



2017年第一期、2019年第一期湖南森特实业投资有限公司公司债券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等级的变化情况。

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：

2017年第一期、2019年第一期湖南森特实业投资有限公司 公司债券2022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
PR17 森特/17 森特债 01	AA	AA
19 森特 01/19 森特债 01	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持湖南森特实业投资有限公司（以下简称“森特投资”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“PR17 森特/17 森特债 01”、“19 森特 01/19 森特债 01”的信用等级均为 AA。
- 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，公司土地整理和工程建设业务持续性仍然较好，继续得到较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性偏弱，资金压力和债务压力较大等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且可望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。

评级日期

2022 年 06 月 27 日

联系方式

项目负责人：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：张涛
zhangt@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	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	143.06	143.47	129.69
所有者权益	63.33	61.89	54.84
总债务	54.11	53.07	51.25
资产负债率	55.73%	56.86%	57.71%
现金短期债务比	1.15	3.34	3.24
营业收入	6.74	6.44	6.38
其他收益	1.22	1.13	1.10
利润总额	1.54	1.74	1.63
销售毛利率	8.33%	11.55%	12.24%
EBITDA	1.85	1.75	1.68
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.64	0.73
经营活动现金流净额	1.26	0.27	-7.04
收现比	160.21%	80.24%	71.07%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **衡阳市经济保持增长，湖南衡阳松木经济开发区（以下简称“松木经开区”）产业发展良好，为公司发展提供了良好基础。**衡阳市区位良好、交通便利，已形成“两电三色”等主导产业，2021年衡阳市地区生产总值实现 3,840.31 亿元，增长 8.1%，经济体量和财政实力位居湖南省前列；松木经开区的盐卤化工及精细化工、新能源、新材料、装备制造等支柱产业亦发展较好。
- **公司土地整理和工程建设业务可持续性较好。**公司主要从事松木经济开发区范围内的土地整理开发和基础设施建设等业务。截至 2021 年底，公司土地整理业务形成的待结算开发成本规模较大，在建项目数量较多，投资规模较大。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**公司 2021 年获得当地政府给予的投资补偿款等财政补贴 1.22 亿元，有效提升了公司利润水平。

关注

- **公司资产流动性偏弱。**公司资产以应收款项和存货为主，应收账款部分款项账龄偏长，对资金形成长期占用；以土地及开发成本为主的存货占总资产的大部分，其中土地抵押比率较高。
- **公司面临较大的建设资金压力。**截至 2021 年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，随着项目建设的持续推进，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模增加，整体债务压力较大。**截至 2021 年底，公司总债务规模较上年小幅提升，绝对规模较大，占总负债比重较高，且公司现金短期债务比下滑，EBITDA 利息保障倍数处于较低水平。

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	较低	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	4		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	7
	公共财政收入	3		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	中等			
	业务竞争力	4			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	2			
业务状况等级		强	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	AA	2021-6-30	刘惠琼、蒋晗	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	2017-8-31	舒静、杨再昆	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 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
PR17 森特/17 森特债 01	5.00	1.50	2021-06-30	2024-11-28
19 森特 01/19 森特债 01	8.00	6.40	2021-06-30	2026-06-06

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

公司分别于2017年11月和2019年6月合计发行了7年期13.00亿元公司债券，其中“17森特债01”发行规模5.00亿元，“19森特债01”发行规模8.00亿元，募集资金计划用于电镀中心项目、标准厂房四期项目以及绿色住宅建筑示范工程项目。截至2021年12月末，本期债券募集资金专项账户余额为721.40万元。

三、发行主体概况

2021年以来公司注册资本、实收资本、股权结构均未发生变化。截至2022年5月31日，公司注册资本仍为31,273.00万元，实收资本仍为30,000.00万元，控股股东和实际控制人仍为衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“衡阳市国资委”），股权结构图如附录二所示，其中中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）和国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持有的该部分股权实质为专项基金借款，具体为公司于2015年8月向农发基金借入10,000万元专项基金，于2019-2030年间分期偿还本金，其中714万元作为出资额持有公司股权2.3%；公司于2015年10月向国开基金借入7,800万元专项基金，将于2027-2029年分期偿还本金，其中559万元作为出资额持有公司股权1.8%。在专项基金存续期内，基金公司不参与公司实际经营管理，每年获取1.2%的投资收益。审计根据实质重于形式原则，将专项基金全部列入长期应付款科目。

公司为衡阳市投融资和建设主体之一，主要承担松木经开区范围内的投融资和城市建设等职能。2021年以来主营业务及合并范围未发生变化，截至2021年12月31日，公司合并范围子公司仍为两家，分别是衡阳兴安置业有限公司和衡阳伟达开发建设有限公司，详见附录四。

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。

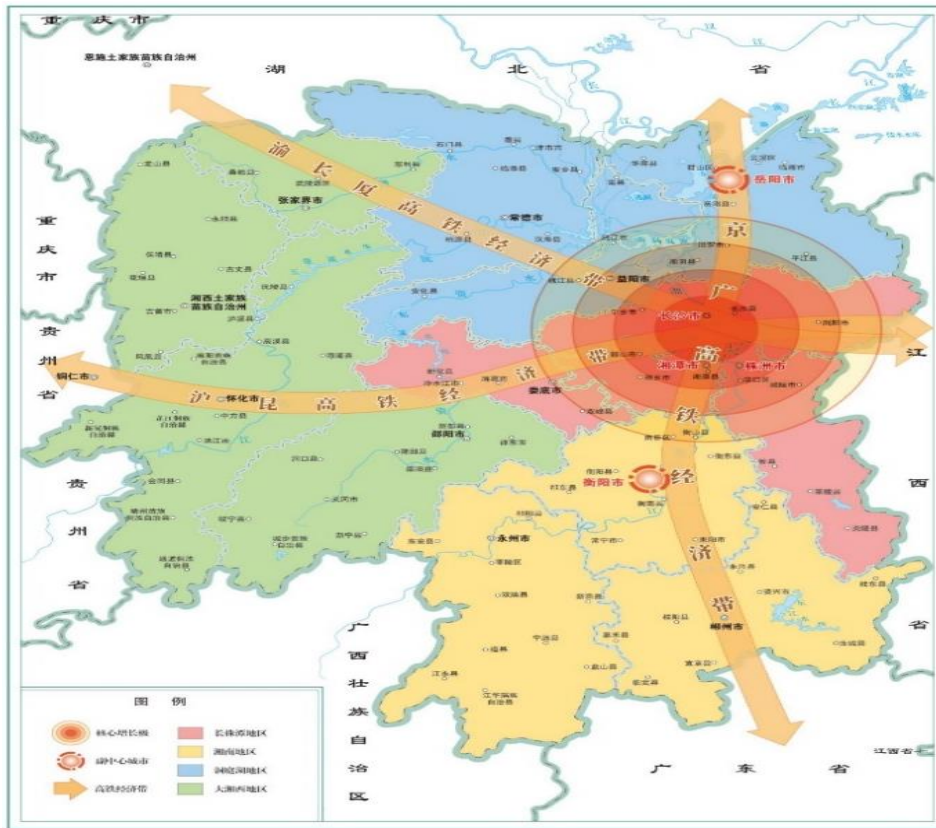
行业及区域经济环境

衡阳市系湖南省省域副中心城市，良好的区位和便利的交通使其成为湖南省承接大湾区产业转移的重要平台，已形成“两电三色”等主导产业，但产业规模尚待提升；经济体量和财政实力位居湖南省前列，但财政自给率较低

区位特征：衡阳市是湖南省省域副中心城市，良好的区位和便利的交通使其成为湖南省承接大湾区产业转移的重要平台。衡阳市因地处南岳衡山之南而得名，是湖南省省域副中心城市。总面积1.53万平方公里，下辖5区2市5县。常住人口位列湖南省第二，截至2021年末，常住人口662.1万人，较2010年第六次全国人口普查相比减少7.29%，人口呈净流出趋势。

衡阳市位于湖南省中南部、湖南省京广高铁经济带之上，具备良好的交通枢纽优势。航空方面，南岳机场为省内第三大机场和中南地区重要的支线机场，开通直航城市达31个。铁路方面，已建成营运京广、湘桂、武广高铁等6条铁路610公里，营运里程居全省第一。公路方面，全市公路通车总里程达21,081公里，公路密度达138公里/百平方公里，居全省第四。水路方面，通航里程769公里，居全省第七位，其中154公里达到二级航道标准，居全省第二。良好的区位和便利的交通使得衡阳市成为湖南省承接大湾区产业转移的重要平台。

矿产资源方面，衡阳市水口山铅锌矿被誉为“世界铅都”，钠长石储量居亚洲之首。旅游资源方面，拥有5A级景区南岳衡山，以及石鼓书院等知名景点。

图1 湖南省“十四五”规划“一核两副三带四区”区域格局示意图


资料来源：《湖南省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》

经济发展水平：衡阳市经济体量位列湖南省第四，增长速度相对较快，高新技术产业投资增长快速。近三年，衡阳市经济保持较快增长，2021 年实现 GDP 共 3,840.31 亿元，位列湖南省第四，人均 GDP 与全国人均 GDP 之比为 71.51%。三次产业结构由 2019 年的 11.2：32.4：56.4 调整为 2021 年的 11.6：33.9：54.5，2021 年第一、二、三产业对经济增长的贡献率分别为 14.2%、31.6%和 54.2%，仍主要以第三产业为主。2019-2021 年衡阳市规模工业增加值持续增长，其中有色金属冶炼及压延加工业、计算机、通信和其他电子设备制造业系衡阳市重点发展产业，发展较快。2019-2021 年衡阳市固定资产投资增速均保持在 9% 以上，其中高新技术产业投资增长快速，三年增长率分别为 81.7%、71.6%和 29.7%，房地产开发投资和销售增长率则略有波动。消费方面，社会消费品零售总额 2020 年受疫情冲击有所下滑，但 2021 年恢复情况尚可。

表1 2021 年湖南省地级行政区经济财政指标情况（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
长沙市	13,270.70	7.5%	13.21	1,188.31	1,120.0
岳阳市	4,402.98	8.1%	8.72	171.14	355.1
常德市	4,054.10	7.7%	7.74	202.88	346.23

衡阳市	3,840.31	8.1%	5.79	183.93	-
株洲市	3,420.26	8.3%	8.76	179.82	339.3
郴州市	2,270.08	8.8%	4.87	160.84	-
湘潭市	2,548.35	7.8%	9.35	126.8	-
邵阳市	2,461.50	8.5%	3.81	118.50	174.7
永州市	2,261.08	7.5%	4.27	144.25	-
益阳市	2,019.27	8.3%	5.24	90.60	-
娄底市	1,825.76	7.7%	4.79	90.77	-
怀化市	1,817.80	8.4%	3.96	113.2	-
湘西土家族苗族自治州	792.11	8.7%	3.18	70.27	-
张家界市	580.29	4.5%	3.83	35.66	-

注：1) 人均 GDP=2021 年 GDP/2020 年 11 月 1 日第七次全国人口普查数据，其中衡阳市、常德市、郴州市、邵阳市、湘潭市及娄底市根据 2021 年末常住人口计算；2) “-”表示数据未公开披露。

资料来源：各市统计局网站和财政局网站等，中证鹏元整理

表 2 衡阳市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）	3,840.31	8.1%	3,508.50	4.0%	3,372.68	8.1%
固定资产投资	-	9.5%	-	9.4%	-	11.8%
社会消费品零售总额	1,812.80	13.7%	1,594.34	-2.6%	1,464.50	10.3%
进出口总额（亿元）	373.04	21.7%	302.4	-18.0%	368.85	32.2%
人均 GDP（元）	57,909		52,797		46,379	
人均 GDP/全国人均 GDP	71.51%		72.88%		65.42%	

注：1) 2020 年人均 GDP 根据第七次人口普查数据计算；2) “-”表示数据未公开披露。

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

产业情况：衡阳市矿产资源丰富，具备良好的工业基础，“两电三色”等主导产业已具备一定发展规模，但产业规模尚待提升。2019-2021 年，衡阳市规模以上工业增加值持续增长，2021 年工业增加值增长 9.6%，占 GDP 的比重为 24.7%。重点产业中，“三色”即有色金属（有色）、盐卤化工（白色）、核钢管及深加工（黑色）。衡阳市依托于水口山铅矿、岩盐矿池等矿产资源，发展有色金属和盐卤化工产业，2021 年有色金属业完成规模产值 359.16 亿元，并引入中国五矿水口山铜铅锌产业基地（二期）等重点项目；盐卤化工已形成氯碱和纯碱两大产业集群，2021 年实现产值 156.59 亿元；而钢管及深加工则以龙头衡阳华菱钢管有限公司为引领，主打无缝钢管生产。“两电”即指电气设备、电子信息。衡阳市电器设备具有良好的基础，拥有特变电工衡阳变压器有限公司（简称“特变电工衡变公司”）、金杯电缆、恒飞电缆等行业龙头，其中，特变电工衡变公司是目前国内变压器行业单厂年产能最大的企业。电子信息产业链主要产品涉及电子材料、电子元器件、显示面板等，2021 年实现规上产值 241.07 亿元，此外，移动互联网产业链实现产值 181.45 亿元。整体来看，得益于衡阳市丰富的矿产资源和工业基础，“两电三色”产业已具备一定发展规模，但尚待提升。

发展规划及机遇：根据《湖南省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇二五年远景目标纲要（2021-2025）》，衡阳市定位为湖南省域副中心城市，发挥老工业基地和交通枢纽优势，当好承接粤港澳大湾区产业转移的领头雁，到 2025 年地区生产总值力争达到 5,500 亿元左右。衡阳市作为老工业区，具有较为良好的工业基础，为加强产业集聚，衡阳市提出了“一核两电三色四新”的规划（“一核”即是核技术应用产业，“四新”即指新能源汽车、现代物流、文旅康养，生态农业）。目前，“两电三色”已形成一定规模，而“一核”“四新”产业规模仍然较小，其中现代物流依托于衡阳市良好的交通区位，具备发展优势。根据《衡阳市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇二五年远景目标纲要（2021-2025）》，衡阳市拟建设“1 个南岳机场、1 条湘江黄金水道、8 条高速公路、9 条铁路”为主体的立体交通网络；同时，以陆港型国家物流枢纽为牵引，加快构建“一核两区五中心³”的物流设施体系。

财政及债务水平：衡阳市综合财力稳步提升，但财政自给率仍然较低。2019-2021 年，衡阳市财政实力稳步提升，2021 年地方一般公共预算收入为 183.93 亿元，位列湖南省第三。近三年税收收入占比和财政自给率均小幅增长，但仍然维持在较低水平，财政自给能力弱。区域债务方面，2019-2020 年衡阳市地方政府债务余额规模有所下降，叠加政府性基金收入推动综合财力提升，负债率有所下降，但总体仍偏高。

表 3 衡阳市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	183.93	173.47	170.2
税收收入占比	67.10%	65.64%	64.86%
财政自给率	33.01%	30.04%	28.37%
政府性基金收入	-	292.43	269
地方政府债务余额	-	2,124.26	2,185.75

注：1、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：2019-2020 衡阳市全市及市本级财政决算（草案）、衡阳市 2021 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，衡阳市发债投融资平台主要有 10 家，其中，一级平台有 7 家。衡阳市城市建设投资有限公司（简称“衡阳城投”）系衡阳市最核心平台，规模最大，主要负责衡阳市区土地整理和基础设施建设业务，其子公司衡阳市交通建设投资有限公司（简称“衡阳交投”）主要负责衡阳市交通基础设施建设，此外市本级另有衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司（简称“弘湘国投”）、衡阳市湘江水利投资开发有限公司（简称“衡阳水投”）分别负责国有资产运营和水利建设投

³ “一核”为衡阳陆港型国家物流枢纽，是全市物流网络的核心基础设施。“两区”为北部物流产业发展集聚区和南部物流产业发展集聚区，“五中心”为布局在有关县域的物流中心。

资。余下 4 家一级平台则分别为衡阳市高新区、滨江新区、松木经开区和南岳大庙景区的建设主体。整体来看，衡阳市发债平台较多，债务规模较大。

表 4 截至 2021 年末衡阳市主要发债市属投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	职能定位及业务	总资产	营业收入	总债务
衡阳城投	衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会	负责衡阳市本级土地整理和基础设施建设业务	1,206.76	23.74	614.56
衡阳高新投资（集团）有限公司	衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会	承担着衡阳高新区核心区范围内的基础设施工程项目的建设及棚户区改造任务	562.39	32.01	225.70
弘湘国投	衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会	负责衡阳市及周边的高速公路、道路建设、环境污染治理、国有资产经营等业务	411.48	20.14	166.26
衡阳交投	衡阳市城市建设投资有限公司	衡阳市交通基础设施建设的重要主体，主要负责衡阳市快速干线等主干道投资建设	311.30	10.55	69.99
衡阳白沙洲开发建设投资有限公司	衡阳高新投资（集团）有限公司	负责白沙洲工业园范围内的基础设施建设、土地整理和厂房租赁	273.46	14.53	86.97
衡阳市滨江新区投资有限公司	衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会	负责衡阳市滨江新区土地整理和基础设施代建业务	234.88	7.16	71.69
湖南华侨城文旅投资有限公司	华侨城中部投资有限公司	负责来雁新城土地开发整理、基础设施建设、棚户区改造、环境治理、投资、开发及项目经营管理等业务，同时拓展衡阳市或湖南其他区域优质文旅项目	201.99	27.99	23.79
衡阳市湘江水利投资开发有限公司	衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会	衡阳市水利工程项目的建设主体，主要负责衡阳市“三江六岸”范围内的基础设施建设及土地开发业务	152.60	6.55	42.94
湖南森特实业投资有限公司	衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会	从事衡阳松木经开区范围的土地整理开发和城市基础设施建设	143.06	6.74	54.11
衡阳市发展投资集团有限公司	衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会	从事衡阳市南岳大庙景区运营、部分基础设施建设以及土地转让等业务	90.85	1.70	48.33

注：总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券，其中公司总债务包含长期应付款中的基金借款及专项资金借款 2.56 亿元。

资料来源：中证鹏元数据库、公开资料，中证鹏元整理

松木经开区工业基础较好，盐卤资源储量丰富，四大支柱产业集群发展情况较好

松木经开区原名湖南衡阳松木工业园区，2006年4月设立，2013年1月变更为现名，规划面积54.66平方公里，现有行政区划面积23.95平方公里，下辖1个街道办事处；是全国第七批省级开发区、国家第一批循环化改造示范试点园区，也是国家高技术产业基地、湖南省信息化和工业化融合试验区。松木经开区内盐卤资源储量丰富，形成了盐卤化工及精细化工、新能源、新材料、装备制造四大支柱产业集群。盐化工产业以建滔化工、新澧化工为龙头，带动了恒光化工、达利化工、锦轩化工、骏杰化工、建衡实业等30多家下游企业的发展。新能源产业引进了瑞达电源、电科电源、鑫晟新能源和理昂电力等10多家企业，形成了储能、太阳能、生物能等三个板块。新材料产业引进了中航集团、志远新材料和凌云特种材料等20多家企业。智能制造产业以比亚迪云轨智能制造产业园项目为龙头，带动铝业、轮胎等下游企

业的发展。

2021年松木经开区区级一般公共预算收入预计完成1.75亿元，同比增长28.18%，其中税收收入完成6.25亿元，占一般公共预算收入的84.23%；实现政府性基金收入6.76亿元；同期松木经开区区级一般公共预算支出预计3.62亿元。

五、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事衡阳松木经开区范围的土地整理开发和城市基础设施建设，2021年营业收入仍主要由土地整理、工程建设业务构成。其中，土地整理业务收入较上年同期大幅提升，主要系当期网挂成交的土地价值较高所致；工程建设业务收入较上年大幅增长66.73%，主要系确认收入的项目投资金额较大所致；2021年，公司未出让土地，未实现相关收入，新增公租房、廉租房及标准厂房租赁收入，但规模较小。

毛利率方面，公司土地整理业务收入按照出让金额的50%确认，毛利率受土地拍卖单价影响存在一定波动；工程建设业务因约定项目收益率为15%，毛利率较为稳定，新增租赁收入毛利率较低且为负主要系公租房及廉租房有一定的公益性质，标准厂房因为疫情期间按政策对入园企业房租进行减免。由于各业务的规模不同且毛利率水平差异以及2021年毛利率相对较高的土地出让业务未实现收入，2021年公司销售毛利率较上年有所降低。

表2 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
土地整理	41,296.80	10.14%	13,538.25	9.33%
工程建设	24,279.59	10.43%	14,562.54	10.17%
土地出让	0.00	-	36,283.12	12.92%
租赁收入	1,730.10	-67.96%	0.00	-
其他	71.53	100.00%	31.47	12.96%
合计	67,378.02	8.33%	64,415.38	11.55%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司土地整理储备项目较多，业务可持续性较好，但其收入规模受地块整理进度及当地土地市场景气度等影响存在较大波动

根据湖南衡阳松木工业经济开发区管理委员会（以下简称“松木经开区管委会”）于与公司签订的《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》，以及衡阳市人民政府与公司签订的《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》两份框架性协议，公司承担松木经济开发区范围内的土地开发整理职责，经营土地开发整理业务。该业务的收入模式

具体为：公司对土地进行拆迁、整理、建设配套基础设施，并承担相应的开发成本，储备土地通过招拍挂进行出让。招拍挂程序统一在衡阳市土地矿产交易中心进行，土地完成成交后，土地出让收入支付至衡阳市土地矿产中心衡阳市财政局非税专户。每年松木管委会根据土地整理项目进度确认收入并向公司支付相应收入款项。

2021年公司土地整理业务收入较上年大幅提升205.04%，主要系当期网挂成交的土地价值较高。未来公司土地整理业务收入规模及综合盈利水平受当地土地市场景气度及出让土地用途等影响可能存在一定波动。

为发展松木经开区工业经济，当地政府在基础设施建设方面的投资力度较大，公司土地整理业务较充足。截至2021年底，土地整理业务形成的待结算开发成本共计22.50亿元，其中包括已完成三通一平的储备用地3.36亿元，待结算项目中投入金额较大的有建滔热电联产集中供热项目、松梅路、衡大北路、龙祥路等。

截至2021年底，公司待整理开发土地主要为智能制造产业园二期、三期地块、衡阳京东亚洲一号智能物流中心及中国邮政湘南邮件处理中心，总面积约1,497亩，已整理面积1,438亩，剩余59亩待整理。

表3 截至2021年末公司正在进行的主要整理开发土地项目（单位：万元、亩）

项目	计划总投资	已投资	土地总面积	已整理面积	待整理面积
智能产业园土地平整项目三期二标工程	16,000.00	15,200.00	400.00	380.00	20.00
智能产业园土地平整项目三期一标工程	16,000.00	15,520.00	400.00	388.00	12.00
衡阳京东亚洲一号智能物流中心	14,000.00	10,800.00	286.00	270.00	16.00
智能制造产业园土地二期平整工程	12,000.00	11,800.00	300.00	295.00	5.00
中国邮政湘南邮件处理中心	5,300.00	4,300.00	111.00	105.00	6.00
合计	63,300.00	57,620.00	1,497.0	1,438.0	59.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体而言，公司土地整理业务可持续性较好，待结算项目充足，未来土地整理业务收入来源较有保障，但收入规模受当地土地市场景气度等影响可能存在一定波动。

公司工程建设业务可持续性较好，但在建项目投资规模大，面临较大资金压力

根据公司分别与衡阳市人民政府及松木经开区管委会签订的《松木经开区土地开发及整理、基础设施建设和保障性住房项目建设协议书》的两份框架性协议，公司受政府委托承担松木经开区范围内的基础设施建设和保障性住房建设项目的投资建设，项目完工并经过竣工验收合格后移交给政府相关单位。公司可确认的项目建设费用由项目前期费用、征地拆迁费用、建安工程费用、项目建设资金占用成本、

项目固定投资回报五大部分构成。其中公司与松木经开区签订的框架性协议约定，自项目接收之日起五年内由松木经开区财政局分期向公司支付全部的建设费用。实际操作中，一般性项目由松木经开区财政局与公司结算，大型市政项目则由衡阳市人民政府安排财政资金结算。公司每年对完工并完成验收的项目申请确认工程建设收入，投资回报率均按15%执行。

根据2021年衡阳市财政局出具的《2021年度在建工程项目委托代建收入及成本事项的批复》，当期公司按工程实际成本、建设管理费确定工程建设业务实际工程成本2.17亿元，并确认工程建设收入2.50亿元（不含税），近年该业务收入规模较为稳定；由于投资回报率固定，毛利率较为稳定。

表4 2020-2021年公司工程建设收入确认情况（单位：万元）

年份	项目名称	投资成本	工程收入
2021年	棚改二期城中村货币安置 678	21,746.06	24,279.59
	合计	21,746.06	24,279.59
2020年	棚户区改造三期	13,082.09	14,562.54
	合计	13,082.09	14,562.54

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司主要在建工程项目有棚户区改造、标准厂房项目、电镀中心项目等，其中标准厂房四期项目、绿色住宅建筑示范工程项目、电镀中心项目三个项目系“19森特债01”与“17森特债01”的募投项目，于2015年开工，原计划建设周期为2年半到3年，由于项目涉及征地拆迁，拆迁进度不及预期，截至2021年末项目仍在建设中，整体建设进度不达预期。募投项目建成后计划由公司运营，主要通过安置房出售、标准厂房出租等方式实现收益，未来受工程进度和市场销售、出租价格等因素的影响，能否实现预期收益存在一定的不确定性。除债券募投项目为自营模式外，其他在建工程项目按照已签订的委托框架协议执行。

截至2021年末，主要在建工程项目预计总投资合计45.60亿元，累计已投资36.17亿元，尚需投资9.43亿元，其中主要代建项目总投资26.20亿元，已投资17.17亿元，公司工程建设业务可持续性较好，但项目建设资金投入较大，且大部分需由公司自筹解决，面临较大的资金支出压力。

表5 截至2021年12月31日公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	业务模式	是否签订代建协议
棚改三期（货币安置 820 户）	10.33	7.34	2.99	代建	是
棚改二期（货币安置 678 户）	7.77	6.22	1.55	代建	是
污水处理厂配套管网工程项目	3.23	0.65	2.58	代建	是
物料循环管廊项目	1.86	0.54	1.32	代建	是
云升路（107 国道—江霞大道）、江霞大道北延（云升路—站前路）	1.58	1.39	0.19	代建	是
友谊路	0.60	0.46	0.14	代建	是

金源安置房续建配套商业、幼儿园项目	0.41	0.22	0.19	代建	是
衡大北路	0.30	0.24	0.06	代建	是
化工管廊工程（上倪路-聚园路、埕塘路-金源路）	0.12	0.11	0.01	代建	是
代建项目小计	26.20	17.17	9.03	-	-
绿色住宅建筑示范工程项目*（棚户区改造二期实物安置部分）	9.61	9.36	0.25	自营	否
电镀中心项目*	5.46	5.38	0.08	自营	否
标准厂房四期项目*	4.33	4.26	0.07	自营	否
自营项目小计	19.40	19.00	0.40	-	-
合计	45.60	36.17	9.43	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司未来可出让土地较多，但该业务收入受政策规划、土地市场景气度等影响存在波动，2021年未实现相关收入

截至2021年底，公司已办理权证的土地账面价值共计68.65亿元，类型均为出让，用途包括城镇住宅用地、商服用地和工业用地，其中已抵押土地账面价值34.11亿元。整体而言，公司持有的出让类型的土地较多，未来为实现土地出让或转让收入形成一定支撑，但土地转让业务受政策规划、土地市场景气度等影响存在波动。

2021年公司新增租赁业务收入，对公司收入形成补充

2021年公司新增租赁收入，主要系公租房及廉租房及标准厂房等的出租收入，收入规模较小，其中已出租面积27.37万平方米，尚可出租面积为21.72万平方米，出租率55.76%，租赁收入对公司营业收入形成补充。毛利率方面，公租房及廉租房有一定的公益性质，标准厂房因为疫情期间按政策对入园企业房租进行减免，租赁业务毛利率较低且为负。

公司继续获得较大力度的外部支持，利润水平得到有效提升

公司2021年亦持续获得当地政府给予的投资补偿款等财政补贴。根据衡阳市财政局出具的《关于安排湖南森特实业投资有限公司2021年财政补贴资金的通知》等文件，2021年公司获得政府补助1.22亿元，计入其他收益，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，截至2021年末，公

司纳入财务报表合并范围的子公司共两家，详见附录四。

资产结构与质量

公司资产以土地资产和应收款项为主，已抵押土地比重较高，整体资产流动性偏弱

2021年末公司资产仍以流动资产为主，公司货币资金由银行存款和其他货币资金构成，其中由工程保证金、贷款保证金构成的其他货币资金（账面价值0.41亿元）因质押给银行而使用受限。公司应收账款主要为应收松木经开区财政局及土地整理及工程建设业务款项，且部分被质押，回收风险较小但回收时间不确定，账龄主要为1-3年，占比89.12%。公司其他应收款主要为往来款，2021年末前三大应收对象合计占其他应收款总额的90.76%，主要为应收衡阳松木经济开发区金源街道重点项目协调指挥部往来款1.41亿元、衡阳市石鼓区金源街道农民安置房项目建设指挥部往来款1.00亿元和湖南衡阳松木工业经济开发区管理委员会往来款0.74亿元。截至2021年末公司应收款项（应收账款+其他应收款）合计占公司总资产的8.55%，回收时间不确定，对公司的营运资金形成了一定占用。

2021年末公司存货规模较上年末增加10.99%，主要系2021年公司招拍挂购入土地资产所致。存货主要由拟开发土地、开发成本以及工程建设三部分构成。其中拟开发土地账面价值68.65亿元，土地性质均为出让的住宅或商服用地、工业用地，已用于抵押部分账面价值34.11亿元，占土地账面价值的49.69%；存货中开发成本22.50亿元，主要系土地整理开发项目；工程建设账面价值14.60亿元，为工程建设业务投资成本。

2021年末公司投资性房地产账面价值为5.83亿元，主要系标准厂房和公租房，公司投资性房地产采用成本模式进行后续计量，2021年产生部分租赁收入。2021年末在建工程随项目建设规模的扩大进一步增长至12.16亿元，仍为棚户区改造（含绿色住宅建筑示范工程项目）、标准厂房四期和海克标准厂房3个项目的投资成本。

整体来看，公司资产仍以流动资产为主，期末土地抵押比率较高，应收款项对公司资金形成一定占用且部分被质押，资产流动性偏弱。

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	7.02	4.91%	8.90	6.20%
应收账款	8.77	6.13%	12.62	8.79%
其他应收款（合计）	3.46	2.42%	9.45	6.59%
存货	105.75	73.92%	95.28	66.41%
流动资产合计	125.06	87.42%	126.30	88.04%
投资性房地产	5.83	4.07%	6.12	4.26%
在建工程	12.16	8.50%	11.02	7.68%

非流动资产合计	18.00	12.58%	17.17	11.96%
资产总计	143.06	100.00%	143.47	100.00%

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

近年来公司营业收入保持增长，收现情况有较好改善，政府补助仍是公司利润的重要来源

2021年公司营业收入较上年小幅提升，收入主要来源仍然是土地整理和工程建设。其中土地整理业务收入较上年同期大幅提升，主要系当期网挂成交的土地面积大幅提升；工程建设业务收入较上年有所增长主要受工程进度及结算时点影响。由于2021年公司无土地出让收入，其毛利率相对较高，新增出租收入毛利率为负，综合影响下，2021年公司销售毛利率有所降低。

2021年公司收现比大幅提升至1.60，收现情况有较好改善。截至2021年底，公司拥有较多可出让土地，且待整理土地规模仍较多，安置房、标准厂房等在建工程项目充足，未来公司土地相关业务及工程建设业务较有保障，但公司主要在建项目及土地整理尚需投资额较大，面临较大的资金缺口，未来外部融资规模或将进一步上升。

其他收益系政府补助，2021年公司继续收到各类政府补助合计1.22亿元，占当期利润总额的79.22%，有效提升了公司当期利润水平。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

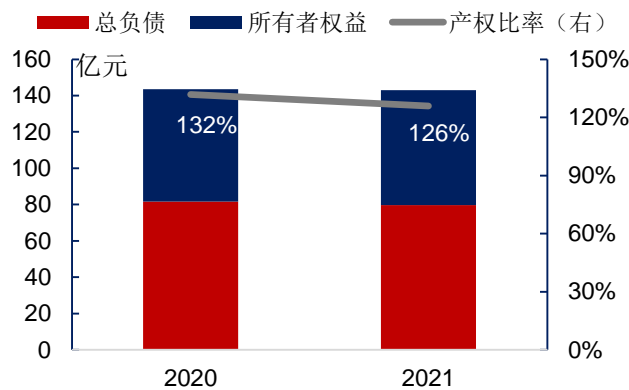
指标名称	2021年	2020年
收现比	160.21%	80.24%
营业收入	6.74	6.44
营业利润	1.54	1.74
其他收益	1.22	1.13
利润总额	1.54	1.74
销售毛利率	8.33%	11.55%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

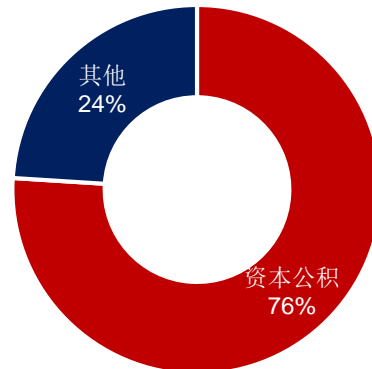
资本结构与偿债能力

公司负债水平有所攀升，有息债务略有增长，债务压力依然较大

随着公司其他应付款规模下降，2021年末负债总额有所降低，负债结构仍以非流动负债为主，占比为60.22%；期末所有者权益有所提升。综合影响下，产权比率下降至126%，所有者权益对负债的覆盖程度有所好转但仍较弱。

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

公司应付账款全部为应付工程款，2021年末规模较上年末变化不大。其他应付款主要是公司与衡阳市财政局、衡阳松木开发建设投资有限公司和衡阳市金源开发建设投资有限公司等单位的往来款及少量应付债券利息等，2021年随着往来款的减少其他应付款规模有所下降。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、应付债券和长期应付款。

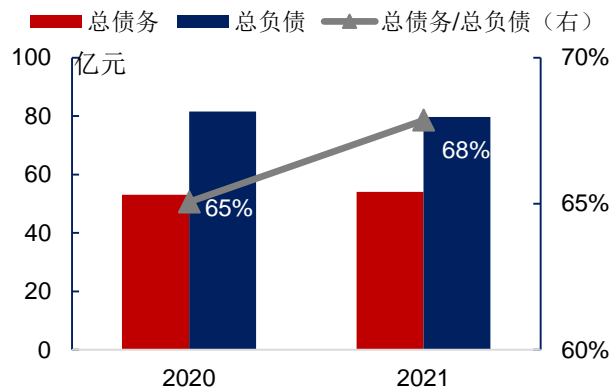
2021年末公司长期借款较上年略微下降，主要是质押借款、抵押借款及质押+抵押借款，质押物主要系棚户区改造建设工程应收账款，抵押物为国有土地使用权。2021年末公司应付债券余额为9.45亿元（含利息及一年内到期部分），包括“17森特债01”和“19森特债01”。长期应付款主要为与农发重点基金、国开基金的基金借款以及向衡阳市财政局的专项资金借款。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

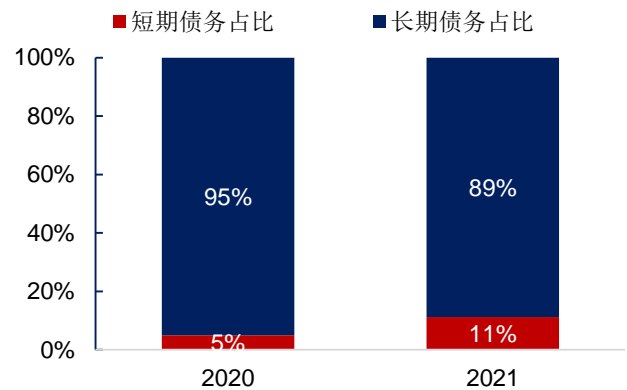
项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	8.15	10.22%	8.24	10.10%
其他应付款（合计）	14.86	18.64%	18.12	22.21%
一年内到期的非流动负债	6.09	7.64%	2.67	3.27%
流动负债合计	31.71	39.78%	31.22	38.27%
长期借款	38.10	47.79%	39.39	48.28%
应付债券	7.35	9.22%	9.43	11.56%
长期应付款（合计）	2.56	3.21%	1.54	1.89%
非流动负债合计	48.02	60.22%	50.36	61.73%
负债合计	79.73	100.00%	81.58	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年12月末，公司总债务达到54.10亿元，占总负债的68%，规模较上年小幅提升，其中一年以内到期6.09亿元，短期债务占比有所提升，短期偿债压力加大。公司总债务以长期债务为主。

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，2021年末公司资产负债率下降至55.73%。2021年末公司现金短期债务比为1.15，货币资金对短期债务覆盖程度有所下降。2021年末公司有息债务规模继续增加，EBITDA利息保障倍数仅为0.60，EBITDA对有息债务本金及利息的覆盖倍数偏低。整体来看，公司有息债务水平较高，随着债务到期，债务压力依然较大。

表9 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	55.73%	56.86%
现金短期债务比	1.15	3.34
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.64

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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月9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。

八、抗风险能力分析

衡阳市经济体量和财政实力位居湖南省前列，松木经济开发区产业发展较好，为公司业务开展提供了较好的外部环境。公司作为衡阳市投融资和建设主体之一，主要承担松木经开区范围内的投融资和城市建设职能，在建项目及土地整理项目尚需投资规模较大，未来业务持续性较有保障。

截至2021年末，公司总债务规模较大且占比高，EBITDA利息保障倍数处于较低水平，对有息债务

本金及利息的覆盖倍数偏低，现金短债比有所降低，公司债务压力有所加大。

近年公司资本实力有所提升，2021年公司继续获得当地政府给予的财政补贴，有效提升了利润水平。整体来看，公司的抗风险能力尚可。

九、结论

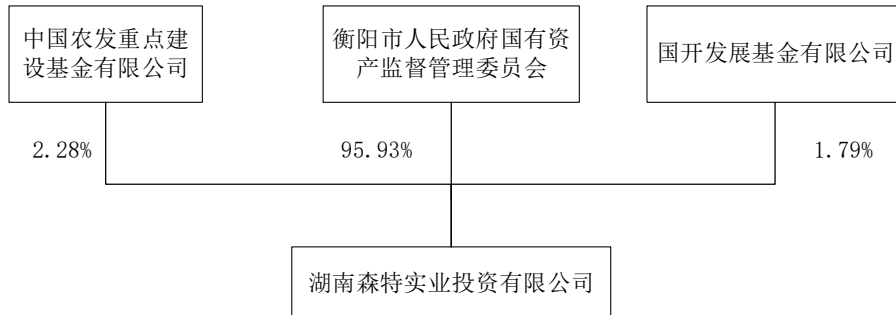
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“PR17森特/17森特债01”、“19森特01/19森特债01”的信用等级均为AA。

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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	7.02	8.90	10.34
存货	105.75	95.28	82.08
流动资产合计	125.06	126.30	121.18
非流动资产合计	18.00	17.17	8.51
资产总计	143.06	143.47	129.69
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	8.15	8.24	9.26
其他应付款（合计）	14.86	18.12	12.30
其他应付款	14.56	17.82	11.98
一年内到期的非流动负债	6.09	2.67	0.00
流动负债合计	31.71	31.22	23.60
长期借款	38.10	39.39	36.32
应付债券	7.35	9.43	13.23
长期应付款	2.56	1.54	1.70
非流动负债合计	48.02	50.36	51.25
负债合计	79.73	81.58	74.85
总债务	54.11	53.07	51.25
营业收入	6.74	6.44	6.38
所有者权益	63.33	61.89	54.84
营业利润	1.54	1.74	1.63
其他收益	1.22	1.13	1.10
利润总额	1.54	1.74	1.63
经营活动产生的现金流量净额	1.26	0.27	-7.04
投资活动产生的现金流量净额	-1.13	-0.75	-1.03
筹资活动产生的现金流量净额	-2.39	-0.99	11.63
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	8.33%	11.55%	12.24%
收现比	160.21%	80.24%	71.07%
资产负债率	55.73%	56.86%	57.71%
现金短期债务比	1.15	3.34	3.24
EBITDA（亿元）	1.85	1.75	1.68
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.64	0.73

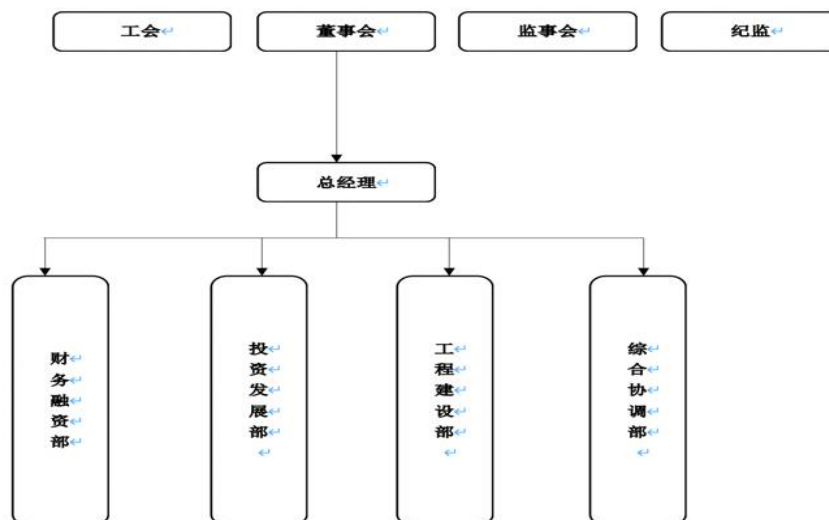
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 12 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 12 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
衡阳兴安置业有限公司	1.00	100%	房地产开发经营，建设项目的投资与建设，物业管理等
衡阳伟达开发建设有限公司	0.75	100%	政府授权的土地整理及新农村建设，城市棚户区改造，园区标准厂房建设等

资料来源：公司 2021 年审计报告

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体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。