

2013 年淮安清河新区投资
发展有限公司
公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2013年淮安清河新区投资发展有限公司 公司债券2019年跟踪信用评级报告

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪
第【145】号01

债券简称: PR 清河投/13
清河投资债

债券剩余规模: 1.4 亿元

债券到期日期: 2020 年
01 月 24 日

债券偿还方式:

按年付息, 存续期第三
至第七年末等额偿付本
金

分析师

姓名:
贾聪 田珊

电话:
021-51035670

邮箱:
jiac@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法, 该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址:

www.cspengyuan.com

本期债券信用等级

发行主体长期信用等级

评级展望

评级日期

评级观点:

本次跟踪评级结果

AA

AA

稳定

2019 年 06 月 06 日

上次信用评级结果

AA

AA

稳定

2018 年 06 月 07 日

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)对淮安清河新区投资发展有限公司(以下简称“清河投资”或“公司”)及其 2013 年 1 月 24 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2019 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司所处区域环境较好, 为其后续发展提供了良好的基础。公司土地整理收入未来有一定保障; 公司继续获得一定力度的外部支持。同时中证鹏元也关注到公司资产质量及流动性较差, 存在一定的资金支出压力, 短期债务偿还压力较大, 以及存在一定或有负债以及资产损失风险等风险因素。

正面:

- 区域环境较好, 为公司发展提供了良好的基础。2018 年淮安市清江浦区经济总量保持增长, 当年实现地区生产总值 479.68 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 6.1%。较好的外部环境为公司发展提供了良好的基础。
- 未来土地整理业务发展有一定保障。2018 年末公司存货中已开发未结算的土地成本为 227,355.44 万元, 未来该业务发展有一定保障。
- 公司继续获得一定力度的外部支持。2018 年公司获得清江浦区政府补助共计 0.60 亿元, 有效提升了公司当期盈利水平。

关注:

- **公司资产质量及流动性较差。**2018 年末，公司资产中应收账款、其他应收款、存货、其他长期资产分别占比 22.99%、24.79%、11.62% 和 22.20%。其中应收账款与其他应收款回收时间存在较大不确定性；存货主要为公司代政府征地、拆迁等土地开发成本；其他长期资产主要为公益性资产。另外，公司用于质押的货币资金达 14.06 亿，受限比例较高；部分预付款项存在较大的回收风险。整体来看，公司资产质量与流动性较差。
- **公司债务期限缩短，再融资能力减弱。**2018 年末，公司一年内需要偿还的有息债务本金至少达 39.15 亿元，债务到期期限缩短，且当年末公司银行授信额度亦有明显下降，再融资能力减弱。
- **公司面临较大的短期债务偿还压力。**截至 2018 年末，公司一年内需要偿还的有息债务本金较大，同时考虑公司 EBITDA 利息保障倍数为仅为 0.74，且资产流动性较差、银行授信额度已使用完毕等因素，公司将面临较大的短期偿债压力。
- **公司存在一定的或有负债以及资产损失风险。**截至 2018 年末，公司为对外担保金额合计为 62.99 亿元，占当年末所有者权益的比重为 46.41%。鉴于公司对外担保规模较大，大多数合同无反担保措施，且存在对民企担保，公司存在一定或有负债风险。此外，截至 2018 年末，公司作为原告的未决诉讼案件共有 7 起，案件类型包括借款合同纠纷和追偿权纠纷，涉及金额合计 2.04 亿元，公司面临一定的资产损失风险。

主要财务指标：（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,659,434.09	2,380,653.86	2,404,287.63
所有者权益	1,357,213.36	1,297,660.68	1,280,447.65
有息债务	697,511.97	789,700.01	824,853.56
资产负债率	48.97%	45.49%	46.74%
流动比率	1.94	2.87	3.35
营业收入	109,744.25	137,520.90	136,846.89
其他收益	6,000.00	13,000.00	-
利润总额	23,451.77	20,901.14	22,924.96
综合毛利率	14.76%	14.36%	15.87%
EBITDA	24,665.00	26,138.84	30,159.12
EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.62	0.64
经营活动净现金流净额	82,656.73	2,810.38	-228,685.55

注：2017 年数据来自 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016 年与 2018 年审计报告，中证鹏元整理

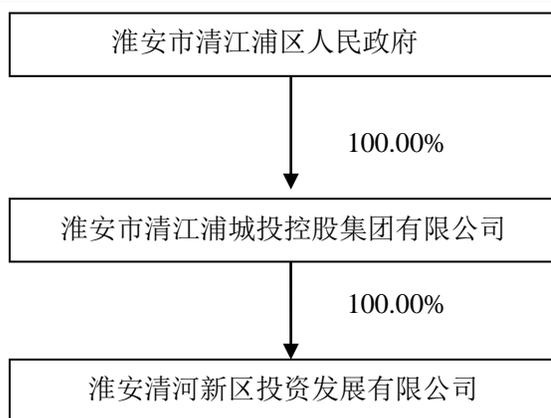
一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会《国家发展改革委关于江苏淮安清河新区投资发展有限公司发行2013年公司债券核准的批复》（发改财金[2013]91号文件）批准，公司于2013年1月24日发行了总额人民币7亿元，期限为7年的公司债券，本期债券票面利率为6.68%。本期债券募集资金拟全部用于清河区清泓花苑安置房项目、清河区清泓花苑二期安置房项目和清河区清泓花苑三期安置房项目。截至2019年4月末，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、注册资本未发生变化，注册资本与实收资本仍为300,000.00万元，控股股东仍然为淮安市清江浦城投控股集团有限公司，实际控制人仍为淮安市清江浦区人民政府。截至2019年4月末，公司股权结构如下图1所示。2018年9月，根据公司股东决议，公司董事长兼总理由任青亚变更为岳波。

图 1 截至 2019 年 4 月末公司产权及控制关系



资料来源：国家企业信用信息公示系统（江苏），中证鹏元整理

截至2018年末公司合并范围内共有子公司11家，当年公司纳入合并报表范围的子公司较上年增加1家，具体情况如下表1所示。2018年公司主营业务范围扩大，主要新增工程代建业务。

表1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新纳入合并范围子公司	持股比例	注册资本	业务范围
淮安市古淮河景区管理有限公司	100.00%	10,000.00	旅游景区开发及经营管理基础设施建设等

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防

城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方

	(财预[2018]34号)		政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年淮安市经济总量保持增长,但受固定资产投资增速下滑等因素影响,整体经济增速进一步放缓

淮安市2018年经济总量保持增长,全年实现地区生产总值3,601.3亿元,按可比价格计算,比上年增长6.5%,经济实力进一步增强,但增速较上年下滑0.9个百分点。分产业来看,其中第一产业增加值为358.7亿元,同比增长3.10%;第二产业增加值为1,508.1亿元,同比增长4.9%;第三产业增加值增为1,734.5亿元,同比增长8.8%,三次产业比例由上年的10:41.7:48.3调整为2018年的10.0:41.8:48.2。2018年淮安市人均GDP为7.32万元,是当年全国人均GDP的113.24%。

2018年淮安市工业经济保持发展,规模以上工业增加值比上年增长4.8%,但增速同比下降3个百分点。其中,轻工业增长3.1%,重工业增长6.0%。规模以上工业企业主营业务收入增长10.9%,利润总额增长9.2%。新一代信息技术、新能源汽车及零部件、盐化凹土新材料、食品等“三新一特”优势特色产业完成工业总产值1,116.70亿元,占规模以上工业产值比重27.9%,增长9.9%。其中,新能源汽车和零部件、生物医药产业产值分别增长11.9%、22.9%。

淮安市经济发展较为依赖固定资产投资,2018年固定资产投资完成额比上年增长9.0%,增速较上年下降3.0个百分点。其中工业投资增长16.1%,房地产开发投资增长3.0%,民间投资增长12.8%,民间投资占固定资产投资比重69.3%。2018年淮安市社会消费品零售总额为1,239.7亿元,同比增长7.8%,为当地经济发展做出一定贡献。受益于国际市场需求回升,2018年当地进出口总额达50.1亿美元,同比增长8.1%。2018年淮安市金融市场保持良好发展,当年金融机构本外币存款余额与贷款余额分别同比增长6.0%与18.4%,为当地经济发展提供了良好的支撑。

表3 2017-2018年淮安市主要经济指标(单位:亿元)

项目	2018年		2017年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	3,601.3	6.5%	3,387.43	7.4%
第一产业增加值	358.7	3.1%	339.44	3.1%
第二产业增加值	1,508.1	4.9%	1,412.39	6.4%
第三产业增加值	1,734.5	8.8%	1,635.60	9.2%
规模以上工业增加值	-	4.8%	-	7.80%
固定资产投资	-	9.0%	2,839.55	12.0%
社会消费品零售总额	1,239.7	7.8%	1,197.09	10.5%
进出口总额(亿美元)	50.1	8.1%	46.36	34.5%
存款余额	3,638.01	6.0%	3,432.67	12.0%
贷款余额	3,303.44	18.4%	2,789.29	21.1%
人均GDP(万元)	7.32		6.89	
人均GDP/全国人均GDP	113.24%		115.49%	

注:“-”表示未公开披露数据,人均GDP=当地GDP/当地常住人口

资料来源:淮安市2017-2018年国民经济和社会发展统计公报,中证鹏元整理

财政收入方面,淮安市2018年实现一般公共预算收入247.27亿元,比上年增长7.2%。其中税收收入203.49亿元,同比增长14.9%;占一般公共预算收入比重达82.3%,较上年提升5.5个百分点。一般公共预算支出486.81亿元,增长7.6%,其中民生类支出354.25亿元,占一般公共预算支出比重72.8%。淮安市2018年财政自给率为50.79%,财政平衡程度较弱。

2018年清江浦区经济总量增长,但整体经济增速进一步下滑

2018年清江浦区实现地区生产总值479.68亿元,按可比价格计算,同比增长6.1%,增速较上年下降1.1个百分点。其中,第一产业实现增加值11.70亿元,同比增长3.4%;第二产业实现增加值109.49亿元,同比增长1.6%;第三产业实现增加值358.49亿元,同比增长7.8%。三次产业结构比例为2.4:22.8:74.8,第三产业仍占据主导地位,产业结构较好。2018年全区常住人口65.83万人,人均GDP为7.29万元,约为同期全国人均GDP的112.77%。

2018年清江浦区规模以上工业总产值比上年增长4.8%,全年规模以上工业实现主营业

务收入同比增长10.9%；利税、利润分别同比增长0.8%、0.7%。2018年，清江浦区完成固定资产投资295.66亿元，比上年增长9.5%。其中工业投资102.68亿元，同比增长16.4%，制造业投资94.48亿元，房地产开发投资110.80亿元，同比增长11.0%。2018清江浦区年实现商品房销售面积222.56万平方米，比上年增长0.6%，实现商品房销售额170.73亿元，比上年增长1.5%。当年实现社会消费品零售总额346.07亿元，同比增长7.8%，增速较上年下降4.5个百分点。对外贸易方面，2017年清江浦区成进出口总额5.18亿美元，其中出口总额4.13亿美元。清江浦区服务业经济主导地位明显，2018年服务业增加值358.49亿元，同比增长7.8%，占GDP比重达74.8%，其中现代服务业占GDP比重为38%。现代服务业增加值占GDP比重为37%。总体而言，2018年清江浦区经济保持增长，但主要经济指标增速均有明显下滑，整体经济增速进一步放缓。

表4 2017-2018年清江浦区主要经济指标（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	479.68	6.1%	448.87	7.2%
第一产业增加值	11.70	3.4%	10.74	3.3%
第二产业增加值	109.49	1.6%	105.95	5.8%
第三产业增加值	358.49	7.8%	332.18	7.9%
规模以上工业总产值	-	4.8%	348.52	16.5%
固定资产投资	295.66	9.5%	427.19	13.6%
社会消费品零售总额	346.07	7.8%	321.03	12.3%
进出口总额（亿美元）	5.18	-	4.86	-
人均GDP（万元）		7.29		6.57
人均GDP/全国人均GDP		112.77%		110.12%

注：固定资产投资统计口径有所变化，“-”表述数据未公开披露；人均GDP=当地GDP/当地常住人口
 资料来源：2017-2018年清江浦区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

清江浦区2018年实现公共财政收入30.07亿元，比上年同期下降5.7%，其中税收收入24.66亿元，比上年同期增长14.5%，占比为82.01%；非税收入5.41亿元，比上年同期下降47.7%。当年实现公共财政支出37.10亿元，比上年同期增长4.1%，财政自给率为81.05%，财政平衡程度较好。

四、经营与竞争

2018年公司主营业务范围有所扩大，除原来的土地整理、安置房建设、酒店餐饮经营等，新增工程代建业务。2018年公司实现营业收入109,744.25万元，较上年下降20.20%，主要系土地整理减少幅度较大。从收入结构来看，2018年代建收入达到62,912.62万元，占比

57.33%，成为最主要收入来源。2018年公司营业收入毛利率为14.76%，与上年基本持平。

表5 公司2017-2018年营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建收入	62,912.62	14.17%	-	-
土地整理收入	37,281.55	14.17%	128,155.34	14.17%
酒店收入	662.38	68.51%	18.95	-36.83%
工程收入	239.78	79.62%	-	-
安置房销售收入	8,032.12	14.17%	8,440.96	14.17%
房屋销售收入	501.11	22.75%	826.18	39.76%
租赁收入	106.69	100.00%	79.47	100.00%
景区服务收入	8.01	-7.56%	-	-
合计	109,744.25	14.76%	137,520.90	14.36%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司新增代建收入，为营业收入做出较大贡献，未来仍面临一定的资金支出压力

公司2018年新增工程代建业务，根据与淮安市清江浦投资建设有限公司（以下简称“清江浦建设”）签订的《代建协议》，清江浦投资将清江浦区内部分工业产业园建设及其周边公园等配套设施项目委托公司建设，公司与清江浦建设每年按照当年确认投资额的120%结算代建费用，公司据此确认收入。

2018年公司实现工程代建业务收入62,912.62万元，确认收入的项目名称为园区基础设施建设项目。截至2018年末，公司主要在建为该园区基础设施建设项目，计划总投资150,000万元，累计已投资93,584.98万元，未来尚需投资56,415.02万元，公司亦面临一定资金投入压力。

2018年公司土地整理收入有所下降，但考虑到账面上仍有较多未结算土地整理成本，未来该项收入仍有一定的保障

根据淮安市清江浦区人民政府与公司签订的关于对淮安市清河新区¹土地开发项目的协议，淮安市清江浦区人民政府将土地开发项目委托公司投资实施，在土地开发结束后由政府负责支付公司土地开发相关款项，包括土地开发相关成本并加计20%的利润，公司据此确认相关收入，相关土地的土地出让金由政府收取。

公司自2008年开始从事土地整理业务，负责清河新区范围内的土地开发项目。2018年公司实现土地整理收入37,281.55万元，较上年减少70.91%，主要系当年政府自身财力紧张，与公司结算面积下降所致。公司确认收入的地块位于清河新区范围内，面积为19.7万平方

¹注：清河新区为清江浦区的下属区域

米。由于政府按成本加固定回报比例结算，2018年公司土地整理业务的毛利率为14.17%，与上年一致。

表6 2018年公司土地整理业务收入明细（单位：万平方米、万元）

年份	地块位置	土地开发面积	土地开发收入
2018	淮安清河新区	19.7	37,281.55

资料来源:公司提供

土地整理业务与当地政府规划、自身财力和招商引资的情况相关，尽管2018年公司土地整理收入下降，但根据其提供的资料，截至2018年末，公司存货中已开发未结算的土地成本为227,355.44万元，未来该业务的收入持续性仍有一定保障。同时，公司主要拟开发清江浦区黄码乡地块，预计将投入200,000.00万元，但黄马乡地块所在的清河经济开发区还在筹建中，未正式批准，该项目的启动时间尚不明确。

2018年公司安置房销售收入略有减少，未来该部分业务可持续性较差

公司承担了清河新区全部的安置房建设任务，公司根据政府规划选址，通过内部摘牌的方式，以相较市场出让价格低的价格获取土地，用于安置房的建设。公司安置房项目均与政府签订回购协议，回购资产包括规划范围内的土地及地上的住宅楼、大门、围墙、道路、绿化及配电、自来水等附属设施。公司每年根据工程建设进度确认相关成本，同时每年按照政府与公司签订的回购协议上约定的回购价格（成本价的120%）确定当年的回购收入。

2018年公司安置房回购产生8,032.12万元的收入，同比减少4.84%，确认收入的项目为丹枫白露小区。毛利率方面，公司2018年安置房的销售毛利水平与上年保持一致。

截至2018年末，公司已完工的安置房项目主要为清荷花苑项目（安置房五期）以及枫丹白露小区，账面价值合计3.73亿元，尚未经最终审计，未来待清江浦区审计局对其成本进行审定后，可形成部分回购收入。由于公司前期安置房大部分已回购完成，当年未有新项目开工，未来该业务持续性较差。

2018年公司继续获得一定力度的外部支持

根据2018年淮安市清江浦区财政局《关于对淮安市清河新区投资发展有限公司给与财政补贴收入拨款的通知》，清江浦区财政局拨付公司6,000.00万元作为公司承担基础设施建设的补贴，有效提升了公司当期盈利水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经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年审计报告，报告均采用新会计准则编制。由于公司从2018年执行新《企业会计准则》，对2017年数据进行了追溯调整，因此2017年财务数据采用了2018年审计报告期初数。公司纳入合并报表范围的子公司较上年增加1家，具体情况见表1。

资产结构与质量

2018年公司资产规模继续增长，但应收款项占比较大，存在较多公益性资产，部分预付款项存在回收风险，资产质量及流动性仍然较差

2018年公司资产规模较上年末增长11.71%，达到265.94亿元。从公司的资产结构来看，仍以流动资产为主，截至2018年末，流动资产占总资产的71.12%。

表7 公司2017-2018年主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	165,000.60	6.20%	125,025.26	5.25%
应收票据及应收账款	611,342.75	22.99%	590,862.62	24.82%
其他应收款	659,162.84	24.79%	419,366.46	17.62%
预付账款	107,078.05	4.03%	146,313.20	6.15%
存货	308,952.23	11.62%	245,342.12	10.31%
流动资产合计	1,891,516.70	71.12%	1,575,589.10	66.18%
投资性房地产	82,653.00	3.11%	-	0.00%
固定资产	23,824.54	0.90%	178,531.25	7.50%
其他非流动资产	590,326.14	22.20%	549,745.17	23.09%
非流动资产合计	767,917.39	28.88%	805,064.75	33.82%
资产总计	2,659,434.09	100.00%	2,380,653.86	100.00%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司货币资金为16.50亿元，同比增加31.97%，但其中14.06亿元的其他货币资金用于借款担保及银票保证，占货币资金的85.21%，受限比例较高。2018年末公司应收票据及应收账款为61.13亿元，全部为应收账款，同比增长3.47%，主要应收对象为淮安清江浦区财政局。

表8 截至2018年末公司应收账款欠款金额前五名单位情况（单位：万元）

单位名称	账面余额	占比
清江浦区财政局	474,042.61	77.48%

清江浦区财政局 ²	71,810.13	11.74%
淮安市清江浦投资建设有限公司	64,800.00	10.59%
淮安市清河房屋拆迁安置有限公司	912.18	0.15%
江苏正大清江制药有限公司	74.32	0.01%
合计	611,639.22	99.97%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司其他应收款为65.92亿元，同比增长57.18%，累计计提坏账准备0.12亿元，规模较大。其他应收款主要为对清江浦区财政局财政往来款12.62亿元、淮安市清河区天源土地开发整理有限公司往来款9.46亿元、淮安聚仁经贸发展有限公司往来款4.18亿元、淮安市清河区安置房建设指挥部往来款3.93亿元和南通欣向荣贸易有限公司往来款3.68亿元，占其他应收款余额的51.29%，集中度较高。整体来看，公司应收款项的欠款对象主要为政府单位及当地国企，但其规模很大，账龄较长，且受政府资金调配影响回收时间不确定，对公司资金造成了很大的占用，且存在一定的减值风险。2018年末公司预付账款为10.71亿元，同比减少26.82%，主要为预付工程款项。公司预付款项规模较大，账龄3年以上的占比59.96%，主要预付对象为民营企业，且已经因欠款问题对其中的预付对象淮安市尧塘装饰工程有限公司提起诉讼，公司预付款项存在较大的回收风险。2018年末公司存货规模为30.90亿元，较上年增长25.93%，其中安置房及商业房成本合计4.20亿元，土地开发成本22.73亿元，代建存货成本3.96亿元。此外，存货中用于借款抵押的资产账面价值共计1.85亿元。

2018年末，公司固定资产账面价值为2.38亿元，同比大幅下降，主要系大部分房屋及建筑物转入了投资性房地产及存货中的开发成本。另外，账面价值0.65亿元的固定资产已用于抵押，流动性受限。公司2018年新增投资性房地产8.27亿元，主要从固定资产处转入，采用公允价值模式计量，其中未办理权证的生态园账面价值为1.50亿元。2018年末账面价值0.99亿元的投资性房地产已用于抵押，使用权受限。2018年公司其他非流动资产为59.03亿元，同比有所增长，除此前政府划入的管网、道路、公园附属物等公益性资产外，当年新增公司新增了4.06亿元的博览馆、剧院等自建资产。

2018年公司资产规模保持增长，但主要由应收账款、其他应收款、存货、其他长期资产构成，分别占比22.99%、24.79%、11.62%和22.20%。其中应收账款与其他应收款回收时间存在较大不确定性；存货主要为公司代政府征地、拆迁等土地开发成本；其他长期资产主要为公益性资产。另外，公司用于质押的货币资金达14.06亿，受限比例较高；并且，部

²2012年，公司根据“淮安清河区人民政府批复文件（河政复【2012】56号）”，将净值为9.18亿元的固定资产按账面价值转让给淮安市清河区国有资产监督管理办公室，并办理交接手续，转让所涉及资金由淮安清河区人民政府安排财政资金拨付，2013年已核销2亿元。

分预付款项存在较大的回收风险。总体而言，公司资产质量及流动性较差。

盈利能力

公司营业收入来源拓展，利润对非经营性损益依赖较高

2018年公司实现营业收入10.97亿元，较上年下降20.20%，主要系土地整理减少幅度较大。从收入结构来看，2018年公司新增的代建业务收入达到6.29亿元，占比57.33%，成为最主要收入来源；土地整理收入为3.73亿元，占比为33.97%。截至2018年末，公司主要在建工程项目为园区基础设施建设项目，计划总投资15.00亿元，累计已投资9.36亿元，未来尚需投资5.64亿元；土地整理业务方面，2018年末存货中已开发未结算的土地成本为22.74亿元，未来该业务的持续性有一定保障。

由于目前工程代建和土地整理两大主要业务都是成本加成模式确认收入，且加成比例均为20%，因此公司综合毛利率较为稳定，2018年为14.76%。2018年公司实现投资收益0.96亿元，系当年收回的淮安德百信置业有限公司的打包资产进行再出售所获取的收益。

此外，2018年公司获得政府补贴收入0.60亿元，利润总额达到2.35亿元，同比增长12.20%。但中证鹏元注意到，2018年投资收益、其他收益占公司当年利润总额的66.68%，公司盈利对上述非经常性收益存在较大依赖，但出售股权资产所获得的投资收益不具备持续性，政府的外部支持受财政收支状况影响，亦具有一定不确定性。

表9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	109,744.25	137,520.90
其他收益	6,000.00	13,000.00
投资收益	9,637.75	-463.57
投资收益	-463.57	7,002.17
营业利润	24,645.14	20,956.36
利润总额	23,451.77	20,901.14
综合毛利率	14.76%	14.36%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司往来款大规模净流入，未来工程代建业务尚需一定资金

由于政府未能及时支付项目款项，2018年公司收现比为0.28，营业活动收现情况仍然

较差。但由于与其他当地国有企业及政府机构的往来款实现净流入，2018年公司经营活动现金实现净流入8.27亿元。2018年公司投资活动规模较小，现金流净额为0.36亿元。由于2018年偿还较多对外借款，净融资规模为负，筹资活动产生的现金净流出达到10.29亿元。截至2018年末，公司工程项目尚需投入5.64亿元，仍存在一定的资金支出压力。

表10 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.28	0.27
销售商品、提供劳务收到的现金	31,052.34	36,881.69
收到其他与经营活动有关的现金	761,271.41	524,352.69
经营活动现金流入小计	792,323.75	561,234.38
购买商品、接受劳务支付的现金	18,193.24	16,331.78
支付其他与经营活动有关的现金	689,804.61	541,314.53
经营活动现金流出小计	709,667.01	558,422.00
经营活动产生的现金流量净额	82,656.73	2,812.38
投资活动产生的现金流量净额	3,567.67	50,832.92
筹资活动产生的现金流量净额	-102,929.07	-36,748.69
现金及现金等价物净增加额	-16,704.66	16,896.61

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务虽然持续下降，但规模仍然较大，面临较大的短期刚性债务偿还压力

由于其他应付款大幅增加，2018年末公司负债规模达到130.22亿元，同期末所有者权益同比增长4.59%至135.72亿元。当年末公司产权比率上升至95.95%，同时考虑到公司拥有较多公益性资产，其净资产对负债的实际保障程度进一步下降。

表11 公司2017-2018年资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	1,302,220.72	1,082,993.18
所有者权益	1,357,213.36	1,297,660.68
产权比率	95.95%	83.46%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司流动负债占比进一步上升，占负债总额的比重上升至74.95%。2018年末公司短期借款为17.03亿元，同比增长133.60%，新增部分主要为质押借款及保证借款。公司应付票据及应付账款主要为应付项目工程款，2018年规模为4.45亿元，相比上年变动不大。公司其他应付款主要为与相关单位的往来款，2018年末该部分款项同比增长202.93%

至48.81亿元，主要欠款方包括淮安市清江浦城市资产经营有限公司、淮安市清河区房屋征收办公室、清河区财政局、南通欣向荣贸易有限公司、淮安市清河盐河生态科技城投发展有限公司等。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和应付债券，截至2018年末，较上年增长19.18%至22.12亿元。

公司长期负债主要包括长期借款和应付债券。由于部分借款即将到期，2018年末公司长期借款同比减少54.90%至20.38亿元。2018年末公司应付债券余额为3.39亿元，同比有所增加，主要系当年发行了面值2.00亿元的“18苏淮清河新区ZR001”。公司长期应付款主要为融资租赁款，2018年末同比增长40.99%至7.49亿元。

表12 公司 2017-2018 年主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	170,295.00	13.08%	72,900.00	6.54%
应付票据及应付账款	44,467.07	3.41%	41,445.60	3.83%
其他应付款	488,082.29	37.48%	161,118.39	14.88%
一年内到期的非流动负债	221,160.24	16.98%	185,562.50	17.13%
流动负债合计	975,997.20	74.95%	549,939.52	50.78%
长期借款	203,840.00	15.65%	451,960.24	41.73%
应付债券	33,923.35	2.61%	28,000.00	2.59%
长期应付款	74,858.74	5.75%	53,093.41	4.90%
非流动负债合计	326,223.53	25.05%	533,053.65	49.22%
负债合计	1,302,220.72	100.00%	1,082,993.18	100.00%
其中：有息负债	697,511.97	53.56%	789,700.01	72.92%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息负债为69.75亿元，同比减少11.67%，占负债总额的53.56%。公司2019年至少要偿还的有息债务本金达39.15亿元。根据公司提供资料，2018年末公司银行授信额度15.8亿元，较上年减少21.95亿元，且所获银行授信已使用完毕，再融资空间较小。综合考虑，公司短期需要偿还的有息债务规模较大，自身偿债能力较弱，面临着较大的短期债务偿还压力。

从偿债能力指标来看，2018年末公司资产负债率为48.97%，较上年基本持平。随着流动负债的增加，2018年末公司流动比率下降至1.94，且考虑到公司流动资产中应收款项和存货占比较大，货币资金受限比例较高，其实际短期偿债能力较弱。2018年公司实现EBITDA为2.47亿元，较上年有所下降，EBITDA利息保障倍数为0.74，EBITDA对债务利

息的保障程度较差。

表13 公司 2017-2018 年偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	48.97%	45.49%
流动比率	1.94	2.87
EBITDA（万元）	24,665.00	26,138.84
EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.62
有息债务/EBITDA	28.28	30.21

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2016 年 1 月 1 日至报告查询日（2019 年 5 月 5 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录。公司 2017 年 1 月对中国建设银行发生一笔欠息，中国建设银行已出具一份说明，该笔欠息非主观原因造成；此外，2018 年 1 月公司对苏州银行股份有限公司淮安分行出现过一笔已结清的欠息情况，苏州银行股份有限公司淮安分行已出具说明，该欠息非公司主观原因造成。

（二）或有事项分析

截至 2018 年末，公司为对外担保金额合计为 62.99 亿元，占 2018 年末公司所有者权益的比重为 46.41%，相比 2017 年底对外担保金额有所增长。被担保对象以地方国企为主，其中担保金额合计数最大的对象为淮安市清江浦城市资产经营有限公司，其与公司为同一控股股东控制下企业，实际控制人均为清江浦区人民政府。此外，公司为民营企业淮安华信投资发展有限公司进行了 5.00 亿元的担保。鉴于公司对外担保规模较大，其中对民营企业淮安华信投资发展有限公司进行了 5.00 亿元担保，大多数合同无反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表14 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保期限	担保方式	担保金额
淮安华信投资发展有限公司	2016.10.12-2019.10.12	保证	50,000.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2016.1.19-2021.1.1	保证	95,000.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2016.1.21-2024.1.20	保证	70,000.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2016.09.30-2019.03.21	保证	6,790.00

被担保单位	担保期限	担保方式	担保金额
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2016.09.30-2019.03.21	保证	210.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2016.11.22-2019.11.21	保证	9,000.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2016.12.2-2019.12.1	保证	9,000.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2016.12.12-2022.03.20	保证	1,940.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2016.12.12-2021.09.20	保证	27,160.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2016.12.12-2021.09.20	保证	840.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2016.12.13-2022.03.20	保证	60.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2017.03.01-2025.03.20	保证	32,010.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2017.03.01-2025.03.20	保证	990.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2017.01.11-2021.12.28	保证	49,000.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2017.2.28-2024.12.21	保证	80,000.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2017.03.03-2021.07.16	保证	13,929.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2017.03.03-2021.07.16	保证	18,571.00
淮安市清江浦城市资产经营有限公司	2018.01.02-2020.12.29	保证	33,000.00
淮安市清江浦城建投资有限公司	2016.04.29-2020.01.28	保证	15,000.00
淮安市清江浦城建投资有限公司	2016.05.20-2020.04.28	保证	2,000.00
淮安市清江浦城建投资有限公司	2016.6.15-2019.6.14	保证	15,000.00
淮安市清江浦城建投资有限公司	2017.10.12-2019.10.12	保证	10,000.00
淮安市清江浦城投控股集团有限公司	2016.11.16-2021.11.16	保证	12,000.00
淮安市清江浦城投控股集团有限公司	2017.01.06-2019.12.30	保证	12,900.00
淮安聚仁经贸发展有限公司	2018.8.15-2021.8.15	抵押、保证	4,000.00
淮安市清江浦区天源土地开发整理有限公司	2016.2.26-2019.2.26	保证	15,000.00
淮安市清江浦区天源土地开发整理有限公司	2017.01.6-2020.01.5	保证	15,000.00
淮安市清河流通资产管理公司	2018.7.31-2021.7.30	抵押、保证	4,500.00
南通欣向荣贸易有限公司	2016.12.9-2019.12.9	保证	10,000.00
南通胜卓贸易有限公司	2016.12.9-2019.12.9	保证	10,000.00

被担保单位	担保期限	担保方式	担保金额
淮安市清江浦市政工程总公司	2018.6.22-2019.6.22	保证	5,000.00
淮安市清江浦园林绿化总公司	2018.6.26-2019.6.26	保证	2,000.00
合计	-	-	629,900.00

资料来源：2018 年公司审计报告，中证鹏元整理

未决诉讼

截至2018年末，公司作为原告的未决诉讼案件共有7起，案件类型包括借款合同纠纷和追偿权纠纷，涉及金额合计2.04亿元，公司面临一定的损失风险。

表15 截至2018年末，公司作为原告的未决诉讼情况（单位：万元）

序号	委托人	对方当事人	案由	诉讼标的	承办法院	案件进展
1	淮安清河新区投资发展有限公司	富脉科技等	借款合同纠纷	1,026.75	开发区法院	一审在办
2		源远广告等	借款合同纠纷	509.23	开发区法院	一审在办
3		开明文化等	借款合同纠纷	883.13	开发区法院	一审在办
4		龙脉电子等	借款合同纠纷	634.14	开发区法院	一审在办
5		昌润公司等	合同纠纷	8,628.14	清江浦法院	一审在办
6		葛卫平	追偿权纠纷	985.74	清江浦法院	一审在办
7		葛卫平、淮安尧塘公司	追偿权纠纷	7,700.39	清江浦法院	一审在办

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司作为被告的未决诉讼案件共有6起，案件类型均为建设工程施工合同纠纷，涉及金额合计1.88亿元，上述应付工程款事项，公司账面均已确认。

表16 截至2018年末，公司作为被告的未决诉讼情况（单位：万元）

序号	委托人	对方当事人	案由	诉讼标的	承办法院	案件进展
1	淮安清河新区投资发展有限公司	上海现代公司	建设工程施工合同纠纷	2,369.56	清江浦法院	一审在办，等待审计结果确定金额。
2		法知特律所	建设工程施工合同纠纷	8,085.89	淮安中院	一审在办，案情有新进展
3		赵波	建设工程施工合同纠纷	395.96	清江浦法院	一审在办，等待审计结果确定金额。
4		赵波	建设工程施工合同纠纷	443.38	清江浦法院	一审在办，等待审计结果确定金额。
5		南京建工集团	建设工程施工合同纠纷	3,806.00	淮安仲裁委	仲裁在办（安置房指挥部案件）
6		淮建集团	建设工程施工合同纠纷	3,739.72	清江浦法院	一审在办

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

七、评级结论

2018年清江浦区经济总量保持增长，当年地区生产总值同比增长6.1%，较好的外部环境为公司发展提供了良好的基础。截至2018年末，公司主要在建的代建项目计划总投资15.00亿元，累计已投资9.36亿元；存货中已完成开发尚未结算的土地成本为22.74亿元，未来代建及土地整理收入有一定保障。同时，2018年公司继续获得较大力度的外部支持，当年共获得0.6亿元的补贴收入，有效提升了当期盈利水平。同时我们也关注到公司资产质量及流动性较差，存在一定的资金支出压力，短期债务偿还压力较大，以及存在一定或有负债以及资产损失风险等风险因素。

综上所述，中证鹏元对本期债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

项目（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	165,000.60	125,027.26	68,730.66
应收票据及应收账款	611,342.75	590,862.62	484,467.93
其他应收款	659,162.84	419,366.46	466,002.56
预付账款	107,078.05	146,313.20	140,633.23
存货	308,952.23	245,342.12	354,564.58
投资性房地产	82,653.00	-	-
固定资产	23,824.54	178,531.25	183,065.00
其他非流动资产	590,326.14	549,745.17	549,745.17
资产总计	2,659,434.09	2,380,653.86	2,404,287.63
短期借款	170,295.00	72,900.00	74,047.00
应付票据及应付账款	44,467.07	41,445.60	40,563.21
其他应付款	488,082.29	161,118.39	161,630.26
一年内到期的非流动负债	221,160.24	185,562.50	132,100.00
长期借款	203,840.00	451,960.24	434,260.24
应付债券	33,923.35	28,000.00	142,000.00
长期应付款	74,858.74	53,093.41	58,885.48
负债合计	1,302,220.72	1,082,993.18	1,123,839.98
有息负债	697,511.97	789,700.01	824,853.56
所有者权益合计	1,357,213.36	1,297,660.68	1,280,447.65
营业收入	109,744.25	137,520.90	136,846.89
其他收益	6,000.00	13,000.00	-
利润总额	23,451.77	20,901.14	22,924.96
经营活动产生的现金流量净额	82,656.73	2,812.38	-228,685.55
投资活动产生的现金流量净额	3,567.67	50,832.92	20,838.52
筹资活动产生的现金流量净额	-102,929.07	-36,748.69	171,312.00
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	14.76%	14.36%	15.87%
收现比	0.28	0.27	0.60
产权比率	0.96	0.83	0.88
资产负债率	48.97%	45.49%	46.74%
流动比率	1.94	2.87	3.35
EBITDA	24,665.00	26,138.84	30,159.12
EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.62	0.64
有息债务/EBITDA	28.28	30.21	19.09

注：2017年数据来自2018年审计报告期初数

资料来源：公司2016年与2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{其他应付款中借款} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中借款}$

附录三 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。