性，是公司收入的重要补充。
- 公司继续获得外部支持。2019 年公司共计获得政府补助 3,365.10 万元，提升了公司利润水平。

关注：

- 公司资产流动性偏弱。截至 2019 年末，公司拥有土地资产面积 1,575.78 亩，合计账面价值 30.56 亿元，占总资产的 7.86%，仅缴纳土地出让金 7.75 亿元，且账

面价值 61.69%的土地已用于抵押。公司在建工程账面价值为 71.88 亿元，占总资产的 18.49%，主要为待政府支付的项目成本，此外，公司应收账款、预付款项和其他应收款账面价值合计 117.01 亿元，占总资产的 30.10%，应收款项回款时间存在较大不确定性。整体来看，公司资产流动性偏弱。

- **公司在建项目投资规模大，资金压力大。**截至 2019 年末，主要在建代建项目计划总投资 162.57 亿元，后续尚需投资 102.54 亿元。随着在建项目的不断推进，公司面临的资金压力大。
- **公司有息债务规模较大且持续攀升，未来债务压力较大。**公司持续保持较大的融资力度。截至 2019 年末，公司有息债务规模达到 213.33 亿元，同比增长 17.93%，资产负债率升至 69.59%，2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数仅为 0.27，未来债务压力较大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额达 12.64 亿元，占当期末净资产的比例为 10.70%，均未采取反担保措施，或有负债风险较大。
- **受 COVID-19 疫情影响，孝感市 2020 年存在较大的经济增长及财政压力。**孝感市地处湖北，与武汉相邻，受 COVID-19 疫情影响较大，2020 年 1-3 月，孝感市实现地区生产总值 335.30 亿元，同比下滑 36.5%；2020 年 1-5 月，孝感市实现公共财政收入 40.80 亿元，同比下滑 41.8%，2020 年存在较大的经济增长及财政压力。

主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 | 2017 年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 3,887,388.77 | 3,400,810.25 | 3,093,133.08 |
| 所有者权益 | 1,182,087.66 | 1,119,741.05 | 1,193,011.18 |
| 有息债务 | 2,133,278.39 | 1,808,966.94 | 1,585,216.17 |
| 资产负债率 | 69.59% | 67.07% | 61.43% |
| 现金短期债务比 | 25.02 | 13.29 | 12.65 |
| 营业收入 | 103,442.84 | 74,920.48 | 73,419.42 |
| 其他收益 | 3,365.10 | 807.43 | 10.63 |
| 营业外收入 | 637.57 | 4,232.53 | 12,051.21 |
| 利润总额 | 21,758.75 | 9,910.71 | 19,303.88 |
| 综合毛利率 | 38.74% | 32.15% | 20.32% |
| EBITDA | 34,514.79 | 15,980.22 | 24,259.18 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.27 | 0.18 | 0.30 |
| 经营活动现金流净额 | 85,336.30 | -339,912.35 | 251,692.42 |

| | | | |
|-----|------|------|------|
| 收现比 | 1.03 | 0.50 | 0.46 |
|-----|------|------|------|

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

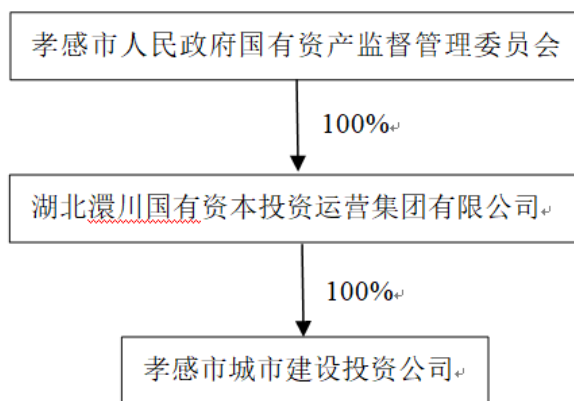
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年11月10日公开发行10年期14.80亿元地下综合管廊建设专项债券，募集资金拟用于孝感市中心城区地下综合管廊建设项目。截至2020年6月30日，本期债券募集资金专项账户余额为0.00元。

二、发行主体概况

2019年至2020年6月末，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，注册资本及实收资本仍均为143,000万元。控股股东仍为湖北浠川国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“浠川国投”），实际控制人仍为孝感市人民政府国有资产监督管理委员会。

图1 截至2020年6月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年，在城市基础设施建设业务、交通客运业务和水务运营三大主营业务的基础上，公司新增劳务分包及建筑材料销售业务，此外仍包含砂石销售、担保及可研咨询等多元化业务。2019年，公司新增合并报表范围子公司1家。2019年6月6日，公司董事长及法定代表人发生变更，张亮明接任公司董事长及法定代表人，本次变更系公司正常人员变动。

值得注意的是，公司于2019年末收到中国银行间市场交易商协会出具的《非金融企业债务融资工具市场自律处分决定书》（【2019】41号），对公司未对2018年土地被收回事项进行重大事项披露事宜给予通报批评处分，并给予公司时任总经理谭守智诫勉谈话处分。

表 1 2019 年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 取得方式 |
|----------------|------|-----------|--------|------|
| 湖北孝城交通建设发展有限公司 | 100% | 30,000.00 | 土地综合开发 | 划拨 |

资料来源：2019 年审计报告，国家企业信用信息公示系统，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；战略性新兴产业服务业企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建设投资增长较快，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 万亿元，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，基础设施建设投资预计将会回暖，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上，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

孝感市经济稳步增长，轻工业为代表的重点产业发展较好，但受COVID-19疫情影响较大，2020年存在较大经济增长压力

2019年孝感市经济稳步增长，地区生产总值为2,301.40亿元，同比增长8.0%，增速高于全国水平。从产业结构来看，孝感市仍以第二、第三产业为主，三次产业结构由上年15.0:48.4:36.6调整为13.5:42.7:43.8，第三产业占比首次超过第二产业。2019年孝感市人均地区生产总值为46,766.92元，为全国人均生产总值的65.97%，低于全国平均水平，地区经济发展水平有待提升。

工业经济方面，2019年全市全部工业增加值896.18亿元，同比增长9.6%。其中全市六大重点产业（农产品加工制造、盐磷化工、纸塑包装、高端装备制造、新能源汽车及零部件、光电子信息等）2019年实现增加值548.7亿元，同比增长9.9%，增速高于上年1.9个百分点，是工业经济增长的主要动力。

固定资产投资方面，孝感市固定资产投资的增长仍集中在第二和第三产业。2019年，孝感市全年固定资产投资同比增长12.3%，三次产业投资同比增速分别为-19.6%、10.0%和17.3%，第三产业固定投资增速较高。其中，房地产投资增长9.1%，增速较上年增加5.6个百分点。2019年孝感市房地产施工面积1171.96万平方米，同比增长22.5%；销售面积476.74万平方米，同比下降4.7%，施工面积明显增长。2019年，孝感市社会消费品零售总额较快增长，批发业、零售业、住宿业和餐饮业均有11%以上的增速。

孝感市地处湖北，与武汉相邻，受COVID-19疫情影响较大，2020年1-3月，孝感市实现地区生产总值335.30亿元，同比下滑36.5%；2020年1-5月，孝感市实现公共财政收入40.80亿元，同比下滑41.8%，2020年存在较大的经济增长及财政压力。

表 2 2018-2019 年孝感市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目 | 2019 年 | | 2018 年 | |
|-------------|----------------|-------|-----------|-------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值（GDP） | 2,301.40 | 8.0% | 1,912.90 | 8.1% |
| 第一产业增加值 | 310.37 | 3.3% | 287.13 | 3.0% |
| 第二产业增加值 | 983.30 | 9.1% | 925.58 | 8.3% |
| 第三产业增加值 | 1,007.73 | 8.5% | 700.19 | 10.1% |
| 全部工业增加值 | 896.18 | 9.6% | 818.40 | 8.5% |
| 固定资产投资 | - | 12.3% | - | 11.4% |
| 社会消费品零售总额 | 1,213.16 | 11.8% | 1,085.47 | 11.5% |
| 进出口总额（亿美元） | 100.13 （亿元） | 8.6% | 13.82 | 25.4% |
| 存款余额 | 2,594.32 | 6.15% | 2,443.93 | 6.8% |
| 人均 GDP（元） | 46,766.92 | | 38,880.08 | |

人均 GDP/全国人均 GDP 65.97% 60.26%

注：1、除存款、贷款余额对应数值外，其他增长率均按可比价计算；2、固定资产投资不含农户投资。

资料来源：孝感市 2018-2019 年国民经济与社会发展统计公报

2019 年孝感市实现公共财政收入 135.53 亿元，同比增长 4.1%，其中税收收入 101.97 亿元，同比增长 6.6%。

四、经营与竞争

公司是孝感市重要的城市建设投资与经营主体，目前主要从事城市基础设施建设、长途客运和孝感市城区公共交通服务、自来水供应、担保等业务。2018 年开始新增砂石销售业务，但规模较小，2019 年砂石销售及劳务分包业务规模实现快速增长，成为当期收入占比最大业务。2019 年公司实现营业收入 10.34 亿元，同比增长 38.07%。主要系砂石销售及劳务分包收入大幅增长及确认项目建设业务收入所致，但 2019 年未实现土地出让收入。经营性业务中，客运、水费收入随着区域内人口增多和经济发展而保持增长；咨询设计业务和担保业务规模保持稳定，但对公司收入贡献有限。

2019 年公司综合毛利率为 38.74%，相比上年增加 6.59 个百分点，主要系砂石销售及劳务分包业务毛利率及收入规模均高于土地出让业务。

表3 2018-2019 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | | 2018 年 | |
|-------------|------------|--------|-----------|---------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 主营业务收入 | 103,244.54 | 38.67% | 73,653.48 | 31.03% |
| 项目建设收入 | 21,275.57 | 10.43% | - | - |
| 砂石销售及劳务分包收入 | 50,292.53 | 55.11% | 223.30 | 21.56% |
| 客运收入 | 16,130.86 | 7.20% | 12,300.54 | 3.95% |
| 水费收入 | 10,719.90 | 41.00% | 9,571.48 | 37.33% |
| 咨询、设计收入 | 4,048.12 | 91.14% | 2,132.26 | 86.23% |
| 担保费收入 | 777.55 | 95.21% | 925.90 | 100.00% |
| 土地出让收入 | - | - | 48,500.00 | 32.96% |
| 其他业务收入 | 198.30 | 73.86% | 1,267.01 | 97.25% |
| 合计 | 103,442.84 | 38.74% | 74,920.48 | 32.15% |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

城市基础设施建设业务仍是公司的重要收入来源，但该部分收入受政府回购安排影响波动性较大；目前在建项目规模较大、业务持续性较好，但面临的资金压力大

公司所承担的项目主要以市政道路及配套工程等基础设施为主，公司在取得基础设施建设项目建设后，项目所需资本金一般由公司垫付，剩余资金由公司通过自筹、融资方式解决。

项目建成后由孝感市审计局进行审计，确认包括资本金在内的总投资成本。项目移交后由孝感市人民政府与公司签订委托代建项目回购协议，安排财政资金进行回购并按协议约定的比例支付公司相应的投资回报，加成比例均为15%。2019年公司实现项目建设收入2.13亿元，受税费影响，毛利率有所下降。

表 4 2019 年项目建设收入确认明细表（万元）

| 项目名称 | 结算成本 | 确认收入 |
|---------------------|-----------|-----------|
| 信访中心 | 3,468.60 | 3,872.71 |
| 汉孝城际铁路孝感东站站前广场及地下空间 | 7,736.10 | 8,637.39 |
| 市民之家 | 7,850.81 | 8,765.47 |
| 合计 | 19,055.51 | 21,275.57 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司主要在在建代建项目计划总投资162.57亿元，已完成投资60.03亿元，后续尚需投资102.54亿元，业务可持续性较好，随着项目的逐步推进，公司面临的资金压力较大。

本期债券募投项目孝感市中心城区地下城市综合管廊建设项目为自营项目，未来将通过收取管廊费的方式确认收入，截至2020年6月末募投项目已完工，但尚未达到运营条件。

表 5 截至 2019 年末公司在建代建项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 总投资 | 已完成投资 | 尚需投资 | 建设期 |
|---------------|--------------|------------|--------------|-----|
| 东城一期 | 20,000.00 | 13,685.92 | 6,314.08 | 2 年 |
| 市委党校 | 46,900.00 | 4,079.37 | 42,820.63 | 3 年 |
| 孝汉三期 | 89,000.00 | 40,599.76 | 48,400.24 | 2 年 |
| 市郊水生态二期（环境治理） | 258,803.00 | 151,440.06 | 107,362.94 | 2 年 |
| 老潯河综合治理 | 1,211,000.00 | 390,520.23 | 820,479.77 | 3 年 |
| 合计 | 1,625,703.00 | 600,325.34 | 1,025,377.66 | |

注：老潯河综合治理项目中两个子项目为自营模式，其中一个项目为子公司孝感市潯水建设投资有限公司发行的“20 潯水 01”募投项目。

资料来源：公司提供

砂石销售、劳务分包等业务丰富了公司的收入来源，未来业务持续性较好

公司2018年末开始从事砂石销售业务，由子公司湖北佳兴控股集团有限公司（以下简称“佳兴控股”）负责运营。除建筑砂石材料生产销售外，2019年佳兴控股还新增建筑劳务分包和建筑装配构件生产销售业务，主要客户为湖北省内非国有企业，2019年上述业务合计实现收入50,292.53万元，毛利率为55.11%，利润水平较高。

建筑劳务分包业务为老潯河综合治理项目施工方委托佳兴控股作为项目劳务总承包，2019年实现劳务分包收入19,673.20万元，毛利率为70.85%，利润水平较高，老潯河综合治理项目总投资规模较大，后续尚需投资规模较大，未来劳务分包收入持续性较好。

砂石业务主要由佳兴控股子公司孝感市顺意矿业有限公司和孝感市顺和矿业有限公司负责，主要为建筑用砂石材料的生产及销售，下游客户主要为孝感当地民营混凝土公司及建筑工程公司，2019年产销率较好，实现收入24,807.25万元，但整体产能利用率较低，未来存在一定收入增长空间。

除此之外，公司还从事建筑材料业务，孙公司湖北濠宇装配构件有限公司2019年实现预制构件销售收入5,812.07万元。

表 6 2019 年公司砂石和预制构件业务情况（单位：万吨、万元）

| 项目名称 | 年产能 | 产量 | 销量 | 收入 |
|--------|-----|----------|----------|-----------|
| 建筑砂石材料 | 700 | 471.54 | 467.4 | 24,807.25 |
| 预制构件 | - | 3.79万立方米 | 2.02万立方米 | 5,812.07 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前砂石业务已具备一定量产能力，且公司基础设施建设业务较多，在客户开发上存在一定优势，随着未来产能的逐渐释放，预计未来砂石销售收入持续性较好，较高的盈利能力也将是公司利润的主要来源。

公司客运、供水业务具有一定的区域垄断性，供水和公交业务稳定增长

公司客运业务由子公司孝感汽车客运集团有限公司（以下简称“客运集团”）和孝感市众益公交集团公司（以下简称“公交集团”）负责经营；其中，客运集团为孝感市唯一的长途客运服务经营主体，主要经营跨省、跨市、跨县的城际客运业务；公交集团主要经营孝感市区城市公共交通服务及出租汽车客运、汽车维修等业务。2019 年公司实现客运收入 16,130.86 万元，同比增长 31.14%，主要系公交集团其他业务收入增长较快，传统客车及公交车业务收入变化较小。

表7 2018-2019年公司客运业务经营情况

| 车辆种类 | 年份 | 数量（辆） | 线路条数（条） | 收入（万元） | 收费情况 |
|------|--------|-------|---------|----------|----------------------|
| 客车 | 2018 年 | 246 | 44 | 4,956.99 | - |
| | 2019 年 | 219 | 47 | 5,084.47 | - |
| 公交车 | 2018 年 | 412 | 20 | 6,024.44 | 2 元、3 元、3.5 元、4 元/人次 |
| | 2019 年 | 439 | 21 | 5,670.74 | |

资料来源：公司提供

公司供水业务主要由子公司孝感市自来水公司（以下简称“自来水公司”）负责运营，自来水公司为孝感市城区唯一供水主体。截至 2019 年末，公司运行水厂 3 座，供水能力 25 万吨/日，供水服务面积达 85 平方公里。供水种类覆盖居民用水、非居民用水以及特种用水，三类用水收费标准不一，其中对居民用水采用阶梯式收费，具体收费标准见下表；非居民用水和特种用水采用按量计价，此外，所有用水均代收污水处理费 0.80 元/吨，自

来水公司每个月根据污水处理费征收情况进行核算，根据核算金额借记现金或应收账款，贷记其他应付款，污水处理费不计入自身损益。

随着区域内新房入户人数增多，2019 年公司售水总量 6,440 吨，同比增长 19.15%；漏损率持续下降，当年漏损率为 10.40%；实现水费收入 10,719.90 万元，较上年增长 12.00%。供水业务具有典型的区域垄断性和规模经济效应，随着孝感市经济发展和推进“两型社会”建设，公司的供水业务收入和盈利水平有望保持增长。

表8 自来水收费情况（单位：元/吨）

| 种类 | <20吨 | 20-25吨 | >25吨 |
|-------|------|--------|------|
| 居民用水 | 1.52 | 2.28 | 3.04 |
| 非居民用水 | | | 2.60 |
| 特种用水 | | | 9.00 |

资料来源：公司提供

表9 2018-2019年自来水公司经营情况

| 项目 | 2019年 | 2018年 |
|------------|--------|--------|
| 水厂数量（座） | 3 | 3 |
| 日供水能力（万吨） | 25 | 25 |
| 供水总量（万吨） | 7,187 | 6,113 |
| 售水总量（万吨） | 6,440 | 5,405 |
| 管网漏损率（%） | 10.40 | 10.59 |
| 服务面积（平方公里） | 85 | 85 |
| 供水户数（家） | 97,652 | 89,950 |
| 管网长度（公里） | 695 | 690 |

注：三座水厂设计的供水能力合计 33 万吨/日，二水厂只转供八一水厂制备的净水，不再承担制水功能。如不计其供水能力，实际供水能力为 25 万吨/日。

资料来源：公司提供

公司担保和咨询设计业务盈利水平较高，对公司收入和利润水平形成较好的补充，但需持续关注担保业务代偿风险

公司担保费收入来自孝感市政和中小企业融资担保有限公司（原名“孝感市政和中小企业信用担保投资有限公司”，以下简称“政和担保”）。政和担保主要经营孝感市中小企业融资担保业务，行业范围主要为工业企业。为控制风险，近年政和担保业务规模持续下降，2019年实现保费收入777.55万元，同比下降16.02%。截至2019年末，在保企业数量下降至59家，在保个人数量0人，在保责任余额2.20亿元，2019年代偿额为2,124万元，当期代偿率为5.4%。公司担保对象主要为中小企业，往年曾出现代偿事件，需持续关注该业务代偿风险。

表10 2018-2019年政和担保主要经营情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 |
|--------------|--------|--------|
| 当年安全解除担保责任金额 | 39,572 | 37,614 |

| | | |
|-----------|--------|--------|
| 当期发生担保代偿额 | 2,124 | 1,662 |
| 在保责任余额 | 22,045 | 39,572 |
| 在保企业数量（家） | 59 | 82 |
| 在保个人数量（人） | 0 | 6 |
| 代偿率 | 5.4% | 4.4% |
| 平均担保费率 | 2.0% | 2.1% |

资料来源：公司提供

公司咨询、设计收入来自孝感市工程咨询公司（以下简称“咨询公司”）。咨询公司主要为工程建设提供相关咨询和设计服务，2019年实现咨询、设计收入4,048.12万元，较上年增长89.85%，经营情况较好。

2019年公司未实现土地出让收入，该业务受政府安排和抵押情况等因素影响，收入规模波动较大，且未来存在较大不确定性

公司目前土地出让业务的模式为：根据孝感市土地出让整体计划安排，经向孝感市国土局公开申请，依法注销原国有土地证或到登记中心办理注销证明，土地局办理规划等手续后再次公开出让。土地出让金扣除必要的提留和规费后返还给公司。

公司名下还拥有较大规模的土地资产。截至2019年末，公司拥有土地面积1,575.78亩，合计账面价值30.56亿元，但值得关注的是，公司大部分土地处于抵押状态，未来可供出让土地规模及收入存在不确定性。

当地政府继续在政府补助方面给予公司支持

2019年公司获得各类补贴合计3,365.10万元，占利润总额的15.47%，提升了公司利润水平。

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2018-2019年审计报告，审计报告均采用新会计准则。2019年，公司新增纳入合并报表范围的子公司1家，具体情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，应收款项对资金占用较多且账龄较长，土地资产已部分被抵押，资产流动性偏弱

随着公司往来款规模扩大，公司资产规模保持较快增长。截至2019年末，公司资产

总计 388.74 亿元，同比增长 14.31%。从资产结构来看，公司非流动资产占比较高。

流动资产方面，截至 2019 年末，公司货币资金规模为 31.40 亿元，其中使用权受限资金 6,720.51 万元，2019 年末货币资金余额同比下降，主要系在建项目资金需求较大。2019 年末公司应收账款规模小幅下滑，主要系孝感市财政局的未结算工程款规模有所减少，截至 2019 年末，账龄在一年以上的应收账款余额占比为 73.23%，3 年以上的占比 36.83%，整体账龄较长，公司对应收账款按 0.5% 比例计提了坏账准备。孝感市财政局于 2015 年 12 月 4 日出具了关于孝感市城市建设投资公司支付项目及应收账款的说明（孝财函[2015]44 号），约定在 2020 年底前拨付代建项目支付款 15.95 亿元，目前拨付进度较缓慢，回款时间仍存在较大不确定性。

预付账款主要是公司预付孝感市土地储备中心的工程建设配套资金和预付孝南区房屋征收管理办公室的老澧河棚户区改造项目征地拆迁款，2019 年预付账款规模快速增长，主要是预付拆迁款及土地出让金增加，2019 年末账龄在一年以上的余额占比为 54.36%。其他应收款系应收孝感市财政局、老澧河棚户区改造工程项目部、孝感市丰翔控股有限公司、浠川国投和孝感市临空经济区管委会等单位的往来款项，上述前五大应收方期末余额合计为 56.04 亿元，占其他应收款期末余额的 73.91%，前五大应收方为政府单位或地方国有企业。截至 2019 年末，其他应收款账面价值达 75.46 亿元，同比增长 34.01%，主要系公司与孝感市财政局及老澧河棚户区改造工程项目部往来款增加所致，账龄在 1 年以上余额占比 48.51%。总体而言，公司应收账款、预付账款和其他应收款的规模较大，账龄较长，欠款对象主要为政府单位和地方国有企业，公司资金被占用较多。

非流动资产方面，可供出售金融资产为按成本计量的对外股权投资，截至 2019 年末，公司可供出售金融资产规模为 25.73 亿元，主要为对湖北汉十城际铁路有限责任公司的投资（10.48 亿元，持股比例 3.97%）、湖北联合铁路投资有限公司（7.50 亿元，持股比例 7.14%）和湖北银行（1.94 亿元）等投资款。2019 年末投资性房地产规模变化不大，仍为 2018 年由固定资产转入的董湖群生社区房屋及建筑物，账面价值为 26.39 亿元，其中包含 14.47 亿元评估增值。固定资产主要为 2018 年政府划拨的 43 家市直单位的门面及孝感东站前广场地下商和车库资产，收益权归属于公司，2019 年小幅增长，主要系公司购入部分房屋及机器设备。在建工程为公司在建和完工未支付的代建项目，随着资金的持续投入，2019 年末在建工程规模同比增长 63.46%。其他非流动资产主要由土地资产和转贷款构成，截至 2019 年末，公司土地资产账面价值 30.56 亿元，面积 1,575.78 亩，主要以商住、商业及住宅为主，仅缴纳土地出让金 7.75 亿元，已抵押部分账面价值占比为 61.69%，变现能力较差。转贷款系公司由政策性银行取得的低息长期限贷款，并转借给各区平台使用，利

息由贷款实际使用方承担。截至 2019 年末，转贷款余额 42.50 亿元，近年规模变动较小。

整体来看，公司资产规模继续保持增长，但资产仍以部分抵押的土地资产、负有偿还责任的长期转贷款、账龄较长的应收和预付款项为主，资产整体流动性偏弱。

表11 近年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 | 313,972.66 | 8.08% | 438,720.37 | 12.90% |
| 应收账款 | 139,430.49 | 3.59% | 164,085.46 | 4.82% |
| 预付款项 | 276,061.50 | 7.10% | 171,101.36 | 5.03% |
| 其他应收款 | 754,631.10 | 19.41% | 563,119.53 | 16.56% |
| 流动资产合计 | 1,515,799.26 | 38.99% | 1,354,809.82 | 39.84% |
| 可供出售金融资产 | 257,290.01 | 6.62% | 241,013.01 | 7.09% |
| 投资性房地产 | 264,278.44 | 6.80% | 263,875.14 | 7.76% |
| 固定资产 | 254,979.74 | 6.56% | 236,594.13 | 6.96% |
| 在建工程 | 718,810.88 | 18.49% | 439,744.82 | 12.93% |
| 其他非流动资产 | 775,837.29 | 19.96% | 768,024.29 | 22.58% |
| 非流动资产合计 | 2,371,589.51 | 61.01% | 2,046,000.43 | 60.16% |
| 资产总计 | 3,887,388.77 | 100.00% | 3,400,810.25 | 100.00% |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019 年公司营业收入明显增长，政府补助和投资收益是利润的重要来源

2019 年公司实现营业收入 10.34 亿元，同比增长 38.07%。其中，砂石销售及劳务分包业务成为 2019 年占比最大的业务，占营业收入的比重为 48.62%，由于公司基础设施建设业务较多，在客户开发上存在一定优势，预计未来砂石销售业务持续性较好。同时，2019 年公司实现项目建设收入 2.13 亿元，该业务收入仍较有保障，但受政府回购资金安排影响，收入波动性较大。此外，2019 年公司未实现土地出让收入，该业务未来存在较大不确定性。毛利率方面，砂石销售及劳务分包业务毛利率较高且规模较大，使得 2019 年公司综合毛利率提升 6.59 个百分点。

投资收益是公司重要的利润来源之一，主要是对孝感市高创投资公司（以下简称“孝感高创”）的权益法下长期股权投资收益。孝感高创系孝感市高新区城投公司，近年经营状况良好，2019 年投资收益继续稳步增长。此外，2019 年公司可供出售金融资产在持有期间的投资收益也大幅增长，因此公司投资收益同比大幅增长 56.08%。

2019 年公司获得政府补助 3,365.10 万元，占利润总额的 15.47%，政府补助力度有所下降，但受营业收入增长及综合毛利率提升影响，公司利润水平明显提升。

表12 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 |
|-------|------------|-----------|
| 营业收入 | 103,442.84 | 74,920.48 |
| 其他收益 | 3,365.10 | 807.43 |
| 投资收益 | 5,792.88 | 3,711.49 |
| 营业利润 | 21,645.69 | 5,744.72 |
| 营业外收入 | 637.57 | 4,232.53 |
| 利润总额 | 21,758.75 | 9,910.71 |
| 综合毛利率 | 38.74% | 32.15% |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司业务收现能力明显提升，经营活动现金流由负转正，投资支出压力大，需要依赖外部筹资解决

随着回款能力较强的砂石销售业务规模的增加，公司业务收现能力明显提升，2019 年收现比上升至 1.03。公司的经营活动现金流主要体现为与往来款有关的其他经营活动现金流，净现金流受往来款规模波动较大影响，2019 年公司收到往来款规模大幅增长。此外，2019 年公司购买商品、接受劳务支付的现金支出也大幅增长，主要系砂石销售业务增加大量原材料购买及支付较多工程款所致。综合影响下，2019 年公司经营活动现金流净流入 8.53 亿元，实现由净流出转为净流入。

2019 年公司投资活动现金净流出规模继续加大，主要系老澧河综合治理（含老澧河棚户区改造项目）、东城区基础设施工程、郊水生态保护项目工程资金投入进一步加大。

为满足未来的投资支出，公司持续保持较大的筹资力度。2019 年，公司筹资活动现金净流入 24.53 亿元，其中银行长期借款规模大幅增长，当期流入 55.13 亿元，债券融资规模有所下降。截至 2019 年末，公司主要在建建项目总投资金额 162.57 亿元，后续尚需投资 102.54 亿元，考虑到政府支付款较慢及到期债务需偿还，公司的融资压力大。

表13 近年公司现金流情况表（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 |
|----------------|-------------|-------------|
| 收现比 | 1.03 | 0.50 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 106,553.51 | 37,587.77 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 835,743.94 | 301,030.89 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 105,939.00 | 14,833.06 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 720,451.14 | 651,328.89 |
| 经营活动现金流量净额 | 85,336.30 | -339,912.35 |
| 投资活动现金流量净额 | -468,962.65 | -240,340.36 |
| 筹资活动现金流量净额 | 245,341.17 | 496,948.89 |

| | | |
|--------------|-------------|------------|
| 现金及现金等价物净增加额 | -138,285.18 | -83,303.83 |
|--------------|-------------|------------|

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

公司有息债务规模持续增长，偿债压力较大

随着在建项目的推进，公司资金需求不断增加，2019 年末，公司负债总额同比增长 18.60%，所有者权益变化不大，产权比例增长至 228.86%，所有者权益对负债的保障程度进一步削弱。

表14 近年公司资本结构情况（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 |
|-------|--------------|--------------|
| 负债总额 | 2,705,301.11 | 2,281,069.20 |
| 所有者权益 | 1,182,087.66 | 1,119,741.05 |
| 产权比率 | 228.86% | 203.71% |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构上看，公司负债以非流动负债为主且占比有所上升，截至 2019 年末，非流动负债占比为 88.89%。

流动负债方面，短期借款于 2019 年新增，为公司子公司取得的保证借款，由公司本部提供担保。其他应付款主要系公司所借项目专项贷款，主要包括公司与中国农业发展银行道兴社区建设贷款、东部新城贷款等，以及公司与孝感市开发区财政局和其他国企往来款，2019 年末大幅减少主要系合并子公司湖北孝城交通建设发展有限公司（以下简称“孝城交建”）后，部分之前由孝城交建所借专项贷款调整至长期应付款科目。一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，规模有所下降。

非流动负债方面，长期借款主要以质押借款为主，2019 年末质押借款规模为 102.75 亿元，质押物为公司代建项目应收账款。随着公司在建项目资金需要加大，2019 年公司长期借款规模同比大幅增长 59.51%。截至 2019 年末，公司应付债券余额为 62.96 亿元，除正常还本外，2019 年公司成功发行两期 PPN，规模 13.00 亿元。截至 2019 年末公司共有 8 只债券存续。截至 2019 年末公司长期应付款主要是浦发银行债务平滑基金、明股实债借款及融资租赁款，其中债务平滑基金余额为 11.90 亿元，主要用于偿还银行借款，明股实债规模为 10.00 亿元，此外还包含 3.21 亿元融资租赁款及 3.18 亿元专项基金，专项基金也为融资租赁款。专项应付款主要是政府拨付的专项资金，2019 年新增老潯河棚户区改造项目及云湖社区项目建设专项资金。

表15 近年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 | 900.00 | 0.37% | 0.00 | 0.00% |
| 其他应付款 | 231,622.19 | 8.56% | 408,687.73 | 17.92% |
| 一年内到期的非流动负债 | 11,650.00 | 0.43% | 33,000.00 | 1.45% |
| 流动负债合计 | 300,547.79 | 11.11% | 500,032.47 | 21.92% |
| 长期借款 | 1,118,154.04 | 41.33% | 700,983.68 | 30.73% |
| 应付债券 | 629,640.00 | 23.27% | 602,000.00 | 26.39% |
| 长期应付款 | 283,355.93 | 10.47% | 185,644.51 | 8.14% |
| 专项应付款 | 358,603.34 | 13.26% | 292,408.53 | 12.82% |
| 非流动负债合计 | 2,404,753.31 | 88.89% | 1,781,036.72 | 78.08% |
| 负债总额 | 2,705,301.11 | 100.00% | 2,281,069.20 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 2,133,278.39 | 78.86% | 1,808,966.94 | 79.30% |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司有息债务规模达 213.33 亿元，同比增长 17.93%，占负债总额的 78.86%，偿债压力逐年增加。根据公司提供的截至 2019 年末有息债务偿还计划，2020-2022 年公司每年需偿还的有息债务规模较为平均，但规模均较大，公司长短期债务压力均较大。

表16 截至2019年末公司有息债务偿还本息期限分布表（单位：万元）

| 项目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|----|------------|------------|------------|
| 本金 | 264,705.29 | 349,274.84 | 292,045.33 |

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司资产负债率 69.59%，同比上升 2.52 个百分点，公司资产负债率较高。短期偿债能力方面，公司现金短期债务比虽较高，但公司实际短期有息债务规模较大，存在一定短期偿债压力。随着公司利润水平的提升，2019 年公司 EBITDA 大幅增长至 34,514.79 万元，但 EBITDA 利息保障倍数仍较低，利润对利息的覆盖程度较低，公司长期偿债压力较大。

表17 近年公司主要偿债能力指标

| 指标名称 | 2019 年 | 2018 年 |
|---------------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 69.59% | 67.07% |
| 现金短期债务比 | 25.02 | 13.29 |
| EBITDA（万元） | 34,514.79 | 15,980.22 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.27 | 0.18 |
| 有息债务/EBITDA | 61.81 | 113.20 |

注：1、其他应付款中的有息债务期限普遍大于 1 年，因此未计入短期有息债务；2、2018 年实际利息支出为当期分配、利润或偿付利息支付的现金加 2018 年长期待摊费用减少值。

资料来源：公司 2018-2019 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2017年1月1日至报告查询日（2020年8月17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）对外担保事项分析

截至2019年末，公司对外担保余额达12.64亿元，占2019年末净资产的10.70%，其中，孝感市金槐文化传媒有限公司 为公司持股49%的联营企业，公司对外担保均未采取反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表18 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保人 | 类型 | 担保金额 | 担保余额 | 担保期限 | 是否反担保 |
|------------------------------|----|------------|------------|-----------------------|-------|
| 孝感市土地收购储备供应中心 | 保证 | 130,000.00 | 20,000.00 | 2015.02.15-2020.01.15 | 无 |
| 孝感市金槐文化传媒有限公司 | 保证 | 103,750.00 | 84,402.00 | 2017.02.10-2032.12.21 | 无 |
| 孝感市政和中小企业信用担保投资有限公司对外担保59家企业 | 保证 | 22,045.00 | 22,045.00 | - | 无 |
| 合计 | | 255,795.00 | 126,447.00 | | |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、评级结论

公司是孝感市基础设施项目建设的重要主体，代建项目数量仍较多，业务持续性仍然较好，且部分业务在所处区域内具有垄断性，并持续获得外部支持。

同时中证鹏元也关注到公司应收和预付款项规模较大且账龄较长，资金被占用较多，回款时间存在较大不确定性，加之土地资产大部分被抵押，在建工程待回购开发成本规模较大，公司资产流动性偏弱。公司在建项目投资规模大，资金压力大，公司有息债务规模较大且持续上升，未来债务压力较大，以及存在较大或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为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 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 | 313,972.66 | 438,720.37 | 512,154.98 |
| 其他应收款 | 754,631.10 | 563,119.53 | 332,722.64 |
| 在建工程 | 718,810.88 | 439,744.82 | 371,381.45 |
| 其他非流动资产 | 775,837.29 | 768,024.29 | 1,254,222.38 |
| 总资产 | 3,887,388.77 | 3,400,810.25 | 3,093,133.08 |
| 短期借款 | 900.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他应付款 | 11,650.00 | 408,687.73 | 429,409.28 |
| 一年内到期的非流动负债 | 1,118,154.04 | 33,000.00 | 40,500.00 |
| 长期借款 | 629,640.00 | 700,983.68 | 564,305.97 |
| 应付债券 | 313,972.66 | 602,000.00 | 476,000.00 |
| 长期应付款 | 641,959.27 | 478,053.05 | 360,228.75 |
| 总负债 | 2,705,301.11 | 2,281,069.20 | 1,900,121.89 |
| 有息债务 | 2,133,278.39 | 1,808,966.94 | 1,585,216.17 |
| 所有者权益 | 1,182,087.66 | 1,119,741.05 | 1,193,011.18 |
| 营业收入 | 103,442.84 | 74,920.48 | 73,419.42 |
| 营业利润 | 21,645.69 | 5,744.72 | 7,399.56 |
| 其他收益 | 3,365.10 | 807.43 | 10.63 |
| 营业外收入 | 637.57 | 4,232.53 | 12,051.21 |
| 净利润 | 15,409.05 | 9,718.25 | 19,085.48 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 85,336.30 | -339,912.35 | 251,692.42 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -468,962.65 | -240,340.36 | -120,644.66 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 245,341.17 | 496,948.89 | 148,008.36 |
| 财务指标 | 2019 年 | 2018 年 | 2017 年 |
| 综合毛利率 | 38.74% | 32.15% | 20.32% |
| 收现比 | 1.03 | 0.50 | 0.46 |
| 产权比率 | 228.86% | 203.71% | 159.27% |
| 资产负债率 | 69.59% | 67.07% | 61.43% |
| 现金短期债务比 | 25.02 | 13.29 | 12.65 |
| EBITDA（万元） | 34,514.79 | 15,980.22 | 24,259.18 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.27 | 0.18 | 0.30 |
| 有息债务/EBITDA | 61.81 | 113.20 | 65.35 |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 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 |
| 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 $\times 100\%$ |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期有息债务（不包括其他应付款中有息部分） |
| 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 | EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金 ¹ |
| 现金类资产 | 货币资金+交易性金融资产+应收票据 |
| 有息债务 | 短期借款+1 年内到期的非流动负债+其他应付款中有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款有息部分 |

¹ 2018 年分配、利润或偿付利息支付的现金未包含当期转贷款利息支出，实际支付的现金应加 2018 年长期待摊费用减少值。

附录三 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。 |