信用等级公告

联合〔2019〕1559 号

联合资信评估有限公司通过对乌苏市兴融建设投资有限责任公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持乌苏市兴融建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十日

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

乌苏市兴融建设投资有限责任公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

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	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01	3.00 亿元	2025/10/25	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	1.14	0.69	0.63
资产总额(亿元)	103.27	109.86	121.54
所有者权益(亿元)	96.55	97.65	100.42
短期债务(亿元)	0.39	1.58	0.72
长期债务(亿元)	5.24	7.44	11.39
全部债务(亿元)	5.62	9.02	12.11
营业收入(亿元)	4.00	6.01	5.40
利润总额(亿元)	1.95	1.28	1.11
EBITDA(亿元)	2.00	1.35	1.35
经营性净现金流(亿元)	-2.48	-1.90	1.40
营业利润率(%)	30.59	19.79	21.22
净资产收益率(%)	1.91	1.21	1.00
资产负债率(%)	6.50	11.11	17.38
全部债务资本化比率(%)	5.51	8.45	10.76
流动比率(%)	6861.05	2326.16	1233.93
经营现金流动负债比(%)	-168.80	-41.92	15.37
全部债务/EBITDA(倍)	2.81	6.69	8.98
EBITDA 利息倍数(倍)	409.07	480.12	13.62

分析师：文 中　韩晓罡
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

评级观点

乌苏市兴融建设投资有限责任公司（以下简称“公司”）是乌苏市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，主要从事乌苏市土地开发整理、基础设施建设等业务，在区域内具有一定的垄断优势。跟踪期内，公司在股权划转、政府补贴等方面持续获得政府及股东的大力支持，业务经营范围有所扩大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司自身盈利能力弱、未来投资规模大、资产流动性较弱、收入实现质量差、募投项目进展滞后以及未收到营运补贴款等因素对其发展可能带来不利影响。

“18乌苏兴融债01/18乌兴01”由重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，其担保显著提升了“18乌苏兴融债01/18乌兴01”偿付的安全性。同时，“18乌苏兴融债01/18乌兴01”设置了本金分期偿还条款，有效降低了集中偿付压力；公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力强。

未来，随着公司工程建设项目的持续推进及其他新增业务的不断发展，公司收入规模有望回升，联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“18乌苏兴融债01/18乌兴01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司持续获得政府及股东在股权划转、财政补助等方面的支持。
2. 公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力强。
3. 三峡担保对存续债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，该担保显著提升了本期债券到期偿付的安全性；同时，分

期偿还条款的设置有效降低了本金集中偿付压力。

关注

1. 公司土地开发整理业务回款情况差。
2. 公司资产中以土地使用权为主的存货占比较大，资产流动性较弱。
3. 公司在建拟建项目未来投资规模大，外部融资压力大。
4. 跟踪期内，公司注册资本尚未全部到位，债务规模持续增长，盈利能力弱。
5. 公司募投项目进展有所滞后，且截至跟踪评级日仍未收到营运补贴款。

声　明

一、本报告引用的资料主要由乌苏市兴融建设投资有限公司（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。

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。

乌苏市兴融建设投资有限责任公司跟踪评级报告

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”）关于乌苏市兴融建设投资有限公司及“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”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，公司股东及实际控制人均未发生变化，仍为乌苏市国有资产投资中心（以下简称“国投中心”）。截至2018年底，公司注册资本1.00亿元，实收资本0.50亿元。

跟踪期内，公司经营范围变更为国有资产的产权经营、国有资本运营、收取国有资产收益、国有资产经营管理、国有资产处置和不良资产盘活(金融资产除外) 、建设项目的投资管理、从事土地开发整理、基础设施投资、建设、开发、经营和管理、保障性住房工程、棚户区改造、城中村改造、房地产开发经营
物业管理、建筑材料(除木材)、钢材、水泥批发兼零售、企业咨询管理服务、仓储物流(危险品除外)、房屋租赁、殡葬服务、棺木制作与销售。

截至2018年底，公司本部内设综合部、财务核算中心、金融融资部、工程管理部共4个职能部门；拥有纳入合并范围全资及控股一级子公司10家。

截至 2018 年底，公司资产总额 121.54 亿元，所有者权益 100.42 亿元（其中少数股东权益 0.13 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 5.40 亿元，利润总额 1.11 亿元。

公司注册地址：新疆塔城地区乌苏市新区兴财公司综合楼；法定代表人：宋新兵。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券为“18乌苏兴融债01/18乌兴01”，债券余额3.00亿元；存续债券设置了本金分期偿还条款，在存续期的第3—7年每年偿还20.00%。跟踪期内，存续债券尚未开始支付利息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
18 乌苏兴融 01/18 乌兴 01	3.00	2018/10/25	7	7.50

资料来源：联合资信根据公开资料整理

存续债券募集资金3.00亿元，其中1.00亿元用于乌苏市2017年基础设施建设项目，2.00亿元用于补充流动资金；截至2018年底，募集资金按计划投入使用，募投项目进展有所滞后。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个

百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、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，城投公司快速增加，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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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公司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表 2。

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〔2019〕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：联合资信综合整理

（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公司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。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

公司是乌苏市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，所有业务均集中在乌苏市；公司发展受乌苏市经济情况、地方政府财政状况影响，并与乌苏市发展规划密切相关。

截至跟踪报告日，乌苏市政府未公布 2018 年度乌苏市经济发展相关数据。

根据《关于乌苏市 2018 年财政预算执行情况和 2019 年财政预算（草案）的报告》，2018 年乌苏市完成公共财政预算收入 14.88 亿元，较上年下降 1.49%；同期,公共财政预算支出 32.81 亿元，较上年下降 5.6%；财政自给率较低（45.35%），当期收到上级补助收入 18.37 亿元。2018 年乌苏市基金收入 2.11 亿元，较上年增长 3.9%；全年基金支出 4.27 亿元，较上年增长 87.0%。

根据《乌苏市 2019 年举借债务情况说明》，2018 年底，乌苏市政府性债务约 23.98 亿元，其中一般债务余额 20.96 亿元，专项债务余额 3.02 亿元。

总体看，跟踪期内乌苏市政府持续收到较大规模上级补助，公共财政预算收入略有下降；财政自给能力偏弱。

六、基础素质分析

公司是乌苏市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，下辖全资子公司乌苏市兴民物流园区投资有限责任公司（以下简称“兴民投资”）和乌苏市兴隆城市投资有限责任公司（以下简称“兴隆城投”）及控股子公司乌苏市兴丝路建设投资有限责任公司（以下简称“兴丝路建设”）主营业务均为工程建设业务；全资子公司乌苏市甘家湖牧场（以下简称“甘家湖牧场”）负责土地承租业务。

跟踪期内，公司持续得到股东及乌苏市政府在股权划转、财政补贴等方面的有力支持。2018年，乌苏市政府将国投中心持有的乌苏市马赛投资有限责任公司、乌苏市净水源污水处理有限公司、乌苏市兴禹水利工程建筑有限公司、乌苏市供排水有限责任公司、乌苏市泓吉水务有限责任公司以及乌苏市兴农农业发展有限公司的股权无偿划转至公司；此外，国投中心和乌苏市国有资产监督管理委员会将合计价值0.10亿元的固定资产无偿划转至公司，均计入“资本公积”。

2018年，乌苏市财政局给予公司财政补贴0.34亿元，其中0.32亿元计入“其他收益”，0.02亿元计入“营业外收入”。

根据公司提供的截至 2019 年 5 月 22 日的人民银行企业信用报告（机构信用代码G1065420200033870 3），跟踪期内，公司本部未开展银行信贷业务。

根据兴隆城投提供的截至 2019 年 1 月 27 日的人民银行企业信用报告（机构信用代码G1065420200050640V），跟踪期内，兴隆城投本部无未结清和已结清的信贷记录。

根据兴民投资提供的截至 2019 年 1 月 17 日的人民银行企业信用报告（机构信用代码G1065420200050630Z），跟踪期内，兴民投资本部无未结清和已结清的信贷记录。

根据兴丝路建设提供的截至 2019 年 1 月 17 日的人民银行企业信用报告（机构信用代码G1065420200055380T），跟踪期内，兴丝路建设本部无未结清信贷记录，存在一笔已于 2017 年 10 月 25 日还清的欠息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是乌苏市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，跟踪期内，公司业务范围有所扩大，新增农业、服务、水费、劳务派遣等业务收入；但收入构成仍以工程建设收入、土地开发整理收入和土地承租收入为主。

2018年，公司实现营业收入5.40亿元，同比下降10.22%，主要系工程建设及土地开发整理收入下降所致。2018年，公司分别实现工程建设、土地开发整理收入3.92亿元和0.73亿元，同比均有所下降，主要系项目进展放缓及土地开发面积减少所致。同期土地承租业务收入0.23亿元，同比增长较快系当期承租价格增长；其他业务受新增水费、劳务派遣、服务及农业等业务收入影响大幅增长至0.52亿元。

表3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	4.89	81.26	9.48	3.92	72.59	11.33
土地开发整理	0.98	16.33	68.66	0.73	13.52	72.02
土地承租	0.12	2.02	51.14	0.23	4.26	79.54
其他业务	0.02	0.39	85.46	0.52	9.63	42.89
合计	**6.01**	**100.00**	**20.28**	**5.40**	**100.00**	**21.66**

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

随着工程建设和土地开发业务毛利率的上升，2018年公司综合毛利率为21.66%，较上年上升1.38个百分点。

2. 业务经营分析

工程建设

公司基础设施建设业务主要由公司本部及子公司兴隆城投、兴民投资及兴丝路建设负责。根据乌政函〔2013〕169号，乌苏市人民政府赋予公司及下属子公司乌苏市城市基础设施建设职能。根据公司与乌苏市政府签订的基础设施建设工程委托代建协议，公司自筹工程建设资金，在项目建设中形成的各类成本计入“存货—代建工程成本”，待工程建设项目竣工移交政府后，公司根据乌苏市政府的工程代建项目确认函进行收入确认，并同时结转成本。根据委托代建协议，乌苏市政府一般按照工程项目投资成本加成16%-20%对公司确认工程建设收入。

2018年，公司实现工程建设收入3.92亿元，主要来源于2015年物流园区道路工程、乌苏市2016年市政道路及配套设施工程等；截至2018年底，公司累计确认工程建设收入13.80亿元，累计收到回款9.11亿元，回款质量一般。

表4 截至2018年底公司主要工程建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	2019年拟投资	2020年拟投资
老城区新建道路工程	2.67	0.52	0.80	1.35
乌苏市2017年卫生局、公安局、组织部、文广局、商务局基础设施建设项目	5.30	0.39	2.80	2.11
乌苏市2017年棚户区改造一期项目	0.90	0.89	0.05	--
乌苏市2017年棚户区改造二期项目	5.38	0.97	2.50	1.91
乌苏市2016年市政道路及配套设施（南宁路）	0.60	0.36	0.15	0.09
乌苏市黄河路-文明路片区绿化工程	0.34	0.05	0.29	--
在建项目小计	**15.19**	**3.18**	**6.59**	**5.46**
乌苏市2018年棚户区改造项目	10.30	--	3.43	3.43
乌苏市2018年农业水价综合改革项目	0.50	--	0.25	0.25
拟建项目小计	**10.80**	**--**	**3.68**	**3.68**
合计	**25.99**	**3.18**	**10.27**	**9.14**

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司主要在建工程建设项目包括乌苏市2017年卫生局、公安局、组织部、文广局、商务局基础设施建设项目、乌苏市2017年棚户区改造一期及二期等项目；合计总投资15.19亿元，已投资3.18亿元，2019年及2020年拟分别投资6.59亿元和5.46亿元。公司拟建项目主要包括乌苏市2018年棚户区改造项目和乌苏市2018年农业水价综合改革项目，合计总投资10.80亿元，资金来源均为公司自筹，协议尚未签订；总体看，公司未来资本支出压力大。

土地开发整理

公司土地开发整理业务主要由公司本部负责。根据乌政函〔2013〕169号，乌苏市人民政府赋予公司土地开发权；根据公司于与乌苏市人民政府签订的《土地一级开发委托框架协议》，乌苏市人民政府授权公司负责乌苏市城乡规划范围内土地的开发及整理工作。

公司根据政府每年的土地开发计划，对计划内的土地进行开发整理。土地整理项目完工并通过验收后，乌苏市政府根据公司开发地块的土地用途向公司拨付每亩3万元至8万元的土地开发整理收入（其中工业用地3万元/亩、住宅用地5万元/亩、商业用地8万元/亩）。2018年，公司完成土地整理面积1843.89亩，当期确认收入0.73亿元；实际回款0.20亿元，回款质量差。

土地承租

公司土地承租业务由全资子公司甘家湖牧场负责。乌苏市政府将甘家湖牧场所属范围内

农业用地交由甘家湖牧场运营管理，并向租赁土地的农户收取土地承租费作为经营收入。截至2018年底，甘家湖公司负责经营的农业用地总面积145739.60亩，当期实现土地承租收入0.23亿元，系当期收费标准提升至280元/亩所致。

其他业务

2018年，受股权划转新增较多子公司影响，公司新增水费收入、农业收入、服务收入及劳务派遣等业务收入，当期实现收入合计0.52亿元；但受水务业务亏损影响，公司其他业务毛利率为42.89%，同比大幅下降。

3. 未来发展

公司未来将继续加大对城市建设投入力度，强化对项目的投资管理，确保项目的投资回报。积极探索转变城市基础设施项目投融资模式，拓宽融资渠道，充分发挥国有资本的带动力，尝试与社会资金合作投资基础设施项目，建立多元化的城市基础设施项目投资主体结构。以参股、控股方式，积极投入金融、旅游等业务领域，拓展公司业务范围。

总体看，跟踪期内公司营业收入有所下降，但业务范围有所拓展，综合毛利率小幅增长；公司在建及拟建项目投资规模大，未来资本支出压力大。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2018年底，公司拥有纳入合并范围的子公司共计25家，其中一级子公司10家（见附件1-2）；2018年，公司合并范围新增16家子公司，其中划转及股权受让子公司8家，新设子公司8家；但整体规模均较小，对财务数据可比性影响有限，公司财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司资产总额121.54亿元，所有者权益100.42亿元（其中少数股东权益0.13亿元）；2018年，公司实现营业收入5.40亿元，利润总额1.11亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额121.54亿元，同比增长10.63%，主要系应收账款、存货及固定资产增长所致；构成仍以流动资产为主（占92.47%），详见表5。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
应收票据及应收账款	3.59	3.27	7.13	5.87
其他应收款	2.23	2.03	3.54	2.91
存货	98.38	89.55	100.68	82.84
流动资产	**105.19**	**95.75**	**112.39**	**92.47**
固定资产	0.85	0.77	3.52	2.90
在建工程	2.44	2.22	3.93	3.23
非流动资产	**4.67**	**4.25**	**9.15**	**7.53**
资产总额	**109.86**	**100.00**	**121.54**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2018年底，公司流动资产112.39亿元，同比增长6.84%，主要系应收账款和存货增长所致；主要由存货、应收票据及应收账款构成。2018年底，公司货币资金0.63亿元，同比下降8.34%，主要是银行存款（占99.99%），无使用受限货币资金。公司应收票据及应收账款7.13亿元（均为应收账款），同比增长4.42%，主要系土地整理收入尚未完成结算所致；其中应收乌苏市财政局款项（占97.57%）占比很高，回款风险小，但形成资金占用。公司其他应收款3.54亿元，同比增长58.90%，主要是与乌苏市财政局的往来款；从集中度看，前五名欠款单位占比为47.87%，集中度一般；从账龄看，2年以上的占89.00%，账龄长。公司存货100.68亿元，同比增长2.34%，主要由代建工程成本（占8.45%）和土地开发成本（占91.87%）构成，无受限资产，暂未计提跌价准备。

2018年底，公司非流动资产9.15亿元，同比增长9.77%，主要系固定资产和在建工程增长。

2018年底，公司固定资产3.52亿元，同比大幅增长312.18%，主要是合并范围增加及新购入水厂及相关设备；主要由房屋及建筑物（2.78亿元）和机器设备（0.69亿元）构成；在建工程3.93亿元，同比增长61.00%，主要系乌苏工业园西区污水厂工程及给水厂工程项目投资增加。

总体看，跟踪期内公司资产规模持续增长，构成仍以流动资产为主，其中以土地开发成本为主的存货占比很高；应收款项欠款方主要是乌苏市财政局，风险小但形成资金占用。公司整体资产质量一般，资产流动性较弱。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2018年底，公司所有者权益100.42亿元，同比增长2.83%，主要系资本公积增长所致；同期资本公积占比增长至93.24%，未分配利润占5.64%。2018年底，公司资本公积93.63亿元，同比增长2.02%，主要系国资中心股权划入所致；构成主要是土地资产及划入股权。

总体看，跟踪期内公司所有者权益略有增长，构成基本保持不变，稳定性较好。

负债

2018年底，公司负债总额21.12亿元，同比增长72.96%，主要系其他应付款、长期借款增长及发行“18乌苏兴融债01/18乌兴01”所致；2018年底，公司流动负债和非流动负债占比分别为43.13%和56.87%。

2018 年底，公司流动负债 9.11 亿元，同比大幅增长 101.42%，主要系其他应付款大幅增长所致。公司其他应付款（合计）6.66 亿元，同比大幅增长 143.88%，主要系合并范围增加致使资金往来款项增长；构成以其他应付款为主（6.62 亿元），主要是无息资金往来款，占比97.58%。

2018年底，公司非流动负债12.01亿元，同比增长56.23%，主要系长期借款和应付债券增长。2018年底，公司长期借款8.57亿元，同比增长15.28%，系新增信用借款；主要由抵押借款（1.56亿元）、保证质押借款（3.57亿元）和抵押质押借款（3.01亿元）构成；新增应付债券2.82亿元，即“18乌苏兴融债01/18乌兴01”。

表 6 公司债务构成及债务负担（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年
短期债务	1.58	0.72
长期债务	7.44	11.39
全部债务	9.02	12.11
长期债务资本化比率	7.08	10.19
全部债务资本化比率	8.45	10.76
资产负债率	11.11	17.38

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018年底，公司全部债务12.11亿元，同比增长34.26%，受长期借款增长及发行债券影响长期债务占比进一步增长至94.05%；同期，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17.38%、10.76%和10.19%，均较2017年底有所上升。2019年、2020年及2021年，公司拟到期兑付债务规模分别为0.72亿元、1.01亿元和1.61亿元。

总体看，跟踪期内受长期借款增长及发行债券影响，公司负债及债务规模均有所增长，整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 5.40 亿元，同比下降 10.22%；同期营业成本 4.23 亿元，同比下降 11.77%；营业利润率较上年上升 1.43 个百分点至 21.22%。

表 7 公司收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	6.01	5.40
其他收益	0.13	0.32
营业外收入	0.14	0.02
利润总额	1.28	1.11
营业利润率	19.79	21.22
总资本收益率	1.11	0.98
净资产收益率	1.21	1.00

资料来源：审计报告，联合资信整理

公司期间费用主要由管理费用构成，2018年公司期间费用为0.35亿元，同比大幅增长，系合并范围增加；公司期间费用占营业收入的比重为6.48%。

2018年，公司利润总额1.11亿元，其中计入“其他收益”的政府补助0.32亿元，政府补助对利润有一定贡献。2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.98%和1.00%，均较上年有所下降。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所下降，政府补助对利润总额有一定贡献，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流分析

从经营活动看，2018年经营活动现金流入4.95亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金2.13亿元，收到其他与经营活动有关的现金2.83亿元，主要是往来款及政府补助；经营活动现金流出3.55亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金1.89亿元，支付其他与经营有关的现金1.01亿元，主要为往来款。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额1.40亿元，由负转正；现金收入比39.37%，收入实现质量差。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入0.36亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金；同期，投资活动现金流出4.59亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金4.19亿元；受此影响，2018年公司投资活动净现金流为-4.23亿元。

从筹资活动看，2018年公司筹资活动现金流入5.40亿元，主要为取得借款收到的现金及发行债券收到的现金；同期筹资活动现金流出2.63亿元，主要为偿还债务支付的现金。公司筹资活动产生的净现金流2.77亿元。

表8 公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2017年	2018年
经营活动现金流入量	1.62	4.95
经营活动现金流出量	3.52	3.55
经营活动净现金流	-1.90	1.40
投资活动净现金流	0.11	-4.23
筹资活动净现金流	1.34	2.77
现金收入比	21.82	39.37

资料来源：审计报告、联合资信整理

总体看，跟踪期内受收到往来款增加影响，经营活动净现金流由负转正，但无法满足投资活动资金需求，公司未来在建项目投资规模大，外部筹资压力大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年公司流动比率和速动比率分别为1233.93%和128.57%，同比均有所下降但仍维持在较好水平；同期经营现金流动负债比大幅增长至15.37%。2018年底，公司现金类资产0.63亿元，相当于当期短期债务的0.88倍；公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA为1.35亿元，EBITDA利息倍数大幅下降至13.62倍，全部债务/EBITDA小幅增长至8.98倍；公司长期偿债能力指标较弱。

截至2018年底，公司无对外担保。

截至2018年底，公司获得银行授信总额度12.58亿元，已使用10.05亿元，尚未使用2.53亿元，公司融资渠道亟待拓宽。

考虑到公司是乌苏市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，持续获得政府较大力度支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额101.12亿元，同比增长3.96%，主要系其他应收款和固定资产增长所致。母公司资产占合并口径资产总额的83.20%，其中流动资产占95.55%（96.68亿元）。从构成看，流动资产主要由存货构成，非流动资产主要由长期股权投资和固定资产构成。

截至2018年底，母公司所有者权益97.35亿元，较上年底变化很小，其中资本公积占比为94.59%；所有者权益稳定性强。

截至2018年底，受发行债券影响，母公司

负债规模较上年大幅增长至3.77亿元，其中非流动负债2.82亿元（占74.50%）。母公司流动负债主要由其他应付款构成；非流动负债由应付债券和递延收益构成。母公司2018年资产负债率为3.73%，同比略有增长，整体债务压力小。

2018年，母公司营业收入0.73亿元，占合并口径营业收入比重为13.52%；营业成本0.20亿元，实现净利润0.66亿元。

总体看，母公司资产占合并口径比较很高，负债总额占合并口径的比例较小，对合并口径营业收入和净利润的贡献较高。

十、存续期内债券偿债能力分析

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券为“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”，债券余额 3.00 亿元；本期债券设置分期偿还条款，在债权存续期的第 3—7 年每年偿还本金 0.60 亿元；2018 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为 1.35 亿元、4.95 亿元及 1.40 亿元，分别是债券余额的 0.45 倍、1.65 倍及 0.47 倍，是分期偿还本金的 2.25 倍、8.25 倍和 2.33 倍；公司经营活动现金流入量对债券的保障能力强，经营活动净现金流及 EBITDA 对分期偿还本金的保障能力强。

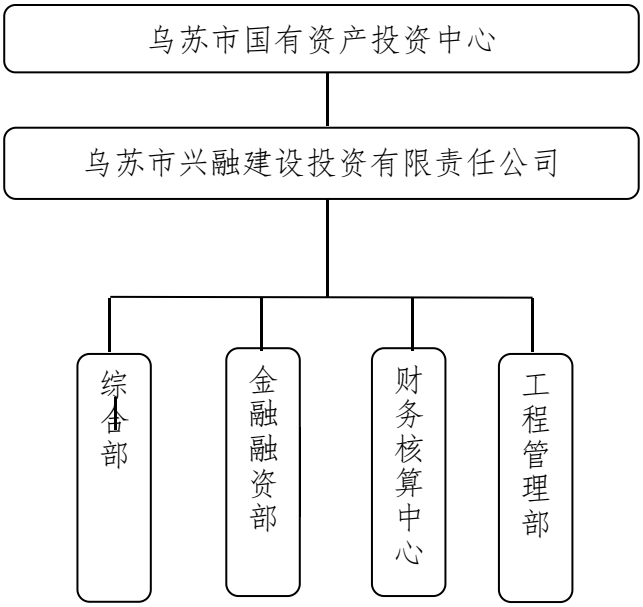
“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”以募投项目营运收入作为还款来源，募投项目进展有所滞后。根据乌苏市财政局关于“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”募投项目的补贴协议，乌苏市财政局向公司连续三年（2019~2021 年）支付项目营运补贴 0.90 亿元；截至跟踪评级日，公司暂未收到上述营运补贴款，联合资信将持续关注其后续进展情况。

“18 乌苏兴融债 01/18 乌兴 01”由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任担保，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，承担保证责任的期限为债券存续期及债券到期之日起一年。联合资信评定重庆三峡担保主体长期信用等级为 AAA，该信用等级反映了重庆三峡担保代偿能力极强。

十一、结论

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，“18乌苏兴融债01/18乌兴01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件1-1　截至2018年底公司股权结构及组织结构图



附件 1-2　截至 2018 年底公司合并范围一级子公司情况

子公司名称	注册地/主要经营地	业务性质	持股比例（%）	取得方式
乌苏市兴隆城市投资有限责任公司	乌苏市	项目建设	100.00	划拨
乌苏市兴鸿城市运营投资有限公司	乌苏市	资产投融资、管理及运营	100.00	设立
乌苏市兴源水务有限公司	乌苏市	供排水、污水处理	100.00	设立
乌苏市兴民物流园区投资有限责任公司	乌苏市	项目建设	100.00	划拨
乌苏市兴丝路建设投资有限责任公司	乌苏市	项目建设	99.00	受让
乌苏市兴农农业发展有限公司	乌苏市	农业服务	100.00	划拨
新疆融兴盛景城市服务有限公司	乌苏市	城市服务	100.00	设立
乌苏市甘家湖牧场	乌苏市	农牧业	100.00	划拨
乌苏市兴杰劳务派遣服务有限责任公司	乌苏市	劳务派遣	100.00	设立
乌苏市诚协财务代理有限公司	乌苏市	代理记账	100.00	受让

资料来源：公司审计报告

附件 2　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)	1.14	0.69	0.63
资产总额(亿元)	103.27	109.86	121.54
所有者权益(亿元)	96.55	97.65	100.42
短期债务(亿元)	0.39	1.58	0.72
长期债务(亿元)	5.24	7.44	11.39
全部债务(亿元)	5.62	9.02	12.11
营业收入(亿元)	4.00	6.01	5.40
利润总额(亿元)	1.95	1.28	1.11
EBITDA(亿元)	2.00	1.35	1.35
经营性净现金流(亿元)	-2.48	-1.90	1.40
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.04	2.26	1.01
存货周转次数(次)	0.03	0.05	0.04
总资产周转次数(次)	0.04	0.06	0.05
现金收入比(%)	31.23	21.82	39.37
营业利润率(%)	30.59	19.79	21.22
总资本收益率(%)	1.81	1.11	0.98
净资产收益率(%)	1.91	1.21	1.00
长期债务资本化比率(%)	5.15	7.08	10.19
全部债务资本化比率(%)	5.51	8.45	10.76
资产负债率(%)	6.50	11.11	17.38
流动比率(%)	6861.05	2326.16	1233.93
速动比率(%)	243.27	150.64	128.57
经营现金流动负债比(%)	-168.80	-41.92	15.37
全部债务/EBITDA(倍)	2.81	6.69	8.98
EBITDA 利息倍数(倍)	409.07	480.12	13.62

附件 3　主要财务数据及指标计算公式

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	
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%

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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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