

2015 年毕节市建设投资有限公司
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：

谭璇

2015年毕节市建设投资有限公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪第
【960】号 01

债券简称:

15 毕节建投债/PR 毕建
投

增信方式: 国有土地使
用权抵押担保

债券剩余规模:

6.40 亿元

债券到期日期:

2022 年 1 月 28 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 分次还本, 在本
期债券存续期间的第 3
至第 7 年末每年分别偿
还债券发行总额的
20%, 当期利息随本金一
起支付

分析师

姓名:

王强 刘诗华

电话:

0755-82872821

邮箱:

wnagq@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



	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 8 月 27 日	2019 年 6 月 24 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”)对毕节市建设投资有限公司(以下简称“毕节建投”或“公司”)及其 2015 年 1 月 28 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 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发展外部环境较好, 市政项目建设业务收入来源较有保障, 同时国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性; 但中证鹏元也关注到, 公司资产整体流动性较弱, 面临较大的资金压力、债务压力和一定的或有负债风险, 以及本期债券抵押担保土地未按抵押协议要求重新评估等风险因素。

正面:

- 公司发展外部环境较好。2019 年毕节市实现地区生产总值 1,901.36 亿元, 同比增长 8.0%, 区域内煤炭、化工、电力等支柱产业继续发力, 全市规模以上工业增加值同比增长 5.3%, 为公司发展提供良好外部环境。
- 公司市政项目建设业务收入来源较有保障。截至 2019 年末公司已签订代建协议项目预计总投资 98.08 亿元, 尚需投资 27.72 亿元, 未来随着项目的竣工结算, 公司收入来源较有保障。
- 国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性。公司实际以其合法拥有的 33 宗土地使用权为本期债券的还本付息提供担保, 其中已完成抵押登记的 30 宗土地评估价值总计 300,866.44 万元(估价基准日均为 2013 年 11 月 20 日), 是本期债券未偿还本金的 4.70 倍, 仍能有效提升本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产整体流动性较弱。**截至 2019 年末公司资产主要由应收款项¹和存货构成，两者合计占比 83.91%。其他包括长期应收款及无形资产等变现能力差；应收款项主要应收对象为政府与关联方，回收时间不确定，对公司资金形成较大占用，与其他公司之间的应收款项账龄略长，后续仍存坏账风险；存货主要为待开发土地和代建项目，土地资产集中变现较为困难，且价值易受土地一级市场波动的影响，在建工程流动性较差；同时受限资产规模为 57.52 亿元，占总资产的比重达 15.39%；公司资产整体流动性较弱。
- **公司未来仍面临较大的资金压力。**截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投资额 33.93 亿元，期末账面货币资金大幅减少，若短期内应收款项回款情况仍然不佳，在市政建设项目尚需投资及债务偿付需求下，公司仍然面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模仍较大，面临较大的偿债压力。**截至 2019 年末公司有息债务合计 113.77 亿元，占总负债的比重为 52.40%，规模仍然较大；有息债务与 EBITDA 之比达到 44.68，盈利对债务本金偿付保障能力很弱。2019 年末现金短期债务比大幅降至 0.10，根据公司提供的 2020-2022 年有息债务本金偿还计划，未来短期内公司仍然存在较大的债务集中偿付压力。
- **抵押土地未按抵押协议要求重新评估。**公司原拟为本期债券抵押担保的土地共 33 宗，截至 2020 年 6 月末 3 宗土地仍未完成抵押登记，实际用于本期债券抵押担保的土地为 30 宗，抵押资产评估报告最新评估基准日为 2013 年 11 月 20 日，跟踪期内未按约定对抵押资产的价值进行跟踪评估。
- **公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。**截至 2019 年末公司对外担保余额合计 39.80 亿元，担保规模较大，与期末净资产之比为 25.42%。其中，被担保方毕节洪山国际大酒店有限公司为民营企业，涉及担保余额 2,000 万元，其余均为国有企业；包括对毕节洪山国际大酒店有限公司等单位合计涉及 31.29 亿元的担保均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

¹ 应收款项=应收账款+其他应收款。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	3,736,942.43	3,948,166.36	3,908,646.91
所有者权益合计	1,565,878.73	1,556,229.74	1,544,339.70
有息债务	1,137,684.57	1,503,942.91	1,898,399.71
资产负债率	58.10%	60.58%	60.49%
现金短期债务比	0.10	0.75	1.85
营业收入	75,809.82	67,551.38	54,210.08
利润总额	11,461.63	16,554.44	35,297.18
综合毛利率	9.29%	18.59%	88.69%
EBITDA	25,463.47	33,866.58	57,507.21
EBITDA利息保障倍数	1.58	0.69	0.98
经营活动现金流净额	30,578.14	-76,484.58	12,903.17
收现比	0.001	1.07	0.55

注：2017年资本化和费用化利息之和用现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”数据。
 资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

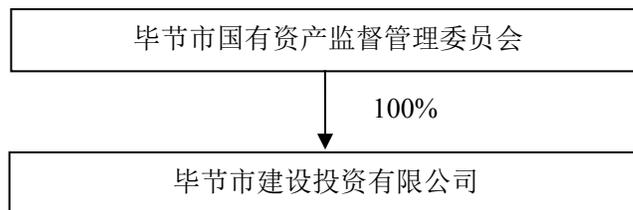
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年1月28日发行7年期16亿元公司债券，募集资金拟用于毕节中心城区小坝片区棚户区改造项目、威宁县2012年草海镇人民北路城市棚户区改造一期工程、威宁县2013年草海镇人民南路和解放路城市棚户区改造一期工程等3个棚户区改造项目，以及毕节高新技术产业基地一期道路网工程、大方县大方镇迎宾大道道路工程、大方县金鱼村至龙昌村综合环境整治工程等3个城市道路建设项目。截至2020年6月末本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本未发生变化，2019年12月12日，公司控股股东及实际控制人由毕节市人民政府变更为毕节市国有资产监督管理委员会（以下简称“毕节市国资委”）。截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本仍为63,689万元，毕节市国资委持有公司100%股权，公司产权及控制关系如下图所示。

图1 截至2020年6月末公司产权及控制关系



资料来源：国家企业信用信息公示系统

跟踪期内，公司董事、法定代表人及高级管理人员分别于2019年8月及2020年4月发生两次变更。2019年，公司合并报表范围未发生变化，截至2019年末纳入公司合并报表范围的子公司仍为2户。

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

毕节市经济保持较快增长, 但固定资产投资增速大幅下降

2019年毕节市实现地区生产总值1,901.36亿元, 同比增长8.0%, 但绝对值有所下滑。其中, 第一产业增加值439.36亿元, 同比增长5.7%; 第二产业增加值520.67亿元, 同比增长6.8%; 第三产业增加值941.33亿元, 同比增长9.9%, 三次产业结构比例由2018年的21.6:36.3:42.1调整为2019年的23.1:27.4:49.5, 第三产业占比进一步上升, 第二产业发展相对薄弱。人均地区生产总值为28,378元, 为全国人均GDP的40.03%, 经济发展水平仍然较低。

依托于丰富的资源, 毕节市形成了煤炭、化工、电力等支柱产业, 以及新能源汽车、烟草、核桃、中药材等特色产业。2019年全市规模以上工业增加值同比增长5.3%。支柱产业继续发力。分行业看, 规模以上采矿业增加值同比增长20.2%, 规模以上制造业增加

值同比下降 10.6%，规模以上电力、热力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增长 17.2%。规模以上工业企业利润总额 24.12 亿元，同比增长 47.6%；营业收入利润率 4.4%，提高 1.85 个百分点。

2019 年，全市固定资产投资同比增长 0.9%，增速较上年大幅下降。其中，工业投资同比增长 34.1%，交通投资同比下降 45.1%，房地产开发完成投资同比增长 28.2%。全市商品房销售面积 615.40 万平方米，同比增长 10.6%；商品房销售额 270.76 亿元，同比增长 8.9%。2019 年毕节市社会消费品零售总额同比增长 6.3%，社会消费保持增长。2019 年全市进出口总额为 2.22 亿美元，同比增长 2.5%；其中，进口总额 1,548 万美元，同比下降 72.4%；出口总额 2.07 亿美元，同比增长 28.6%。金融方面，2019 年毕节市贷款余额保持较快增长，同比增长 17.6%，但存款余额同比略降 0.5%。

表 1 毕节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）	1,901.36	8.0%	1,921.43	10.2%
第一产业增加值	439.36	5.7%	414.76	6.9%
第二产业增加值	520.67	6.8%	697.03	9.3%
第三产业增加值	941.33	9.9%	809.64	12.5%
规模以上工业增加值	-	5.3%	-	10.5%
固定资产投资	-	0.9%	-	12.0%
社会消费品零售总额	-	6.3%	384.58	8.5%
进出口总额（亿美元）	2.22	2.5%	2.17	5.6%
存款余额	1,902.14	-0.5%	1,911.69	4.0%
贷款余额	1,860.07	17.6%	1,581.43	19.7%
人均 GDP（元）		28,378		28,794
人均 GDP/全国人均 GDP		40.03%		44.54%

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2018-2019 年毕节市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019 年毕节市实现公共财政收入 130.25 亿元，同比增长 0.11%；实现政府性基金收入 153.66 亿元，同比增长 16.19%；上级补助收入 476.85 亿元，同比增长 21.00%。

目前，毕节市有 3 家主要基建投融资平台，其中毕节市开源建设投资（集团）有限公司唯一股东为毕节市人民政府，毕节市信泰投资有限公司及公司唯一股东均为毕节市国有资产监督管理委员会，3 家主要平台其他简况如下表所示。

表 2 2019 年毕节市主要基建投融资平台情况（单位：亿元）

公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	营业收入	利润总额	主营业务
毕节市开源建设投资（集团）有限公司	829.09	521.48	37.10%	35.69	8.80	主要从事毕节市城区、德溪新区、七星关经开区等区域基础设施建设及保障性住房建设等业务
毕节市信泰投资有限公司	760.10	428.79	43.59%	34.33	4.73	主要从事毕节市南部新区、金海湖新区和大方县的基础设施建设及土地开发整理业务，以及毕节市汽车运输、金融服务和商品销售等业务
毕节市建设投资有限公司	373.69	156.59	58.10%	7.58	1.15	主要从事毕节市城区及周边地区基础设施建设及棚户区改造等市政项目建设业务

资料来源：中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司是毕节市重要的市政项目建设主体，近年收入基本来源于市政项目建设业务。2019 年公司营业收入达到 7.58 亿元，同比增长 12.23%；综合毛利率 9.29%，同比下降 9.30 个百分点；收入规模及综合毛利率基本由市政项目建设业务变动影响决定。公司其他业务收入规模不大，其中租赁业务主要系毕节宾馆及部分土地对外出租。

表 3 公司营业收入结构和毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
市政项目建设业务	75,703.32	9.22%	67,263.45	18.31%
租赁业务	83.80	44.08%	287.93	83.72%
咨询费收入	22.70	100.00%	0.00	-
合计	75,809.82	9.29%	67,551.38	18.59%

注：2018 年数据来自 2019 年审计报告上期数。

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司市政项目建设业务收入进一步增长但毛利率继续下滑，未来短期内市政项目建设业务收入来源较有保障，但同时也面临较大资金压力

公司受毕节市政府委托，承建毕节市基础设施项目，主要通过两种模式进行。一是项目在项目竣工后，由毕节市人民政府按经政府财政评审或者第三方审计后确认的项目成本的110%一次性支付工程项目款，公司获得项目成本的10%作为投资收益；二是项目由毕节市人民政府向公司提供委托代建工程款，并按经政府财政评审或者第三方审计后确认的项目成本的10%或者15%向公司支付代建管理费。

实际账务处理上，2019年公司按照成本加成一定比例（15%或10%）而非只确认代建

管理费的方式确认市政项目建设业务收入，本期确认了包括新双大道、职教城高新路网等在内的市政项目建设业务收入7.57亿元，同比增长12.55%，主要系当期结算确认收入的项目规模增长所致。毛利率方面，因当期确认收入项目的实际成本加成比例下降较多，较低毛利率项目收入规模占比提升，市政项目建设业务毛利率因此降至9.22%。

表 4 2019 年公司市政项目建设业务收入确认情况（单位：万元）

项目名称	当期确认收入	当期结转成本
新双大道	24,408.41	21,861.45
职教城	21,443.49	19,205.91
梨新大道	7,250.54	6,493.97
经开区 2015 年度城市棚改	4,791.04	4,486.15
毕节高新技术产业基地一期道路网工程	4,656.91	4,360.56
毕节市 2013-2014 年棚改项目	4,020.03	3,764.21
大方金鱼村至龙昌村环境整治工程	3,376.60	3,161.72
威宁 2013 年草海镇人民南路和解放路棚户区	3,010.31	2,818.75
南部新区	2,371.28	2,220.38
农发行贷款项目工程	374.7	350.86
合计	75,703.32	68,723.95

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建项目情况如下表所示，其中本期债券募投项目中的毕节高新技术产业基地一期道路网工程、大方金鱼村至龙昌村环境整治工程、威宁2013年草海镇人民南路和解放路棚户区尚在建设，其余三个募投项目已完工，各项目根据政府结算情况逐步确认收入、回款。截至2019年末，公司主要在建项目预计总投资108.88亿元，累计已投资84.48亿元，剔除已投资大于总投资项目，尚需投资额为33.93亿元，其中27.72亿元尚需投资项目已签订代建协议，未来短期内公司收入来源较有保障，但同时也面临较大资金压力。

表 5 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	是否签订代建协议
新双大道	164,086.90	258,349.72	-	是
职教城	264,427.54	241,844.06	22,583.48	是
毕节市 2013-2014 年棚改项目	248,452.16	114,332.21	134,119.95	是
梨新大道	110,305.00	67,547.82	42,757.18	是
毕节高新技术产业基地一期道路网工程*	84,567.56	48,807.20	35,760.36	是
大方金鱼村至龙昌村环境整治工程*	57,844.93	35,388.75	22,456.18	是
威宁 2013 年草海镇人民南路和解放路	51,117.72	31,549.87	19,567.85	是

棚户区*				
小计	980,801.81	797,819.63	277,245.00	-
南部新区	60,825.65	26,099.37	34,726.28	否
经开区 2015 年度城市棚改	47,185.38	19,865.90	27,319.48	否
合计	1,088,812.84	843,784.90	339,290.76	-

注：1、尚需投资额合计数已剔除考虑累计已投资大于预计总投资项目；

2、“*”为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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亚太（集团）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，报告均采用新会计准则编制。2019 年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模有所下降，主要由应收款项和存货构成，整体流动性较弱

截至 2019 年末，公司资产规模为 373.69 亿元，同比下降 5.35%，主要系当期偿还债务所致。期末公司受限资产 57.52 亿元，占总资产的比重达 15.39%。2019 年末流动资产占比 91.40%，仍是公司资产主要构成。

表 6 公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	27,264.85	0.73%	92,237.80	2.34%
应收账款	307,095.22	8.22%	256,392.72	6.49%
预付款项	236,060.49	6.32%	301,894.95	7.65%
其他应收款（非合计）	640,616.21	17.14%	610,770.62	15.47%
存货	2,187,951.44	58.55%	2,209,513.42	55.96%
流动资产合计	3,415,602.98	91.40%	3,487,224.28	88.33%
可供出售金融资产	37,264.33	1.00%	177,490.45	4.50%
长期应收款	172,000.00	4.60%	172,000.00	4.36%
投资性房地产	46,871.09	1.25%	48,771.60	1.24%
无形资产	35,902.03	0.96%	36,021.83	0.91%
非流动资产合计	321,339.45	8.60%	460,942.08	11.67%

资产总计	3,736,942.43	100.00%	3,948,166.36	100.00%
-------------	---------------------	----------------	---------------------	----------------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

流动资产方面，2019 年末公司货币资金为 2.73 亿元，同比下降 70.44% 主要系当期投资及债务还款支出较多所致；期末货币资金受限规模为 0.01 亿元。2019 年末应收账款账面价值 30.71 亿元，同比增长 19.78%，主要系应收毕节市财政局工程款增加所致；期末应收毕节市财政局款项 29.75 亿元，其他主要欠款方包括大方金凤城镇开发建设投资有限公司、贵州劲达房地产开发有限公司大方分公司、凯里市腾龙凯悦酒店管理有限责任公司（民企）等，坏账准备余额为 1.77 亿元，主要系应收大方金凤城镇开发建设投资有限公司款项账龄较长，公司将该部分款项并入账龄分析法计提坏账，期末该笔款项坏账准备余额已达 1.42 亿元，账面价值剩余 0.95 亿元，仍存在较大的坏账风险。2019 年末预付款项余额 23.61 亿元，同比减少 21.81%，主要系部分项目工程款结算转出所致；期末主要为预付贵州毕节经济开发区兴业投资运营有限公司、毕节洪山国际大酒店有限公司、贵州建工集团有限公司、毕节市扶贫开发办公室等单位工程款。2019 年末其他应收款账面价值为 64.06 亿元，同比增长 4.89%，主要为拆借给其他公司的有息借款以及与关联方、政府单位的往来款；年末单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款账面价值 15.81 亿元，主要欠款方除贵州众隆集团有限公司（账面价值 1.19 亿元）为民企外其他均为国有企业，坏账准备余额合计 2.06 亿元；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面价值 3.81 亿元，账龄在 1 年以上的款项余额占比达 86.88%，主要集中在 1 至 2 年、2 至 3 年，期末坏账准备余额合计 0.84 亿元，若未来短期内相关款项仍无法及时回收，仍存在进一步坏账风险。

2019 年末存货账面价值 218.80 亿元，同比变化较小，主要为待开发土地及开发成本，待开发土地账面价值 145.82 亿元，近年规模基本稳定，均为出让性质商住用地、工业用地以及城镇混合住宅用地等，其中因贷款担保受限规模 48.75 亿元，占比 33.43%；开发成本账面价值 72.97 亿元，主要系市政项目施工投入。

非流动资产方面，2019 年末可供出售金融资产账面价值 3.73 亿元，均按成本计量，同比大幅减少 79.00%，主要系减少对试验区开发生态建设（浦发）投资基金管理中心、毕节市新型城镇化发展投资基金管理中心、毕节金海贵中科扶贫发展基金管理中心等多个基金管理中心投资所致。长期应收款账面价值 17.20 亿元，系市级主管、县级实施的用于 18 个极贫乡镇贫困村出列人居环境建设项目的投资基金，公司仅为代收代付。2019 年末投资性房地产账面价值 4.69 亿元，均按成本计量，期末主要为房屋及建筑物。2019 年末无形资产账面价值 3.59 亿元，主要系政府注入的 2 万亩耕地占补平衡指标以及公益性质土地。

总体来看，2019 年公司资产规模有所下降，期末仍主要由应收款项和存货构成，两者

合计占比 83.91%，其他包括长期应收款及无形资产等变现能力差；应收款项主要应收对象为政府与关联方，回收时间不确定，对公司资金形成较大占用，与其他公司之间的应收款项账龄略长，后续仍存坏账风险；存货主要为待开发土地和代建项目，土地资产集中变现较为困难，且价值易受土地一级市场波动的影响，在建工程流动性较差；同时受限资产规模为 57.52 亿元，占总资产的比重达 15.39%；公司资产整体流动性较弱。

盈利能力

2019 年公司收入增长、业务毛利率下滑，未来短期内收入来源仍较有保障，但仍需关注应收款项坏账风险及政府支持情况

公司是毕节市重要的市政项目建设主体，近年收入基本来源于市政项目建设业务。2019 年公司营业收入达到 7.58 亿元，同比增长 12.23%，主要系当期市政建设项目结算规模增加，带动收入增长所致；综合毛利率 9.29%，同比下降 9.30 个百分点，主要系市政项目建设业务毛利率下滑所致。截至 2019 年末，已签订代建协议的市政建设项目尚需投资 27.72 亿元，未来随着项目的完工结算，短期内收入来源仍较有保障。

2019 年公司财务费用为-1.64 亿元，充盈了公司利润，仍系公司前期对关联方出借资金产生利息收入较多所致。但由于当期业务毛利率下滑、应收款项坏账准备的计提导致资产减值损失侵蚀了较多利润，且当期依旧未获得相关政府补助，使得 2019 年公司利润总额降至 1.15 亿元，同比下滑 30.76%。未来仍需关注应收款项坏账风险及政府支持情况。

表 7 公司盈利能力主要指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	75,809.82	67,551.38
财务费用	-16,412.35	-16,920.71
资产减值损失	9,100.56	9,900.47
营业利润	11,461.74	16,576.94
利润总额	11,461.63	16,554.44
综合毛利率	9.29%	18.59%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019 年公司主营业务回款情况差，筹资活动继续保持现金净流出状态，未来仍然面临较大的资金压力

2019 年公司主营业务回款情况差，当期收现比大幅降至 0.001，主要系当期市政建设

业务回款较差所致。公司其他与经营活动有关的现金流主要由代收代付款产生，由于当期代收款现金流入规模较大，经营活动现金净流入规模达到 3.06 亿元。

2019 年公司投资活动现金流规模相对较小，投资现金流出主要系新增对贵州绿色产业扶贫投资基金（有限合伙）的投资支出。公司筹资活动现金流主要由偿还债务本息、收付其他单位借款产生，由于当期偿还债务本息、支付其他单位借款金额较大，且未取得新增借款及投资，导致筹资活动现金净流出达 9.19 亿元；公司账面货币资金大幅减少，若短期内应收款项回款情况仍然不佳，在市政建设项目尚需投资及债务偿付需求下，公司仍然面临较大的资金压力。

表 8 公司主要现金流量指标情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.001	1.07
销售商品、提供劳务收到的现金	67.91	72,000.00
收到其他与经营活动有关的现金	58,738.00	159,202.65
经营活动现金流入小计	58,805.91	231,202.65
购买商品、接受劳务支付的现金	23,633.65	305,791.10
支付其他与经营活动有关的现金	3,997.37	193.69
经营活动现金流出小计	28,227.77	307,687.23
经营活动产生的现金流量净额	30,578.14	-76,484.58
投资活动产生的现金流量净额	-3,656.64	-13,944.80
筹资活动产生的现金流量净额	-91,894.45	-118,159.57
现金及现金等价物净增加额	-64,972.95	-208,588.95

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构和财务安全性

公司有息债务规模依然较大，未来仍面临较大的偿债压力

由于当期借款净减少规模较大，2019 年末公司负债总额降至 217.11 亿元，同比减少 9.23%；在所有者权益变动较小情况下，2019 年末产权比率降至 138.65%，所有者权益对债务的偿付保障能力提升但仍然较弱，流动负债仍是公司债务的主要构成。

表 9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	2,171,063.70	2,391,936.62
所有者权益合计	1,565,878.73	1,556,229.74
产权比率	138.65%	153.70%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

流动负债方面，2019 年末应付账款余额 8.46 亿元，同比大幅减少 33.70%，主要系部

分项目结算、应付工程款净减少所致；期末应付工程款及土地价款占比分别为 54.35%、45.62%。2019 年末其他应付款同比变动较小，其中应付往来款占比达到 98.78%，主要为应付毕节金农基金管理中心、贵州毕节经开区兴业投资运营有限责任公司、毕节市信泰投资有限公司、贵州毕节双山建设投资有限公司、大方县建设投资有限公司等单位往来拆借款，其中有息借款规模 33.72 亿元。2019 年末一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款及应付债券构成。

非流动负债方面，2019 年末长期借款余额 37.13 亿元，同比减少 18.02%，主要系当期部分借款偿还及转入一年内到期的非流动负债所致，期末信用借款规模增加，占比达到 64.64%，较上年提升 22.25 个百分点，公司仍与较多金融机构保持了合作关系。2019 年末应付债券余额为 19.97 亿元，系“15 毕节建投债”、“17 毕节管廊 01”、“17 毕节管廊 02”债券剩余本金。2019 年末长期应付款为 25.89 亿元，系应付国开发展基金有限公司、贵州省贵民发展投资有限责任公司带息款项及项目建设配套资金、政府置换转贷资金等。

表 10 公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	84,609.06	3.90%	127,617.03	5.34%
其他应付款（合计）	1,011,840.87	46.61%	1,068,397.84	44.67%
一年内到期的非流动负债	181,498.00	8.36%	123,290.00	5.15%
流动负债合计	1,341,238.36	61.78%	1,374,609.34	57.47%
长期借款	371,295.00	17.10%	452,928.00	18.94%
应付债券	199,657.63	9.20%	233,288.96	9.75%
长期应付款	258,872.72	11.92%	285,110.32	11.92%
非流动负债合计	829,825.34	38.22%	1,017,327.28	42.53%
负债合计	2,171,063.70	100.00%	2,391,936.62	100.00%
其中：有息债务	1,137,684.57	52.40%	1,503,942.91	62.88%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年末公司有息债务主要由其他应付款中的有息债务、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券以及长期应付款中的有息债务等构成，合计为 113.77 亿元，占总负债的比重为 52.40%，规模仍然较大。根据公司提供的 2020-2022 年有息债务本金偿还计划，未来三年内公司需合计偿付有息债务本金 48.56 亿元。

表 11 2020-2022 年公司有息债务本金偿付计划（单位：万元）

年份	当期偿还本金
2020 年	267,125.80
2021 年	121,738.25

2022 年	96,731.90
合计	485,595.95

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司资产负债率小幅下降至 58.10%，EBITDA 利息保障倍数提升至 1.58，但指标表现仍较一般；同时有息债务规模仍然较大，与 EBITDA 之比达到 44.68，盈利对债务本金偿付保障能力弱。2019 年末现金短期债务比大幅降至 0.10，未来短期内公司仍然存在较大的债务集中偿付压力。此外中证鹏元也考虑到，公司主要在建项目尚需投资规模较大，后续债务融资规模可能继续增加，未来公司的债务压力存在进一步加重的可能性。

表 12 公司偿债能力指标

项目	2019 年	2018 年
资产负债率	58.10%	60.58%
现金短期债务比	0.10	0.75
EBITDA 利息保障倍数	1.58	0.69
有息债务/EBITDA	44.68	44.41

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

公司以其持有的 30 宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，能继续为本期债券的偿还提供进一步保障；但需关注抵押资产未按要求重新评估

公司以自身及下属企业合法拥有的土地使用权为本期债券提供抵押担保，以保障债券的本息按照约定如期足额兑付，一旦公司出现偿债困难，则可通过行使抵押权以清偿债务。

公司原拟用于抵押的土地共 33 宗，土地总面积 156.23 万平方米，实际完成抵押登记 30 宗，面积 133.24 万平方米。截至 2020 年 6 月末，公司未对原拟用于本期债券抵押的土地使用权毕国用（2011）第 A019 号、毕国用（2011）第 A039 号、毕国用（2011）第 A040 号进行抵押登记，该等土地使用权面积 229,924.57 平方米（见下表）。

抵押比率方面，抵押资产监管协议要求在本期债券存续期间，抵押资产的价值总额与本期债券未偿还本金的比率（以下简称“抵押比率”）不应低于 1.8 倍。抵押资产存续期间评估方面，抵押资产监管协议中约定在本期债券的存续期间，当监管人有合理的理由认为需对抵押资产的价值进行重新评估的或者公司拟对抵押资产追加、置换、释放时，应当聘请具备相应资质的资产评估机构对其进行评估并出具评估报告；公司将在本期债券的本息全部清偿完毕之前聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。本期债券存续期间，年度评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息首日，

年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的 20 个工作日。

根据贵州亚太房地产土地评估有限公司出具的黔亚太土评[2013]074 号、黔亚太土评[2013]075 号、黔亚太土评[2013]076 号土地估价报告（估价基准日均为 2013 年 11 月 20 日），公司 33 宗土地评估价值共计 362,446.84 万元，已完成抵押登记的 30 宗土地评估价值总计 300,866.44 万元，30 宗土地评估价值为本期债券未偿还本金的 4.70 倍，满足抵押资产监管协议的要求，能为本期债券的偿还提供进一步保障。但中证鹏元也关注到截至 2020 年 6 月末公司未按约定对抵押资产的价值进行跟踪评估。

表 13 公司用于抵押担保土地情况（单位：平方米、万元）

权证编号	位置	性质	用途	面积	评估值	他项权证号
未完成抵押登记						
毕国用（2011）第 A019 号	梨树镇联合村	出让	商住	136,433.60	19,303.78	
毕国用（2011）第 A039 号	毕节市德沟	出让	商业	47,333.57	21,404.24	
毕国用（2011）第 A040 号	毕节市德沟	出让	商住	46,157.40	20,872.38	
小计				229,924.57	61,580.40	
已完成抵押登记						
方国用（2012）第 170001 号	大方县大方镇龙昌村	出让	商住	39,068.00	9,313.81	方他项（2015）第 00001 号
方国用（2012）第 170002 号	大方县大方镇金鱼村	出让	商住	50,132.00	11,951.47	
方国用（2012）第 170003 号	大方县大方镇蔬菜村	出让	商住	9,091.00	2,167.29	
方国用（2012）第 170004 号	大方县大方镇新庄村	出让	商住	4,967.00	1,184.13	
方国用（2012）第 170005 号	大方县大方镇庆云村	出让	商住	67,999.00	16,210.96	
方国用（2012）第 170006 号	大方县大方镇新庄村	出让	商住	1,754.00	418.15	
方国用（2012）第 170008 号	大方县大方镇蔬菜村	出让	商住	7,654.00	1,824.71	
方国用（2012）第 170009 号	大方县大方镇龙昌村	出让	商住	28,306.00	6,748.15	
方国用（2012）第 170010 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	27,794.00	6,495.46	
方国用（2012）第 170011 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	42,933.00	10,033.44	
方国用（2012）第 170012 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	69,730.00	16,295.90	
方国用（2012）第 170013 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	36,968.00	8,639.42	
方国用（2012）第 170014 号	大方县大方镇余石村	出让	商住	53,634.00	11,992.56	

方国用（2012）第 170015 号	大方县大方镇余石村	出让	商住	52,014.00	11,630.33		
方国用（2012）第 170016 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	18,098.00	4,229.50		
方国用（2012）第 170017 号	大方县大方镇白石村	出让	商住	66,799.00	15,610.93		
方国用（2012）第 170018 号	大方县大方镇龙昌村、庆云村、云龙村	出让	商住	33,333.00	7,946.59		
方国用（2012）第 170019 号	大方县大方镇庆云村、云龙村	出让	商住	33,003.00	7,867.92		
方国用（2012）第 170020 号	大方县大方镇云龙村	出让	商住	8,491.00	2,024.25		
方国用（2012）第 170021 号	大方县大方镇云龙村	出让	商住	51,735.00	12,333.62		
方国用（2012）第 170022 号	大方县大方镇关井村	出让	商住	32,742.00	7,805.69		
威国用（2011）第 CT040 号	威宁县草海镇下坝村	出让	商业	32,821.10	7,634.19		威他项 (2015) 第 T001 号
威国用（2011）第 CT041 号	威宁县草海镇下坝村	出让	商业	44,085.00	10,254.17		
威国用（2011）第 CT042 号	威宁县草海镇大洼塘村	出让	商业	30,508.90	7,096.37		
威国用（2012）第 CT052 号	威宁县草海镇大洼塘村、下坝村	出让	商住	104,126.60	21,606.27		
威国用（2012）第 CT053 号	威宁县草海镇大洼塘村	出让	商业	69,274.90	16,113.34		
威国用（2012）第 CT054 号	威宁县草海镇海边村	出让	商住	43,657.60	9,058.95		
威国用（2012）第 CT055 号	威宁县草海镇海边村	出让	商住	50,643.00	10,508.42		
威国用（2012）第 CT056 号	威宁县草海镇燎原村	出让	商住	141,640.90	29,390.49		
威国用（2012）第 CT057 号	威宁县羊街镇棒木村	出让	商住	79,421.50	16,479.96		
小计	-	-	-	1,332,424.50	300,866.44	-	
合计	-	-	-	1,562,349.07	362,446.84	-	

资料来源：黔亚太土评[2013]074 号、黔亚太土评[2013]075 号、黔亚太土评[2013]076 号土地估价报告

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司本部提供的企业信用报告，从2017年6月15日至报告查询日2020年6月15日，

公司本部、子公司毕节试验区乡村建设投资发展有限公司及子公司毕节市乌蒙文化产业发展有限公司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；期间内公司及上述子公司其他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 年末公司对外担保余额合计 39.80 亿元，担保规模较大，与期末净资产之比为 25.42%。其中，被担保方毕节洪山国际大酒店有限公司为民营企业，涉及担保余额 2,000 万元，其余均为国有企业；包括对毕节洪山国际大酒店有限公司等单位合计涉及 31.29 亿元的担保均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 14 截至 2019 年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保余额	担保到期日	是否有反担保
大方县油杉河旅游区投资开发服务有限公司	10,000.00	2,490.00	2020 年 12 月 10 日	否
毕节市信泰投资有限公司	20,000.00	20,000.00	2020 年 12 月 10 日	否
	10,000.00	0.00	2020 年 12 月 10 日	否
	20,000.00	20,000.00	2020 年 12 月 10 日	否
	22,000.00	22,000.00	2033 年 12 月 27 日	否
贵州毕节双山建设投资有限公司	5,000.00	2,000.00	2024 年 12 月 14 日	否
	25,000.00	19,800.00	2021 年 4 月 10 日	否
	25,000.00	19,800.00	2021 年 4 月 10 日	否
	45,000.00	39,999.78	2022 年 4 月 28 日	否
	34,500.00	34,500.00	2036 年 5 月 20 日	否
大方县建设投资有限公司	10,500.00	7,350.36	2021 年 1 月 28 日	否
毕节市安方建设投资（集团）有限公司	120,000.00	120,000.00	2025 年 4 月 26 日	否
毕节洪山国际大酒店有限公司	2,000.00	2,000.00	2020 年 9 月 18 日	否
毕节飞雄机场有限责任公司	3,000.00	3,000.00	2020 年 1 月 30 日	否
毕节市兴农城乡建设发展有限公司	35,050.00	35,050.00	2028 年 7 月 31 日	是
贵州百里杜鹃森林公园开发有限公司	50,000.00	50,000.00	2034 年 11 月 11 日	是
合计	437,050.00	397,990.14	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2019 年毕节市实现地区生产总值 1,901.36 亿元，同比增长 8.0%，区域内煤炭、化工、电力等支柱产业继续发力，全市规模以上工业增加值同比增长 5.3%，为公司发展提供良

好外部环境；截至 2019 年末公司已签订代建协议项目尚需投资 27.72 亿元，未来随着项目的竣工结算，公司收入来源较有保障；公司实际以其合法拥有的 33 宗土地使用权为本期债券的还本付息提供担保，其中已完成抵押登记的 30 宗土地评估价值总计 300,866.44 万元（估价基准日均为 2013 年 11 月 20 日），是本期债券未偿还本金的 4.70 倍，仍能有效提升本期债券的安全性。

同时中证鹏元也关注到截至 2019 年末公司资产主要由应收款项和存货构成，两者合计占比 83.91%，公司资产整体流动性较弱。截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投资额 33.93 亿元，期末账面货币资金大幅减少，若短期内应收款项回款情况仍然不佳，在市政建设项目尚需投资及债务偿付需求下，公司仍然面临较大的资金压力。截至 2019 年末公司有息债务合计 113.77 亿元，占总负债的比重为 52.40%，规模仍然较大；有息债务与 EBITDA 之比达到 44.68，盈利对债务本金偿付保障能力很弱；2019 年末现金短期债务比大幅降至 0.10，根据公司提供的 2020-2022 年有息债务本金偿还计划，未来短期内公司仍然存在较大的债务集中偿付压力。公司实际用于本期债券抵押担保的土地为 30 宗，抵押资产评估报告最新评估基准日为 2013 年 11 月 20 日，截至 2020 年 6 月末评估报告已过有效期，未重新评估。截至 2019 年末公司对外担保余额合计 39.80 亿元，担保规模较大，与期末净资产之比为 25.42%，存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，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	27,264.85	92,237.80	351,676.75
应收账款	307,095.22	256,392.72	285,663.44
预付款项	236,060.49	301,894.95	96,007.55
其他应收款	640,976.84	610,931.24	605,908.41
存货	2,187,951.44	2,209,513.42	1,456,997.09
可供出售金融资产	37,264.33	177,490.45	167,490.45
长期应收款	172,000.00	172,000.00	172,000.00
总资产	3,736,942.43	3,948,166.36	3,908,646.91
其他应付款	1,011,840.87	1,068,397.84	929,563.60
一年内到期的非流动负债	181,498.00	123,290.00	80,000.00
长期借款	371,295.00	452,928.00	557,255.00
应付债券	199,657.63	233,288.96	329,220.57
长期应付款	258,872.72	285,110.32	293,046.21
总负债	2,171,063.70	2,391,936.62	2,364,307.20
有息债务	1,137,684.57	1,503,942.91	1,898,399.71
所有者权益	1,565,878.73	1,556,229.74	1,544,339.70
营业收入	75,809.82	67,551.38	54,210.08
营业利润	11,461.74	16,576.94	35,306.05
净利润	9,798.99	12,490.04	26,013.28
经营活动产生的现金流量净额	30,578.14	-76,484.58	12,903.17
投资活动产生的现金流量净额	-3,656.64	-13,944.80	-383,998.17
筹资活动产生的现金流量净额	-91,894.45	-118,159.57	479,365.17
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	9.29%	18.59%	88.69%
收现比	0.001	1.07	0.55
产权比率	138.65%	153.70%	153.10%
资产负债率	58.10%	60.58%	60.49%
现金短期债务比	0.10	0.75	1.85
EBITDA（万元）	25,463.47	33,866.58	57,507.21
EBITDA 利息保障倍数	1.58	0.69	0.98
有息债务/EBITDA	44.68	44.41	33.01

注：2017年资本化和费用化利息之和用现金流量表“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”数据。
 资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年末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
毕节市乌蒙文化产业发展有限公司	50,000	69.68%	文化项目规划、建设、策划，文化广告，文化体育地产开发等
毕节试验区乡村建设投资发展有限公司	30,000	96.42%	农村项目规划、建设承接、其他建设项目的开发建设等

资料来源：公司2019年审计报告及国家企业信用信息公示系统

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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{一年内到期的非流动负债} + \text{其他应付款中的计息部分} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中计息部分}$

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。