

2022 年第一期赣州城市投资控股集团有限责任公 司公司债券信用评级报告

项目负责人：方华东 hdfang@ccxi.com.cn

项目组成员：王少强 shqwang@ccxi.com.cn

张悦 yzhang03@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 1 月 14 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]5171D 号

赣州城市投资控股集团有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2022 年第一期赣州城市投资控股集团有限责任公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年一月十四日

发行要素

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
赣州城市投资控股集团有限责任公司	人民币 20 亿元，其中基础发行额为 10 亿元，弹性配售额为 10 亿元	7 年期，附本金提前偿还条款，在本期债券存续期第 3、第 4、第 5、第 6、第 7 个计息年度末分别按照剩余债券每百元本金值的 20%、20%、20%、20%、20% 的比例逐年偿还债券本金。同时，第 5 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权	每年付息一次，分次还本	如未使用弹性配售选择权，则本期债券发行规模为 10 亿元，其中 7.50 亿元用于赣州高铁新区凤岗嘉苑住宅小区项目，2.50 亿元用于补充营运资金；如行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为 20 亿元，其中 15 亿元用于赣州高铁新区凤岗嘉苑住宅小区项目，5 亿元用于补充营运资金

评级观点：中诚信国际评定赣州城市投资控股集团有限责任公司（以下简称“赣州城控”、“发行人”或“公司”）的主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；评定“2022 年第一期赣州城市投资控股集团有限责任公司公司债券”的债项信用等级为 AA⁺。中诚信国际肯定了赣州市区域经济稳定增长、公司具有重要的区域地位、营业收入持续增长等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司资本支出面临较大压力、债务规模逐年上升，短期偿债压力较大及应收类款项规模较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

赣州城控（合并口径）	2018	2019	2020	2021.9
总资产（亿元）	948.51	1,135.63	1,317.74	1,365.09
所有者权益合计（亿元）	428.65	449.55	469.74	477.46
总负债（亿元）	519.86	686.08	848.00	887.63
总债务（亿元）	415.64	523.14	639.07	651.58
营业总收入（亿元）	22.20	24.23	29.55	17.92
经营性业务利润（亿元）	7.38	7.82	9.76	4.02
净利润（亿元）	7.33	7.54	8.35	4.46
EBITDA（亿元）	9.09	9.58	11.62	-
经营活动净现金流（亿元）	2.44	0.45	3.16	1.98
收现比(X)	0.42	0.63	1.06	0.79
营业毛利率(%)	13.28	16.62	21.75	18.50
应收类款项/总资产(%)	17.56	18.30	18.87	17.58
资产负债率(%)	54.81	60.41	64.35	65.02
总资本化比率(%)	49.23	53.78	57.64	57.71
总债务/EBITDA(X)	45.72	54.63	54.98	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.76	0.43	0.34	-

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年三季度未经审计的财务报表整理；3、将公司长期应付款中带息部分计入长期债务核算；4、公司未提供 2021 年三季度财务报表现金流量表补充资料及利息支出，故相关指标失效。

正面

- **区域经济稳定增长。**2018~2020 年赣州市分别实现地区生产总值 2,807.24 亿元、3,474.34 亿元和 3,645.20 亿元，分别同比增长 9.3%、8.5% 和 4.2%，近年来赣州市经济快速稳定增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **具有重要的区域地位。**公司作为赣州市重要的城市基础设施投资运营集团，承担返迁房、快速路等项目建设任务，业务可持续性较强，具有重要的区域地位。

同行业比较

2020 年同行业企业主要指标对比表						
公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
赣州城控	1,317.74	469.74	64.35	29.55	8.35	3.16
赣州城投	1,297.07	463.94	64.23	20.08	8.00	3.30
赣州发投	2,092.10	643.14	69.26	102.76	8.90	6.10

注：“赣州城投”为“赣州城市开发投资集团有限责任公司”简称；“赣州发投”为“赣州发展投资控股集团有限责任公司”简称
资料来源：中诚信国际整理

- **营业收入持续增长。**2018~2020 年公司收入分别为 22.20 亿元、24.23 亿元和 29.55 亿元，营业收入持续稳步增长。

关注

- **资本支出面临较大压力。**公司在建返迁房、路网、棚户区改造项目投资规模较大，截至 2021 年 9 月末，公司主要在建项目尚需投资 182.43 亿元，未来建设项目的持续推进将使公司面临较大的资本支出压力。
- **债务规模逐年上升，短期偿债压力较大。**2018~2021 年 9 月末公司总债务分别为 415.64 亿元、523.14 亿元、639.07 亿元和 651.58 亿元，总债务逐年增加，同期总资本化比率分别为 49.23%、53.78%、57.64% 和 57.71%，资本化比率处于较高水平；截至 2021 年 9 月末公司货币资金/短期债务为 0.51 倍，面临较大的短期债务压力。
- **应收类款项规模较大。**截至 2021 年 9 月末，公司应收类款项占总资产的比重为 17.58%，应收类款项规模较大，主要为与区县平台的往来款，对资金形成较大占用。

评级展望

中诚信国际认为，赣州城市投资控股集团有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**赣州市经济实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性。
- **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

发行人概况

公司前身为成立于 2009 年 12 月的“赣州城东投资开发有限责任公司”（以下简称“城东投资”），由赣州城市开发投资集团有限责任公司（以下简称“赣州城投”）出资设立，初始注册资本 1,000.00 万元。2013 年，赣州城投将城东投资 100.00% 股权转让给赣州振兴实业有限责任公司（以下简称“振兴实业”）。2018 年 9 月，振兴实业将持有的城东投资 100.00% 股权转让给赣州城投，赣州城投又将城东投资 100.00% 股权转让给赣州发展投资控股集团有限公司（以下简称“赣州发投”），城东投资更名为赣州城市投资控股集团有限公司，同时，赣州发投将赣州城投 100% 股权划转至赣州城控，赣州城控注册资本变更为 300.00 亿元。

截至 2021 年 9 月末，公司注册资本 300.00 亿元，实收资本 300.00 亿元，赣州发投持有公司 100% 股权，赣州市国有资产监督管理委员会（以下简称“赣州市国资委”）持有赣州发投 90.00% 股权，江西省行政事业资产集团有限公司持有赣州发投 10.00% 股权，公司的股东为赣州发投、实际控制人为赣州市国资委。

公司是赣州市重要的基础设施投资运营集团，承担赣州市城区返迁房、快速路等重要项目的建设任务。

表 1：截至 2021 年 9 月末公司主要子公司

全称	简称	持股比例
赣州城市开发投资集团有限责任公司	赣州城投	100.00%
赣州城投工程管理有限公司	工程管理公司	98.50%
赣州振兴实业有限责任公司	振兴实业	71.43%
赣州星洲房地产开发有限公司	星洲地产	100.00%
赣州城投混凝土有限公司	混凝土公司	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本期债券拟发行金额 20 亿元，其中基础发行额为 10 亿元，弹性配售额为 10 亿元。本期债券期限为 7 年期，附本金提前偿还条款，在本期债券存续期第 3、第 4、第 5、第 6、第 7 个计息年度末分别按照剩余债券每百元本金值的 20%、20%、20%、

20%、20% 的比例逐年偿还债券本金。同时，第 5 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

发行人调整票面利率选择权：在债券存续期的第 5 年末，发行人有权选择在本期债券原票面利率基础上上调或下调 0-300 个基点（含本数）。发行人将于本期债券第 5 个计息年度付息日前的第 20 个工作日刊登关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告。若发行人未行使票面利率调整权，本期债券未被回售部分债券在债券存续期后 2 年票面利率仍维持原有票面利率不变。

投资者回售选择权：发行人发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第 5 个计息年度的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人；或选择继续持有本期债券。投资者行使回售选择权后，自债券存续期第 5 年起，未被回售部分债券逐年分别按照剩余债券每百元本金值 20% 的比例偿还债券本金。

本期债券还本付息方式为每年付息一次，分次还本。本期债券设置本金提前偿还条款，在债券存续期第 3 年末和第 4 年末按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金，按照自债券存续期第 5 年起，逐年分别按照剩余债券每百元本金值 20% 的比例偿还债券本金。在本期债券存续期内，如投资者行使回售权，则偿还剩余全部债券本金。若投资者未行使回售选择权，自债券存续期第 5 年起，逐年分别按照剩余债券每百元本金值 20% 的比例偿还债券本金。每年应付利息随当年兑付本金一起支付。

本期债券募集资金用途为：如未使用弹性配售选择权，则本期债券发行规模为 10 亿元，其中 7.50 亿元用于赣州高铁新区凤岗嘉苑住宅小区项目，2.50 亿元用于补充营运资金；如行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为 20 亿元，其中 15 亿元用于赣州高铁新区凤岗嘉苑住宅小区项目，5 亿元用于补充营运资金。

赣州高铁新区凤岗嘉苑住宅小区项目建设内容为在赣州市高铁新区七个地进行块返迁安置房

建设，计划总投资 23.28 亿元，包括安置房建设、幼儿园建设及相应的配套设施建设等工程，总建设用地面积 277,731.80 平方米（约 416.61 亩），规划总建筑面积约 663,075.98 平方米，规划安置房约 4,050 套，安置房全部面向拆迁居民销售。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2021 年前三季度，GDP 同比实现 9.8% 的较高增长，但三季度同比增速较二季度回落 3.0 个百分点至 4.9%，经济修复边际趋缓。展望四季度，基数抬升叠加修复力量趋弱 GDP 增速或将延续回落态势，剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。

前三季度中国经济整体延续修复态势，但产需正向循环的动态平衡尚未完全形成。从生产端看，前三季度工业增加值同比增速逐月回调，两年累计复合增速较疫情前仍有一定回落空间，“双限双控”政策约束下制造业增加值同比增速在三季度出现下调；服务业持续修复但受疫情局部反复影响较大，内部增速分化扩大，信息传输、软件和信息技术等高技术服务业加速修复，而接触性服务业、房地产等行业修复力度边际趋缓。从需求端看，前三季度投资、社零额两年复合增速仍显著低于疫情前，出口保持高增长但可持续性或不稳固。其中，房地产投资对投资的支撑作用明显，但在融资及土地购置严监管下后续下行压力较大，财政后置、地方化债约束以及专项债优质项目储备不足等多重因素影响下基建投资托底作用尚未充分显现，制造业投资边际回暖主要受出口高增长拉动，但剔除价格上涨因素之后出口规模增速或有所下调，叠加全球经济产需错配逐步纠正，出口错峰增长效应后续或弱化，社零额增速修复受限于疫情反复以及居民收入增速放缓，短期内较难期待边际消费倾向出现大幅反弹。从价格端看，国际大宗商品价格上涨叠加国内“双碳”目标约束，上游工业品通胀压力犹存，PPI 与 CPI 之差持续扩大，企业利润占比或持续向上游倾斜。

宏观风险：经济修复走弱的过程中伴随着多重

风险与挑战。从外部环境看，新冠病毒变体全球蔓延，疫苗技术及接种水平或导致各国经济复苏分化，美联储 Taper 落地及发达经济体加息预期或对新兴经济体的金融稳定带来一定外溢效应，中美冲突短期缓和但大国博弈基调不改。从内部挑战看：首先，防控目标“动态清零”下疫情反复依然影响相关地区的经济修复。其次，需求偏弱叠加原材料价格上行，微观主体面临市场需求与成本的双重压力。再次，再融资压力与生产经营压力并存，尾部民营企业风险或加速暴露，其中房地产行业信用风险持续释放，需警惕房地产调整对关联行业及地方财政的外溢影响。第四，“双限双控”政策或继续对生产形成扰动，“双碳”约束下能源成本或有所上行。

宏观政策：面对宏观经济修复趋缓以及多重风险并存，宏观调控需在多目标约束下持续巩固前期复苏成果，通过加强跨周期调节进一步托底经济增长。前三季度宏观政策以稳为主，宏观杠杆率总体稳定。从货币政策看，货币供给与名义经济增速基本匹配，央行流动性管理以“等量平价”为显著特征，7 月进行降准操作但货币政策稳健基调未改，在实体融资需求趋缓以及 PPI 高位运行下四季度货币政策全面宽松的基础较弱。从财政政策看，前三季度财政预算支出增速显著低于收入增速，专项债发行力度逐步增强，“财政后置”作用下四季度财政支出及专项债发行将提速，基建投资的支撑作用或有一定显现，同时财政支出将持续呵护民生与促进就业，但财政收支紧平衡、地方化债压力以及专项债项目审批趋严对财政政策的宽松力度仍有约束。

宏观展望：当前经济恢复仍不稳固、不均衡，四季度 GDP 增速仍有回落压力，但全年经济增速仍有望录得近年来的高位，两年复合增速或将回归至潜在增速水平。随着基数走高以及经济修复趋缓延续，2022 年 GDP 增速或进一步回落。

中诚信国际认为，总体来看中国经济修复基本态势未改，产需缺口持续弥合，宏观政策储备依然充足，跨周期调节仍有持续稳定经济增长的能力和空间。中长期看，中国内需释放的潜力依然巨大，能源结构转型也将带来新的投资机会，畅通内循环

将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

基建补短板稳投资稳增长，规范投资持续化解债务风险

基建补短板，强化地方债对基建稳投资、稳增长的支持：监管允许将专项债券资金作为符合条件的重大项目资本金，鼓励金融机构依法合规提供配套融资，保障重大项目资金来源。同时，国家继续规范、促进地方债市场化发行，颁布政策引导各地围绕重点领域精准投放，地方专项债在基建补短板、稳投资方面或发挥更大作用。

规范政府投资，持续防范、化解地方政府债务风险：2019年5月，国内首部政府投资管理行政法规暨投资建设领域基本法规发布。2019年上半年，监管发布多项举措，遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，并且发文强调融资平台流动性风险，禁止为融资平台发行外债提供担保，积极推进收费公路债务置换，鼓励国家级开发区IPO。

展望：一方面，地方债仍将持续助力积极财政政策，预期地方债投资者主体将进一步多元化；地方债发行、交易将继续更加市场化、规范化。另一方面，三大攻坚战依然是工作重点。国家将继续坚决遏制地方政府新增隐性债务，积极推动多渠道置换隐性债务；脱贫攻坚、生态环保、社会民生等重点领域补短板政策力度可能更大，以释放红利，提振信心，保持经济运行在合理区间。

赣州市经济增长较快，资源禀赋良好，得到有力的政策支持，经济发展持续向好

赣州市位于江西省南端，是江西省省域副中心城市、国家区域中心城市，也是江西省面积最大、人口最多城市，下辖3个市辖区、14个县、1个县级市。赣州市资源禀赋良好，稀土、钨、钽铌、铅锌、铀、锂、金、铜、高岭土等矿产资源储量位居全国前列，丰富的矿产资源支撑赣州市经济发展。

赣州市产业特色明显，脐橙、茶叶等特色农业和稀土、钨、金、铜、锂等特色矿产品加工业具有较强的竞争力，电子信息、机械制造、轻工纺织、新能源、医药、钢铁、建材化工等产业初具规模。

图 1：江西省行政区划图



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

近年来，赣州市发展态势良好，地区生产总值（GDP）逐年增长，2018~2020年赣州市分别实现地区生产总值 2,807.24 亿元、3,474.34 亿元和 3,645.20 亿元，分别同比增长 9.3%、8.5%和 4.2%。分产业看，2020年赣州市第一产业增加值 414.64 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 1,389.19 亿元，增长 4.2%；第三产业增加值 1,841.37 亿元，增长 4.6%；三次产业结构由 2019 年的 10.8:39.4:49.8 调整至 2020 年的 11.4:38.1:50.5，产业结构持续优化。从赣州市在江西省的经济发展地位来看，2020年赣州市地区生产总值在江西省 11 个地级市中仅次于省会南昌位列第二位。

2018~2020年，赣州市一般公共预算收入分别为 265.21 亿元、280.37 亿元和 285.82 亿元，税收收入占比分别 71%、75%和 71%；2018~2020年赣州市一般公共预算财政平衡率分别为 31%、28%和 29%，财政支出对上级补助依赖较大；政府性基金收入分别为 492.25 亿元、388.06 亿元 391.20 亿元。赣州市一般公共预算收入逐年增长，财政平衡率偏低。

表 2：2020 年江西省各地级市经济及财政概况（亿元）

项目名称	GDP	GDP 增速	一般公共预算收入
南昌市	5,745.51	3.6	483.86
赣州市	3,645.20	4.2	285.82
九江市	3,240.50	3.8	286.44
宜春市	2,789.87	3.7	247.65
上饶市	2,624.34	4.1	227.00
吉安市	2,168.83	4.0	178.28
抚州市	1,572.51	3.7	130.34
新余市	1,001.33	3.5	80.34
鹰潭市	982.66	4.0	88.78
萍乡市	963.60	3.6	106.11
景德镇市	957.14	3.7	100.05

资料来源：各市政府工作报告、财政预算决算报告，中诚信国际整理

2020 年 4 月 23 日，财政部、国家税务总局、国家发展改革委联合下发《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》（财政部公告 2020 年第 23 号），自 2021 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业，且其主营业务收入占企业收入总额 60% 以上的企业减按 15% 的税率征收企业所得税；公告明确指出赣州市比照西部地区的企业所得税政策执行。2020 年 6 月，江西省人民政府印发《关于支持赣州打造对接融入粤港澳大湾区桥头堡若干政策措施的通知》，为支持赣州市对接融入粤港澳大湾区提出系列政策措施。2021 年 2 月，国务院出台《关于新时代支持革命老区振兴发展的意见》（国发〔2021〕3 号），明确提出促进大中小城市协调发展和支持对接国家重大区域战略等，支持革命老区振兴发展纳入国家重大区域战略和经济区、城市群、都市圈相关规划并放在突出重要位置，加强革命老区与中心城市、城市群合作，共同探索生态、交通、产业、园区等多领域合作机制。支持赣南等原中央苏区深度参与粤港澳大湾区建设，支持赣州与粤港澳大湾区共建产业合作试验区，建设好赣州综合保税区等。赣州市作为赣南苏区的核心城市，获得国家政策支持力度将不断加大。

业务运营

赣州城控业务包括赣州市基础设施投融资、建

设及管理，同时，公司还开展了房地产开发、商品销售、工程建设等业务。近年来，公司基础设施建设业务收入是公司收入主要来源，2020 年房屋销售和工程建设收入增长较快。

表 3：公司主要板块收入结构及毛利率（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.9
基础设施建设	18.79	15.63	11.06	3.36
工程建设	-	4.12	6.08	6.50
销售商品	0.98	1.63	1.79	3.74
房屋销售	0.69	0.27	6.94	-
其他业务	1.74	2.58	3.68	4.32
合计	22.20	24.23	29.55	17.92
毛利率	2018	2019	2020	2021.9
基础设施建设	10.44	17.77	13.04	7.29
工程建设	-	7.11	1.07	6.46
销售商品	13.23	8.75	12.40	17.36
房屋销售	34.41	71.39	47.09	-
其他业务	35.65	24.16	38.86	46.32
合计	13.28	16.62	21.75	18.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司基础设施建设业务运营模式明确，在建项目和拟建项目规模较大，业务可持续性较好，但面临较大的资金支出压力

公司基础设施建设业务主要由子公司赣州城投和振兴实业运营，公司在赣州市城市基础设施建设领域处于重要地位，承接了赣州市中心城区大部分的建设项目。

公司采用代建模式和政府购买服务模式。赣州市政府和赣州城投签订《委托建设框架协议》，公司作为业主单位，将完工验收合格的项目移交赣州市政府后，赣州市政府和公司结算工程项目总价款。工程项目总价款为工程结算成本加一定比例的代建管理费和融资管理费，实际结算金额由赣州市财政局审核确定。

蓉江新城棚户区改造项目和章贡区棚户区改造项目 2 个棚改项目采用政府购买服务模式，振兴实业与赣州市城乡建设局签订《政府购买服务协议》，购买服务款由建设成本、财务费用及项目服务费构成，财务费用按当前市场利率计算，项目服务

费为建设成本 0.5% 左右，回购期限为 20 年，从项目建设期的第三年开始回购。购买方配合市财政局筹集项目购买服务款，由市财政局列入赣州市年度财政预算管理。

截至 2021 年 9 月末，公司主要在建项目计划总投资 507.63 亿元，已投资 325.20 亿元，未来尚需投资 182.43 亿元，项目量较多，投资金额较大，主要为棚户区改造项目、快速路等；拟建项目方面，截至 2021 年 9 月末，公司主要拟建项目总投资为 47.66 亿元，主要为和谐大道、西津大桥等，计划采取委托代建的业务模式。整体来看，公司在建项目和拟建项目规模较大，业务可持续性较好，但同时公司也面临较大的资金支出压力。

表 4：截至 2021 年 9 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资
蓉江新城棚户区改造项目	122.37	94.92
章贡区棚户区改造项目	73.83	72.53
黄金大道快速路（含地下综合管廊）	17.39	2.57
武陵大道快速路工程（含地下综合管廊）	38.88	6.96
蓉江三路快速路工程（含地下综合管廊）	25.87	11.43
客家大道西延	26.04	25.67
新赣南路传统风貌街区改造	75.00	22.95
客家大道西延道路工程（地面段 2）	26.33	25.56
创业路（高架段）	27.91	24.16
赣州市综合文化艺术中心	8.66	4.15
赣州高铁西站下雨塘水系改造工程	1.50	1.29
赣州西站周边地面道路	13.42	12.92
章江右岸市民公园-滨江道路（一期）	5.30	3.53
方特主题公园周边城市道路	4.61	1.82
文明大道快速路（上跨京九铁路立交工程）	3.90	2.40
赣州市全民健身中心（一期）	16.00	3.59
人才小镇住宅小区一期	10.00	3.64
南河大桥拓宽改造工程二期	3.70	2.63
蟠龙大桥	6.92	2.48
合计	507.63	325.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司房地产业务在建项目规模不大，业务稳定性较弱；公司持续扩大商品混凝土产能，商品销售收入

增长较快

公司房屋销售业务主要由子公司赣州星洲房地产开发有限公司负责。公司商品房的经营模式按照市场化模式运作，通过“招拍挂”方式获得出让土地进行投资开发建设。2018~2019 年，公司房地产销售收入主要来源于已完工项目为星洲湾小区项目。星洲湾小区总投资 9.06 亿元，总建筑面积 19.09 万平方米，截至 2020 年末，星洲湾小区累计销售面积 19.09 万平方米，已销售金额 14.42 亿元，已全部销售完毕。

截至 2021 年 9 月末，赣州城投在建项目为星洲湾九境项目，该项目位于赣州市章江新区，旨在打造低密度、高品质、高舒适住宅小区，项目建设用地面积 63,021.00 平方米，总建筑面积 168,606.60 平方米，主要建设内容包括新建住宅楼及配套商业、建设社区服务配套设施等。星洲湾九境项目建设期间为 2018~2020 年，总投资金额 8.29 亿元，截至 2021 年 9 月末已销售面积约 12.20 万平方米，已销售金额约 13.27 亿元，销售均价 1.09 万元/平方米。截至 2021 年 9 月末，赣州城投无拟建房地产开发项目，业务稳定性和可持续性较弱。

公司商品销售板块主要是商品混凝土生产销售，具体由赣州城投混凝土有限公司实施，主要是向公司负责建设的部分工程项目提供商品混凝土，2018~2021 年 9 月商品销售收入分别为 0.98 亿元、1.63 亿元、1.79 亿元和 3.74 亿元，公司持续购置混凝土搅拌机扩大商品混凝土产能，近年来收入增长较快。

2018 年公司成立赣州城投建工集团有限责任公司，从事工程建设业务，2019 年以来承揽项目较多，收入大幅增长

工程建设业务由子公司赣州城投建工集团有限责任公司（以下简称“建工公司”）负责，建工公司成立于 2018 年 10 月，2019 年逐渐开拓市场承接业务，收入增长较快。建工公司采用施工总承包的业务模式，通过招投标方式进行业务承揽，并负责

组织施工。截至 2021 年 9 月末，建工公司主要完工项目是信丰迎宾大道改造工程，合同造价 5.79 亿元；主要在建项目合同造价总金额 34.53 亿元，包括星洲萃苑、星州润达国际城等，建工公司承揽项目量较大，未来收入可期。

公司其他业务收入主要来源于公租房租金收入、设计服务收入、管理服务收入等业务收入。房屋租金收入主要来源于振兴实业持有的部分商业资产对外出租及子公司赣州市保障性住房建设运营有限公司公租房对外出租收入。设计服务收入主要来源于子公工程管理公司提供道路测绘设计等服务取得的收入。

中诚信国际认为：公司基础设施建设业务运营模式明确，在建项目和拟建项目规模较大，业务可持续性较好，但面临较大的资金支出压力；工程建设业务承揽项目较多，收入增长较快；房地产业务稳定性和可持续性较弱，商品混凝土销售业务随产能增加收入增长较快。

战略规划及管理

公司法人治理结构、内控制度和组织架构比较完善，治理与管控水平较好；公司战略规划清晰，未来将以服务城市建设为目标、市场化为导向、多元化发展为途径，打造大型国有投资运营集团

公司包括股东、董事会、监事会以及经理层的组成的相对健全的法人治理结构，各项内部控制制度与组织架构比较完善。公司对子公司管控能力较强，治理与管控水平较好。

公司将以服务城市建设为目标、市场化为导向、多元化发展为途径，立足城市基础设施建设与土地开发主业，拓展土地置业、建筑工程设计咨询和施工、生态环境工程、新型建材、健康医疗和教育等城市产业及民生实业投资运营板块，成为主业突出的城市基础设施建设、土地开发及工程建设龙头企业，最终成为市场化程度高、竞争力强的大型国有投资运营集团。

财务分析

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 2018~2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年三季度财务报表；公司各期财务数据均使用财务报表期末数，各期报表均按照新会计准则编制。

盈利能力

近年来公司营业总收入持续增长，且营业毛利率呈上升趋势；但公司利润总额对政府补助有较大的依赖性

公司营业总收入近年来呈持续上升态势。其中，受项目完工结算进度影响，公司基础设施建设业务收入逐年下滑。房屋销售 2020 年受星洲湾九境开盘销售影响，收入增长较大。工程建设处于业务扩展期，收入增长较快。随产能增加，2021 年 1~9 月商品混凝土销售收入亦增长较大。

毛利率方面，近年来公司营业毛利率呈上升趋势。具体业务来看，近年来公司基础设施建设业务毛利率呈波动态势，不同项目的成本与结算收入存在差异性，导致不同年份毛利率有所波动。工程建设业务 2020 年受疫情影响毛利率偏低。销售商品业务毛利率略有波动，主要系各年销售的混凝土品类比重不同、毛利率有所差异。房屋销售 2019 年毛利率较高主要系星洲湾小区周边路网贯通，尾盘销售价格上涨，2020 年公司销售新楼盘星洲湾九境，毛利率回归到合理水平。

公司期间费用主要为管理费用，近年来持续增长。公司管理费用主要为职工薪酬和折旧摊销等。由于利息收入冲减财务费用，近年来公司财务费用为负。整体来看，近年来公司三费收入占比逐年攀升，但保持在较合理水平。

公司利润总额主要由经营性业务利润构成。其中，公司经营性业务利润持续增长。2018~2021 年 9 月，公司获得的政府补贴分别为 5.16 亿元、5.12 亿元、5.00 亿元和 2.01 亿元，占利润总额的比例分别为 66.41%、62.44%、51.18%和 43.89%，公司利

润总额对政府补助有较大的依赖性。

近年来公司收现比有所改善，2018 年低于 0.5 倍，2019 年有所回升，2020 年公司收到赣州蓉江新区锦源置业有限公司较多的项目结算款，收现比达到较好水平。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.9
期间费用合计	0.51	1.13	1.47	1.15
营业总收入	22.20	24.23	29.55	17.92
期间费用率(%)	2.31	4.66	4.99	6.42
经营性业务利润	7.38	7.82	9.76	4.02
其他收益	5.16	5.12	5.05	2.01
利润总额	7.77	8.20	9.77	4.58
收现比	0.42	0.63	1.06	0.79

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

近年来公司资产和负债规模持续增长，财务杠杆率处于较高水平；同时，公司资产中存货和应收类款项占比较大，资产流动性较弱

随着公司业务持续发展，近年来公司总资产规模呈快速增长趋势。公司总资产主要由货币资金、存货、其他应收款、长期应收款和固定资产构成。截至 2021 年 9 月末，公司货币资金为 65.69 亿元，主要为银行存款，其中受限货币资金为 10.21 亿元。近年来公司存货规模随着市政建设项目的推进逐年增长，2021 年 9 月末公司存货为 859.65 亿元，主要为开发成本和土地成本，其中开发成本主要为赣州市政府委托公司代建的基础设施代建项目，土地成本主要为公司持有的土地使用权，土地使用权类型以作价出资为主。同期末，公司固定资产为 47.29 亿元，主要为房屋及建筑物。同期末，公司其他应收款为 77.64 亿元，主要为与赣州星州润达集团有限公司、赣州发投、华开（赣州）城市投资有限公司等公司的往来款，账龄 70% 以上在一年以内。截至 2021 年 9 月末，公司长期应收款为 148.72 亿元，主要系对赣州市章贡区城市建设投资开发有限公司和赣州市下辖的于都县、宁都县等县级地方国有企业的棚改项目转贷款。

负债方面，近年来公司总负债规模持续增长，公司总负债主要由一年内到期的非流动负债、长期借款、长期应付款和应付债券构成。近年来，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的银行借款、应付债券和长期应付款。长期借款主要为质押借款和保证借款。公司长期应付款主要为赣州市财政局拨入的市政基础设施建设专项资金、对浦发（赣州）企业管理中心（有限合伙）等基金的借款及融资租赁款等，2021 年 9 月末下降主要系 2021 年季报将部分资金科目调整至专项应付款所致。应付债券近两年增长较大主要系子公司赣州城投新发行中期票据、超短期融资券和定向债务融资工具。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。2019 年和 2020 年公司资本公积增长主要系政府拨入款项和房产。近年来公司未分配利润持续增长，主要系公司近年来的经营积累。

随着公司建设项目的持续推进，近年来公司总债务规模快速增长，资产负债率和总资本化比率持续攀升，截至 2021 年 9 月末分别为 65.02% 和 57.71%，公司财务杠杆率处于高位。从债务结构来看，公司债务以长期债务为主，符合其主营业务回报周期较长的特点，债务结构较为合理。

资产收益性方面，公司拥有可用于出租的房屋及建筑物，能带来较为稳定现金流，但规模相对较小，资产收益性一般；从资产流动性来看，公司存货和应收类款项占总资产的比重较大，存货主要为开发成本和土地成本，变现能力一般，且应收类款项回收时间存在一定不确定性，公司资产流动性较弱。

近年来公司应收类款项总规模快速增长，截至 2021 年 9 月末，公司应收类款项占总资产的比重为 17.58%，主要为应收往来款和棚改项目转贷款，对资金形成一定占用。

表 6：近年来公司主要资产情况（亿元、%、X）

	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	57.44	74.02	83.51	65.69

存货	619.65	709.17	797.20	859.65
其他应收款	34.04	49.87	80.86	77.64
长期应收款	126.08	146.36	155.89	148.72
固定资产	39.85	46.41	47.35	47.29
总资产	948.51	1,135.63	1,317.74	1,365.09
一年内到期的非流动负债	43.47	113.47	138.55	123.89
长期借款	239.91	194.61	227.55	191.61
长期应付款	186.18	219.09	255.12	127.03
应付债券	26.86	79.10	126.72	205.39
总负债	519.86	686.08	848.00	887.63
总债务	415.64	523.14	639.07	651.58
实收资本	300.00	300.00	300.00	300.00
资本公积	67.73	79.43	90.09	93.11
未分配利润	38.23	45.36	53.09	56.89
所有者权益	428.65	449.55	469.74	477.46
短期债务/总债务	0.11	0.23	0.24	0.20
资产负债率	54.81	60.41	64.35	65.02
总资本化比率	49.23	53.78	57.64	57.71
应收类款项/总资产	17.56	18.30	18.87	17.58

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

近年来公司经营活动现金流较小；经营活动净现金流和 EBITDA 均无法对债务本息形成有效覆盖；近年来货币资金对短期债务的覆盖能力有所减弱，公司短期偿债压力较大

近年来公司经营活动现金流入主要为赣州市财政局拨入的市政基础设施建设专项资金以及项目回款，经营活动现金流出主要为工程建设资金支出，经营活动现金流入和流出相差不大，经营活动净现金流整体较小。投资活动方面，近年来公司投资活动现金流呈持续净流出主要系对区县转借贷款、购买土地以及股权投资，2020 年流出较大主要系新增对赣南苏区（赣州）新型城镇化投资中心（有限合伙）投资、购置较多土地。筹资活动净现金流主要为银行借款及发行债券，2018 年净流出主要系偿还债务支付现金较多所致；2019 以来公司的资金平衡主要依靠筹资活动现金流。

近年来公司 EBITDA 逐年增长，但由于债务亦大幅增加，EBITDA 对债务本息的覆盖能力下降，

且不能覆盖利息支出；另外，近年来经营活动净现金流较小，亦无法对债务本息形成有效覆盖。

短期债务方面，近年来公司短期债务规模呈波动上升趋势，其中，2019 年短期债务大幅增加，使得货币资金对短期债务的覆盖能力大幅减弱，2019~2021 年 9 月，货币资金均无法对短期债务形成有效覆盖，短期偿债压力较大。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020	2021.9
经营活动净现金流	2.44	0.45	3.16	1.98
投资活动净现金流	-50.81	-51.30	-96.55	-29.49
筹资活动净现金流	-19.78	66.34	96.21	17.48
EBITDA	9.09	9.58	11.62	-
总债务/EBITDA (X)	45.72	54.63	54.98	-
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	0.76	0.43	0.34	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数 (X)	0.21	0.02	0.09	-
短期债务	44.22	118.22	155.21	127.56
货币资金/短期债务 (X)	1.30	0.63	0.54	0.51

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总债务规模较大，2022 年和 2024 年面临较大偿付压力；另外，公司备用流动性较充足，对外担保面临一定代偿风险

从债务到期分布看，截至 2021 年 9 月末，公司总债务为 651.58 亿元，以银行借款、债券融资为主，未来几年到期债务较高，2022 年和 2024 年均面临较大的偿债压力。

表 8：截至 2021 年 9 月末公司债务到期分布（亿元）

到期年份	2021.10~12	2022	2023	2024	2025 及以后
到期金额	45.82	85.37	111.95	96.39	312.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 714.68 亿元，其中未使用授信额度为 321.68 亿元，备用流动性较充足。

截至 2021 年 9 月末，公司受限资产合计为 67.36 亿元，占总资产的比例为 4.93%，主要为土地使用权、投资性房地产和货币资金，受限资产规模一般。

重大诉讼方面，近三年公司不存在诉讼情况。

截至 2021 年 9 月末，公司对外担保金额合计 31.91 亿元，占净资产的比例为 6.68%，面临一定代偿风险。宜春中新房建设发展有限公司为民企，华开（赣州）城市投资有限公司为合营企业，其他被担保方均为地方国企。

表 9：截至 2021 年 9 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	担保余额
宜春中新房建设发展有限公司	3.00
赣州建筑工业化有限公司	0.18
赣州蓉江新区锦源置业有限公司	4.00
兴国县城市发展投资有限责任公司	10.00
华开（赣州）城市投资有限公司	1.00
蓉源（赣州）城市投资有限公司	6.73
兴国城投工业发展有限公司	7.00
合计	31.91

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 10 月 15 日，公司无已结清和未结清不良信贷记录，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

外部支持

公司作为赣州市重要的城市基础设施投资运营集团，为当地经济和城市发展做出了贡献，并在资源整合、资产注入等方面得到了政府和金融机构的大力支持

赣州市区位优势优越，资源禀赋良好，拥有丰富的矿产资源支撑赣州市经济发展。江西省人民政府出台系列政策支持赣州市对接融入粤港澳大湾区。近年来赣州市地区生产总值规模及增速均位于江西省前列，综合经济及财政实力持续增强，具备向区域内企业协调一定金融及产业资源的能力。

公司是赣州市重要的城市基础设施投资运营集团，在赣州市具有重要地位。

从历史获得支持情况来看，赣州市政府主要通过资产注入和财政补贴两个维度来对公司进行支持：1) 资产注入方面，2018 年，赣州市政府拨入 4.09 亿元至公司，并计入资本公积；2019 年，公司

收到政府划入的多处房产，增加资本公积 5.15 亿元；2020 年，政府划入的款项和房产，增加公司资本公积 10.66 亿元；2) 财政补贴方面，2018~2021 年 9 月，公司分别获得财政补贴 5.16 亿元、5.12 亿元、5.00 亿元和 2.01 亿元，一定程度上提升了公司的利润水平。

中诚信国际认为，鉴于赣州市持续增长的经济实力、公司是赣州市重要的城市基础设施投资运营集团以及公司历史上获得的支持情况，预计公司将继续获得股东及相关各方的支持。

评级结论

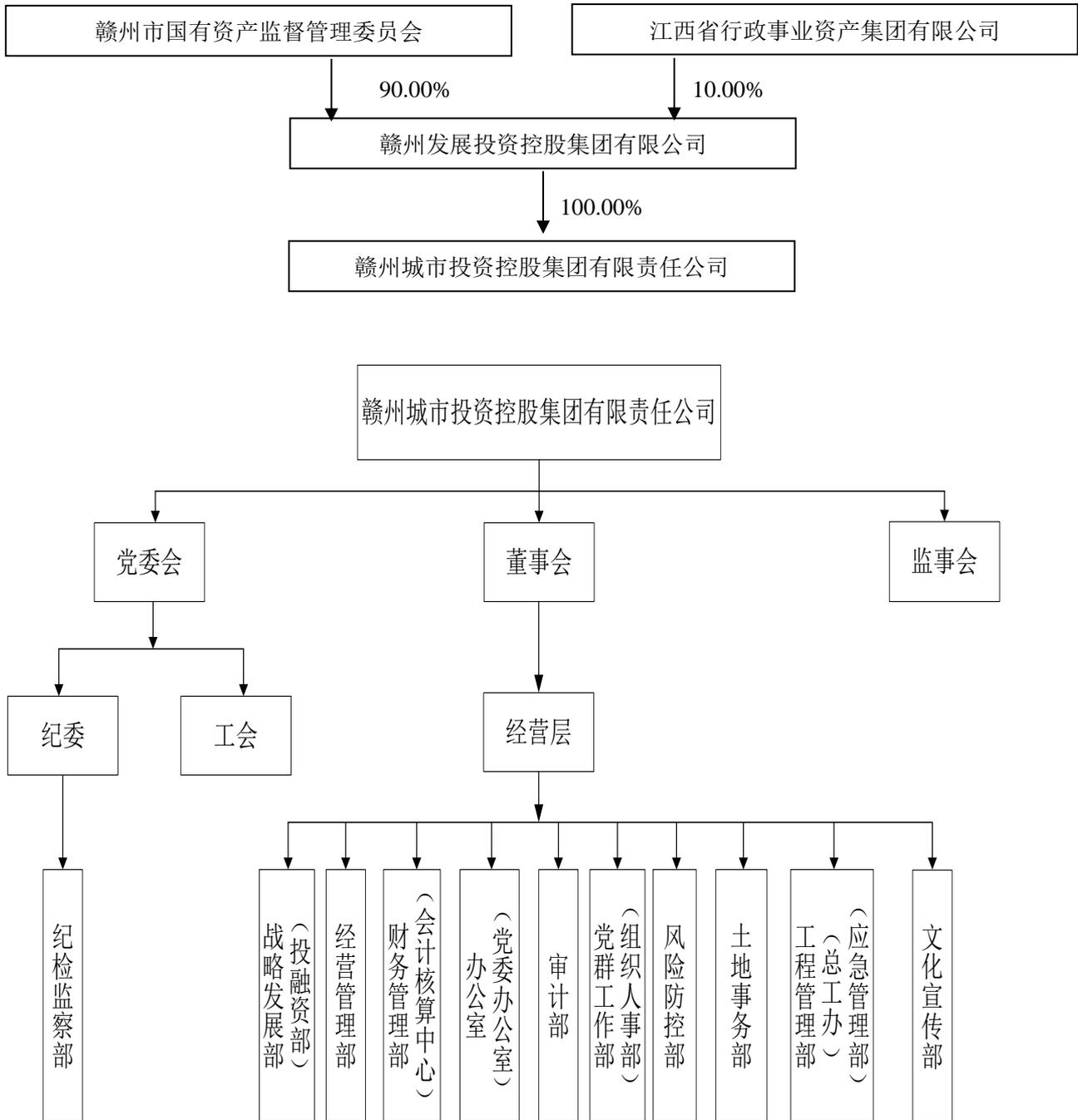
综上所述，中诚信国际评定赣州城市投资控股集团有限责任公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；评定“2022 年第一期赣州城市投资控股集团有限责任公司公司债券”的债项信用等级为 **AA+**。

中诚信国际关于 2022 年第一期赣州城市投资控股集团有限责任 公司公司债券的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期债券的存续期内对其每年进行跟踪评级。

我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行人公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行人发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

附一：赣州城市投资控股集团有限责任公司股权结构图及组织结构图(截至 2021 年 9 月末)



资料来源：公司提供

附二：赣州城市投资控股集团有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	574,387.10	740,236.24	835,103.75	656,919.98
应收账款	64,019.27	115,654.37	119,644.54	135,928.79
其他应收款	340,367.93	498,653.84	808,593.35	776,434.60
存货	6,196,538.52	7,091,740.52	7,971,955.62	8,596,467.95
长期投资	307,368.18	427,522.21	554,153.02	319,509.60
在建工程	67,368.68	26,831.45	14,926.21	2,560.57
无形资产	12,771.09	102,319.20	364,331.38	377,198.86
总资产	9,485,113.31	11,356,313.15	13,177,405.21	13,650,867.89
其他应付款	145,497.22	506,971.14	531,769.30	680,094.43
短期债务	442,249.60	1,182,213.10	1,552,125.21	1,275,586.77
长期债务	3,714,111.32	4,049,140.33	4,838,564.86	5,240,222.97
总债务	4,156,360.92	5,231,353.43	6,390,690.07	6,515,809.74
总负债	5,198,625.43	6,860,771.52	8,479,994.47	8,876,314.60
费用化利息支出	3,624.92	2,278.04	2,290.52	-
资本化利息支出	115,248.00	220,804.68	341,877.48	-
实收资本	3,000,000.00	3,000,000.00	3,000,000.00	3,000,000.00
少数股东权益	195,135.50	214,606.86	231,734.20	233,415.75
所有者权益合计	4,286,487.89	4,495,541.63	4,697,410.75	4,774,553.29
营业总收入	221,952.50	242,298.24	295,489.06	179,218.49
经营性业务利润	73,817.93	78,190.07	97,558.68	40,179.71
投资收益	2,842.26	-629.46	415.42	5,069.76
净利润	73,300.55	75,410.39	83,471.89	44,619.82
EBIT	81,332.40	84,301.50	99,955.39	-
EBITDA	90,910.59	95,751.63	116,234.39	-
销售商品、提供劳务收到的现金	92,420.14	153,205.60	313,032.11	141,959.22
收到其他与经营活动有关的现金	1,604,644.46	1,076,025.48	341,693.12	648,395.94
购买商品、接受劳务支付的现金	712,970.05	974,167.47	1,044,077.38	526,636.61
支付其他与经营活动有关的现金	942,970.01	226,939.64	-462,047.88	212,937.59
吸收投资收到的现金	52,634.73	72,653.01	104,138.72	49,364.24
资本支出	22,733.21	22,113.31	15,545.23	426,466.27
经营活动产生现金净流量	24,376.20	4,520.36	31,608.23	19,784.48
投资活动产生现金净流量	-508,062.97	-512,964.69	-965,510.35	-294,863.66
筹资活动产生现金净流量	-197,810.26	663,359.77	962,098.49	174,772.04
财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率(%)	13.28	16.62	21.75	18.50
期间费用率(%)	2.31	4.66	4.99	6.42
应收类款项/总资产(%)	17.56	18.30	18.87	17.58
收现比(X)	0.42	0.63	1.06	0.79
总资产收益率(%)	0.88	0.81	0.81	-
资产负债率(%)	54.81	60.41	64.35	65.02
总资本化比率(%)	49.23	53.78	57.64	57.71
短期债务/总债务(X)	0.11	0.23	0.24	0.20
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.02	-
FFO 利息倍数(X)	0.70	0.39	0.30	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.21	0.02	0.09	-
总债务/EBITDA(X)	45.72	54.63	54.98	-
EBITDA/短期债务(X)	0.21	0.08	0.07	-
货币资金/短期债务(X)	1.30	0.63	0.54	0.51
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.76	0.43	0.34	-

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际根据 2018 年-2020 年审计报告及 2021 年三季度未经审计的财务报表整理；3、将公司长期应付款中带息部分计入长期债务核算；4、公司未提供 2021 年三季度财务报表现金流量表补充资料及利息支出，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。