信用等级公告

联合〔2020〕200 号

联合资信评估有限公司通过对泰州凤城河建设发展有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持泰州凤城河建设发展有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“19 凤城河 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年二月七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

泰州凤城河建设发展有限公司 2019 年度第一期短期融资券跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA+	稳定	AA+	稳定
19 凤城河 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 凤城河 CP001	7.00 亿元	7.00 亿元	2020/8/14

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 2 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	5
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
-				-

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

泰州凤城河建设发展有限公司（以下简称“公司”）是泰州市重要的旅游基础设施建设及运营主体。跟踪期内，泰州市固定资产投资保持增长，居民收入水平稳步提升，整体经济水平较好；公司拟建项目较多，业务持续性较好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司未实现代建收入，在建项目投资进度慢、未实现回款，2020 年到期偿债压力很大、面临或有负债风险等因素给公司信用水平带来的不利影响。随着在建旅游项目进程的推进，公司旅游板块盈利能力有望提升。伴随泰州市经济实力不断增强，公司外部发展环境向好，有助于提升公司的整体偿债能力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“19 凤城河 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司外部发展环境向好。**跟踪期内，泰州市固定资产投资保持增长，居民收入水平稳步提升，整体经济水平较好。
2. **跟踪期内，公司拟建项目较多，业务持续性较好。**公司拟建项目规划总投资 51.88 亿元。

关注

1. **跟踪期内，公司代建业务回款滞后。**跟踪期内，公司未确认代建收入，在建项目投资进度慢，代建项目未实现回款。
2. **跟踪期内，公司短期偿债压力很大。**跟踪期内，公司现金类资产无法覆盖短期债务；同时公司 2020 年到期的有息债务 58.09 亿元，公司到期债务偿付压力很大。
3. **公司面临一定或有负债风险。**公司对外担保余额为 53.20 亿元，担保比率为 34.80%，担保比率较高。

分析师：霍正泽　朱　煜
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
现金类资产(亿元)	14.90	18.42	17.09	13.59
资产总额(亿元)	142.83	230.55	323.68	332.98
所有者权益(亿元)	74.92	110.32	150.09	152.61
短期债务(亿元)	23.01	11.00	44.30	47.50
长期债务(亿元)	39.84	76.51	75.67	62.34
全部债务(亿元)	62.85	87.51	119.96	109.83
营业收入(亿元)	9.31	10.63	11.54	5.23
利润总额(亿元)	3.28	6.08	13.03	3.53
EBITDA(亿元)	3.39	6.12	13.05	--
经营性净现金流(亿元)	1.12	-15.44	-51.88	12.89
营业利润率(%)	11.52	34.25	29.25	76.20
净资产收益率(%)	4.17	4.78	6.51	--
资产负债率(%)	47.55	52.15	53.63	54.17
全部债务资本化比率(%)	45.62	44.23	44.42	41.85
流动比率(%)	491.58	469.77	312.18	277.12
经营现金流动负债比(%)	4.03	-45.70	-68.78	--
现金短期债务比(倍)	0.65	1.67	0.39	0.29
EBITDA利息倍数(倍)	1.01	1.21	1.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.56	14.31	9.20	--
公司本部（母公司）				
项　目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额(亿元)	144.75	222.45	304.33	307.82
所有者权益(亿元)	74.91	109.88	148.44	148.67
全部债务(亿元)	58.85	83.02	125.76	108.13
营业收入(亿元)	8.91	9.47	6.60	1.00
利润总额(亿元)	3.27	5.50	11.38	0.44
资产负债率(%)	48.25	50.61	51.22	51.70
全部债务资本化比率(%)	44.00	43.04	45.86	42.11
流动比率(%)	412.49	498.16	370.65	325.62
经营现金流动负债比(%)	8.82	-62.45	-88.18	--

注：公司2019年三季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+	稳定	2019/07/29	霍正泽　朱煜	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读正文
AA+	稳定	2018/06/21	张婷婷　朱煜	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读正文
AA	稳定	2015/09/11	黄静雯　王宇勍	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由泰州凤城河建设发展有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

泰州凤城河建设发展有限公司
2019 年度第一期短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于泰州凤城河建设发展有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为泰州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泰州市国资委”）。截至 2019 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 57.88 亿元，较 2018 年底未发生变动。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，仍为泰州市旅游基础设施建设及运营的重要主体。截至 2019 年 9 月底，公司内设行政办公室、投资发展部、财务部、规划建设部和企划部等 8 个职能部门；公司合并范围内有子公司 7 家。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额 332.98 亿元，所有者权益 152.61 亿元（其中少数股东权益 0.02 亿元）；2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 5.23 亿元，利润总额 3.53 亿元。

公司注册地址：泰州市东南园 10 号，法定代表人：马文宁。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年底，联合资信所评“19凤城河CP001”尚需偿还债券余额7.00亿元。“19凤城河CP001”募集资金已全部用于偿还金融机构借款。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 凤城河 CP001	7.00	7.00	2019/08/14	1 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1.　行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀

升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高

		要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《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〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在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。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。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
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。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
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济

公司是泰州市从事旅游基础设施建设及运营的重要主体，泰州市的经济水平对公司发展影响较大。

跟踪期内，泰州市固定资产投资保持增长，但利用外资规模有所下降，居民收入水平稳步提升,整体经济水平较好。

根据泰州市统计局发布的数据显示，2019 年 1－9 月，泰州市规模以上工业增加值同比增长 5.9%，固定资产投资同比增长 6.3%，进出口总额 108.10 亿美元，同比下降 4.5%，实际到账注册外资 8.71 亿美元，同比下降 21.6%。受宏观经济形势影响，泰州市利用外资规模有所下降。同期，泰州市城镇居民人均可支配收入（季）35735 元，同比增长 8.8%，居民消费价格指数 102.7%。居民收入水平保持增长。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东仍为泰州市国资委。截至 2019 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 57.88 亿元。

2. 外部支持

跟踪期内，泰州市税收收入略有下降。公司获得外部支持规模较小。

2019 年 1－9 月，泰州市完成一般预算收入 281.80 亿元，增长 1.6%，相当于 2018 年全

年的 76.87%。其中，税收收入 221.30 亿元，下降 2.0%。

2019 年 1－9 月，公司获得资产划拨并增加资本公积 11.12 万元，获得政府补贴 409.86 万元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无已结清和未结清不良信贷，信贷履约情况良好。

根据公司提供的 2020 年 1 月 2 日《企业信用报告（银行版）》，（机构信用代码：G1032120200141970C），跟踪期内，公司无新增未结清和已结清的不良信贷信息记录，信贷履约情况良好。

截至 2020 年 2 月 5 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度未发生重大变化。公司董事长发生变动，根据泰政发〔2019〕109 号，泰州市政府任命张爱华同志为泰州市文化旅游发展集团有限公司（以下简称“文旅集团”）董事长。

张爱华先生，毕业于上海对外贸易学院，曾在泰兴市财政局、泰兴市南沙镇、姚王镇、张桥镇工作，2006 年 5 月以来历任担任泰州经济开发区党工委委员、管委会主任助理、副主任兼滨江工业园区管委会主任、泰州医药高新区党工委委员、正处级干部；2016 年以来历任泰州市海陵区副区长、区委常委、泰州市新能源产业园区党工委书记，2019 年 9 月起至今任文旅集团和公司董事长。

七、经营分析

跟踪期内，旅游服务板块仍为公司主要收入来源，该板块盈利能力强；跟踪期内公司未实现代建收入。

2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 5.23 亿元，较上年同期增长 39.46%，系新增贸易收入、房屋转让收入及其他收入快速增长所致。从收入构成来看，公司收入仍以旅游服务为主，占比仍在 70%以上。公司一般于年末确认代建收入，跟踪期内未实现代建收入。2019 年 1－9 月，公司新增贸易收入 0.37 亿元；实现房屋租赁和房屋转让收入共计 0.23 亿元。

2019 年 1－9 月，受当期旅游业务毛利率较高影响，公司实现综合毛利率 76.96%，较上年同期增长 16.97 个百分点。

表 3　2018 年 1－9 月及 2019 年 1－9 月公司营业收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1—9 月			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建收入	--	--	--	--	--	--
房屋租赁	0.09	2.48	86.57	0.10	1.91	63.42
旅游服务	3.63	96.68	59.15	3.87	74.00	81.94
房屋转让	--	--	--	0.13	2.49	13.21
贸易收入	--	--	--	0.37	7.07	4.37
其他	0.03	0.84	78.25	0.76	14.53	99.77
合计	**3.75**	**100.00**	**59.99**	**5.23**	**100.00**	**76.96**

注：公司营业收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致
资料来源：公司提供

公司代建项目债务方由泰州市旅游局变为泰州市国资委；公司一般于年底确认代建收入，跟踪期内未实现代建收入；在建项目剩余投资规模很小，仍未实现回款。

跟踪期内，公司仍承担泰州市旅游类基础设施建设工作。2019 年 3 月，泰州市国资委、

泰州市旅游局和泰州市文化广电和旅游局签署《债权债务转让三方协议》，泰州市国资委承接原泰州市旅游局委托建设协议项下权利义务。截至 2019 年 9 月底，泰州市国资委对公司的应付及其他应付账款 71.99 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司主要完工代建项目总投资额 29.86 亿元，拟回购金额 33.43 亿元，已经全部回款。

表 4　截至 2019 年 9 月底公司主要完工代建项目

（单位：亿元）

序号	项目名称	拟回购金额	已回款金额
1	滕坝街改造	4.48	4.48
2	济川路安置区	6.20	6.20
3	鲍坝安置区	3.53	3.53
4	老高桥	7.88	7.88
5	柳园（5 批次）	2.39	2.39
6	18 批 4 号地块项目	8.95	8.95
	合计	**33.43**	**33.43**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司主要在建的代建项目涉及景区规划红线范围内的道路修建、景观打造、绿化养护等，总投资 46.39 亿元，已完成投资 46.08 亿元，较 2019 年 3 月底未发生变动，尚需投资规模很小。2019 年 9 月底，公司主要在建代建项目尚未进行回购。公司一般于年末结转代建收入，故 2019 年 1－9 月该板块未确认收入。

表 5　截至 2019 年 9 月底公司主要在建代建项目

（单位：亿元）

序号	项目名称	总投金额	已投资金额	拟回购金额
1	凤城河整治	34.43	15.70	38.56
2	凤城河二期		1.15	
3	凤城河三期		3.15	
4	西南城河综合整治		15.28	
5	三水湾二期	8.47	8.12	9.49
6	南山寺修复	3.49	2.68	3.91
	合计	**46.39**	**46.08**	**51.96**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司旅游服务板块收入规模大，盈利能力强。受资金到位滞后影响，公司目前在建的古城河生态修复及旅游提升工程进度较慢，项目完工后将有利于进一步提升旅游业务收入水平。

公司旅游业务收入主要来源凤城河景区门票、游船、餐饮服务和旅游纪念品销售及与酒店、旅社合作产生的二次代理收入等。公司与泰州市主要酒店进行合作，公司从酒店承租部分房间，再提供给旅行社旅游住宿服务，赚取差价；公司与旅社进行合作，代理景区的门票销售，上述均形成公司的二次代理收入。2019 年 1－9 月，公司实现旅游业务收入 3.87 亿元，包括二次代理收入 1.58 亿元；旅游业务毛利率 81.94%，较上年同期提升较快系毛利率较低的二次代理收入占比下降所致。

公司目前正在进行古城河（即凤城河）生态修复及旅游提升工程，计入在建工程科目。截至 2019 年 9 月底，已投资 16.92 亿元。项目计划于 2020 年完工，剩余投资 3.66 亿元，资金来源主要包括资本金及企业债券资金。募投项目建成后将实现各类游船收入、门票收入、停车场收入、商业街房屋销售收入及物业管理收入等。

表 6　截至 2019 年 9 月底公司主要自建项目情况

（单位：亿元、年）

项目名称	建设时间	总投金额	已投金额
古城河生态修复及旅游提升工程	2016－2020	20.58	16.92

注：古城河生态修复及旅游提升工程为凤城河景区提升工程的一部分，项目原计划于 2018 年完工，由于“17 凤城河债 01/17 凤建 01”“18 凤城河债 01/18 凤建 01”和“19 凤城河债 01/19 凤建 01”发行较晚导致资金到账延迟，故完工时间推后

资料来源：公司提供

公司一般于年底确认租赁收入，跟踪期内租赁收入规模小，毛利率水平高。

公司租赁收入主要来源于老街、三水湾街区以及柳园街区商铺出租。老街、三水湾街区和柳园街区商铺可出租面积分别为 1.37 万平

方米、1.53 万平方米和 3.68 万平方米。2019 年 1—9 月，公司租赁收入 0.10 亿元，公司一般于年底确认租金收入，前三季度租赁收入规模较少，毛利率有所下降但仍较高，为 63.42%。

跟踪期内，公司房屋转让收入规模较小且可持续性一般；公司新增物资贸易板块，且未来计划拓展物资贸易收入。

2019 年前三季度，公司实现房屋转让收入 0.13 亿元，为公司从政府购买的保障房进行销售取得的收入。公司目前剩余部分保障房项目尚未确认销售收入，未来可持续性一般。

2018 年前三季度，公司其他收入为 0.03 亿元，全年实现其他收入 1.23 亿元，系公司借款给文旅集团产生的利息收入，文旅集团是泰州市国资委全资子公司。该业务 2019 年前三季度实现收入 0.76 亿元，较上年同期增长 0.73 亿元。

2019 年 1—9 月，公司新增物资贸易收入 0.37 亿元，毛利率 4.37%，为子公司泰州古城河物资有限公司（以下简称“物资公司”）进行建材贸易产生的收入。物资公司的供应商包括江苏坤汇贸易有限公司、泰州市港宸贸易有限公司，供应商集中度不高；主要建材销售客户为从事房地产业务的关联方，主要销售商品为管桩。公司未来计划拓展该板块业务。

表 7　2019 年 1－9 月公司贸易板块销售金额前 3 大客户情况表（单位：万元、%）

客户名称	销售金额（含税）	占全部销售金额比例	主要销售产品名称
兴化市凤城河房地产有限公司	3825.0	90.6	管桩
泰州市文旅置业有限公司	195.0	4.6	管桩
江苏金文置业有限公司	142.0	3.3	管桩
合计	**4162.0**	**98.50**	--

注：泰州市文旅置业有限公司是原凤城河管委会下属公司；兴化市凤城河房地产有限公司于 2019 年四季度纳入公司合并范围。
资料来源：公司提供

公司将继续从事泰州市文化旅游基础设施建设及运营，拟建项目计划投资规模大，未来公司将存在一定的对外融资需求。

公司未来将继续参与泰州市旅游文化基础设施建设，2020 年公司拟建项目规划总投资 51.88 亿元，其中静安路商业街提升工程、泰来面粉厂工程遗址文化复兴项目和老高桥综合开发项目（阀门厂地块）为综合开发项目，投资规模 42.00 亿元，目前均处于前期策划阶段；其余项目主要围绕泰州市内景区开展，包括凤城河内环游步道工程、泰州市烈士陵园陈列馆顶部改造、乔园东宅西园项目等，上述项目资金来源以自筹为主，公司拟建项目存在一定对外融资需求。

2018 年公司与兴化市政府签署《战略协议书》，公司参与兴化市文化旅游产业项目建设开发，自 2018 年起，公司每年在兴化市投资 6.00 亿元，总投资规模不低于 50.00 亿元，投资项目包括自营、代建项目。截至 2019 年底，公司累计成本投入 12.00 亿元，目前由兴化市凤城河房地产有限公司（以下简称“兴化地产”）进行旅游房地产开发，包括商业和住宅项目，兴化地产纳入公司合并范围后，公司还将产生房地产开发收入。

八、财务分析

公司提供的 2019 年三季度财务数据未经审计，2019 年前三季度，公司合并范围未发生变动。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围内共 7 家子公司。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，资产结构基本稳定，应收类款项和投资性房地产仍占比大，资产流动性弱，资产质量一般。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额合计 332.98 亿元，较 2018 年底增长 2.87%，公司资产结构仍以流动资产为主。

表8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.09	5.28	13.59	4.08
应收账款	32.68	10.10	33.32	10.01
其他应收款	158.78	49.05	164.75	49.48
存货	25.01	7.73	25.93	7.79
流动资产	**235.45**	**72.74**	**238.81**	**71.72**
投资性房地产	76.01	23.48	76.01	22.83
在建工程	11.03	3.41	16.92	5.08
非流动资产	**88.23**	**27.26**	**94.17**	**28.28**
资产总额	**323.68**	**100.00**	**332.98**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

截至 2019 年 9 月底，公司流动资产为 238.81 亿元，较 2018 年底增长 1.43%，主要系其他应收款增长。

截至 2019 年 9 月底，公司货币资金为 13.59 亿元，较 2018 年底下降 20.49%。其中银行存款占 91.71%。

截至 2019 年 9 月底，公司应收账款 33.32 亿元，较 2018 年底增长 1.95%，其中应收回购款 30.73 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司其他应收款 164.75 亿元，较 2018 年底增长 3.76%，以往来款为主，前 5 名合计金额占其他应收款的 71.14%，集中度较高。公司应收类款项占资产总额的比重有所增长，截至 2019 年 9 月底为 59.49%，公司应收类款项规模较大，对资金占用明显。

表 9　截至 2019 年 9 月底其他应收款前 5 名

（单位：亿元）

往来单位	金额	与公司关系	款项性质
泰州市国资委	41.26	股东	往来款
泰州市文化旅游发展有限公司	27.49	非关联方	往来款
泰州市古城河文化传媒有限公司	17.59	关联方	往来款
江苏金文置业有限公司	16.73	非关联方	往来款
江苏水城园林绿化工程有限公司	14.14	关联方	往来款
小计	**117.21**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司存货 25.93 亿元，较 2018 年底变动较小，基本全部为开发成本。

截至 2019 年 9 月底，公司其他流动资产为 1.10 亿元，较 2018 年底下降 40.32%，主要系理财产品到期转出，剩余为预交税费。

截至 2019 年 9 月底，公司非流动资产总额 94.17 亿元，较 2018 年底增长 6.73%，主要系在建工程增长。截至 2019 年 9 月底，公司投资性房地产为 76.01 亿元，较 2018 年底未发生变动，为用于出租的商铺和土地，其中 17.96 亿元用于抵押。公司在建工程为 16.92 亿元，较 2018 年底增长 53.45%，为自营的古城河生态修复及旅游提升工程项目支出增加。

截至 2019 年 9 月底，公司使用受限的资产包括货币资金和投资性房地产，分别为 1.13 亿元和 17.96 亿元，合计占资产总额的 5.73%。公司资产受限部分规模较小。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，构成变动不大；公司有息债务规模小幅下降，债务结构未发生较大变化。2020 年公司到期债务的偿债压力很大。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益为 152.61 亿元，较 2018 年底增长 1.68%，主要系未分配利润增长，公司所有者权益较 2018 年底基本稳定。

表10　公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	57.88	38.56	57.88	37.93
资本公积	39.17	26.10	39.17	25.67
其他综合收益	29.40	19.59	29.40	19.26
未分配利润	21.41	14.27	23.93	15.68
所有者权益合计	**150.09**	**100.00**	**152.61**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

截至 2019 年 9 月底，公司负债总额为 180.38 亿元，负债结构仍以非流动负债为主。截至 2019 年 9 月底，公司流动负债 86.18 亿元，较 2018 年底增长 14.26%，主要系其他流动负债和一年内到期的非流动负债增长。

表 11　公司主要负债构成情况　（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	20.73	11.94	8.48	4.70
其他应付款	24.11	13.89	20.00	11.09
一年内到期的非流动负债	22.53	12.98	36.90	20.46
流动负债	**75.42**	**43.45**	**86.18**	**47.78**
长期借款	40.50	23.33	15.58	8.64
应付债券	35.17	20.26	46.76	25.92
非流动负债	**98.17**	**56.55**	**94.20**	**52.22**
负债合计	**173.59**	**100.00**	**180.38**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及财务报表

截至 2019 年 9 月底，公司其他应付款 20.00 亿元，较 2018 年底下降 17.03%，主要系与江苏水城园艺营造有限公司和泰州高教投资发展有限公司往来款下降所致。公司其他应付款欠款金额前 5 名占比 56.1%，欠款单位集中度较 2018 年底有有所下降，包括与泰州市古城河商务服务有限公司往来款 4.42 亿元、与泰州凤城河建筑风水文化有限公司往来款 1.90 亿元等。

截至 2019 年 9 月底，公司短期借款 8.48 亿元，较 2018 年底下降 59.09%，其中信用借款大幅下降 16.91 亿元至 1.80 亿元，剩余为 6.68 亿元保保证借款。截至 2019 年 9 月底，公司一年内到期的非流动负债为 36.90 亿元，较 2018 年底增长 63.78%。其中 1 年内到期的长期借款 31.90 亿元，1 年内到期的应付债券 5.00 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司非流动负债 94.20 亿元，较 2018 年底下降 4.04%，主要系长期借款下降。截至 2019 年 9 月底，公司长期借款 15.58 亿元，较 2018 年底下降 61.54%，其中信用借款占 75.12%、抵押借款占 15.25%，质押借款占 9.63%。公司应付债券 46.76 亿元，较 2018 年底增长 32.97%，系公司发行“19 凤城河债 01”“19 凤城河 SCP001”“19 凤城河 MTN001”和“19 凤城河 CP001”，金额合计 24.00 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司长期应付款 20.24 亿元，较 2018 年底增长 86.02%，系增加融资租赁款所致。截至 2019 年 9 月底，公司递延所得税负债 11.62 亿元，系投资性房

地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异确认的递延所得税负债。

截至 2019 年 9 月底，公司全部债务合计 109.83 亿元，较 2018 年底下降 8.44%，其中短期债务和长期债务分别占 36.92%和 63.08%。如将长期应付款中有息债务计入调整后长期债务，2019 年 9 月底公司调整后长期债务 82.58 亿元，调整后全部债务 130.07 亿元，较 2018 年底均有所下降。截至 2019 年 9 月底，公司调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 35.11%和 46.01%，较 2018 年底均有所下降。从期限来看，公司 2020 年到期的有息债务 58.09 亿元，其中 21.17 亿元计划与银行续贷，剩余资金公司计划发行债券及提款未使用银行授信进行偿还；2021 年到期的有息债务金额 23.10 亿元；2022 年到期的有息债务金额 24.25 亿元；2023 年到期的有息债务金额 8.86 亿元。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业利润率较高，整体盈利能力较好。

2019 年 1－9 月，公司营业收入为 5.23 亿元，营业成本为 1.21 亿元。同期，公司营业利润率为 76.20%。

2019 年 1－9 月，公司期间费用增长至 0.57 亿元，期间费用率上升至 10.81%。2019 年 1－9 月，公司其他收益为 0.10 亿元。同期，公司利润总额为 3.53 亿元，2019 年 1－9 月上涨较快系营业收入大幅增长同时营业成本小幅下降所致。2019 年 1－9 月，公司总资本收益率和净资产收益率为 1.40%和 2.40%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流仍以往来款为主；公司投资活动规模较小；筹资活动产生的现金流以偿债为主。

经营活动现金流方面，2019 年 1－9 月，公司经营活动现金流入量为 24.72 亿元，以收到其他与经营活动有关的现金为主。公司销售商品、提供劳务收到的现金为 3.89 亿元，为房屋租赁、旅游服务相关现金流；收到其他与经营活动有关的现金规模较大，为 20.83 亿元，2019 主要系往来款增长所致；经营活动现金流出以支付其他与经营活动有关的现金为主，主要为往来款。2019 年 1－9 月，公司经营活动现金流为净流入，为 12.89 亿元。从收入实现质量指标看，公司现金收入比为 74.30%，业务收现质量偏差。

公司投资活动现金流规模较小，2019 年 1－9 月无投资活动现金流入，流出规模为 1.66 亿元。

2019 年 1－9 月，公司筹资活动现金流入量为 39.38 亿元，其中发行债券收到的现金 19.00 亿元，取得借款收到的现金 20.38 亿元。同期，公司筹资活动现金流出为 48.80 亿元，以偿债资金为主。2019 年 1－9 月，公司筹资活动现金流量净额为-9.42 亿元。

5. 偿债能力

公司面临较大的短期偿债压力，长期偿债能力提升，存在一定或有负债风险；公司间接融资渠道畅通，同时考虑到股东对公司的整体支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

从短期偿债能力看，截至2019年9月底公司速动比率和流动比率均有所下降，为247.03%和277.12%。2019年9月底，公司现金类资产无法覆盖当期短期债务。整体看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力看，2018年公司EBITDA大幅增长至13.05亿元，构成上以利润总额为主（占99.85%）。公司全部债务/EBITDA倍数下降至9.20倍。公司长期偿债能力提升。考虑到近年来股东对公司的整体支持力度大，公司整体偿债能力很强。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额为 53.20 亿元，担保比率为 34.80%。被担保企业主要是当地国有企业，其中泰州市第一交通

物资有限公司为民营企业。目前被担保公司均正常运营，但是担保规模较大，被担保企业区域和行业集中度高，企业之间互保情况多，存在一定或有负债风险。

表 12　截至 2019 年 9 月底公司对外担保明细

（单位：亿元）

被担保公司	担保余额	担保期限
泰州市城市建设投资集团有限公司	10.25	2015.1.4-2022.1.16
泰州市建业投资建设集团有限公司	6.50	2018.06.26-2025.12.20
泰州鑫泰集团有限公司	31.74	2017.1.16-2024.4.19
泰州市交通产业集团有限公司	2.00	2019.4.2-2020.9.16
泰州华诚医学投资集团有限公司	2.00	2019.4.18-2022.4.18
泰州市第一交通物资有限公司	0.71	2018.11.7-2019.12.25
合计	**53.20**	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司获得的各银行授信总额为 128.75 亿元，已使用授信额度 78.81 亿元，尚未使用额度为 49.94 亿元，间接融资渠道畅通。

6.　母公司财务情况

截至 2019 年 9 月底，母公司资产总额 307.82 亿元，较 2018 年底增长 1.14%，以流动资产为主，公司主要资产集中于母公司。截至 2019 年 9 月底，母公司所有者权益总额 148.67 亿元，较 2018 年底变动不大。2019 年 1—9 月，母公司实现营业收入 1.00 亿元，占公司合并口径营业收入的比重为 19.12%，利润总额 0.44 亿元，经营活动现金流量净额 10.91 亿元。

九、存续债券偿债能力分析

截至2019年底，公司存续债券余额54.00亿元，一年内到期的应付债券16.00亿元，存续债券的短期偿债压力较大，未来存续债券的集中偿付压力一般。

截至2019年9月底，公司一年内到期兑付债券金额16.00亿元，同时当年公司将达到存续债券待偿本金峰值。2018年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为36.25亿元、-51.88亿元和13.05亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年
一年内到期债券余额	16.00
未来待偿债券本金峰值	16.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.85
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.27
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-3.24
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.82

注：假设“17凤城河PPN001”提前回售，将于2020/1/20到期

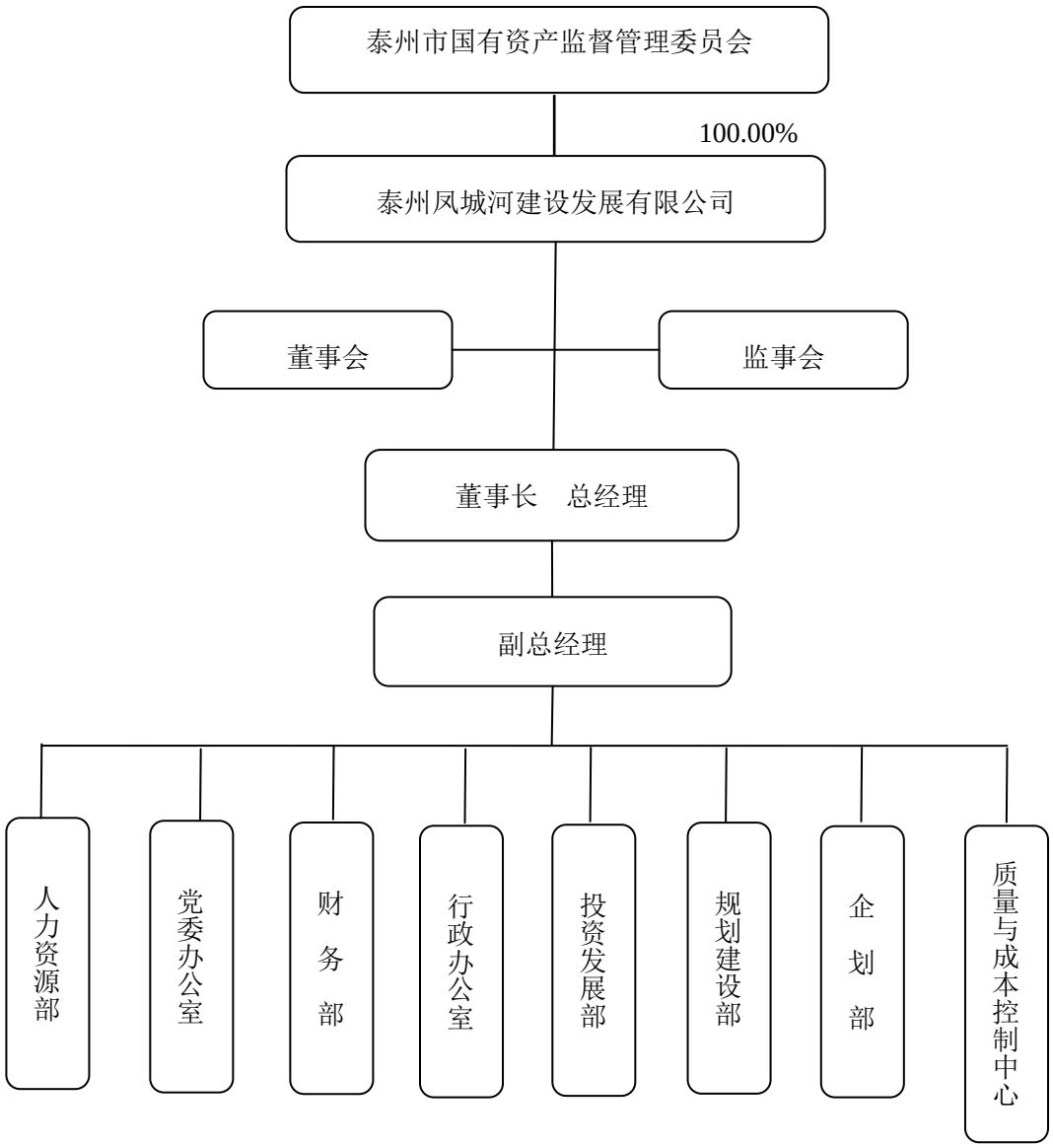
资料来源：联合资信整理

总体看，跟踪期内，公司存续债券的短期偿债压力较大，未来存续债券的集中偿付压力一般。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“19凤城河CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 9 月底公司股权及组织结构图



附件 1-2　截至 2019 年 9 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	注册资本（万元）	业务性质	持股比例（%）	享有的表决权（%）	取得方式
泰州祥泰老行当文化开发有限公司	1000.00	礼仪庆典活动策划，企业形象设计，商务信息咨询，工艺品销售（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	100.00	100.00	设立
泰州市古城河旅游产品销售有限公司	100.00	投资管理，资产管理，房屋租赁。机电设备销售，建材批发，设计、制作、代理、发布国内各类广告（固定形式印刷品广告除外）	100.00	100.00	划拨
泰州市导游服务中心有限公司	50.00	导游管理服务，礼仪服务，庆典活动策划，组织旅游文化交流活动，旅游信息咨询，旅行社管理咨询服务，会议及展览服务。	100.00	100.00	设立
泰州市凤城河旅游管理服务有限公司	20100.00	旅游景区、景点经营管理，旅游工艺品开发、销售，物业管理，房屋租赁，会议接待，展览及商务礼仪服务，设计、制作、发布、代理国内各类广告，自行车租赁服务，市政工程建设及管理。	100.00	100.00	设立
泰州东南国际旅行社有限公司	500.00	国内旅游业务，入境旅游业务，出境旅游业务，旅游咨询服务，工艺品制作、销售，票务服务。	49.00	100.00	设立
泰州古城河物资有限公司（原泰州古城河投资管理有限公司）	1000.00	投资管理，资产管理，房屋租赁。机电设备销售，建材批发，设计、制作、代理、发布国内各类广告（固定形式印刷品广告除外）。	100.00	100.00	设立
泰州旅游集散中心有限公司	1000.00	国内旅游业务，入境旅游业务，旅游咨询服务，工艺美术品，日用百货，文化用品销售，会议会展服务，车辆租赁，旅客票务代理。	100.00	100.00	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.90	18.42	17.09	13.59
资产总额(亿元)	142.83	230.55	323.68	332.98
所有者权益(亿元)	74.92	110.32	150.09	152.61
短期债务(亿元)	23.01	11.00	44.30	47.50
长期债务(亿元)	39.84	76.51	75.67	62.34
调整后长期债务(亿元)	39.84	76.51	86.26	82.58
全部债务(亿元)	62.85	87.51	119.96	109.83
调整后全部债务(亿元)	62.85	87.51	130.56	130.07
营业收入(亿元)	9.31	10.63	11.54	5.23
利润总额(亿元)	3.28	6.08	13.03	3.53
EBITDA(亿元)	3.39	6.12	13.05	--
经营性净现金流(亿元)	1.12	-15.44	-51.88	12.89
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.82	0.51	0.38	--
存货周转次数(次)	0.11	0.11	0.26	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.04	--
现金收入比(%)	6.05	56.06	47.84	74.30
营业利润率(%)	11.52	34.25	29.25	76.20
总资本收益率(%)	2.27	2.67	3.62	--
净资产收益率(%)	4.17	4.78	6.51	--
长期债务资本化比率(%)	34.72	40.95	33.52	29.00
调整后长期债务资本化比率(%)	34.72	40.95	36.50	35.11
全部债务资本化比率(%)	45.62	44.23	44.42	41.85
调整后全部债务资本化比率(%)	45.62	44.23	46.52	46.01
资产负债率(%)	47.55	52.15	53.63	54.17
流动比率(%)	491.58	469.77	312.18	277.12
速动比率(%)	161.02	372.62	279.01	247.03
经营现金流动负债比(%)	4.03	-45.70	-68.78	--
现金短期债务比(倍)	0.65	1.67	0.39	0.29
全部债务/EBITDA(倍)	18.56	14.23	9.20	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	18.56	14.23	10.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.01	1.21	1.75	--

注：公司 2019 年三季度报未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息债务；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.00	13.84	14.06	10.82
资产总额(亿元)	144.75	222.45	304.33	307.82
所有者权益(亿元)	74.91	109.88	148.44	148.67
短期债务(亿元)	22.40	10.20	39.50	45.79
长期债务(亿元)	36.45	72.82	86.26	62.34
全部债务(亿元)	58.85	83.02	125.76	108.13
营业收入(亿元)	8.91	9.47	6.60	1.00
利润总额(亿元)	3.27	5.50	11.38	0.44
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	2.93	-18.62	-50.90	10.91
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.79	0.45	0.22	--
存货周转次数(次)	0.11	0.11	0.17	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.05	0.03	--
现金收入比(%)	1.39	50.70	10.79	2.49
营业利润率(%)	9.66	28.27	24.85	81.87
总资本收益率(%)	2.33	2.51	3.11	--
净资产收益率(%)	4.16	4.41	5.75	--
长期债务资本化比率(%)	32.73	39.86	36.75	29.54
全部债务资本化比率(%)	44.00	43.04	45.86	42.11
资产负债率(%)	48.25	50.61	51.22	51.70
流动比率(%)	412.49	498.16	370.65	325.62
速动比率(%)	134.87	388.11	327.64	285.76
经营现金流动负债比(%)	8.82	-62.45	-88.18	--
现金短期债务比(倍)	0.62	1.36	0.36	0.24
全部债务/EBITDA(倍)	-103.67	-81.18	-1056.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	18.18	15.29	11.06	--

注：母公司 2019 年三季报未经审计；EBITDA=利润总额+财务费用；EBITDA 利息倍数=EBITDA/财务费用

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　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

附件 4-2 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变