

2015 年昌邑市经济开发投资公司
小微企业增信集合债券
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：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【774】号 01

债券简称：15 昌小微/ 15
昌投小微债

增信方式：土地使用权
抵押担保

债券剩余规模：3.49 亿
元

债券到期日期：2019 年
09 月 22 日

债券偿还方式：按年付
息，存续期第 3 年末附
公司上浮或下调票面利
率选择权和投资者回售
选择权

分析师

姓名：
魏明阳 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
weimy@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

2015 年昌邑市经济开发投资公司小微企业增信集合债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 25 日	2018 年 05 月 23 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对昌邑市经济开发投资公司（以下简称“昌邑经开”或“公司”）及其 2015 年 9 月 22 日发行的小微企业增信集合债券（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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司棚改项目待回购金额较大，未来仍能实现一定的棚改项目收入，获得的外部支持力度仍较大，并且土地使用权抵押担保的增信方式有效提升了本期债券安全性；同时中证鹏元也关注到了公司委托贷款业务面临一定的管控风险，整体资产流动性较弱，经营回款转弱，在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力，面临一定的偿债压力，以及对外担保金额较大，面临较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年昌邑市实现地区生产总值 470.37 亿元，同比增长 6.3%，地区经济保持增长，为公司发展提供了良好基础。
- 公司棚改项目待回购金额较大，未来仍能实现一定的棚改项目收入。公司为昌邑市重要的基础设施建设的实施主体，代建的都昌街办棚户区改造项目（以下简称“都昌棚改项目”）待回购金额 172,788.96 万元，规模较大，公司未来仍能实现一定的棚改项目收入。
- 获得的外部支持力度仍较大。2018 年公司收到昌邑市财政局 20,000.00 万元补贴

款，有效提升了公司的利润水平。

- **土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性。**根据《资产评估报告书》（中和谊评报字[2018]11018号），用于本期债券抵押担保的土地资产评估价值合计134,376.96万元，评估基准日为2017年12月31日，抵押比率为3.60，仍能对本期债券的本息形成较好的覆盖。

关注：

- **需关注委托贷款业务面临的管控风险。**本期债券募集资金以委托贷款形式投放于经公司确认的、位于昌邑市政府管辖区域内或者经昌邑市政府同意的其他区域的小微企业。截至2018年末，本期债券募集资金已投放3.49亿元，借款客户共6家，主要为民营企业，借款均将于2019年6月30日到期，且均为信用借款。考虑到公司在委托贷款运作方面没有相关经验积累，需关注本期债券存续期间公司委托贷款业务面临的管控风险。
- **整体资产流动性较弱。**公司资产仍以土地使用权为主，其中工业用地和采矿用地占比高，且占总资产比重31.63%的土地资产已用于抵押，同时其他应收款规模大且持续增长，未来回收时间存在一定的不确定性，对公司资金形成较大占用，公司整体资产流动性较弱。
- **经营回款转弱，在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。**2018年公司收现比仅0.24，经营回款转弱。截至2018年末，公司主要在建项目尚需投资20.35亿元，面临较大的资金压力。
- **面临一定的偿债压力。**截至2018年末，公司有息债务总额为20.17亿元，占负债总额的39.33%，总额仍较大，仍面临一定的偿债压力。
- **对外担保金额较大，面临较大的或有负债风险。**截至2018年末，公司对外担保金额合计42.11亿元，占公司所有者权益的比重达39.07%，且被担保单位部分为民营企业，均无反担保措施，公司面临较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	1,590,557.15	1,554,602.16	1,464,385.90
所有者权益	1,077,702.77	1,058,249.04	1,002,220.08
有息债务	201,693.47	363,696.08	449,004.52

资产负债率	32.24%	31.93%	31.56%
流动比率	3.30	7.40	10.15
营业收入	144,566.78	92,513.19	86,015.92
营业外收入	20,000.00	40,000.00	30,223.14
利润总额	26,990.82	27,115.79	26,183.28
综合毛利率	25.41%	22.00%	38.62%
EBITDA	49,039.25	55,058.62	55,064.62
EBITDA 利息保障倍数	3.11	3.45	2.27
经营活动现金流净额	135,430.82	-131,347.85	41,057.36

注：公司 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016 年、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

公司于2015年9月22日发行4年期6亿元公司债券，募集资金委托潍坊银行股份有限公司（以下简称“潍坊银行”），以委托贷款形式投放于经公司确认的，位于昌邑市政府管辖区域内或者经昌邑市政府同意的其他区域的小微企业。截至2019年6月19日，本期债券募集资金专项账户余额为7,804.56元。

二、发行主体概况

2018年，公司注册资本、控股股东及实际控制人均未变化，截至2018年末，公司注册资本仍为11.50亿元，昌邑市财政局仍为公司唯一股东和实际控制人。

2019年5月17日，公司总经理兼法定代表人由张东森变更为王永，其他人员未发生变更。

2018年，公司新设成立昌邑市城美苗木有限公司和昌邑市城投建设工程有限公司，接收划入昌邑市昌盛管网建设投资有限公司（以下简称“昌盛管网”）和昌邑市昌盛城市建设投资有限公司（以下简称“昌盛城建”）100%股权，由此合并范围扩大到7家子公司。

表 1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2018 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
昌邑市城美苗木有限公司	70%	3,000	苗木花卉草坪的培育种植销售	设立
昌邑市城投建设工程有限公司	100%	1,000	房屋建筑工程、市政公用工程施工	设立
昌邑市昌盛管网建设投资有限公司	100%	10,000	地下综合管廊投资、建设	划转
昌邑市昌盛城市建设投资有限公司	100%	30,000	城镇化建设、棚户区改造	划转

资料来源：公司 2018 年审计报告

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》（财预[2018]34 号）	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	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

	[2018]23号)		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

昌邑市经济继续保持增长，但增速有所放缓；工业对地方经济贡献较大，传统主导产业优势较为明显

2018年昌邑市经济继续保持增长，但增速进一步放缓，全年实现地区生产总值470.37亿元，按可比价格计算，同比增长6.3%，增速较2017年继续下降0.9个百分点。其中，第一产业实现增加值47.81亿元，同比增长1.8%；第二产业实现增加值227.71亿元，同比增长7.3%；第三产业实现增加值194.85亿元，同比增长6.1%。三次产业构成比例由2017年的8.7:50.9:40.4调整为10.2:48.4:41.4，第三产业占比有所提升。2018年末，昌邑市常住人口61.84万人，按常住人口计算，昌邑市人均GDP为76,067元，为全国人均GDP的117.67%，高于全国平均水平。从拉动地区经济增长的要素来看，2018年昌邑市固定资产投资增长8.5%，增速较上年有所回升；实现社会消费品零售总额202.12亿元，增长9.1%；进出口总额67.58亿元，增长1.2%。2018年末昌邑市金融机构本外币各项存款余额432.20亿元，同比下降0.2%；贷款余额262.40亿元，同比增长4.0%。

目前，昌邑市已形成了石油化工、盐及盐化工、纺纱印染、机械制造、食品加工等五大传统优势产业。2018年昌邑市全部工业增加值实现212.49亿元，同比增长6.1%，其中规模以上工业企业主营业务收入、利税、利润分别增长6.3%、74.2%和9.9%。2018年昌邑市五大传统优势产业主营业务收入增长6.9%，总量占全部规模以上工业主营业务收入的95.7%，优势较为明显。

表 3 昌邑市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值 (GDP)	470.37	6.3%	442.92	7.2%
第一产业增加值	47.81	1.8%	38.51	3.6%
第二产业增加值	227.71	7.3%	225.52	6.6%
第三产业增加值	194.85	6.1%	178.89	8.9%
工业增加值	212.49	6.1%	210.76	6.7%
固定资产投资	-	8.5%	389.6	5.5%
社会消费品零售总额	202.12	9.1%	199.75	10.4%
进出口总额	67.58	1.2%	66.77	20.6%
存款余额	432.20	-0.2%	433.30	7.1%
贷款余额	262.40	4.0%	252.30	16.3%
人均 GDP (元)	76,067		71,641	
人均 GDP/全国人均 GDP	117.67%		120.08%	

注：“-”代表未有公开数据。

资料来源：2017-2018 年昌邑市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年昌邑市实现公共财政收入31.71亿元，同比增长3.5%，其中税收收入22.46亿元，占公共财政收入比重为70.81%；实现政府性基金收入4.65亿元，同比下降31.6%；同期昌邑市公共财政支出为44.69亿元，同比增长10.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为70.96%。

四、经营与竞争

公司为昌邑市重要的基础设施建设的实施主体，2018年共实现营业收入144,566.78万元，同比大幅增加56.27%，主要系结转的棚改项目和管网改造项目收入较多所致。2018年，公司棚改项目和管网改造项目合计实现营业收入114,494.96万元，同比增加99.68%，合计占当期公司营业收入的比重79.20%。毛利率方面，棚改项目和管网改造项目毛利率有所上升，2018年公司综合毛利率为25.41%，上升3.40个百分点。

表 4 公司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
棚改项目	70,743.27	27.87%	38,039.77	25.53%
管网改造项目	43,751.70	32.62%	19,298.96	31.24%
土地转让	12,468.96	21.05%	15,314.75	22.02%
BT 项目	8,669.71	55.79%	10,662.52	57.52%

盐田租赁	4,951.19	-110.48%	4,961.75	-111.38%
其他	3,981.97	18.90%	4,235.43	15.06%
合计	144,566.78	25.41%	92,513.19	22.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年公司棚改项目结转收入较多，且待回购金额较大，未来仍能实现一定的棚改项目收入

2016年12月30日，昌邑市人民政府与子公司昌盛城建签署《昌邑市都昌街办棚户区改造项目委托代建协议》，约定昌盛城建为都昌棚改项目代建主体，由昌邑市人民政府按照协议拨付项目资本金和项目代建资金，近年公司在建棚改项目仅有都昌棚改项目。

都昌棚改项目坐落于昌邑市城西路以东、院校西街以南，项目安置区规划占地面积445,171m²，总建筑面积740,370m²。其中，地上建筑面积644,123m²，包括多层住宅建筑面积479,586m²、车库储藏室建筑面积104,816m²、配套商业服务建筑面积41,995m²、配套公共服务设施建筑面积17,726m²；地下建筑面积96,247m²。项目建成后规划安置用房4,682套，安置住户2,338户。

按照协议，都昌棚改项目代建期限自2017年4月至2020年3月共计约36个月，预计总投资规模为216,735万元，投资利润64,837万元。项目建成后将移交给昌邑市人民政府，昌邑市人民政府以约定总价分期回购，回购金额为代建投资款加投资利润，合计281,572万元，双方约定回购款项不得晚于项目完工后24个月（即2022年3月）支付。2017-2018年，昌邑市人民政府回购金额分别为38,039.77万元和70,743.27万元，待回购金额172,789万元，规模较大，公司未来仍能实现一定的棚改项目收入，但需关注其建设进度和结算进度情况。

截至2018年末，公司在建项目主要为都昌棚改项目、智能装备标准车间及基础设施配套项目和地表水厂工程，总投资合计30.17亿元，已投资9.81亿元，尚需投资20.35亿元，面临较大的资金压力。建成后，智能装备标准车间及基础设施配套项目将通过租赁实现收益，地表水工程将通过向自来水厂提供净化水实现部分收入，但实现时间存在一定的不确定性。

表 5 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	是否回购
都昌棚改项目	216,735.00	79,356.72	是
智能装备标准车间及基础设施配套项目	43,352.00	15,419.23	否
地表水厂工程	41,574.23	3,365.16	否
合计	301,661.23	98,141.10	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年末公司无在建管网改造项目，预计未来公司营业收入和毛利率水平均在下降的风险

2016 年 3 月 8 日，昌邑市人民政府与子公司昌盛管网签署《昌邑市供水管网升级改造项目委托代建协议》，约定昌盛管网为昌邑市供水管网升级改造项目（以下简称“供水管网改造项目”）代建主体，由昌邑市人民政府按照协议拨付项目资本金和项目代建资金。

供水管网改造项目内容为昌邑市范围内的自来水管网升级改造，包括水源输水管道改造工程、二水厂供水改造管道工程、一水厂管道新建工程、一水厂管道改造工程、三水厂管道新建工程和昌南水厂管道新建工程，代建期限自 2016 年 6 月至 2018 年 5 月共计约 24 个月，预计总投资 43,356 万元，投资利润 19,694.66 万元。项目建成后将移交给昌邑市人民政府，昌邑市人民政府以约定总价分期回购约定代建工程，回购金额为代建投资款加投资利润，回购金额合计 63,050.66 万元。2017-2018 年，公司分别实现管网改造项目收入 19,298.96 万元和 43,751.70 万元，毛利率分别为 31.24% 和 32.62%。

截至 2018 年末，供水管网改造项目已竣工并已确认所有收入，目前公司无在建管网改造项目，未来营业收入和毛利率水平均存在下降的风险。

2018 年公司土地转让收入有所下滑，目前公司可直接出让的土地规模较小，且土地转让业务易受土地市场行情影响而出现波动，未来该业务收入可能存在一定波动

公司以自筹资金缴纳土地出让金后从昌邑市土地储备中心取得土地使用权，待公司在土地二级市场上将土地转让后确认收入并结转成本。其中，采矿用地和工业用地主要通过协议出让的方式获得，商业住宅用地通过招拍挂的方式取得。2018 年公司共实现土地转让收入 12,468.96 万元，同比下降 18.58%，毛利率为 21.05%，较去年变动不大。截至 2018 年末，公司存货中尚有 323,355.35 万元的土地储备，但其中 8 宗账面价值 287,131.22 万元的土地储备已用于贷款抵押。公司可直接出让的土地规模较小，且土地转让业务易受土地市场行情影响而出现波动，未来该业务收入可能存在一定波动。

此外，2017-2018 年公司均未实现土地整理收入，且截至 2018 年末，公司无在开发土地整理项目。

BT 项目收入有所下滑，未来收入规模有限

公司还有部分项目采取与政府签订投资建设收购协议（BT 协议）方式，约定项目完工后由政府回购，回购金额为工程投入金额加成一定比例，公司则按回购金额确认工程项目收入。截至 2018 年末，公司 BT 项目均已完工，当年确认收入 8,669.71 万元，同比下降 30.00%。尚未回购金额所对应的建设成本计入公司对昌邑市财政局的长期应付款，2018

年末为31,141.57万元。截至2018年末，公司BT项目建设成本均已结转，且无新增项目，未来收入规模有限。

盐田租赁等业务对公司收入形成一定补充，但盈利性不强

根据昌邑市政府《关于明确部分市级盐场土地使用权问题的通知》（昌政发【2009】26号），决定对沿海滩涂及盐场收取土地使用租赁费。公司的现有土地中有大量盐田，占用国有土地进行盐场经营的企业和个人须与公司签订土地租赁合同，向公司缴纳土地租赁费。2018年，公司实现盐田租赁收入4,951.19万元，保持稳定。由于公司将盐田无形资产摊销等成本计入了租赁业务成本，因此该项业务毛利率为-110.48%。截至2018年末，公司已出租盐田41,444亩，单亩年租金约1,200元。公司所签订的盐田租赁合同期限大部分为3-5年，未来几年盐田租赁收入较有保障。

委托贷款利息收入对公司收入形成一定补充，但公司在委托贷款运作方面没有相关经验积累，需关注本期债券存续期间公司委托贷款业务面临的管控风险

公司于2015年公开发行6亿元小微企业增信集合债券“15昌小微”，票面利率为6.40%，期限为4年，将于2019年9月22日到期。“15昌小微”募集资金委托潍坊银行以委托贷款形式投放于经公司确认的、位于昌邑市政府管辖区域内或者经昌邑市政府同意的其他区域的小微企业。

2018年，公司实现委托贷款利息收入3,981.97万元，毛利率为18.90%，对公司收入形成一定补充。截至2018年末，“15昌小微”募集资金投放3.49亿元¹，借款客户共6家，主要为民营企业，借款均将于2019年6月30日到期，且均为信用借款。考虑到公司在委托贷款运作方面没有相关经验积累，需关注本期债券存续期间公司委托贷款业务面临的管控风险。

表6 截至2018年末公司委托贷款情况（单位：亿元）

公司名称	贷款余额	占比	期限	利率	借款类型
昌邑市广厦混凝土有限公司	0.70	19.94%	2015.11.26-2019.06.30	8.3%	信用
昌邑市昌盛新农村建设投资有限公司 ²	0.80	22.79%	2015.11.25-2019.06.30	8.3%	信用
山东兴昌混凝土有限公司	0.75	21.37%	2015.11.23-2019.06.30	8.3%	信用
潍坊昌通通信工程有限公司	0.70	19.94%	2015.11.30-2019.06.30	8.3%	信用
昌邑市鑫宝水利建安工程有限公司	0.16	4.56%	2016.03.09-2019.06.30	8.3%	信用
昌邑市绿美园林绿化工程有限公司	0.40	11.40%	2016.03.10-2019.06.30	8.3%	信用

¹ 截至2018年底，“15昌小微”余额为3.49亿元，对外委托贷款余额为3.51亿元，差额200万元为公司以自有资金委外的委托贷款。

² 2018年5月，昌邑市昌盛新农村建设投资有限公司更名为“昌邑市昌盛金融控股集团有限公司”。

合计	3.51	100.00%	-	-	-
----	------	---------	---	---	---

资料来源：公司提供

公司获得的外部支持力度较大

公司作为昌邑市主要的城市基础设施建设投融资主体，自成立以来，已先后投资建设完成了多个城区道路、桥梁、供排水管网等城市基础设施项目，近年来持续得到当地政府的的支持。2018年公司收到昌邑市财政局 20,000 万元补贴款，有效提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

2018年，公司财务报表审计机构由北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）更换为山东信和会计师事务所（特殊普通合伙），以下分析基于公司提供的经山东信和会计师事务所（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，报告对公司2017年财务报表进行了追溯调整，将昌盛管网和昌邑城建纳入公司2017年合并报表范围。2017年数据采用2018年审计报告期初数，报告采用新会计准则编制，2018年公司新增4家纳入合并报表范围子公司，具体情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但仍以土地资产为主，已抵押比例较高，其他应收款规模持续增长，且未来回收时间存在一定的不确定性，整体资产流动性较弱

2018年末公司资产总额为159.06亿元，同比增长2.31%。从资产构成来看，仍以流动资产为主，2018年末流动资产占总资产的比重为65.09%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货构成。截至2018年末公司货币资金为7.35亿元，同比下降45.17%，其中2亿元定期存款被用于质押给中国农业发展银行昌邑市支行用于公司长期借款，使用受限。公司应收票据及应收账款主要为应收昌邑市财政局和昌邑市国有资产经营投资公司（以下简称“昌邑国资”）的项目代建款和土地转让款，截至2018年末昌邑市财政局和昌邑国资欠款分别为10.43亿元和1亿元，占公司应收账款的比例分别为87.89%和8.42%。公司应收当地民营企业山东鹏华置业股份有限公司款项4,385.00万元，账龄在5年以上，已全部计提坏账准备。公司其他应收款主要为应收昌邑市财政局、昌邑国资和昌邑市昌盛金融控股集团有限公司（以下简称“昌盛金控”）等单位的往来款以及本期债券发行后通过潍坊银行发放给小微企业（含

昌盛金控)的委托贷款,2018年末公司其他应收款51.45亿元,同比增长7.87%,占总资产的比重达32.35%,同比上升1.67个百分点。其中,应收昌邑市财政局欠款共39.18亿元,占比为74.17%,账龄为0-4年,主要为往来欠款。总体来看,公司其他应收款持续增长,且规模较大,对公司资金占用较多,且未来回收时间存在一定的不确定性。公司存货均为待转让的土地,2018年末存货账面价值为32.38亿元,占总资产的比重为20.36%,同比下降9.26%。截至2018年末,公司存货中8宗账面价值28.71亿元的土地已用于贷款抵押,抵押比例为88.80%。

表7 公司主要资产构成情况(单位:万元)

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	73,484.62	4.62%	134,025.37	8.62%
应收票据及应收账款	114,384.59	7.19%	24,298.96	1.56%
其他应收款	514,516.87	32.35%	476,990.34	30.68%
存货	323,806.42	20.36%	356,854.54	22.95%
流动资产合计	1,035,320.69	65.09%	996,190.29	64.08%
长期应收款	31,141.57	1.96%	44,486.44	2.86%
无形资产	494,630.17	31.10%	505,294.44	32.50%
非流动资产合计	555,236.46	34.91%	558,411.87	35.92%
资产总计	1,590,557.15	100.00%	1,554,602.16	100.00%

资料来源:公司2018年审计报告,中证鹏元整理

公司非流动资产主要由长期应收款和无形资产构成。公司长期应收款主要为已完工的BT项目回购款,应收对象为昌邑市财政局,截至2018年末为3.11亿元。公司无形资产均为土地使用权,该部分土地多为盐田,目前主要租赁给盐场获得租赁收入,2018年末公司无形资产账面价值为49.46亿元,同比下降2.11%,主要系摊销减少所致。2018年末,公司无形资产中已有10宗账面价值21.60亿元的土地用于贷款抵押。截至2018年末,公司存货和无形资产中土地使用权账面价值合计81.80亿元,占总资产的比重为51.43%,是公司资产的最主要部分,但是其中账面价值50.31亿元的土地已抵押,占总资产的比重达31.63%,受限比例较高。

总体来看,2018年公司资产规模有所增长,但仍以土地使用权为主,其中已抵押比例较高,同时,公司其他应收款规模持续增长,且未来回收时间存在一定的不确定性,对公司资金形成较大占用,公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入大幅增加，但自身盈利能力仍较差，利润总额仍主要来自财政补贴

受结转的棚改项目和管网改造项目收入大幅增加，2018年公司实现营业收入144,566.78万元，同比大幅增加56.27%。截至2018年末，公司代建棚改项目待回购金额较大，未来仍能实现一定的棚改项目收入，但需关注其建设进度和结算进度情况。公司代建的管网改造项目已竣工并已确认所有收入，目前公司无在建管网改造项目。由于公司管网改造项目收入占比较高，毛利率较高，预计未来公司营业收入和毛利率水平均存在下降的风险。2018年公司土地转让收入有所下滑，目前公司可直接出让的土地规模较小，且土地转让业务易受土地市场行情影响而出现波动，未来该业务收入可能存在一定波动。

毛利率方面，受棚改项目和管网改造项目毛利率有所上升，2018年公司综合毛利率为25.41%，上升3.40个百分点。

公司资产减值损失规模较大，主要为公司应收账款和其他应收款产生的坏账损失，2018年5,620.86万元，占营业利润的比重为80.40%，对公司利润形成了较大侵蚀。2018年公司实现营业利润6,991.02万元，扭转了2017年营业亏损的局面。但公司自身盈利能力仍较差，2018年获得政府补贴2亿元，显著提升了公司盈利水平，是公司利润的主要来源。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	144,566.78	92,513.19
资产减值损失	5,620.86	3,998.20
营业利润	6,991.02	-12,600.36
营业外收入	20,000.00	40,000.00
利润总额	26,990.82	27,115.79
综合毛利率	25.41%	22.00%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营回款转弱，在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力

公司代建项目主要由昌邑市财政局回购，回款情况受当地财力及政策影响较大，2018年公司收现比仅0.24，公司经营回款情况较去年明显转弱。受2018年公司对项目的投入有所减少影响，公司经营活动产生的现金净流入13.54亿元，经营活动现金流表现尚可。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要为取得投资收益收到的现金，规模较小；投资活动现金流出规模不大，主要为2018年公司新建的地表水厂工程和智能装备标准车间

及基础设施配套项目投资支出。

公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金，2018年公司提前兑付“12昌投债”和“14昌投债”，同期公司对外借款融资规模有所下降，公司筹资活动产生的现金净流出17.91亿元。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.24	1.14
销售商品、提供劳务收到的现金	34,965.25	105,861.57
收到的其他与经营活动有关的现金	214,656.50	186,104.79
经营活动现金流入小计	249,621.75	291,966.36
购买商品、接受劳务支付的现金	52,817.41	306,738.08
支付的其他与经营活动有关的现金	48,977.71	104,206.29
经营活动现金流出小计	114,190.93	423,314.22
经营活动产生的现金流量净额	135,430.82	-131,347.85
投资活动产生的现金流量净额	-16,878.02	-350.69
筹资活动产生的现金流量净额	-179,093.54	86,878.19
现金及现金等价物净增加额	-60,540.75	-44,820.35

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

公司有息债务规模下降较多，但总额仍较大，仍面临一定的偿债压力

随着利润的积累，公司所有者权益略有增长，2018年末为107.77亿元，略增1.84%。2018年末公司负债为51.29亿元，同比增加3.32%。2018年末公司产权比率为47.59%，权益对负债的保障程度较好。从负债结构来看，公司负债主要以流动负债为主，2018年末占比为61.12%。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	512,854.38	496,353.12
所有者权益	1,077,702.77	1,058,249.04
产权比率	47.59%	46.90%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应交税费和其他应付款为主。2018年末，公司短期借款4,000.00万元，全部为向山东昌邑农村商业银行股份有限公司借入的抵押借款，抵押物为公司所持有的土地使用权。2018年末公司应交税费为1.44亿元，主要为应交企业所得税

和土地使用税。公司其他应付款主要为与关联方昌邑市财政局和昌盛金控等之间的往来款，2018年末为28.37亿元，同比大幅增加179.42%。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	4,000.00	0.78%	1,906.00	0.38%
应交税费	14,434.73	2.81%	6,642.41	1.34%
其他应付款	283,686.14	55.32%	101,526.22	20.45%
流动负债合计	313,433.65	61.12%	134,563.04	27.11%
长期借款	157,906.25	30.79%	191,229.21	38.53%
应付债券	34,787.22	6.78%	165,560.88	33.36%
长期应付款	5,000.00	0.97%	5,000.00	1.01%
非流动负债合计	199,420.73	38.88%	361,790.08	72.89%
负债合计	512,854.38	100.00%	496,353.12	100.00%
其中：有息债务	201,693.47	39.33%	363,696.08	73.27%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2018年末，公司长期借款为15.79亿元，同比下降17.43%，均为非信用借款，其中抵押物为公司的土地使用权，质押物为公司定期存单和政府购买合同。应付债券为本期债券，截至2018年末余额为3.49亿元，将于2019年9月22日到期。公司在2018年提前兑付“12昌投债”和“14昌投债”，导致2018年公司应付债券同比下降78.99%。2018年末公司长期应付款5,000.00万元，仍为公司借入的农发重点建设基金。

截至2018年末，公司有息债务共计20.17亿元，占负债总额的39.33%，同比下降44.54%，主要系公司2018年提前兑付两期债券所致。2018年末公司有息债务总额仍较大，仍面临一定的偿债压力。

偿债能力方面，2018年末公司资产负债率为32.24%，与上年变动不大。随着流动负债的快速增加，公司流动比率及速动比率指标均有所下滑。2018年公司EBITDA为4.90亿元，同比有所下滑，EBITDA利息保障倍数亦随之出现下滑。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	32.24%	31.93%
流动比率	3.30	7.40
速动比率	2.27	4.75
EBITDA（万元）	49,039.25	55,058.62

EBITDA 利息保障倍数	3.11	3.45
有息债务/EBITDA	4.11	6.61

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性，但该部分土地资产规模较大，极端情况下能否集中变现及变现金额存在一定的不确定性

公司以其合法拥有的 5 宗国有土地使用权作为抵押资产为本期债券提供抵押担保。抵押资产的担保范围为本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现抵押权的费用。根据北京中和谊资产评估有限公司于 2014 年 11 月 19 日出具的《资产评估报告》（中和谊评报字【2014】11098 号），用于抵押的 5 宗土地类型为出让，用途为工业用地，总面积 557.82 万平方米，评估价值为 141,455.23 万元，评估基准日为 2014 年 11 月 15 日，抵押比率³为 2.22 倍。截至 2015 年 11 月 13 日，公司已就抵押资产办妥抵押登记手续。

表 13 本期债券原抵押的土地情况（单位：万平方米、万元）

编号	土地使用证编号	土地性质	用途	土地面积	评估价值
1	昌国用（2013）第963号	出让	工业用地	278.54	70,469.41
2	昌国用（2014）第293号	出让	工业用地	76.97	19,472.80
3	昌国用（2014）第 281 号	出让	工业用地	58.48	14,853.53
4	昌国用（2014）第 282 号	出让	工业用地	10.24	2,589.73
5	昌国用（2014）第 1192 号	出让	工业用地	133.61	34,069.76
合计		-	-	557.82	141,455.23

资料来源：公司提供

2015 年 12 月，公司对原 5 宗抵押土地中的 4 宗进行了置换，2017 年 7 月，公司又对其中 1 宗土地进行了置换，具体置换后的抵押土地明细详见下表。根据北京中和谊资产评估有限公司出具的《资产评估报告书》（中和谊评报字[2018]11018 号），目前抵押的土地面积计 626.09 万平方米，评估价值合计 134,376.96 万元，评估基准日为 2017 年 12 月 31 日。跟踪期内，公司未按照和潍坊银行签订的《资产抵押协议》和《抵押资产监管协议》对上述抵押资产进行重新评估。

截至 2018 年末，抵押比率为 3.60，满足《抵押资产监管协议》约定的不低于 1.6 的要求。截至 2018 年 12 月 31 日，公司已就置换后的抵押资产办妥了抵押登记手续。

表 14 截至 2018 年末本期债券抵押土地情况（单位：万平方米、万元）

³抵押比率=抵押资产最新评估价值/本期债券未偿付本金及一年利息之和。

编号	土地使用证编号	土地性质	用途	土地面积	评估价值
1	昌国用（2010）第561号	出让	采矿用地	249.68	52,202.34
2	昌国用（2014）第1192号	出让	工业用地	133.61	28,992.70
3	昌国用（2013）第964号	出让	工业用地	242.80	53,181.93
合计		-	-	626.09	134,376.96

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

综上，用于抵押的土地资产仍能对本期债券的本息形成较好的覆盖，有效提升了本期债券安全性，但该部分土地资产规模较大，且为采矿和工业用地，极端情况下能否集中变现及变现金额存在一定的不确定性。

七、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6月17日），公司曾于2018年2月21日欠息84,029.28元，已于2018年4月24日结清。根据山东昌邑农村商业银行股份有限公司出具的情况说明，主要系2018年2月20日及2018年4月20日银行均没有成功扣除利息，在2月24日及4月24日第二次扣息才成功扣息，非恶意逾期。除此以外，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，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。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额合计42.11亿元，占公司所有者权益的比重达39.07%，对外担保金额较大。其中对昌盛金控的担保金额合计32.51亿元，占比77.20%，公司对外担保集中度很高。被担保单位部分为民营企业，且均无反担保措施，公司面临较大的或有负债风险。

表15 截至2018年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保期限	担保金额	担保方式
昌邑市昌盛金融控股集团有限公司	2016.10.31-2031.10.30	180,000.00	保证、抵押
山东潍水田园农业发展有限公司	2018.12.20-2033-12.19	70,000.00	保证、抵押
昌邑市昌盛金融控股集团有限公司	2016.1.19-2028.1.14	30,000.00	保证、抵押
昌邑市昌盛金融控股集团有限公司	2016.6.24-2024.6.23	28,000.00	保证、抵押
昌邑市昌盛金融控股集团有限公司	2017.3.31-2032.3.31	25,000.00	抵押、质押
昌邑市昌盛金融控股集团有限公司	2016.8.22-2024.8.21	20,000.00	保证

昌邑市昌盛金融控股集团有限公司	2016.4.22-2019.4.22	20,000.00	保证
昌邑市昌盛金融控股集团有限公司	2013.4.11-2019.4.10	17,200.00	抵押
昌邑市市政工程建设有限责任公司	2016.9.12-2021.9.11	10,000.00	抵押
昌邑人民医院	2016.12.28-2019.12.28	8,000.00	保证
潍坊金丝达实业有限公司	2018.4.11-2021.4.10	6,000.00	保证
昌邑市昌盛金融控股集团有限公司	2018.5.15-2019.5.14	4,900.00	保证
昌邑市自来水公司	2018.10.10-2019.10.9	2,000.00	保证
合计	-	421,100.00	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年昌邑市实现地区生产总值470.37亿元，同比增长6.3%，地区经济保持增长，继续为公司发展提供了良好基础。公司为昌邑市重要的基础设施建设的实施主体，代建的都昌棚改项目待回购金额172,788.96万元，规模较大，未来仍能实现一定的棚改项目收入。此外，2018年公司收到昌邑市财政局20,000万元补贴款，有效提升了公司的利润水平。本期债券抵押担保的土地资产评估价值合计134,376.96万元，抵押比率为3.60，仍能对本期债券的本息形成较好的覆盖。

同时中证鹏元也关注到了公司委托贷款业务面临一定的管控风险，整体资产流动性较弱，经营回款转弱，在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力，有息债务规模仍较大，面临一定的偿债压力，以及对外担保金额较大，面临较大的或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为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）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	73,484.62	134,025.37	154,798.75
其他应收款	514,516.87	476,990.34	381,409.30
存货	323,806.42	356,854.54	334,690.84
无形资产	494,630.17	505,294.44	519,685.59
总资产	1,590,557.15	1,554,602.16	1,464,385.90
短期借款	4,000.00	1,906.00	4,000.00
长期借款	157,906.25	191,229.21	178,247.57
应付债券	34,787.22	165,560.88	192,080.45
长期应付款	5,000.00	5,000.00	5,000.00
总负债	512,854.38	496,353.12	462,165.82
有息债务	201,693.47	363,696.08	449,004.52
所有者权益	1,077,702.77	1,058,249.04	1,002,220.08
营业收入	144,566.78	92,513.19	86,015.92
营业利润	6,991.02	-12,600.36	-4,015.56
营业外收入	20,000.00	40,000.00	30,223.14
净利润	18,673.09	23,186.48	26,183.28
经营活动产生的现金流量净额	135,430.82	-131,347.85	41,057.36
投资活动产生的现金流量净额	-16,878.02	-350.69	442.00
筹资活动产生的现金流量净额	-179,093.54	86,878.19	-10,440.94
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	25.41%	22.00%	38.62%
收现比	0.24	1.14	0.99
产权比率	47.59%	46.90%	46.11%
资产负债率	32.24%	31.93%	31.56%
流动比率	3.30	7.40	10.15
速动比率	2.27	4.75	6.29
EBITDA（万元）	49,039.25	55,058.62	55,064.62
EBITDA 利息保障倍数	3.11	3.45	2.27
有息债务/EBITDA	4.11	6.61	8.15

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比 例	主营业务
昌邑滨海建设投资有限责任公司	10,000	100%	基础设施建设项目投资、资产管理
昌邑市惠合智能产业园投资有限公司	5,000	100%	智能产业园项目投资建设及运营
昌邑市惠合水务有限公司	2,000	100%	建设、运营管理水源及引水工程
昌邑市城美苗木有限公司	3,000	70%	苗木花卉草坪的培育种植销售
昌邑市城投建设工程有限公司	1,000	100%	房屋建筑工程、市政公用工程施工
昌邑市昌盛管网建设投资有限公司	10,000	100%	地下综合管廊投资、建设
昌邑市昌盛城市建设投资有限公司	30,000	100%	城镇化建设、棚户区改造

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

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

附录四 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。