



2018年邵阳赛双清建设投资经营集团有限公司公司债券(第一期)、(第二期)2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



2018年邵阳赛双清建设投资经营集团有限公司公司债券（第一期）、（第二期）2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
18 赛双清债 01 信用等级	AAA	AAA
18 赛双清债 02 信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-27	2020-09-11

债券概况

债券简称:

第一期: 18 赛双清债 01/PR 邵赛 01

第二期: 18 赛双清债 02/18 邵赛 02

债券剩余规模: 8.6 亿元 (其中: 第一期: 5.6 亿元, 第二期: 3 亿元)

债券到期日期: 第一期: 2025 年 03 月 26 日, 第二期: 2025 年 11 月 28 日

偿还方式: 两期均为单利按年计息, 附设提前还本条款, 即在债券存续期的第 3 至 7 年末分别按照债券发行总额 20% 偿还债券本金

增信方式: 保证担保

担保主体: 重庆三峡融资担保集团股份有限公司

联系方式

项目负责人: 刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员: 蒋晗
jianghan@pyrating.cn

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对邵阳赛双清建设投资经营集团有限公司（以下简称“邵阳赛双清”或“公司”）及其 2018 年 3 月 26 日发行的公司债券（第一期）（简称“18 赛双清债 01”）与 2018 年 11 月 28 日发行的公司债券（第二期）（简称“18 赛双清债 02”）的 2021 年跟踪评级结果为：18 赛双清债 01 和 18 赛双清债 02（以下合称“本期债券”）信用等级均维持为 AAA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司基础设施建设业务持续性较好，收入来源较有保障，且持续获得较大力度的外部支持；同时，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保仍能有效提升债券的信用水平。但我们也关注到，公司整体资产流动性偏弱，建设资金压力较大，偿债压力较大以及存在一定或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	165.50	133.97	99.21
所有者权益	75.84	58.03	44.45
总债务	74.53	66.96	50.59
资产负债率	54.18%	56.69%	55.19%
现金短期债务比	0.78	1.26	3.43
营业收入	5.87	4.26	4.13
其他收益	1.19	1.22	1.39
利润总额	1.30	1.28	1.28
销售毛利率	10.17%	10.88%	8.99%
EBITDA	1.52	1.50	1.51
EBITDA 利息保障倍数	0.33	0.45	0.57
经营活动现金流净额	-10.86	-14.63	-8.47
收现比	0.62	0.17	0.89

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司基础设施建设业务收入来源较有保障。**公司主要从事新邵县基础设施建设，在区域内业务获取方面具有一定垄断性；公司代建业务持续投资建设，为公司的收入来源提供了稳定的保障。
- **公司持续获得外部较大力度的支持。**2020年新邵县人民政府将59宗土地注入公司，按照评估价值16.60亿元入账，等额增加公司的资本公积；同时，当期公司继续获得新邵县人民政府给予的财政补贴。
- **三峡担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，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仍能有效提升本期债券信用水平。

关注

- **公司整体资产流动性偏弱。**公司资产主要由存货及应收款项构成，存货主要系土地、林权及工程施工，已抵押土地金额高，受限比例大；应收款项持续增长，占用公司较多资金，资产整体流动性偏弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，资金支出压力较大。**公司主业回款情况取决于政府的安排，近年收现比表现较差，同时项目建设尚需大量资金投入，经营活动现金流净流出规模较大，资金支出压力较大。
- **公司面临较大偿债压力。**公司总债务持续增加，占总负债比重高，EBITDA利息保障倍数较低；2021年及2022年公司预计偿还有息债务本金较多，整体偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保金额合计为7.10亿元，担保对象主要系学校和国企，均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年3月26日发行7年期7.00亿元公司债券18赛双清债01；于2018年11月28日发行的3.00亿元公司债券（第二期）18赛双清债02。两期债券募集资金原计划用于新邵县农业科技产业园建设项目。截至2020年12月31日，“18赛双清债01”募集资金专户余额为1,501.42万元；截至2020年12月31日，“18赛双清债02”募集资金专户余额为675.62元。

三、发行主体概况

2020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2020年末，公司注册资本仍为28,672.71万元。2020年10月，股东国开发展基金有限公司向新邵县人民政府转让公司3.42%的股权，本次转让完成后，新邵县人民政府股权占比由17.27%增加为20.69%，国开发展基金有限公司股权占比由27.73%降为24.31%，邵阳市人民政府国有资产监督管理委员会占55%，公司的实际控制人未发生变更，仍为邵阳市人民政府国有资产监督管理委员会。

2020年6月，公司董事会成员调整，董事由夏存良变更为喻璟辉和李栋，2021年1月公司总经理由谢文建变更为李威，监事会主席由孙艳慧变更为唐存晚，该职位变动仅为正常的工作调动和安排。

公司主要从事新邵县的基础设施建设和公共事业运营。2020年公司合并范围新增3家子公司，截至2020年12月末，公司纳入合并范围的子公司共17家，详见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
湖南润鑫置业发展有限公司	100%	5,000	房地产开发经营；房地产销售；物业管理	新设
邵阳星悦物业管理有限公司	100%	500	物业管理；清洁服务；停车场服务	新设
邵阳新邵长辉石化有限公司	51%	4,000	零售汽油、柴油	新设

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持

疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

2020年邵阳市经济持续增长，但增速明显放缓

依托于交通优势，近年来邵阳市经济保持增长，2020年实现地区生产总值2,250.81亿元，同比增长3.90%，但受疫情影响增速明显放缓。分产业来看，三次产业结构比由2019年的16.3：27.7：56.0调整为17.8：31.0：51.2，仍以第二、三产业为主，但第三产业占比有所下滑。2020年，邵阳市人均GDP为30,822.88元，占全国人均GDP的42.55%，经济发展水平仍较低。

从工业来看，2020年，邵阳市规模工业增加值增长4.1%，其中园区工业增长较快，省级及以上产业园区工业增加值增长5.6%，外商及港澳台企业增加值下滑明显。规模工业效益较好，全市规模工业企业实现主营业务收入2,219.7亿元，增长5.6%；实现利润总额105.9亿元，增长16.2%；利税总额137.2亿元，增长15.8%。

2020年邵阳市完成社会消费品零售总额1,208.8亿元，下降2.5%，实现网上社会消费品零售额13.2亿元、增长4.4%。疫情冲击下，邵阳市旅游市场、交通运输下滑明显，2020年，全市实现旅游总收入421.4亿元，下降19.2%；水路完成货运量121.6万吨，下降44.4%，公路水路完成客运量3,074.2万人，下降64.3%；相比之下，由于疫情利好邮电业务，全市完成邮电业务总量493.3亿元，增长46.4%。

固定资产投资是邵阳市经济增长的主要动力，2020年全市固定资产投资同比增长8.6%，工业投资增长16.3%，基础设施投资增长6.9%，房地产投资增长10.2%。同期，商品房施工面积1,764.7万平方米、

下降18.4%，但销售情况较好，商品房销售额、销售面积双双增长，增速分别为21.2%、14.0%，2020年，邵阳市商品房每平方米均价4,678.1元，增长6.3%。

表2 邵阳市 2019-2020 年主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,250.81	3.9%	2,152.48	8.0%
第一产业增加值	399.78	4.1%	351.31	3.3%
第二产业增加值	698.62	3.2%	595.61	7.1%
第三产业增加值	1,152.41	4.3%	1,205.55	9.8%
工业增加值	-	-	440.66	7.8%
固定资产投资	-	8.6%	-	9.7%
社会消费品零售总额	1,208.83	-2.5%	1,089.43	10.3%
进出口总额（亿美元）	38.01	1.1%	37.57	64.3%
存款余额	3,298.20	9.5%	3,011.32	5.5%
贷款余额	1,961.51	20.1%	1,633.86	15.1%
人均 GDP（元）		30,822.88		29,339
人均 GDP/全国人均 GDP		42.55%		41.39%

注：1）邵阳市 2020 年人均 GDP 数据根据 2020 年地区 GDP 与 2019 年末常住人口比值估算；2）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2019-2020 年邵阳市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年邵阳市实现一般公共预算地方收入105.3亿元，增长2.3%；实现政府性基金收入182.2亿元（快报数），同比增长39.6%；收到上级补助收入374.45亿元。

2020年新邵县经济持续增长，但增速有所放缓且区域总量规模偏小，整体实力偏弱

2020年新邵县经济持续增长，受新冠疫情影响，增速有所放缓，增长率4.0%，低于去年增速1.2个百分点；按常住人口计算，新邵县人均地区生产总值为2.11万元，为全国人均生产总值的29.17%，经济实力偏弱；三次产业结构由2019年的21.3:25.3:53.4调整为23.6:28.7:47.7，第三产业占比下滑。

工业方面，新邵县初步形成了矿产冶炼、水电、造纸、化工、机械制造、农产品加工、建筑材料、电子信息等八大工业优势产业，主要工业产品为有色金属、水泥、机制纸及纸板等；2020年产品的产销情况良好，产品销售率为96.0%；独立核算规模工业企业为218家；另外，2020年全县建筑业发展较好，房屋建筑施工面积同比增长16.6%、房屋建筑竣工面积增长5.5%。

固定资产投资是推动新邵县经济发展的主要动力。2020年，固定资产投资增速持续保持两位数增长，工业投资和基础设施投资是主要投资领域。

表3 新邵县 2019-2020 年主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	166.86	4.0%	160.06	5.2%
第一产业增加值	39.38	4.0%	34.07	3.0%

第二产业增加值	47.89	5.5%	40.56	-0.3%
第三产业增加值	79.59	3.2%	85.44	9.0%
工业增加值	34.69	5.4%	27.99	-1.3%
固定资产投资	123.43	10.7%	111.54	11.7%
社会消费品零售总额	91.94	2.3%	88.11	11.8%
进出口总额（亿美元）	1.95	30.7%	1.49	186.6%
存款余额	227.04	11.2%	204.22	1.6%
贷款余额	143.27	22.3%	117.15	19.5%
人均 GDP（元）		21,130		20,269
人均 GDP/全国人均 GDP		29.17%		28.59%

注：1) 新邵县 2020 年人均 GDP 数据根据 2020 年地区 GDP 与 2019 年末常住人口比值估算；
 资料来源：2019-2020 年新邵县国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020 年，新邵县实现公共财政收入 7.04 亿元，同比增长 3.5%，其中税收收入 4.50 亿元，增长 3.9%，占公共财政收入比重为 63.92%；2020 年政府性基金收入完成 15.08 亿元；同期新邵县公共财政支出为 49.20 亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 14.31%。

五、经营与竞争

2020 年公司的主营业务范围仍在新邵县，当期公司收入仍主要来源于基础设施建设业务，该业务收入占公司营业收入比重为 63.36%；工程施工业务增长快，已成为第二大业务；供水供电等业务稳定，公交收入受疫情影响有所下滑。此外，2020 年公司恢复门票及停车场收费，实现一定收入。

毛利率方面，基建业务毛利率表现稳定；工程施工业务毛利率降低较多，主要是由于该业务为市场化业务，收费高低不一，且公司在项目管理中，对成本的管理情况较差所致；供水业务中，供水管道延长，固定成本增加导致水费毛利率有一定下降；因新冠疫情影响，客流减少、公交停运导致公交业务亏损增加，公交业务毛利率下滑明显；总体来看，亏损的业务大多规模较小，而公司核心的基础设施建设业务及增长迅速的工程建设业务贡献了主要的收入和稳定的毛利率，因此公司 2020 年综合毛利率降低至 10.17%。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
1. 主营业务	57,016.74	8.77%	40,830.45	8.92%
基础设施建设收入	37,188.62	10.50%	35,357.80	10.50%
工程施工收入	16,293.18	10.28%	2,142.28	28.64%
水费收入	2,354.08	-13.17%	2,298.76	-8.40%
公交收入	356.74	-161.69%	514.55	-92.36%
门票收入及停车场收入	307.03	88.36%	-	-

电费收入	517.09	7.25%	517.05	-2.98%
2.其他业务	1,681.06	57.63%	1,802.95	55.28%
3.营业收入	58,697.80	10.17%	42,633.40	10.88%

注：主营业务收入中的其他来源于电费收入；其他业务收入来源于管网维护建设、房租、手续费、充电服务等业务。

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司主要以基础设施建设业务为主，收入较有保障，但项目回款慢；目前公司在建项目投资规模较大，未来面临较大的资金压力

公司主要采用政府回购的模式从事新邵县基础设施建设业务。根据公司与新邵县人民政府签订的《邵阳市新邵县基础设施项目委托建设及回购框架协议》约定，由新邵县人民政府授权的相关部门委托公司负责基础设施项目的投资管理和工程建设管理，项目建成后交付相关部门，由新邵县人民政府按照实际支出的项目建设成本并加计10%-20%进行回购；政府部门在项目建设的初期或实施阶段根据委托项目建设的实际需要先行拨付的项目建设资金可冲抵建设项目回购款；在项目建设阶段，由公司每年对已完工的项目出具项目费用结算单，经新邵县人民政府审核后确认基础设施建设成本及收入，相关款项作为公司应收项目回购款，由新邵县人民政府按项目建设的实际资金需要进行支付。

表5 公司基础设施建设收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	确认收入	结转成本	毛利率
2020 年	应急贷款项目水利类	4,839.47	4,334.48	10.43%
	农综服务平台	3,362.73	3,011.84	10.43%
	村务公开宣传栏项目	1,032.30	924.58	10.43%
	商贸物流弃土场大类	1,139.51	1,020.61	10.43%
	老年养护中心养护楼	1,292.60	1,157.72	10.43%
	大坪体育活动中心大类	2,237.15	2,003.71	10.43%
	生态园棚改城中村项目	5,970.99	5,347.93	10.43%
	新烂公路 1 标项目	1,113.85	997.62	10.43%
	大成粮油棚改项目	3,545.42	3,175.46	10.43%
	思源学校项目	1,891.13	1,693.79	10.43%
	新烂公路 4 标	1,437.81	1,287.78	10.43%
	杨柳配电工程	199.50	178.68	10.43%
	易地扶贫大类	5,068.92	4,539.99	10.43%
	白水洞安置点工程	1,834.99	1,643.51	10.43%
大坝至清水公路工程	2,222.26	1,990.37	10.43%	
	小计	37,188.62	33,308.07	-
2019 年	大成粮油棚改项目	12,485.98	11,183.10	10.43%
	改扩建及文体广场项目	6,871.14	6,154.15	10.43%
	体育馆建设项目	6,762.39	6,056.75	10.43%
	九龙路大类标识	4,871.13	4,362.84	10.43%
	塘口至白水洞公路工程	4,367.16	3,911.45	10.43%

其他零星项目	2,142.29	1,504.50	29.77%
小计	37,500.09	33,172.79	-

资料来源：公司提供

截至 2020 年末，公司主要在建的项目预计总投资为 73.26 亿元，已投资 52.15 亿元，基建业务收入来源较有保障，但需关注项目的建设进度。另外，代建项目现金回款情况易受政府资金调配影响，回收时间不确定。

表6 2020 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	累计已投资	是否签订回购协议
新邵县临江片区棚改项目	160,000.00	150,978.60	是
新邵县农村基础设施扶贫项目	72,067.70	54,019.56	是
新邵县农村综合服务平台建设项目	40,310.00	30,591.83	是
新邵县白水洞旅游区基础设施建设项目	35,085.62	23,984.01	是
其他	25,967.01	13,670.16	是
主要在建代建项目小计	333,430.33	273,244.16	-
新邵县农业科技产业园	149,816.08	129,490.43	否（本期募投项目）
新邵县城智能停车场及配套设施项目	73,683.84	504.03	自建项目
新邵旅游扶贫综合开发	47,686.81	25,432.73	自建项目
其他	128,015.26	92,815.31	自建项目
主要自建项目小计	399,201.99	248,242.50	-
合计	732,632.32	521,486.66	-

资料来源：公司提供

需要关注的是，本期债券募投项目即新邵县农业科技产业园建设项目总投资 14.98 亿元，原计划应于 2019 年 2 月完工，但因融资资金未到位，建设延迟，截至 2020 年底，已投资 12.95 亿元，整体已接近完工，仅剩零星扫尾工程在建。募投项目预计收益来源包括加工车间、企业总部研发楼、员工宿舍、冷链物流及交易市场销售收入以及停车位停车收费收入，目前建设进度缓慢，影响收益的实现。

总体来看，2020 年末，公司主要的在建项目尚需投资 21.11 亿元，有较大的资金压力。

工程建设业务快速增长，已成为公司第二大业务

工程建设业务主要来源于子公司湖南宏拓建设有限公司，该公司具备建筑工程施工总承包二级、建筑装饰装修工程专业承包二级、市政公用工程施工总承包三级、钢结构工程专业承包三级和城市及道路照明工程专业承包三级资质，公司业务范围主要为湖南省内。公司为进行市场化转型，逐渐开始拓宽现有工程业务范围，2020 年，公司工程建设收入同比增长 6.6 倍，占公司当期营业收入的比例为 27.76%。

表7 公司工程施工收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	所属公司	确认收入	结转成本	毛利率
2020	桑德循环经济产业园二期标准厂房、道路	湖南宏拓建设有限公司	7,382.20	6,496.33	12.00%

年	工程				
	新邵县融媒体中心	湖南宏拓建设有限公司	317.07	282.19	11.00%
	新邵县湘春路道路工程	湖南宏拓建设有限公司	222.91	200.62	10.00%
	辰溪县城亮化工程	湖南宏拓建设有限公司	9.17	8.26	10.00%
	溪江月小区售楼部工程	湖南宏拓建设有限公司	137.61	110.09	20.00%
	桑德循环经济产业园二期标准厂房建设项目附属工程	湖南宏拓建设有限公司	2,192.04	1,929.00	12.00%
	道县下蒋学校综合楼建设工程项目	湖南宏拓建设有限公司	18.43	16.58	10.00%
	新邵县强制隔离戒毒所和拘留所	湖南宏拓建设有限公司	917.43	830.18	9.51%
	新邵七秀路延伸段应急道路工程（会公坪段）	湖南宏拓建设有限公司	722.12	635.47	12.00%
	新邵县强制隔离戒毒所和拘留所	湖南宏拓建设有限公司	3,264.79	2,954.31	9.51%
	零星工程	新邵县资江市政有限公司	1,109.41	1,154.98	-4.11%
	合计	-	16,293.18	14,618.01	10.28%
	项目/邵阳市北塔区农村贫困户危房改造工程第一标段	湖南宏拓建设有限公司	148.06	133.00	10.17%
	项目/东安县芦洪市大江口乡高标准农田建设项目	湖南宏拓建设有限公司	18.18	20.00	-10.00%
	项目/大祥区丰盈村综合服务	湖南宏拓建设有限公司	43.18	38.00	12.00%
2019	项目/道县下蒋学校综合楼建设工程项目	湖南宏拓建设有限公司	29.62	30.52	-3.04%
年	项目/浏阳市大瑶初级中学运动场工程	湖南宏拓建设有限公司	78.44	76.50	2.48%
	项目/邵阳铁塔分公司基站建设标段	湖南宏拓建设有限公司	2.18	1.83	16.08%
	项目/新邵七秀路延伸段应急道路工程（会公坪段）	湖南宏拓建设有限公司	366.97	202.74	44.75%
	零星工程	新邵县资江市政有限公司	1,455.65	1,026.06	29.51%
	合计	-	2,142.28	1,528.65	28.64%

资料来源：公司提供

2020年公司门票及停车场业务恢复运营，供水及公交经营业务仍处于亏损状态

1.供水业务

公司供水业务由子公司新邵县自来水公司负责。新邵县自来水公司为新邵县县城范围内提供居民生产、生活、工业等用水，收入来源于水费及管道入户安装费等，2012-2017年公司水费及管道入户安装费收费标准分别按照《关于调整县城自来水价格的通知》（新发改价【2010】114号）和《关于县自来水公司继续收取支、干管网设施建设费等经营性收费的通知》（新价字【2012】12号）确定；2018年根据新邵县发展和改革局的公告，居民生活用水价格、非居民生活用水价格、特殊行业用水价格，分别调高至2.67元/吨、4.01元/吨、10.68元/吨，2019-2020年无变化，如下表。

表8 2020年新邵县自来水公司水费价格情况（单位：元/立方米）

项目名称	2020年	2019年
居民生活用水	2.67	2.67

行政事业用水	4.01	4.01
工业用水	4.01	4.01
经营服务用水	4.01	4.01
特种行业用水	10.68	10.68

资料来源：公司提供

2020年，新邵县自来水公司设计供水能力保持不变。公司供水水源变为枫树坑水库引水后，供水管道加长，固定成本增加，并且公司未及时调整水费，导致2020年毛利率比2019年有较大降幅。但随着管道网络的铺设，公司供水区域扩大，供水量逐年增长，将稀释管道固定成本。

表9 新邵县自来水公司供水情况

项目	2020年	2019年
设计供水能力（万吨/日）	2.5	2.5
实际供水量（万吨/年）	1,095	1,029
实际售水量（万吨/年）	793	729
漏损率	27.58%	29.15%

资料来源：公司提供

2. 公交业务

公司公交业务主要由新邵县公共汽车公司（以下简称“新邵公车公司”）负责运营。新邵公车公司负责新邵县城区范围内的公共交通线路运营，截至2020年末，该公司共开通7条公交线路，公交运营车辆维持46辆，标准收费价格仍为2元/人，办卡乘客实行1.5元/人的优惠票价，对中小學生实行1元/人的优惠票价，对65岁以上老年人、伤残军人、现役军人、盲人、一级残疾人等按有关规定应免费乘坐的乘客实行免费。

公交业务属于当地重要的公用事业类业务，规模不大，常年处于亏损状态，加上2020年上半年新冠疫情的影响，公交车停运、居民外出减少、出行方式改变等导致公交收入减少，公交业务的收入以及毛利率同比下降幅度较大。

3. 门票及停车场业务

公司的门票收入和公司停车场收入主要为新邵县白水洞风景名胜区景区的门票收入，该收入来自集团子公司新邵县风景名胜旅游开发有限公司。白水洞国家级风景名胜区位于湘中新邵县境内，核心景区在严塘镇白水村，距县城酿溪镇12公里，区域以白水洞村为主体，包含洞口村、岱山林场部分土地，总面积11.9平方公里。2018-2019年水洞景区实施改造升级，暂未营业，故无门票收入。2020年改造完成，实现224.68万元门票收入，实现82.35万元停车场收入。

公司持续获得一定的外部支持

根据新政决（2020）1号文件，2020年新邵县人民政府研究决定，将位于大新乡、酿溪镇等共计59

宗土地注入公司，上述土地均为商服用地性质的土地，已办理权证，按照评估价值入账，等额增加公司资本公积16.60亿元；公司获得新邵县政府给予财政补贴1.19亿元，占利润总额的91.57%。

六、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兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司新增3家子公司，纳入合并范围的子公司共17家。

资产结构与质量

跟踪期内公司应收款项规模持续上升，回收时间不确定，对资金造成较大占用，存货中土地受限比例高，资产整体流动性偏弱

2020年，公司总资产增加23.53%，资产结构主要以存货和应收账款为主，存货中受限资产较多，资产流动性一般。2020年末，受限资产共计43.94亿元，主要系土地使用权。

表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	96,456.15	5.83%	163,608.90	12.21%
应收账款	192,338.37	11.62%	167,596.02	12.51%
其他应收款	70,862.95	4.28%	57,042.59	4.26%
存货	1,208,705.94	73.03%	861,688.93	64.32%
流动资产合计	1,575,418.80	95.19%	1,259,827.39	94.04%
非流动资产合计	79,576.10	4.81%	79,877.49	5.96%
资产总计	1,654,994.90	100.00%	1,339,704.88	100.00%

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司货币资金减少较多，期末货币资金主要为银行存款，受限货币资金占比为13.14%，主要用于票据保证金、存单借款质押。

应收账款持续增加，新邵县人民政府为主要欠款方，占应收账款比例为94.29%。

其他应收款主要为与其他单位的往来款，应收对象主要为邵阳南方建设工程有限公司（民企）、新邵县财政局、邵阳雀塘循环经济产业园投资有限公司（国企）、新邵县公路局和酿溪镇人民政府，以上应收对象账龄主要以1年以内为主，占其他应收款比例为54.47%。应收账款和其他应收款回款时间不确定，对公司资金形成较多占用。

公司存货主要包括土地、商品林和工程施工。2020年公司存货增长较多，同比增长40.27%，主要系政府注入土地及新增工程投入；期末存货中的土地共114宗，全部为出让取得，主要为商服用地，总面积合计303.83万平方米、账面价值合计51.13亿元，已经抵押的土地共65宗、账面价值合计41.02亿元，土地资产受限比例为80.22%。存货中商品林资产2020年末账面价值3.13亿元，主要系政府无偿拨入的成材林，位于新邵县境内岱山林场、大形山林场、龙山林场及高桥苗圃范围以内，面积1,530.32公顷；工程施工主要为公司的各项建设项目投资成本。

收入质量与盈利能力

公司主营基础设施建设及工程施工业务，盈利偏低且资金回款滞后，政府补助对公司盈利贡献度较大

2020年公司营业收入同比增长37.68%，基础设施建设业务占公司营业收入比重为63.36%；工程建设业务收入增长迅猛，已成为第二大创收业务；供水和公交业务等业务规模较小且持续亏损。2020年公司收现比有所好转但仍旧较低，经营活动现金流持续为负，资金回笼情况较差。

2020年公司获得政府给予的政府补助1.19亿元，占利润总额的91.57%，政府补助对公司盈利贡献度较大。

表11 公司主要盈利指标（单位：万元）

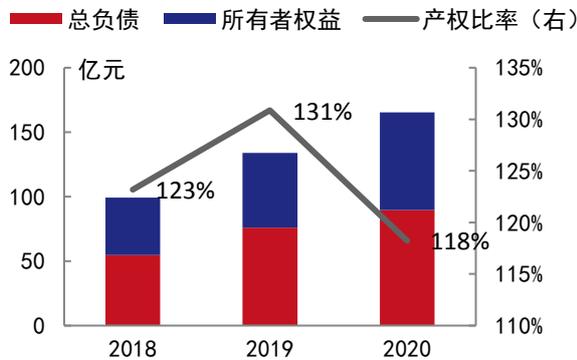
项目	2020年	2019年
营业收入	58,697.80	42,633.40
收现比	0.62	0.17
营业利润	13,008.75	12,809.94
其他收益	11,860.17	12,231.84
利润总额	12,952.53	12,771.21
销售毛利率	10.17%	10.88%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

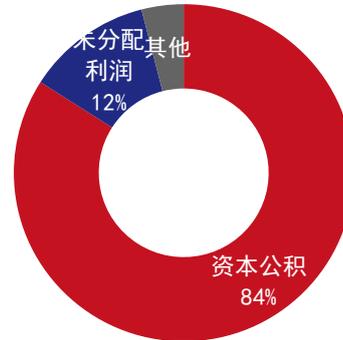
资本结构与偿债能力

公司总债务增长较快且规模较大，面临较大的偿债压力

受政府划入土地的影响，公司所有者权益同比增长30.69%；另一方面，公司负债同比增长18.07%，资产负债率降为54.18%，产权比率降为118.22%，公司所有者权益对负债的保障增强。

图1 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图2 2020 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司2020年负债中流动负债占比增加，但主要仍以非流动负债为主。其他应付款增加较多，主要为往来款增加导致；一年内到期的非流动负债增加较多，增加了企业的短期偿债压力。非流动负债中长期借款由信用借款、保证借款、抵押借款和质押借款构成，同比增加9.6%，其中抵押借款和质押借款分别为14.32亿元和28.06亿元；应付债券主要为18赛双清债01和18赛双清债02，另有一部分为2020年在北金所非公开发行的公司债，资金用途为归还隐性债务和偿还华融湘江银行的债务。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	7,000.00	0.78%	10,974.89	1.45%
应付票据	26,985.00	3.01%	33,805.00	4.45%
其他应付款	75,653.73	8.44%	38,717.41	5.10%
一年内到期的非流动负债	88,927.72	9.92%	58,764.41	7.74%
流动负债合计	233,260.32	26.02%	167,722.36	22.09%
长期借款	454,116.13	50.65%	414,371.84	54.56%
应付债券	115,231.34	12.85%	96,916.27	12.76%
长期应付款	53,011.87	5.91%	54,796.22	7.22%
非流动负债合计	663,349.37	73.98%	591,711.33	77.91%
负债合计	896,609.68	100.00%	759,433.69	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末，公司总债务规模持续增长，占总负债比重为83.12%，规模较大且增速较快。公司2021年计划偿还本金12.34亿元，存在一定的短期偿债压力。此外，公司在建项目资金需求规模仍较大，预计未来债务规模将持续增加。

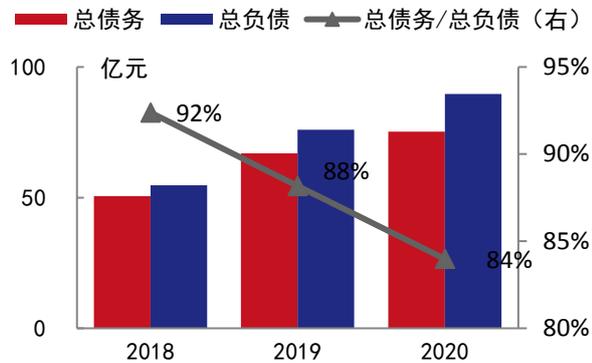
表13 截至 2020 年末公司债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后
----	--------	--------	--------	-----------

本金	123,436.94	122,560.99	87,221.67	412,052.45
----	------------	------------	-----------	------------

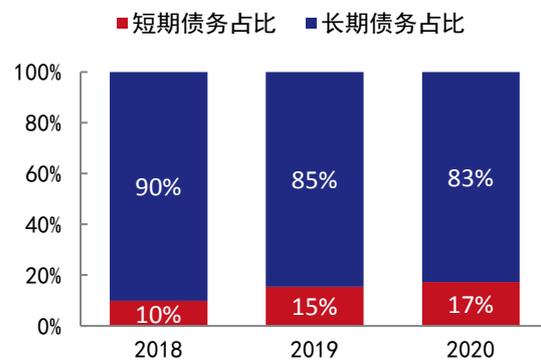
资料来源：公司提供

图3 2020年末公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率54.18%，同比下降2.51个百分点，长期债务压力有所下降，但由于货币资金大幅减少，且短期债务增加，导致期末现金短期债务比同比下降较多，短期偿债压力上升。且公司EBITDA利息保障倍数进一步弱化，公司整体的偿债压力较大。

2020年末，公司未受限货币资金为8.38亿元、未使用的银行授信额度为3.7亿元、未受限的土地为10.11亿元，同时获得较多的外部支持，公司有一定的再融资能力，整体来看，公司财务弹性尚可。

表14 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	54.18%	56.69%
现金短期债务比	0.78	1.26
EBITDA 利息保障倍数	0.33	0.45

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月8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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额合计为7.10亿元，为公司净资产的9.36%，担保对象主要系学校和国企，均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

表15 截至2020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	企业性质	担保期限	担保方式	是否有反担保
湖南省新邵县第八中学	9,854.00	事业单位	2016/9/29-2021/9/29	保证担保	否
湖南省新邵县工业职业中等专业学校	1,009.33	事业单位	2016/9/29-2021/9/29	保证担保	否
新邵县第二中学	581.86	事业单位	2016/9/29-2021/9/29	保证担保	否
湖南省棚户区改造投资有限公司	10,447.85	国企	2016/9/29-2021/9/29	质押担保	否
新邵县第一中学	2,862.00	事业单位	2016/9/29-2021/9/29	保证担保	否
新邵县第五中学	446.00	事业单位	2016/9/29-2021/9/29	保证担保	否
新邵县第三中学	1,624.05	事业单位	2016/9/29-2021/9/29	保证担保	否
新邵县第四中学	1,828.00	事业单位	2016/9/29-2021/9/29	保证担保	否
新邵县经济开发区建设有限公司	7,500	国企	2019/11/18-2022/10/22	保证担保	否
新邵县经济开发区建设有限公司	20,000	国企	2020/12/8-2035/11/9	保证担保	否
新邵县经济开发区建设有限公司	2,800	国企	2019/11/5-2022/10/22	保证担保	否
邵阳雀塘循环经济产业园投资有限公司	4,000	国企	2020/3/29-2035/1/9	保证担保	否
邵阳雀塘循环经济产业园投资有限公司	7,000	国企	2020/3/4-2035/1/9	保证担保	否
邵阳聚恒建设有限公司	1,000	国有控股	2019/12/27-2021/12/16	抵押物担保	否
合计	70,953.09	-	-	-	-

资料来源：企业提供

八、本期债券偿还保障分析

三峡担保实力较为雄厚，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平

重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本5.00亿元。三峡担保2010年1月更名为重庆市三峡担保集团有限公司，2015年5月更名为重庆三峡担保集团股份有限公司，2018年6月更名为现名。2018年6月，渝富资管将持有三峡担保的50.00%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2020年，三峡担保注册资本及实收资本均为48.30亿元，控股股东为渝富控股，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

表16 截至 2020 年末三峡担保股权结构情况（单位：万元）

股东名称	投资金额	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	241,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	161,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	80,500.00	16.67%
合计	483,000.00	100.00%

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事担保、投资、委托贷款和小额贷款等四大业务。担保业务收入、利息净收入和投资收益是三峡担保的主要收入来源，2020年已赚担保费、利息净收入、投资收益分别占营业收入的64.45%、20.31%和10.30%。随着在保规模的上升，三峡担保已赚担保费保持持续增长，但受资产结构调整的影响，投资收益和利息净收入之和整体下降，致使营业收入进一步下滑。

表17 三峡担保营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	69,215.13	64.45%	64,060.86	57.69%	59,693.62	52.41%
利息净收入	21,811.77	20.31%	26,640.28	23.99%	20,520.16	18.02%
投资收益	11,066.61	10.30%	14,440.34	13.00%	26,896.30	23.61%
其他收入	5,306.55	4.94%	5,908.67	5.32%	6,793.19	5.96%
合计	107,400.06	100.00%	111,050.16	100.00%	113,903.27	100.00%

资料来源：三峡担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年12月31日，三峡担保资产总额为108.61亿元，所有者权益合计为67.90亿元；2020年度，三峡担保实现利润总额3.97亿元。

表18 近年三峡担保主要财务数据（亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	108.61	127.87	117.00
所有者权益合计	67.90	69.34	68.65
营业收入	10.74	11.11	11.39
担保费收入	6.92	6.41	5.97
利润总额	3.97	3.20	3.49
净资产收益率	4.30%	4.13%	4.46%
融资担保责任余额*	-	294.29	471.99
准备金覆盖率*	-	9.88%	6.08%
融资担保放大倍数*	-	5.45	8.92

注 1：“*”表示数据为母公司口径，“-”为尚未获取数据。

注 2：融资担保责任余额和融资担保放大倍数 2017 年根据重庆市金融工作办公室出具的《关于重庆三峡担保集团股份有限公司相关请示的复函》计算，2018 年根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：三峡担保 2018-2020 年审计报告以及三峡担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，三峡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仍能有效提升本期债券的安全性。

九、结论

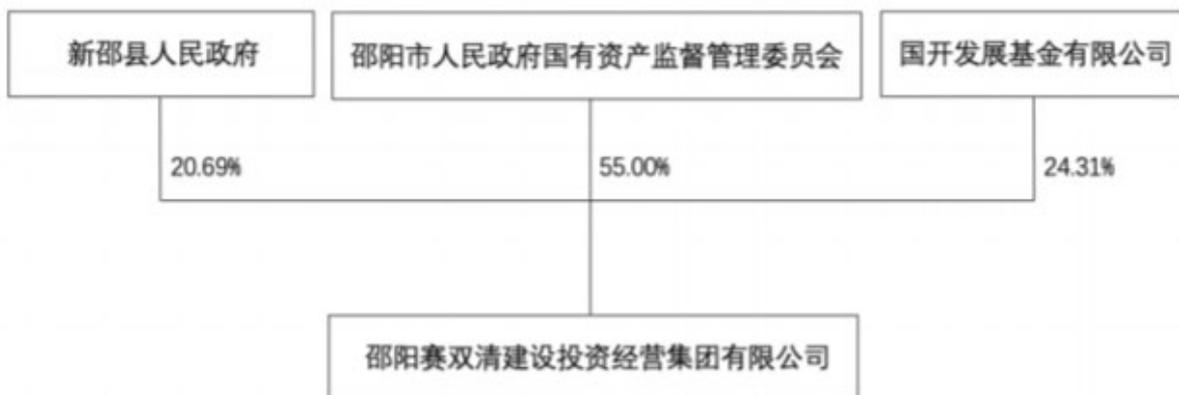
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持18赛双清债01和18赛双清债02信用等级均为AAA。

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）	2020年	2019年	2018年
货币资金	96,456.15	163,608.90	179,834.20
应收账款	192,338.37	167,596.02	130,049.55
存货	1,208,705.94	861,688.93	565,677.71
流动资产合计	1,575,418.80	1,259,827.39	923,246.14
非流动资产合计	79,576.10	79,877.49	68,859.72
资产总计	1,654,994.90	1,339,704.88	992,105.86
短期借款	7,000.00	10,974.89	7,000.00
一年内到期的非流动负债	88,927.72	58,764.41	33,881.85
流动负债合计	233,260.32	167,722.36	90,366.38
长期借款	454,116.13	414,371.84	278,550.84
应付债券	115,231.34	96,916.27	96,127.45
长期应付款	53,011.87	54,796.22	64,792.23
非流动负债合计	663,349.37	591,711.33	457,202.31
负债合计	896,609.68	759,433.69	547,568.69
总债务	745,272.06	669,628.63	505,869.42
所有者权益	758,385.21	580,271.19	444,537.18
营业收入	58,697.80	42,633.40	41,254.42
营业利润	13,008.75	12,809.94	13,020.95
其他收益	11,860.17	12,231.84	13,868.29
利润总额	12,952.53	12,771.21	12,821.73
经营活动产生的现金流量净额	-108,639.67	-146,315.54	-84,666.82
投资活动产生的现金流量净额	-573.99	2,145.43	-8,113.92
筹资活动产生的现金流量净额	62,395.91	103,993.59	95,499.11
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	10.17%	10.88%	8.99%
收现比	0.62	0.17	0.89
资产负债率	54.18%	56.69%	55.19%
现金短期债务比	0.78	1.26	3.43
EBITDA（亿元）	1.52	1.50	1.51
EBITDA 利息保障倍数	0.33	0.45	0.57

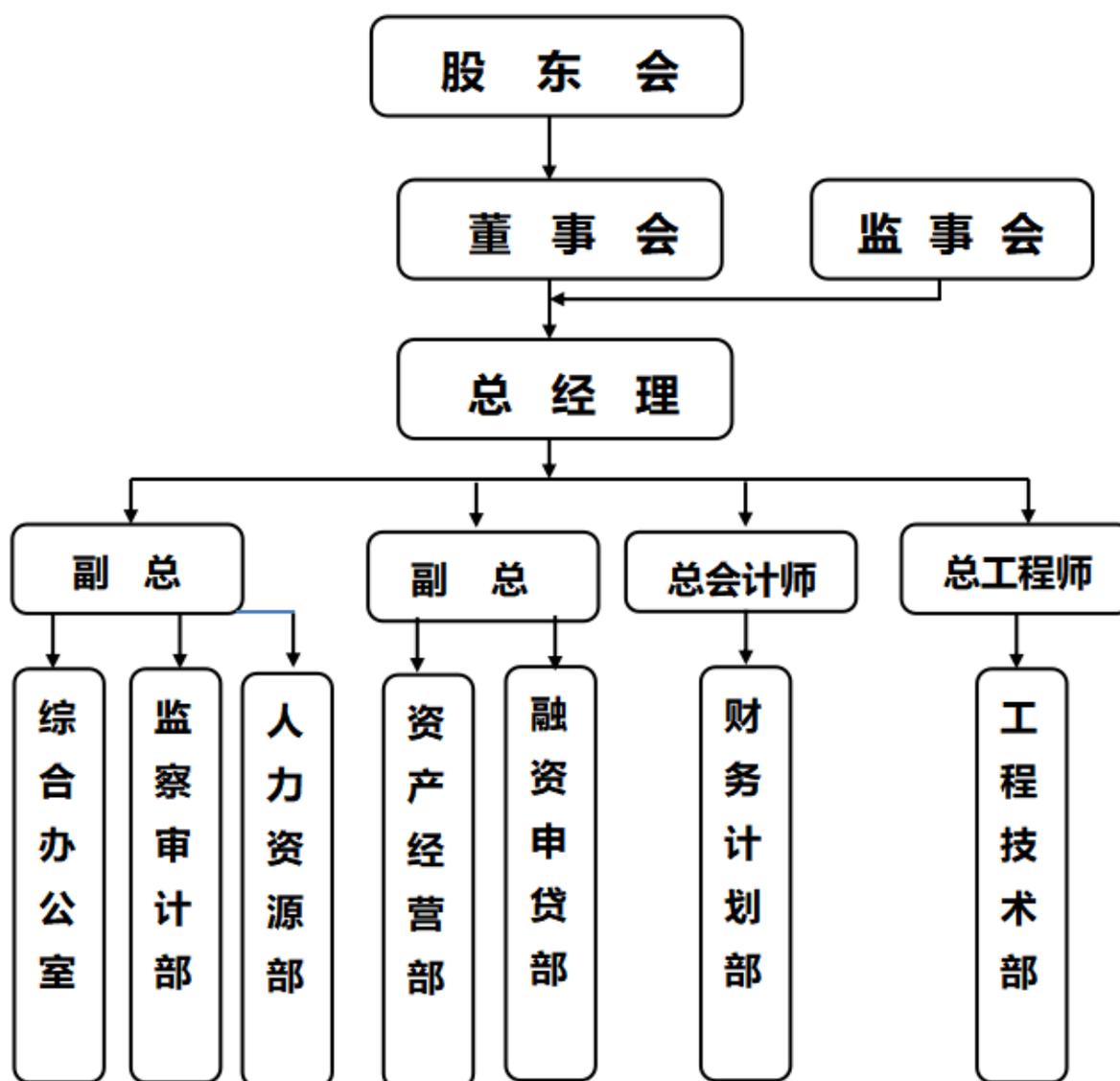
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2020年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
新邵县新农村建设投资开发有限责任公司	10,000	100%	农村基础设施建设、投资与开发、经营
新邵县风景名胜旅游开发有限公司	3,000	100%	旅游项目投资开发、经营管理、旅游产品开发、销售
新邵县畅安交通建设投资有限公司	10,000	100%	公益性和经营性公路的投资与建设；长途运输场站和大型物流设施的投资与建设；
邵阳高铁新城建设开发有限责任公司	10,000	100%	从事沪昆高铁邵阳北站新城规划区域内的土地开发及房地产开发经营
新邵县长银赛双清城建开发合伙企业（有限合伙）	35,100	20%	城市基础设施建设；棚户区改造；企业管理咨询；企业管理服务
新邵县毅恒棚改有限责任公司	40,000	100%	棚户区改造、城中村改造、保障房、安置房建设及政府批准房地产开发等经营活动
新邵县公共汽车公司	657	100%	客运 货运、充电服务
新邵县水力发电有限责任公司	1,146	100%	发电、供水电；电气设备安装、调试、维修；高低压线路设计、施工；水电设计施工及销售线路器材、机电设备技术服务
新邵县自来水公司	9,960	100%	供水、污水处理、市政工程、工程设计、水暖器材销售、水表检定、水质检测、政府授权的房地产开发等
新邵县精准扶贫开发有限责任公司	2,000	100%	扶贫安置房建设，异地搬迁相关土地与房屋征收，扶贫相关配套与基础设施及公共服务设施的建设
新邵县资江水利建设投资有限责任公司	8,100	100%	水利工程建设项目投资；水利工程建设；水资源综合利用开发；
新邵县资江市政工程有限公司	1,005	100%	市政道路工程、隧道和桥梁工程、水源及供水设施工程、架线及设备工程、给排水管道工程施工
新邵县恒信新城镇建设投资开发有限公司	10,000	100%	新城镇基础设施建设投资开发，政府保障性住房、安置房及棚户区改造项目建设投资开发房屋建筑工程、市政公用工程、地基基础工程、体育场地设施工程；
湖南宏拓建设有限公司	5,080	100%	房地产开发经营；房地产销售；物业管理
湖南润鑫置业发展有限公司	5,000	100%	房地产开发经营；房地产销售；物业管理
邵阳星悦物业管理有限公司	500	100%	物业管理；清洁服务；停车场服务
邵阳新邵长辉石化有限公司	4,000	51%	零售汽油、柴油

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。