

2016 年阿克苏地区绿色实业开发有限公司
公司债券 2020 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員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：

谭璇

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪
第【784】号 01

债券简称: 16 阿克苏债
/PR 阿克苏

债券剩余规模: 6.60 亿
元

债券到期日期: 2023 年
03 月 11 日

债券偿还方式: 采用固
定利率形式, 单利按年
计息, 逾期不另计利息。
本期债券附设提前还本
条款, 即在债券存续期
的第 3-7 年末分别按照
债券发行总额的 20%偿
还债券本金。

分析师

姓名:
刘玮 万蕾

电话:
010-66216006

邮箱:
liuw@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法, 该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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

2016 年阿克苏地区绿色实业开发有限公司公司债券 2020 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	2020 年 07 月 27 日	2019 年 06 月 26 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”)对阿克苏地区绿色实业开发有限公司(以下简称“阿克苏绿实”或“公司”)及其 2016 年 3 月 11 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2020 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:外部环境仍较好, 为公司发展提供了良好基础, 公司业务多元发展, 有利于分散经营风险, 灌溉及代建代管业务未来仍具有持续性, 且继续得到了较大力度的外部支持; 同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱、资金压力较大、偿债压力加大, 且存在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。依托于良好的资源优势、突出的区位优势 and 得天独厚的自然条件, 阿克苏地区经济保持较快增长, 2019 年实现 GDP 1,222.43 亿元, 同比增长 8.1%, 继续为公司发展提供良好基础。
- 公司业务多元化发展, 有利于分散经营风险, 其中农田灌溉业务具有较强区域竞争力, 2019 年收入有所增长, 未来收入来源较有保障。公司业务涉及农田灌溉、代建代管、房屋商铺销售、保安服务、液化气销售等多种, 有利于分散经营风险。其中公司各子公司承担阿克苏地区新和县、拜城县、阿瓦提县、温宿县等县的灌溉业务, 是各县域最大的灌溉水供应商, 有较强的区域竞争优势, 2019 年公司实现水费收入 4.26 亿元, 收入规模进一步增长。

- **公司代建代管业务收入稳定，盈利能力较强，未来持续性较好。**2019 年公司实现代建代管收入 2.23 亿元，业务毛利率为 86.70%，保持了较高盈利能力，2019 年末公司代管资产总额 27.12 亿元，预计未来代建代管业务持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2019 年，当地政府向公司注入价值 129.29 亿元股权，另向公司注入土地、货币资金、固定资产等，合计增加公司资本公积 155.16 亿元，大幅提升了公司的资本实力；同时给予公司财政补助 0.42 亿元，一定程度提升了公司利润水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产仍以存货、应收款项、在建工程和固定资产为主，集中变现能力偏弱，且应收款项对资金形成一定占用，2019 年末合计账面价值 41.74 亿元的资产使用受限，占资产总额的比重为 8.63%，资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**公司经营活动现金流表现欠佳，2019 年末主要代建及自建项目尚需投入资金 27.77 亿元，项目建设尚需投资金额较大，公司面临较大资金压力。
- **公司偿债压力加大。**2019 年末公司有息债务为 105.34 亿元，同比增长 57.65%，现金短期债务比、EBITDA 对有息债务本息保障等偿债能力指标同比均趋于弱化，未来偿债压力加大。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至 2019 年末公司对外担保金额 10.49 亿元，占当期末所有者权益的比重为 3.29%，其中子公司新疆汇财融资担保有限公司（已于 2020 年划出）和新疆鑫源融资担保有限责任公司对外担保金额分别为 0.76 亿元和 1.03 亿元，被担保对象以民营企业和个人为主，且部分担保已逾期，公司存在较大或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	4,839,110.65	2,676,476.95	2,178,238.27
所有者权益	3,187,697.77	1,595,430.43	1,219,191.30
有息债务	1,053,441.97	668,225.40	633,013.31
资产负债率	34.13%	40.39%	44.03%
现金短期债务比	5.64	17.78	-

营业收入	123,550.88	99,597.77	69,851.12
营业外收入	4,374.27	729.98	1,362.23
利润总额	30,995.00	41,332.97	26,032.95
综合毛利率	44.77%	59.12%	69.70%
EBITDA	69,805.66	67,422.60	64,659.46
EBITDA 利息保障倍数	2.97	4.71	3.05
经营活动现金流净额	-630.95	-581.58	-94,678.18
收现比	0.65	0.51	0.99

资料来源：公司2017-2019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2016年3月11日公开发行7年期11亿元公司债券，募集资金原计划用于保障性住房建设项目、河道综合整治及配套设施工程以及补充营运资金。截至2020年6月29日，本期债券募集资金剩余金额12.09万元。

二、发行主体概况

根据阿克苏地区行政公署办公室出具的阿行署办批[2019]82号《关于无偿划转部分国有资本给阿克苏地区绿色实业开发有限公司的批复》，2019年公司唯一股东及实际控制人由阿克苏地区国有资产监督管理委员会变更为阿克苏地区财政局，同年阿克苏地区财政局向公司增资5,000.00万元，2019年末公司注册资本及实收资本增加至15,000.00万元。

2019年6月，根据阿克苏地区国有资产监督管理委员会文件，免去黄东升、张朝香董事职务，免去崔宁、李文峰监事职务，委派杨娇、王旭为新任监事。2019年12月，根据阿克苏地区国有资产监督管理委员会批准并出具的任职文件（阿地国资[2019]42号、阿地国资党发[2019]43号），任命李波涛同志为公司董事长和党支部书记，免去其原公司总经理职务；新聘陈红玮同志任公司总经理和副董事长；新聘刘兴德同志任公司副总经理，免去杨阳原公司副总经理职务。2020年1月，根据相关决议，免去曹聚远、满福阔、马万里等人的原公司董事职务，陈红玮、刘兴德、孙学斌任公司董事；免去贺冬梅、高建红等人原公司监事职务，杨青青、王晖任公司监事。2020年3月，根据阿克苏地区国资委委员会文件《关于杨博、李波涛通知职务任免的通知》任命杨博为公司董事长，免去李波涛原公司董事长职务。

2019年公司合并范围内新增子公司6家，截至2019年末公司合并范围内一级子公司共13家，详见附录二。

表 1 2019 年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	纳入合并范围时间	合并方式
新疆鑫源融资担保有限责任公司	33,220.16	72.69%	2019年12月	划转
新疆汇宗农副产品电子交易市场有限公司	5,000.00	90.00%	2019年12月	划转
阿克苏天山神木果业发展有限责任公司	5,000.00	100.00%	2019年12月	划转
新疆红旗坡农业发展集团有限公司	425,010.00	100.00%	2019年12月	划转

阿克苏西域牧业发展有限责任公司	5,000.00	100.00%	2019年12月	划转
温宿县惠盈贸易有限责任公司	100.00	100.00%	2019年2月	新设

资料来源：公司 2019 年审计报告及全国企业信用信息公示系统网站

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础

定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

依托于良好的区位和资源优势，阿克苏地区经济实力进一步增强

阿克苏地区是新疆维吾尔自治区的5个地区之一，政府驻地阿克苏市，地处新疆维吾尔自治区中部，天山山脉中段南麓，塔里木盆地北部，东邻巴音郭楞蒙古自治州，西接克孜勒苏柯尔克孜自治州，西南与喀什地区接壤，南与和田地区相望，北与伊犁自治州毗邻，西北以天山山脉中梁与吉尔吉斯斯坦、哈萨克斯坦交界。阿克苏地区总面积为13.13万平方公里，辖7县2市，新疆生产建设兵团第一师及所属16个团场分布在境内。

阿克苏地区矿产资源富集，石油、天然气、煤炭资源丰富，探明储量占塔里木盆地储量的80%以上，是“西气东输”的主气源地和新疆“五大煤田”之一。阿克苏气候宜人、地势平坦、土地肥沃、水源丰富，资源条件得天独厚，每年达3,000小时的日照，昼夜十几度的温差，孕育出阿克苏果品天然绿色、营养丰富、甘甜可口，特色林果面积达450万亩，被冠以“中国红富士苹果之乡”“中国核桃之乡”“中国枣园”“中国白杏之乡”之称。

阿克苏还具有较为突出的区位优势，是对接国家丝绸之路经济带、中巴经济走廊战略的重要一员，地处乌鲁木齐与喀什之间，700公里半径内辐射南疆5个地州、4个国家一类口岸和吉尔吉斯斯坦首都比什凯克、哈萨克斯坦重镇阿拉木图，是南北疆重要的交通枢纽，高速公路、南疆铁路贯通全境，拥有阿克苏、库车两座机场，交通便利、四通八达，是中国向西开放的桥头堡。

依托良好的区位优势和资源禀赋，阿克苏地区经济进一步增长。2019年阿克苏地区生产总值（含一师）为1,222.43亿元，按可比价格计算，增速为8.1%。2019年阿克苏地区第一、二、三产业增加值增速分别为6.0%、7.0%和9.8%，第三产业实现较快发展。从对经济增长的贡献程度来看，第一、二、三产业贡献率分别为18.3%、25.2%和56.5%。

2019年，阿克苏地区241家规模以上工业企业完成增加值229.74亿元，比上年增长12.4%。地区规模以上工业企业实现主营业务收入575.69亿元，利润55.97亿元，同比分别增长11.9%、58.5%。工业战略性新兴产业增加值5.32亿元，同比增长16.7%。

表 2 阿克苏地区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,222.43	8.1%	1,027.4	6.6%
第一产业增加值	275.73	6.0%	259.4	6.7%
第二产业增加值	384.18	7.0%	388.2	5.0%
第三产业增加值	562.51	9.8%	379.9	7.9%
工业增加值	-	-	211.7	9.2%
固定资产投资	-	18.96%	464.84	-9.24%

社会消费品零售总额	175.41	10.14%	159.26	8.14%
进出口总额（亿美元）	-	-	2.87	108.2%
存款余额	-	-	1,542.1	10.4%
贷款余额	-	-	1,044.4	12.4%
人均 GDP（元）		47,719		40,106
人均 GDP/全国人均 GDP		67.31%		62.16%

注 1：2018 年人均 GDP 按地区生产总值与统计公报中公告的地方总人口数的比值计算，2019 年人均 GDP 按 2018 年地方总人口计算；

注 2：“-”表示数据未公告。

资料来源：阿克苏地区 2018 年国民经济和社会发展统计公报、阿克苏政府网站“2019 年度阿克苏地区质量状况”、“2019 年社会消费品零售总额增长 10.14%”、“2019 年阿克苏地区投资持续快速增长”，中证鹏元整理

2019年阿克苏地区实现公共财政收入115.75亿元，同比增长6.3%，其中税收收入91.76亿元，占公共财政收入的比重为79.27%；公共财政支出430.06亿元，财政自给率为26.91%。

四、经营与竞争

公司为阿克苏地区重要的国有资产经营管理主体，营业收入仍主要来源于农田灌溉（水费）业务和代管代建等业务，其他收入来源包括商铺及房屋销售、租赁、物业服务等，公司主营业务中的其他业务收入包括土地承包、工程承包、担保等。2019年公司农田灌溉业务收入规模进一步增长，同时子公司的工程承包等业务收入增长，得益于此，2019年公司实现营业收入12.36亿元，同比增长24.05%。由于盈利较弱的其他收入占比提升及农田灌溉业务盈利能力下降，导致2019年公司综合毛利率为44.77%，同比下降14.35个百分点。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务小计	122,475.52	44.83%	98,372.26	58.95%
水费收入	42,609.13	60.71%	39,228.55	73.52%
代管代建收入	22,264.70	86.70%	22,247.93	88.36%
商铺销售收入	422.00	54.82%	3,983.84	57.13%
保安服务费	2,026.85	22.77%	1,918.36	30.43%
租赁业	1,874.64	-15.43%	1,745.12	-23.55%
房屋销售收入	412.73	-30.77%	1,566.30	-26.62%
液化气收入	1,755.96	37.65%	457.63	40.45%
物业服务费	472.23	62.50%	205.14	64.44%
广告制作费	50.84	74.09%	163.00	52.96%
其他收入	50,586.43	16.72%	26,856.39	26.26%

其他业务小计	1,075.36	38.77%	1,225.51	73.34%
合计	123,550.88	44.77%	99,597.77	59.12%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司农田灌溉业务具有较强区域竞争力，未来该业务收入来源较有保障，2019年公司水费收入有所增长，但毛利率水平有所下降

阿克苏地区国资委将阿瓦提县、新和县等地的水利资产无偿划拨给阿克苏实业下属的子公司，公司各子公司作为水利资产的所有权人，享受水费收益权，由各子公司承担阿克苏地区新和县、拜城县、阿瓦提县、温宿县及沙雅县等县域的灌溉业务，是各县域最大的灌溉水供应商，有较强的区域竞争优势，未来该业务收入来源较有保障。各子公司根据其所属地政府每年公布的水费征收标准，按照每年的供水量收取水费，由用水户直接缴纳至当地水务机构，后续由水务机构降水费返还给公司；同时水资源费、维护费用及人工工资等成本由公司支付。2019年得益于售水量增加，公司实现水费收入4.26亿元（其中包括阿克苏纺织城供排水公司非灌溉城镇供水收入0.09亿元），同比增长8.62%，但由于水利设施修理费用增加，导致该业务毛利率较2018年有所下降。

表 4 公司农田灌溉业务运营情况（单位：亿立方米、亿元、元/立方米）

县城	2019 年			2018 年		
	售水量	单价	灌溉收入	售水量	单价	灌溉收入
拜城县	11.62	0.08	0.93	10.55	0.08	0.89
新和县	12.09	0.12	1.45	8.83	0.12	1.10
温宿县	10.20	0.10	1.02	9.95	0.10	1.01
乌什县	9.10	0.06	0.55	8.90	0.06	0.54
阿瓦提县	1.59	0.12	0.19	2.66	0.12	0.33
柯坪县	0.53	0.06	0.03	0.81	0.06	0.05
合计	45.13	-	4.17	41.70	-	3.92

资料来源：公司提供

2019年公司代管代建业务收入较为稳定，仍保持较高毛利率，但在建项目尚需投资规模较大，项目建设存在较大资金压力

公司是阿克苏地区市政工程的投融资、建设及管理主体，其实际业务的开展由公司下属的各县子公司负责。根据下属各子公司所在地的县政府与各子公司所签订的资产代管、代建协议，温宿县、拜城县、沙雅县、新和县、乌什县、柯坪县、阿瓦提县各地方政府分别授予各个子公司投资项目代建、代管职能。

项目代建方面，下属各子公司就单项道路、供水管道、水厂、广场、安居房等项目分别与各县财政局签订《工程项目投资建设委托代建合同》，承担市政工程代建职能，每年

按照项目总投资额的3%或5%收取代建服务费。资产代管方面，下属各子公司与各县国有资产管理办公室签订了《委托代管合同》，合同约定由各子公司承担各县公用城区管网、水利设施、公共城区绿化及道路等公用资产的管理职能，每年获得代管资产总额的3%或5%作为代管服务费，各子公司收入确认情况具体如下表所示：

表 5 各子公司代建代管收入确认标准

子公司	依据文件	代建收入确认标准	代管收入确认标准
温宿县国有资产经营投资有限责任公司	温政发[2009]46号	每年根据项目累计投资额 3% 收取代建服务费	每年按照代管资产总额 3% 收取代管服务费
拜城县城乡建设投资建设（集团）有限公司	拜政字[2011]27号	每年根据项目累计投资额 5% 收取代建服务费	每年按照代管资产总额 5% 收取代管服务费
沙雅县财健保障性住房投资有限公司	沙政发[2012]136号	每年根据项目累计投资额 5% 收取代建服务费	每年按照代管资产总额 5% 收取代管服务费
新和县国有资产经营管理有限公司	新和政字[2009]46号	每年根据项目累计投资额 5% 收取代建服务费	每年按照代管资产总额 5% 收取代管服务费
乌什县燕山资产经营有限责任公司	乌政发[2017]101号	每年根据项目累计投资额 3% 收取代建服务费	-
柯坪县国有资产投资经营有限公司	柯政发[2008]26号	每年根据项目累计投资额 5% 收取代建服务费	-
阿瓦提县天宏资产投资经营有限责任公司	瓦政发[2002]93号	每年根据项目累计投资额 5% 收取代建服务费	-

资料来源：公司提供

2019年实现代建业务收入合计1.13亿元，收入规模较为稳定，实现回款0.40亿元，业务回款情况不佳；该业务成本主要为人员薪酬等，因此近年维持较高毛利率。2019年末公司代建业务计划总投资27.57亿元，尚需投资5.12亿元，此外公司自建项目包括廉租房、公租房等，主要自建项目尚需投资约22.65亿元，公司项目建设面临较大资金压力。

表 6 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
拜城镇热斯坦村二区富民安居工程	1.75	1.71
拜城县喀普斯浪河综合整治工程建设项目	4.51	3.37
拜城镇城北新区基础设施建设项目	5.80	5.53
阿瓦提体育馆工程	0.30	0.28
阿瓦提交通局项目	0.10	0.07
新和县老年公寓	0.30	0.22
新和县职业高中	0.50	0.34
新和县县城及农村垃圾收集新和县清运处理项目	0.30	0.30
沙雅县职业高级中学实训基地拆迁及建设项目	0.50	0.33
温宿县新城区道路及附属工程	3.00	2.88
温宿县欣业街跨西侧截洪渠桥梁	0.06	0.06

温宿县欣业街延伸段（大学城）道路及附属工程	0.30	0.20
温宿县新城区景观河项目	4.53	1.94
柯坪县文化体育活动中心	0.05	0.04
柯坪县老年公寓	0.10	0.10
拜城教育矫治中心项目	5.00	4.64
拜城看守所改造建设项目	0.27	0.26
拜城综治中心改造项目	0.20	0.18
合计	27.57	22.45

注：部分项目计划投资有调整

资料来源：公司提供

代管资产方面，截至2019年末公司代管资产账面价值仍为27.12亿元，主要为水利资产和保障房资产，2019年公司实现代管业务收入1.09亿元，该业务成本主要为人员薪酬，因此近年维持较高毛利率。

表 7 截至 2019 年 12 月 31 日公司代管资产情况（单位：万元）

县域	资产类别	资产价值	管理费率	确认收入
温宿县	水利资产及保障房资产	134,619.17	3.00%	4,038.58
拜城县	水利资产及保障房资产	16,379.46	5.00%	818.97
新和县	水利资产及保障房资产	91,938.48	5.00%	4,596.92
沙雅县	保障房资产	28,264.36	5.00%	1,413.22
合计		271,201.47	-	10,867.69

资料来源：公司提供

房屋及商铺销售、保安服务、租赁、液化气销售等业务丰富了收入来源，对公司收入形成一定补充

公司房地产销售收入来自销售保障房项目的住宅及配套商铺的收入，其中住宅销售价格为政府指导定价，毛利率较低；商铺销售为市场价，毛利率较高。2019年公司所售房屋主要来自于拜城绿色家园、拜城清风苑2#高层等项目，所售商铺主要来自于拜城热斯坦1区及阿瓦提区域商铺，受销售情况不佳和可售项目减少影响，房屋及商铺销售收入均大幅下降。

保安服务业务运营主体系子公司阿瓦提蓝盾保安服务有限责任公司，该业务主要内容为各行政事业单位提供门卫及安保服务。2019年实现安保服务费2,026.85万元，同比有所增长。租赁业务收入系保障房、公租房的住宅出租形成，2019年公司实现租赁业务收入1,874.64万元，因承租对象系当地低收入群体，租金水平较低，因此毛利率仍为负。此外，公司还包含液化气销售、物业服务、广告制作等业务，主营业务收入中其他收入除来自工程承包业务外，还包括土地承包和担保业务等，其他业务包括钢瓶检测、销售等，上述业

务丰富了公司收入来源。

公司继续获得较大外部支持

2019年当地政府将新疆金源融资担保公司72.69%的股权、新疆汇宗农副产品电子交易市场有限公司90%股权（含沙雅县汇通小额贷款有限责任公司3%股权）、西域牧业公司100%股权、天山神木果业公司100%股权等划入公司，合计增加公司资本公积129.29亿元，且上述子公司划入预计将拓展公司农副产品销售及畜禽生产经营等方面业务。

2019年政府将价值25.55亿元的土地划入公司，主要包括阿瓦提县国有资产管理办公室划入子公司阿瓦提县天宏资产投资经营有限责任公司的58.75万亩农用土地承包经营权，评估价值为22.32亿元。同年公司获得政府货币投入0.24亿元、划转固定资产0.08亿元，上述资金资产注入大幅提升了公司的资本实力。此外，2019年公司获得政府补助0.42亿元，一定程度提升了利润水平。

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审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年至2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围内新增子公司6家，详见表1。

资产结构与质量

公司资产总额大幅增长，但以存货、应收款项、固定资产、无形资产为主，整体流动性较弱

得益于政府注资以及债务规模扩大，2019年末公司资产总额同比增长80.80%至483.91亿元；资产结构调整以非流动资产为主，2019年末占比为59.67%。

2019年末公司货币资金22.96亿元，其中包括使用受限的其他货币资金0.26亿元。2019年末公司应收账款主要为应收拜城县水利局、拜城县财政局、新和县水利局、新和县财政局、温宿县财政局等单位的工程款和水费。公司其他应收款主要为应收阿克苏纺织城发展有限责任公司、阿瓦提县财政局、阿瓦提县建设局等单位的往来款，2019年末公司应收款项进一步增长，且应收对象主要为当地政府单位及下属企业，回款时间易受财政资金安排影响，对资金形成一定占用。2019年末公司存货规模有所增长，主要系项目及保障房成本

增加所致；具体包括以待售保障房为主的库存商品20.07亿元、项目成本24.59亿元和土地资产43.03亿元，公司土地用途包括住宅、商业、工业等，其中40.93亿元土地使用权类型为划拨。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	229,574.16	4.74%	177,833.68	6.64%
应收账款	276,689.67	5.72%	203,635.46	7.61%
其他应收款	476,798.16	9.85%	360,763.29	13.48%
存货	894,430.66	18.48%	811,648.03	30.33%
流动资产合计	1,951,394.49	40.33%	1,620,540.74	60.55%
固定资产	1,070,733.43	22.13%	513,185.92	19.17%
在建工程	438,206.21	9.06%	376,828.87	14.08%
无形资产	1,186,667.93	24.52%	109,554.62	4.09%
非流动资产合计	2,887,716.15	59.67%	1,055,936.21	39.45%
资产总计	4,839,110.65	100.00%	2,676,476.95	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司固定资产主要为房屋及建筑物，随着合并范围扩大，账面价值大幅增长，2019 年末账面价值107.07亿元，其中0.70亿元的房产尚未办妥产权证书。公司在建工程系采用自建方式承担的廉租房、公租房等项目，随着对部分项目投资增加及新项目开工，2019 年末公司在建工程账面价值增加至43.82亿元。公司无形资产主要为土地使用权，随着政府注入农用土地承包经营权及合并范围扩大，2019年末公司无形资产大幅增加至118.67亿元。

整体来看，得益于合并范围扩大及政府注资，2019年末公司资产大幅增长，但公司资产仍以项目成本、固定资产和无形资产为主，集中变现能力不强，且应收款项对资金形成一定占用，此外合计账面价值41.74亿元的资产使用受限，占公司资产总额的8.63%，公司资产流动性较弱。

盈利能力

公司收入规模进一步增长，但主要业务盈利能力下降且期间费用对利润侵蚀加大，导致利润总额有所下降

得益于子公司工程业务增长推动其他业务收入规模提升以及水费收入进一步增长，2019年公司实现营业收入12.36亿元，同比增长24.05%。但由于公司主营业务中占比较大

的水费业务和其他业务盈利能力下降，导致公司2019年毛利率水平同比下降14.35个百分点。同时，公司折旧、摊销、利息支出等期间费用大幅增长，期间费用对利润的侵蚀进一步加大。2019年公司实现营业外收入0.44亿元，其中政府补助0.42亿元。受以上因素叠加影响，2019年公司实现利润总额3.10亿元，较2018年有所下降。

整体来看，2019年公司收入有所增长，但主要业务盈利能力下降且期间费用对利润侵蚀加大，导致公司利润总额有所下降。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	123,550.88	99,597.77
营业利润	26,997.38	41,828.03
营业外收入	4,374.27	729.98
利润总额	30,995.00	41,332.97
综合毛利率	44.77%	59.12%
期间费用率	19.40%	14.93%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现欠佳，在建项目尚需投资规模较大，存在较大资金压力，同时对外部融资有较大依赖

公司业务获现能力仍偏弱，2019年公司收现比为0.65。公司经营活动现金流入主要为收到的农田灌溉费、代建代管费、其他各项业务收入以及政府补助、往来款和利息收入等，公司经营活动现金流出主要为支付的工程款及与政府及其下属单位的往来款，2019年公司经营活动现金净流出630.95万元。近年公司经营活动现金流持续呈净流出状态，表现欠佳。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要为子公司划入收到的现金，投资活动现金流出主要为自建项目建设支出，由于项目建设投入较大，2019年公司投资活动现金净流出20.63亿元。

公司筹资活动现金流入主要为通过借款和发行债券收到的现金、收到的项目专项拨款；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的款项。截至2019年末公司主要代建及自建项目尚需投资27.77亿元，尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力。因在建项目投资金额较大，近年公司对外部融资有较大依赖，2019年公司筹资活动现金净流入25.74亿元。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.65	0.51
销售商品、提供劳务收到的现金	80,676.61	50,360.48
收到的其他与经营活动有关的现金	67,111.24	63,632.80
经营活动现金流入小计	147,787.85	113,993.28
购买商品、接受劳务支付的现金	82,403.79	38,742.39
支付的其他与经营活动有关的现金	57,895.55	70,799.54
经营活动现金流出小计	148,418.80	114,574.86
经营活动产生的现金流量净额	-630.95	-581.58
投资活动产生的现金流量净额	-206,328.57	-33,686.33
筹资活动产生的现金流量净额	257,365.11	74,573.73
现金及现金等价物净增加额	50,405.59	40,305.82

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模进一步增长，偿债能力指标趋弱，未来偿债压力增加

随着融资规模及合并范围扩大，2019年末公司负债总额进一步增长52.76%至165.14亿元；公司债务仍以非流动负债为主，2019年末占负债总额的比重为74.04%。得益于政府注入资金资产等，公司所有者权益大幅增长，推动2019年末产权比率同比下降15.95个百分点至51.81%。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	1,651,412.88	1,081,046.53
所有者权益	3,187,697.77	1,595,430.43
产权比率	51.81%	67.76%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司短期借款余额2.08亿元，包括信用借款1.50亿元、抵押借款0.38亿元和保证借款0.20亿元。公司应付账款主要为应付建筑工程公司的工程建设款项以及应付沙雅县财政局、沙雅县建设局等单位的代垫款项，随着项目进度推进，应付账款进一步增长。公司其他应付款主要为应付阿瓦提县财政局、阿克苏纺织城发展有限责任公司、温宿县住房和城乡建设局等政府单位和地方国企的往来款和应付押金、垫付工程款和利息等。公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，2019年末余额为2.00亿元。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	20,800.00	1.26%	0.00	0.00%
应付账款	72,861.31	4.41%	38,932.24	3.60%
其他应付款	250,588.54	15.17%	197,644.58	18.28%
一年内到期的非流动负债	20,006.75	1.21%	10,000.00	0.93%
流动负债合计	428,735.87	25.96%	276,121.02	25.54%
长期借款	380,593.67	23.05%	198,507.48	18.36%
应付债券	505,002.43	30.58%	332,047.45	30.72%
长期应付款	199,966.46	12.11%	133,506.52	12.35%
其他非流动负债	134,689.84	8.16%	136,621.19	12.64%
非流动负债合计	1,222,677.00	74.04%	804,925.50	74.46%
负债合计	1,651,412.88	100.00%	1,081,046.53	100.00%
其中：有息债务	1,053,441.97	63.79%	668,225.40	61.81%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司长期借款包括信用借款12.87亿元、质押借款15.06亿元、抵押借款6.90亿元和保证借款3.23亿元，随着融资规模和合并范围扩大，公司长期借款大幅增长。2019年公司新发行19阿地01、19阿克苏PPN001、19阿克苏MTN001三期债券，推动应付债券余额大幅增长至50.50亿元。公司长期应付款主要为保障房等项目的专项资金，2019年末为20.00亿元，较2018年末进一步增长。2019年末公司其他非流动负债13.47亿元，主要包括应付中国农发重点建设基金有限公司、阿克苏地区交银振兴发展基金（有限合伙）等单位的借款、项目融资款及无息借款等。

由于合并范围扩大及融资规模增加，2019年末公司有息债务余额为105.34亿元，同比增长57.65%。得益于政府资本注入，2019年末公司资产负债率有所下降，但短期有息债务余额增长，导致现金短期债务比下降。2019年公司EBITDA为6.98亿元，同比有所增长，但有息债务规模大幅增长，EBITDA对有息债务本息的保障能力有所下降，主要偿债能力指标有所弱化，公司偿债压力增加。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	34.13%	40.39%
现金短期债务比	5.64	17.78
EBITDA 利息保障倍数	2.97	4.71
有息债务/EBITDA	15.09	9.91

资料来源：公司 2018-2019 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2017年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日期：2020年6月8日）、子公司温宿县国有资产经营投资有限公司（查询日期：2020年7月9日）、子公司阿克苏纺城水务发展有限公司（查询日期：2020年7月9日）、子公司新疆红旗坡农业发展集团有限公司（查询日期：2020年5月15日）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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末公司对外担保金额合计10.49亿元，占当期末所有者权益的比重为3.29%，其中子公司新疆汇财融资担保有限公司（根据国家企业信用信息公示系统，新疆汇财融资担保有限公司及其母公司沙雅县国有资产营运公司于2020年6月不再纳入公司合并范围）和新疆鑫源融资担保有限责任公司对外担保金额分别为0.76亿元和1.03亿元，被担保对象以民营企业和个人为主，且部分已逾期，公司存在较大或有负债风险。

表 14 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

担保方	被担保方	担保金额	担保期限
新疆汇财融资担保有限公司	沙雅得利雅化纤有限责任公司	166.67	2012.11.28-2013.11.23
新疆汇财融资担保有限公司	新疆薯正元农业有限公司	840.00	2016.11.11-2017.8.9
新疆汇财融资担保有限公司	沙雅富宏纺织有限公司	979.00	2015.5.22-2016.5.19
新疆汇财融资担保有限公司	沙雅光盛布业有限责任公司	679.00	2019.10.24-2020.4.23
新疆汇财融资担保有限公司	新疆鸿力棉业有限公司	616.00	2018.12.26-2021.12.25
新疆汇财融资担保有限公司	库存新成化工有限公司	629.99	2017.12.4-2018.11.3
新疆汇财融资担保有限公司	贾丽妮	800.00	2019.6.11-2020.6.10
新疆汇财融资担保有限公司	新疆富沃药业有限公司	1,100.00	2019.3.30-2020.2.29
新疆汇财融资担保有限公司	新疆富捷生态农业开发有限公司	1,100.00	2019.1.16-2020.1.15
新疆汇财融资担保有限公司	新疆盛世龟兹葡萄酒有限公司	383.00	2017.9.27-2018.9.26
新疆汇财融资担保有限公司	沙雅富红棉业有限公司	66.67	2013.9.18-2014.3.16
新疆汇财融资担保有限公司	沙雅县公共交通运输有限责任公司	200.00	2019.10.24-2020.4.23
新疆汇财融资担保有限公司	詹小丽	5.00	2019.7.22-2020.7.14

新疆汇财融资担保有限公司	曾凡磊	8.00	2019.7.22-2020.7.21
新疆汇财融资担保有限公司	阿卜力克木·伊斯马伊力	4.00	2019.8.30-2020.8.29
新疆汇财融资担保有限公司	祖丽皮亚木·守拉依曼	3.00	2019.9.19-2020.9.18
新疆汇财融资担保有限公司	米热古力·艾合买提	4.00	2019.2.21-2020.2.20
沙雅县国有资产营运公司	沙雅县地方国营新垦农场	8,000.00	2015.10.30-2027.10.29
新和县国有资产经营管理有限公司	新疆阿克苏地区国兴资产投资经营有限责任公司	2,600.00	2011.2.25 至 2021.2.24
新和县国有资产经营管理有限公司	新和县瑞通项目开发有限公司	7,600.00	2020.2.21-2021-2.21
阿瓦提县天宏资产投资经营有限责任公司	阿瓦提县兴业交通水务发展有限责任公司	6,000.00	2017.6.20 -2040.6.19
阿瓦提县天宏资产投资经营有限责任公司	阿瓦提县兴业交通水务发展有限责任公司	7,000.00	2019.6.24-2039.6.23
阿瓦提县天宏资产投资经营有限责任公司	阿瓦提县兴业交通水务发展有限责任公司	12,000.00	2019.6.25-2039.6.24
阿瓦提县天宏资产投资经营有限责任公司	阿瓦提县鼎诚资产管理有限责任公司	5,000.00	2020.2.15-2021.2.10
阿瓦提县天宏资产投资经营有限责任公司	阿瓦提县鼎诚资产管理有限责任公司	22,000.00	2019.11.27-2037.11.26
阿瓦提县天宏资产投资经营有限责任公司	阿克苏阿瓦提县环源污水处理有限责任公司	1,650.00	2017.3.20 -2027.3.19
新疆鑫源融资担保有限责任公司	库车新成化工有限公司	1,800.00	2017.12.4-2018.12.4
新疆鑫源融资担保有限责任公司	库车新成化工有限公司	1,750.00	2017.10.31-2018.12.31
新疆鑫源融资担保有限责任公司	阿克苏地区科农商贸有限责任公司	610.00	2018.1.20-2019.1.20
新疆鑫源融资担保有限责任公司	阿克苏地区科农商贸有限责任公司	290.00	2018.2.5-2019.2.5
新疆鑫源融资担保有限责任公司	阿克苏巨辉建材有限责任公司	800.00	2017.12.22-2018.12.21
新疆鑫源融资担保有限责任公司	库车中科特种油脂有限责任公司	1,500.00	2019.11.18-2020.11.18
新疆鑫源融资担保有限责任公司	拜城天山燃气有限公司	800.00	2019.1.25-2020.1.23
新疆鑫源融资担保有限责任公司	拜城天山燃气有限公司	700.00	2019.10.22-2020.10.21
新疆鑫源融资担保有限责任公司	阿克苏恒丰热力有限公司	800.00	2019.10.14-2020.10.13
新疆鑫源融资担保有限责任公司	库车物泰炭素有限公司	1,200.00	2019.11.28-2020.11.25
新疆红旗坡农业发展集团有限公司	温宿县万帮农业发展有限公司	5,260.00	2018.2.14-2021.2.13
新疆红旗坡农业发展集团有限公司	温宿县好帮手农业发展有限公司	5,300.00	2018.4.29-2021.4.28
新疆红旗坡农业发展集团有限公司	阿克苏民福康食用菌科技发展有限公司	4,620.00	2019.8.20-2020.8.19
合计		104,864.30	-

资料来源：公司 2019 年审计报告

七、评级结论

依托于良好的区位和资源优势的区位优势、突出的区位优势和得天独厚的自然条件，阿克苏地区经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的外部环境；公司业务种类丰富，一定程度分散了经营风险，其中主要业务农田灌溉和代建代管经营较为稳定，2019年收入规模均进一步提升，且持续性较好；同时公司仍获得较大力度的外部支持。但值得关注的是，公司资产以固定资产、应收款项、在建工程和存货为主，且部分资产使用受限，资产流动性偏弱；公司在建的代建、自建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力；有息债务规模有所增长，偿债能力指标弱化，债务偿还压力加大；同时公司存在对外担保，部分担保对象为民营企业或个人，且部分已逾期，抗风险能力偏弱，存在较大的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，本期债券信用等级维持为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）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	229,574.16	177,833.68	139,429.25
其他应收款	476,798.16	360,763.29	324,885.54
存货	894,430.66	811,648.03	470,233.25
固定资产	1,070,733.43	513,185.92	511,413.46
在建工程	438,206.21	376,828.87	338,893.45
资产总计	4,839,110.65	2,676,476.95	2,178,238.27
其他应付款	250,588.54	197,644.58	126,109.25
一年内到期的非流动负债	20,006.75	10,000.00	0.00
长期借款	380,593.67	198,507.48	221,247.90
应付债券	505,002.43	332,047.45	245,085.16
长期应付款	199,966.46	133,506.52	98,452.86
其他非流动负债	134,689.84	136,621.19	176,830.97
负债合计	1,651,412.88	1,081,046.53	959,046.97
有息债务	1,053,441.97	668,225.40	633,013.31
所有者权益	3,187,697.77	1,595,430.43	1,219,191.30
营业收入	123,550.88	99,597.77	69,851.12
营业利润	26,997.38	41,828.03	24,762.53
营业外收入	4,374.27	729.98	1,362.23
利润总额	30,995.00	41,332.97	26,032.95
经营活动产生的现金流量净额	-630.95	-581.58	-94,678.18
投资活动产生的现金流量净额	-206,328.57	-33,686.33	-194,739.53
筹资活动产生的现金流量净额	257,365.11	74,573.73	302,228.39
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	44.77%	59.12%	69.70%
收现比	0.65	0.51	0.99
产权比率	51.81%	67.76%	78.66%
资产负债率	34.13%	40.39%	44.03%
现金短期债务比	5.64	17.78	-
EBITDA（万元）	69,805.66	67,422.60	64,659.46
EBITDA 利息保障倍数	2.97	4.71	3.05
有息债务/EBITDA	15.09	9.91	9.79

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的一级子公司

公司名称	业务性质	持股比例		取得方式
		直接	间接	
阿瓦提县天宏资产投资经营有限责任公司	公共设施管理业	97.56%	-	划拨
温宿县国有资产经营投资有限责任公司	公共设施管理业	96.00%	-	划拨
拜城县国有资产投资经营有限公司	公共设施管理业	100.00%	-	划拨
沙雅县国有资产营运公司	公共设施管理业	74.81%	-	划拨
新和县国有资产经营管理有限公司	公共设施管理业	70.07%	-	划拨
乌什县燕山资产经营有限责任公司	公共设施管理业	86.44%	-	划拨
柯坪县国有资产经营管理有限责任公司	公共设施管理业	100.00%	-	划拨
阿克苏纺城供排水有限公司	城市供水	98.48%	-	划拨
新疆鑫源融资担保有限责任公司	融资担保	72.69%	8.23%	划拨
新疆汇宗农副产品电子交易市场有限公司	农副产品销售	90.00%	-	划拨
阿克苏天山神木果业发展有限责任公司	林果产业化经营	100.00%	-	划拨
新疆红旗坡农业发展集团有限公司	农作物种植	100.00%	-	划拨
阿克苏西域牧业发展有限责任公司	种畜禽生产经营	100.00%	-	划拨

资料来源：公司 2019 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{部分其他非流动负债}$

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。