

信用等级公告

联合〔2020〕2166号

联合资信评估有限公司通过对永州市零陵城建投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持永州市零陵城建投资有限公司主体长期信用等级为 AA，“17 零陵城建 MTN001”“18 零陵城建 MTN001”“19 零陵城建 MTN001”和“20 零陵城建 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告



永州市零陵城建投资有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
17 零陵城建 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
18 零陵城建 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
19 零陵城建 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
20 零陵城建 MTN001	AA	稳定	AA	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
17 零陵城建 MTN001	3.00 亿元	3.00 亿元	2022/10/13
18 零陵城建 MTN001	7.00 亿元	7.00 亿元	2023/04/19
19 零陵城建 MTN001	2.10 亿元	2.10 亿元	2024/12/20
20 零陵城建 MTN001	7.90 亿元	7.90 亿元	2025/04/13

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

跟踪评级时间:2020年7月13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 ⁻		AA	
	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	4
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构	1	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

评级观点

永州市零陵城建投资有限公司(以下简称“公司”)是湖南省永州市重要的基础设施建设主体,主要负责零陵区内的土地开发整理、基础设施建设和城市供水等业务。跟踪期内,公司营业收入保持增长,并继续得到当地政府财政补贴等支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司资产流动性弱、债务规模持续增长、未来基建项目投资压力大等可能对其信用水平带来的不利影响。

未来,随着永州市零陵区城市基础设施建设、棚户区改造和土地开发整理等业务的持续推进,公司业务有望保持稳定发展。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA,“17零陵城建MTN001”“18零陵城建MTN001”“19零陵城建MTN001”和“20零陵城建MTN001”的信用等级为AA,评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内,永州市和零陵区经济稳步发展,一般公共预算收入持续增长,公司发展的外部环境良好。2019年,永州市实现地区生产总值2016.86亿元,增长7.1%,完成一般公共预算收入189.50亿元,增长3.4%;零陵区实现地区生产总值222.50亿元,同比增长6.7%,完成一般公共预算收入13.06亿元,同比增加0.80亿元。
- 公司区域地位突出,持续得到政府支持。公司是永州市内从事土地开发整理和基础设施建设的主体之一,跟踪期内持续得到政府在财政补贴方面的支持。

关注

- 公司资产流动性弱。公司资产中存货和应收类款项占比较大,存货中包含未缴纳出

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

分析师：薛琳霞 丁晓

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

- 让金的土地，应收类款项对资金形成占用，资产流动性弱。
2. 公司在建和拟建项目投资规模大，面临较大的投资压力。截至 2020 年 3 月底，公司在建基建项目总投资 141.29 亿元，未来三年尚需投资 53.76 亿元，在建棚改项目总投资 67.26 亿元，已投资 22.10 亿元；拟建基建项目总投资 52.00 亿元。
 3. 公司债务规模持续增长，偿付压力加大。2019 年底，公司全部债务 105.05 亿元，呈现持续增长趋势。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产 (亿元)	19.43	19.13	12.61	8.69
资产总额 (亿元)	228.34	243.65	261.53	262.91
所有者权益 (亿元)	133.15	136.86	134.44	134.82
短期债务 (亿元)	15.80	12.48	17.29	17.10
长期债务 (亿元)	69.08	81.93	87.76	86.97
全部债务 (亿元)	84.88	94.41	105.05	104.07
营业收入 (亿元)	7.45	12.10	13.15	3.44
利润总额 (亿元)	2.42	3.71	3.39	0.38
EBITDA (亿元)	3.42	5.90	5.25	--
经营性净现金流 (亿元)	-29.21	0.08	0.04	1.25
现金收入比 (%)	93.63	37.68	73.23	69.75
营业利润率 (%)	17.89	33.35	25.32	17.68
净资产收益率 (%)	1.82	2.69	2.59	--
资产负债率 (%)	41.69	43.83	48.59	48.72
全部债务资本化比率 (%)	38.93	40.82	43.86	43.56
流动比率 (%)	872.50	973.50	706.61	695.94
速动比率 (%)	252.61	248.00	187.07	159.42
经营现金流流动负债比 (%)	-111.87	0.31	0.10	--
现金短期债务比 (倍)	1.23	1.53	0.73	0.51
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.81	1.11	1.00	--
全部债务/EBITDA (倍)	24.82	16.01	20.01	--
公司本部				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	186.10	193.81	204.34	202.45
所有者权益 (亿元)	127.81	131.50	134.98	135.36
全部债务 (亿元)	43.74	47.05	44.99	44.26
营业收入 (亿元)	3.50	7.65	6.85	2.65
利润总额 (亿元)	2.43	3.68	3.48	0.38
资产负债率 (%)	31.32	32.15	33.94	33.14
全部债务资本化比率 (%)	25.50	26.35	25.00	24.64
流动比率 (%)	600.45	676.37	606.82	674.86
经营现金流流动负债比 (%)	-6.35	20.33	-3.73	--

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 已将其他应付款和长期应付款中有息部分调整至有息债务核算

评级历史:

债项名称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 零陵城建 MTN001	AA	AA	稳定	2020/03/30	薛琳霞 徐羚晏	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	阅读原文
17 零陵城建 MTN001、18 零陵城建 MTN001	AA	AA	稳定	2019/07/24	赵起峰 徐羚晏	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）	阅读原文
19 零陵城建 MTN001	AA	AA	稳定	2019/05/27	张建业 徐羚晏	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）	阅读全文
18 零陵城建 MTN001	AA	AA	稳定	2018/04/09	赵起峰 马颖	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）	阅读全文
17 零陵城建 MTN001	AA	AA	稳定	2017/09/25	赵起峰 崔俊凯	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文

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永州市零陵城建投资有限公司（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、准确性和完整性要求。

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。

永州市零陵城建投资有限公司2020年跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于永州市零陵城建投资有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化。截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元，永州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“永州市国资委”）是公司的唯一股东和实际控制人。

截至2020年3月底，公司本部内设综合办公室、计划财务部、资产经营部、投融资部、工程业务部、内控法规部、人力资源部、党群工作部、项目管理部共9个职能部门，公司合并范围内拥有子公司16家。

截至2019年底，公司资产总额261.53亿元，所有者权益合计134.44亿元（其中少数股东权益0.04亿元）；2019年，公司实现营业收入13.15亿元，利润总额3.39亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额262.91亿元，所有者权益134.82亿元（其中少数股东权益0.04亿元）。2020年1-3月，公司实现营业收入3.44亿元，利润总额0.38亿元。

公司住所：湖南省永州市零陵区百万庄6号路110号；法定代表人：邓家昶。

三、跟踪债券概况及其募集资金使用情况

截至评级报告出具日，联合资信所评“17零陵城建MTN001”“18零陵城建MTN001”“19零陵城建MTN001”和“20零陵城建MTN001”债券余额合计20.00亿元；截至2020年5月底，“17零陵城建MTN001”“18零陵城建MTN001”

和“19零陵城建MTN001”募集资金已全部按计划使用完毕，“20零陵城建MTN001”募集资金已按计划使用6.51亿元。跟踪期内，除“19零陵城建MTN001”和“20零陵城建MTN001”尚未到付息日，其他债券已全部按期足额支付利息。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限
17 零陵城建 MTN001	3.00	3.00	2017/10/13	5
18 零陵城建 MTN001	7.00	7.00	2018/04/19	3+2
19 零陵城建 MTN001	2.10	2.10	2019/12/20	2+2+1
20 零陵城建 MTN001	7.90	7.90	2020/04/13	2+2+1

注：“18零陵城建MTN001”附有第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，“19零陵城建MTN001”和“20零陵城建MTN001”附有第2年末和第4年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在

疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其

中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数 (PIRM) 同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业

增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目

标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业与区域经济

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务

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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建

设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大项目项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出

台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表3 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系

2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务, 应急物资保障领域投入, 加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
---------	---------	-------------	---

资料来源: 联合资信整理

(3) 行业发展

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, 评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响, 部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险, 未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前, 我国的基础设施建设尚不完善, 城镇化率仍处于较低水平, 城镇化发展面临东西部发展不平衡问题, 基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来, 我国将以整体优化、协同融合为导向, 统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展, 打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前, 中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度, 2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设, 并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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, 评级展望为稳定。

同时, 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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化, 部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险, 如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年, 城投企业非标产品接续难度增加, “非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内, 永州市和零陵区经济稳步发展, 一般公共预算收入有所增长, 公司发展的外部环境

良好。

永州市

永州东邻湖南郴州市、南接广东省清远市、西与广西桂林市相连、北与湖南邵阳市、衡阳市毗邻, 自古便是华中、华东地区通往广东、广西、海南及西南地区的交通要塞, 也是湖南对外开放的重要门户, 素有“南山通衢”之称, 是内地直达两广(广东、广西)、两南(海南、大西南)、两区(香港、澳门地区)的重要通道, 华南与华中两大经济区的重要结合部, 具有明显的双辐射功能, 区位优势明显。

根据《永州市2019年国民经济和社会发展统计公报》, 2019年永州市实现地区生产总值2016.86亿元, 增长7.1%。按常住人口计算, 2019年永州市人均生产总值3.70万元, 增长7.4%。

从产业结构来看, 2019年永州市第一产业增加值350.33亿元, 增长3.3%; 第二产业增加值625.97亿元, 增长7.7%; 第三产业增加值1040.56亿元, 增长7.8%。

从固定资产投资来看, 2019年永州市固定资产投资同比增长10.0%。分投资方向来看, 工业投资增长27.4%, 民生投资增长18.1%, 生态投资下降25.5%, 基础设施投资下降11.2%, 高新技术产业投资增长57.2%, 工业技改投资增长29.7%。2019年, 永州市全年房地产开发投资增长14.4%, 商品房销售面积680.27万平方米, 下降4.6%, 商品房销售额308.71亿元, 增长16.9%。

根据《永州市2019年国民经济和社会发展统计公报》和《关于永州市2019年财政预算执行情况与2020年市本级财政预算(草案)的报告》, 2019年永州市实现一般公共预算收入189.50亿元, 增长3.4%, 一般公共预算支出为496.00亿元, 财政自给率为38.21%, 自给程度较低; 税收收入为85.21亿元, 增长6.6%, 占一般公共预算收入的44.97%。2019年底, 永州市政府债务余额为417.08亿元。

零陵区

零陵区是永州市2个市辖区之一。根据《永州市零陵区2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年零陵区实现地方生产总值222.50亿元，同比增长6.7%，第一、二、三产业增加值分别为40.70亿元、85.90亿元和95.90亿元，对经济增长的贡献率分别为8.9%、47.9%和43.2%，按照常住人口计算，全区人均地区生产总值为3.86万元。

2019年，零陵区固定资产投资比上年增长10.3%，其中产业投资完成113.70亿元，占总投资的比重为58.8%。按照投资方向分，工业投资增长47.6%，工业技改投资增长52.0%，高新技术产业投资增长74.3%，基础设施投资增长30.1%。

财政方面，2019年零陵区实现一般公共预算收入13.06亿元，同比增加0.80亿元，其中税收收入为9.23亿元，占一般公共预算收入的70.70%；一般公共预算支出为47.95亿元，同比增长19.90%。

六、基础素质分析

跟踪期内公司继续得到政府的财政补贴等支持。

2019年和2020年1—3月，公司分别获得政府补助款2.07亿元和0.34亿元，计入“营业外收入”。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（中证码 4311000000276556），截至2020年7月8日，公司本部有7笔已结清关注类贷款，其中6笔系国开行资产质量分类标准原因，贷款还本付息正常，公司无逾期记录，1笔系因公司改制和领导人员变更，导致公司没有及

时归还该笔贷款本息，截至目前已全部结清。

公司对外担保中存在余额为37150.00万元的关注类保证贷款，根据公司提供的说明，系该笔贷款展期所致。公司无未还清的关注或不良类信贷记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、组织架构、高管人员和管理制度等方面均无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责零陵区内基础设施建设、土地整理与城市供水等业务，2019年营业收入持续增长，毛利率有所下降。

2019年，公司实现营业收入13.15亿元，同比增长8.74%，主要来自基础设施建设业务收入的增长；其中基础设施建设收入9.19亿元，同比增长42.10%，是公司收入的主要来源；供水与供水安装施工业务收入为0.90亿元，较2018年增长6.77%；公司土地出让业务取得收入2.87亿元，同比下降39.68%，主要系该部分仅包括公司自有土地出让收入所致。

毛利率方面，2019年公司综合毛利率为27.01%，同比下降6.38个百分点，主要受毛利率较高的土地出让收入占比下降影响；基础设施建设业务毛利率为16.67%，保持稳定；供水与供水安装设施业务毛利率为35.07%，同比下降3.30个百分点；土地出让业务毛利率为54.69%，同比变动不大。

2020年1—3月，公司实现营业收入3.44亿元，相当于2019年全年的26.16%，综合毛利率为17.71%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	6.47	53.47	16.67	9.19	69.88	16.67	3.21	93.15	16.67
供水与供水安装施工	0.85	6.99	38.37	0.90	6.86	35.07	0.23	6.70	35.10
土地出让	4.76	39.37	55.15	2.87	21.84	54.69	0.00	0.00	--

项目	2018年			2019年			2020年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
其他	0.02	0.17	47.52	0.19	1.42	71.10	0.01	0.15	-114.54
合计	12.10	100.00	33.39	13.15	100.00	27.01	3.44	100.00	17.71

注：其他业务收入主要系租金收入，尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 土地开发整理和土地出让

公司经零陵区政府授权开展土地开发整理业务，每年公司按照实际支出加成 15% 确认收入，2017—2019 年公司处于过渡期，除 15% 收益外另收取一定补偿收益，2019 年开始公司土地开发整理收入并入基础设施建设业务收入核算；当年实现的土地出让收入全部来自自有土地转让。公司待出让土地规模较大，仍可支撑未来一定收入规模，但土地出让情况受宏观调控、房地产市场行情等影响存在一定不确定性。

土地开发整理方面，2017 年后，根据公司与土储中心签订的《永州市零陵区土地整理项目总承包建设框架协议》，协议约定公司作为被委托方开展零陵区区域内的土地整理和开发工作，永州市零陵区财政局代替土储中心每年按照项目实际支出加成 15% 的比例与公司进行结算。

账务处理方面，公司在土地开发过程中实际发生的各项成本，如征地安置房补偿、房屋拆迁补偿、规划设计费、场地平整费等，按实际支出借记“存货”。

公司土地整理业务主要集中在永州市火车站及其周边、阳明大道等区域。2019 年开始，公司土地开发整理收入并入“基础设施建设”收入板块。截至 2020 年 3 月底，公司累计整理待出让土地约 829 亩，未来计划整理土地面积约 6597.28 亩，已整理 5145.41 亩，后续土地整理预计投资 4.00 亿元。

公司自有土地出让方面，2019 年，公司实现了零陵区阳明大道与萍洲东路交叉口西南角和零陵区南津中路与菱角塘路交叉口西侧地块的出让，约 180.45 亩，实现土地出让收入 2.87 亿元。

(2) 基础设施建设

公司受永州市政府和零陵区政府授权开展基础设施建设业务，建设资金主要由公司自筹，每年零陵区财政局根据评估后的完工量加成 20% 与公司进行结算，公司据此确认收入；公司在建和拟建的基建项目未来投资规模大，存在较大的融资压力，自营项目收益实现受项目运营等影响大。2019 年，公司项目建设收入规模保持增长，但区政府回购款实际拨付情况受财力状况、资金统筹安排影响较大。

根据《关于永州市零陵城建投资有限公司承建基础设施项目有关事宜的规定》（零政府函〔2008〕6号文）以及永州市政府与公司签署的《基础设施建设合同》，永州市政府和零陵区政府授权公司对零陵区内基础设施项目进行承建，基础设施建设的资金由公司自筹，永州市政府授权零陵区财政局对公司承建的市政建设项目按年度完成情况确认并结算支付工程款项，各年度确认为收入的工程价款为区财政投资评审中心确认的年度完工量的 1.2 倍（基础设施建设完成后，工程方提交结算报告，由财政评审中心进行评审，根据评审结果加上 20% 管理费和利润，计入公司的主营业务收入）。

支付方式上，依据各项目年度完成情况，零陵区政府主要以现金方式支付工程款项，若公司之前获得财政拨款或财政借款，工程款项直接从财政的拨款和借款中抵扣，不足部分，由区财政逐步拨付。

账务处理方面，项目建设期，公司根据基础设施建设过程中实际发生的各项支出，根据工程进度结算工程价款，计入“存货”（部分尚未明确具体项目或者没有获取发票的款项计入“预付款项”），城市基础设施在财政评审

以后移交给区政府，并按成本加成 20% 确认收入，同时将该项目相应的存货结转为成本。

此外，公司还开展停车场等自营项目，公司在建自营项目包括零陵区社会停车场建设工程项目和创新创业大厦项目，上述项目依靠自身收益进行资金平衡，收益实现受到区域经济发展和项目建设运营效率等方面的影响，具有一定的不确定性。

2019 年，公司代建业务确认收入 9.19 亿元，同比增长 42.10%，主要系土地开发整理业务收入并入所致。截至 2019 年底，公司合计应收零陵区财政局工程回购款 10.20 亿元（在“应收账款”科目反映）。2019 年和 2020 年 1—3 月，公司分别收到政府回款（包括基础设施建设和

土地开发整理业务）6.63 亿元和 2.23 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司在建项目总投资合计 141.29 亿元，已投资 80.20 亿元，未来三年尚需投资 53.76 亿元。

零陵古城文化旅游综合保护开发项目位于零陵城区潇水东西两岸，项目内容包括该区域的景区景点建设和配套设施建设。项目预计建设工期为 6 年，计划总投资 70.00 亿元，公司代表零陵区政府投资 32.00 亿元（其中 9.60 亿元自筹，22.40 亿元通过外部融资解决），伟光汇通文化旅游投资集团有限公司投资 38.00 亿元。公司以代建模式参与到项目的基础设施建设中，截至 2020 年 3 月底，公司对该项目已投资 29.05 亿元。

表 5 截至 2020 年 3 月底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	资金平衡模式	计划总投资	已完成投资	未来计划投资		
				2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年
火车南站路网建设工程	政府代建	10.46	8.59	0.30	0.30	0.30
湘江东路零陵段路网建设工程	政府代建	8.15	6.93	0.50	0.22	0.50
沿江大道建设工程	政府代建	5.79	5.79	0.00	0.00	0.00
永州市零陵区城北新区路网建设工程项目	政府代建	8.65	4.82	1.10	1.10	1.13
阳明大道、日升东路建设工程	政府代建	2.38	1.86	0.02	0.50	0.00
零陵古城文化旅游综合保护开发项目	政府代建	32.00	29.05	1.00	1.00	0.95
朝阳大道项目	政府代建	3.52	2.09	0.52	0.52	0.39
工业园九条路项目	政府代建	1.90	1.27	0.25	0.26	0.12
城区道路提质改造项目	政府代建	8.85	2.32	1.00	2.48	1.05
潇水东岸旧城改造项目	政府代建	9.41	5.30	0.50	0.50	1.50
学位建设项目	政府代建	13.14	4.20	4.00	2.51	2.43
黄田铺书香教育小镇提质改造项目	政府代建	3.80	0.91	1.00	0.80	1.09
老埠头等村集中连片项目	政府代建	4.30	4.09	0.10	0.11	0.00
零陵区社会停车场建设工程项目	项目经营	16.36	1.19	5.50	5.52	4.15
床位建设与棚改安置小区建设项目	其他	11.50	1.30	3.00	3.00	1.95
创新创业大厦项目	项目经营	1.08	0.49	0.20	0.39	0.00
合计	--	141.29	80.20	18.99	19.21	15.56

注：1. 零陵古城文化旅游综合保护开发项目总投资 70 亿元，由公司负责的投资为 32 亿元；2. 上表中各项目归集了土地整理成本，所整理土地未来可进行挂牌出让；3. 上表中部分项目已结转部分建设成本，故完成投资金额大于当期存货-基础设施建设工程余额；4. 床位建设与棚改安置小区建设项目模式为部分自营、部分政府购买
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司拟建的基础设施项目总投资 52.00 亿元，资金来源包括自有资金 12.20 亿元，贷款资金 39.80 亿元。拟建项目中，零陵区地下综合管廊项目、火车站物流中

心预计通过经营性收入实现资金平衡；滨江新城片区开发项目拟与外部投资者合资开发建设。

表 6 截至 2020 年 3 月底公司拟建基础设施建设项目情况 (单位: 亿元)

序号	项目名称	总投资	资金来源		未来投资计划		
			自有	贷款	2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年
1	火车站物流中心	3.00	0.90	2.10	0.50	1.50	1.00
2	零陵区地下综合管廊	15.00	4.50	10.50	2.50	2.50	10.00
3	滨江新城片区开发	34.00	6.80	27.20	1.00	5.00	28.00
合计		52.00	12.20	39.80	4.00	9.00	39.00

资料来源: 公司提供

(3) 棚户区改造

公司受零陵区房产局委托, 负责区域内的棚户区改造工程, 项目资金来源于自筹和政策性银行贷款; 零陵区房产局分 25 年对项目进行回购。截至评级报告出具日, 棚户区改造项目尚未确认收入, 未来尚需投资规模较大, 回款效率较低。

为推进零陵区棚户区改造工程, 公司参与了零陵区范围内 6 个棚改项目。项目资金来源主要包括自筹、农发行棚改贷款和国开行棚改贷款。公司下属子公司永州乐众棚户区改造有限公司和永州市零陵沿江大道开发有限责任公司分别作为棚改项目的工程主体。除潇水西路棚改项目外, 公司其余棚改项目均采用政府购买服务模式。

根据永州市零陵区房产局和公司签订的《政府购买协议》, 合同期限 25 年 (第 1 年至第 24 年为项目建设、运营及购买服务资金支付

期, 第 25 年为项目资产移交期), 项目投资资金来自于公司的自筹资金以及向贷款行申请的融资资金, 零陵区房产局作为购买主体, 分 25 年对棚改项目进行购买。建设期届满前, 公司的服务费用根据服务完成进度进行核定; 建设期届满或者公司完成项目建设内容后, 公司工作经零陵区房产局验收合格后, 零陵区房产局按照支付计划逐年支付服务费用。

账务处理方面, 当公司收到国开行或农发行的贷款时计入“长期借款”, 项目投入计入“存货”科目, 还款时冲减“长期借款”科目。

截至 2020 年 3 月底, 公司在建棚改项目计划总投资 67.26 亿元, 其中使用政府购买模式开展的项目总投资 66.87 亿元, 使用项目资本金 14.77 亿元, 银行贷款 52.10 亿元; 公司在建棚户区改造项目已投资 22.10 亿元, 累计收到政府回款 1.30 亿元。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司主要在建棚户区改造项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	资金平衡模式	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年
潇水西路棚改项目	政府代建	0.39	0.29	0.10	0.00	0.00
零陵区潇水两岸 (城中村) 棚改项目 (三期)	购买服务	10.07	3.16	3.05	3.05	0.81
南津渡及朝阳片区城中村改造项目	购买服务	12.11	6.75	1.36	2.00	2.00
潇水两岸棚户区改造二期项目	购买服务	18.70	5.57	3.39	4.00	5.74
南津路棚户区改造一期项目	购买服务	18.85	2.60	6.44	5.00	3.00
潇水两岸棚户区改造项目	购买服务	7.14	3.73	3.00	0.41	0.00
合计		67.26	22.10	17.34	14.46	11.55

注: 1. 上表中各项目归集了土地整理成本, 所整理土地未来可进行挂牌出让; 2. 上表中部分项目已结转部分建设成本, 故完成投资金额大于当期存货-基础设施建设工程余额

资料来源: 公司提供

(4) 供水及供水安装施工业务

公司是零陵区城区内唯一的自来水供应主体, 负责零陵区内的自来水供应和管道水表安

装业务, 2019 年供水业务收入持续增长, 供水设施安装收入变动不大。

公司供水及供水安装施工业务由子公司永

州市零陵区自来水公司（以下简称“自来水公司”）负责。截至2020年3月底，自来水公司下辖2座水厂，供水能力18万吨/日，供水范围为零陵区主城区。

水价方面，根据2015年12月永州市发改委《关于调整市中心城区城市供水价格暨实行阶梯水价的通知》，于2016年1月1日起执行调整后的供水价格。跟踪期内，水价无变动。

2019年和2020年1-3月，公司分别实现供水收入0.63亿元和0.16亿元；同期实现供水设施安装收入0.27亿元和0.07亿元。

截至2020年3月底，公司在建的供水工程为永州市北部生态新城供水管网工程，该项目于2012年开工建设，总投资6573.00万元，已完成投资4124.88万元，主要建设内容为城区供水主管网（47.8km）及配套管网设施建设。

（5）其他业务

公司其他业务主要为租赁业务，由全资子公司永州市零陵资产经营有限责任公司（以下简称“资产经营公司”）负责。2018年9月，资产经营公司以1.06亿的价格购入位于零陵区322国道与工业大道交汇东北角的6栋工业园标准厂房（占地面积约45500平方米），并将其对外出租，2019年和2020年1-3月分别实现收入1871.45万元和51.23万元，2019年租赁业务收入大幅增长主要系标准厂房出租率上升以及公司其他门面房对外出售所致。

3. 未来发展

未来，公司将加大城市基础设施建设项目投入，进一步加大辖区内土地整理与开发力度，提升资产实力和盈利能力。公司通过成立渣土消纳处理公司、污水处理公司、加油站建设投资公司等从事城市经营的实体，提高城市资产

经营效益，使经营状况更加稳健，盈利能力更加突出。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度合并财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

截至2020年3月底，公司有纳入合并范围的子公司16家。2019年，公司合并范围内减少一家子公司，减少的子公司规模较小，对财务数据的可比性影响较小。

截至2019年底，公司资产总额261.53亿元，所有者权益合计134.44亿元（其中少数股东权益0.04亿元）；2019年，公司实现营业收入13.15亿元，利润总额3.39亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额262.91亿元，所有者权益134.82亿元（其中少数股东权益0.04亿元）。2020年1-3月，公司实现营业收入3.44亿元，利润总额0.38亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，其中流动资产占比高，以应收类款项和存货为主，存货中土地资产大部分未缴纳土地出让金且受限比例较高，应收类款项对公司资金形成占用。公司资产流动性弱。

2019年底，公司资产总额261.53亿元，较2018年底增长7.34%，其中流动资产占98.98%，非流动资产占1.02%，公司资产以流动资产为主。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.13	7.85	12.61	4.82	8.69	3.31
应收账款	13.71	5.63	16.27	6.22	17.24	6.56
预付款项	7.56	3.10	3.01	1.15	2.98	1.13
其他应收款	20.77	8.53	36.39	13.91	30.43	11.58

存货	180.39	74.04	190.34	72.78	200.57	76.29
流动资产合计	242.05	99.34	258.87	98.98	260.17	98.96
非流动资产合计	1.60	0.66	2.66	1.02	2.74	1.04
资产总计	243.65	100.00	261.53	100.00	262.91	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2019 年底，公司流动资产为 258.87 亿元，较 2018 年底增长 6.95%，主要来自其他应收款和存货的增长，期末流动资产主要由货币资金（占 4.87%）、应收账款（占 6.28%）、其他应收款（占 14.06%）和存货（占 73.53%）构成。

2019 年底，公司货币资金为 12.61 亿元，较 2018 年底下降 34.10%，货币资金主要由银行存款（占 88.10%）和其他货币资金（占 11.90%）构成。

2019 年底，公司应收账款为 16.27 亿元，较 2018 年底增长 18.65%，主要是应收永州市零陵区财政局的项目款，占期末应收账款余额的 74.50%，对公司资金形成占用；期末，公司对应收账款计提坏账准备金额 675.30 万元，计提比例为 0.41%。

2019 年底，公司预付款项为 3.01 亿元，较 2018 年底下降 60.17%，主要是预付的工程款。2019 年底，公司其他应收款为 36.39 亿元，较 2018 年底增长 75.17%，主要系往来款增长所致；期末，公司其他应收款前五名余额合计占 88.45%，集中度高，主要系与地方政府部门和国有企业的往来款，对公司资金形成占用，但回收风险较低；公司按账龄分析法对其他应收款计提的坏账准备金额为 0.35 亿元，计提比例为 0.96%，期限较为分散。

表 9 2019 年底公司其他应收款余额前五名情况

(单位：亿元、%)

单位	余额	占比
永州市零陵区国有土地上房屋征收与补偿办公室	10.76	29.29
永州市零陵区征地拆迁办公室	8.76	23.83
永州市鹏程基础设施建设投资有限公司	5.35	14.55
湖南潇湘源工业投资有限公司	5.17	14.08
永州市零陵区财政局	2.46	6.70
合计	32.50	88.45

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司存货为 190.34 亿元，较

2018 年底增长 5.52%，主要系基建项目和土地整理项目的持续投入；期末，公司存货主要由土地资产（占 57.00%）、基建项目及土地整理支出（占 42.99%）构成，其中土地资产由政府注入，为出让地，未缴纳土地出让金规模为 78.44 亿元。

2019 年底，公司非流动资产为 2.66 亿元，较 2018 年底增长 65.87%，主要由投资性房地产（占 39.46%）和在建工程（占 55.30%）构成；投资性房地产为 1.05 亿元，与 2018 年底基本持平，为购置的标准厂房；在建工程为 1.47 亿元，较 2018 年底增加 1.08 亿元，为公司建设的停车场、自来水以及创新创业大厦项目。

2020 年 3 月底，公司资产总额 262.91 亿元，较 2019 年底增长 0.53%，资产结构变动不大，仍然以流动资产为主，占比 98.96%。

截至 2020 年 3 月底，公司受限资产合计 63.06 亿元，受限比例为 23.98%，全部为用于抵押借款的土地使用权。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益基本稳定，债务规模不断增长，债务结构以长期债务为主，整体债务负担一般。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益为 134.44 亿元，较 2018 年底下降 1.76%，主要由实收资本（占 14.88%）、资本公积（占 68.45%）和未分配利润（占 15.08%）构成；期末，公司实收资本和资本公积均较 2018 年底无变动；受永州市长银古城建设合伙企业（有限合伙）减持对子公司永州市城鑫保障性安居工程投资建设开发有限公司的股份影响，公司少数股东权益为 0.04 亿元，较 2018 年底减少 5.80 亿元。

2020 年 3 月底，公司所有者权益为 134.82

亿元，较 2019 年底变动不大。

负债

2019 年底，公司负债总额 127.08 亿元，较 2018 年底增长 19.00%，其中流动负债和非流动负债分别占 28.83% 和 71.17%，公司负债结构以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债为 36.64 亿元，较 2018 年底增长 47.35%，主要来自一年内到期的非流动负债的增加；期末，公司流动负债主要由短期借款（占 3.14%）、其他应付款（50.32%）和一年内到期的非流动负债（占 43.72%）构成。

2019 年底，公司短期借款为 1.15 亿元，较 2018 年底下降 4.17%，由保证借款和抵押借款构成。

2019 年底，公司其他应付款为 18.43 亿元，较 2018 年底下降 5.55%，系往来款下降所致；期末，公司其他应付款包括往来款 8.41 亿元和暂借款 8.36 亿元，暂借款全部来自于永州市保障性安居工程投资建设开发有限公司，系往年统贷业务形成的借款，本报告将该部分调整至有息债务核算。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 16.02 亿元，较 2018 年底增加 12.98 亿元，主要系长期借款转入所致；期末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 13.80 亿元和一年内到期的长期应付款 2.22 亿元。

2019 年底，公司非流动负债为 90.45 亿元，较 2018 年底增长 10.40%，主要由长期借款（占 59.22%）、应付债券（占 26.46%）和长期应付款（占 14.32%）构成。

2019 年底，公司长期借款 53.57 亿元，较 2018 年底增长 16.54%，主要包括质押及保证借款、质押借款、保证借款、抵押及保证借款等；应付债券为 23.93 亿元，较 2018 年底增长 9.79%，系公司发行“19 零陵城建 MTN001”所致。

2019 年底，公司长期应付款为 12.95 亿元，

较 2018 年底下降 8.60%，系公司偿还融资租赁款所致；期末，长期应付款由政府置换债券和融资租赁款构成，政府置换债券自 2019 年起由政府偿还本息。本报告将融资租赁借款计入有息债务核算。

2020 年 3 月底，公司负债总额为 128.09 亿元，较 2019 年底变动不大。

2019 年底，公司全部债务 105.05 亿元，较 2018 年底增长 11.26%，其中短期债务占 16.45%，长期债务占 83.55%；2020 年 3 月底，全部债务为 104.07 亿元，较 2019 年底变动不大。

表 10 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	12.48	17.29	17.10
长期债务	81.93	87.76	86.97
全部债务	94.41	105.05	104.07
资产负债率	43.83	48.59	48.72
长期债务资本化比率	37.45	39.50	39.21
全部债务资本化比率	40.82	43.86	43.56

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务数据整理

从债务指标看，2019 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 48.59%、43.86% 和 39.50%，较 2018 年底分别上升 4.76 个、3.04 个和 2.05 个百分点；2020 年 3 月底，上述指标分别为 48.72%、43.56% 和 39.21%。

2020 年 4—12 月、2021 年和 2022 年，公司需偿还有息债务规模分别为 16.95 亿元、28.88 亿元和 22.86 亿元。

4. 盈利能力

2019 年公司营业收入规模有所增长，利润总额对政府补贴依赖较大。

2019 年，公司实现营业收入 13.15 亿元，同比增长 8.74%，主要来自基础设施建设业务收入的增长；同期，公司营业成本为 9.60 亿元，同比增长 19.16%；营业利润率为 25.32%，同比下降 8.03 个百分点。

表 11 近年公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年
营业收入	12.10	13.15
营业利润	1.20	1.33
营业外收入	2.53	2.07
利润总额	3.71	3.39
营业利润率	33.35	25.32
总资产收益率	2.52	2.20
净资产收益率	2.69	2.59

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2019 年, 公司期间费用为 2.27 亿元, 占营业收入的 17.26%, 主要为财务费用和管理费用; 同期, 公司营业外收入为 2.07 亿元, 主要为政府补助; 利润总额为 3.39 亿元, 同比下降 8.70%。

盈利指标方面, 2019 年公司总资产收益率和净资产收益率分别为 2.20% 和 2.59%, 同比均有所下降。

2020 年 1—3 月, 公司实现营业收入 3.44 亿元, 相当于 2019 年全年的 26.16%; 同期, 公司实现利润总额 0.38 亿元, 营业利润率为 17.68%。

5. 现金流分析

跟踪期内, 公司收入实现质量有所提升, 经营活动现金流量净额规模仍小, 受棚改项目投入影响, 投资活动现金净流出规模大幅增长; 考虑到公司在建和拟建项目的资金需求, 公司未来面临较大的筹资压力。

经营活动方面, 2019 年, 公司经营活动现金流入 21.78 亿元, 同比下降 27.32%, 其中销售商品提供劳务收到的现金为 9.63 亿元, 主要为代建项目和土地开发整理项目回款; 公司收到其他与经营活动有关的现金 12.15 亿元, 主要为往来款和政府补贴。2019 年, 公司现金收入比为 73.23%, 同比上升 35.55 个百分点, 公司收入实现质量有所提高。2019 年, 公司经营活动现金流出 21.74 亿元, 同比下降 27.25%, 其中购买商品接受劳务支付的现金大幅下降 68.92% 至 6.96 亿元, 系项目资金投入减少所致; 支付其他与经营活动有关的现金 14.15 亿元,

同比增长 98.92%, 主要由往来款构成。2019 年, 公司经营活动现金流量净额为 0.04 亿元。

表 12 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

科目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	29.96	21.78
经营活动现金流出量	29.89	21.74
经营活动现金流量净额	0.08	0.04
现金收入比 (%)	37.68	73.23
投资活动现金流量净额	-2.11	-17.35
筹资活动现金流量净额	1.73	10.79

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动看, 2019 年公司投资活动现金流入规模较小; 同期, 公司投资活动现金流出 17.85 亿元, 主要为棚改项目投资支出。2019 年, 公司投资活动现金流量净额持续为负, 为 -17.35 亿元。

从筹资活动看, 2019 年公司筹资活动现金流入 31.69 亿元, 主要是对外借款和发行债券收到的现金; 同期, 公司筹资活动现金流出 20.90 亿元, 为偿还债务本息支付的现金。2019 年, 公司筹资活动现金流量净额为 10.79 亿元。

2020 年 1—3 月, 公司经营活动现金流量净额为 1.25 亿元, 投资活动现金流量净额 -2.19 亿元, 筹资活动现金流量净额 -2.97 亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标较弱, 综合考虑公司的基础设施建设主体地位和政府的持续支持, 公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看, 2019 年底, 公司流动比率和速动比率分别为 706.61% 和 187.07%, 较 2018 年底分别下降 266.88 个和 60.92 个百分点, 公司流动资产主要为存货和应收类款项, 变现能力受项目建设进度、政府及其他单位资金拨付效率、土地市场行情等影响, 流动性弱于指标值。2019 年, 公司经营现金流动负债比为 0.10%。2020 年 3 月底, 公司流动比率和速动比率分别为 695.94% 和 159.42%; 公司现金短期债务比为 0.51 倍。总体看, 公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2019年公司EBITDA为5.25亿元，全部债务/EBITDA为20.01倍，EBITDA利息倍数为1.00倍。公司长期偿债能力指标较弱。

截至2020年3月底，公司共获得银行授信额96.84亿元，已使用76.25亿元，尚有20.59亿元授信额度未使用，公司间接融资渠道尚可。

截至2020年3月底，公司对外担保余额6.31亿元，担保比率为4.68%，被担保企业为永州市星辉投资发展有限公司和永州市零陵交通建设投资有限责任公司，系国有企业，目前经营正常，公司或有负债风险可控。

7. 母公司财务分析

公司资产主要来自母公司，母公司权益结构稳定性好，整体负债水平较低。

2019年底，母公司资产总额为204.34亿元，较2018年底增长5.43%。其中，流动资产为178.11亿元，主要由存货和应收类款项构成；非流动资产为26.23亿元，主要由长期股权投资构成。

2019年底，母公司所有者权益为134.98亿元，较2018年底增长2.65%。其中，实收资本和资本公积合计占83.00%，稳定性好。

2019年底，母公司负债总额为69.36亿元，较2018年底增长11.32%，主要由应付债券和其他应付款构成。母公司2019年底资产负债率为33.94%，较2018年底上升1.79个百分点。

2019年，母公司实现营业收入6.85亿元，利润总额为3.48亿元。

截至2020年3月底，母公司资产总额202.45亿元，所有者权益135.36亿元；2020年1-3月，母公司实现营业收入2.65亿元，利润总额为0.38亿元。

十、跟踪评级债券偿还能力分析

截至评级报告出具日，联合资信所评公司存续债券包括“17零陵城建MTN001”“18零

陵城建MTN001”“19零陵城建MTN001”和“20零陵城建MTN001”，债券余额合计20.00亿元。2019年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为上述存续债券余额的0.26倍和1.09倍。

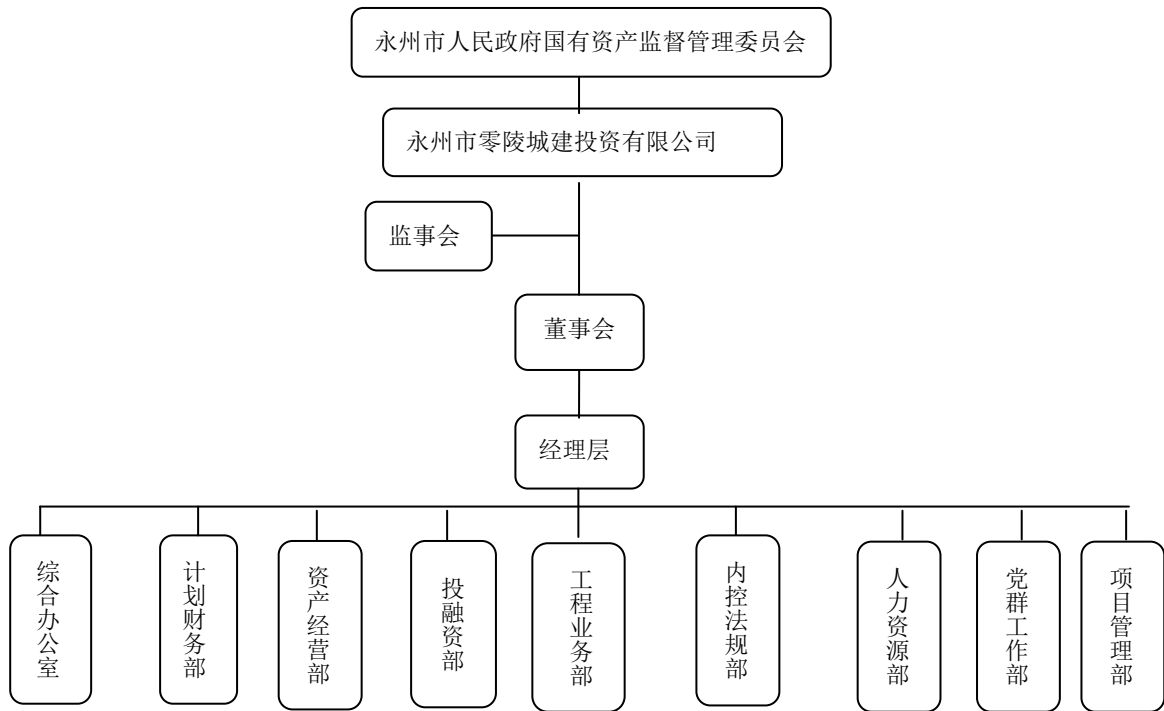
“18零陵城建MTN001”“19零陵城建MTN001”和“20零陵城建MTN001”附有发行人调整票面利率和投资者回售选择权，假设投资者于2022年选择回售“20零陵城建MTN001”，同时企业兑付“17零陵城建MTN001”，公司单年需偿还债券总额为10.90亿元。2019年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为上述单年需偿还债券总额的0.48倍和2.00倍。

考虑到公司是永州市重要的基础设施建设主体之一，获得政府支持力度大，公司对上述债券的整体偿债能力很强。

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，“17零陵城建MTN001”“18零陵城建MTN001”“19零陵城建MTN001”和“20零陵城建MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

(单位: 万元、%)

序号	子公司全称	主要业务或经营范围	注册资本	持股比例
1	永州市香零山路桥开发有限公司	建设香零山大道路网工程、香零山大道与 322、207 国道接线工程、香零山大桥、土地整理与开发; 城市基础设施项目的投资及开发建设	10200.00	100.00
2	永州市零陵沿江大道开发有限责任公司	城市基础设施、农村基础设施、水利设施项目的投资及开发建设; 招商引资; 沿江大道和防洪堤工程的管理	15000.00	100.00
3	永州市零陵香零山花园有限公司	城市基础设施建设, 招商引资, 物业管理。	10050.00	100.00
4	永州市零陵旅游开发有限公司	旅游资源开发, 旅游产品生产、销售、服务。	5000.00	100.00
5	永州市零陵旅行社有限责任公司	国内旅游业务。	30.00	100.00
6	永州市零陵区零陵大道零陵段建设有限公司	零陵大道零陵段建设项目经营和管理。	100.00	100.00
7	永州市零陵区农村基础设施建设投资有限责任公司	农村开发; 农村基础建设(路网、水网)投资。	4100.00	100.00
8	永州火车南站路网建设有限公司	永州市火车南站工业园相关的城市基础设施建设及第二、三产业的建设和开发。	160.00	100.00
9	永州市零陵区自来水公司	自来水、自来水管道的安装、改造, 水暖器材。	1309.00	100.00
10	永州市国道三二二线零陵段改线工程建设开发有限公司	三二二国道零陵段改线工程建设、开发、管理及建材营销。	6300.00	95.24
11	永州潇湘新农村建设发展有限公司	新农村建设、城乡一体化建设、小城镇建设投资	10000.00	100.00
12	永州乐众棚户区改造有限公司	保障性住房、安置房和社会公益设施建设; 旧城区改造、棚户区改造、城中村改造、片区开发、城市建设用地整理开发。	10000.00	100.00
13	永州市零陵古城基础设施建设投资有限公司	零陵古城范围内的征地拆迁、基础设施建设和愚溪河整治。	4320.00	100.00
14	永州市零陵区社会事业发展有限公司	文教卫基础设施建设、运营, 文教卫行业信息化建设, 器材、图书经营等社会事业建设、管理, 经市、区人民政府批准或允许的其他业务(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)	5000.00	100.00
15	永州市城鑫保障性安居工程投资建设开发有限公司	保障性住房、安置房建设; 旧城区改造、棚户区改造、城中村改造、房地产开发、经营; 物业管理; 物业租赁; 造林、育林; 园林绿化工程服务; 景观和绿地设施工程施工; 绿化管理、养护、病虫害防治服务; 建材、工程机械、机械配件的销售。(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)	63000.00	100.00
16	永州市零陵资产经营有限责任公司	城市片区开发、城区建设用地整理开发, 国有资产的经营、管理, 城市特许经营权, 政府存量债务的管理、归集、处置、化解, 经市、区人民政府批准或允许的其他业务。(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)	10000.00	100.00

资料来源: 公司提供

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	19.43	19.13	12.61	8.69
资产总额 (亿元)	228.34	243.65	261.53	262.91
所有者权益 (亿元)	133.15	136.86	134.44	134.82
短期债务 (亿元)	15.80	12.48	17.29	17.10
长期债务 (亿元)	69.08	81.93	87.76	86.97
全部债务 (亿元)	84.88	94.41	105.05	104.07
营业收入 (亿元)	7.45	12.10	13.15	3.44
利润总额 (亿元)	2.42	3.71	3.39	0.38
EBITDA (亿元)	3.42	5.90	5.25	--
经营性净现金流 (亿元)	-29.21	0.08	0.04	1.25
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.11	1.17	0.88	--
存货周转次数 (次)	0.04	0.05	0.05	--
总资产周转次数 (次)	0.04	0.05	0.05	--
现金收入比 (%)	93.63	37.68	73.23	69.75
营业利润率 (%)	17.89	33.35	25.32	17.68
总资本收益率 (%)	1.56	2.52	2.20	--
净资产收益率 (%)	1.82	2.69	2.59	--
长期债务资本化比率 (%)	34.16	37.45	39.50	39.21
全部债务资本化比率 (%)	38.93	40.82	43.86	43.56
资产负债率 (%)	41.69	43.83	48.59	48.72
流动比率 (%)	872.50	973.50	706.61	695.94
速动比率 (%)	252.61	248.00	187.07	159.42
经营现金流动负债比 (%)	-111.87	0.31	0.10	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.81	1.11	1.00	--
全部债务/EBITDA (倍)	24.82	16.01	20.01	--
现金短期债务比 (倍)	1.23	1.53	0.73	0.51

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 已将其其他应付款和长期应付款中有息部分调整至有息债务核算

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	9.65	11.19	9.60	6.98
资产总额 (亿元)	186.10	193.81	204.34	202.45
所有者权益 (亿元)	127.81	131.50	134.98	135.36
短期债务 (亿元)	12.51	9.73	5.59	4.91
长期债务 (亿元)	31.23	37.32	39.40	39.35
全部债务 (亿元)	43.74	47.05	44.99	44.26
营业收入 (亿元)	3.50	7.65	6.85	2.65
利润总额 (亿元)	2.43	3.68	3.48	0.38
EBITDA (亿元)	3.18	5.40	3.48	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.72	5.08	-1.10	1.20
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	*	4.07	1.38	--
存货周转次数 (次)	0.02	0.04	0.04	--
总资产周转次数 (次)	0.02	0.04	0.03	--
现金收入比 (%)	100.00	47.57	128.07	32.76
营业利润率 (%)	16.67	40.62	32.61	16.67
总资本收益率 (%)	1.85	3.02	1.93	--
净资产收益率 (%)	1.90	2.80	2.58	--
长期债务资本化比率 (%)	19.64	22.11	22.59	22.52
全部债务资本化比率 (%)	25.50	26.35	25.00	24.64
资产负债率 (%)	31.32	32.15	33.94	33.14
流动比率 (%)	600.45	676.37	606.82	674.86
速动比率 (%)	162.53	197.11	194.99	205.04
经营现金流流动负债比 (%)	-6.35	20.33	-3.73	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.37	1.97	0.12	--
全部债务/EBITDA (倍)	13.74	8.72	12.91	--
现金短期债务比 (倍)	0.77	1.15	1.72	1.42

注: 1. 2020 年一季度财务数据未经审计; 2. 已将其他应付款和长期应付款中有息部分调整至有息债务核算

附件 4 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	营业利润 / 营业收入净额 × 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/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
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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