



# 2020年湖北省恩施城市建设投资有限公司公司债券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  
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： 



## 2020年湖北省恩施城市建设投资有限公司公司债券 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         |
| 债券信用等级 | AA+        | AA+        |
| 评级日期   | 2021-06-30 | 2020-08-26 |

### 债券概况

**债券简称：**20 恩施城投债/20 恩施债

**债券剩余规模：**9.5 亿元

**债券到期日期：**2027-05-14

**偿还方式：**每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 年末逐年按照债券本金总额 20% 的比例偿还债券本金

**增信方式：**保证担保

**担保主体：**武汉信用风险管理融资担保有限公司

### 联系方式

**项目负责人：**刘惠琼  
liuhq@cspengyuan.com

**项目组成员：**蒋晗  
jianghan@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

### 评级观点

- 中证鹏元对恩施城市建设投资有限公司（以下简称“恩施城投”或“公司”）及其 2020 年 5 月 14 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，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：公司主要业务持续性仍然较好，继续得到较大力度的外部支持，且武汉信用风险管理融资担保有限公司（以下简称“武汉信用担保”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，建设资金压力和偿债压力较大，且存在一定的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，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           | 225.63 | 199.61 | 207.40 |
| 所有者权益         | 98.62  | 90.10  | 86.56  |
| 总债务           | 83.62  | 75.11  | 77.03  |
| 资产负债率         | 56.29% | 54.86% | 58.26% |
| 现金短期债务比       | 1.36   | 2.27   | 5.47   |
| 营业收入          | 17.57  | 11.92  | 12.35  |
| 其他收益          | 0.26   | 0.11   | 1.23   |
| 利润总额          | 1.86   | 1.52   | 2.50   |
| 销售毛利率         | 29.90% | 27.63% | 19.00% |
| EBITDA        | 3.13   | 2.62   | 4.29   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.72   | 0.68   | 1.21   |
| 经营活动现金流净额     | 0.72   | -17.64 | -10.32 |
| 收现比           | 0.57   | 1.03   | 1.08   |

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **公司主要业务可持续性较好。**公司是恩施市重要的基础设施建设主体，主要从事恩施市城市基础设施建设、土地整理、自来水供应等业务。截至 2020 年底，公司在建项目数量较多，投资规模较大，未来公司主要业务可持续性较好。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2020 年公司及子公司获得政府投入资本金。此外，2020 年公司获得政府给予的公交运营补贴、新车购置补贴、老年卡乘车补贴等多项补贴。
- **武汉信用担保提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。**根据中证鹏元综合评定，武汉信用担保主体长期信用等级为 AA+，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的安全性。

## 关注

- **公司资产流动性偏弱。**公司资产以开发成本和投资性房地产为主，变现能力差。应收款项回收时间不确定，对资金形成一定程度占用，此外，期末受限资产占比偏高，一定程度上限制了资产流动性。
- **公司经营活动收现能力较差，面临较大的建设资金压力。**跟踪期内，公司业务回款能力较差，收现比降至较低水平。截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，随着项目建设的持续推进，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模增加，整体偿债压力较大。**截至 2020 年底，公司总债务规模较上年有所提升，绝对规模较大，占总负债比重较高，且公司 EBITDA 利息保障倍数处于较低水平，整体面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额为 18.44 亿元，占期末净资产的 18.70%；其中大部分未设置反担保措施；且对民营企业的担保占比高，公司存在一定的或有负债风险。

## 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，将在本期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2020年5月14日发行7年期9.5亿元公司债券，募集资金拟用于恩施市白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目和补充营运资金（可用于新冠疫情防控相关支出），截至2021年4月26日，本期债券募集资金专项账户余额为3.78亿元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，截至2020年12月末，公司注册资本为10.50亿元，实收资本为12.50亿元，控股股东和实际控制人仍为恩施市人民政府国有资产监督管理局（以下简称“恩施国资局”），持股比例93.66%，股权结构图如附录二所示。

2021年5月，根据《恩施城市建设投资有限公司关于董事长、总经理变更的通告》，万述平因正常人事变动原因，辞任公司董事长、总经理职务，公司董事长变更为王勇，2021年6月，公司总经理变更为葛宏武。截至2020年末，公司纳入合并报表范围新增两家一级子公司，2020年末公司纳入合并范围内的子公司为11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 |
|------------------|---------|-----------|-------------------------|------|
| 恩施市孺子牛城市管理服务有限公司 | 100.00% | 2,000.00  | 城市公共设施管理、维护；停车场服务等      | 划入   |
| 恩施市福达产业投资有限公司    | 100.00% | 20,050.00 | 负责产业项目的土地整理业务、城乡基础设施业务等 | 划入   |

资料来源：公司2020年审计报告

## 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年疫情影响下恩施市财政收入下滑，工业生产整体较为平稳

恩施市是恩施州全州唯一的省级重点开发区域，近年正着力构建“一核引领、两区协同、全域融合”的市域发展布局。2020年恩施市实现地区生产总值372亿元，三次产业结构优化为8.1: 40.2: 51.7。按2019年常住人口计算，2020年恩施市人均GDP为47,473元，为全国人均GDP的65.53%，经济发展水平偏低。

近年恩施市围绕发展壮大“4+N产业集群”即“生态文化旅游产业集群、硒食品精深加工产业集群、生物医药产业集群、清洁能源产业集群”加大招商引资力度。恩施市工业生产整体较为平稳，全市“规上”工业企业达73家，工业总产值突破175亿元，板桥风电、德源富硒食品项目逸建成投产，青云崖、九州通中药饮片项目正加快推进，发展后劲不断增强。

受疫情影响，恩施市消费需求动力减弱，2020年消费品零售总额为151亿元，增幅较上年大幅下降42.90%。

表2 恩施市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）     | 372.00 | -      | 379.52 | 7.7%   |
| 人均 GDP（元）       |        | 47,473 |        | 48,516 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP |        | 65.53% |        | 68.44% |

资料来源：2019 年恩施市国民经济和社会发展统计公报、2021 年恩施市政府工作报告，中证鹏元整理。

2020年恩施市实现地方一般公共预算收入14.09亿元，同比下降30.8%。其中，税收收入11.34亿元。当期全市一般公共预算支出9.67亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为145.71%。



## 五、经营与竞争

公司是恩施市重要的城市基础设施建设投资主体，主要从事恩施市城市建设工程投资、土地整理、自来水供应及城市供水安装等业务。2020年公司整体收入结构较为稳定，收入规模有所提升，当期综合毛利率同比小幅提升。具体看，当期城市建设工程投资收入较上年大幅提升，主要系恩施市人民政府对公司2016年及2019年具备条件的代建项目统一进行结算确认收入，结算收入的项目数量较往年大幅提升所致。该业务毛利率有所下降主要系受增值税变动的影响。土地整理业务收入大幅提升主要系当期网挂成交的土地以商住为主，出让单价大幅提升所致。自来水供应业务收入略有下滑，主要系受疫情影响部分行业停工停产，用水规模下滑所致；受疫情影响，恩施市公共出行需求大幅下降，公司公共交通业务收入规模大幅下滑，毛利率较上年大幅下降主要系该业务收入大幅下滑，但固定支出不变所致。由于新划入的恩施市福达产业投资有限公司（以下简称“福达产投”）房屋出租收入规模较大且毛利率较高，公司出租收入增长，其毛利率大幅提升。

表3 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     |
| 城市建设工程投资 | 114,010.79 | 11.40%  | 75,869.80  | 13.04%  |
| 土地整理     | 31,601.31  | 100.00% | 13,609.46  | 100.00% |
| 自来水供应    | 9,400.19   | 26.57%  | 10,697.53  | 36.05%  |
| 城市供水安装   | 11,101.78  | 34.10%  | 10,981.11  | 34.19%  |
| 公共交通     | 3,723.50   | -21.61% | 6,600.66   | 16.71%  |
| 房屋出租     | 1,834.83   | 80.21%  | 1,090.36   | 36.36%  |
| 其他业务     | 4,018.95   | 24.45%  | 317.46     | 97.67%  |
| 合计       | 175,691.35 | 29.90%  | 119,166.38 | 27.63%  |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司城市建设工程投资业务在建项目规模较大，业务持续性较好，但尚需投资规模较大，面临较大的资金压力

公司及子公司福达产投承担了恩施市城市基础设施建设任务，包括城市道路扩建、管网改造、保障房建设及产业园建设等。2015年1月1日，公司及福达产投就城市建设工程与恩施市人民政府签订委托代建框架协议，由公司及福达产投自行筹措资金进行项目建设，并将代建项目投入计入存货中的委托建设项目施工成本。待项目竣工验收合格后，恩施市人民政府对完工项目进行结算，并按审定的工程实际造价加约定的投资回报向公司及福达产投支付工程建设款，其中投资回报为工程实际造价的15.00%。公司及福达产投每年末同恩施市政府签订《恩施市基础设施建设项目委托代建协议之补充协议》（以下简称“《补充协议》”）确认收入及成本，当年成本规模依据当年完工项目的竣工审计报告确定，收入规模根据当年成本规模及15%的回报率确认。2020年，公司完成移交的工程包括恩施市松树坪棚户区改造BT





项目二标段、七里大道、金山大道等，确认建设成本10.10亿元，确认城市建设工程投资收入为11.65亿元（含税），毛利率较上年小幅下降，主要系受增值税变动的影响。

**表4 2020年公司主要城市建设工程投资业务收入明细（单位：万元）**

| 项目名称                 | 工程成本              | 工程建设收入（含税）        |
|----------------------|-------------------|-------------------|
| 恩施市松树坪棚户区改造 BT 项目二标段 | 19,884.00         | 22,956.08         |
| 七里大道                 | 13,411.76         | 15,423.53         |
| 金山大道                 | 8,987.93          | 10,336.11         |
| 恩施市城市建设项目            | 4,286.00          | 4,948.19          |
| 六角亭办事处城市建设项目         | 3,000.00          | 3,463.50          |
| 绿化工程                 | 2,800.00          | 3,232.60          |
| 烟叶仓库建设项目             | 2,000.00          | 2,309.00          |
| 建设局道路改造前期项目          | 1,973.00          | 2,277.83          |
| 恩施宾馆迁建改造工程           | 1,883.34          | 2,174.31          |
| 市城管局重点工程项目           | 1,800.00          | 2,078.10          |
| 虎岔口至民族路改扩建项目         | 1,747.62          | 2,017.62          |
| 州城建设和交通项目            | 1,410.00          | 1,627.85          |
| 基础设施建设项目             | 1,400.00          | 1,616.30          |
| 恩施城区应急供水管网建设工程       | 1,276.28          | 1,473.47          |
| 2012 年市政零星维修工程       | 1,150.00          | 1,327.68          |
| 2013 年低丘缓坡第 3 批次建设项目 | 1,000.00          | 1,154.50          |
| 恩施沐抚大峡谷停车场建设项目       | 1,000.00          | 1,154.50          |
| 特校建设项目               | 1,000.00          | 1,154.50          |
| 小渡船州经济适用房建设项目        | 1,000.00          | 1,154.50          |
| 原财政局还建房建设项目          | 1,000.00          | 1,154.50          |
| 恩施大峡谷景区(女儿寨)基础设施建设项目 | 920.00            | 1,062.14          |
| 金凤大道建设项目             | 900.00            | 1,039.05          |
| 舞办建设项目               | 900.00            | 1,039.05          |
| 规划八路                 | 360.00            | 414.00            |
| 其他零星项目               | 25,929.15         | 29,935.28         |
| <b>合计</b>            | <b>101,019.08</b> | <b>116,524.19</b> |

注：表中的工程建设收入为含税收入，与表 3 中城市建设工程投资数额略有差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建的代建项目预计总投资81.69亿元，累计已投资58.32亿元。代建项目均已签订代建协议。截至2020年12月末，公司存货待结转规模为111.80亿元，公司工程建设业务可持续性较好。自建自营项目中，恩施市白庙桥及耿家坪板桥小区建设项目（2014年第一批棚户区改造项目）系本期债券募投项目，建成运营后预计实现销售收入33.69亿元；其中，白庙桥小区和耿家坪板桥小区分别已于2015年8月和2016年6月开工，根据项目可行性研究报告，上述项目建设期为2年，实际工程主



体部分已完成建设，因为项目实施过程中要求加强施工噪音管理、环境保护等，对施工提出比较严格的要求，一定程度上影响了施工的进度；截至2020年12月末，本期债券募投项目暂未实现收入。

白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目系公司“20恩施城投债”募投项目，计划建设期为24个月，并于第3年开始通过工业厂房的租售、科研办公楼和员工宿舍的出租取得收入，经营期为5年，经营期内预计累计可实现项目经营收入15.03亿元，累计可获得净利润为2.05亿元。自建自营项目未来收益易受项目建设进度、市场售价和租价波动的影响，存在一定不确定性。

整体来看，公司代建项目业务持续性较好，随着项目的陆续完工，公司未来收入来源具有保障性。同时，中证鹏元关注到公司在建项目规模较大，尚需投资规模较大，将面临较大的资金压力。

表5 截至2020年12月31日公司主要在建项目情况（单位：亿元）

| 模式 | 项目名称                                 | 预计总投资  | 累计总投资 | 尚需投资  | 是否签订代建协议 |
|----|--------------------------------------|--------|-------|-------|----------|
| 自营 | 恩施市白庙桥及耿家坪板桥小区建设项目（2014年第一批棚户区改造项目）① | 18.39  | 16.65 | 1.74  | 否        |
|    | 白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目②               | 10.29  | 3.39  | 6.90  | 否        |
|    | 小计                                   | 28.68  | 20.04 | 8.64  | -        |
| 代建 | 松树坪棚户区改造项目                           | 11.75  | 11.55 | 0.20  | 是        |
|    | 蔡家河棚户区改造项目                           | 7.72   | 5.8   | 1.92  | 是        |
|    | 三河棚户区改造项目                            | 6.39   | 3.05  | 3.34  | 是        |
|    | 金山大道建设项目                             | 7.70   | 4.69  | 3.01  | 是        |
|    | 高旗大道道路工程建设项目                         | 14.76  | 12.76 | 2.00  | 是        |
|    | 金龙大道建设项目                             | 10.5   | 8.10  | 2.40  | 是        |
|    | 清江流域综合治理项目                           | 7.30   | 4.50  | 2.80  | 是        |
|    | 中港城（商校地块三）棚户区改造项                     | 4.81   | 4.56  | 0.25  | 是        |
|    | 施州大桥E地块棚户改造项目                        | 2.20   | 1.05  | 1.15  | 是        |
|    | 中港城金龙大道南段龙洞河南路马鞍                     | 8.55   | 2.26  | 6.29  | 是        |
|    | 小计                                   | 81.69  | 58.32 | 23.37 | -        |
| 合计 |                                      | 110.37 | 78.36 | 32.01 | -        |

注：标①项目为“16恩施城投债”募投项目；标②项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 公司土地整理业务易受土地市场及国家政策的影响，未来收入存在一定的波动性

公司根据恩施市城市规划对储备土地实施房屋拆除、场地平整，完善供水、供电、供气、道路等基础设施。待土地整理和基础设施配套工程完成后，由恩施市国土资源局和恩施市财政局等部门进行投资成本核算，并交由恩施市土地收购储备中心（简称“市土储”）进行招拍挂，恩施市财政局将拨付管理费给公司，作为实施土地整理业务的合理回报，公司同步确认相应的土地整理收入。该业务易受恩

施市土地市场及国家政策影响，存在一定的波动性。

2020年公司出让的土地位于恩施市龙凤镇三河村、恩施市舞阳办事处、金子坝村、耿家坪村等，面积合计29.29亩，土地用途均为城镇住宅兼商服用地、商住用地，出让价格高于2019年，实现土地整理收入3.16亿元，毛利率为100.00%。公司2020年整理的土地主要位于龙凤坝小龙潭村，整理的面积加总为45.94万平方米，2020年末评估价值为6.45亿元。

**表6 公司土地整理业务情况（单位：亩、万元）**

| 位置                 | 供地面积         | 收入               | 土地用途      |
|--------------------|--------------|------------------|-----------|
| 恩施市龙凤镇三河村          | 5.71         | 9,662.19         | 城镇住宅兼商服用地 |
| 恩施市龙凤镇三河村          | 2.93         | 3,348.64         | 商住用地      |
| 恩施市舞阳办事处、金子坝村、耿家坪村 | 7.79         | 7,756.80         | 城镇住宅兼商服用地 |
| 恩施市龙凤镇三河村          | 7.11         | 5,885.63         | 城镇住宅兼商服用地 |
| 恩施市龙凤镇三河村          | 5.75         | 4,948.05         | 城镇住宅兼商服用地 |
| <b>合计</b>          | <b>29.29</b> | <b>31,601.31</b> | -         |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 公司自来水供应及城市供水安装业务系公司收入和利润的重要来源之一

自来水供应及城市供水安装业务由恩施市自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”）运营。自来水主要供应范围是恩施市城区和乡镇，供水收入来自居民个人、公司企业等，供水价格比照《湖北省城市供水价格管理实施细则（暂行）》等相关文件实施，2020年公司供水价格未有变化，恩施市城区居民生活用水2.00元/吨、非居民生活用水2.82元/吨、特种用水为3.80元/吨，水费按月收取。城市供水安装主要为自来水公司为居民安装供水设施业务。

2020年公司实现自来水供应收入0.94亿元，收入规模较上年缩减12.13%，主要系受疫情影响，2020年上半年恩施市部分行业停工停产，企业用水量有所下降所致。毛利率由2019年的36.05%下降至2020年的26.57%，主要因收入规模有所下降，但固定支出不变所致。城市供水安装收入规模及毛利率较上年变动不大，毛利率较高。整体而言，自来水供应及城市供水安装业务收入及毛利率较高，系公司收入和利润的重要来源之一。

此外，公司公共交通及房屋出租业务为当期收入提供了一定补充。

**表7 公司供水业务情况**

| 项目名称         | 2020 年 | 2019 年 |
|--------------|--------|--------|
| 设计供水能力（万吨/日） | 16     | 16     |
| 实际供水量（万吨/年）  | 5,240  | 5,694  |
| 实际售水量（万吨/年）  | 3,763  | 4,283  |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



## 公司继续获得较大力度的外部支持，利润水平得到有效提升

作为恩施市重要的城市基础设施建设主体，公司在资产注入和财政补贴等方面获得地方政府的有力支持。2020年根据《恩施市财政局关于下达市福达产业投资有限公司注册资本金的通知》等文件，公司子公司恩施市福达产业投资有限公司、恩施市孺子牛城市管理责任公司获得政府投入资本金，相应增加公司资本公积1.79亿元。此外，2020年公司获得政府给予的公交运营补贴、新车购置补贴、老年卡乘车补贴等多项补贴合计0.26亿元，计入其他收益，提升了公司利润水平。

## 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永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围无变化，2020年公司合并范围新增两家一级子公司。截至2020年末，公司纳入合并范围子公司共11家（明细见附录四）。

### 资产结构与质量

公司资产规模稳步增长，以项目建设开发成本和投资性房地产为主，存在一定规模的资产受限，整体资产流动性较弱

2020年末公司总资产规模继续增长，仍以流动资产为主。

表8 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           | 103,043.02          | 4.57%          | 181,232.87          | 9.08%          |
| 其他应收款          | 159,738.43          | 7.08%          | 133,402.37          | 6.68%          |
| 存货             | 1,122,810.18        | 49.76%         | 1,071,120.76        | 53.66%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>1,416,101.70</b> | <b>62.76%</b>  | <b>1,389,027.70</b> | <b>69.59%</b>  |
| 投资性房地产         | 606,955.27          | 26.90%         | 488,428.75          | 24.47%         |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>840,176.91</b>   | <b>37.24%</b>  | <b>607,042.23</b>   | <b>30.41%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>2,256,278.61</b> | <b>100.00%</b> | <b>1,996,069.93</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要由银行存款构成，其中有307万元因子公司恩施绿源城市污水处理有限公司因债务纠纷而被法院冻结使用受限。公司其他应收款主要为应收恩施市土地储备中心的征地款及应收湖北中港城置业有限公司（民企）（2.03亿元，计提坏账准备0.01亿元）、恩施市第三水厂扩建工程指挥部、恩施市水利局等工程款，2020年末前五大应收对象合计占其他应收款总额的59.15%。账龄主要集中在1-2年，账龄较长。截至2020年末公司应收款项（应收账款+其他应收款）合计占公司总资产的8.28%，回



收时间不确定，对公司的营运资金形成了一定占用。

公司存货规模较大且规模随着项目施工的推进稳步增长，2020年末存货规模较上年末略有提升。存货主要由开发成本等部分构成。开发成本主要为在建项目已投入部分，具体包括中港城项目、市政道路及相关基础设施建设等，开发成本待项目完工并经工程竣工审计后才同政府进行结算，受项目建设以及工程审计进度的影响，收入确认时间存在一定的不确定性，流动性较弱。

公司投资性房地产系公司持有的以公允价值模式进行后续计量的土地及房产。2020年公司投资性房地产规模较上年大幅提升主要系2020年度新增并表子公司和通过招拍挂方式获取了土地使用权。2020年末，投资性房地产中土地使用权的面积为263.92万平方米，价值为50.45亿元，土地性质以出让为主，用途包括工业用地、商服住宅用地、综合用地等，有23.60亿元的土地用于抵押，且土地资产中未缴纳出让金的价值占74.66%。投资性房地产中廉租房、公租房等房产面积合计6.83万平方米，账面价值为1.13亿元，通过出租取得收入。公司投资性房地产科目资产规模较大，后续需关注未来市场公允价值的变动对投资性房地产科目的价值及公司利润水平带来一定的影响。

此外，截至2020年末公司无形资产科目亦有少量的土地，账面价值合计0.14亿元，主要系工业用地和生产用地，其中有0.07亿元的政府划拨地未办妥权证。

整体来看，公司资产仍以项目开发成本和投资性房地产为主，2020年末占总资产的比重分别为49.55%和26.90%，其中已抵押土地账面价值占总资产的11.05%，存在一定的资产受限，资产流动性较弱。

## 收入质量与盈利能力

### 公司营业收入保持增长，回款表现较差，资金支出压力较大

2020年公司营业收入主要来源城市建设工程投资、土地整理、自来水供应及城市供水安装等业务，其中城市建设工程投资收入、土地整理业务收入较上年大幅提升。此外，自来水供应业务规模略有下滑，安装收入相对稳定，当期公司营业收入同比提升了47.43%。盈利方面，受增值税变动的影响，城市建设工程投资的毛利率有所下降；因收入规模有所下降，但固定支出不变，当期自来水供应业务毛利率较上年有所下降。整体上2020年公司综合毛利率小幅提升。

截至2020年底，公司拥有较多在整理的土地，在建工程项目充足，未来公司土地相关业务及工程建设收入较有保障。2020年公司收现比大幅下降至0.57，表现较差。由于代建工程项目及工程施工业务投入较上年有所下降且当期支付的往来款规模大幅减少，当期经营性现金流由负转正。截至2020年底，公司主要在建项目及土地整理尚需较大投资，面临较大的资金缺口，未来外部融资规模或将进一步上升。

其他收益系政府补助，2020年公司收到政府给予的公交运营补贴、新车购置补贴、老年卡乘车补贴等多项补贴合计0.26亿元，占当期利润总额的13.83%，政府补助是公司利润的有益补充。



表9 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目    | 2020 年     | 2019 年     |
|-------|------------|------------|
| 营业收入  | 175,691.35 | 119,166.38 |
| 收现比   | 0.57       | 1.03       |
| 营业利润  | 18,112.17  | 15,199.16  |
| 其他收益  | 2,577.04   | 1,071.83   |
| 利润总额  | 18,635.38  | 15,228.24  |
| 销售毛利率 | 29.90%     | 27.63%     |

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

公司有息债务规模维持在较高水平，偿债压力仍然较大

2020年末总负债进一步增加，同比增长15.98%，负债结构仍以非流动负债为主；期末所有者权益小幅提升。综合影响下，产权比率提升至129%，所有者权益对负债的覆盖程度仍较弱。

图 1 公司资本结构

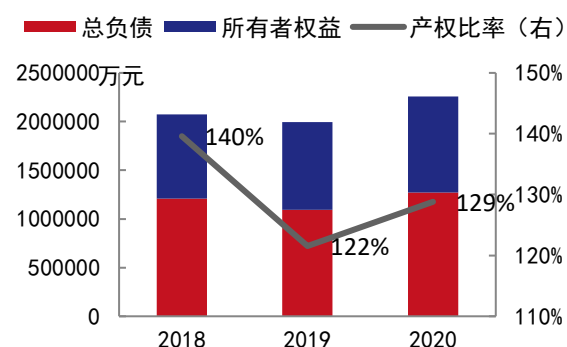
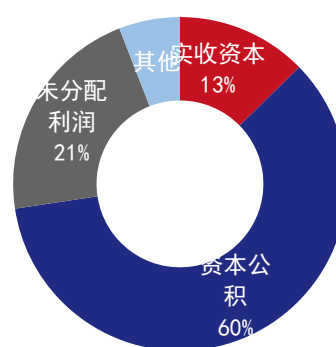


图 2 2020 年 12 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末，公司应付账款账龄集中在3年以上，占比达66.95%，主要为应付恩施市清江流域防洪减灾工程建设指挥部办公室、恩施经济开发区财政局等单位和企业工程款项。公司其他应付款主要为公司与政府机构和国有企业的往来款，上述款项期末余额较上年末小幅增长。2020年公司前五大应付对象合计占其他应付款总额的60.84%。2020年末公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款2.64亿元和一年内到期的应付债券3.38亿元。

为满足项目融资需求，公司长期借款规模逐步增长，2020年末公司长期借款（不含一年内到期的部分）余额为64.17亿元，同比增长4.53%，占负债总额的50.52%，借款利率集中在1.20%至5.39%区间，以质押借款和抵押借款为主。2020年末，公司应付债券为“14恩施城投债”、“16恩施城投债”、“20恩施城投债”，债券本金余额分别为2.20亿元、3.54亿元和9.50亿元。此外，公司于2021年4月21日发行了5年期“21恩施城投债”，发行规模为3.8亿元，票面利率为4.84%。

表10 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             |
| 应付账款           | 126,710.89          | 9.98%          | 99,678.31           | 9.10%          |
| 其他应付款（合计）      | 232,954.29          | 18.34%         | 207,580.42          | 18.96%         |
| 一年内到期的非流动负债    | 65,164.55           | 5.13%          | 79,843.61           | 7.29%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>444,715.83</b>   | <b>35.01%</b>  | <b>395,156.58</b>   | <b>36.08%</b>  |
| 长期借款           | 641,660.38          | 50.52%         | 613,850.00          | 56.06%         |
| 应付债券           | 118,600.00          | 9.34%          | 57,400.00           | 5.24%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>825,407.07</b>   | <b>64.99%</b>  | <b>699,927.38</b>   | <b>63.92%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,270,122.90</b> | <b>100.00%</b> | <b>1,095,083.96</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年12月末，公司总债务达到83.62亿元，占总负债的65.83%，规模较上年有所提升，其中一年以内到期7.59亿元。公司有息债务以长期债务为主，截至2020年末公司长期债务占比为90.92%。

图 3 公司债务占负债比重

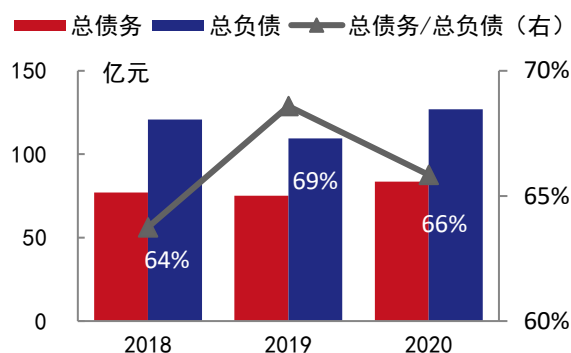
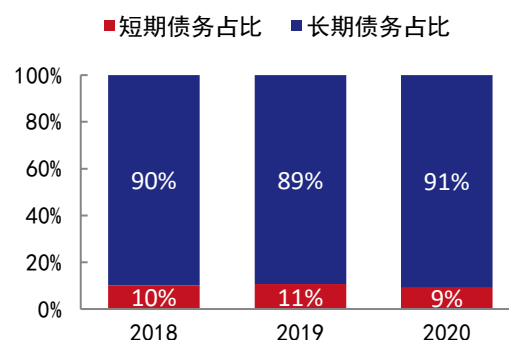


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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略有提升。2020年末公司现金短期债务比为1.36，货币资金对短期债务覆盖程度较好。2020年末公司有息债务规模继续增加，EBITDA利息保障倍数提升至0.80，EBITDA对有息债务本金及利息的覆盖倍数较低。整体来看，公司债务规模较大，随着债务到期，整体偿债压力较大。

表11 公司偿债能力指标

| 项目            | 2020 年 | 2019 年 |
|---------------|--------|--------|
| 资产负债率         | 56.29% | 54.86% |
| 现金短期债务比       | 1.36   | 2.27   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.72   | 0.68   |

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12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

公司对外担保规模较大，多为对民营企业的担保，存在一定的或有负债风险

截至2020年12月31日，公司对外担保金额为18.44亿元，占2020年净资产的18.70%；其中，未设置反担保措施的担保金额为14.64亿元；对民营企业的担保金额占总担保金额的比为77.49%，主要为公司根据项目投资协议条款约定向项目建设方银行融资提供的担保，均以应付其工程款为上限，公司存在一定的或有负债风险。

表12 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

| 被担保方          | 担保金额  | 担保到期日      | 是否有反担保 |
|---------------|-------|------------|--------|
| 恩施武陵山产业发展有限公司 | 4.15  | 2031/6/21  | 否      |
| 湖北中港城置业有限公司   | 3.91  | 2021/11/20 | 否      |
| 恩施州和润建设投资有限公司 | 3.00  | 2020/6/30  | 是      |
| 恩施州和润建设投资有限公司 | 0.80  | 2020/4/2   | 是      |
| 北京新谦诚投资有限公司   | 1.50  | 2021/1/16  | 否      |
| 湖北益华建设工程有限公司  | 1.20  | 2020/4/25  | 否      |
| 恩施鑫凯置业有限公司    | 0.35  | 2021/1/8   | 否      |
| 恩施市御景源商贸有限公司  | 3.02  | 2021/9/13  | 否      |
| 恩施市御景源商贸有限公司  | 0.50  | 2021/6/15  | 否      |
| 合计            | 18.44 | -          | -      |

注：截至 2020 年末，公司对外担保尚未发生代偿  
资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

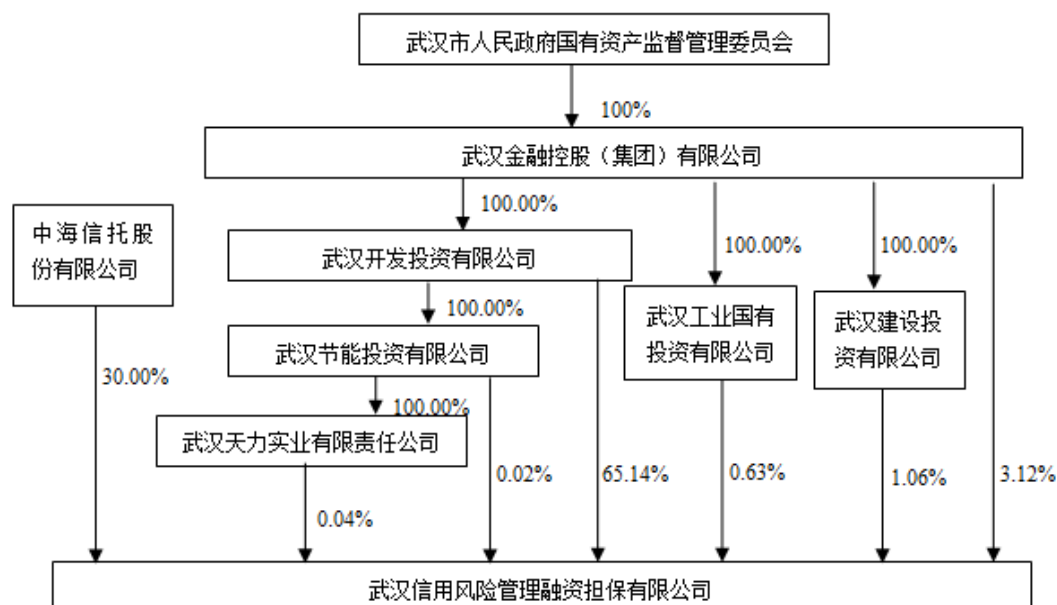
武汉信用担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性

武汉信用担保的范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期限为债券存续期及债券到期之日起二年。

武汉信用担保成立于1998年，是武汉市市属国有企业，经股东多次增资，资本规模大幅增长，截至2020年末，武汉信用担保实收资本为100亿元，控股股东仍为武汉开发投资有限公司，武汉开发投资有

限公司对武汉信用担保的直接持股比例为65.14%，实际控制人为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会，武汉信用担保股权结构如下图所示。

图 5 截至 2020 年末武汉信用担保股权结构图



资料来源：武汉信用提供

经过近年来的发展，武汉信用形成了以委托贷款、企业融资担保业务为核心，小额贷款和征信等协同发展的业务结构。2018-2020年，武汉信用委托贷款业务收入规模有所下降，使得营业收入规模持续下降。从收入结构来看，近年武汉信用委托贷款业务收入占比有所下降，担保业务收入占比明显上升，但现阶段委托贷款业务收入占比仍处于很高水平。截至2020年末，武汉信用应收账款规模合计为306.75亿元，对前五大客户的应收账款规模合计为158.57亿元，前五大客户主要为地产行业以及上市公司股东，在国内房地产行业调控趋严以及资本市场波动较大的背景下，需关注相应的损失风险。

表13 武汉信用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      |
| 担保费收入  | 17,532.67  | 6.95%   | 8,431.63   | 3.02%   | 5,974.31   | 1.96%   |
| 债权投资收入 | 220,668.75 | 87.47%  | 244,775.99 | 87.64%  | 295,551.03 | 96.95%  |
| 融资租赁收入 | 5,565.30   | 2.21%   | 0.00       | 0.00%   | 0.00       | 0.00%   |
| 其他业务收入 | 8,509.13   | 3.37%   | 26,089.34  | 9.34%   | 3,308.77   | 1.09%   |
| 合计     | 252,275.85 | 100.00% | 279,296.96 | 100.00% | 304,834.11 | 100.00% |

注：其中其他业务收入主要包括资金占用费收入和房屋租赁收入。

资料来源：武汉信用 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理



截至2020年末，武汉信用资产总额为508.00亿元，所有者权益合计为144.89亿元，2020年实现净利润6.54亿元。近年武汉信用主要财务指标如下表所示。

表14 近年武汉信用主要财务数据（万元）

| 项目       | 2020 年       | 2019 年       | 2018 年       |
|----------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产      | 5,079,982.66 | 4,504,398.34 | 3,967,273.55 |
| 所有者权益合计  | 1,448,913.20 | 1,368,524.74 | 1,393,438.18 |
| 营业收入     | 252,275.85   | 279,296.96   | 304,834.11   |
| 担保业务收入   | 17,532.67    | 8,431.63     | 5,974.31     |
| 利润总额     | 76,496.34    | 52,757.12    | 83,928.77    |
| 净利润      | 65,410.89    | 40,119.40    | 63,558.37    |
| 净资产收益率   | 4.64%        | 3.03%        | 5.21%        |
| 担保余额（亿元） | -            | 37.70        | 42.93        |
| 准备金覆盖率   | -            | 4.57%        | 2.40%        |
| 融资担保放大倍数 | -            | 0.28         | 0.31         |

资料来源：武汉信用 2018-2020 年审计报告、武汉信用提供，中证鹏元整理

综合来看，武汉信用实力较强，业务发展情况良好。经中证鹏元综合评定，武汉信用主体长期信用等级为AA+，其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。

## 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，维持本期债券信用等级为AA+。





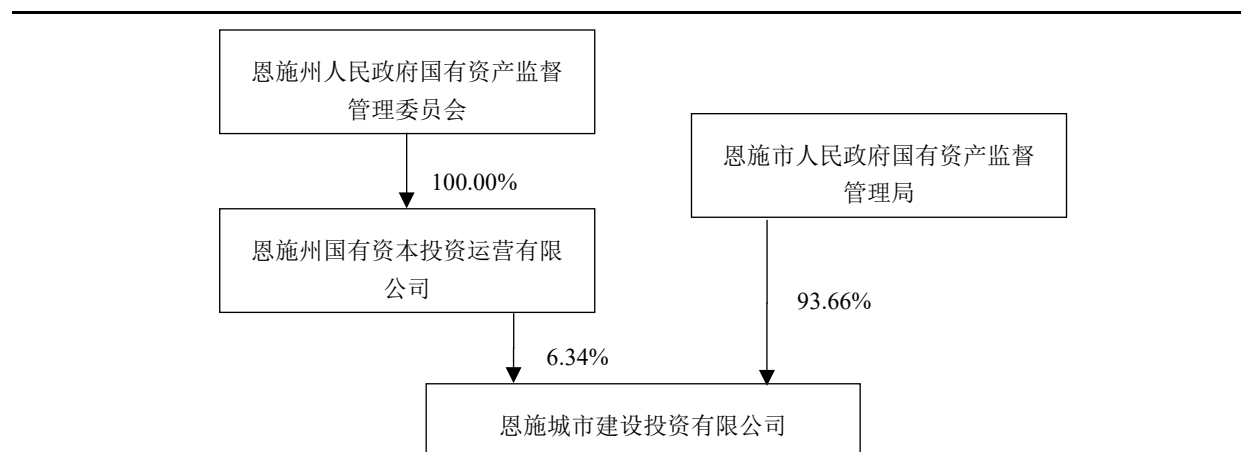
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元）   | 2020 年       | 2019 年       | 2018 年       |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金          | 103,043.02   | 181,232.87   | 424,148.50   |
| 存货            | 1,122,810.18 | 1,071,120.76 | 899,996.13   |
| 流动资产合计        | 1,416,101.70 | 1,389,027.70 | 1,473,469.30 |
| 投资性房地产        | 606,955.27   | 488,428.75   | 493,229.71   |
| 非流动资产合计       | 840,176.91   | 607,042.23   | 600,531.70   |
| 资产总计          | 2,256,278.61 | 1,996,069.93 | 2,074,001.00 |
| 短期借款          | 10,755.00    | 0.00         | 0.00         |
| 其他应付款（合计）     | 232,954.29   | 207,580.42   | 301,008.38   |
| 一年内到期的非流动负债   | 65,164.55    | 79,843.61    | 77,556.00    |
| 流动负债合计        | 444,715.83   | 395,156.58   | 486,418.73   |
| 长期借款          | 641,660.38   | 613,850.00   | 601,544.00   |
| 应付债券          | 118,600.00   | 57,400.00    | 91,200.00    |
| 非流动负债合计       | 825,407.07   | 699,927.38   | 721,941.98   |
| 负债合计          | 1,270,122.90 | 1,095,083.96 | 1,208,360.71 |
| 总债务           | 836,179.93   | 751,093.61   | 770,300.00   |
| 所有者权益         | 986,155.70   | 900,985.97   | 865,640.29   |
| 营业收入          | 175,691.35   | 119,166.38   | 123,467.47   |
| 营业利润          | 18,112.17    | 15,199.16    | 24,362.16    |
| 其他收益          | 2,577.04     | 1,071.83     | 12,341.34    |
| 利润总额          | 18,635.38    | 15,228.24    | 24,957.53    |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 7,165.49     | -176,415.66  | -103,153.41  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -128,363.54  | -22,179.79   | -1,537.37    |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 27,920.78    | -44,320.18   | 202,717.14   |
| 财务指标          | 2020 年       | 2019 年       | 2018 年       |
| 销售毛利率         | 29.90%       | 27.63%       | 19.00%       |
| 收现比           | 0.57         | 1.03         | 1.08         |
| 资产负债率         | 56.29%       | 54.86%       | 58.26%       |
| 现金短期债务比       | 1.36         | 2.27         | 5.47         |
| EBITDA（万元）    | 31,265.41    | 26,204.12    | 42,916.84    |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.72         | 0.68         | 1.21         |

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理



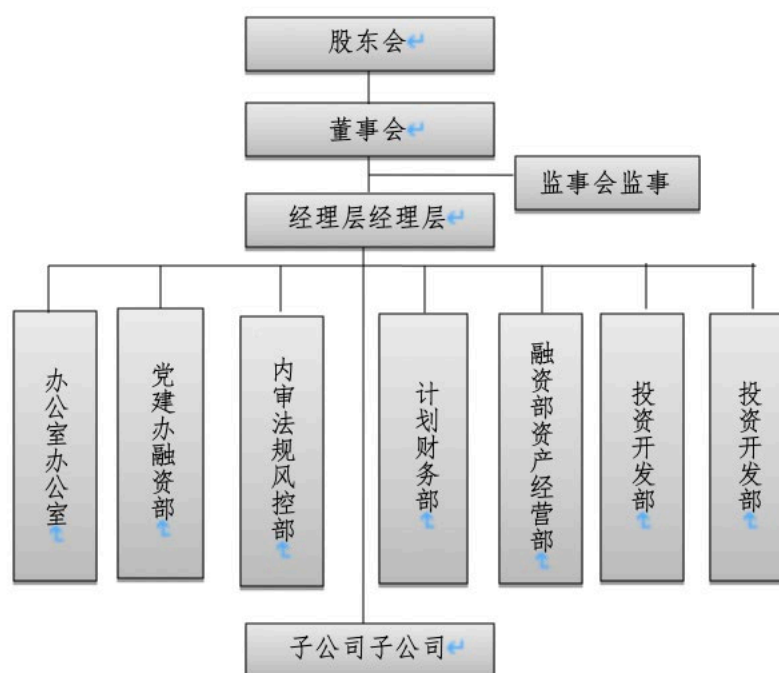
## 附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



### 附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



## 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                                       |
|-------------------|------------|---------|--------------------------------------------|
| 恩施市硒都国有资产经营有限责任公司 | 100,000.00 | 100.00% | 国有资产经营管理活动、土地收储和土地整理业务                     |
| 恩施市金城投资开发有限公司     | 49,300.00  | 100.00% | 土地整理开发                                     |
| 恩施市旅游投资有限公司       | 55,200.00  | 100.00% | 负责全市旅游资源的管理、经营和开发等                         |
| 恩施民安建设投资有限公司      | 37,200.00  | 100.00% | 土地整理与开发、基础设施开发投资。                          |
| 恩施市自来水有限责任公司      | 2,109.01   | 100.00% | 自来水生产、销售、自来水管安装、维修等                        |
| 恩施市公共汽车公司         | 3,000.00   | 100.00% | 市内公共汽车、车身、站牌广告等                            |
| 恩施市硒泉供水有限公司       | 15,000.00  | 100.00% | 供水经营；管道安装与维修；发展供水用户；经销给排水材料及设备、给排水工程建设与设计； |
| 恩施市绿源城市污水处理有限责任公司 | 1,850.00   | 100.00% | 城市污水处理                                     |
| 恩施市交通建设投资有限公司     | 20,000.00  | 100.00% | 公路、市政道路、交通基础设施建设                           |
| 恩施市孺子牛城市管理服务有限公司  | 2,000.00   | 100.00% | 城市公共设施管理、维护；停车场服务；房屋、场地、场馆、广告位租赁服务         |
| 恩施市福达产业投资有限公司     | 20,000     | 100.00% | 负责产业项目的土地整理业务，进行产业园区、农业产业化、                |

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。 |