



# 2018年第一期汝城县顺兴投资开发有限公司公司债券2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2018年第一期汝城县顺兴投资开发有限公司公司债券 2022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 汝城顺兴 01 /PR 顺兴 01 | AAA | AAA |

## 评级日期

2022 年 6 月 28 日

## 联系方式

项目负责人：张涛  
zhangt@cspengyuan.com

项目组成员：蒋申  
jiangsh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元维持汝城县顺兴投资开发有限公司（以下简称“汝城顺兴”或“公司”）的主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定；维持“18 汝城顺兴 01/PR 顺兴 01”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：公司持续获得较大力度的外部支持，且重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）为本期债券提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力以及债务压力进一步加大等风险因素。

## 未来展望

- 公司是汝城县基础设施建设的主要平台，预计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            | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年  |
|---------------|--------|--------|---------|
| 总资产           | 57.98  | 55.02  | 51.04   |
| 所有者权益         | 46.39  | 45.69  | 44.66   |
| 总债务           | 9.47   | 8.46   | 5.95    |
| 资产负债率         | 19.98% | 16.96% | 12.51%  |
| 现金短期债务比       | 0.33   | 1.31   | -       |
| 营业收入          | 2.17   | 2.25   | 2.19    |
| 其他收益          | 0.09   | 0.28   | 0.18    |
| 营业外收入         | 0.51   | 0.40   | 0.60    |
| 利润总额          | 0.86   | 1.09   | 1.13    |
| 销售毛利率         | 17.35% | 15.26% | 20.03%  |
| EBITDA        | 0.93   | 1.14   | 1.17    |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.60   | 2.25   | 2.62    |
| 经营活动现金流净额     | -1.52  | -1.90  | -5.55   |
| 收现比           | 1.01%  | 90.33% | 102.84% |

注：2019 年无短期债务。

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **公司获得的外部支持力度仍较大。**作为汝城县基础设施建设的主要平台，公司主要从事汝城县经开区内市政基础设施建设、土地整理开发和房屋租赁等业务。2021 年公司收到各类政府补助和税收优惠合计占利润总额的比重为 69.53%，有效提升了公司利润水平。
- **第三方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，兴农担保主体信用等级为 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可有效提升本期债券的信用水平。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**2021 年末公司资产主要由存货、应收账款和其他应收款构成，其中存货主要由土地使用权构成，应收款项回收时间存在一定的不确定性，对公司资金形成占用，资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2021 年末，公司主要在建项目后续投资仍有较大资金缺口，且经营活动现金流连续三年净流出，公司面临较大资金压力。
- **公司债务压力进一步加大。**2021 年公司债务规模持续增长，且现金类资产对短期债务保障能力趋弱。

## 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

## 本次评级模型打分表及结果

| 评分要素     | 评分指标              | 指标评分 | 评分要素     | 评分指标          | 指标评分 |
|----------|-------------------|------|----------|---------------|------|
| 业务状况     | 区域风险状况            | 较高   | 财务风险状况   | 有效净资产规模       | 4    |
|          | GDP 规模            | 2    |          | 资产负债率         | 7    |
|          | GDP 增长率           | 5    |          | EBITDA 利息保障倍数 | 7    |
|          | 地区人均 GDP/全国人均 GDP | 2    |          | 现金短期债务比       | 5    |
|          | 公共财政收入            | 1    |          | 收现比           | 4    |
|          | 区域风险状况调整分         | 0    |          |               |      |
|          | 经营状况              | 强    |          |               |      |
| 业务状况等级   | 业务竞争力             | 6    | 财务风险状况等级 |               |      |
|          | 业务持续性和稳定性         | 6    |          |               |      |
|          | 业务多样性             | 2    |          |               |      |
|          |                   |      |          |               |      |
|          |                   |      |          |               |      |
| 业务状况等级   |                   | 中等   | 财务风险状况等级 |               | 较小   |
| 指示性信用评分  |                   |      |          |               | aa-  |
| 调整因素     |                   | 无    | 调整幅度     |               | 0    |
| 独立信用状况   |                   |      |          |               | aa-  |
| 外部特殊支持调整 |                   |      |          |               | 0    |
| 公司主体信用等级 |                   |      |          |               | AA-  |

### 历史评级关键信息

| 主体评级   | 债项评级 | 评级日期       | 项目组成员   | 适用评级方法和模型                                                                                                  | 评级报告                 |
|--------|------|------------|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| AA-/稳定 | AAA  | 2021-6-25  | 谢海琳、何佳欢 | 城投公司信用评级方法和模型<br>( <a href="#">cspy_ffmx_2019V1.0</a> )、外部特殊支持<br>评价方法( <a href="#">cspy_ff_2019V1.0</a> ) | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA-/稳定 | AAA  | 2018-12-13 | 邓艰、钟继鑫  | 城投公司主体长期信用评级方法<br>( <a href="#">py_ff_2018V1.0</a> )、城投公司主体长期<br>信用评级模型( <a href="#">py_mx_2015V1.0</a> )  | <a href="#">阅读全文</a> |

### 本次跟踪债券概况

| 债券简称                | 发行规模(亿元) | 债券余额(亿元) | 上次评级日期    | 债券到期日期   |
|---------------------|----------|----------|-----------|----------|
| 18 汝城顺兴 01/PR 顺兴 01 | 6.00     | 4.80     | 2021-6-25 | 2026-1-7 |

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年01月发行7年期6亿元公司债券，募集资金原计划用于郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目及补充营运资金。截至2022年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为190.00万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本以及实际控制人均未发生变化。2021年10月，公司控股股东汝城县国有资产管理中心更名为汝城县国有资产事务中心；2022年6月，公司法定代表人由何惠群变更为曹文斌。截至2022年5月末，公司注册资本和实收资本仍均为10,000.00万元，控股股东为汝城县国有资产事务中心，实际控制人是汝城县人民政府，股权结构详见附录二。

2021年公司合并范围无变化，无合并子公司。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0% 左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

**2021 年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势**

2021 年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021 年 12 月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计 2022 年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且 2022 年城投债偿付规模



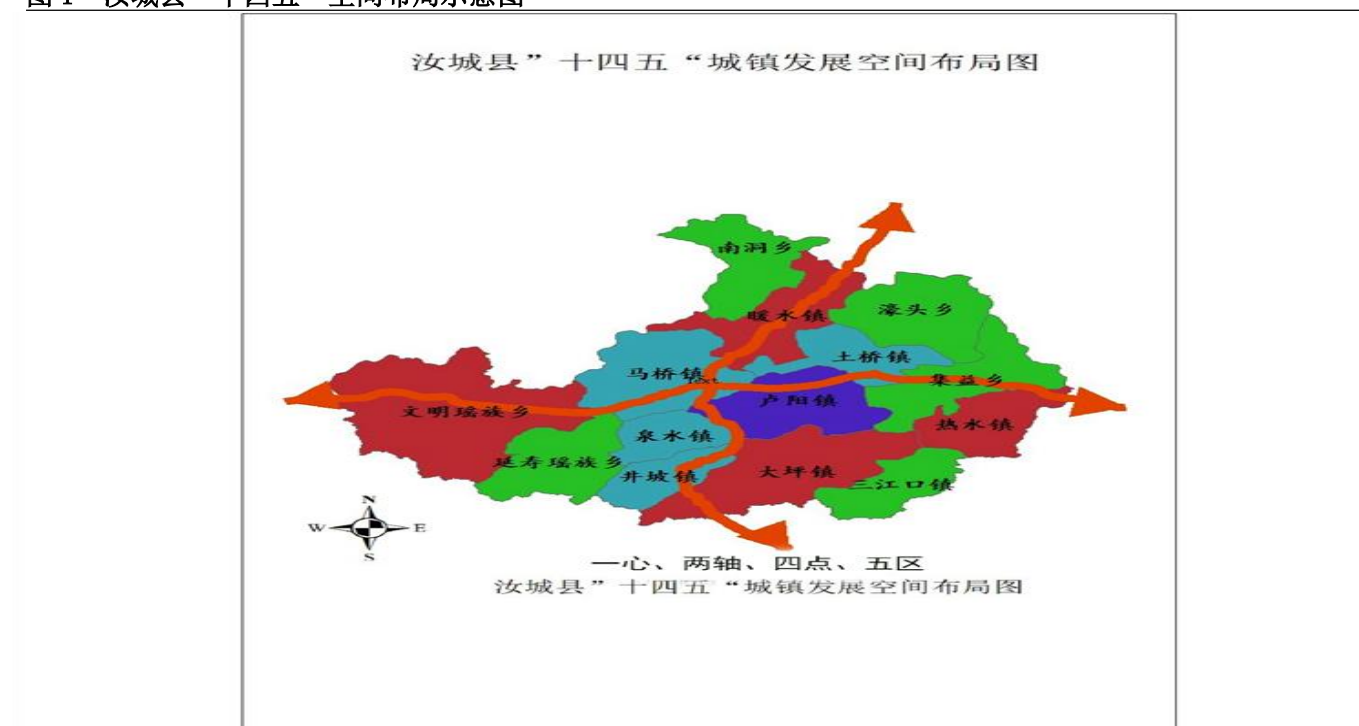
较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

## 区域经济环境

**汝城县产业以红色旅游业为主，近年经济增速较快，但经济总量偏小，经济发展水平有待提高，一般公共预算较低且财政自给能力弱**

**区位优势：**汝城县隶属于湖南省郴州市，位于湖南省东南部，地处湘、粤、赣三省交界处，与广东、江西两省接壤，有“毗连三省，水注三江（湘江、珠江、赣江）”之美称。汝城多丘陵和山地，概称“八山半水一分田，半分道路加庄园”。交通方面有待优化，国道106线和省道324线呈“十”字型纵贯全境，另有厦蓉高速、湘深高速贯穿全境，但无高铁。汝城县版图面积2,400.85平方公里，约占湖南省总面积的1.1%。全县辖5个乡，9个镇，3个少数民族乡镇，217个村，根据第七次全国人口普查数据，截至2020年11月1日零时，汝城县常住人口34.46万人，较第六次人口普查增加4.35%。汝城县历史文化底蕴深厚，资源丰富，荣膺“千年古县”称号，是湖南省历史文化名城，有省级历史文化名村六个（土桥金山村、土桥村、先锋村，文明沙洲村，马桥石泉村、外沙村）。

图1 汝城县“十四五”空间布局示意图



资料来源：汝城县政府官方网站，中证鹏元整理

**经济发展水平：**近年汝城县经济保持较快增长，2021年经济总量在郴州市11个区县中排名第10，人均GDP较低，经济发展水平有待提高。汝城县致力于打造红色品牌文化，实施“传承红色基因，推进绿色发展”战略，围绕“打造‘三区三地’，建设幸福汝城”发展定位，着力打造全国红色传承示范区、绿色发展示范区、乡村振兴示范区，建设面向粤港澳大湾区、全国有影响的产业转移首选地、优质农副产品供应地、文化旅游目的地。



“三大产业群、十条产业链”全面发展，产业体系为三产融合发展。汝城县旅游服务产业特色鲜明、品牌彰显，重点建设红色革命老区和长征国家文化公园（湖南段），弘扬长征文化、讲好红色故事、搞好红色教育、传承红色基因。其次特色农业产业多点开花、优质高效，新型工业产业也在加快发展、规模持续壮大。但与郴州市其他区县相比，经济发展欠佳。

近年汝城县地区生产总值持续增长，三次产业结构由2020年19.3:26.4:54.2调整为18.1:27.5:54.4，第一产业虽略有下滑但相较于其他区域占比较大，二三产业是经济主要增长点，近年产业结构持续优化，第二三产业的占比持续提升，经济结构以第三产业为主。2021年汝城县人均生产总值约为2.91万元，是同期全国人均GDP的35.91%，经济发展处于较低水平。2021年汝城县GDP100.06亿元，经济体量在郴州市中居倒数第二位，但经济持续增长，同比增速为8.2%，略高于全国增速，但低于郴州市8.8%的增速。从经济增长的驱动因素来看，固定资产投资近年保持较快增速，社会消费品零售总额波动较大，2021年社会消费品零售总额同比大增，主要受上年低基数影响。此外，近年汝城县进出口总额持续增长，2021年增长迅速，其中加工贸易26,743万元，比上年增长95.5%。

**表1 2021年郴州市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）**

| 区县名称       | GDP           | GDP 增速      | 人均 GDP（万元）  | 工业总产值  | 一般公共预算收入    | 政府性基金收入      |
|------------|---------------|-------------|-------------|--------|-------------|--------------|
| 北湖区        | 453.87        | 9.8%        | 7.88        | 80.76  | 11.32       | 11.18        |
| 桂阳县        | 413.13        | 8.8%        | 5.83        | -      | 18.66       | -            |
| 资兴市        | 361.8         | 8.8%        | 11.23       | 170.41 | 17.72       | 13.66        |
| 苏仙区        | 355.2         | 9.0%        | 8.14        | -      | 6.98        | 6.75         |
| 永兴县        | 347.8         | 9.3%        | 6.47        | -      | 16.02       | 9.87         |
| 宜章县        | 242.18        | 8.8%        | 4.26        | -      | 14.68       | -            |
| 临武县        | 163.7         | 9.0%        | 5.07        | -      | 8.64        | 14.52        |
| 嘉禾县        | 157.5         | 8.9%        | 4.59        | -      | 8.32        | 8.62         |
| 安仁县        | 124.3         | 8.0%        | 3.54        | -      | 4.9         | -            |
| <b>汝城县</b> | <b>100.06</b> | <b>8.2%</b> | <b>2.91</b> | -      | <b>5.13</b> | <b>12.22</b> |
| 桂东县        | 50.53         | 8.2%        | 3.14        | -      | 2.66        | 7.87         |

注：1）宜章县、嘉禾县、临武县人均 GDP 采用第七次人口普查常住人口数据 567,970 人、343,169 人、322,987 人计算；

2）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

**表2 汝城县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

| 项目          | 2021 年 |       | 2020 年 |       | 2019 年 |       |
|-------------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
|             | 金额     | 增长率   | 金额     | 增长率   | 金额     | 增长率   |
| 地区生产总值（GDP） | 100.06 | 8.2%  | 90.42  | 4.1%  | 85.42  | 7.7%  |
| 固定资产投资      | -      | 9.2%  | -      | 8.7%  | -      | 11.3% |
| 社会消费品零售总额   | 41.61  | 14.3% | 36.42  | -2.5% | 37.37  | 10.3% |
| 进出口总额       | 2.67   | 95.5% | 1.29   | 44.5% | 0.96   | 21.8% |
| 人均 GDP（万元）  | 2.91   |       | 2.65   |       | 2.51   |       |

人均 GDP/全国人均 GDP                      35.91%                      36.53%                      35.45%

注：1) “-”表示数据未公开披露；2) 2019-2020 年进出口总额为 1,370 万美元和 1,980 万美元，表中已根据中国外汇交易中心当年末美元兑人民币中间汇率 6.9762 和 6.5249 换算。

资料来源：汝城县 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**发展规划及机遇：**根据《汝城县国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，汝城县经济社会发展的定位为：打造“三区三地”，建设幸福汝城。“三区”指立足红色资源禀赋，创建全国爱国主义教育基地、全国党性教育基地、全国党性教育培训示范基地，打造全国红色传承示范区。其次充分利用生态优势发展生态经济，将生态优势转化为发展优势，打造绿色发展示范区。“三地”指依托毗邻粤港澳区位优势，高速开通、高铁规划交通优势，加快园区建设、平台建设，打造面向粤港澳大湾区、全国有影响的产业转移首选地。截至2025年地区生产总值达到148亿元，年均增长7.5%。

**财政及债务水平：**汝城县一般公共预算较低且财政自给能力弱。汝城县一般公共预算收入偏低，2021年实现5.13亿元，同比增长12.01%。全年实现税收收入占一般公共预算收入77.74%，同比有所提高，主要由于受国家全面减税降费影响非税收入下降。2021年全县实现一般公共预算支出34.30亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）14.96%，财政自给能力弱。近年政府债务余额持续扩张，截至2021年末县级政府债务余额为86.59亿元。

**表3 汝城县主要财政指标情况（单位：亿元）**

| 项目       | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 一般公共预算收入 | 5.13   | 4.58   | 4.57   |
| 税收收入占比   | 77.74% | 75.06% | 71.09% |
| 财政自给率    | 14.96% | 13.51% | 14.15% |
| 政府性基金收入  | 12.22  | 11.45  | 11.04  |
| 地方政府债务余额 | 86.59  | 85.94  | 81.52  |

注：1) 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；2) “-”表示数据未公开披露。

资料来源：2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报及汝城县财政预决算报告，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至2021年末，汝城县主要存续公开债城投平台仅公司1家。

## 五、经营与竞争

作为汝城县基础设施建设主体之一，公司主要从事汝城县经开区内市政基础设施建设、土地整理开发等业务。2021年公司实现营业收入21,730.95万元，较上年末小幅下降；受土地一级市场及政府规划安排影响，未产生土地整理开发业务收入。2021年公司综合毛利率为17.35%，较上年末小幅增长，主要系占比较高的市政基础设施建设业务毛利率有所上升。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

| 项目       | 2021 年    |        | 2020 年    |       |
|----------|-----------|--------|-----------|-------|
|          | 金额        | 毛利率    | 金额        | 毛利率   |
| 市政基础设施建设 | 21,490.94 | 16.67% | 13,566.49 | 9.17% |

|           |                  |               |                  |               |
|-----------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| 土地整理开发    | -                | -             | 7,995.43         | 16.15%        |
| 租赁业务      | 240.02           | 78.67%        | 950.97           | 94.62%        |
| <b>合计</b> | <b>21,730.95</b> | <b>17.35%</b> | <b>22,512.89</b> | <b>15.26%</b> |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

**2021年公司基础设施建设收入整体保持稳定，土地开发整理业务易受土地一级市场及政府规划安排影响，该等业务面临一定不确定性，且面临较大的资金压力**

根据汝城县政府于2011年与公司签订的《基础设施项目建设及土地整理开发合作协议书》（以下简称“合作协议书”），汝城县政府授权公司经营市政基础设施建设业务和土地整理开发业务，并由湖南汝城经济开发区管理委员会按年度与公司签订具体项目的代建协议。

在基础设施建设方面，公司根据汝城县政府的委托承担项目建设，汝城县政府每年对公司承建项目的投资完成部分进行收购，项目年度收购价款的确认方式为：每年由汝城县政府指定的汝城县财政投资评审中心（以下简称“评审中心”）评审确认公司承建项目的年度投资额；汝城县财政局按照评审中心审定的年度投资额加上项目管理费、资金占用费确认为项目年度收购价款。实际执行中，加成比例根据当年湖南汝城经济开发区管理委员会与公司签订的代建协议约定有所不同，其中2020年为10%、2021年为20%。

在土地整理开发方面，公司对汝城县政府指定的配置用地进行整理开发，具体工作包括土地征拆、安置补偿、整理开发、配套设施建设等。在项目达到交付标准并验收合格后，汝城县政府对公司承担的土地整理开发项目进行整体收购，项目整体收购价款的确认方式与基础设施建设基本一致，但土地整理开发项目需待项目全面竣工验收后一并评审。

对于以上项目，公司最终根据湖南汝城经济开发区管理委员会出具的结算确认函确认市政基础设施建设业务收入和土地整理开发收入。

受政府结算规模影响，2021年公司确认市政基础设施建设收入21,490.94万元，较上年有所增长；毛利率方面，2021年公司市政基础设施建设业务的毛利率16.67%，较上年末有所增长，主要系政府结算加成比例提高。受汝城县土地市场行情和政府土地出让计划影响，2021年未产生土地整理开发收入，土地整理出让业务存在较大波动性。

截至2021年末，公司主要在建项目计划总投资179,404.00万元，尚需投资78,159.71万元，在建项目未来所需资金量较大，面临较大的资金压力。公司在建自营项目主要为本期债券募投项目，未来需投资23,724.81万元，项目建设进度较慢，项目收益包括标准厂房的销售收入及厂房、综合楼等的出租收入，但投资规模较大，受外部宏观经济等诸多因素影响，收益实现存在一定不确定性。此外，公司在建的主要基础设施建设及土地整理项目数量较少，该等业务存在一定的不确定性。

表5 截至 2021 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

| 项目名称                 | 计划总投资             | 累计已投资             | 项目类型       |
|----------------------|-------------------|-------------------|------------|
| 郴州市汝城标准厂房和配套综合开发建设项目 | 90,404.00         | 66,679.19         | 本期债券募投项目   |
| 创新创业示范标准厂房建设项目       | 61,000.00         | 16.50             | 市政基础设施建设项目 |
| 广东电子智能产业园            | 28,000.00         | 34,548.60         | 市政基础设施建设项目 |
| <b>合计</b>            | <b>179,404.00</b> | <b>101,244.29</b> | -          |

资料来源：公司提供

### 公司继续获得较大力度的外部支持

公司承担湖南汝城经济开发区基础设施建设工程，湖南汝城经济开发区管理委员会在政府补贴和税收优惠等方面给予公司较大支持。

2021年公司获得税收优惠888.67万元，计入其他收益；获得湖南汝城经济开发区管理委员会运营经费补贴和争资立项专项奖5,093.00万元，计入营业外收入。总体来看，2021年税收优惠和政府补助合计占当期利润总额的69.53%，有效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大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围无变化。

### 资产结构与质量

#### 公司资产规模继续增长，但仍以土地资产和应收款项为主，资产流动性较弱

2021年公司总资产规模57.98亿元，较上年末小幅增长。流动资产占比仍在99%以上。

2021年末公司货币资金全部为银行存款，无受限情形。2021年末，公司应收账款均为应收汝城县财政局汝城经济开发区分局的项目收购款，一年以内账龄占比47.72%，1-2年账龄占比52.13%，坏账准备计提比例为1.00%。公司其他应收款主要是公司与汝城县投融资建设核算中心、汝城县财政局之间的往来款，2021年末上述2家单位欠款账面余额合计占其他应收款期末余额的72.23%，此外还存在一笔对湖南方澳建设集团有限公司汝城分公司的往来款0.55亿元（民企，占比8.20%，账龄一年以内）。整体来看，公司应收款项（应收账款+其他应收款）回收风险较小，但回收期不确定，对公司资金形成占用。

2021年末公司存货账面价值46.30亿元，较上年末小幅增长，存货中包括：公司拥有36宗土地资产，账面价值合计37.12亿元，总面积392.25万平方米，土地性质以商业、商住用地为主，并有5宗道路用地（价值1,601.00万元）。其中账面价值185,721.48万元的土地为对本期债券担保方提供的反担保，抵押受限土地合计占总土地比为50.03%。除土地资产外，其余均为在建项目开发成本，绝大部分为本期债券募

投项目。

总体上看，2021年公司资产规模继续增长，期末资产以存货和应收款项为主，应收款项对公司资金形成占用，存货中土地资产抵押比例较高，公司资产流动性较弱。

**表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

| 项目             | 2021 年       |                | 2020 年       |                |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
|                | 金额           | 占比             | 金额           | 占比             |
| 货币资金           | 0.39         | 0.68%          | 1.58         | 2.87%          |
| 应收账款           | 4.46         | 7.70%          | 2.36         | 4.28%          |
| 其他应收款          | 6.66         | 11.49%         | 5.24         | 9.53%          |
| 存货             | 46.30        | 79.85%         | 45.70        | 83.06%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>57.81</b> | <b>99.72%</b>  | <b>54.88</b> | <b>99.75%</b>  |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>0.16</b>  | <b>0.28%</b>   | <b>0.14</b>  | <b>0.25%</b>   |
| <b>资产总计</b>    | <b>57.98</b> | <b>100.00%</b> | <b>55.02</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 收入质量与盈利能力

### 2021年公司营收规模小幅下降，收现表现差，政府补助有效提升了公司利润水平

2021年公司营业收入2.17亿元，较上年末小幅下降，收入主要来源于市政基础设施建设及土地整理业务，但2021年主营业务现金回款极弱，其回款情况受政府资金安排较大。随着募投项目逐步投入运营，能够对公司收入形成补充。但因募投项目和在建项目尚需投资规模较大，可能会受到项目建设进度、外部宏观环境等诸多因素的影响而存在一定不确定性。在建的基础设施及土地整理项目规模数量较少，业务存在一定的不确定性，且收入可能存在波动。

毛利率方面，2021年公司综合毛利率为17.35%，较上年末小幅提高，主要系占比较高的市政基础设施建设业务毛利率有所上升所致。2021年，公司收到各类政府补助和税收优惠合计5,981.67万元，占利润总额的比重为69.53%，有效提升了公司利润水平。

**表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

| 指标名称  | 2021 年 | 2020 年 |
|-------|--------|--------|
| 收现比   | 1.01%  | 90.33% |
| 营业收入  | 2.17   | 2.25   |
| 营业利润  | 0.35   | 0.69   |
| 其他收益  | 0.09   | 0.28   |
| 营业外收入 | 0.51   | 0.40   |
| 利润总额  | 0.86   | 1.09   |
| 销售毛利率 | 17.35% | 15.26% |

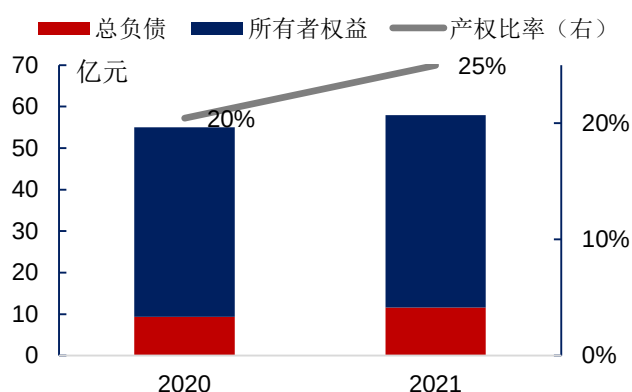
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 2021年公司债务规模持续攀升，债务压力进一步加大

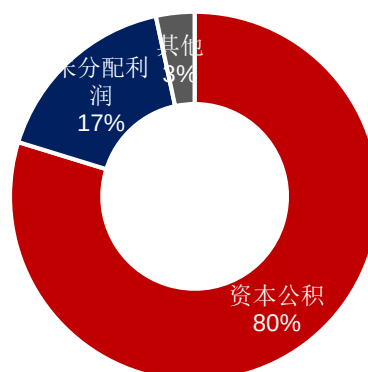
随着盈余利润的积累，公司所有者权益进一步增长。由于新增长期借款，公司债务规模大幅上升。在上述因素的综合影响下，2021年末公司的产权比率较上年增加5个百分点。但整体而言，公司净资产对负债的保障程度仍较高。2021年公司所有者权益仍以资本公积为主。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图3 2021年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司其他应付款大幅增长至1.97亿元，主要系往来款增长。2021年末公司一年内到期的非流动负债及应付债券均为本期债券。2021年末公司长期借款3.50亿元，均为抵押及保证借款。受其他应付款和长期借款增加的影响，公司总负债规模较上年有所增长。

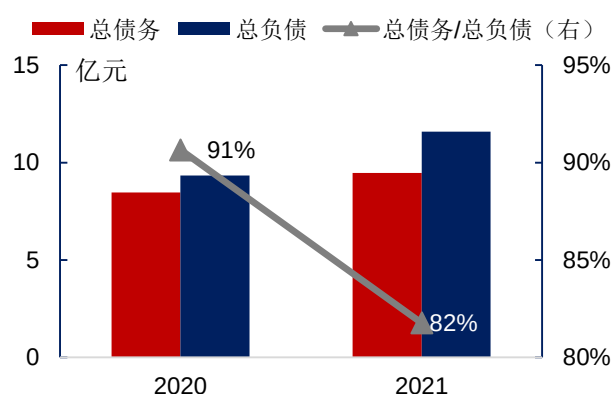
表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目             | 2021 年       |                | 2020 年      |                |
|----------------|--------------|----------------|-------------|----------------|
|                | 金额           | 占比             | 金额          | 占比             |
| 其他应付款          | 1.97         | 17.01%         | 0.74        | 7.89%          |
| 一年内到期的非流动负债    | 1.20         | 10.36%         | 1.20        | 12.86%         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>3.31</b>  | <b>28.58%</b>  | <b>2.07</b> | <b>22.20%</b>  |
| 长期借款           | 3.50         | 30.21%         | 2.50        | 26.79%         |
| 应付债券           | 4.77         | 41.20%         | 4.76        | 51.01%         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>8.27</b>  | <b>71.42%</b>  | <b>7.26</b> | <b>77.80%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>11.58</b> | <b>100.00%</b> | <b>9.33</b> | <b>100.00%</b> |

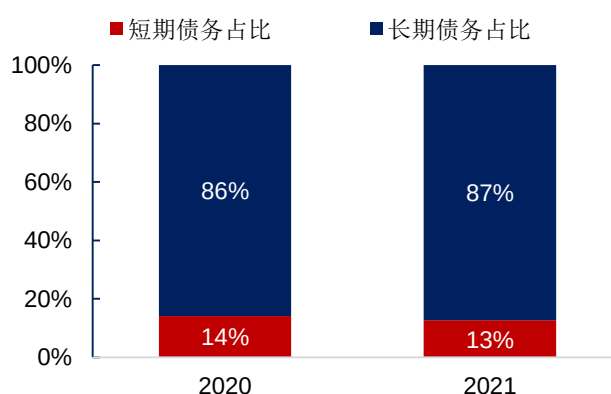
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司总债务包括本期债券、长期借款和一年内到期的非流动负债，同比小幅增长，其中短期债务为1.20亿元，公司债务仍以长期债务为主，集中偿付压力不大。



**图 4 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

**图 5 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，由于其他应付款和长期借款规模增长，2021年末公司资产负债率较上年小幅增长，但整体负债规模仍相对较小。2021年末，由于货币资金规模大幅下降，公司现金对短期债务的覆盖程度减弱。受政府税收补贴下降导致利润总额减少，公司EBITDA利息保障倍数小幅下降。

**表9 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2021 年 | 2020 年 |
|---------------|--------|--------|
| 资产负债率         | 19.98% | 16.96% |
| 现金短期债务比       | 0.33   | 1.31   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.60   | 2.25   |

资料来源：公司 2020-2021 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（2022年5月23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；公司本部各项公开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。

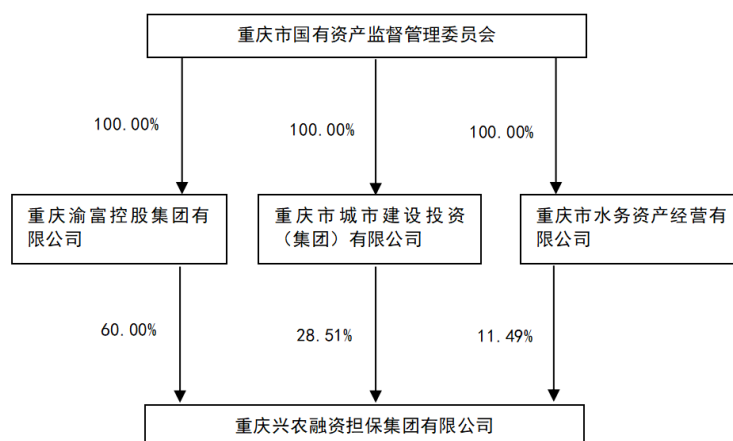
## 八、本期债券偿还保障分析

兴农担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的偿还提供保障，可有效提升本期债券的安全性。

兴农担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

兴农担保原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于2011年8月。历经数次增资及股权变更，截至2021年末，兴农担保注册资本和实收资本均为58.00亿元，控股股东和实际控制人分别为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）和重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆国资委”）。截至2021年末，兴农担保股权结构如下图所示。

**图 6 截至 2021 年末兴农担保股权结构**



资料来源：兴农担保提供

兴农担保主要经营直接融资担保业务、间接融资担保业务和非融资担保业务。2019-2021年，兴农担保分别实现营业总收入10.46亿元、11.68亿元和13.13亿元，其中担保费收入为7.96亿元、8.89亿元和9.21亿元，担保业务收入规模持续增长。

**表10 兴农担保营业总收入构成情况（单位：亿元）**

| 项目    | 2021 年 |         | 2020 年 |         | 2019 年 |         |
|-------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
|       | 金额     | 占比      | 金额     | 占比      | 金额     | 占比      |
| 担保费收入 | 9.21   | 70.12%  | 8.89   | 76.14%  | 7.96   | 76.16%  |
| 利息收入  | 2.55   | 19.38%  | 2.33   | 19.93%  | 1.76   | 16.78%  |
| 其他收入  | 1.38   | 10.49%  | 0.46   | 3.92%   | 0.74   | 7.06%   |
| 合计    | 13.13  | 100.00% | 11.68  | 100.00% | 10.46  | 100.00% |

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保担保业务以直接融资担保为主。截至2021年末，兴农担保期末担保余额为892.51亿元，同比下降2.72%，主要系直接融资担保业务规模减少所致；其中直接融资担保余额为771.33亿元，同比下降4.66%。近年兴农担保融资担保责任余额略有增长，截至2021年末为554.11亿元，较2019年末增长6.73%。

**表11 兴农担保业务开展情况（单位：亿元）**

| 项目          | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 期末在保余额      | 892.51 | 917.46 | 787.92 |
| 其中：直接融资担保余额 | 771.33 | 809.00 | 690.12 |
| 间接融资担保余额    | 84.98  | 92.07  | 87.88  |

|          |        |        |        |
|----------|--------|--------|--------|
| 非融资性担保余额 | 36.19  | 16.40  | 9.92   |
| 当期发生担保金额 | 142.26 | 227.48 | 354.55 |
| 当期解除担保金额 | 167.22 | 147.16 | 41.26  |
| 融资担保责任余额 | 554.11 | 520.97 | 519.14 |
| 当期代偿金额   | 4.78   | 1.08   | 3.58   |
| 当期回收金额   | 3.21   | 0.95   | -      |
| 累计担保代偿额  | 15.95  | 11.17  | 10.09  |
| 累计代偿回收额  | 11.79  | 8.78   | 7.35   |
| 当期担保代偿率  | 2.86%  | 0.73%  | 8.68%  |
| 累计担保代偿率  | 2.59%  | 2.49%  | 2.88%  |
| 累计代偿回收率  | 73.93% | 78.63% | 72.87% |

注：以上担保业务数据均不含交通担保；  
资料来源：兴农担保提供，中证鹏元整理

直接融资担保业务方面，截至2021年末，兴农担保在保余额为771.33亿元，同比减少4.66%，主要系债券担保业务减少所致。兴农担保债券担保客户均为地方城投公司，主体信用等级以AA-和AA为主，截至2021年末，前十大客户期末在保余额为101.00亿元，相当于期末权益总额的98.97%，其中第一大客户在保余额11.00亿元，占期末权益总额的10.78%，整体看客户集中度较高，且近年来城投类企业债务扩张，偿债压力加大，应持续关注城投类企业信用风险的变化情况。

间接融资担保业务方面，以银行贷款担保为主，由于业务转型调整，2021年间接融资担保业务在保余额为84.98亿元，同比下降7.69%。从业务拓展渠道来看，间接融资担保业务主要来源于银行，从间接融资担保客户分布来看，前十大间接融资担保客户均为地方国有企业，行业分布主要集中于水利、环境和公共设施管理业、建筑业和交通运输业。

兴农担保还从事以工程履约保函业务为主的非融资担保业务，近年来业务规模有所上升，截至2021年末非融资担保在保余额同比增长120.69%至36.19亿元。同期，兴农担保开发了电子保函业务，主要通过大数据进行客户筛选和风控，实现保函业务线上和线下同步拓展。兴农担保计划与重庆建工集团股份有限公司和重庆市城市建设投资（集团）有限公司等加大开展工程履约保函业务合作力度，并充分发挥兴农资产经营管理有限公司协同效应。

担保业务质量方面，2021年，兴农担保新增代偿4.78亿元，主要来自间接融资担保业务，当期代偿金额同比大幅增加，使得当期担保代偿率上升至2.86%。兴农担保反担保物以土地及房产为主，自兴农担保于2016年成立资产保全部以来，代偿回收速度有所加快，2021年累计代偿回收率增加至73.93%，同比下降4.70个百分点，近年整体代偿回收情况维持在较高水平，但由于担保项目具有较强的政策性，部分涉农贷款担保抵押物对担保余额覆盖率较低，需关注后续回收情况。

资产结构方面，兴农担保的资产主要由货币资金、结构性存款和政府向重庆市各区县拨付的专项扶贫资金构成。截至2021年末，兴农担保资产总额为183.04亿元，同比减少11.76%；其中货币资金余额为

41.58亿元，较2020年末增长31.48%，全部为不受限的银行存款；同期末应收代偿款账面价值为10.14亿元，同比增长9.83%，在宏观经济持续下行的背景下，兴农担保以“三农”和中小企业为主的客户结构整体抵御风险能力较弱，且应收代偿款期限整体较长，未来仍需关注代偿款的回收情况。由于新金融工具准则转换，2021年兴农担保将投资资产计入交易性金融资产、债权投资和其他权益工具投资科目，截至2021年末账面价值分别为20.68亿元、7.29亿元和2.58亿元，占当期末总资产的比例分别为11.30%、3.98%和1.41%。2021年末其他资产为70.37亿元，占总资产的38.45%，系政府拨付的区县扶贫专项资金和抵债资产。

负债和所有者权益方面，受政府拨入扶贫贷款资金减少的影响，截至2021年末兴农担保的负债总额为88.49亿元，同比减少16.03%；其中担保赔偿准备金22.60亿元，未到期责任准备金4.35亿元，其他非流动负债41.21亿元，主要系政府拨入扶贫贷款资金，占比分别为25.54%、4.92%和46.57%。截至2021年末兴农担保所有者权益为94.54亿元，同比有所下降，主要系2021年归还地方政府债券本息合计7.60亿元导致其他资本公积减少所致；实收资本仍为58.00亿元。

盈利能力方面，兴农担保的营业总收入主要由担保费收入、利息收入等构成，2021年该两项业务收入同比分别增长31.25%和9.44%，使得当期营业总收入同比增长12.41%。投资收益主要为少数股权投资等取得的收益，其对营业利润形成了一定的补充。2021年信用减值损失规模同比大幅增加3.13亿元，导致整体盈利能力下滑，净资产收益率同比下降1.00个百分点。

**表12 兴农担保主要盈利指标情况（单位：亿元）**

| 项目           | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 13.13  | 11.68  | 10.45  |
| 其中：已赚担保费     | 9.87   | 7.52   | -      |
| 利息收入         | 2.55   | 2.33   | 1.76   |
| 投资收益         | 0.36   | 0.44   | 0.26   |
| 营业支出         | 10.66  | 7.08   | 7.51   |
| 其中：提取担保赔偿准备金 | 4.12   | 3.72   | 4.68   |
| 业务及管理费       | 1.83   | 1.53   | 1.97   |
| 营业利润         | 2.47   | 3.72   | 3.02   |
| 利润总额         | 2.49   | 3.66   | 3.06   |
| 净利润          | 2.07   | 3.11   | 2.57   |
| 净资产收益率       | 2.11%  | 3.11%  | 2.62%  |

资料来源：兴农担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，兴农担保控股股东为渝富集团，实际控制人为重庆市国资委，截至2021年末，渝富集团总资产规模2,343.82亿元，实收资本168.00亿元，2021年实现营业总收入145.50亿元，实力雄厚，能在资金和业务方面给予兴农担保较大力度支持。

综上，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，同时中证鹏元也关注到，兴农担保担保业务行业

和客户集中度较高，应收代偿规模较大，未来在保项目的风险情况、应收代偿款的回收情况、部分投资资产的回收风险需持续关注。经中证鹏元综合评定兴农担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，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。

## 九、抗风险能力分析

汝城县系全国建制县政府隐性债务化解试点县，产业以红色旅游业为主，近年经济增速较快，但经济总量偏小，2021年经济总量在郴州市11个区县中排名第10，中国（湖南）自贸区郴州片区、国家扶贫开发等政策，继续给汝城经济发展提供支撑。公司作为汝城县基础设施建设的主要平台，主要从事汝城县经开区内市政基础设施建设、土地整理开发等业务。2021年公司基础设施建设收入整体保持稳定，湖南汝城经济开发区管理委员会在政府补贴和税收优惠等方面给予公司较大支持。

但中证鹏元也关注到，土地开发整理业务易受土地一级市场及政府规划安排影响，该等业务面临一定不确定性，且面临较大的资金压力。公司资产以土地资产和应收款项为主，土地资产和工程开发成本集中变现较为困难；应收款项对公司资金形成较大占用，且该等款项回款时间存在一定不确定性，公司整体资产流动性较弱。公司主要在建项目后续尚需较多资金投入，公司面临较大的资金压力。

整体来看，公司抗风险能力一般。

## 十、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）

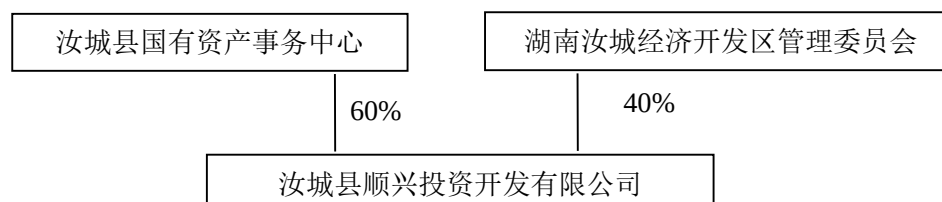
| 财务数据（单位：亿元）   | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年  |
|---------------|--------|--------|---------|
| 货币资金          | 0.39   | 1.58   | 1.48    |
| 应收账款          | 4.46   | 2.36   | 2.21    |
| 其他应收款         | 6.66   | 5.24   | 6.99    |
| 存货            | 46.30  | 45.70  | 40.18   |
| 流动资产合计        | 57.81  | 54.88  | 50.85   |
| 非流动资产合计       | 0.16   | 0.14   | 0.19    |
| 资产总计          | 57.98  | 55.02  | 51.04   |
| 其他应付款         | 1.97   | 0.74   | 0.29    |
| 一年内到期的非流动负债   | 1.20   | 1.20   | 0.01    |
| 流动负债合计        | 3.31   | 2.07   | 0.45    |
| 长期借款          | 3.50   | 2.50   | 0.00    |
| 应付债券          | 4.77   | 4.76   | 5.94    |
| 非流动负债合计       | 8.27   | 7.26   | 5.94    |
| 负债合计          | 11.58  | 9.33   | 6.39    |
| 总债务           | 9.47   | 8.46   | 5.95    |
| 营业收入          | 2.17   | 2.25   | 2.19    |
| 所有者权益         | 46.39  | 45.69  | 44.66   |
| 营业利润          | 0.35   | 0.69   | 0.53    |
| 其他收益          | 0.09   | 0.28   | 0.18    |
| 营业外收入         | 0.51   | 0.40   | 0.60    |
| 利润总额          | 0.86   | 1.09   | 1.13    |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -1.52  | -1.90  | -5.55   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 0.00   | 0.00   | 0.00    |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 0.34   | 2.00   | 5.37    |
| 财务指标          | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年  |
| 销售毛利率         | 17.35% | 15.26% | 20.03%  |
| 收现比           | 1.01%  | 90.33% | 102.84% |
| 资产负债率         | 19.98% | 16.96% | 12.51%  |
| 现金短期债务比       | 0.33   | 1.31   | -       |
| EBITDA（亿元）    | 0.93   | 1.14   | 1.17    |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.60   | 2.25   | 2.62    |

注：2019 年无短期债务。

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

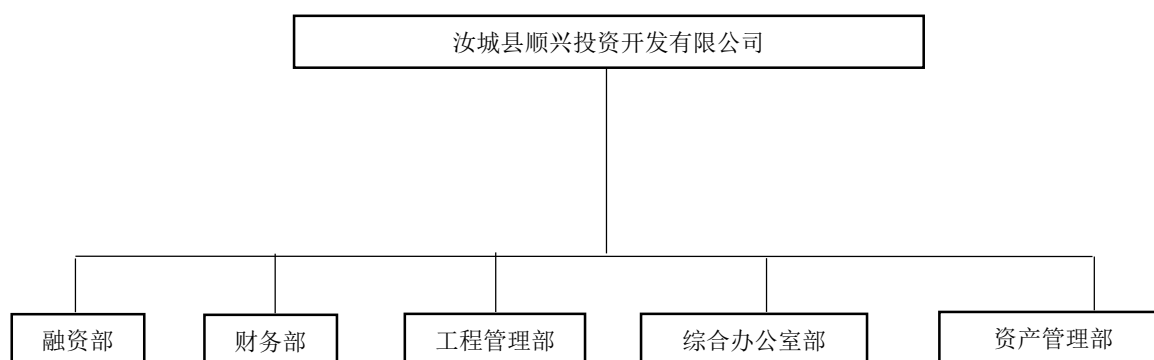


## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



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 2021 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 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           | $\text{短期债务} + \text{长期债务}$                                                      |

## 附录五 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号         | 定义              |
|------------|-----------------|
| <b>AAA</b> | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| <b>AA</b>  | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| <b>A</b>   | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| <b>BBB</b> | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| <b>BB</b>  | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| <b>B</b>   | 债务安全性低，违约风险高。   |
| <b>CCC</b> | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| <b>CC</b>  | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| <b>C</b>   | 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、债务人主体信用等级符号及定义

| 符号         | 定义                              |
|------------|---------------------------------|
| <b>AAA</b> | 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。 |
| <b>AA</b>  | 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。  |
| <b>A</b>   | 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。   |
| <b>BBB</b> | 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。    |
| <b>BB</b>  | 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>B</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。    |
| <b>CCC</b> | 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。     |
| <b>CC</b>  | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| <b>C</b>   | 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                 |
|-----------|--------------------|
| <b>正面</b> | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| <b>稳定</b> | 情况稳定，未来信用等级大致不变。   |
| <b>负面</b> | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |