



2020年荆州海子湖投资有限公司公司债券 2023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。

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：

2020年荆州海子湖投资有限公司公司债券 2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
20 荆州海投债/20 海投债	AA	AA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：荆楚文化产业投资集团有限公司¹（以下简称“荆楚文投”或“公司”）仍是荆州市主要的基础设施建设和投融资主体，工程项目建设业务持续性较好，并持续获得当地政府在资产注入和财政补助等方面的支持。同时，中证鹏元也关注到公司资产流动性受限于当地政府的统筹安排，持续的项目建设投入沉淀较大规模资金，业务回款滞后，总债务规模攀升，债务负担较重，未来资本开支需求仍较大，仍需通过再融资平衡资金缺口。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，公司在未来较长一段时期内仍将作为荆州市主要的基础设施投融资和建设主体，基础设施建设等业务可以保持一定规模，且有望持续获得外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 12 日

联系方式

项目负责人：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	261.18	255.52	235.90	207.71
所有者权益	98.63	98.89	89.26	79.29
总债务	151.85	145.49	132.29	109.24
资产负债率	62.24%	61.30%	62.16%	61.82%
现金短期债务比	0.40	0.48	1.44	1.51
营业收入	2.07	12.56	11.77	9.90
其他收益	0.09	3.61	4.07	3.00
利润总额	-0.26	2.52	2.83	2.55
销售毛利率	-3.64%	-0.32%	5.20%	4.63%
EBITDA	--	3.76	3.86	3.49
EBITDA 利息保障倍数	--	0.48	0.48	0.60
经营活动现金流净额	-7.36	-13.51	-15.11	-20.32

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

¹ 2020 年 8 月公司名称由“荆州海子湖投资有限公司”变更为现用名“荆楚文化产业投资集团有限公司”

优势

- **公司重要性较高，业务持续性较好。**公司控股股东仍为荆州市国资委，作为荆州市主要的基础设施投融资和建设主体，公司主要负责荆州纪南生态文化旅游区的基础设施建设和土地整理业务，平台重要性较高；截至 2022 年末，公司在建项目投资规模较大，且工程项目建设业务尚有较大规模的成本待结算，充足的项目储备为后续业务开展提供了有力支撑。
- **当地政府持续给与公司较多支持。**2022 年股东荆州纪南生态文化旅游区管委会以货币形式合计增资 8 亿元，增强了公司资本实力；财政补助方面，公司取得荆州纪南生态文化旅游区财政局拨付的各类资金补贴 3.61 亿元，计入其他收益，利润水平得以大幅提升。

关注

- **资产大量沉淀于土地、往来款及工程施工成本，大部分流动性受限于当地政府的统筹安排，同时资产收益性较弱。**公司资产以土地、工程施工成本和应收政府部门款项为主，其中部分土地尚未办妥权证，工程施工成本和应收款项的回款依赖当地政府的统筹安排，资金回笼时间具有不确定性。此外 2022 年公司方特投资业务大幅亏损，导致销售毛利率为负，资产收益性较弱。2022 年末，公司使用受限的资产账面价值合计 43.22 亿元，占同期末资产总额的比重为 16.91%，再融资能力受到一定影响。
- **公司债务规模上升，债务负担较重，叠加项目建设资本开支需求，面临较大的偿债及资金压力。**随着项目投入资金的沉淀，公司经营活动现金流持续呈大额净流出态势，经营性应收增加，使得建设资金面临较大缺口，公司通过外部融资平衡资金缺口。公司债务规模快速攀升，2023 年 3 月末总债务规模达到 151.85 亿元，较 2021 年增长 14.79%，且公司现金不足覆盖短期债务，叠加主要在建项目的资本开支需求较大，未来仍需通过再融资平衡。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额合计 2.50 亿元，占当期末净资产的 2.53%，担保对象均为国有企业，均设置了反担保措施。
-

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
荆州城发	荆州市最大的城市基础设施投资建设和城市运营的控股平台	805.57	245.64	108.43
荆开集团	荆州开发区最大的基础设施投资建设和国有资本运营主体	371.24	185.29	9.74
荆楚文投	荆州纪南生态文化旅游区主要的工程建设和土地整理主体	255.52	98.89	12.56

注：（1）荆州城发为荆州市城市发展控股集团有限公司的简称、荆开集团为荆州市荆州开发集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	4/7
	行政层级	3/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **a+**，在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是荆州市重要的基础设施建设和投融资主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，荆州市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为公司与荆州市政府的联系为中等的以及对荆州市政府非常重要。同时，中证鹏元认为荆州市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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	AA	2022-6-11	蒋晗、刘惠琼	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）	阅读全文
AA/稳定	AA	2019-12-30	胡长森、马琳丽	城投公司主体长期信用评级方法（py_ff_2018V1.0） 、 城投公司主体长期信用评级模型（py_mx_2015V1.0）	阅读全文

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
20 荆州海投债 /20 海投债	8.00	6.40	2022-6-11	2027-4-13

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、债券募集资金使用情况

公司于2020年4月发行了7年期8.00亿元公司债券，募集资金拟全部用于纪南城城中村棚户区改造工程项目。截至2023年5月4日，本期债券募集资金专项账户余额为42.67万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，实收资本增加至21.63亿元，由公司股东荆州纪南文旅区管委会缴纳。此外，荆州纪南文旅区管委会花费0.31亿元和0.10亿元分别回购了中国农发重点建设基金有限公司和华融国际信托有限责任公司所持公司股权，均计入实收资本中。2022年7月，公司董事由张云飞、何波、彭继复和李海军变更为袁来军、刘天、熊中森、邓志军和郑蓉，公司暂无新董事长上任。截至2022年末，公司注册资本仍为50.00亿元，荆州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“荆州市国资委”）仍为公司控股股东和实际控制人，持有公司51%的股份，荆州纪南文旅区管委会和中国农发重点建设基金有限公司分别持股46.55%和2.45%，华融国际信托有限责任公司不再是公司股东。

作为荆州市重要的基础设施建设和投融资主体，公司主要负责荆州纪南生态文化旅游区的基础设施建设和土地整理业务。截至2023年3月末，公司合并范围子公司无变化。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季

度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

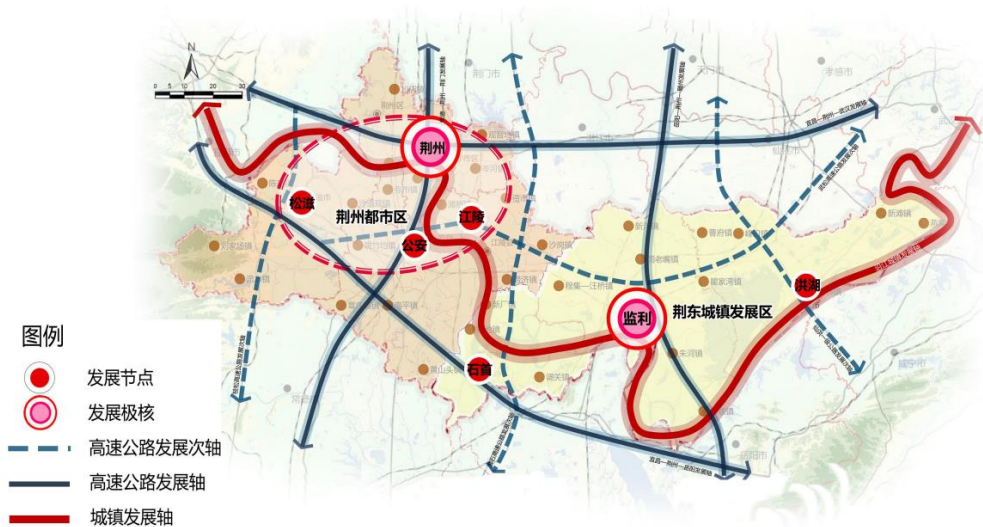
2023 年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022 年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023 年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

荆州市地处长江中游两湖平原，拥有水陆交通优势和丰富的农业、旅游资源，近年食品加工、装备制造、医药化工、文化旅游等支柱产业发展趋势较好，带动经济总量及财政实力稳步提升

区位特征：荆州市地处江汉平原和洞庭湖平原，区位优势较好，并拥有丰富的农业和旅游资源。荆州市为湖北省地级市，地处长江中游、湖北省中南部，是国家重要的公路交通枢纽和长江重要港口城市。沪汉蓉高铁、沪蓉高速、318 国道、江南高速、洪监高速横贯东西，二广高速、随岳高速、207 国道和焦柳铁路、荆沙铁路贯穿南北，国家一类口岸盐卡港临江而立。同时荆州市拥有江汉平原和洞庭湖平原的综合优势，是全国优质农副产品生产基地，粮食年产 90 亿斤，淡水产品、油菜籽产量连续多年居全国市州之首，被誉为“中国淡水渔业第一市”。荆州市下辖荆州区、沙市区、江陵县、松滋市、公安县、石首市、监利市、洪湖市 8 个县市区，以及荆州经济技术开发区、荆州纪南生态文化旅游区、荆州高新技术产业开发区 3 个功能区，国土面积为 1.41 万平方公里，根据 2020 年第七次全国人口普查结果，截至 2020 年 11 月 1 日零时常住人口为 523.12 万人，较 2010 年第六次全国人口普查结果下降 8.09%。

图 1 荆州市国土空间规划图



资料来源：《荆州市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》

经济发展水平：荆州市经济总量在湖北省非省会地级市中排名靠前，工业投资对经济拉动作用较大，基础设施及房地产投资则出现回落。2022 年荆州市地区生产总值突破 3,000 亿元，但相较于襄阳市和宜昌市仍有较大差距，公开信息显示湖北美的电冰箱有限公司为目前唯一的产值过百亿企业。2022 年，全市固定资产投资增速虽有所回落，但仍维持较高水平，其中工业投资增长 53.6%，增速高于全省平均水平 29.4 个百分点，位居全省第 1 位，美的“空冰洗”、亿钧耀能、玖龙纸业等 3 个百亿项目建成投产，华鲁恒升、仙鹤纸业、云图新材料等 9 个百亿项目加快建设；同期，荆州市基础设施投资回落，同比仅增长 2.2%，房地产开发投资则下降 8.6%，对经济增长形成一定拖累。2022 年荆州市三次产业结构为 19.0：35.7：45.3，第二产业占比有所提升。近年荆州市人均 GDP 有所提升，但低于全国平均水平，整体表现一般。

表1 2022 年湖北省部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
武汉市	18,866.43	4.0%	13.78	1,504.74	1,330.42
襄阳市	5,827.81	5.4%	11.1	220.9	145.83
宜昌市	5,502.69	5.5%	14.04	218.21	-
荆州市	3,008.61	5.1%	5.86	142.05	135.22
孝感市	2,776.97	5.2%	6.63	137.21	-
黄冈市	2,747.90	4.9%	4.75	140.85	93.97
咸宁市	1,875.57	4.3%	7.17	96.03	65.52

恩施州	1,402.20	3.3%	4.12	76.81	59.77
-----	----------	------	------	-------	-------

注：“-”表示数据未公布；宜昌市和黄冈市人均 GDP 以其 2022 年末常住人口计算。

资料来源：2022 年各市国民经济和社会发展统计公报、政府网站等，中证鹏元整理

表2 荆州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,008.61	5.1%	2,715.52	12.0%	2,369.04	-5.9%
固定资产投资	-	19.6%	-	26.2%	-	-22.4%
社会消费品零售总额	1,670.19	3.6%	1,611.45	25.5%	1,284.49	-23.2%
进出口总额	208.2	43.4%	145.6	25.2%	17.35	2.2%
人均 GDP（元）	58,577		51,910		45,287	
人均 GDP/全国人均 GDP	68.4%		64.1%		62.5%	

注：2020-2021 年人均 GDP 以七普常住人口计算；2020 年进出口总额单位为“亿美元”。

资料来源：荆州市 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：荆州市初步形成了食品加工、装备制造、医药化工、纺织服装、电子信息、轻工建材及文化旅游等“6+1”支柱产业。依托丰富的农业资源，荆州市形成了优质粮棉油、瓜果菜、畜禽、水产、林纸等产业体系，拥有白云边（白酒）、宏凯（农产品深加工）、小胡鸭（水禽深加工）等国家和省级农业产业化龙头企业，2022 年农产品加工产值同比增长 21.2%。同时以恒隆集团（荆州）汽车零部件产业园和中国石油装备制造基地（荆州）为载体，初步形成了汽车零部件制造、石油机械、石化装备等产业，2022 年装备制造业产值同比增长 13.9%。作为全国精细化工基地、国家级承接产业转移示范区，荆州市利用浩吉铁路、荆州煤炭储配基地等区位条件，抓住国电长源二期、江陵煤制气、煤炭储配基地二期等重大项目的开展契机，大力发展现代煤化工产业，2022 年医药化工业产值同比增长 29.3%，对工业增长拉动较多。2022 年荆州市电子信息产业有所回升，且随着美的“空冰洗”百亿级项目投产，预计将会进一步带动智能家电产业稳中向好的发展。轻工建材方面，荆州市拥有亿钧玻璃、荣成纸业、山鹰纸业、拍马纸业、福人木业、吉林森工、葛洲坝水泥、长利玻璃等一批骨干企业。而作为国家历史文化名城、中国优秀旅游城市，荆州市拥有“一城三片”旅游景区，即荆州古城、松滋澧水风景区、洪湖渔家度假区和石首天鹅洲麋鹿自然保护区，2022 年荆州市旅游产业版图进一步扩大，荆州园博园等 3 个景区获批国家 4A 级景区，荆街建成营业，荆州区、洪湖市瞿家湾镇新晋省级全域旅游示范区，纪南文旅区入选第二批国家级夜间文化和旅游消费集聚区。

发展规划及机遇：根据《荆州市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》，荆州市将努力建设“长江中游两湖平原中心城市”，打造农副产品集散中心和现代农业产业集群，并积极推进《荆州市承接产业转移示范区发展规划》实施，对接粤港澳大湾区、长三角、京津冀等主要区域产业。充分发挥区位优势，依托重载铁路、长江黄金水道等多式联运综合交通体系，提升沿江城市口岸功能。同时，荆州市将加快共建宜荆荆都市圈，持续推进圈内交通设施互联互通，力争实现荆

荆高铁全线铺轨，促进荆州与宜昌多式联运有效衔接，打造宜荆荆全国性综合交通枢纽；持续推进圈内产业集群发展壮大，推动建设储能电池新材料、装备制造、文旅等产业集群，共建“当枝松宜”绿色化工园区。

财政及债务水平：荆州市一般公共预算收入持续增长，但财政自给水平仍较低，政府债务余额增长较快。2022 年荆州市实现一般公共预算收入 142.05 亿元，同比增长 3.9%，增速有所下滑，主要系当年加大增值税留抵退税力度。近三年税收收入占比均在 70% 以上，纳税大户包括湖北白云边股份有限公司、湖北美的电冰箱有限公司、湖北中烟工业有限责任公司及湖北江瀚新材料股份有限公司等，税源持续性较好，但财政自给率处于较低水平。受房地产投资下滑影响，2022 年荆州市政府性基金收入下降较多，地方财力调配空间弱化；同期，全市发行政府专项债券 117.34 亿元，直接拉动投资超过 300 亿元以上，起到了稳投资的作用，但亦加大了政府债务压力。

表3 荆州市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	142.05	136.76	105.41
税收收入占比	71.74%	75.02%	73.38%
财政自给率	28.63%	24.80%	16.70%
政府性基金收入	135.22	190.48	192.19
地方政府债务余额	706.14	572.06	504.93

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：荆州市 2020-2022 年预算执行报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2022 年末，荆州市主要市级投融资平台共 3 家（具体见下表）。

表4 截至 2022 年末荆州市主要城投公司（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
荆州城发	荆州市国资委	245.64	69.51%	108.43	466.46	荆州市最大的城市基础设施投资建设和城市运营的控股平台
荆开集团	荆州市国资委	185.29	50.09%	9.74	121.57	荆州开发区最大的基础设施投资建设和国有资本运营主体
荆楚文投	荆州市国资委	98.89	61.30%	12.56	145.49	荆州纪南生态文化旅游区主要的工程建设和土地整理主体

注：上表数据均为 2022 年财务指标；除荆楚文投外，总债务未考虑其他债务调整项，计算公式为：短期借款+应付票据+1 年内到期非流动负债+长期借款+应付债券。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

荆州纪南生态文化旅游区位于荆州中心城区北部，总面积约 220 平方公里，区内文化遗存丰富，有楚纪南故城遗址、郢城遗址和鸡公山遗址等历史遗迹；荆州纪南生态文化旅游区生态环境良好，区内绕长湖分布，沿岸森林覆盖率高，植物资源十分丰富；此外，荆州纪南生态文化旅游区区位优势显著，区内交通便利，核心区距荆州古城仅 1.5 公里，距荆州核心商圈不到 4 公里，紧邻沪蓉高铁荆州火车站，

汉宜、襄荆两条高速和 207、318 两条国道过境而过，江汉运河穿越辖区 11.5 公里，旅游交通便捷通达。

五、经营与竞争

公司是荆州市主要的基础设施建设主体，主要负责荆州纪南生态文化旅游区基础设施建设及土地整理工作，业务模式清晰，充足的项目储备为后续业务持续性提供了有利支持；但受方特资产折旧影响，公司2022年销售毛利润为负

公司仍主要负责荆州纪南生态文化旅游区基础设施建设及土地整理工作，2022年公司营业收入持续增长，其中工程项目建设收入占比保持在96%以上，是公司收入和毛利润的主要来源；景区营运收入、活动承办收入和园林绿化收入规模较小，对公司收入影响较弱；其他业务主要为住宿餐饮业务和资产租金收入，其中资产租金收入主要是公司子公司荆州强楚文化科技有限公司将方特游乐园一期资产出租给运营公司方特荆州的收入，2022年公司与方特荆州签订资产使用协议（一年期），约定收取2022年资产使用费1,040万元（含税）。因此，2022年将此租金收入计入其他业务收入，并将对应资产的折旧费用7,418万元由管理费用调整至其他业务成本，导致其他业务的大幅亏损，直接导致公司2022年销售毛利率为负。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年 1-3 月			2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程项目建设收入（含土地整理）	-	-	-	12.18	96.96%	5.45%	11.54	98.06%	5.63%
景区营运收入	-	-	-	0.05	0.42%	-162.20%	0.11	0.92%	-55.51%
园林绿化、保洁、污水处理收入	-	-	-	0.08	0.67%	16.68%	0.08	0.66%	23.31%
活动承办、广告代理收入	-	-	-	0.01	0.05%	-2.54%	0.01	0.10%	-130.75%
消耗性生物资产	-	-	-	-	-	-	0.00	0.02%	21.41%
其他	-	-	-	0.24	1.90%	-264.56%	0.03	0.25%	64.56%
合计	2.07	100.00%	-3.64%	12.56	100.00%	-0.32%	11.77	100.00%	5.20%

注：2021 年消耗性生物资产营业收入为 21.00 万元

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司负责荆州纪南生态文化旅游区基础设施建设及土地整理工作，主要采取荆州纪南文旅区管委会委托代建模式开展项目建设，2022年业务收入稳步增长，销售毛利率较为稳定，公司已投待结算的项目成本规模较大，且在建项目储备较充足，业务具有较好的持续性，但持续的项目投入与资金垫付，

也给公司带来较大的建设资金压力

公司工程建设项目代建模式为：荆州纪南文旅区管委会就具体项目与公司签订《委托代建协议》或《政府购买服务协议》，协议约定由公司负责项目的投融资、建设和移交前的管理，项目竣工验收合格后由荆州纪南文旅区管委会接收并支付委托代建价款。委托代建价款由项目总投资加代建回报组成，代建回报一般为项目总投资上浮5%。公司每年根据项目建设进度及审定的投资成本¹申请结算，并据此确认收入。2022年公司取得工程建设收入（含税，不含土地整理业务）11.38亿元，同比增长15.30%。

截至2022年末，公司在建工程建设项目仍较多，主要为棚户区改造及道路等基础设施建设项目，计划总投资104.76亿元，其中大部分项目为代建项目，工程建设业务持续性较好，未来工程建设收入有一定保障，但同时在建工程尚需投资规模较大，需垫付较多的资金，给公司带来较大的建设资金压力。

纪南城城中村棚户区改造工程项目为本次债券募投项目，计划总投资26.95亿元，总用地面积281,600平方米，计划建设期2年，截至2022年末已投资18.02亿元。项目完成后收入主要源于房屋销售及停车位销售。

表6 截至 2022 年末公司主要在建工程建设项目情况（单位：万元）

	项目名称	总投资	已投资	是否签订协议
保障房项目	纪南城城中村棚户区改造工程	269,523.86	180,221.68	否
	岳山片区城中村棚户区改造二期工程项目	123,452.00	65,438.65	是
	高岳还建小区项目（凤凰城二期）	107,613.00	65,031.01	是
	高岳还建小区项目（凤凰城三期）	60,260.00	35,258.13	是
	郢城片区城中村棚户区改造（凤凰城）四期项目	48,019.00	23,870.66	是
	小计	608,867.86	369,820.13	
基础设施建设项目	纪南生态文化旅游区重大项目配套市政道路建设工程	215,518.55	64,057.34	否
	纪南城棚户区改造项目周边道路配套工程（八条路）	85,743.00	11,131.47	否
	楚国八百年城市公园项目	65,400.00	52,980.02	是
	荆州纪南生态文化旅游区环湖旅游公路项目	44,543.96	11,039.08	是
	楚都大道三期	27,506.00	12,132.35	是
	小计	438,711.51	151,340.26	
	合计	1,047,579.37	521,160.39	-

注：此处签订协议指的是代建协议或者政府购买服务协议。

资料来源：公司提供

此外，公司还有4个自营项目处于建设之中，计划总投资51.47亿元，尚需投资33.13亿元。项目建成后，318国道荆州段改扩建工程主要依靠设站收取车辆通行费获得收益，荆州复兴之路文化科技主题园、荆州楚文化产业园和郢城遗址保护和利用修复工程主要依靠门票收入。

¹ 包括相关税费

表7 截至 2022 年末公司主要在建自营项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资
318 国道荆州段改扩建工程	187,537.00	115,555.91
荆州复兴之路文化科技主题园	149,273.00	42,959.82
荆州楚文化产业园	128,269.00	2,333.88
郢城遗址保护和利用修复工程	49,595.90	22,515.94
合计	514,674.90	183,365.55

资料来源：公司提供

土地整理业务方面，根据《荆州纪南生态文化旅游区土地整理合作协议》，荆州纪南文旅区管委会委托公司行使荆州纪南生态文化旅游区范围内的土地征收、补偿相关职能，公司按照协议将土地整理成净地后移交给荆州纪南文旅区管委会，荆州纪南文旅区管委会在项目总成本（包括但不限于财务成本、土地成本及其他成本等）的基础上上浮5%与公司结算价款。公司经委托方确认之后，根据年度交付的净地整理成本及相关税费合计数上浮5%确认为土地整理收入，同时结转相应成本。2022年公司实现土地整理业务收入1.49亿元。截至2022年末，公司存货中土地整理账面价值约54.00亿元，该部分整理土地尚未交付，待移交荆州纪南文旅区管委会后，将为公司贡献较大规模的收入。

公司园博园运营业务由荆州园博园生态园林建设运营有限公司负责运营，主要负责景区的经营和管理以及园林景观项目建设，园博园仍处于亏损状态，公司园博园运营业务盈利能力很差。

公司持续获得较大的外部支持力度

为提高公司持续经营能力，保障公司的工程建设与运营发展，荆州纪南文旅区管委会在资产注入、财政补贴方面给予公司较大支持。2022年，根据《区管委会主任办公专题会议纪要（2022）第一期》文件，荆州纪南文旅区管委会以货币的形式增加实收资本3.00亿元，同时回购中国农发重点建设基金有限公司0.31亿元和华融国际信托有限责任公司0.10亿元股权，华融国际信托有限责任公司不再是公司股东。此外荆州纪南文旅区管委会以货币资金形式增加公司资本公积5.00亿元。

财政补贴方面，2022年公司收到荆州市财政局、荆州纪南生态文化旅游区财政局拨付的各类资金补贴3.61亿元，计入其他收益。2022年公司财政补贴占利润总额的143.39%，大幅提升了公司利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

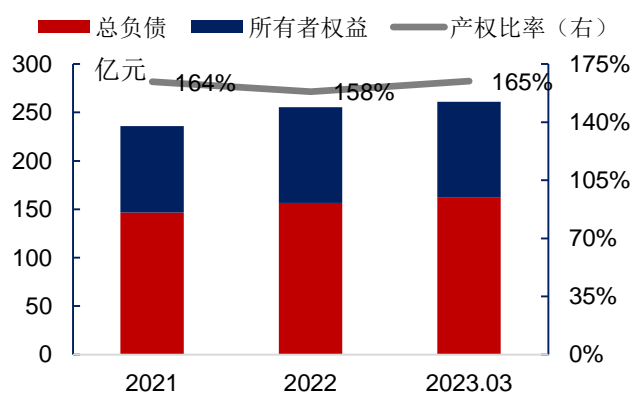
以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，财务报表按照新会计准则编制。2022年及2023年第一季度合并范围无变化。

资本实力与资产质量

公司资产规模呈增长态势，资本实力有所增强。跟踪期内增量资产主要来自于债务融资和政府增资；存量资产以土地、工程施工成本和应收政府部门及其下属企业款项为主，其中土地部分未办妥权证，工程施工成本和应收款项回款时间具有不确定性，对营运资金形成较大占用。此外租赁给方特的资产折旧规模较大，收益性较低，公司流动性较弱

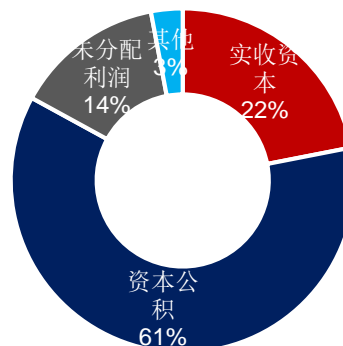
公司是荆州市主要的基础设施建设主体，主要负责荆州纪南生态文化旅游区基础设施建设及土地整理工作，受到政府增资等支持力度较大，所有者权益整体呈增长趋势；同期债务融资规模亦持续增长，综合影响下2023年3月末产权比率与2021年末基本持平，仍处于较高水平。从权益结构来看，所有者权益主要为荆州纪南文旅区管委会对公司划拨股权与注入资产等形成的资本公积，同时实收资本也占一定比重。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 3 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年末公司资产中存货占较大比重，主要包含拟开发土地44.05亿元和工程建设项目114.44亿元。其中拟开发土地共18块土地，较2021年新增1块，均为出让用地，其中16宗商服用地，1宗旅馆用地，1宗为社会停车场用地，18宗土地中有价值25.39亿元的10宗土地被抵押受限，此外一宗价值0.18亿元土地尚未办妥权证；工程建设项目成本主要为土地整理项目和代建工程项目，其中土地整理项目成本约为54.00亿元。2022年末应收账款增至19.90亿元，较2021年末增长26.03%，主要系应收荆州纪南生态文化旅游区财政局的代建工程款大幅增长。公司在建工程主要为318国道荆州段改扩建工程、荆州复兴之路爱国主义教育基地项目、郢城遗址保护和利用修复工程等项目，因项目持续投入，2022年末公司在建工程增至17.82亿元。公司固定资产主要为方特所包含的房屋及建筑物、机器设备等，2022年方特租金收入为972.09万元。无形资产主要为土地使用权，其中账面价值为11.01亿元的8块土地使用权抵押受限，2022年末无形资产略有下降。

其他资产构成方面，截至2023年3月末，公司货币资金以银行存款为主，其中受限货币资金571.31万元，为荆州园博园生态园林建设运营有限公司在湖北荆州农村商业银行股份有限公司郢都支行开具银行履约保函存入的保证金。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.89	4.17%	13.78	5.39%	19.47	8.25%
应收账款	22.03	8.43%	19.90	7.79%	15.79	6.69%
存货	162.92	62.38%	158.63	62.08%	146.79	62.23%
流动资产合计	213.61	81.79%	209.41	81.95%	192.66	81.67%
固定资产	12.85	4.92%	13.01	5.09%	13.14	5.57%
在建工程	19.57	7.49%	17.82	6.97%	15.87	6.73%
无形资产	11.39	4.36%	11.47	4.49%	11.66	4.94%
非流动资产合计	47.56	18.21%	46.11	18.05%	43.24	18.33%
资产总计	261.18	100.00%	255.52	100.00%	235.90	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入保持稳定增长且可持续性较好，但项目回款表现欠佳，政府补助对盈利贡献较大，是公司利润的重要来源

近年公司营业收入持续增长，其中工程项目建设收入是公司收入最主要的来源，收入随着项目结算规模增加有所增长，考虑到公司在建项目较多，未来工程项目建设业务收入持续性较好，但公司应收账款持续增长，且规模较大，回款表现欠佳；景区营运收入、活动承办收入和园林绿化收入规模较小，对公司收入影响较弱。毛利率方面，工程项目建设业务销售毛利率稳定，但资产租金收入由于资产的折旧规模较大，导致其他业务的大幅亏损，直接导致公司2022年销售毛利率为负。

2021-2022年，公司分别获得财政补贴4.07亿元和3.61亿元，均计入其他收益，政府补贴占各期利润总额的143.62%和143.39%，大幅提升了公司的利润水平。

表9 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）

指标名称	2023年1-3月	2022年	2021年
营业收入	2.07	12.56	11.77
营业利润	-0.26	2.52	3.55
其他收益	0.09	3.61	4.07
利润总额	-0.26	2.52	2.83
销售毛利率	-3.64%	-0.32%	5.20%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模呈攀升态势，债务负担较重，现金类资产对短期债务覆盖不足，面临较大的偿债压力

公司负债以刚性债务为主，面临较大偿债压力。随着项目建设持续投入和债务滚续，近年公司对外融资规模持续扩张，2023年3月末公司总债务规模较2021年末增长14.79%至151.85亿元，2022年末负债规模同比增长6.81%。短期债务占总负债比重较2021年有所上升，2023年3月末占比为16.60%。截至2022年末，公司债务类型主要包括银行借款、债券融资、非标融资以及地方政府转贷债券，其中，银行借款以抵质押、保证借款和信用借款为主，期限多在5年以上，授信方主要有中国农业发展银行、农业银行、湖北银行、建设银行等，平均融资成本为4.50%；债券融资主要为“19荆投01”、“20荆投01”“20荆楚文化MTN001”等债券，期限为3-7年；2022年公司非标融资规模8.21亿元，产品主要为融资租赁，融资期限3-5年，融资成本平均为6.50%，融资成本偏高。地方政府转贷债券规模为17.79亿元，利率2.8%-4.05%，融资期限7-20年。

表10 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	4.50%	78.43	9.35	8.69	8.56	51.84
债券融资	6.04%	40.61	12.18	20.65	4.58	3.19
非标融资	6.50%	8.63	4.16	2.78	1.43	0.26
合计	5.12%	127.67	25.69	32.12	14.57	55.29

注：上标不包含地方政府转贷债券
资料来源：公司提供

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款（合计）	1.61	0.99%	1.96	1.25%	1.63	1.11%
一年内到期的非流动负债	25.83	15.89%	27.33	17.45%	8.99	6.13%
流动负债合计	29.53	18.17%	31.56	20.15%	17.04	11.62%
长期借款	68.29	42.02%	69.09	44.11%	69.43	47.35%
应付债券	39.02	24.00%	34.02	21.72%	30.41	20.74%
长期应付款（合计）	17.56	10.80%	13.74	8.77%	18.92	12.90%
非流动负债合计	133.01	81.83%	125.07	79.85%	129.60	88.38%
负债合计	162.54	100.00%	156.63	100.00%	146.64	100.00%
总债务	151.85	93.42%	145.49	92.89%	132.29	90.22%
其中：短期债务	26.98	16.60%	28.65	18.29%	13.51	9.21%
长期债务	124.88	76.83%	116.85	74.60%	118.78	81.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年3月末公司资产负债率呈略有上升，公司债务规模扩张较快，整体融资成本偏高，利息支出

较大，EBITDA对利息的覆盖能力较弱。

2023年3月末，公司货币资金账面余额10.89亿元，短期债务规模较大，不足覆盖短期债务，叠加公司项目建设的支出需求，公司面临较大的资金压力，未来仍需通过再融资平衡资金缺口；公司作为荆州市主要的基础设施建设主体，必要时可获得当地政府的支持，且公司与多家金融机构建立了良好合作关系，截至2022年末银行授信总额达157.40亿元，尚未使用授信额度为53.24亿元，尚有一定流动性储备，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
资产负债率	62.24%	61.30%	62.16%
现金短期债务比	0.40	0.48	1.44
EBITDA 利息保障倍数	--	0.48	0.48

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，公司在近一年内未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放受到政府部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，公司在近一年内未因违规经营、产品质量和安全生产问题、员工保障和健康安全受到有关部门的处罚。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。中证鹏元注意到，公司与政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额2.50亿元，占当期末净资产的2.53%，担保对象均为国有企业，

均设置反担保协议，存在一定或有负债风险，

表13 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
荆州纪南文化产业投资有限公司	1.50	2021/2/2-2024/2/2	是
荆州纪南文化旅游有限责任公司	1.00	2021/8/2-2030/1/29	是
合计	2.50	-	-

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是荆州市主要的基础设施投融资和建设主体，对荆州市政府具有重要的战略意义，过往在资本金注入、股权划转和财政补助方面继续获得荆州纪南生态文化旅游区财政局的支持

公司控股股东和实际控制人均为荆州市国资委，公司是荆州市重要的城投平台，通过代表地方政府行使公共服务建设等方面的职能，参与了荆州市的经济发展，中证鹏元认为公司面临债务困难时，荆州市政府提供特殊支持的意愿非常强。

（1）公司与荆州市政府的联系中等。公司控股股东和实际控制人为荆州市国资委，持股比例为 51%；荆州市政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，预测未来与荆州市的联系将比较稳定。

（2）公司对荆州市政府非常重要。公司的业务提供了对荆州市社会和经济至关重要的公共产品和服务，荆州市需付出一定的努力和成本才能取代公司，公司在就业、税收、利润和基础设施建设等多个方面对荆州市政府贡献很大，但公司债务违约会对荆州市地区金融环境和融资成本产生实质影响。

九、结论

公司是荆州市重要的基础设施建设主体，对荆州市政府具有重要的战略意义。多年以来公司持续获得荆州纪南生态文化旅游区管委会和荆州市政府在业务运营、资产注入和财政补助等方面的强有力支持，目前公司业务持续性较好。随着项目支出增加，公司财务杠杆持续上升，虽然公司资产流动性较弱，但基于公司的区域地位和业务竞争力，仍能保持一定融资弹性，抗风险能力尚可。

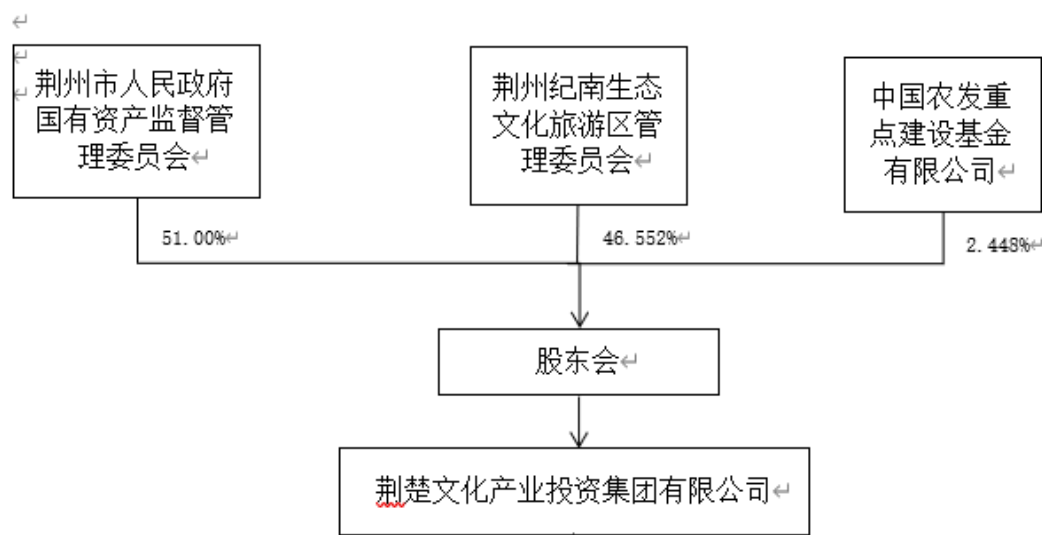
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20荆州海投债/20海投债”的信用等级为AA。

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：亿元）	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	10.89	13.78	19.47	19.57
存货	162.92	158.63	146.79	117.25
流动资产合计	213.61	209.41	192.66	155.09
固定资产	12.85	13.01	13.14	10.26
在建工程	19.57	17.82	15.87	30.33
非流动资产合计	47.56	46.11	43.24	52.62
资产总计	261.18	255.52	235.90	207.71
短期借款	1.14	1.31	1.92	1.76
应付账款	0.86	0.81	1.75	1.45
一年内到期的非流动负债	25.83	27.33	8.99	11.16
流动负债合计	29.53	31.56	17.04	17.28
长期借款	68.29	69.09	69.43	57.42
应付债券	39.02	34.02	30.41	22.92
长期应付款（合计）	17.56	13.74	18.92	15.97
长期应付款	17.56	13.74	18.92	15.97
非流动负债合计	133.01	125.07	129.60	111.13
负债合计	162.54	156.63	146.64	128.41
其中：短期债务	26.98	28.65	13.51	12.92
总债务	151.85	145.49	132.29	109.24
所有者权益	98.63	98.89	89.26	79.29
营业收入	2.07	12.56	11.77	9.90
营业利润	-0.26	2.52	3.55	2.55
其他收益	0.09	3.61	4.07	3.00
利润总额	-0.26	2.52	2.83	2.55
经营活动产生的现金流量净额	-7.36	-13.51	-15.11	-20.32
投资活动产生的现金流量净额	-0.43	-4.31	-4.00	-5.25
筹资活动产生的现金流量净额	4.89	12.08	19.01	27.35
财务指标	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	-3.64%	-0.32%	5.20%	4.63%
资产负债率	62.24%	61.30%	62.16%	61.82%
短期债务/总债务	17.77%	19.69%	10.21%	11.82%
现金短期债务比	0.40	0.48	1.44	1.51
EBITDA（亿元）	--	3.76	3.86	3.49
EBITDA 利息保障倍数	--	0.48	0.48	0.60

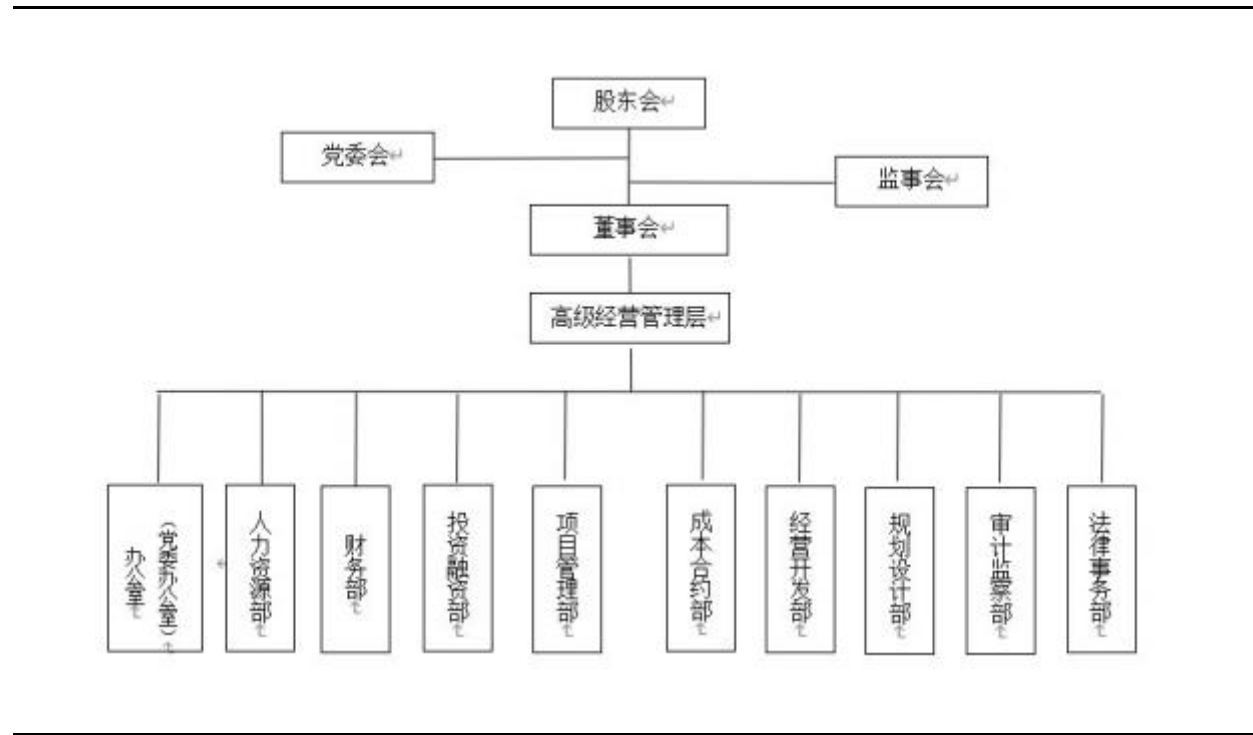
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
荆州强楚文化科技有限公司	99,007.55	94.95%	文旅产业运营和管理
荆州郢都生态文旅发展有限公司	35,000.00	100.00%	农业开发和建设
荆州海子湖城市环境有限公司	2,000.00	100.00%	环卫清洁、园林养护等经营项目
荆州海子湖建设有限公司	30,000.00	100.00%	土木工程建设
荆州海子湖文化传媒有限公司	3,000.00	100.00%	文化传媒业务的经营
荆州市海子湖万寿有限公司	1,000.00	100.00%	殡仪相关业务的经营
荆州园博园生态园林建设运营有限公司	10,000.00	100.00%	园区、景区等相关业务的经营
荆州强海文化科技有限公司	82,402.95	93.93%	研究和试验发展
北京荆楚文化产业发展有限公司	10,000.00	100.00%	体育
湖北楚文化产业园有限公司	24,500.00	100.00%	建设工程施工
荆州楚都酒店管理有限公司	1,000.00	100.00%	餐饮服务
湖北荆楚道路运营管理有限公司	10,000.00	100.00%	公路管理

资料来源：公司提供

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。