信用等级公告

联合〔2020〕2981 号

联合资信评估有限公司通过对重庆市四面山旅游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，确定维持重庆市四面山旅游投资有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 四面专项债/19 四面债”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

二〇二〇年七月三十一日

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

重庆市四面山旅游投资有限公司
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	评级展望
重庆市四面山旅游投资有限公司	AA	稳定	AA	稳定
重庆兴农融资担保集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 四面专项债/19 四面债	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 四面专项债/19 四面债	8.80 亿元	8.80 亿元	2026/09/24

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 7 月 31 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

评级观点

重庆市四面山旅游投资有限公司（以下简称“公司”）是江津区四面山景区旅游基础设施开发建设及景区运营主体。跟踪期内，公司资产、所有者权益规模均大幅增长，并持续在资金注入、资产划拨及政府补助方面获得有力的外部支持，公司保持较强的区域专营性。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司工程代建业务回款效率进一步弱化、工程代建业务未来持续性尚不明确、应收类款项对资金占用严重以及债务负担较重等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，重庆市江津区经济稳步发展，四面山旅游资源丰富，公司有一定的发展潜力。未来，公司将继续开发整合四面山景区旅游资源。

公司发行的“19四面专项债/19四面债”由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，兴农担保的主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，其担保显著提升了“19四面专项债/19四面债”偿付的安全性。同时，“19四面专项债/19四面债”设置了分期还款安排，有效降低了公司的集中支付压力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 四面专项债/19 四面债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，江津区经济发展水平增强，为公司经营发展提供了良好的外部环境。**2019 年，江津区全区实现地区生产总值（全口径）1036.7 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.6%。

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	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	4
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		2
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：姚 玥 黄 焘 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

2. **跟踪期内，公司持续获得有力的外部支持，经营业务具有专营优势。**2019 年，公司股东重庆市四面山旅游（集团）有限公司以货币形式向公司增资 11.98 亿元；同期，公司收到重庆市江津区国有资产监督管理委员会无偿划拨的土地、房产及配套工程等资产，评估价值合计 11.06 亿元，收到经营性政府补助 2.02 亿元。
3. **分期偿付安排及担保增信。**“19 四面专项债/19 四面债”设置了分期偿付条款，有效降低了公司的集中偿付压力。同时，兴农担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了“19 四面专项债/19 四面债”的偿付安全性。

关注

1. **跟踪期内，公司工程代建业务回款效率进一步弱化，且在建项目投资规模较小，业务未来持续性有待关注。**截至 2019 年底，公司在建代建项目总投资额 23.52 亿元，已投资额 11.97 亿元；同期，公司收到工程回款 3.60 亿元。
2. **跟踪期内，公司应收类款项规模大，对公司资金占用严重。**截至 2019 年底，公司应收类款项合计 77.61 亿元，占资产总额的 53.11%。
3. **跟踪期内，公司有息债务规模大幅增长，整体债务压力负担较重；公司间接融资渠道亟待拓宽。**截至 2019 年底，公司调整后全部债务资本化比率进一步上升至 52.27%；公司尚未使用的银行授信额度 600.00 万元。

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)	7.62	0.68	11.71
资产总额(亿元)	74.28	89.15	146.12
所有者权益(亿元)	41.25	42.47	67.19
短期债务(亿元)	2.58	9.87	18.33
长期债务(亿元)	28.83	23.77	42.57
全部债务(亿元)	31.41	33.64	60.90
营业收入(亿元)	7.67	9.35	10.33
利润总额(亿元)	1.25	1.19	0.65
EBITDA(亿元)	2.29	2.29	1.80
经营性净现金流(亿元)	-1.93	-14.60	-21.00
营业利润率(%)	13.78	10.97	9.41
净资产收益率(%)	3.13	2.86	1.05
资产负债率(%)	44.46	52.37	54.02
全部债务资本化比率(%)	43.23	44.20	47.54
流动比率(%)	1450.22	479.29	486.74
经营现金流动负债比(%)	-52.01	-100.33	-90.45
现金短期债务比(倍)	2.95	0.07	0.64
EBITDA 利息倍数(倍)	0.97	0.93	0.56
全部债务/EBITDA(倍)	13.72	14.70	33.83
公司本部（母公司）			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	74.28	89.31	141.12
所有者权益(亿元)	41.25	42.46	66.64
全部债务(亿元)	31.41	33.64	57.40
营业收入(亿元)	7.67	9.31	10.08
利润总额(亿元)	1.25	1.17	0.79
资产负债率(%)	44.46	52.46	52.78
全部债务资本化比率(%)	43.23	44.21	46.27
流动比率(%)	1449.95	474.93	524.35
经营现金流动负债比(%)	-52.01	-99.22	-93.09

评级历史：

债项简称	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
19 四面专项债/19 四面债	AAA	AA	稳定	2019/11/28	喻宙宏、姚玥	--	阅读全文
19 四面专项债/19 四面债	AA+	AA	稳定	2019/06/13	喻宙宏、姚玥	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

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 日之前的评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆市四面山旅游投资有限公司（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、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。

重庆市四面山旅游投资有限公司
2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于重庆市四面山旅游投资有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东未发生变化，仍为重庆市四面山旅游（集团）有限公司（以下简称“四面山旅游集团”），持股比例为 100.00%。公司实际控制人未发生变化，仍为重庆市江津区国有资产管理中心（以下简称“江津区国资中心”）。跟踪期内，四面山旅游集团对公司新增注册资本 11.98 亿元，全部以货币形式出资，增资后，公司注册资本及实收资本变更为 25.73 亿元。

跟踪期内，公司经营范围变更为：县内班车客运、县内包车客运、客运站经营；四面山景区水域旅游客船运输、四面山景区水域普通货船运输，汽车租赁（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，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）一般项目：向旅游行业投资；旅游资源开发；景区经营管理；会议及展览服务；棚户区改造；土地开发整治；（以下经营范围仅限分支机构凭有效许可证经营）餐饮服务、住宿服务（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。

截至 2019 年底，公司内设工程管理部、规划设计部、景区管理部、财务部和运输管理部 5 个职能部门；公司合并范围内包含 5 家全资子公司。

截至2019年底，公司合并资产总额146.12亿元，所有者权益合计67.19亿元；2019年，公司实现营业收入10.33亿元，利润总额0.65亿元。

公司注册地址：重庆市江津区四面山风景名胜区龙潭路 3 幢 1-1 号。法定代表人：杨欣欣。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年7月底，联合资信所评“19四面专项债/19四面债”尚需偿还债券余额合计8.80亿元。“19四面专项债/19四面债”期限7年，同时附加第4年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

截至 2019 年底，“19 四面专项债/19 四面债”募集资金已使用 6.57 亿元，全部用于募投项目四面山停车场项目。截至 2019 年底，四面山停车场项目已完工约 75%，相关基础设施工程主体部分已完工，预计 2021 年竣工验收。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 四面专项债/19 四面债	8.80	8.80	2019/09/24	4+3 年
合计	**8.80**	**8.80**	--	--

资料来源：联合资信整理

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设施建设作为突出重点、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合规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

资源来源：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。

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

凭借明显的区位优势和便利的交通，跟踪期内，江津区经济稳步发展。

（1）江津区概况

江津区位于重庆市西南部，毗邻四川省合江县和贵州省习水县，是重庆辐射川南黔北的重要门户，江津区总面积达3219平方公里，下辖4个街道办事处、25个镇，总人口153万人。江津区处于重庆城市发展新区的前沿口岸，有200平方公里的区域在重庆二环周边，城区距重庆主城42公里、距江北机场70公里。

2019年，江津区全区实现地区生产总值（全口径）1036.7亿元，按可比价格计算，上年增长8.6%。分产业看，第一产业实现增加值102.6亿元，增长3.5%；第二产业实现增加值594.5亿元，增长10.4%（其中工业实现增加值449.7亿元，增长8.9%）；第三产业实现增加值339.6亿元，增长7.0%。三次产业对经济增长的贡献分别为4.1%、69.8%和26.1%，其中工业对经济增长的贡献为47.2%。三次产业比重为9.9：57.3：32.8。按常住人口计算，2019年人均地区生产总值达到74452元（10792美元），比上年增长7.7%。

未来江津区将大力实施创新驱动发展战略，发挥科技进步和信息化的带动作用，构建产业新体系，促进经济增量提质升级，实现由经济大区向经济强区的跨越。

（2）四面山景区概况

四面山景区位于重庆西南部，距离重庆主城区130公里，距江津城区90公里，属云贵高原大娄山北翼余脉，系地质学上的倒置山。景区于1988年被确定为重庆市级自然保护区，1994年被评为第三批国家级风景名胜区，

2011年被评为中国风景名胜区摄影基地、中国网民最关注的十大景区、“中国最美十大森林公园”，望乡台瀑布被评为“中国最美十大瀑布”，洪洞村被评为“全国特色景观旅游名村”，四面村荣获“全国休闲农业与乡村旅游示范点”称号，四面山爱情主题汽车影院露营地被评为“2013年中国十大自驾游宿营地”，2014年被评“重庆首批市级旅游度假区”“影响世界的中国文化旅游名景”“江津四面山爱情朝圣之旅”全国十佳主题旅游线路，2016年被评为“国家生态旅游示范区”“中国森林氧吧”“国家AAAAA级旅游景区”。

四面山景区面积213.37平方公里，主要有望乡台、土地岩、龙潭湖、洪海、珍珠湖等核心景区（水口寺、坪山、大窝铺原始森林3大景区暂未开发）、128个景点，是中国长寿之乡、富硒之地。“奇山”“异水”“红石”“厚文”四大景观资源特色明显。目前拥有望乡台景区、土地岩景区、龙潭湖景区、洪海景区和珍珠湖景区。

五、基础素质分析

1．股权状况

截至2019年底，公司实收资本和注册资本均增至25.73亿元，四面山旅游集团持股100.00%，江津区国资中心为公司实际控制人。

2．外部支持

跟踪期内，江津区一般预算收入同比有所下降；公司在资本金注入、资产划拨及政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

2019年，江津区一般预算收入较上年降至65.49亿元，其中，税收收入44.83亿元，较上年下降7.97%；同期，江津区实现政府性基金收入74.95亿元，主要来自城市建设配套费和土地出让金收入（2019年为56.19亿元）。

资本金注入

跟踪期内，公司股东四面山旅游集团以货币形式向公司增资11.98亿元，公司资本实力得到增强。

资产划拨

跟踪期内，公司收到重庆市江津区国有资产监督管理委员会划拨的位于江津区四屏镇188项房产、位于双峰寺土建工程项目等9项旅游配套工程及位于江津区四屏镇四面组团11宗土地。根据重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司的评估报告，上述资产评估价值合计11.06亿元。

政府补助

根据《江津区企业补助资金管理暂行办法》的规定，针对符合国家鼓励类产业、符合国家、市级关于各类专项资金支持范围、鼓励和支持新增重点税源项目、鼓励支持创新类产业项目、区政府鼓励扶持的其他项目，区财政局或区主管部门将给予资金补助，并补助资金纳入区财政预算管理。补助方式为：①财政补助，财政补助原则上最高不超过项目投资的40%；②贷款贴息补助，贷款贴息补助不超过金融机构同期贷款利息的70%。2019年，公司收到经营性政府补助2.02亿元。

3．企业信用记录

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。

根据中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：9150011606619926XN），截至2020年7月23日，公司无未结清及已结清不良或关注类信贷记录，过往履约记录良好。

截至2020年7月31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，公司管理体制、治理结构均未发生变化，仍执行原有管理制度，且执行情况

良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，随着工程代建业务的推进，公司营业收入稳步增长，业务毛利率受当年结算项目情况影响有所下降。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍依托四面山景区开展业务。具体包括四面山景区的投资开发及运营，景区内基础设施建设及相关配套设施的工程代建业务。2019年，公司实现主营业务收入 9.95 亿元，以工程代建收入为主。

毛利率方面，2019 年，公司主营业务毛利率同比有所下降，为 10.59%，主要系工程代建业务毛利率有所下降，主要系本年结算收入的创 5A 景区建设工程等项目代建管理费较低所致。

表 3　公司 2018－2019 年主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
景区运营收入	3220.64	3.45	-16.19	2447.76	2.46	-26.95
工程代建收入	90240.53	96.55	15.06	97097.40	97.54	11.53
合计	**93461.17**	**100.00**	**13.98**	**99545.16**	**100.00**	**10.59**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）工程代建业务

跟踪期内，公司工程代建业务收入稳步增长，业务毛利率有所下降，回款效率偏低。同时，公司在建项目剩余投资规模较小，业务未来持续性有待关注。

跟踪期内，公司仍作为四面山景区投资开发主体，承担着景区内基础设施建设及相关配套设施的建设工作，业务模式仍为委托代建。按照与重庆市江津区四屏镇人民政府签订的代建协议，公司负责筹集项目建设所需资金，负责项目的建设和管理。收入确认方面，双方按照代建项目进度情况，根据公司完成的工作量进行工程结算。具体来看，创 5A 景区建设工程、中山古镇风貌改造工程和中山古镇新街道工程按工程投资的计提代建管理费比例仍为15%，江津区四面山旅游度假区基础设施建设项目、四面山宾馆区还房项目、四面山污水处理设施建设工程、会龙庄维修、布展、景区建设工程和四屏镇还房一期工程代建加成比例均仍为 25%。款项支付方面，公司各代建项目的具体支付期限和方式未明确约定，代建项目回款具有不确定性。

账务处理方面，公司代建项目投资资金计入“存货-开发成本”，公司根据代建工程结算确认书确定的当期结算金额确认收入，并计入“主营业务收入”，同时将相应的成本由“存货”转入“主营业务成本”，当期未收到的代建工程款计入“应收账款”。

截至 2019 年底，公司已完工项目见表 5，其中 2019 年完工项目系四屏镇还房一期项目及四面山污水处理设施建设工程。已完工项目总投资额 19.68 亿元，累计确认收入 18.33 亿元，累计收到回款 10.17 亿元。2019 年，公司确认代建收入 9.71 亿元，当年共计收到 3.60 亿元回款。整体看，公司代建业务回款效率偏低。

截至 2019 年底，公司在建代建项目情况见表 6，项目总投资额 23.52 亿元，已投资 18.02 亿元。

表 4　截至 2019 年底公司完工项目情况（单位：亿元）

项目名称	累计总投资	完工日期	累计确认收入	累计收到回款
四屏镇还房一期	0.45	2019 年	0.45	0.27
四面山污水处理设施建设工程	1.00	2019 年	0.87	0.45
会龙庄维修、布展、景区建设工程	0.55	2018 年	0.68	0.68
四面山宾馆区还房项目	0.64	2018 年	0.80	-
江津区四面山旅游度假区基础设施建设项目	12.64	2017 年	7.96	2.71
中山古镇风貌改造工程	2.70	2016 年	3.11	3.11
中山古镇新街道工程	1.70	2016 年	1.95	1.95
合计	**19.68**	--	**18.33**	**10.17**

资料来源：公司提供

表 5　截至 2019 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	已确认收入	已回款金额
创 5A 景区建设工程	131200.00	133876.08	152131.91	64537.00
江津区四面山镇燕子村至头道村沿线灾害抢险工程（四面山交通地灾抢险工程）	25000.00	23472.00	--	--
四面山游客集散中心	59000.00	13907.46	--	--
四屏镇棚户区（城中村）换房改造项目	20000.00	8529.92	--	--
合计	**235200.00**	**180181.46**	**152131.91**	**64537.00**

资料来源：公司提供

目前，公司拟建项目主要有冉家堡还房 A 区、冉家堡还房 B 区、冉家堡还房 C 区及江津区四屏镇二纵线中段（黄果路北延伸段）建设工程，项目总投资规模为 10.99 亿元。考虑到公司在建项目剩余投资规模不大，公司工程代建业务未来持续性有待关注。

（2）景区运营业务

跟踪期内，受景区游客数量较上年下降影响，公司景区运营收入规模随之下降。

四面山风景区面积 213.37 平方公里，主要有龙潭湖、望乡台、土地岩、洪海、珍珠湖等五大核心景区，另有水口寺、坪山、大窝铺原始森林三大景区正在开发之中，景点共计 128 个。景区门票价格不分档，淡季旺季均为全价票 90 元/人、半价票 45 元/人，景区内游船费用 15~45 元/人次不等。根据公司提供的数据，2019 年，四面山景区全年游客量为 110 万人次，较上年大幅下降，主要系 2019 年夏季（旺季）重庆市降雨量较往年大幅增长、游览人次下降所致。

2019 年，公司景区运营收入为 2447.76 万元，主要为景区门票收入及游船收入；景区运营成本为 3107.43 万元，公司景区运营业务成本主要由景区维护成本及景区营销成本构成。同期，公司景区运营业务毛利率为-26.95%。

3. 未来发展

未来，公司将以四面山为中心整合区域旅游资源，立足四面山景区，将爱情天梯、中山古镇、双峰寺纳入大四面山景区线路，形成景区内循环精品线路；逐渐拓展到津东、津西、津北景区，形成区域循环线路；进而辐射到渝西片区各景点成立景区联盟，形成中循环线路；利用江习高速有效有序地推进渝川黔旅游“金三角”资源的整合，统筹协调“金三角”地区的旅游规划、项目开发、宣传营销、线路打造等，建立区域联动平台，最终实现渝川黔旅游“金三角”大循环，推动江津旅游的发展。公司未来将继续依托重庆市、四川省和贵州省庞大的人口优势及其旺盛的旅游需求，在自身自然风景资源的基础上，加快开展景区基础设施建设，稳步配套设施，增强景区游客接纳能力和服务质量。同时，以四面山国家 5A 级旅游景区为契机，响应重庆市城市发展新区建设规

划，建设国家级旅游度假区，并借助区域交通条件的升级，向周边区域发挥辐射带动作用，将大四面山打造为世界知名、全国一流的情感体验型山水度假旅游目的地。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2019年底，公司并表子公司共计5家。其中2019年新增2家子公司，为重庆市四面酒店管理有限责任公司及重庆市江津区千瀑旅行社有限责任公司。总体看，新纳入合并范围子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模大幅增长，构成仍以流动资产为主；资产中应收类款项规模大，对公司资金形成较大占用；且固定资产中景区内基础设施资产占比高；公司资产流动性弱，整体资产质量较差。

截至2019年底，公司资产总额146.12亿元，较上年底增长63.90%。资产结构方面，2019年底公司流动资产和非流动资产分别占比77.35%和22.65%，公司资产结构以流动资产为主。

截至2019年底，公司流动资产113.03亿元，较上年底增长62.06%，主要系应收类款项增长所致。

表 6　2018－2019 年公司主要资产构成情况　（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.68	0.76	11.71	8.01
应收账款	9.88	11.08	16.09	11.01
存货	21.34	23.94	19.95	13.65
其他应收款	37.76	42.36	61.52	42.10
流动资产	**69.75**	**78.24**	**113.03**	**77.35**
固定资产	19.32	21.67	25.83	17.68
在建工程	--	--	6.57	4.50
非流动资产	**19.40**	**21.76**	**33.09**	**22.65**
资产总额	**89.15**	**100.00**	**146.12**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

公司货币资金主要由银行存款构成。截至 2019 年底，公司货币资金 11.71 亿元，较上年底大幅增长，主要系公司本年通过银行借款及股东增资等筹资活动现金流入较多所致。

截至2019年底，公司应收账款16.09亿元，较上年底增长62.83%，主要系应收重庆市江津区四屏镇人民政府代建业务款项增长所致。账龄结构方面，1年以内的占比66.64%、1~2年的占比35.04%，2~3年的占比0.01%，整体账龄仍较短但有所拉长。截至2019年底，公司共计提坏账准备0.29亿元，计提比例1.75%。

截至2019年底，公司其他应收款61.52亿元，较上年底增长62.89%，主要系对四面山旅游集团等关联单位往来借款增长所致。账龄结构方面，2019年底，公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款（共28.51亿元）中1年以内的占91.72%、1~2年的占1.47%、2~3年的占5.65%、3年以上的占1.16%。截至2019年底，公司共计提坏账准备0.28亿元。公司资产中应收类款项占比较大，对公司资金形成较大占用。

表 7　2019 年底其他应收款前五名欠款情况

单位名称	性质	金额（亿元）	占比（%）
重庆市四面山旅游（集团）有限公司	往来款	24.31	39.34
重庆市江津区建宇房地产开发有限责任公司	往来款	6.90	11.17
重庆博达建设集团股份有限公司	往来款	6.40	10.36
重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司	往来款	6.30	10.19
重庆市江津区四面山管理委员会	往来款	5.08	8.22
合计	--	**48.99**	**79.28**

资料来源：公司审计报告

截至2019年底，公司存货账面价值19.95亿元，主要由开发成本（占48.22%）和待开发土地（占51.75%）构成。其中开发成本9.62亿元，主要为公司土地一级开发过程中的动迁成本及部分自建、代建项目建设投入款；待开发成本10.33亿元，主要为尚未开发的土地使用权，其中0.38亿元尚未办妥产权证书。

截至2019年底，公司非流动资产33.09亿元，较上年底增长70.52%，主要系固定资产及在建工程增长所致。公司非流动资产主要由固定资产（占78.06%）及在建工程（占19.85%）构成。

公司固定资产主要由房屋及建筑物构成。截至2019年底，公司固定资产25.83亿元，较上年底增长33.70%，其中2019年新增房屋建筑物5.79亿元，主要系重庆市江津区国有资产监督管理委员会无偿划拨的位于江津区四屏镇188项房产及位于双峰寺土建工程项目等9项旅游配套工程所致。公司固定资产不存在减值情形，未提取固定资产减值准备。

公司在建工程系四面山停车场建设项目，为公司“19四面专项债/19四面债”的募投项目。截至2019年底，公司在建工程6.57亿元，系公司对募投项目的建设工程投入成本，公司募投项目进展正常，预计2021年内完成竣工决算。

截至2019年底，公司受限资产为土地使用权（4.12亿元）、固定资产（0.96亿元）和货币资金（0.74亿元）。

3.　资本结构

跟踪期内，公司所有者权益大幅增长，主要系实收资本及资本公积增长所致。公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，所有者权益结构较为稳定。但考虑到所有者权益中景区内基础设施资产（含道路等资产）占比高，权益质量偏差。

截至2019年底，公司所有者权益67.19亿元，较上年底增长58.23%，主要由实收资本（占38.29%）、资本公积（占56.27%）和未分配利润（占4.75%）构成。

截至2019年底，公司实收资本25.73亿元，较上年底增加11.98亿元，系公司股东本年对公司注资所致，实收资本全部为四面山旅游集团有限公司持有。截至2019年底，公司资本公积37.81亿元，较上年底增加13.04亿元，主要系重庆市江津区国有资产监督管理委员会无偿划拨的位于江津区四屏镇188项房产、位于双峰寺土建工程项目等9项旅游配套工程及位于江津区四屏镇四面组团11宗土地。根据重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司的评估报告，上述资产评估价值合计11.06亿元。

跟踪期内，公司有息债务规模大幅增长，且债务结构中短期债务占比上升，目前债务构成以长期债务为主，整体债务负担较重。

截至2019年底，公司负债总额78.93亿元，较上年底增长69.06%，主要系应付债券和长期应付款增长所致。公司负债中流动负债占29.42%、非流动负债占79.58%，流动负债占比较上年底略有下降。

截至2019年底，公司流动负债23.22亿元，较上年底增长59.58%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。截至2019年底，公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

公司其他应付款主要是与关联方的资金往来。截至2019年底，公司其他应付款3.45亿元，

较上年底增加0.15亿元。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债14.83亿元，较上年底大幅增长，主要由一年内到期的长期借款（9.03亿元）及长期应付款（5.80亿元）构成。

截至2019年底，公司非流动负债55.71亿元，较上年底增长73.36%，主要系新增应付债券18.52亿元及长期应付款4.78亿元所致。

表 8　2018－2019 年公司主要非流动负债构成情况

（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
长期借款	18.82	58.57	19.10	34.28
应付债券	4.95	15.41	23.47	42.14
长期应付款	7.90	24.59	12.68	22.76
非流动负债合计	**32.13**	**100.00**	**55.71**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

公司的长期借款主要为抵押借款、质押借款和信用借款。截至2019年底，公司长期借款19.10亿元，较上年底增长1.45%，主要系公司保证借款增长所致。

截至2019年底，公司应付债券23.47亿元，较上年底大幅增长，主要系公司发行“19四面专项债/19四面债”（8.80亿元）及“19四面山”（10.00亿元）所致；长期应付款12.68亿元，较上年底增加4.78亿元，全部为融资租赁款项，为有息性质。

有息债务方面，2019年，公司全部债务大幅增长，主要系长期债务大幅增长所致。若将长期应付款中有息部分纳入调整后全部债务核算，截至2019年底，公司调整后全部债务73.58亿元，较上年底增长77.13%。其中短期债务占30.10%、调整后长期债务占69.90%，债务结构中短期债务占比略有上升，整体债务结构仍以长期债务为主，债务结构较合理。

债务指标方面，随着公司有息债务的增长，跟踪期内，公司债务负担有所上升。截至2019年底，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为54.02%、45.12%和52.27%。总体看，公司债务负担较重。

从集中兑付情况看，2020－2022年，公司需偿还的有息债务本息分别为18.33亿元、13.90亿元和10.86亿元，公司面临较大的集中兑付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，受工程代建业务毛利率降低的影响，营业利润率有所下降；费用控制能力有待加强，利润总额对政府补贴依赖程度高，整体盈利能力较弱。

公司营业收入以工程代建收入为主。2019年，公司营业收入有所增长，为 10.33 亿元，主要系景区工程代建业务收入增长所致。同期，公司营业成本增至 9.22 亿元；受工程代建业务毛利率下降影响，营业利润率降至 9.41%。

期间费用方面，受销售费用大幅上升影响，公司期间费用有所增长，2019年，公司期间费用为2.11亿元，期间费用占营业收入的比重由上年度的16.85%上升至20.40%，公司期间费用控制能力有待加强。

2019 年，公司收到各类政府补助 2.02 亿元，公司利润总额为 0.65 亿元。公司利润总额对政府补贴依赖程度高。

盈利指标方面，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.62%和1.05%，整体盈利能力较弱。

5. 现金流分析

跟踪期内，随着代建项目的工程建设及往来款的大幅净流出，公司经营活动现金净流出量大幅增长。受募投项目四面山停车场项目加大投入影响，公司投资活动净流出金额大幅增长。为满足公司正常经营及投资，公司对外融资规模大幅增长，筹资活动现金净流入规模较大，公司面临较大外部融资压力。

2019年，公司经营活动现金流入量6.45亿元，主要由销售商品、提供劳务收到的现金和

收到其他与经营活动有关的现金构成，分别为4.42亿元和2.02亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金同比下降2.76%，主要系公司回款有所下降所致。2019年，公司经营活动现金流出量有所增长，为27.45亿元，公司经营活动现金流出量主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金构成，分别为10.61亿元和16.21亿元。2019年，公司现金收入比为42.88%，现金收入回笼程度有所下降，保持较低水平。2019年，公司经营活动现金流量净额为-21.00亿元，经营活动现金净流出量大幅增长。

2019年，公司仍无投资活动现金流入量。公司投资活动现金流出6.98亿元，较上年大幅增长，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，系募投项目四面山停车场项目加大投入所致。

2019年，公司筹资活动现金流入大幅增长，为51.89亿元。公司筹资活动现金流入系取得借款、发行债券及吸收投资收到的现金。2019年，公司筹资活动现金流出大幅增长，为13.64亿元，主要由偿还债务支付的现金10.42亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金3.22亿元构成。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为38.25亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司有息债务规模大幅增长，短期偿债能力及长期偿债能力均较弱，间接融资渠道亟待拓宽。考虑到政府及股东对公司的支持，公司整体偿债能力强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率均有所增长，分别为486.74%和400.82%。2019年公司经营活动产生的现金流量净流出，对流动负债不具有保障能力。截至2019年底，公司现金短债比为0.64倍，对短期债务的覆盖能力偏弱。整体看，公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标看，截至2019年底，公司调整后全部债务/EBITDA指标进一步上升至为40.88倍，公司长期偿债能力较弱。

截至 2019 年底，公司共获得各家商业银行授信额度 22.13 亿元，尚未使用授信额度 0.06 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 24.95 亿元，担保比率 37.13%（以 2019 年底所有者权益计算），分别对重庆市江津区滨江新城开发建设集团有限公司担保 12.45 亿元、重庆市德感工业园区建设有限公司担保 6.00 亿元、重庆市江津区珞璜开发建设有限公司担保 4.00 亿元及重庆市双福建设开发有限公司 2.50 亿元。担保对象均为江津区地方政府重点支持发展的国有企业，目前被担保公司经营状况良好。但考虑到对外担保金额较大，公司仍具有一定或有负债风险。截至 2019 年底，公司无重大未决诉讼事项。

考虑到政府及股东对公司的支持，公司整体偿债能力强。

7. 母公司财务概况

跟踪期内，母公司资产总额、所有者权益及负债规模均大幅增长，母公司营业收入占合并口径的比重高。

母公司财务方面，截至 2019 年底，母公司资产总额 109.96 亿元，较上年底增长 57.32%，主要系货币资金、其他应收款及在建工程增长所致。截至 2019 年底，母公司流动资产 109.96 亿元，占总资产的 77.92%；其中货币资金 11.39 亿元，占流动资产的 8.07%，同时占合并口径货币资金的 97.28%。母公司非流动资产 31.16 亿元。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 66.64 亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。

截至 2019 年底，母公司负债合计 74.48 亿元。从结构上看，母公司流动负债占 28.16%，

以其他应付款和一年内到期的非流动负债为主；非流动负债占 71.84%，以长期借款、应付债券及长期应付款为主。

2019 年，母公司实现营业收入 10.08 亿元，占合并报表营业收入的 97.60%，占比高。

九、存续债券偿债能力分析

截至2020年7月底，公司存续债券余额合计23.80亿元。公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对未来待偿债券峰值保障能力弱。

截至 2020 年 7 月底，公司存续债券余额合计 23.80 亿元，无一年以内到期债券。若存续债券“19 四面专项债/19 四面债”及“19 四面山”投资者均于债券存续期首个行权日行使回售选择权，2022 年将达到存续债券待偿本金峰值 11.76 亿元。2019 年，公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障倍数为 0.40 倍，同期公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 的保障倍数分别为-1.79 倍和 0.15 倍，保障能力弱。

表9　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年 7 月
未来待偿债券本金峰值	11.76
2019 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.40
2019 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-1.79
2019 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.15

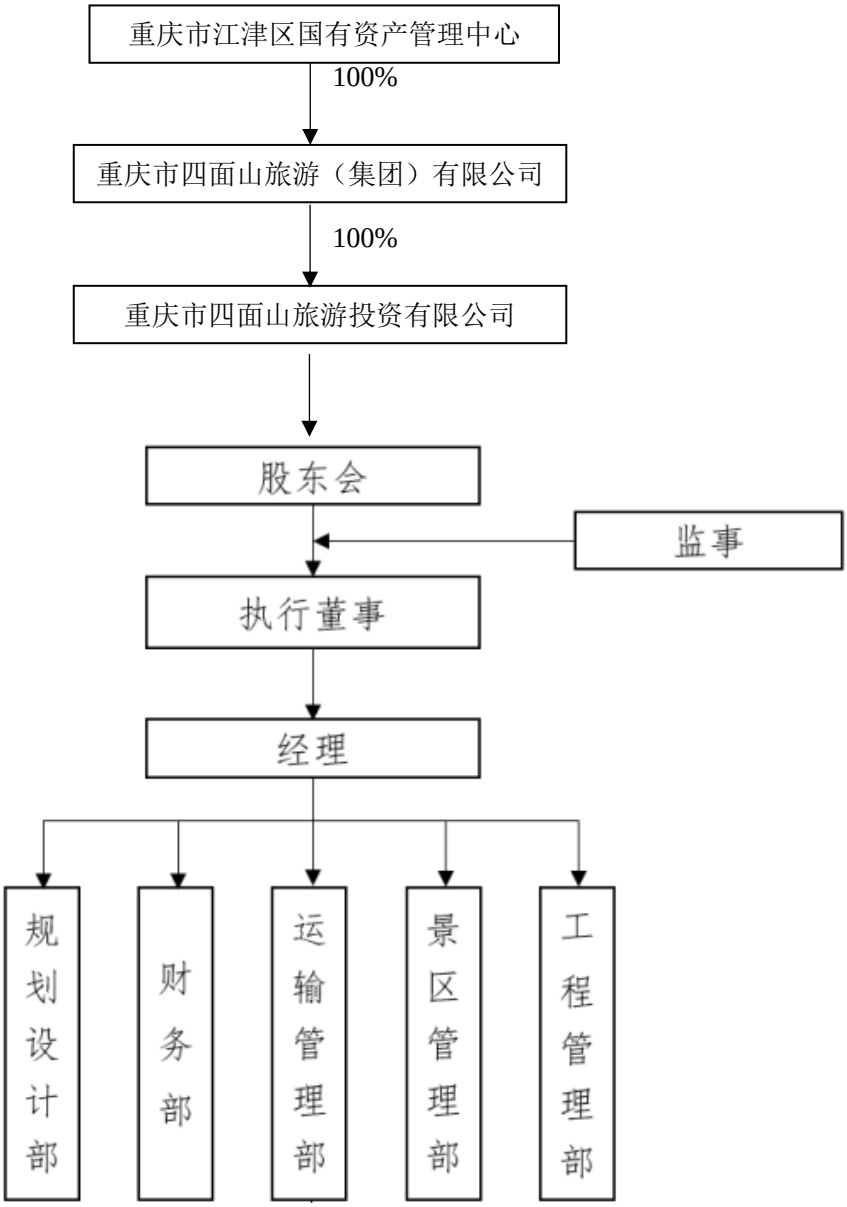
资料来源：联合资信整理

此外，“19四面专项债/19四面债”由重庆兴农担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。兴农担保是重庆市国资委牵头组建的全国第一家专司农村“三权”抵押的省级担保公司。经联合资信评估，兴农担保主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，其担保显著增强了“19四面专项债/19四面债”本息偿还的安全性。

十、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，并维持“19 四面专项债/19 四面债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权及组织结构图



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)	7.62	0.68	11.71
资产总额(亿元)	74.28	89.15	146.12
所有者权益(亿元)	41.25	42.47	67.19
短期债务(亿元)	2.58	9.87	18.33
长期债务(亿元)	28.83	23.77	42.57
调整后长期债务(亿元)	28.83	31.67	55.25
全部债务(亿元)	31.41	33.64	60.90
调整后全部债务(亿元)	31.41	41.54	73.58
营业收入(亿元)	7.67	9.35	10.33
利润总额(亿元)	1.25	1.19	0.65
EBITDA(亿元)	2.30	2.29	1.80
经营性净现金流(亿元)	-1.93	-14.60	-21.00
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.64	1.25	0.80
存货周转次数(次)	0.35	0.40	0.45
总资产周转次数(次)	0.11	0.11	0.09
现金收入比(%)	87.62	48.72	42.88
营业利润率(%)	13.78	10.97	9.41
总资本收益率(%)	1.91	1.59	0.62
净资产收益率(%)	3.13	2.86	1.05
长期债务资本化比率(%)	41.14	35.89	38.78
调整后长期债务资本化比率(%)	41.14	42.72	45.12
全部债务资本化比率(%)	43.23	44.20	47.54
调整后全部债务资本化比率(%)	43.23	49.45	52.27
资产负债率(%)	44.46	52.37	54.02
流动比率(%)	1450.22	479.29	486.74
速动比率(%)	952.43	332.62	400.82
经营现金流动负债比(%)	-52.01	-100.33	-90.45
现金短期债务……			
EBITDA 利息倍数(倍)	0.97	0.93	0.56
全部债务/EBITDA(倍)	13.66	14.70	33.83
调整后全部债务/EBITDA(倍)	13.66	18.15	40.88

注：调整后长期债务=全部债务+长期应付款中有息债务；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	7.62	0.68	11.39
资产总额(亿元)	74.28	89.15	141.12
所有者权益(亿元)	41.25	42.46	66.64
短期债务(亿元)	2.58	9.87	16.13
长期债务(亿元)	28.83	23.77	41.27
全部债务(亿元)	31.41	33.64	57.40
营业收入(亿元)	7.67	9.31	10.08
利润总额(亿元)	1.25	1.17	0.79
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-1.93	-14.60	-19.52
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.64	1.24	0.78
存货周转次数(次)	0.35	0.40	0.44
总资产周转次数(次)	0.11	0.11	0.09
现金收入比(%)	87.62	48.34	36.37
营业利润率(%)	13.78	10.70	9.35
总资本收益率(%)	1.77	3.40	1.68
净资产收益率(%)	3.13	2.84	1.27
长期债务资本化比率(%)	41.14	35.89	38.25
全部债务资本化比率(%)	43.23	44.21	46.27
资产负债率(%)	44.46	52.46	52.78
流动比率(%)	1449.95	474.93	524.35
速动比率(%)	952.16	329.89	429.57
经营现金流动负债比(%)	-52.01	-99.22	-93.09
现金短期债务……			
EBITDA 利息倍数(倍)			
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

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