信用等级公告

联合〔2019〕1524号

联合资信评估有限公司通过对丰县城市投资发展有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持丰县城市投资发展有限公司的主体长期信用等级为AA，维持“16丰棚改/16丰棚改项目债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十九日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

丰县城市投资发展有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	差额补偿人级别[1]	跟踪评级结果	上次评级结果
16丰棚改/16丰棚改项目债	13亿元	2021/7/13	AApi	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019年06月19日

财务数据

项　目	2016年	2017年	2018年
现金类资产（亿元）	25.01	23.65	22.60
资产总额(亿元)	163.55	177.04	193.52
所有者权益(亿元)	97.02	98.51	99.82
短期债务（亿元）	0.90	2.40	13.47
长期债务(亿元)	46.28	57.59	57.61
全部债务(亿元)	47.18	59.99	71.08
营业收入(亿元)	13.10	12.03	13.09
利润总额(亿元)	2.06	1.62	1.46
EBITDA(亿元)	3.20	3.05	2.56
经营性净现金流(亿元)	-14.95	-15.54	-1.21
营业利润率(%)	19.83	16.07	11.52
净资产收益率(%)	1.71	1.41	1.28
资产负债率(%)	40.68	44.35	48.42
全部债务资本化比率(%)	32.72	37.85	41.59
流动比率(%)	1128.89	1167.38	589.70
经营现金流动负债比(%)	-112.48	-112.12	-4.18
全部债务/EBITDA(倍)	14.73	19.68	27.73

分析师： 王妍　马晓驭
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

[1] pi表示主动评级结果，是联合资信根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级。

评级观点

跟踪期内，丰县城市投资发展有限公司（以下简称“公司”）作为丰县城市基础设施建设和国有资产经营的重要主体，持续获得财政补贴方面的外部支持。跟踪期内，公司收入呈多元化发展。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产质量一般、债务规模上升、“16丰棚改/16丰棚改项目债”项目进展缓慢等因素给公司信用水平带来的不利影响。

“16丰棚改/16丰棚改项目债”设置了分期偿还本金安排，降低了集中支付压力，同时丰县经济开发区投资发展有限责任公司（以下简称“丰县经开”）为“16丰棚改/16丰棚改项目债”进行差额补偿，联合资信评定丰县经开的主体长期信用等级为AApi，丰县经开的差额补偿有助于保障“16丰棚改/16丰棚改项目债”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“16丰棚改/16丰棚改项目债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为丰县城市基础设施建设和国有资产经营的重要主体，跟踪期内，持续获得财政补贴方面的支持。
2. 跟踪期内，新增的供热收入成为公司收入的重要补充，该业务的可持续性较强，公司收入结构呈多元化发展。
3. “16丰棚改/16丰棚改项目债”由丰县经开提供差额补偿，有助于保障“16丰棚改/16丰棚改项目债”本息到期按时足额偿付的安全性。

关注

1. 公司资产中土地占比大，且土地抵押比率

偏高，土地变现能力偏弱，公司资产质量一般。

2. 跟踪期内，有息债务规模持续增长，未来随着公司在建项目的持续投入，预计债务规模将进一步上升。
3. 跟踪期内，募投项目建设进展缓慢，主要系项目拆迁进度较慢所致，联合资信持续关注募投项目进度。

声　明

一、本报告引用的资料主要由丰县城市投资发展有限公司（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。

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。

丰县城市投资发展有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于丰县城市投资发展有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本概况

跟踪期内，公司实际控制人未发生变化，仍为丰县人民政府。截至 2018 年 12 月底，公司注册和实收资本均为 6.94 亿元，其中，丰县人民政府 6.00 亿元，中国农发重点建设基金有限公司 0.94 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2018 年 12 月底，公司内设工程部、金融部、投资部、财务部、综合部等 7 个职能部门；公司合并范围内子公司 34 家，与上年度相比增加 4 家。

截至 2018 年底，公司资产总额 193.52 亿元，所有者权益 99.82 亿元；2018 年，公司实现营业收入 13.09 亿元，利润总额 1.46 亿元。

公司注册地址：丰县中阳大道北侧、沙支河西侧；法定代表人：李伟。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2018 年底，联合资信所评“16 丰棚改/16 丰棚改项目债”（以下简称“本期债券”）尚需偿还债券余额 13.00 亿元。跟踪期内，“16 丰棚改/16 丰棚改项目债”已按期足额支付债券利息。

截至 2018 年底，“16 丰棚改/16 丰棚改项目债”募投项目为丰县黄庄区块棚户区改造一期工程建设项目以下简称（募投项目），总投资 21.23 亿元，预计 2019 年底拆迁完毕。截至 2018 年底，募投项目累计完成投资 1.97 亿元。跟踪期内，募投项目建设进展缓慢，主要系项目拆迁进度较慢所致，联合资信持续关注募投项目进度。

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
16 丰棚改/16 丰棚改项目债	13.00	13.00	2016/7/13	5 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。

资源来源：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

跟踪期内，丰县地区经济保持增长，固定资产投资保持较快增长，为公司创造了良好的外部环境。

公司是丰县重要的基础设施建设和国有资产经营的重要主体，公司的经营受丰县经济环境和发展规划影响大。2018 年，丰县地区生产总值实现 460.14 亿元，同比增长 3%；居民人均可支配收入 2.17 万元，较上年增长 9.1%。2018 年全县规模以上固定资产投资完成 274.00 亿元，同比增长 10.0%；实现规模以上工业增加值 170 亿元，同比增长 11.10%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年底，公司注册资本 6.94 亿元，其中丰县人民政府出资 6.00 亿元，中国农发重点建设基金有限公司出资 0.94 亿元。

跟踪期内，公司实际控制人仍为丰县人民政府，持股比例为 86.50%。

2. 外部支持

跟踪期内，丰县财政收入较上年有所增长，财政自给能力较弱。公司持续收到丰县人民政府的补贴支持。

根据《关于丰县 2018 年财政预算执行情况和 2019 年财政预算草案的报告》，全县一般公共预算收入完成 28.1 亿元，增长 12.1%。其中，税收收入 23.57 亿元，非税收入 4.53 亿元。

2018 年全县一般公共预算支出 70.00 亿元，增长 7.7%，加上一般债务还本支出 4.39 亿元，上解上级支出 4.11 亿元，安排预算稳定调节基金 0.73 亿元，支出合计 79.23 亿元。丰县财政自给率较低（40.14%）。

全县政府性基金收入完成 35.19 亿元，增长 15%，主要是土地指标流转实现的收入。全县政府性基金支出完成 55.11 亿元，比上年增长 31.6%。2018 年，丰县地方政府债务余额为 79.56 亿元。其中：一般债务 36.54 亿元，专项债务 43.02 亿元。一般债务和专项债务均未突破省财政厅核定限额。

2018 年，公司收到丰县人民政府拨付的政府扶持资金 1.30 亿元，计入“营业外收入”；油价及公交车运营补贴、粮食保管费用补贴和大沙河果园补贴 0.67 亿元，计入“其他收益”。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为：G1032032100053200S），截至 2019 年 5 月 06 日，公司无未结清不良信贷、已结清不良信贷和欠息情况发生，过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 6 月 15 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、高管人员、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司仍以工程施工业务为主，主营业务收入较上年有所增长，收入结构小幅变化。

2018 年，公司营业收入为 12.50 亿元，同比增长 11.31%，主要是由于公司新增供热收入所致。其中， 2018 年公司确认工程建设收入（占营业收入的 87.97%）11.00 亿元，同比上升 12.13%；粮食购销收入为 0.50 亿元，同比增长 194.11%；公共电汽车客运收入较上年变动不大；公司 2018 年新增供热收入 0.68 亿元；公司其他业务（包括自来水销售、商品房和廉租房销售）实现收入 0.13 亿元。

公司 2018 年毛利率为 9.89%，同比下降 4.55 个百分点，主要是由于营改增后，缴费税率上升所致。

表 3 2017~2018 年公司主营业务收入变动情况 （单位：亿元、%）

业务类型	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设业务收入	9.81	87.35	14.42	11.00	87.97	11.51
粮食购销业务收入	0.17	1.55	2.72	0.50	3.99	1.78
公共电汽车客运收入	0.18	1.59	-34.74	0.19	1.55	-39.86
供热收入	--	--	--	0.68	5.41	4.58
其他收入	1.07	9.51	24.79	0.13	1.08	6.09
合计	**11.23**	**100.00**	**14.44**	**12.50**	**100.00**	**9.89**

注：其他收入包括自来水销售收入，商品房和廉租房销售收入
资料来源：公司审计报告

工程建设业务

跟踪期内，公司工程建设业务仍以基础设施代建业务为主，主要在建项目进展情况基本正常；在建项目未来剩余投资规模较小，资金支出压力不大。

公司工程建设业务主要包括水利施工项

目和基础设施代建业务。

公司水利施工项目由子公司江苏华禹水利工程处（以下简称“江苏华禹”）实施，采取直接与项目业主签订工程施工合同的模式，江苏华禹拥有国家二级施工企业资质和水利水电施工总承包贰级资质，在徐州市丰县水利水电工程和桥梁工程业务领域具有专营地位。

公司基础设施建设项目主要包括丰县城市道路扩建、市政道路绿化项目建设等项目。公司与丰县人民政府签订《政府投融资项目回购合同》，负责项目的前期建设，公司实际投入的项目建设前期各项费用和工程建安费等，经审计年度结算确认后，增加20%的代建管理费用作为回购价款，按完工进度确认收入。

公司工程施工业务收入均按照工程进度确认收入，项目资金由公司自筹，为缓解公司资金压力，公司与业主一般进行定期结算。2018年，工程施工业务收入为11.00亿元，毛利率为11.51%。

2018年底，公司主要的在建项目包括丰县盐电路建设工程、丰县柳毅路建设工程、丰县振丰路路面拓宽及景观提升工程、南苑路跨复新河大桥建设工程和富安苹果园小区建安工程，总投资4.69亿元，已完成投资4.09亿元，尚需投资金额0.60亿元。

表4 截至2018年底公司主要在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	已完成投资	尚需投资金额
丰县盐电路建设工程	0.43	0.36	0.06
丰县柳毅路建设工程	0.36	0.32	0.04
丰县振丰路路面拓宽及景观提升工程	2.21	1.88	0.33
南苑路跨复新河大桥建设工程	0.60	0.54	0.06
富安苹果园小区建安工程	1.10	0.99	0.11
合计	**4.69**	**4.09**	**0.60**

资料来源：公司提供

粮食购销业务

跟踪期内，公司粮食购销收入较上年有所增加。该项业务收入存在波动性，受国家相关政策影响较大。

粮食购销业务由公司子公司丰县粮食局直属库负责经营，对丰县范围内的主要粮食产品（主要包括小麦、稻谷和玉米等品种）进行收储，主要包括收储业务和自营粮食购销业务。

丰县粮食局直属库对丰县县域范围内的粮食产品进行收储与销售，收储价格受政策影响较大，由丰县粮食局直属库及下辖的粮管所向中央储备粮徐州直属库收取收购费和保管费，收购费约为40元/吨/年，储存费约为55元/吨/年。

自营粮食购销是由丰县粮食局直属库自行进行粮食收购和销售，通过购销差价实现盈利；自营粮食收购不具有政策性，无需与交易方签订承储合同，收购价格由双方自愿协商达成，市场成交价格受国家物价局等相关部门调控政策的影响较大。

2018年，公司粮食购销业务收入共计0.50亿元，同比大幅增加0.33亿元，主要是由于政府将粮食收入（之前将该收入并表至中国储备粮管理总公司）并入子公司丰县粮食局直属库所致。同期，粮食购销业务毛利率有所下降，主要系小麦、稻谷等农产品价格持续下滑所致。

供热收入

跟踪期内，新增的供热收入成为公司收入的重要补充，该业务的可持续较强。

供热收入全部由公司2018年度新设立子公司丰县凤鸣热力有限公司（以下简称“凤鸣热力”）运营，凤鸣热力通过铺设管网，从发电厂或其他地方接入热源，管道铺设到小区或厂房门口，首次开通收取开户费，后面每年收取供热费的经营模式。工业热源180元/吨，民用热源139元/吨。截至2018年底，供热已为城区22个小区，5100户居民，51万平方米提供供热服务，后续将辐射整个城区并往开发区延伸，业务可持续性较强。

2018 年，供热收入为 0.68 亿元，毛利率为 4.58%。

公共电汽车客运收入

跟踪期内，公司公共电汽车客运收入小幅增长，毛利率持续为负。

公司公共电汽车客运业务主要由子公司丰县公共交通有限公司（以下简称“公交公司”）承担。公交公司是丰县人民政府授权经营的公共交通公司，以县内的公交客运为主业，同时发展汽车维修、配件销售等其他业务。

2018 年，公司公共电汽车客运收入为 0.19 亿元，较上年有所增加，主要系公司扩大原公交车队规模提高客运量所致。2018 年毛利率为-39.86%，该项业务持续亏损，政府每年给予财政补贴，计入“其他收益”。

其他业务

公司其他业务收入规模较小，对公司整体业务规模影响不大。

公司其他业务收入包括自来水销售、商品房和廉租房销售等，由子公司丰县自来水公司（以下简称“自来水公司”）和丰县天成房地产开发有限公司（以下简称“天成房地产”）负责。自来水公司业务范围主要为丰县县城区范围内的供水服务，供水服务面积 48 平方公里。同时，自来水公司经营供水管道施工、设备安装维修、纯净水生产销售等业务。保障房建设业务主要为廉租房等保障房性住房的建设、销售，包含少量的商品房销售。

2018 年实现收入 0.13 亿元，规模较小，毛利率为 6.09%。

未来发展

公司未来将以工程建设业务为主，继续承接丰县市内的保障房项目，但拟建项目开展进程较慢；联合资信将持续关注项目进展。

截至 2018 年底，公司主要拟建项目共计 6 个，预计总投资 68.93 亿元。未来公司拟建项目尚需投资额较大，公司存在一定的对外融资压力。

表 5　截至 2018 年底公司主要拟建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	2018 年 12 月底计划投资
工农路南延建设工程	0.10	0.10
丰县润城龙华庭棚户区改造（一期）区块建设项目	17.00	3.00
丰县棚户区改造一期	21.66	1.97
丰消防大队南、小孙楼及小孙庄棚户区改造	20.11	2.90
体育人防公园	0.06	0.06
丰县西部新城安置房建设项目	10.00	2.30
合计	**68.93**	**10.16**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2018 年财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2018 年底，公司合并范围内子公司合计 34 家，较 2017 年底新设立 4 家子公司。新增子公司资产规模相对较小，公司合并范围的变化对财务数据可比性的影响较小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；资产中存货占比较大，其中，土地资产抵押比率偏高，资产变现能力较差，资产质量一般。

2018 年底，公司资产总额 193.52 亿元，同比增长 9.31%，主要系存货及持有至到期投资增长所致。资产以流动资产为主。

表6　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	23.65	13.36	22.60	11.68

应收账款	8.83	4.99	9.53	4.92
预付款项	3.21	1.81	3.43	1.77
其他应收款	23.09	13.04	20.26	10.47
存货	102.97	58.16	115.03	59.44
流动资产	**161.8**	**91.39**	**170.90**	**88.31**
持有至到期投资	0.90	0.51	7.53	3.89
固定资产	7.48	4.23	7.55	3.90
在建工程	3.39	1.91	4.15	2.14
非流动资产	**15.24**	**8.61**	**22.62**	**11.69**
资产总额	**177.04**	**100.00**	**193.52**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产 170.90 亿元，同比增长 5.63%。流动资产主要由货币资金、存货和其他应收款构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 22.60 亿元，同比下降 4.43%，主要由银行存款（占 99.99%）构成。货币资金中无使用受限资金。公司 2018 年应收账款为 9.53 亿元，同比增长 7.92%，应收账款坏账准备为 0.23 亿元。公司 2018 年底主要应收账款客户应收金额占全部应收账款比重为 77.79%，集中度偏高。

表7　公司2018年底应收账款构成情况

（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	账龄	占应收账款总额的比例（%）
江苏中阳建设集团有限公司	4.67	1~2 年/2~3 年	47.49
徐州富安房地产开发有限公司	1.18	1 年以内	12.03
丰县住房和城乡建设局	0.85	1 年以内	8.67
丰县财政局	0.78	2~3 年	7.96
丰县交通运输局	0.18	1~2 年	1.82
合计	**7.67**	**--**	**77.97**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年末，公司存货 115.03 亿元，同比增长 11.71%，系代建项目持续投入所致。其中，用于开发的土地占 82.55%、开发成本占 16.77%。土地资产中 25.94 亿元用于借款及担保抵押，土地抵押比率 30.52%。

公司 2018 年底预付款项为 3.43 亿元，同比增长 6.68%，主要构成为公司预付江苏鸿腾建筑装配科技有限公司、丰县统一征地事务所、丰县土地储备中心、丰县文化广电与体育局的款项。

截至 2018 年，公司其他应收款为 20.26 亿元，同比下降 12.23%，主要由应收国有企业事业单位款项构成。公司前五名其他应收款余额占其他应收款期末余额合计数的 60.07%，集中度尚可。

表8　公司2018年底其他应收账款构成情况

（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	账龄	占其他应收账款总额的比例（%）
丰县教育局	3.25	2~3 年	16.04
徐州诚达路桥工程有限公司	3.20	1~2 年	15.80
丰县土地储备中心	2.94	1~2 年/2-3 年	14.51
丰县经济开发区财政局	1.46	1-2 年/2~3 年	7.23
丰县金刘寨旅游开发有限公司	1.31	1 年以内	6.49
合计	**12.17**	**--**	**60.07**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司非流动资产为 22.62 亿元，同比增长 48.38%，主要系持有至到期投资大幅增长所致。非流动资产主要由持有至到期投资、固定资产和在建工程构成。

截至 2018 年底，公司持有至到期投资为 7.53 亿元，较 2017 年底增加 6.63 亿元。主要是公司持有的江苏银行棚改基金 0.90 亿元、鑫航 8 号集合资金信托 3.33 亿元、鑫享 1 号集合资金信托 3.30 亿元。

截至 2018 年底，公司固定资产为 7.55 亿元，同比变化不大，主要由机器设备及运输设备（占 84.89%）、房屋及建筑物（占 14.48%）构成。同期，公司在建工程为 4.15 亿元，同比增长 22.52%，主要是公司的自建项目，包括丰县总部经济园区中心大楼、粮食仓库、自来水服务大楼、为民服务中心项目、热力网管一期建设和零星工程。

2. 资本结构

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益主要由资本公积构成，所有者权益稳定。

截至 2018 年底，公司所有者权益为 99.82 亿元，同比小幅增长 1.32%，主要系未分配利润的增长。公司所有者权益主要由资本公积（80.44%）构成。同期，公司实收资本较上年保持不变；资本公积 80.30 亿元，较上年保持不变，主要由资本溢价构成。

表9 公司主要所有者权益成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	6.94	7.04	6.94	6.95
资本公积	80.30	81.51	80.30	80.44
盈余公积	1.15	1.17	1.29	1.29
未分配利润	9.64	9.79	10.81	10.83
所有者权益合计	**98.51**	**100.00**	**99.82**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

负债

由于代建项目投资规模较大，公司有息债务规模持续增长，债务结构仍以长期债务为主，目前债务压力尚可；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

截至2018年底，公司负债总额93.70亿元，同比增长 19.33 %，系一年内到期的非流动负债大幅增长所致。其中，流动负债占 30.93%，非流动负债占 69.07%。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	2.51	3.20	3.49	3.72
其他应付款	5.53	7.04	9.03	9.64
一年内到期的非流动负债	2.01	2.56	11.47	12.24
流动负债	**13.86**	**17.65**	**28.98**	**30.93**
长期借款	14.79	18.84	13.96	14.90
应付债券	42.80	54.51	43.65	46.58
其他非流动负债	6.80	8.66	6.80	7.26
非流动负债	**64.66**	**82.35**	**64.72**	**69.07**
负债总额	**78.52**	**100.00**	**93.70**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动负债28.98亿元，较上年增长 109.10%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债构成。

公司 2018 年短期借款为 2.00 亿元，同比增长 403.78%，主要由抵押借款（1.25 亿元）、保证借款（0.55 亿元）和信用借款（0.20 亿元）

构成。其中抵押借款的抵押物主要为存货中的开发土地。

截至 2018 年底，公司应付账款为 3.49 亿元，同比增长 39.01%，主要为应付工程款项。从应付账款客户看，主要为应付徐州大通市政建设工程有限公司、江苏省丰县中等专业学校、海天建设集团有限公司等客户的应付账款。

公司 2018 年底其他应付款为 9.03 亿元，同比增长 63.32%，主要系国有企事业单位往来大幅增长所致。公司其他应付款主要由应付利息（占 15.91%）、国有事业往来款（占 64.06%）构成，其中有息部分为 0.39 亿元。公司其他应付款客户主要包括丰县中阳里街道办事处、丰县广播电视信息网络有限公司、丰县聚源土地整理有限公司。

公司 2018 年一年内到期的非流动负债为 11.47 亿元，较 2017 年增加 9.46 亿元，主要系将一年内到期的长期借款（2.32 亿元）和应付债券（9.15 亿元）调整至该科目所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 64.72 亿元，较上年变动不大。主要由长期借款、应付债券、其他非流动负债构成。

公司 2018 年底 长期借款 13.96 亿元，同比下降 5.60%，主要由抵押借款、信用借款、保证借款构成。公司 2018 年底应付债券 43.65 亿元，较上年增长 1.99%，主要系公司非公开发行的公司债券（第一期）6.00 亿元和非公开发行的公司债券（第二期）6.00 亿元所致。其中，一年内到期的应付债券 9.15 亿元已调整至一年内到期的非流动负债列示。公司 2018 年底其他非流动负债 6.80 亿元，较上年不变，全部为江苏银行棚改基金。

截至 2018 年底，公司全部债务 71.08 亿元，同比增长 18.49%，主要系公司 2018 年新发债券所致。其中，长期债务为 57.61 亿元、短期债务为 13.47 亿元。若将其他应付款中的有息借款调整至短期债务列示，调整后短期债务为 13.87 亿元；若将其他非流动负债调整至长期债务中列示，调整后长期债务为 64.41 亿元。公司调整后的全部债务为 78.27 亿元，2018 年底，公司资产负债率、调整后的长期债务资本化比率和调整后的全部债务资本化比率分别为 48.42%、39.22%和 43.95%。公司整体债务压力尚可。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入小幅增长，利润总额有所下降，公司利润对财政补贴依赖程度较高，公司整体盈利能力减弱。

2018 年，随着代建项目的逐步回购和新增供热收入的综合影响，公司实现营业收入 13.09 亿元，同比上升 8.78%；同期，公司营业成本大幅上升 14.97%至 11.49 亿元。

2018 年，公司期间费用为 1.91 亿元，同比下降 14.40%，主要受管理费用减少所致。期间费用主要由销售费用（0.74 亿元）和管理费用（0.71 亿元）构成。2018 年度，公司期间费用率下降至 14.60%，整体看，公司期间费用控制能力仍较弱。

公司 2018 年其他收益为 0.67 亿元，同比小幅下降 13.35%，主要构成为油价及公交车运营补贴、粮食保管费用补贴和大沙河果园补贴。2018 年，公司营业外收入 1.31 亿元，主要由政府扶持资金（1.30 亿元）构成，是公司利润的重要补充，公司利润总额 1.46 亿元，较上年有所下降。公司利润对财政补贴依赖程度较高。

从盈利指标看，2018 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 11.52%、0.72%和 1.28%，跟踪期内，公司整体盈利能力减弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流持续净流出，公司工程回款质量较上年有所下降。公司参与投资活动较多，投资支出规模较高；随着公司工程建设项目资金投入规模增加，公司外

部融资活动较多，未来融资需求较大。

2018年，公司经营活动现金流入为33.05亿元，主要是收到其他与经营活动有关的现金（国有企业的往来款和政府补助）和工程代建业务回款。公司经营活动现金流出为34.26亿元，同比下降28.27%，主要构成为应付工程代建业务投入、保证金、往来款等；2018年公司经营活动现金流量净额-1.21亿元，公司现金收入比下降至73.62%，公司收入实现质量较差，资金回流速度较慢。

2018年，公司投资活动现金流入为0.05亿元，较上年大幅减少6.70亿元，主要系公司收到其他与投资活动有关的现金（公司2017年回售理财产品）大幅减少所致。公司投资活动产生的现金流出为7.71亿元，同比增长254.87%，主要为公司持有至到期投资大幅增长所致。公司2018年投资活动产生的现金流量净额为-7.66亿元，同比大幅下降，主要系公司2018年度参与投资活动较多所致。

2018年，公司筹资活动现金流入为16.26亿元，同比增长14.17%，主要系公司2018年新发债券所致。公司筹资活动现金流出为8.44亿元，同比大幅增长81.86%，主要系公司2018年偿还部分债务所致。公司筹资活动现金流量净额7.82亿元，公司2018年外部融资活动较多，未来融资需求较大。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产较充裕，公司短期债务支付能力尚可；由于公司有息债务规模增长较快，但考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险小。

2018年底，公司流动比率和速动比率较上年均有所下降，分别为589.70%和192.80%.2018年，公司现金类资产22.60亿元，对调整后的短期债务（13.87亿元）保障能力尚可，公司短期债务压力较小。

2018年，公司EBITDA为2.56亿元；由于公司同期有息债务规模快速增长，调整后的全部债务/EBITDA倍数上升至30.54倍。同期，公司调整后的长期债务资本化比率和调整后的全部债务资本化比率均有所上升，分别为39.22%和43.95%。考虑股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险小。

截至2018年底，公司获得银行授信总额3.78亿元，未使用额度2.64亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2018年底，公司对外担保余额10.03亿元，担保比率为10.05%。被担保方全部为国有企业，目前被担保方经营情况良好，公司或有负债风险较低。

6. 母公司财务情况

截至2018年底，母公司资产规模为157.45亿元，同比增长6.58%，主要系存货增加所致。母公司资产占合并口径资产规模的81.36%。其中，流动资产占85.07%、非流动资产占14.93%。流动资产主要由其他应收款和存货（土地）构成；非流动资产主要由长期股权投资构成。

截至2018年底，母公司负债规模为73.30亿元，同比增长12.76%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。公司非流动负债主要由应付债券和长期借款构成。截至2018年底，母公司所有者权益主要由资本公积构成，所有者权益稳定性较好。

2018年，母公司营业收入为4.90亿元，同比小幅增长2.58%，占合并口径营业收入的37.43%。营业利润和净利润分别为0.12亿元和1.43亿元。公司盈利较为依赖补贴收入。

九、存续债券偿债能力分析

跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期兑付债券的保障能力较强，公司存续债券的短期偿债压力较小；公司经营活动现金流入对未来待偿债券本金峰值覆盖程度一般；EBITDA对未来待偿债券本金峰值覆盖程度弱。

截至2018年底，公司一年内到期兑付债券

9.15亿元。假设“16丰县01”“16丰县债”的投资者在首次行权日均选择赎回全部债券，公司2021年将达到存续债券待偿本金峰值25.00亿元。2018年底，公司现金类资产22.60亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为33.05亿元、-1.21亿元和2.56亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	9.15
未来待偿债券本金峰值	25.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.47
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.32
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.05
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.10

资料来源：联合资信整理

此外，“16 丰棚改/16 丰棚改项目债”设置了分期偿还本金安排，降低了集中支付压力。“16 丰棚改/16 丰棚改项目债”由丰县经开提供差额补偿，有助于保障“16 丰棚改/16 丰棚改项目债”本息到期按时足额偿付的安全性。

十、增信措施

为了保证本期债券到期本金和利息的按时偿还，丰县经开为本期债券到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任。丰县经开整体偿债能力较强，有效提升了本期债券偿付的安全性。

丰县经开对本期债券的偿还承担连带责任。

1. 丰县经开企业概况

丰县经济开发区投资发展有限责任公司（以下简称“丰县经开”）是经丰县人民政府授权，由江苏丰县经济开发区管理委员会全额出资设立的国有独资有限责任公司。丰县经开是丰县主要的城市基础设施建设主体。截至2018年12月底，丰县经开注册资本及实收资本均为56000.00万元，丰县人民政府为丰县经开的唯一控股股东。

经营范围：对园区基础设施建设项目、制造业及科技业投资；市政工程施工；市政设施管理服务；公共建设管理与维护；城市市政公共设施管理与维护；水利设施综合开发管理与维护；城市环境综合治理；投资项目的招标、投标代理；经济贸易信息咨询服务；农业农村基础建设；农民集中住房建设；房屋拆迁安置；城中村改造施工；物业管理；太阳能发电；光伏电站建设、运营、维护及管理服务；光伏发电技术及设备的研发；电力供应。（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）

截至2018年12月底，丰县经开内设办公室、财务部、投融资部和综合发展部共4个部门；丰县经开合并范围内拥有35家子公司。

截至2018年底，丰县经开合并资产总额180.45亿元，所有者权益80.65亿元；2018年丰县经开实现营业收入10.65亿元，利润总额2.59亿元。

2. 丰县经开经营分析

2018 年，丰县经开营业收入有所下降，主要以工程结算收入为主；其他收入毛利率高，对丰县经开的利润形成一定补充。

2018 年，丰县经开营业总收入为 10.65 亿元，同比下降 13.62%，毛利率为 20.24%。从收入构成来看，近年来丰县经开主营业务收入中工程结算收入占比均在 90%以上，为丰县经开主营业务的主要组成部分。

丰县经开主营业务包括城市基础设施建设和土地开发整理等。其中，基础设施建设业务主要是丰县经开根据丰县建设的总体规划接受丰县开发区管理委员会委托，负责丰县经济开发区范围内重大工程建设与运营，相关业务都与政府签订有代建合同，约定以工程投入不超过 20%作为丰县经开的利润。此外，丰县经开负责丰县经济开发区土地开发整理业务，

以开发成本的一定比例作为开发业务的利润。丰县经开各业务板块分工明确、模式成熟稳定，逐步形成了以基础设施建设为主业，其他配套产业互补的业务格局。以上均划为工程结算收入，2018 年，丰县经开工程结算收入为 9.78 亿元，占营业总收入的 91.77%，毛利率为 14.81%。

丰县经开其他收入包括农产品销售、绿化工程、餐饮收入、租金收入等。2018 年，其他收入为 0.88 亿元，毛利率为 80.73%，其中租金收入毛利率较高，为 97.64%，丰县经开其他收入对其利润形成一定补充。

3. 丰县经开财务概况

截至 2018 年底，丰县经开纳入合并报表范围的子公司共有 35 家，其中一级子公司 16 家，二级子公司 19 家。

丰县经开 2018 年底资产规模有所增长，存货占比较高，资产流动性一般；负债规模小幅增长，所有者权益较为稳定；丰县经开短期偿债能力较强，整体偿债压力小；丰县经开 2018 年资金回流和收现质量较好；丰县经开投资支出规模较大，未来存在一定的融资需求。

截至 2018 年底，丰县经开合并资产总额为 180.45 亿元，较 2017 年增长 12.04%，主要系预付账款和其他应收款增长所致。其中，流动资产占 74.11%，主要由货币资金、存货（土地）、预付款项和其他应收款构成；非流动资产占 25.89%，主要由长期股权投资、在建工程和无形资产（土地使用权）构成。

截至 2018 年底，丰县经开负债规模为 99.80 亿元，同比增长 11.37%，主要由应付债券和其他应付款构成。同期，丰县经开所有者权益为 80.65 亿元，同比增长 12.89%，主要系未分配利润和资本公积增长所致。从所有者权益构成看，主要由资本公积（63.04 亿元）构成，所有者权益较为稳定。

截至 2018 年底，丰县经开全部债务为 51.68 亿元，同比增长 13.06%。其中短期债务为 7.57 亿元，长期债务为 44.11 亿元。

从短期偿债能力看，丰县经开现金类资产为 9.95 亿元，能够覆盖短期债务；同期，丰县经开 2018 年底流动比率和速动比率分别为 401.77%和 255.23%，丰县经开短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2018年底，丰县经开EBITDA为2.59亿元；由于丰县经开有息债务规模小幅增长，全部债务/EBITDA倍数上升至19.96倍。丰县经开长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为35.36%和39.05%；考虑股东对丰县经开的支持力度较大，丰县经开整体偿债压力小。

2018 年，丰县经开营业收入为 10.65 亿元，同比下降 13.62%，主要系工程结算收入减少所致。同期，丰县经开营业利润和净利润分别为 2.59 亿元和 2.36 亿元，分别同比增长 2.25%和 8.28%。

从现金流方面看，2018 年，丰县经开经营活动现金流入为 49.44 亿元，同比增长 104.86%，主要系往来款增加所致。现金收入比为 167.39%，丰县经开 2018 年资金回流情况和收现质量较好。丰县经开经营现金流出为 52.79 亿元，主要构成为支付其他与经营活动有关的现金。丰县经开经营活动产生的现金流净额为-3.35 亿元，主要是由于项目前期土地购置、建安投入与销售回款存在一定的时间错配，导致丰县经开经营活动产生现金流持续为负。

2018 年，丰县经开投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出为 9.19 亿元，主要构成为投资支付的现金。2018 年，丰县经开筹资活动现金流入为 22.00 亿元，主要系丰县经开银行借款和发行债券取得的资金；丰县经开筹资活动现金流出为 16.82 亿元，主要系偿还债务的所致。

截至 2018 年底，丰县经开对外担保规模合计 7.00 亿元，担保比率 8.75%，其中，民营企业担保金额为 1.59 亿元，存在一定的或有负

债风险。

截至 2018 年底，丰县经开的银行授信额度合计为 33.97 亿元，银行授信额度尚有 20.45 亿元尚未使用，间接融资渠道较为畅通。

经联合资信评定，丰县经开主体长期信用等级为 AApi，评级展望为稳定。

4. 丰县经开对本期债券的保障能力

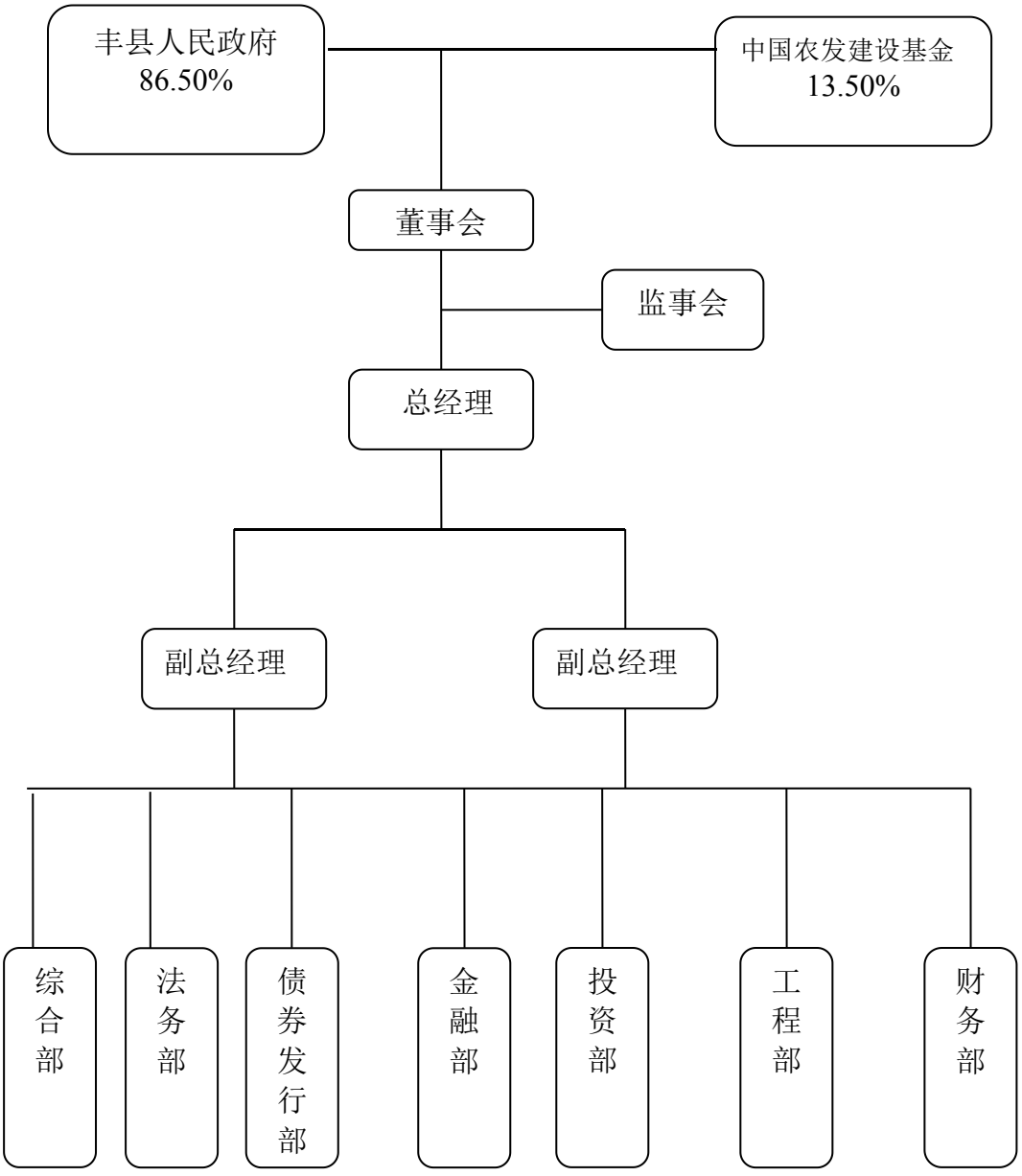
丰县经开经营活动产生的现金流入对本期债券的偿债保障能力较强。

2018 年，丰县经开经营活动产生的现金流入量为 49.44 亿元，是本期债券发行金额的 3.80 倍，覆盖程度较高；经营活动现金流量净额为-3.36 亿元，是本期债券发行金额的-0.26 倍，无保障能力；EBITDA 为 2.59 亿元，是本期债券发行金额的 0.28 倍，保障程度弱。总体看，丰县经开经营活动现金流入量对本期债券的偿债保障能力较强。

十一、 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“16丰棚改/16丰棚改项目债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2018 年底公司结构及组织结构图



附件 3　公司主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	25.01	23.65	22.60
资产总额(亿元)	163.55	177.04	193.52
所有者权益(亿元)	97.02	98.51	99.82
短期债务(亿元)	0.90	2.40	13.47
调整后短期债务	0.90	2.40	13.87
长期债务(亿元)	46.28	57.59	57.61
调整后长期债务(亿元)	46.44	57.86	64.41
全部债务(亿元)	47.18	59.99	71.08
调整后全部债务(亿元)	47.34	60.27	78.27
营业收入(亿元)	13.10	12.03	13.09
利润总额(亿元)	2.06	1.62	1.46
EBITDA(亿元)	3.20	3.05	2.56
经营性净现金流(亿元)	-14.95	-15.54	-1.21
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.57	1.35	1.43
存货周转次数(次)	0.14	0.11	0.11
总资产周转次数(次)	0.09	0.07	0.07
现金收入比(%)	87.84	102.59	73.62
营业利润率(%)	19.83	16.07	11.52
总资本收益率(%)	1.42	1.34	1.00
净资产收益率(%)	1.71	1.41	1.28
长期债务资本化比率(%)	32.30	36.89	36.59
调整后长期债务资本化比率(%)	32.37	37.00	39.22
全部债务资本化比率(%)	32.72	37.85	41.59
调整后全部债务资本化比率(%)	32.79	37.96	43.95
资产负债率(%)	40.68	44.35	48.42
流动比率(%)	1128.89	1167.38	589.70
速动比率(%)	496.59	424.44	192.80
经营现金流动负债比(%)	-112.48	-112.12	-4.18
EBITDA 利息倍数(倍)	8.16	4.16	5.10
全部债务/EBITDA(倍)	14.73	19.68	27.73
调整后全部债务/EBITDA(倍)	14.78	19.77	30.54

资料来源：公司审计报告；调整后的全部债务=长期债务+短期债务+长期应付款中的有息部分+其他流动负债中的有息部分

附件 4　差额补偿人主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	17.88	16.91	9.95
资产总额(亿元)	150.21	161.05	180.45
所有者权益(亿元)	60.69	71.44	80.65
调整后短期债务	7.69	3.05	7.57
长期债务(亿元)	30.40	42.66	44.11
调整后长期债务(亿元)	44.77	65.39	44.11
全部债务(亿元)	38.10	45.71	51.68
调整后全部债务(亿元)	52.47	68.45	51.68
营业收入(亿元)	12.02	12.33	10.65
利润总额(亿元)	1.94	2.38	2.59
EBITDA(亿元)	1.94	2.38	2.59
经营性净现金流(亿元)	-11.87	-20.73	-3.35
财务指标			
销售债权周转次数(次)	10.96	9.06	10.84
存货周转次数(次)	0.39	0.20	0.17
总资产周转次数(次)	0.16	0.08	0.06
现金收入比(%)	188.00	103.51	167.39
营业利润率(%)	18.39	10.01	19.46
总资本收益率(%)	1.59	1.56	1.79
净资产收益率(%)	2.97	3.05	2.93
长期债务资本化比率(%)	33.38	37.39	35.36
调整后长期债务资本化比率(%)	42.45	47.79	35.36
全部债务资本化比率(%)	38.57	39.02	39.05
调整后全部债务资本化比率(%)	46.37	48.93	39.05
资产负债率(%)	59.60	55.64	55.31
流动比率(%)	229.25	490.48	401.77
速动比率(%)	119.56	268.33	255.23
经营现金流动负债比(%)	-26.53	-85.81	-10.08

资料来源：公司审计报告

附件 5　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-营业税金及附加）/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	
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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

附件 6-1　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 6-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3　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

附件 6-4　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除AAA_{pi}级，CCC_{pi}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：

级别设置	含义
AAA_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	不能偿还债务