



# 珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期) 2021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.

技术领先，服务全球，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：



# 珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司

## 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

### 2021年跟踪评级报告

#### 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-6-23	2020-5-21

#### 评级观点

- 中证鹏元对珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司（以下简称“恒基达鑫”或“公司”，股票代码：002492.SZ）及其2019年6月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AAA，发行主体信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到公司库区具有较好的区位优势及仓储能力，业务稳定性相对较好，资产负债率水平较低，2020年营收及利润显著增加，广东粤财融资担保集团有限公司（以下简称“粤财担保集团”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。同时也关注到，公司经营易受石油化工行业景气度影响，对外投资收益存在不确定性且供应链、保理及融资租赁业务风控能力面临一定挑战。

#### 债券概况

债券简称：19恒达01

债券剩余规模：0.58亿元

债券到期日期：2022-6-6

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付，附第2年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

增信方式：保证担保

担保主体：广东粤财融资担保集团有限公司

#### 未来展望

- 公司具有较好的区位优势及仓储能力，业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

#### 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	17.96	17.25	16.31	15.58
归母所有者权益	14.06	13.63	12.81	12.43
总债务	2.94	2.58	2.30	1.93
营业收入	1.09	3.69	2.75	2.55
净利润	0.46	1.02	0.49	0.53
经营活动现金流净额	0.80	1.18	1.53	1.08
销售毛利率	59.25%	48.22%	45.22%	45.21%
EBITDA 利润率	-	58.70%	57.30%	57.84%
总资产回报率	-	7.81%	4.85%	4.86%
资产负债率	21.12%	20.43%	20.95%	19.48%
净债务/EBITDA	-	-0.52	-0.36	-0.83
EBITDA 利息保障倍数	-	20.49	13.04	15.18
总债务/总资本	17.18%	15.82%	15.16%	13.33%
FFO/净债务	-	-147.29%	-193.79%	-82.72%
速动比率	3.73	3.79	2.49	2.31
现金短期债务比	2.87	2.98	2.46	2.53

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度报，中证鹏元整理

#### 联系方式

项目负责人：胡长森  
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：安晓敏  
anxm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司库区具有较好的区位优势及仓储能力。**公司的库区均位于水道附近，依托珠海、扬州等地石化企业聚集效应，业务覆盖珠三角、长三角等沿海发达地区；截至 2021 年 3 月末，公司珠海库区储罐容量较大，仓储能力在珠三角具有一定规模优势。
- **公司在手长期合同较为充足，业务稳定性相对较好。**截至 2021 年 3 月末，公司在手长期合同较为充足，客户较为优质，公司业务稳定性相对较好。
- **公司资产负债率水平较低，2020 年营收及利润显著增加。**截至 2021 年 3 月末，公司资产负债水平仍较低；公司经营活动现金流仍表现较好，且现金生成能力仍较强，2020 年受益于石化仓储市场行情整体较好，公司营收及利润显著增加。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**粤财担保集团<sup>1</sup>背景优势明显，整体实力强，经中证鹏元综合评定其主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

## 关注

- **石油化工行业受宏观经济波动和周期性影响较大，公司经营易受行业景气度影响。**受 COVID-19 疫情影响，2020 年宏观经济增速进一步下探，且安全生产事故频发下石化行业整治提升力度加码，行业发展面临一定不利影响，石油石化行业景气度波动将对公司经营造成一定不利影响。
- **公司供应链业务占用较多资金，风控能力面临一定挑战。**2020 年公司供应链业务仍占用较多资金，融资租赁业务及保理业务规模仍然较小，中证鹏元将持续关注该等业务的风控能力及资金占用情况。
- **公司对外投资的收益存在不确定性。**2020 年末公司所持的两只医药健康类合伙企业账面价值为 0.78 亿元，2020 年对其按权益法核算亏损 128.60 万元；此外，2020 年末，公司存续的债权类投资为 0.80 亿元，未来需持续关注公司对外投资的收益实现情况。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	恒基达鑫	宏川智慧	上海雅仕	中储股份	保税科技
总资产	17.25	63.58	13.47	211.43	34.09
营业收入	3.69	8.48	17.34	488.16	20.64
净利润	1.02	2.50	0.62	5.35	2.34
销售毛利率(%)	48.22	64.33	10.16	2.96	19.95
资产负债率(%)	20.43	62.41	41.40	42.38	27.14

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
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

<sup>1</sup> 广东省融资再担保有限公司于 2021 年 4 月 19 日更名为广东粤财融资担保集团有限公司。

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年6月6日发行3年期1亿元公司债券，募集资金用于补充流动资金及偿还有息债务。截至2021年5月14日，本期债券募集资金专户余额为142.67元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2021年3月31日，公司注册资本仍为40,500万元，珠海实友化工有限公司持有公司42.34%的股份，仍为公司控股股东，公司实际控制人仍为自然人王青运；公司前五大股东明细如表1所示。

跟踪期内，公司设立子公司常熟恒基达鑫供应链管理有限公司。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共17家，详见附录三。

**表1 截至2021年3月31日公司前五大股东持股情况**

股东名称	持股数量（股）	持股比例
珠海实友化工有限公司	171,490,000	42.34%
张辛聿	9,150,000	2.26%
乔通	7,500,000	1.85%
珠海横琴新区恒荣润业股权投资合伙企业(有限合伙)	5,957,750	1.47%
珠海天拓实业有限公司	3,435,426	0.85%
<b>合计</b>	<b>197,533,176</b>	<b>48.77%</b>

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 四、运营环境

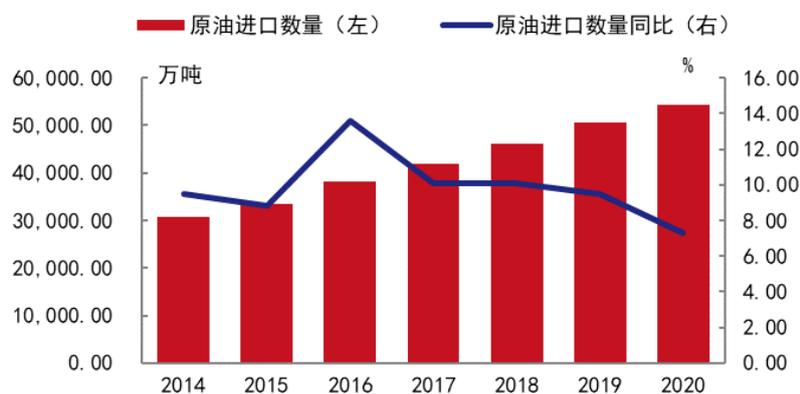
### 行业环境

#### 2021年需求提升及通胀预期导致能源类大宗商品价格持续上涨，石化行业盈利情况预计改善

石化仓储物流行业与石化行业发展密切相关，也与我国宏观经济形势具有高度的相关性。近年来我国宏观经济增速明显放缓，受“COVID-19”疫情影响，2020年我国全年GDP比上年增长2.3%。但近年我国工业生产平稳增长，新产业增长较快，进出口总额创历史新高，贸易结构不断优化，供给侧结构性改革深入推进，经济转型升级态势持续。随着我国经济发展带来的巨大需求，近年我国石油化工产品进

口规模不断增长，但增速逐渐放缓，其中以原油进口规模最大、占比最高，2020年我国原油进口量为5.4亿吨，同比增长7.30%。

**图 1 2020 年我国原油进口量持续增加，但增速呈放缓趋势**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年上半年“COVID-19”疫情全球蔓延，“停工停产”导致原油需求不足，原油供给过剩忧虑再现，叠加产油国联盟恶性竞争，油价急剧下挫，中国大宗商品价格总指数及中国大宗商品价格能源类指数随之出现暴跌。2020年下半年，随着全球疫情控制，原油需求提升，且供给端OPEC+执行减产政策，需求和供给双重因素下推动油价上涨。同时，为应对疫情对经济造成的冲击，世界各主要经济体政府出台大规模刺激方案，通胀预期导致2021年以来全球大宗商品价格快速上涨，我国大宗商品价格指数也快速上涨，带动石油、石化相关行业价格走高，预计2021年我国石化行业盈利情况有所改善。

**图 2 需求提升及通胀预期导致我国能源类大宗商品价格持续上涨**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国持续出台环保法律法规，增强对石化行业的环保要求，生产安全事故频发下行业监管力度加码，叠加清洁能源替代压力，石化行业发展面临一定不利影响

近年来，国民环保意识逐步加强，我国政府对环境保护的要求进一步提高。2016年以来，《中华人民共和国大气污染防治法》、《“十三五”生态环境保护规划》、《中华人民共和国水污染防治法修正案(草案)》、《排污许可证申请与核发技术规范（石化工业）》、《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》及《环境污染强制责任保险管理办法（草案）》等法律法规密集出台，对石化行业的环保要求和标准不断提高。

2019年以来，我国出现如“3·21”盐城响水事故、“7·19”河南三门峡重特大事故等多起石油化工生产安全事故，我国各级各地政府密集出台石化行业产业规范指导意见，加码提升化工行业整治力度，通过禁止新增化工园区及推动企业向工业园区集中等多举措进一步加大现有化工园区整治力度。此外，为了响应“碳中和”和“碳达峰”等战略规划，我国政府对环境保护的要求不断提高，对石化行业的环保要求和标准也不断提高。2021年3月，中央发布《十四五规划和2035年远景目标纲要》，明确提出，改造提升传统产业，推动石化等原材料产业布局优化和结构调整，加快化工等重点行业企业改造升级，完善绿色制造体系；深入实施增强制造业核心竞争力和技术改造专项，鼓励企业应用先进适用技术、加强设备更新和新产品规模化应用。

面对当前趋严的环保政策及监管环境，石化企业存在双重压力。一方面，石化企业需要不断加大各方面投入，持续改善生产工艺、技术，以使其排放的废弃物达标；另一方面，国家对清洁能源的开发利用程度的逐步加强，能源消费结构有所调整，原煤、原油消费比重整体处于下降趋势，而水电、核电、风电消费比重提升。2019年9月，国家能源局发展规划司司长李福龙表示：2018年我国非化石能源占一次能源消费总量的比重已达14.3%，预计2020年可达到15%的目标。未来我国清洁能源的应用将更加普遍，清洁能源将渐进取代化石能源，对石化行业带来负面影响。

**表2 我国各级各地政府出台石化产业规范指导意见，加码整治提升力度**

文件名称	主要内容
应急管理部印发的《化工园区安全风险排查治理导则(试行)》	对化工园区安全风险排查提出了严格准入，规范管理、科学规划，合理布局、系统排查、重点整治等三项基本原则
《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》	提出“依法依规推进整治提升”“压减沿江地区化工生产企业数量”“压减环境敏感区域化工生产企业数量”等严厉举措。
《广东省打赢蓝天保卫战行动方案(2018~2020年)》	提出珠三角地区禁止新增化工园区等
《浙江省打赢蓝天保卫战三年行动计划》	明确提出浙江全省禁止新增化工园区，并加大现有化工园区整治力度
《河北省关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战实施意见》	推动企业向工业园区集中，并原则上禁止新增化工园区
-	山东省在完成化工园区认定的同时，也明确指出，今后不再新增化工园区，并将按照“增一撤一”的原则，对全省化工园区数量进行管控

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**珠三角地区港口中以广州港规模最大，竞争优势最为明显；珠海港高栏港区内石化仓储企业竞争较为激烈**

珠江三角洲地区港口群以广州港、深圳港、珠海港为主要港口，由于珠三角各港口地理位置毗邻，经济腹地互相重叠，吞吐货物类型相似，港口之间竞争较为激烈，2020年广州港总体吞吐规模仍最大，竞争优势仍较为明显。珠海港由主体港区高栏港区及万山等7大港区组成，其主体港区高栏港区的货物吞吐量约占珠海港的25%，港内石化仓储企业较多，其中罐容及泊位运营实力较强的主要大型石化仓储企业有中化珠海石化储运有限公司、公司及珠海市一德石化有限公司等，竞争较为激烈。

**表3 珠三角主要港口货物吞吐量情况**

珠海库区	货物吞吐量（亿吨）		集装箱吞吐量（万 TEU）	
	2020年	2019年	2020年	2019年
广州港	6.12	6.06	2,317	2,283
深圳港	2.65	2.58	2,655	2,577
珠海港	1.34	1.38	184	256

资料来源：中华人民共和国交通运输部，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

2020年公司主营业务仍然为向客户提供液体化工品码头卸货、储罐保存、运输等一系列服务，其中仓储和装卸收入合计占当期公司营业收入的85.56%，仍为公司收入的主要来源。2020年公司仓储收入同比增加28.30%，装卸收入同比增加29.70%，管理服务同比增加205.69%，带动公司营业收入较上年扩大34.37%。此外，2020年子公司武汉恒基达鑫国际化工仓储有限公司（以下简称“武汉恒基达鑫”）运输收入增加以及扬州恒基达鑫国际化工仓储有限公司（以下简称“扬州恒基达鑫”）通过接受转让货权并处置货物的方式使得其他业务收入同比增加45.37%。2020年实现其他业务收入0.34亿元，但对整体收入的贡献度仍有限。2020年公司销售毛利率较上年有所提升。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
仓储	5,870.45	55.41%	16,834.44	34.28%	13,121.23	27.21%
装卸	3,626.52	65.38%	14,763.38	63.50%	11,382.72	59.25%
管理服务	564.92	35.01%	1,908.93	38.63%	624.47	13.12%
其他业务	865.21	75.43%	3,425.11	56.24%	2,356.18	86.20%
<b>合计</b>	<b>10,927.09</b>	<b>59.25%</b>	<b>36,931.85</b>	<b>48.22%</b>	<b>27,484.60</b>	<b>45.22%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司库区具有较好的区位优势及仓储能力，2020年仓储装卸收入同比增加，但仓储装卸业务易受石化产业景气度影响而存在一定波动

公司为客户提供液体化工品码头装卸和仓储收入服务，包括提供码头卸货、储罐保存、运输等一系列服务，主要由公司本部、子公司扬州恒基达鑫及武汉恒基达鑫经营。公司业务具体的经营模式为：公司根据客户需要储存的液体化工品品种、规模和储存时间等条件，参考市场上同类化工品仓储价格，确定收费水平及结算周期。公司与客户签订合同后，客户货物到港，公司进行码头装卸和货物入库工作。客户按照合同约定的付款周期及方式付款。当客户需要提取货物时，公司对客户所需支付的仓储费用进行结算，在客户完成仓储费用支付后公司进行货物出库工作，否则公司将不予进行货物出库。确认收入时，公司按照实际发生仓储、装卸收入分别入账。受公司业务性质影响，石化产业景气度对公司业务影响较大，而石化产业景气度易受宏观经济波动影响。

公司的库区均位于水道附近，依托珠海、扬州等地石化企业聚集效应，业务覆盖长三角、珠三角等沿海发达地区，武汉恒基达鑫投产后，公司业务扩展至中部内陆地区，且武汉恒基达鑫目前为武汉市唯一的固体危化品仓储企业，具备一定的竞争优势。

公司库区由码头装卸船系统、库区及泵站、装车站、控制系统和安防系统组成。截至2021年3月末，公司拥有165个储罐，罐容总量为104.07万立方米。所有的储罐配备有制氮装置，用以对每个罐进行氮封，针对某些物料储存的特殊要求，部门储罐配备有专门的冷却系统、加热系统。

公司三大库区中的珠海库区位于珠海高栏港防波堤内侧根部，由于防波堤的掩护作用，港内水域泊稳条件良好，操作天数长（年平均可操作天数350天），能保障大吨位级船舶的安全靠泊。扬州库区位于长江南京河段仪征水道左岸胥浦河口上游，上游距南京约45公里。珠海、扬州库区以储存液体化工品为主，储罐可存储醇类、苯类、烷烯烃类等液体化工品以及各类轻质油、燃油。武汉恒基达鑫的建设分为两期，一期占地11万平方米，主要为甲乙丙类化工库、液体罐区及分装系统，主要仓储品含常用液体化工品、固体包装货物及散水液体等，一期项目已于2016年10月建成并投入运营。

**表5 截至2021年3月末公司库区情况**

库区	位置	规划吞吐量	储能
珠海	珠海高栏港防波堤内侧根部，拥有珠海码头岸线长668米，占地约22万平方米	1,000万吨	储罐60个，储罐容量1,500立方米至50,000立方米，总罐容为61.30万立方米
扬州	长江南京河段仪征水道左岸胥浦河口上游，距离南京约45公里，占地约20.18万平方米	345万吨	储罐71个，总罐容41.75万立方米
武汉（一期）	武汉地区唯一的化学品物流中心化工港口物流区内	49万吨	总货位数约4万个，货位年吞吐量可达49万吨，液体储罐34个，储罐库容约1.02万立方米

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司珠海库区4万m<sup>3</sup>的储罐应政府地质灾害维护停用、加之珠海片区市场竞争加剧，2019年公司珠海库区液体化工品仓储罐容利用率较低，2020年石化仓储市场行情整体较好及珠海库区停用的储罐重新启用等因素，公司储罐利用率较上年度有所增加至87.02%。2021年1-3月石化仓储市场行情继续向好，储罐利用率达到95.91%。

**表6 公司仓储罐容利用率情况**

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
利用率	95.91%	87.02%	74.91%

注：月储罐利用率=月初库存量/月初投用储罐总量（库容\*密度），年储罐利用率即取12个月的平均值。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要库区运营情况方面，2020年公司码头靠泊船舶数量为1,957艘次，货物吞吐量为924.92万吨，同比大幅增加，其中扬州泊位的靠泊船舶数量增幅较大，珠海泊位的货物吞吐量大幅增加。

**表7 公司船舶靠泊和货物吞吐量情况（单位：艘次、万吨）**

项目	码头靠泊船舶数量			货物吞吐量		
	2021年3月	2020年	2019年	2021年3月	2020年	2019年
珠海泊位	222	991	915	193.88	735.26	380.33
扬州泊位	245	966	637	55.43	189.66	125.70
合计	467	1,957	1,552	249.31	924.92	506.03

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在珠海库区和扬州库区仓储产品区别较大，珠海库区主要仓储产品为对二甲苯、航空煤油及乙二醇等，2020年石化仓储市场行情较好，公司珠海库区吞吐量大幅增加。扬州库区主要仓储产品为油品（含汽油、石脑油）及乙醇等，其中油品的需求客户主要为贸易商类客户，2020年下半年以来油价上涨，带动贸易商类客户储存意愿增强，扬州库区油品吞吐量也有所上升。

**表8 公司码头接卸主要油品及化工品吞吐量情况（单位：万吨）**

珠海库区	2020年		2019年	
	数量	占比	数量	占比
对二甲苯	300.72	40.9%	154.03	40.49%
航空煤油	64.11	8.8%	86.12	22.64%
混合芳烃	87.31	11.8%	-	-
轻质循环油	58.48	7.9%	-	-
乙二醇	61.93	8.4%	29.98	7.88%
苯乙烯	41.22	5.6%	14.03	3.69%
冰醋酸	20.8	2.8%	10.23	2.69%
合计	634.57	86.2%	294.39	77.39%

扬州库区	2020年		2019年	
	数量	占比	数量	占比
石脑油	10.41	5.49%	21.70	17.26%

汽油	89.44	47.16%	36.14	28.75%
乙醇	15.44	8.14%	27.96	22.24%
液化气	24.26	12.79%	15.86	12.62%
MTBE	5.35	2.82%	-	-
丙烯	-	-	4.63	3.68%
甘油	8.69	4.58%	-	-
苯	9.22	4.86%	-	-
<b>合计</b>	<b>162.81</b>	<b>85.84%</b>	<b>106.29</b>	<b>84.55%</b>

注：“-”表示该货品当年吞吐量较低，未统计进本表。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司租罐租期在一年以上为长期，一年以下为短期，公司的化工企业类客户一般有较为稳定的仓储需求，大多选择长期租罐，而贸易商类客户则多选择短期租罐，其中长期租罐有利于提升公司罐容利用率，获得稳定收入。随着公司市场开拓力度加强，2020年公司仓储业务实现收入1.68亿元，同比增长28.30%，其中受贸易商类客户储存意愿增强影响，短期租罐收入同比增长170.65%。

**表9 公司长、短期租罐收入情况（单位：万元）**

项目		短期租罐	长期租罐	合计
2019年	收入	1,906.88	11,214.35	13,121.23
	占比	14.53%	85.47%	100.00%
2020年	收入	5,160.97	11,673.47	16,834.44
	占比	30.66%	69.34%	100%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，公司库区拥有良好的区位优势，库容规模较大，稳定的仓储需求带动长期租罐收入较为稳定，但石油石化行业景气度波动仍对公司经营造成一定影响。

**公司仓储装卸业务客户较为稳定，整体集中度不高；在手长期合同较为充足，未来业务持续性较好**

公司客户较为稳定，主要系国内大型石化企业，如珠海碧辟化工有限公司。公司主营业务客户集中度一般，2020年前五大客户收入占年度销售额之比为25.93%。公司下游客户销售主要采取现金、汇款、银行承兑汇票方式结算。结算方式较为灵活，主要以每月结算、季度结算为主，结算周期一般在30-90天，其中，30天以内结算业务占比约50%左右，账期较短，资金回笼速度较快。

截至2021年3月末，公司在手长期合同较为充足，与国内外知名石化企业维持长期稳定的合作关系，公司未来收入持续性较好。

**表10 截至2021年3月末公司主要在手长期合同（单位：万元）**

客户名称	合同总规模	未履行完毕的合同规模	合同期限
客户一	9,555.00	1,755.00	2011.9.20-2021.12.31

客户二	5,796.00	1,764.00	2016.4.19-2022.12.31
客户三	3,648.00	864.00	2018.11.1-2021.12.31
客户四	2,040.00	1,499.38	2020.8-2021.8
客户五	1,213.62	799.38	2021.1-2021.12
<b>合计</b>	<b>22,252.62</b>	<b>6,681.76</b>	-

注：长期合同均为一年及以上。

资料来源：公司提供

公司日常采购内容主要为生产所需零星物资，采购规模不大，以现金、银行承兑汇票结算，结算期限在45天以内。2020年公司前五大供应商采购额合计为0.29亿元，占年度采购总额的比例为38.07%。

**2020年公司继续通过股权、债权及银行理财等产品进行对外投资，投资收益大幅增加，未来仍需关注公司所投医药健康类合伙企业盈利情况及债权类投资的本息安全情况**

公司投资收益主要来自股权投资收益、银行理财产品及债券投资收益。截至2020年末，公司权益投资账面净值为1.07亿元，银行理财产品余额为1.69亿元，债权类投资余额为0.80亿元<sup>2</sup>。2020年公司获得1,073.21万元投资收益，同比大幅增加。但公司持有的恒达创富一期合伙企业及华药恒达创富合伙企业份额按权益法核算亏损128.60万元，未来需关注公司所投合伙企业的盈利情况。

值得注意的是，由于公司所持的Rolta Americas LLC所发行的债券（Rolta2019）第一期于2016年三季度违约未支付利息、Rolta2019第二期于到期日（2019年7月24日）违约未支付本息，公司2016年对该债券计提减值损失2,298.30万元，2019年公司对该债券全额计提减值准备，截至2020年末，仍未收到Rolta2019面值即利息。从存续的债权类投资情况来看，2020年末公司债权类投资余额为0.80亿元，未来需持续关注公司债权类投资的本息安全情况。

**表11 截至2020年末公司主要股权投资情况（单位：万元）**

被投资单位	账面余额
深圳市华信睿诚创业投资中心（有限合伙）	1,156.76
广东粤科拓思智能装备创业投资有限公司	600.00
珠海多士科技有限公司	300.00
珠海阿凡提文化产业有限公司	200.00
磐石保险经纪人股份有限公司	440.58
SPD SILICON VALLEY BANK CO LTD	0.09
<b>小计</b>	<b>2,697.42</b>
广州恒达创富一期健康产业并购投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“恒达创富一期合伙企业”）	5,339.11
广州华药恒达创富创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“华药恒达创富恒达创富合伙企业”）	2,442.18

<sup>2</sup> 2020年末公司债权类投资主要包含一年内到期信托计划0.70亿元和所持债券0.10亿元。

珠海横琴新区创辰众鑫股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“创辰众鑫”）	210.04
<b>小计</b>	<b>7,991.33</b>
<b>合计</b>	<b>10,688.75</b>

注：深圳市华信睿诚创业投资中心（有限合伙）及广东粤科拓思智能装备创业投资有限公司均为公司参股的投资基金，收益分配原则是按项目核算投资退出收益。

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 2020年公司供应链业务仍占用较多资金，融资租赁业务及保理业务规模仍然较小，中证鹏元将持续关注该等业务的风控水平

2020年公司供应链业务仍主要由下属子公司恒基达鑫（香港）国际有限公司及珠海横琴新区恒基永盛供应链管理有限公司负责开展，主营进出口贸易供应链管理及融资等综合服务。公司利用自身资源优势促成国内外客户与国内外供应商达成交易，并根据交易双方的资信情况，为交易的一方提供进出口贸易货值范围内的融资服务，并收取一定的供应链管理及融资服务费。为实现业务风险控制，公司通过要求融资方向中国出口信用保险公司投保或监控其货物的物权等方式来规避回款风险。2020年公司供应链业务实现收入1,175.53万元，同比有所增加。值得注意的是，2020年末其他应收款中97.93%为供应链业务相关款项，合计1.67亿元，其中前两大客户占其他应收款的比重为71.85%，客户集中度高，占用公司较多资金。

公司融资租赁业务主要由子公司珠海横琴新区恒基润业融资租赁有限公司（以下简称“恒基润业”）运营。恒基润业于依托公司的仓储物流客户资源，通过动产租赁、售后回租及转租赁等方式，着重在化工仓储及节能设备等领域进行租赁事业。2020年，恒基润业仅为公司合并报表范围内的公司提供往年结存融资租赁业务，规模仍然较小，且合并报表范围未产生融资租赁业务收入。

公司保理业务主要由子公司珠海横琴新区恒旭达商业保理有限公司（以下简称“恒旭达”）运营，恒旭达保理业务的客户主要来自公司仓储业务的贸易类客户。2020年公司保理业务仅为往年结存的保理业务，受疫情等因素影响，公司未开展新的保理业务，实现保理业务收入216.44万元，同比有所下降。

总体来看，2020年公司供应链业务得到进一步发展，但仍占用公司较多资金，融资租赁业务及保理业务规模仍然较小，且2020年业务规模有所收缩。此外，公司该等业务具有一定风险，对人才专业性及风险控制水平有较高要求，中证鹏元将持续关注公司该等业务的经营状况和风控水平。

## 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

2019-2020年审计报告及未经审计的2020年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围新增1家子公司。

公司自2020年1月1日起执行新收入准则。根据新收入准则的衔接规定，首次执行该准则的累计影响数调整首次执行当期期初（2020年1月1日）留存收益及财务报表其他相关项目金额，对可比期间信息不予调整。

**表12 公司会计政策变更影响的报表项目情况（单位：元）**

受影响的报表项目	2019年末余额	2020年初余额	调整数
预收款项	1,408,370.65	0.00	-1,408,370.65
合同负债	0.00	1,402,011.92	1,402,011.92
其他流动负债	0.00	6,358.73	6,358.73

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

## 资产结构与质量

跟踪期内公司资产规模进一步增加，但仍以固定资产及无形资产等流动性较弱的资产为主，部分资产受限，资产整体流动性不高，且需继续关注公司对医药健康产业的投资成效

跟踪期内公司资产规模进一步增加，非流动资产占比下降，2021年3月末资产总额为17.96亿元，非流动资产占比56.43%。

公司货币资金主要为银行存款，2020年末公司货币资金中受限货币资金为0.42亿元，含用于担保的定期存款或通知存款0.30亿元、保函保证金0.11亿元、诉讼冻结银行存款135.00万元。2020年末公司交易性金融资产主要为银行理财产品。公司应收账款主要为应收仓储业务款及应收保理业务款，2020年末应收账款较上年有所下降，主要系恒旭达保理业务应收账款收回所致。2020年末公司其他应收款账面价值较上年增加，其中应收供应链融资本金为1.67亿元。

2020年末公司固定资产账面价值较上年有所下降，系折旧增加及处置或报废机器设备、港务及库区设施所致。2020年末公司未办妥产权证书的固定资产规模为0.72亿元，系政策原因暂未交清土地出让金所致。公司无形资产主要包括土地使用权和码头岸线使用权，其中珠海及扬州等地土地使用权合计6宗，面积合计52.61万平方米，以仓储用地、工业用地为主，账面价值为1.50亿元；珠海及扬州两地码头岸线使用权255.88万元。公司其他非流动资产主要为对医药健康产业的合伙企业投资，2020年末较上年略有增加，主要系新增对创辰众鑫投资0.02亿元。但值得注意的是，2020年度恒达创富一期合伙企业及华药恒达创富合伙企业份额按权益法核算亏损128.60万元，未来需持续关注公司对医药健康产业投资的实际成效。

**表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	2.98	16.59%	2.39	13.85%	2.55	15.65%
交易性金融资产	2.08	11.60%	1.71	9.90%	0.63	3.85%
应收账款	0.44	2.44%	0.37	2.17%	0.99	6.07%
其他应收款	1.29	7.19%	1.69	9.79%	0.35	2.15%
<b>流动资产合计</b>	<b>7.82</b>	<b>43.57%</b>	<b>7.05</b>	<b>40.88%</b>	<b>5.04</b>	<b>30.88%</b>
固定资产	6.81	37.95%	6.91	40.04%	7.40	45.36%
无形资产	1.52	8.45%	1.53	8.85%	1.53	9.37%
其他非流动资产	0.80	4.44%	0.80	4.63%	0.78	4.81%
<b>非流动资产合计</b>	<b>10.13</b>	<b>56.43%</b>	<b>10.20</b>	<b>59.12%</b>	<b>11.28</b>	<b>69.12%</b>
<b>资产总计</b>	<b>17.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.25</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.31</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

截至2020年末，公司受限资产主要为保证金及冻结的银行存款0.42亿元、用于借款抵押及售后回租的固定资产1.03亿元、用于借款抵押的无形资产0.69亿元和投资性房地产197.57万元，资产受限规模合计为2.17亿元，占当期总资产比重为12.56%。

综上，跟踪期内公司资产规模有所增加，但仍以固定资产及无形资产等流动性较弱的资产为主，且部分资产使用受限，公司资产整体流动性不高。

## 盈利能力

### 2020年石化仓储市场行情较好，公司营收及利润显著增加

2020年石化仓储市场行情整体较好，公司本部及子公司扬州恒基达鑫、武汉恒基达鑫收入均有所增加，带动公司营业收入同比增长34.37%；公司主业仓储业务盈利能力不断增强，营业利润增加，EBITDA利润率及总资产回报率等盈利能力指标也有所提升。另外，根据《关于珠海市货物港务费征收使用管理的通知》（珠港字【2000】011号），公司将收到港务费返还等港口经营相关的政府补助并计入其他收益；同时，公司通过债权投资及理财产品等获取投资收益，均对公司利润形成一定补充，但总体规模不大。

图 3 公司收入及利润情况（单位：亿元）

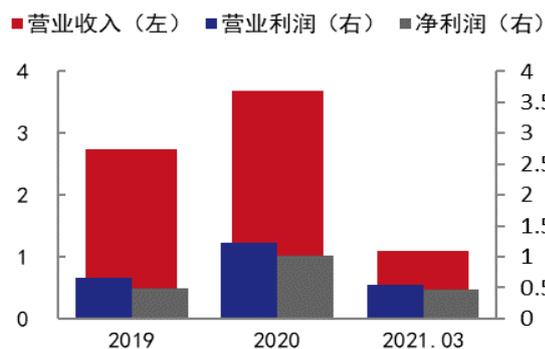
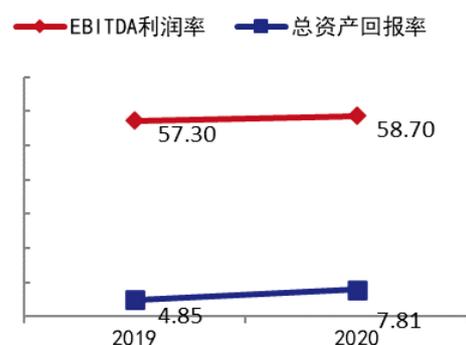


图 4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

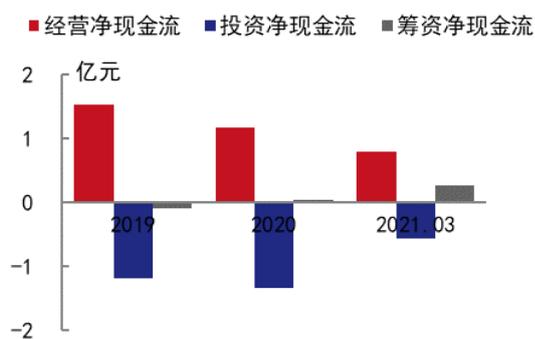
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金流仍表现较好，且现金生成能力仍较强

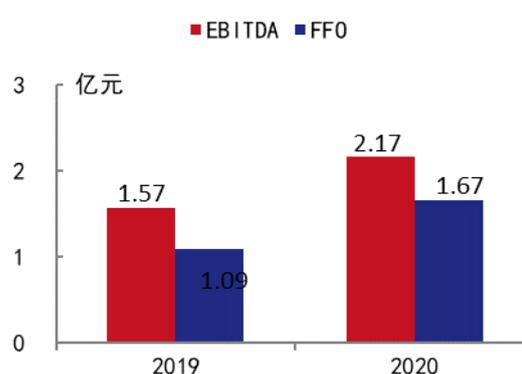
公司客户主要为石化加工企业和贸易企业，结算方式以现金、汇款及票据为主，结算周期较短，2020 年公司经营活动现金流仍为净流入，表现较好。公司投资活动现金流出主要是公司进行债权、股权投资、购买理财产品以及武汉和扬州两地在建项目的投入，2020 年投资活动现金流出规模增加主要系公司股权投资增加所致，2020 年公司筹资活动现金流表现为净流入，主要系偿还债务支付的资金减少。另外，随着公司利润增加，EBITDA 也大幅增加，公司 FFO 也有所增加，现金生成能力仍较强。

图 5 公司现金流结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况

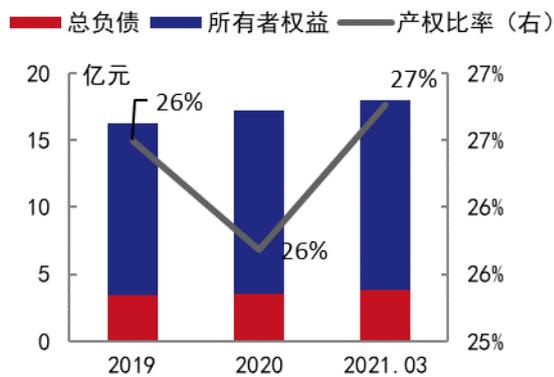


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

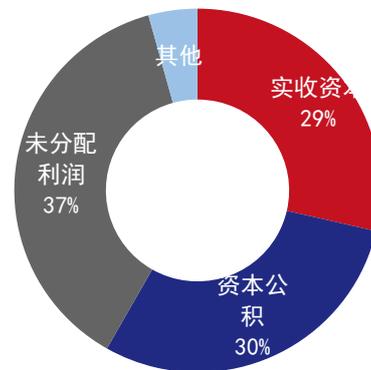
## 资本结构与偿债能力

### 公司偿债指标表现较好，整体债务压力不大

公司负债总额有所增加，2021 年 3 月末达到 3.79 亿元，产权比率为 27%，所有者权益对负债的保障水平仍较高。从公司所有者权益构成来看，未分配利润占比最大，其次为资本公积和实收资本。

**图 7 公司资本结构**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

**图 8 2021 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

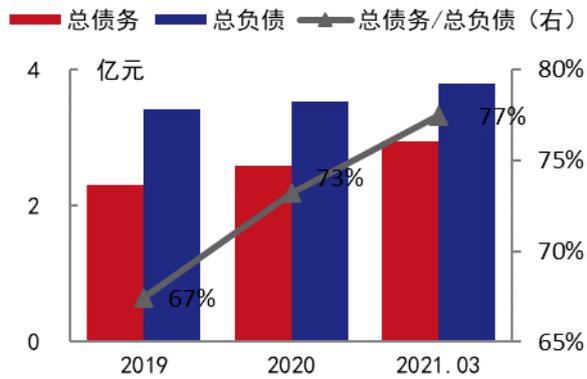
从公司总债务来看，2020 年公司主要通过银行借款筹资，短期借款、长期借款规模均有所增加，一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和融资租赁款，公司应付债券为本期债券。从公司经营性负债来看，2020 年子公司武汉恒基达鑫支付了土地款，公司应付账款账面价值有所下降。公司递延收益系各类政府补助形成，2020 年有所增加。

**表 14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

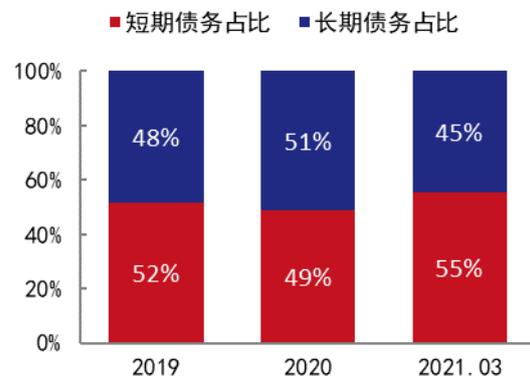
项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.48	39.04%	1.11	31.38%	0.68	19.79%
应付账款	0.21	5.51%	0.31	8.79%	0.55	16.06%
一年内到期的非流动负债	0.14	3.82%	0.16	4.54%	0.51	14.95%
<b>流动负债合计</b>	<b>2.09</b>	<b>55.05%</b>	<b>1.85</b>	<b>52.58%</b>	<b>2.01</b>	<b>58.82%</b>
长期借款	0.32	8.33%	0.32	9.02%	0.07	1.95%
应付债券	1.00	26.29%	1.00	28.27%	0.99	29.09%
递延收益	0.34	8.95%	0.34	9.78%	0.28	8.18%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1.70</b>	<b>44.95%</b>	<b>1.67</b>	<b>47.42%</b>	<b>1.41</b>	<b>41.18%</b>
<b>负债合计</b>	<b>3.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.42</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

从公司债务占负债比重来看，2020 年末及 2021 年 3 月末占比均有所增加；从长短期债务结构来看，跟踪期内变化不大。另外，2020 年末公司外币金融资产 1.56 亿元，外币金融负债为 0.88 亿元，主要为美元项目，公司面临一定的汇率波动风险。

**图 9 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

**图 10 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

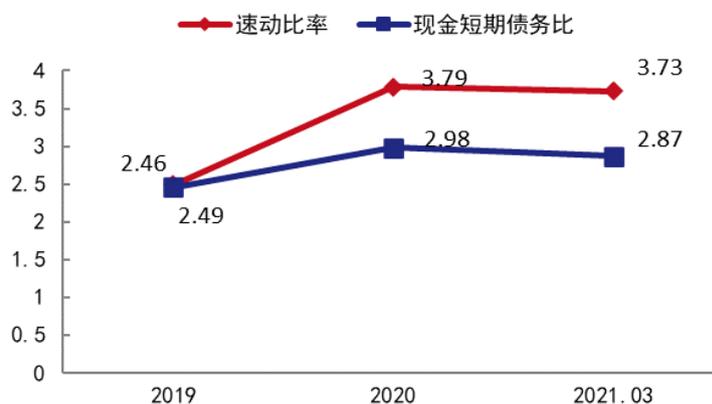
从公司杠杆状况来看，2021年3月末公司资产负债率有所上升，但负债水平仍较低。2020年公司净债务为负，EBITDA利息保障倍数较高，整体债务杠杆较低。

**表15 公司杠杆状况指标**

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	21.12%	20.43%	20.95%
净债务/EBITDA	--	-0.52	-0.36
EBITDA 利息保障倍数	--	20.49	13.04
总债务/总资本	17.18%	15.82%	15.16%
FFO/净债务	--	-147.29%	-193.79%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

从公司流动性比率来看，跟踪期内公司速动比率和现金短期债务比均有所提高，公司短期偿债压力不大。

**图 11 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，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2018年1月1日至报告查询日，公司本部（2021年5月18日）、子公司扬州恒基达鑫（2021年5月17日）、子公司武汉恒基达鑫（2021年5月21日）、子公司恒基润业（2021年5月18日）均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；公司本部及上述子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。

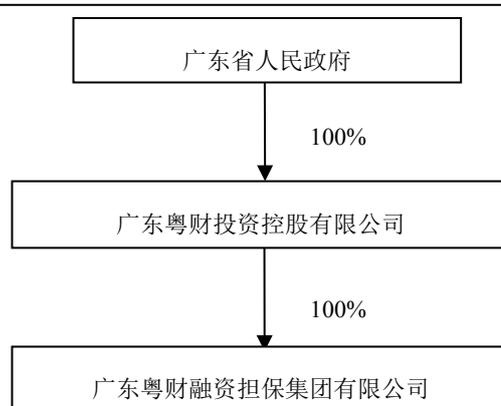
## 八、本期债券偿还保障分析

**粤财担保集团经营状况良好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平**

本期债券由粤财担保集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，担保期间为本期债券存续期及到期之日起两年。

粤财担保集团成立于2009年2月17日，原名广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）投资设立，初始注册资本20亿元。2011年3月更名为广东省融资再担保有限公司，2021年4月19日更名为现名。经过历年增资，截至2020年末，粤财担保集团注册资本为60.60亿元，由粤财控股全资控股。粤财控股成立于1984年，是广东省人民政府授权经营单位，资本实力雄厚。粤财担保集团最终控制人为广东省人民政府。

图 12 截至 2021 年 4 月末粤财担保集团股权结构



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

作为广东省担保行业龙头，粤财担保集团主要从事再担保业务和直接担保业务，收入主要来源于担

保业务收入和以自有资金运作形成的投资收益和利息收入。2018-2020年粤财担保集团分别实现营业收入40,369.05万元、45,688.60万元和46,883.38万元，其中担保业务收入占比分别为38.72%、50.86%和54.72%，近年粤财担保集团及各地市级子公司普惠金融相关担保业务量增长及保函业务增加，使担保业务收入规模增长。

粤财担保集团自有资金主要投向银行理财、广州金融资产交易中心直融、信托等产品，获得较好的投资收益，同时银行存款亦获得一定利息收入。2018-2020年粤财担保集团利息净收入和投资收益合计分别占当期营业收入的59.52%、48.57%和41.73%，系收入的重要构成。

**表16 粤财担保集团收入构成情况（单位：万元）**

项目	2020年	2019年	2018年
担保业务收入	25,655.18	23,239.32	15,632.08
利息净收入	7,187.85	12,798.10	7,563.04
投资收益	12,378.20	9,394.35	16,467.90
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	337.80	-455.13	-467.51
其他业务收入	569.79	206.29	504.49
其他收益	1,092.35	50.53	198.66
资产处置收益	-	-	2.88
<b>合计</b>	<b>46,883.38</b>	<b>45,688.60</b>	<b>40,369.05</b>

注：其他业务收入主要含资金管理费收入、承销费收入、房租收入等。

资料来源：粤财担保集团2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，粤财担保集团资产总额为89.49亿元，所有者权益为71.87亿元；2020年度，粤财担保集团实现营业收入4.69亿元，净利润0.93亿元。

**表17 粤财担保集团主要财务指标（单位：亿元）**

项目	2020年	2019年	2018年
资产总额	89.49	88.11	84.25
所有者权益合计	71.87	72.39	71.65
营业收入	4.69	4.57	4.04
担保业务收入	2.57	2.32	1.56
净利润	0.93	1.92	1.59
净资产收益率	1.29%	2.66%	2.19%
期末在保余额	394.08	674.62	557.78
拨备覆盖率	219.54%	145.53%	120.64%

注：期末在保余额采集自审计报告，2020年期末在保余额与之前差异较大，系由于当年根据实际承担责任统计在保余额，统计口径变化所致。

资料来源：粤财担保集团2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

综合来看，粤财担保集团实力雄厚，业务发展情况较好，中证鹏元评定粤财担保集团主体信用等级AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

## 九、结论

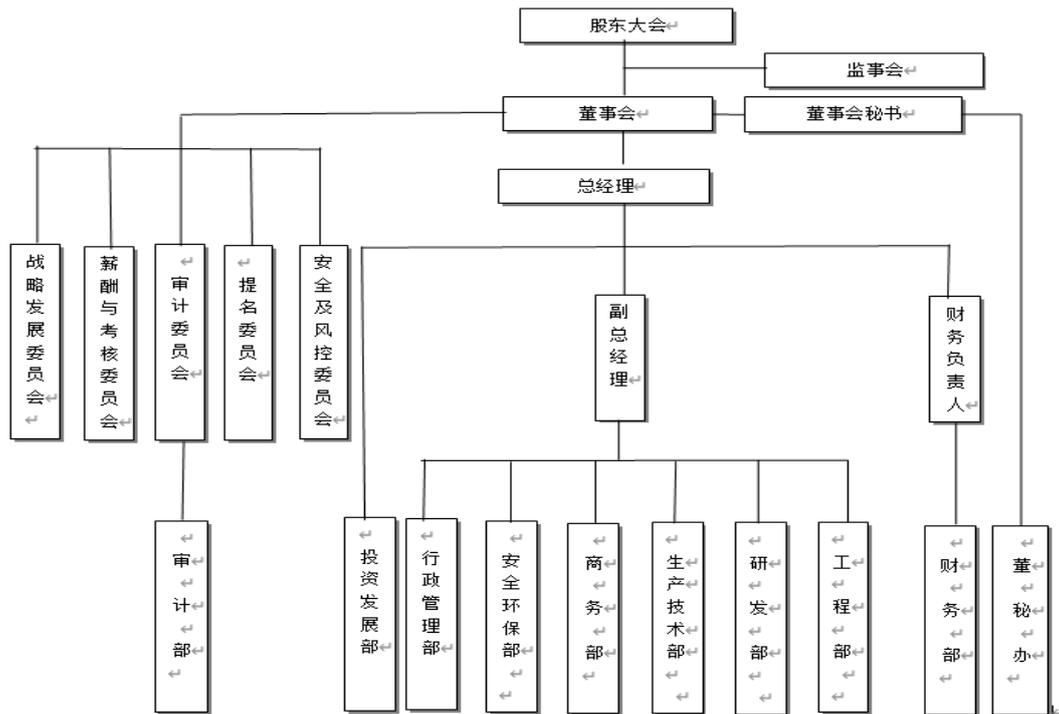
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

## 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3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	2.98	2.39	2.55	2.08
交易性金融资产	2.08	1.71	0.63	0.00
流动资产合计	7.82	7.05	5.04	4.81
固定资产	6.81	6.91	7.40	7.83
非流动资产合计	10.13	10.20	11.28	10.77
资产总计	17.96	17.25	16.31	15.58
短期借款	1.48	1.11	0.68	0.93
一年内到期的非流动负债	0.14	0.16	0.51	0.34
流动负债合计	2.09	1.85	2.01	2.08
长期借款	0.32	0.32	0.07	0.50
应付债券	1.00	1.00	0.99	0.00
非流动负债合计	1.70	1.67	1.41	0.96
负债合计	3.79	3.53	3.42	3.04
总债务	2.94	2.58	2.30	1.93
归属于母公司的所有者权益	14.06	13.63	12.81	12.43
营业收入	1.09	3.69	2.75	2.55
净利润	0.46	1.02	0.49	0.53
经营活动产生的现金流量净额	0.80	1.18	1.53	1.08
投资活动产生的现金流量净额	-0.56	-1.35	-1.19	0.11
筹资活动产生的现金流量净额	0.27	0.05	-0.09	-0.91
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	59.25%	48.22%	45.22%	45.21%
EBITDA 利润率	--	58.70%	57.30%	57.84%
总资产回报率	--	7.81%	4.85%	4.86%
产权比率	26.77%	25.68%	26.50%	24.19%
资产负债率	21.12%	20.43%	20.95%	19.48%
净债务/EBITDA	--	-0.52	-0.36	-0.83
EBITDA 利息保障倍数	--	20.49	13.04	15.18
总债务/总资本	17.18%	15.82%	15.16%	13.33%
FFO/净债务	--	-147.29%	-193.79%	-82.72%
速动比率	3.73	3.79	2.49	2.31
现金短期债务比	2.87	2.98	2.46	2.53

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

## 附录二 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

### 附录三 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
恒基达鑫(香港)国际有限公司	USD3,000.00	100.00%	码头、仓储设施建设与经营，供应链金融服务
珠海横琴新区恒投创业投资有限公司	16,000.00	100.00%	创业投资、创业咨询
珠海横琴新区恒基永盛供应链管理有限公司	1,000.00	100.00%	供应链管理及咨询
扬州恒基达鑫国际化工仓储有限公司	USD5,267.00	100.00%	仓储经营，码头和其他港口设施经营、在港区内从事货物装卸
信威国际有限公司	USD1,100.35	100.00%	投资
武汉恒基达鑫国际化工仓储有限公司	8,000.00	70.00%	普通仓储服务、货物运输代理
珠海横琴新区恒基润业融资租赁有限公司	USD4,000.00	100.00%	融资租赁业务
珠海横琴新区恒旭达商业保理有限公司	5,000.00	100.00%	以受让应收账款的方式提供贸易融资
珠海恒基达鑫石化仓储有限公司	100	100.00%	液体化工产品的码头、仓储的建设与经营
鑫创国际有限公司	2.5 万澳门币	100.00%	投资
扬州华鑫供应链管理有限公司	1,000.00	100.00%	供应链管理及咨询
珠海横琴新区恒基星瑞股权投资管理有限公司	700	70.00%	投资、资产管理
珠海横琴新区誉皓伯企业管理咨询有限公司	650	100.00%	企业管理咨询
珠海横琴新区誉天华企业管理咨询有限公司	650	100.00%	企业管理咨询
武汉恒基达鑫化工供应链服务有限公司	2,000.00	51.00%	供应链服务
武汉恒基达鑫企业孵化器有限公司	200	70.00%	科技企业孵化管理服务
常熟恒基达鑫供应链管理有限公司	1,000.00	100%	供应链管理

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 附录五 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。