

信用等级公告

联合〔2020〕1814号

联合资信评估有限公司通过对衡阳市滨江新区投资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，确定维持衡阳市滨江新区投资有限公司主体长期信用等级为AA，维持“17衡滨江/17衡阳滨江债”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年六月二十四日



衡阳市滨江新区投资有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

评级观点

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
衡阳市滨江新区投资有限公司	AA	稳定	AA	稳定
中合中小企业融资担保股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
17 衡滨江/17 衡阳滨江债	AAA	稳定	AAA	稳定

衡阳市滨江新区投资有限公司(以下简称“公司”)是衡阳市滨江新区唯一的基础设施建设主体,主要负责衡阳市滨江新区土地整理和基础设施代建业务。跟踪期内,衡阳市经济稳步发展,公司在经营补贴方面持续获得有力的外部支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司未来面临较大的融资压力、资产流动性弱及债务负担较重等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

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 衡滨江/17 衡阳滨江债	15.30 亿元	15.30 亿元	2024/7/27

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

未来随着衡阳市经济持续增长及城镇化发展,公司承建项目持续推进,预期公司收入及盈利有望提升,整体偿债能力有望增强。

评级时间：2020 年 6 月 24 日

“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”设置分期偿还本金安排,同时中合中小企业融资担保股份有限公司(以下简称“中合担保”)为“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定,中合担保主体长期信用等级为 AAA,担保实力极强,其担保有效提升了“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”本息偿还安全性。

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

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“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 公司外部发展环境良好。2019 年,衡阳市全市实现地区生产总值 3372.68 亿元,按可比价格计算,同比增长 8.1%,为公司发展提供了良好的外部发展环境。
2. 公司持续获得有力的外部支持。跟踪期内,公司收到衡阳市财政局支付的基础设施维护补贴资金 1.92 亿元。
3. 跟踪债券获得有力的外部担保。中合担保对“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保,有效提升了债券本息偿付的安全性。

关注

1. 公司未来面临较大的投资压力。截至 2019 年底,

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		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	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	4	
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

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：楚方媛 高志杰

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

- 公司在建土地整理业务和基础设施代建业务尚需投资 119.84 亿元，未来面临较大的投资压力。
2. 公司资产流动性弱。公司资产中存货占比较高且主要为土地资产，资产受限比例高，流动性弱，资产质量一般。
 3. 公司未来面临一定的偿债压力。截至 2019 年底，公司全部债务快速增长至 91.56 亿元，全部债务资本化比率增长至 56.01%，目前债务负担较重，未来面临一定的偿债压力。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	36.36	11.68	22.39
资产总额(亿元)	174.08	184.94	201.74
所有者权益(亿元)	57.77	69.29	71.90
短期债务(亿元)	21.40	22.68	27.12
长期债务(亿元)	68.99	52.58	64.44
全部债务(亿元)	90.39	75.25	91.56
营业收入(亿元)	7.58	7.76	7.79
利润总额(亿元)	2.56	2.61	2.66
EBITDA(亿元)	2.84	2.84	2.93
经营性净现金流(亿元)	-18.83	-8.61	-0.33
营业利润率(%)	15.91	16.45	16.25
净资产收益率(%)	4.43	3.76	3.62
资产负债率(%)	66.81	62.53	64.36
全部债务资本化比率(%)	61.01	52.06	56.01
流动比率(%)	525.21	379.00	395.22
经营现金流动负债比(%)	-56.95	-17.68	-0.64
现金短期债务比(倍)	1.70	0.51	0.83
EBITDA 利息倍数(倍)	0.39	11.76	0.53
全部债务/EBITDA(倍)	31.86	26.49	31.28
公司本部(母公司)			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	169.27	184.50	196.87
所有者权益(亿元)	57.46	69.11	71.75
全部债务(亿元)	85.83	74.94	87.44
营业收入(亿元)	7.58	7.76	7.78
利润总额(亿元)	2.53	2.67	2.69
资产负债率(%)	66.06	62.54	63.56
全部债务资本化比率(%)	59.90	52.02	54.93
流动比率(%)	591.18	377.71	392.87
经营现金流动负债比(%)	-65.98	-19.66	-0.21

评级历史：

债券简称	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
17 衡滨江/17 衡阳滨江债	AAA	AA	稳定	2019/06/18	黄海伦、高志杰	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
17 衡滨江/17 衡阳滨江债	AAA	AA	稳定	2017/07/10	黄海伦、申晓波	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 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衡阳市滨江新区投资有限公司（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、客准确性、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。

衡阳市滨江新区投资有限公司 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”）关于衡阳市滨江新区投资有限公司（以下简称“公司”）及相关债券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，仍为衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“衡阳市国资委”）。截至 2019 年底，公司注册资本及实收资本仍为 3.00 亿元，较 2018 年底无变化。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，仍为衡阳市滨江新区唯一的基础设施建设主体，主要负责衡阳市滨江新区土地整理及基础设施代建业务。截至 2019 年底，公司本部下设综合部、财务融资部和企业策划招商部等 11 个职能部门，合并范围拥有 6 家子公司。

截至 2019 年底，公司资产总额 201.74 亿元，所有者权益 71.90 亿元；2019 年，公司实现营业收入 7.79 亿元，利润总额 2.66 亿元。

公司注册地址：衡阳市珠晖区湘江东路 95 号。法定代表人：肖斌。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2020 年 3 月底，联合资信所评“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”尚未开始分期偿付债券本金，利息已正常支付。

截至 2020 年 3 月底，“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”募集资金已使用 15.30 亿元（其中 9.30 亿元已用于项目建设，6.00 亿元已补充流动资金）。

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
17 衡滨江/17 衡阳滨江债	15.30	15.30	2017/7/27	7 年

资料来源：联合资信整理

截至 2020 年 3 月底，“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”募投项目滨江新区东山棚户区改造项目及滨江新区粤新棚户区改造项目已基本完工；滨江新区东山棚户区改造项目已完工并已交付，滨江新区粤新棚户区改造项目主体基本完工。根据募投项目可行性研究报告，募投项目将于 2020 年开始产生收入。跟踪期内，募投项目尚未产生收入。

四、行业及区域经济环境

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,明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、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水利项目建设。

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2 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

公司是衡阳市滨江新区唯一的基础设施建设主体,主要负责滨江新区规划范围内城市基础设施建设及土地开发整理业务。衡阳市经济环境对公司业务开展产生重要影响。

跟踪期内,衡阳市经济稳步发展,固定资产投资持续增长,为公司发展提供了良好的外部发展环境。

根据《衡阳市2019年国民经济和社会发展统计公报》,2019年,衡阳市全市实现地区生产总值3372.68亿元,按可比价格计算,同比增长8.1%。其中,第一产业增加值380.08亿元,同比增长2.9%,第二产业增加值1091.61亿元,同比增长8.1%,第三产业增加值1900.99亿元,同比增长9.2%。按常住人口计算,人均

地区生产总值46379元,同比增长7.4%。2019年,衡阳市固定资产投资(不含农户)同比增长11.8%。其中,民间投资同比增长25.4%;全年房地产开发投资290.92亿元,同比增长14.9%。其中,住宅投资240.11亿元,同比增长17.7%。商品房销售面积577.27万平方米,同比增长8.1%。商品房销售额282.50亿元,同比增长4.9%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内,公司股东及实际控制人未发生变化,仍为衡阳市国资委。截至2019年底,公司注册资本和实收资本均为3.00亿元。

2. 外部支持

跟踪期内,衡阳市一般公共预算收入继续增长,收入质量一般,财政自给能力弱;公司在经营补贴方面获得有力的外部支持。

跟踪期内,根据《关于衡阳市2019年全市及市本级预算执行情况与2020年全市及市本级预算草案的报告》,2019年,衡阳市全市一般公共预算收入270.06亿元,同比增长2.03%。衡阳市地方一般公共预算收入170.20亿元,同比增长5.49%,其中税收收入110.4亿元,同比增长6.8%,税收收入占地方一般公共预算收入64.71%,收入质量一般。一般公共预算支出601.06亿元,财政自给率28.32%,财政自给能力弱。2019年,衡阳市政府性基金收入269亿元,同比增长11.25%。截至2019年底,衡阳市全市全口径债务余额2185.75亿元,其中,政府债务663.37亿元;政府债务负担很重。

跟踪期内,公司收到衡阳市财政局支付的基础设施维护补贴资金1.92亿元,计入“其他收益”。

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。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：9143040007918354X6），截至2020年6月22日，公司无未结清和已结清的不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

截至2020年6月22日，联合资信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，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化及调整。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入同比无明显变化，结构上仍以基础设施建设和土地整理业务为主，公司综合毛利率变化不大。

跟踪期内，公司实现营业收入7.79亿元，同比变化不大。其中主营业务收入7.78亿元。从收入构成看，仍为土地整理业务和基础设施建设业务，其中基础设施建设业务收入占比有所上升。公司综合毛利率16.45%，同比变化不大。

表3 2018-2019年公司营业收入构成及毛利率
(单位：亿元、%)

各业务板块	2018年		2019年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施建设	3.54	16.38	4.09	16.26

表4 截至2019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	已投资金额	尚需投资金额	未来拟投资规模		
				2020年	2021年	2022年
五四安置房建设项目	12.10	11.50	0.60	0.60	--	--
耒水风光带基础设施项目	18.00	4.00	14.00	4.00	4.00	4.00
皮划艇、赛艇基地及配套项目	1.10	0.10	1.00	0.10	--	--
酃湖公园及周边市政道路	24.47	6.50	17.97	5.00	4.50	4.50
东山安置房建设项目	10.60	10.23	0.37	0.37	--	--
合计	66.27	32.33	33.94	10.07	8.50	8.50

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司土地整理业务收入有所减少，毛利率变化不大；公司土地整理业务待投资规模大，未来面临较大的投资压力。

土地整理	4.22	16.58	3.69	16.66
合计	7.76	16.49	7.78	16.45

注：公司主营业务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

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司基础设施建设业务收入有所增长，毛利率变化不大，公司在建项目待投资规模大，未来面临较大的投资压力。

公司受衡阳市人民政府委托负责衡阳市滨江新区范围内城市基础设施项目建设。根据公司与衡阳市人民政府签订的《滨江新区基础设施建设协议书》，公司负责项目投资建设，根据每年确认的投资额，衡阳市财政局按照20%加成比例向公司支付工程款。公司项目建设资金投入时计入“存货”；根据年度结算金额确认收入并结转成本。公司收到的回笼资金体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”。

跟踪期内，公司基础设施建设业务确认收入4.09亿元，同比增长15.54%，均已收到回款（收到政府回款2.56亿元，冲销预收款1.53亿元）。公司基础设施建设业务毛利率16.26%，同比变化不大。截至2019年底，公司主要在建项目包括耒水风光带基础设施项目、酃湖公园及周边市政道路和五四安置房建设项目等项目，总投资66.27亿元，已投资32.33亿元，尚需投资33.94亿元，未来投资规模大，公司面临较大的投资压力。

公司对衡阳市滨江新区范围内的土地进行开发整理，根据公司与衡阳市财政局、国土局签订的《合作开发土地协议》，公司在完成土

地整理之后，衡阳市财政局将按照成本加成 20% 比例向公司支付费用。土地整理业务账务处理与基础设施建设业务处理方式一致。

跟踪期内，公司土地整理业务确认收入 3.69 亿元，同比下降 12.50%，均已收到回款（政府支付资金 1.50 亿元，冲销预收款 2.19

亿元）。公司土地整理业务毛利率 16.66%，同比变化不大。截至 2019 年底，公司在建土地整理业务总投资 150.00 亿元，已投资 64.10 亿元，尚需投资 85.90 亿元，业务持续性较好，公司未来的投资压力大。

表 5 截至 2019 年底公司在整理土地项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目进度	项目周期	建设模式	总投资	已投资	未来投资计划		
						2020 年	2021 年	2022 年
滨江新区土地整理项目	部分土地处于平整阶段	长期	委托代建	150.00	64.10	15.00	15.00	15.00

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司作为衡阳市滨江新区唯一的基础设施建设和土地整理主体，未来公司发展重心仍将以衡阳市滨江新区内土地整理和基础设施代建为主。同时，在打造未来新城的定位背景下，随着前期土地整理和基础设施项目的逐渐完工，公司将逐步启动供水、污水等居民配套设施项目建设和旅游休闲项目建设。总体看，公司业务持续性较好。

八、财务分析

公司提供的 2019 年度合并财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行审计，并出具标准无保留意见的审计结论。2019 年，公司合并范围无变化。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所增长，结构上仍以流动资产为主；公司资产中土地资产金额较大，资产受限比例高，流动性弱，整体资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 201.74 亿元，较 2018 年底增长 9.08%。结构上仍以流动资产为主。公司资产中存货占比较高，存货中主要为土地资产，对公司资金占用严重，资产流动性弱，整体资产质量一般。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.68	6.32	22.39	11.10
预付款项	3.87	2.09	3.89	1.93
存货	167.92	90.80	173.93	86.21
流动资产	184.65	99.84	201.39	99.83
非流动资产	0.29	0.16	0.36	0.18
资产总额	184.94	100.00	201.74	100.00

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司流动资产 201.39 亿元，较 2018 年底增长 9.06%，主要系公司购买土地资产所致。公司货币资金 22.39 亿元，较 2018 年底大幅增长。其中受限资金 9.00 亿元，全部为定期存单和汇票保证金。预付款项 3.89 亿元，较 2018 年底变化不大；公司预付款项主要为预付衡阳市国土资源局的土地购置款。公司存货 173.93 亿元，较 2018 年底增长 3.58%，主要系公司购买土地资产所致；公司存货中主要包括基础设施建设项目 42.75 亿元，土地整理开发成本 36.90 亿元，政府注入土地 27.22 亿元，公司自购土地使用权 66.94 亿元；其中用于银行借款抵押的土地资产账面价值 57.83 亿元，抵押比率 33.25%，存货受限比例高。

截至 2019 年底，公司非流动资产 0.36 亿元，较 2018 年底增长 21.69%，主要系固定资产和长期应收款增长所致。

截至 2019 年底，公司受限资产 66.83 亿元，占公司 2019 年底资产总额 33.13%，主要为抵押的土地使用权及受限货币资金，受限比率高。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，结构上较 2018 年底无明显变化。

截至 2019 年底，公司所有者权益 71.90 亿元，较 2018 年底增长 3.65%。从结构上看，公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成。跟踪期内，公司所有者权益结构上无明显变化。

表7 公司主要所有者权益构成情况(单位:亿元、%)

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	3.00	4.33	3.00	4.17
资本公积	55.32	79.76	55.32	76.94
未分配利润	9.82	14.16	12.16	16.91
所有者权益合计	69.36	100.00	71.90	100.00

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司负债总额有所增长，结构上仍以非流动负债为主；公司债务负担较重，未来面临一定的偿债压力。

截至 2019 年底，公司负债总额 129.85 亿元，较 2018 年底增长 12.28%，主要系为推进项目建设及土地整理业务对外融资增长所致；结构上仍以非流动负债为主。

表 8 公司主要负债构成情况(单位:亿元、%)

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00	7.00	5.39
应付账款	6.25	5.40	3.54	2.73
预收款项	7.94	6.87	0.00	0.00
其他应付款	11.85	10.25	20.24	15.59
一年内到期的非流动负债	22.68	19.61	20.12	15.49
流动负债	48.72	42.13	50.96	39.25
长期借款	30.81	26.64	28.52	21.96
应付债券	21.76	18.82	35.92	27.66
长期应付款	14.35	12.41	14.45	11.13
非流动负债	66.93	57.87	78.89	60.75
负债总额	115.65	100.00	129.85	100.00

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司流动负债 50.96 亿元，较 2018 年底增长 4.59%。短期借款 7.00 亿

元，主要为抵押和质押借款。应付账款 3.54 亿元，较 2018 年底下降 43.31%，系公司支付应付项目建设工程款所致。其他应付款 20.24 亿元，较 2018 年底大幅增长，主要系公司应付衡阳市城市建设投资有限公司往来款增长所致。一年内到期的非流动负债 20.12 亿元，较 2018 年底下降 11.29%，系公司偿还到期债务所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 78.89 亿元，较 2018 年底增长 17.87%。其中，公司长期借款 28.52 亿元，较 2018 年底下降 7.45%；公司长期借款主要为以土地为抵押物的抵押借款。公司应付债券 35.92 亿元，较 2018 年底增长 65.06%，系公司发行“债权融资计划-19 年第一期”（金额 1.00 亿元，期限 3 年，利率 7.50%）、“债权融资计划-19 年第二期”（金额 3.00 亿元，期限 3 年，利率 7.50%）、“债权融资计划-19 年第三期”（金额 4.00 亿元，期限 3 年，利率 6.30%）和“19 衡滨 01”（金额 6.40 亿元，期限 2+1 年，利率 5.88%）所致。公司长期应付款 14.45 亿元，较 2018 年底无明显变化；从构成看，公司长期应付款主要为地方政府债券资金，为公司有息债务。

截至 2019 年底，公司全部债务 91.56 亿元，若将长期应付款中有息债务纳入核算，公司调整后全部债务 104.06 亿元，较上年底增长 18.58%。其中短期债务和调整后长期债务分别占 26.06%和 73.94%，以调整后长期债务为主。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率较 2018 年底均有所增长，分别为 64.36%、59.14%和 51.69%，公司债务负担较重。2020—2022 年，公司需要偿还到期债务分别为 29.13 亿元、20.39 亿元和 25.75 亿元，未来面临一定的偿债压力。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入同比无明显变化，期间费用控制能力尚可，利润总额对政府补助依赖性较强，整体盈利能力尚可。

跟踪期内，公司实现营业收入和营业成本分别为 7.79 亿元和 6.50 亿元，同比均变化不大；公司营业利润率 16.25%，同比下降 0.20 个百分点。

期间费用方面，2019 年，公司期间费用 0.48 亿元，同比增长 22.43%，主要系财务费用增长所致；公司期间费用率 6.23%，期间费用控制能力尚可。

2019 年，公司利润总额 2.66 亿元，同比变化不大。其中，其他收益 1.92 亿元，全部为公司收到的基础设施维护补贴资金。公司利润总额对政府补助依赖性较强。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率 1.75% 和 3.62%，同比均有所下降，公司整体盈利能力尚可。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流量保持净流出，实际收现质量好；公司投资活动规模较小；公司加大筹资力度，筹资活动现金持续净流入。

跟踪期内，公司经营活动现金流入主要为公司业务收到的回款及收到的往来款；2019 年，公司现金收入比 52.19%，现金收入比较低系公司冲减预收款项所致，实际收现质量好。公司经营活动现金流出主要为代建及土地整理业务投入和支付的往来款。2019 年，公司经营活动现金流量净额-0.33 亿元。

跟踪期内，公司无投资活动现金流入。投资活动现金流出系公司建设固定资产投入的资金。2019 年，公司投资活动现金流量净额-0.04 亿元。

跟踪期内，公司筹资活动现金流入主要为取得银行借款及发行债券获得资金。公司收到与筹资活动有关的现金 5.25 亿元，主要为公司收到质押存单解押收到的现金。公司筹资活动现金流出主要为公司偿还到期债务支付的资金。公司支付其他与筹资活动有关的现金 9.61 亿元，主要为公司质押存单及票据保证金支付

的现金。2019 年，公司筹资活动现金流量净额 7.18 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力弱，考虑到公司获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 395.22% 和 53.89%，较 2018 年底均有所上升；截至 2019 年底，公司现金类资产 22.39 亿元，对公司短期债务保障倍数 0.83 倍，考虑到现金类资产中受限比例较高，实际保障能力低于上述预测值。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2019 年，公司 EBITDA 2.93 亿元，同比增长 3.06%，构成上以利润总额为主。公司调整后全部债务/EBITDA 倍数上升至 35.55 倍。整体看，公司长期偿债能力弱。

截至 2019 年底，公司对外担保 6.28 亿元，担保比率 8.73%（以 2019 年底所有者权益为基准），被担保企业全部为衡阳市国有企业，目前被担保企业运营正常。公司或有负债风险低。

截至 2019 年底，公司获得的各银行授信总额为 80.92 亿元，已使用授信额度 66.77 亿元，尚未使用额度为 14.15 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

考虑到公司获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

6. 母公司财务概况

跟踪期内，母公司资产总额占合并口径比重大，短期偿债能力弱，所有者权益稳定性好，利润总额对政府补助依赖性强。

资产方面，截至 2019 年底，母公司资产 196.87 亿元，占公司合并口径比重大；其中流动资产 196.55 亿元，占母公司总资产比重大，资产中存货占比高，资产流动性一般。

负债方面，截至 2019 年底，母公司负债 125.12 亿元，结构上以非流动负债为主。母公

司短期债务 26.80 亿元，现金类资产 17.59 亿元，对短期债务保障能力较弱。母公司短期偿债能力较弱。

所有者权益方面，截至 2019 年底，母公司所有者权益 71.75 亿元，结构上以资本公积为主，所有者权益稳定性好。

利润方面，2019 年，母公司实现营业收入 7.78 亿元，占合并口径 99.87%；利润总额 2.69 亿元，其中收到政府补贴 1.92 亿元，利润总额对政府补助依赖性强。

九、担保方分析

“17 衡滨江/17 衡阳滨江债”由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

公司概况

中合担保是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，成立于 2012 年 7 月，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。2016 年 5 月，中合担保进行了增资扩股，并引进新股东海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”），该公司为海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）的关联方，海航科技与海航资本合计持有公司 43.34% 的股份；中合担保增资完成后注册资本增至 71.76 亿元，无控股股东和实际控制人。截至 2019 年底，中合担保股东及持股比例情况见表 9。

表 9 2019 年底中合担保股东及持股情况(单位: %)

股 东	2019 年底
海航科技股份有限公司	26.62
JPMorgan China Investment Company Limited	17.78
海航资本集团有限公司	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47
中国进出口银行	6.97
西门子(中国)有限公司	4.88

内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93
合 计	100.00

数据来源：中合担保审计报告，联合资信整理

业务经营分析

中合担保担保业务目前业务以融资担保为主。受融资担保行业监管趋严等因素影响，近年来担保业务发展明显放缓，担保余额小幅下降；中合担保担保业务中城投债担保占比高。截至 2019 年底，公司担保余额 837.04 亿元，以融资性担保业务为主；中合担保城投债担保余额 741.21 亿元，占总担保余额的 88.55%。

近年来，由于融资担保新规的影响，中合担保高流动性资产配置比例有所上升，投资收益有所下降；同时，投资资产和委托贷款出现违约，需关注相关违约资产的后续处置和回收情况。截至 2019 年底，中合担保投资资产净额 67.63 亿元，占资产总额的 66.34%；公司委托贷款总额 7.89 亿元，计提的减值准备余额 2.86 亿元。

风险管理分析

受业务模式影响，担保业务行业分布相对集中，单笔业务规模较大，担保业务行业及客户集中度较高；担保代偿率持续上升，面临较大的代偿压力。考虑到部分企业面临债务危机、股票面临退市风险，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，未来需持续关注后续追偿情况。从客户分布来看，现阶段中合担保担保业务以公募城投债等直接融资担保产品为主，因此单笔规模普遍较大，担保业务客户集中度处于较高水平。截至 2019 年底，中合担保单一最大客户担保余额 18.00 亿元，单一最大客户集中度为 21.88%；前五大客户担保余额 84.60 亿元，前五大客户集中度为 102.83%。担保代偿方面，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，近年来公司担保代偿规模上升较为明显。截至 2019 年底，中合担保累计代偿金额 35.63 亿元，累计代偿率为 4.08%。

截至 2019 年底，中合担保委托贷款中包

含一笔与股东海航资本的业务往来，现已逾期，贷款净额 4.89 亿元，考虑到海航集团面临较大的债务危机以及再融资困难，需关注相关委托贷款的后续催收情况；除此以外中合担保投资的资产管理计划和信托产品底层无与股东相关项目，但有一笔对海航资本控制企业聚宝汇的直接股权投资，该笔投资截至 2019 年底余额 6985 万元。此外，中合担保部分名股实债投资产生违约，需关注后续处置进展。存续担保业务已经没有与海航及其关联公司的担保业务。

财务概况

截至 2019 年底，中合担保资产总额 101.94 亿元，负债总额 21.15 亿元，所有者权益 80.79 亿元；担保余额 837.04 亿元。2019 年，中合担保实现营业收入 10.22 亿元，其中已赚保费 7.40 亿元，投资收益（含公允价值变动收益）2.52 亿元，实现净利润 0.29 亿元。

结论

中合担保资本实力位于国内担保行业前列，担保业务主要以城投债为主，规模较大，具有一定行业地位和系统重要性；中合担保是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其多元化的股权结构有助于其市场化的运营；由于监管政策调整，中合担保投资策略有所转变，投资业务结构变化较为明显，高流动性资产占比的上升带动资产流动性水平有所提升。另一方面，中合担保担保业务以直接融资担保业务为主，城投类项目担保占比高，且单笔规模较大，担保业务客户及行业相对集中；中合担保担保代偿规模上升较为明显，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，需关注相关风险；中合担保投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且投资资产和委托贷款出现多笔违约，涉及金额较大，需关注相关违约资产后续处置及资金回收情况；受担保业务收入增速放缓、投资收益下降、资产减值损失增加等多重因素影响下，需关注中合担保投资资产结构调整及担保业务代偿风险对其未来盈利的影响。综上，联合资信评定中合中小企

业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

十、存续债券偿债能力分析

截至2020年3月底，公司一年内到期的应付债券3.08亿元，公司将于2022年达到存续债券待偿还本金峰值18.06亿元，公司未来存续债券存在一定的集中偿付压力。

截至2020年3月底，公司一年内到期兑付的债券本金3.06亿元（2020年需偿付“17衡滨江/17衡阳滨江债”分期本金3.06亿元），公司将于2022年达到存续债券待偿还本金峰值18.06亿元（其中包含“17衡滨江/17衡阳滨江债”分期偿还本金3.06亿元）。2019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19.26亿元、-0.33亿元和2.93亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表10 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	3.06
未来待偿债券本金峰值	18.06
现金类资产/一年内到期债券余额	7.32
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.07
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.01
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.16

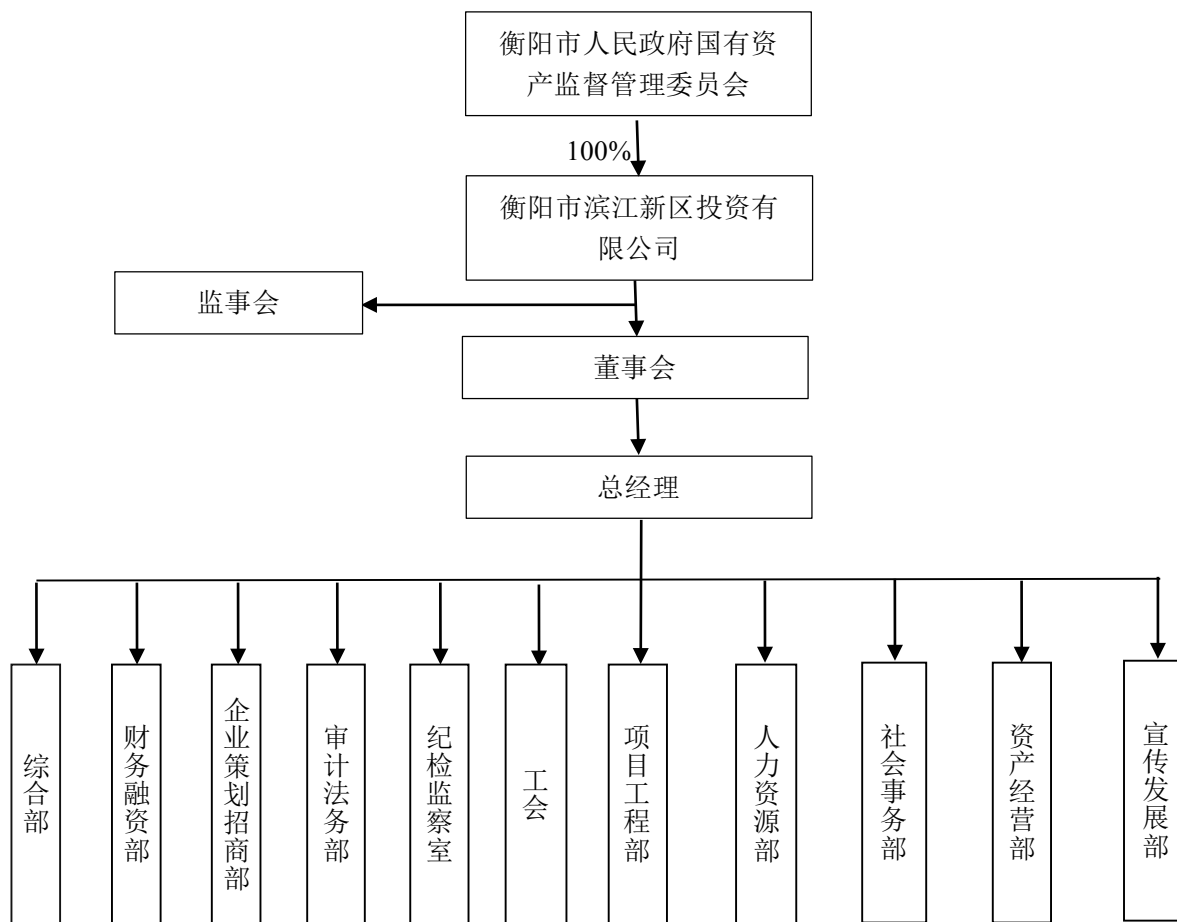
资料来源：联合资信整理

跟踪期内，公司存续债券的短期偿债压力尚可，未来存续债券存在一定的集中偿付压力。此外，“17衡滨江/17衡阳滨江债”由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保增强了“17衡滨江/17衡阳滨江债”本息偿付的安全性。

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“17衡滨江/17衡阳滨江债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权及组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司合并范围子公司情况

序号	公司名称	经营范围	注册资本(万元)	投资比例(%)
1	衡阳滨江房地产开发有限公司	房地产开发	1000.00	100
2	衡阳滨江园林绿化工程有限公司	园林绿化	3000.00	100
3	衡阳市博诚物业管理有限公司	物业管理	3000.00	100
4	衡阳市滨江文化旅游投资有限公司	文化旅游	20000.00	100
5	衡阳市滨江建设开发有限公司	水利建设	1000.00	100
6	衡阳市灵芝山庄有限公司	餐饮、旅游	2000.00	100

资料来源：公司审计报告

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	36.36	11.68	22.39
资产总额(亿元)	174.08	184.94	201.74
所有者权益(亿元)	57.77	69.29	71.90
短期债务(亿元)	21.40	22.68	27.12
长期债务(亿元)	68.99	52.58	64.44
调整后长期债务(亿元)	81.38	65.08	76.94
全部债务(亿元)	90.39	75.25	91.56
调整后全部债务(亿元)	102.78	87.75	104.06
营业收入(亿元)	7.58	7.76	7.79
利润总额(亿元)	2.56	2.61	2.66
EBITDA(亿元)	2.84	2.84	2.93
经营性净现金流(亿元)	-18.83	-8.61	-0.33
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	26887.65
存货周转次数(次)	0.05	0.04	0.04
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.04
现金收入比(%)	100.28	202.63	52.19
营业利润率(%)	15.91	16.45	16.25
总资本收益率(%)	1.91	1.96	1.75
调整后总资本收益率(%)	1.76	1.80	1.63
净资产收益率(%)	4.43	3.76	3.62
长期债务资本化比率(%)	54.42	43.14	47.27
调整后长期债务资本化比率(%)	58.48	48.43	51.69
全部债务资本化比率(%)	61.01	52.06	56.01
调整后全部债务资本化比率(%)	64.02	55.88	59.14
资产负债率(%)	66.81	62.53	64.36
流动比率(%)	525.21	379.00	395.22
速动比率(%)	139.83	34.34	53.89
经营现金流动负债比(%)	-56.95	-17.68	-0.64
全部债务/EBITDA(倍)	31.86	26.49	31.28
调整后全部债务/EBITDA(倍)	36.23	30.89	35.55
EBITDA 利息倍数(倍)	0.39	11.76	0.53
现金短期债务比(倍)	1.70	0.51	0.83

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分；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	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	31.70	10.46	17.59
资产总额(亿元)	169.27	184.50	196.87
所有者权益(亿元)	57.46	69.11	71.75
短期债务(亿元)	16.84	22.68	26.80
长期债务(亿元)	68.99	52.26	60.64
全部债务(亿元)	85.83	74.94	87.44
营业收入(亿元)	7.58	7.76	7.78
利润总额(亿元)	2.53	2.67	2.69
EBITDA(亿元)	2.69	2.82	2.93
经营性净现金流(亿元)	-18.86	-9.59	-0.11
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	0.05	0.04	0.04
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.04
现金收入比(%)	100.28	202.63	52.19
营业利润率(%)	15.91	16.45	16.26
总资本收益率(%)	1.88	1.96	1.80
净资产收益率(%)	4.41	3.87	3.68
长期债务资本化比率(%)	54.56	43.06	45.81
全部债务资本化比率(%)	59.90	52.02	54.93
资产负债率(%)	66.06	62.54	63.56
流动比率(%)	591.18	377.71	392.87
速动比率(%)	145.77	33.68	45.53
经营现金流动负债比(%)	-65.98	-19.66	-0.21
全部债务/EBITDA(倍)	31.94	26.53	29.88
EBITDA 利息倍数(倍)	0.43	0.42	0.54
现金短期债务比(倍)	1.88	0.46	0.66

注：EBITDA=利润总额+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 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 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