信用评级公告

联合〔2021〕4352 号

联合资信评估股份有限公司通过对重庆市万州三峡平湖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，确定维持重庆市万州三峡平湖有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“20 三峡平湖 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

重庆市万州三峡平湖有限公司2021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
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
20三峡平湖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
20三峡平湖MTN001	10.00亿元	10.00亿元	2025/08/20

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；“20三峡平湖MTN001”含投资者回售选择权，上表中到期兑付日为不行权到期日

评级时间：2021年6月24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	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-	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	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

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加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

重庆市万州三峡平湖有限公司（以下简称“公司”）是万州区重要的土地开发整理、基础设施建设及国有资产运营主体，在区域开发建设领域具有一定专营优势。跟踪期内，公司在资产划拨、资本注入和政府补贴方面继续得到政府的有力支持；同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司存在较大的资本支出压力、公司资金占用明显、债务规模持续增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着万州区城市建设的推进，以及基建项目的陆续回款，公司经营有望维持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持“20三峡平湖MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**2020年，万州区地区生产总值保持增长，一般公共预算收入增长较快，同比增速分别为2.4%和25.7%，公司外部发展环境良好。
2. **具有一定区域专营优势。**公司作为万州区重要的土地开发整理、基础设施建设及国有资产运营主体，业务具有一定区域专营优势。
3. **有力的外部支持。**2020年，公司在资产划拨、资金注入和政府补贴方面获得有力的外部支持。

关注

1. **存在较大的资本支出压力。**公司基础设施建设业务回款周期较长，在建及拟建项目尚需投资规模较大，存在较大的资本支出压力。
2. **土地整理及基础设施建设形成的存货对资金占用明显。**截至2021年3月底，公司资产中土地整理及基础设施建设形成的存货占比为52.38%，对资金占用明显。
3. **债务规模持续增长。**截至2020年底，公司全部债务155.91亿元，较上年底增长17.49%。

分析师
杨廷芳　张婷婷

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

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.48	14.30	22.76	20.78
资产总额(亿元)	228.62	286.62	337.64	343.30
所有者权益(亿元)	87.12	104.20	133.32	133.41
短期债务(亿元)	24.95	27.21	28.27	30.50
长期债务(亿元)	77.59	105.49	127.63	132.74
全部债务(亿元)	102.54	132.69	155.91	163.24
营业收入(亿元)	11.29	25.06	22.62	2.48
利润总额(亿元)	3.15	3.63	4.11	0.10
EBITDA(亿元)	4.10	4.95	5.85	--
经营性净现金流(亿元)	-3.19	0.04	0.05	-5.69
现金收入比(%)	131.59	80.12	72.92	108.89
营业利润率(%)	31.91	10.08	13.76	13.20
净资产收益率(%)	3.60	3.51	2.88	--
资产负债率(%)	61.89	63.65	60.51	61.14
全部债务资本化比率(%)	54.07	56.01	53.91	55.03
流动比率(%)	502.11	483.43	539.18	548.19
速动比率(%)	211.18	156.72	191.14	194.80
经营现金流动负债比(%)	-8.23	0.08	0.10	--
现金短期债务比(倍)	0.46	0.53	0.81	0.68
EBITDA 利息倍数(倍)	0.92	0.88	0.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	25.03	26.83	26.65	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	209.05	248.25	299.89	307.15
所有者权益(亿元)	75.47	81.46	110.38	110.44
全部债务(亿元)	98.54	111.64	128.28	134.51
营业收入(亿元)	10.69	9.38	12.17	0.13
利润总额(亿元)	2.99	2.94	3.84	0.06
资产负债率(%)	63.90	67.19	63.19	64.02
全部债务资本化比率(%)	56.63	57.82	53.75	54.91
流动比率(%)	375.93	317.43	329.00	324.61
经营现金流动负债比(%)	-7.71	12.50	0.58	--

注：本报告已将其他应付款中有息债务计入短期债务核算，将长期应付款中有息债务计入长期债务核算；2021 年一季度财务报表未经审计

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
20 三峡平湖 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020.09.28	张　依 李文强	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	阅读全文
20 渝东 03 20 渝东 01	AA+	AA+	稳定	2020.08.28	杨廷芳 黄静轩 徐汇丰	城市基础设施投资企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	--
20 渝东 03	AA+	AA+	稳定	2020.05.25	杨廷芳 徐汇丰 吴佳妮	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	--
20 渝东 01	AA+	AA+	稳定	2020.01.20	杨廷芳 杨世龙	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	--
20 三峡平湖 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020.01.14	张　依 任戴云 李文强	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重庆市万州三峡平湖有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。

重庆市万州三峡平湖有限公司2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于重庆市万州三峡平湖有限公司（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、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构发生变化。2020年9月，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）、重庆市万州区城乡及建设委员会（以下简称“万州区建委”）与公司签订《股权转让协议》，万州区建委受让国开基金持有的公司3.03%股权，受让后万州区建委持有公司100.00%股权；2020年11月，根据万州国企改革办发〔2019〕19号文，公司唯一股东由万州区建委变更为重庆市万州区国有资产监督管理委员会（以下简称“万州区国资委”），并根据万州区国资委作出股东决定，新增实物注资20.13亿元，公司注册资本变更为30.44亿元；2021年1月，根据《重庆市万州区人民政府办公室关于调整重庆市万州三峡平湖有限公司出资人的通知》，重庆市万州区人民政府（以下简称“万州区政府”）同意将万州区国资委持有公司的100.00%股权无偿划转至重庆市万州区住房和城乡建设委员会（以下简称“万州区住建委”）。截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为30.44亿元，唯一股东为万州区住建委，实际控制人为万州区政府（详见附件1-1）。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。公司仍是万州区重要的土地开发整理、基础设施建设及国有资产运营主体，主要从事土地整理及基础设施代建等业务。

截至2021年3月底，公司本部内设财务管理部、资金运营部、项目管理部、工程建设部、土地运营部、投资发展部等职能部门（详见附件1-2）；拥有纳入合并范围的子公司9家（详见附件1-3）。

截至2020年底，公司资产总额337.64亿元，所有者权益133.32亿元（含少数股东权益2.96亿元）；2020年，公司实现营业收入22.62亿元，利润总额4.11亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额343.30亿元，所有者权益133.41亿元（含少数股东权益2.94亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入2.48亿元，利润总额974.86万元。

公司注册地址：重庆市万州区沙龙路三段488号；法定代表人：杨大树。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2021年5月底，联合资信所评公司存续债券余额合计10.00亿元[1]（详见表1）。跟踪期内，“20三峡平湖MTN001”尚未到付息日，截至2021年3月底，上述债券募集资金已按照规定用途使用完毕。

表1　本次跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20三峡平湖MTN001	10.00	10.00	2020/08/20	5(3+2)

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”

[1]仅包含截至评级时点尚处于存续期的银行间市场公开发行的债券

为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[2]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[3]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2　2017－2021年一季度中国主要经济数据

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉

[2]文中 GDP 增长均为实际增速，下同
[3] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方

面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业及区域经济环境

1. 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约束地方政府及其融资平台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

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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，建立了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 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3　2020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
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 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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	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，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

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。受城投企业剥离地方政府融资职能，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，非标融资占比高、债券集中到期、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。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、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，万州区经济保持增长，一般公共预算收入增速较快，固定资产投资稳定增长，公司外部发展环境良好。

根据《2020 年重庆市万州区国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2020 年万州区地区生产总值 970.68 亿元，同比增长 2.4%；分产业看，第一产业增加值 95.97 亿元，同比增长 5.1%；第二产业增加值 268.00 亿元，同比下降 0.3%；第三产业增加值 606.71 亿元，同比增长 3.3%；三次产业比重由 2019 年的 9.0:28.7:62.3 调整为 9.9:27.6:62.5。2020 年，万州区常住居民人均可支配收入 34407 元，同比增长 7.1%。

2020 年，万州区固定资产投资 202.94 亿元，同比增长 8.5%。其中，基础设施投资 83.97 亿元，同比增长 57.1%，占固定资产投资的 41.4%；工业投资 31.30 亿元，同比增长 51.2%，占固定资产投资的 15.4%。全年完成房地产开发投资 62.53 亿元，比上年下降 37.1%。房屋施工面积 855.90 万平方米，比上年下降 11.7%；房屋竣工面积 181.28 万平方米，同比下降 12.7%；房屋销售面积 125.38 万平方米，同比下降 32.8%。

根据《关于重庆市万州区 2020 年预算执行情况及 2021 年预算草案的报告》，2020 年万州

区一般公共预算收入 67.1 亿元，同比增长 25.7%，其中税收收入 38.3 亿元，占一般公共预算收入的 57.08%，收入实现质量一般；一般公共预算支出 150.7 亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 44.53%，财政自给能力一般。2020 年，万州区政府性基金预算收入 50.3 亿元，同比增长 22.8%，其中国有土地使用权出让收入 43.8 亿元，同比增长 27.5%。

2021 年 1－3 月，万州区地区生产总值 247.02 亿元，同比增长 16.2%；固定资产投资完成 40.79 亿元，同比增长 50.2%；一般公共预算收入完成 16.87 亿元，同口径增长 31.17%，其中税收收入占 54.98%；一般公共预算支出 28.84 亿元，同比增长 0.38%，财政自给率为 58.50%；政府性基金预算收入 2.35 亿元，同比下降 5.58%。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司维持区域专营优势，在资产划拨、资本注入和政府补贴方面继续得到政府的有力支持。

公司是万州区重要的土地开发整理、基础设施建设及国有资产运营主体，主要从事土地整理及基础设施等代建业务，业务范围集中于主城区，在万州区（除经开区与江南新区）开发建设领域具备一定专营优势。

2020年，根据万州财资发〔2020〕5号文，万州区财政局将1144套房产注入公司，价值20.13亿元，公司计入“实收资本”；万州区建委注入多处房地产，价值0.14亿元，公司计入“资本公积”；万州区财政局注入资金6.80亿元，公司计入“资本公积”；公司收到公共基础设施建设补贴3.01亿元，计入“其他收益”。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（中征码：5001010000139595），截至2021年6月10日，公司本部无不良及关注类贷款记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度及高级管理人员等无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受工程施工规模下降影响，公司营业收入有所下降，综合毛利率有所上升。

2020 年，公司营业收入较 2019 年下降 9.75%，主要系工程施工及基础设施建设收入下降所致。从收入构成看，2020 年，公司土地整理收入同比增加 3.83 亿元，主要系当年土地出让增加所致。受疫情影响，2020 年竣工决算的基础设施建设项目较 2019 年有所减少，公司实现基础设施建设收入下降。2020 年工程施工收入较 2019 年大幅下降，主要系疫情影响下，工程施工进度延后，完工规模下降所致。2020 年天然气销售收入有所增长，主要系天然气销售收入开始包含燃气安装收入所致。

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率有所提高，主要系毛利较高的土地开发整理业务占比上升以及工程施工承接的市场化业务毛利率提高所致；公司土地开发整理业务毛利率相对稳定，天然气销售毛利率大幅提高主要系燃气安装业务毛利率较高，带动业务毛利率显著提高所致。

2021 年 1－3 月，公司营业收入同比增长 12.75%，主要来自工程施工和天然气销售收入，综合毛利率 15.02%，较上年保持稳定。

表4　公司营业收入和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 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
土地开发整理	0.73	2.91	25.23	4.56	20.15	25.18	0.00	0.00	--

基础设施建设	7.60	30.32	10.43	5.32	23.51	7.21	--	--	--
工程施工	11.22	44.78	1.99	6.17	27.28	5.97	1.03	41.67	2.36
资产租赁	0.75	3.00	87.80	0.84	3.71	77.13	0.20	8.15	84.44
物业管理	0.13	0.54	75.73	0.00	0.00	--	0.001	0.05	69.87
石油销售	0.38	1.50	2.59	0.53	2.33	7.57	0.10	3.97	9.96
天然气销售	2.72	10.85	6.90	3.31	14.62	16.08	0.83	33.52	-0.83
其他业务	1.53	6.11	38.40	1.90	8.40	14.66	0.31	12.63	47.50
合计	**25.06**	**100.00**	**10.96**	**22.62**	**100.00**	**15.02**	**2.48**	**100.00**	**15.02**

注：尾差系四舍五入原因产生
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地开发整理

公司待出让土地较多，土地开发整理业务持续性较强，但土地出让受当地政策及政府规划影响较大，已投入成本对资金形成一定占用。

公司土地开发整理业务主要由本部负责。根据《关于印发重庆市三峡平湖有限公司组建方案的通知》（万州府办〔2010〕286号）文件，经万州区政府授权，公司负责对城市规划区内（经开区、江南新区除外）的土地进行开发整治工作。公司通过持有的土地抵押或信用贷款等方式筹备前期整理资金，待土地整治完成达到“净地”且符合挂牌出让条件后，移交至万州区公共资源综合交易中心进行“招拍挂”，土地价款扣除税费后，由万州区相关财政部门与公司进行结算，一般按土地整治成本加成20%~30%的管理费，财政部门根据财政情况安排资金支付给公司。

2020年，公司土地整理收入主要来自高铁片区土地项目、龙都松林包土地项目、麻柳村片区土地项目，当期确认收入4.56亿元，除麻柳村片区土地项目计划于2021年回款外，其他项目均已回款。

截至2021年3月底，公司主要在开发整理土地项目22个，总面积643.75万平方米，计划总投资32.86亿元，已投资29.61亿元，接近于完工待出让状态；考虑到土地出让受当地政策及政府规划影响较大，已投入成本对资金形成一定占用。拟整理土地方面，公司计划对高铁南区三期、高铁北区三期、长江二桥至四桥等地块进行开发整理，土地面积共2418亩，预计总投资12.09亿元，2021年4—12月、2022年和2023年分别计划投入3.62亿元、2.43亿元和2.17亿元。

表5　2020年公司主要土地整理收入确认情况（单位：万元、亩）

项目名称	开发期间	已投金额	确认收入金额	收到回款金额	出让面积
高铁片区土地	2018—2020	12489.98	17726.37	17726.37	228.79
龙都松林包土地	2014—2018	242.35	596.14	596.14	4.34
麻柳村片区土地	2019—2020	22149.96	26179.92	0.00	218.16
合计	--	**34882.29**	**44502.43**	**18322.51**	**451.29**

资料来源：公司提供

（2）基础设施建设

公司基础设施建设业务整体投资规模较大且项目回款周期较长，未来投资压力较大。

公司基础设施建设业务由本部及子公司重庆市万州建设开发有限公司负责，承担万州区配套基础设施建设、万州三峡工程后续工作、还房工程、危房改造、公租房建设和开发等任务。

2010年之后，公司基础设施建设业务以委托代建模式进行，公司与区政府签订《委托代

建协议》。项目前期资金由公司自筹，待项目竣工决算后，区政府按照实际投入成本的一定比例向公司支付委托建设服务费，公司根据当年审计后的金额确认收入，并结转相关成本，待收回的回款按照协议自完工审计年度起 5 年内区政府需支付完毕。

2020 年，公司确认基础设施建设收入 5.32 亿元，同比下降 30%，工程进度受疫情影响明显，毛利率有所下降主要系委托建设服务费加成比例不同所致。

截至 2021 年 3 月底，公司已完工项目总投资 18.83 亿元，应回款金额 21.70 亿元，累计收到回款 19.14 亿元，项目回款周期较长；在建项目总投资 149.42 亿元，已投资 100.46 亿元；拟建项目总投资 72.10 亿元。综上所述，公司已完工项目回款周期较长，未来面临的资本支出压力较大。

表6　截至2021年3月底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	回购期间	2021 年投资计划
2010 年度公租房项目--桑树村	2010.12－2015.07	27000.00	33646.52	2019－2024	--
2011 年度公租房项目--万全小区	2011.12－2015.08	25900.00	25588.60	2019－2024	--
高铁片区天子湖还房	2016.12－2018.12	84000.00	45675.33	2021－2026	--
小湾还房	2015.12－2017.12	33800.00	21126.76	2019－2024	--
玉安还房	2015.10－2017.10	14000.00	16256.40	2019－2024	--
双河口厦门大道至长青路连接路项目	2015.06－2016.02	11173.00	4645.48	2020－2025	--
塘坊新城区主干道工程	2014.02－2018.02	64382.00	31308.61	2020－2025	--
塘坊新城区场平及基础设施一区	2016.02－2018.02	31631.00	4850.44	2020－2025	--
塘坊新城区场平及基础设施三区	2016.02－2018.02	33995.00	7585.83	2020－2025	--
万开棉花地-浦里公路隧道连接道一期工程	2016.03－2017.03	86605.00	63527.64	2020－2025	--
塘坊新城区南广场	2016.02－2016.12	26453.00	40573.23	2020－2025	--
万州区长岭新城主干道工程	2016.11－2018.12	45220.00	22694.18	2020－2025	--
塘坊新城区场平及基础设施二区	2016.02－2018.02	23500.00	3128.44	2020－2025	--
塘坊新城区跨线环道工程	2016.02－2018.12	38555.00	16393.86	2020－2025	--
高速公路天城连接项目	2011.12－2013.06	184400.00	260474.46	2020－2027	--
滨水区改造项目	2009.12－2012.12	487000.00	169937.89	2020－2027	--
移民迁建项目	2004.12－2007.11	135200.00	134293.81	2020－2027	--
万州区牌楼长江大桥北岸综合交通体系	2016.12－2018.12	47475.00	75402.87	2020－2025	--
龙驹镇高速连接道建设项目	2018.10－2019.10	15141.00	8674.88	2021－2026	--
万州区双河口片区基础设施和功能完善（厦门大道至科龙路）	2018.01－2019.04	3607.00	1460.05	2021－2026	--
万州区塘坊新城区龙四路工程	2019.02－2020.05	20691.00	8138.22	2021－2026	6000.00
万州区双河口移民安置区海绵城市建设（二期）	2019.12－2020.12	23666.00	8256.37	2021－2026	--
万州区永佳路连接道工程	2019.12－2020.12	18376.00	432.08	2021－2026	3000.00
万州区滨江环湖北岸（十七码头）库岸及消落带治理工程	2020.09－2022.09	12479.00	553.72	2021－2026	6000.00
合计	--	**1494249.00**	**1004625.67**	--	**15000.00**

注：1. 部分项目实际开工时间受前期勘察、环评、概算以及规划设计等一系列建设手续进度与调整等因素的影响，存在延期，进而导致实际已投资大于可研报告的计划总投资；2. 公司代建项目均已签订框架协议，完工后根据回款协议确认收入
资料来源：公司提供

表7　截至2021年3月底公司主要拟建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	未来投资计划		
		2021年4—12月	2022年	2023年
万州北滨公园	110000.00	25000.00	40000.00	20000.00
万州区长江二桥北桥头至高铁连接道工程	251159.00	45000.00	70000.00	105000.00
万州区双河口片区基础设施和功能完善（厦门大道西一段）	7800.00	3000.00	--	--
万州区双河口片区基础设施和功能完善（厦门大道西二段）	9900.00	3000.00	--	--
万州区双河口片区基础设施和功能完善（厦门大道至龙宝河）	9900.00	2000.00	--	--
金石东路一期	9600.00	5518.00	--	--
岩上村大梯道	1700.00	1200.00	--	--
孙家书房还房（二期）	35000.00	10000.00	19099.00	--
黄泥包还房	7000.00	500.00	--	--
渝巴南路	50000.00	500.00	25000.00	24500.00
万州区塘坊新城区渝巴路东一段工程	66667.00	10000.00	50000.00	--
万州区塘坊新城区渝巴路东二段工程	92510.00	10000.00	80000.00	--
都历山连接道工程	16000.00	--	6000.00	10000.00
南门口广场景观节点改造工程	3765.00	3500.00	--	--
动物园迁建	50000.00	10000.00	30000.00	--
合计	**721001.00**	**129218.00**	**320099.00**	**159500.00**

资料来源：公司提供

（3）工程施工

跟踪期内，公司工程施工收入有所下降，但业务毛利率有所上升，业务持续性尚可。

公司工程施工业务由重庆市万州建筑工程集团有限公司（以下简称“万州建工”）负责。万州建工作为万州区重要的建筑施工企业之一，主要从事市政工程、道路等工程施工业务，具备建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包贰级等专业资质。

万州建工业务模式主要分为一般施工模式和EPC（工程总承包）模式。①一般施工模式：根据建设单位或者其他工程施工承包单位分包的招标要求进行投标，中标后公司预付投标保证金和履约保证金，在合同工期内开展工程施工（包括项目融资、施工组织设计、工程进度、质量、安全、核算、工程分包等），根据工程进度确认收入，建设单位或者其他工程施工承包单位根据工程完工量支付工程款；②EPC模式：公司受业主委托，按照合同约定对工程建设项目的设计、采购、施工等实行全过程或若干阶段的承包，对所承包工程的质量、安全、费用和进度负责，根据工程进度确认收入，业主方根据合同约定支付工程款。

万州建工自2020年逐步采用EPC模式开展施工业务，考虑到万州建工原为万州区国资委子公司，主要服务于万州区内国有企业，万州建工整体利润水平低，随着公司市场化客户增多，工程施工毛利率有所提高。2020年，公司实现工程施工收入6.17亿元，公司主要客户包括贵州盘兴能源房地产开发有限公司、重庆万州经济技术开发区建设发展有限公司、重庆海成实业集团有限公司、重庆建环实业集团有限公司和重庆市万州区妇幼保健院等。

2020年，受疫情影响，公司工程施工收入大幅下降，毛利率明显提高。公司承接房地产项目增多，公司在建工程施工项目主要为蓝湖彼岸小区二期工程、盘西项目2期、天生天成二期等项目，毛利率较高。公司在建工程施工项目总投18.17亿元，已投3.13亿元。

2020 年和 2021 年 1－3 月，万州建工新签合同金额分别为 9.30 亿元和 3.60 亿元，截至 2021 年 3 月底，公司在手未完工合同 7.57 亿元，业务持续性尚可。

表8　万州建工在手合同情况（单位：亿元，个）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
当期新签合同金额	6.50	9.30	3.60
当期完工合同金额	7.00	7.46	1.80
期末在建项目数量	29	39	15
期末在手合同金额（未完工合同）	3.93	5.77	7.57

资料来源：公司提供

（4）天然气销售

跟踪期内，公司天然气销售收入有所增长，业务毛利率显著提高。

公司天然气销售业务由子公司重庆万州燃气有限公司（以下简称“燃气公司”）负责。燃气公司为万州区内主要的城镇燃气供应企业，供气区域主要为万州城区和周边乡镇等区域，将从上游企业采购的天然气，经过储配、调峰、调压、加溴等方式后转供城镇燃气用户，实现天然气销售收入，同时提供燃气安装服务。

燃气公司燃气主要采购方为中国石油化工股份有限公司江汉油田分公司采气一厂和中国石油天然气销售股份有限公司天然气销售川渝分公司重庆销售部。上下游结算方面，上游供气单位对燃气公司购进气源实行预付款方式，次月开票结算；燃气公司按当月购进气源结构和相应购进价格估转气源成本，次月根据开票情况进行回冲，按票面实际金额调整；对下游天然气销售实行按月抄收，用户按抄收数量及相应单价按月缴纳气费。

2020 年，天然气销售收入同比增长 21.69%，毛利率同比提高 9.18 个百分点，主要系 2020 年天然气销售收入包含燃气安装收入，燃气安装收入毛利率较高所致。2019 年天然气销售和燃气安装收入分别列示，燃气安装收入 0.78 亿元，毛利率 51.01%。

表9　天然气主要生产经营规模指标情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
供应/采购量（万立方米）	13315	13020	4210
销售量（立方米）	12848	12525	4030
产销差率（%）	3.50	3.80	4.28
天然气费（元/立方米）（不含税价）	2.10	1.83	1.92

资料来源：公司提供

（5）资产运营

公司所持资产地理位置优越，出租率较高，收入稳定增长。

公司作为万州区重要的资产经营管理公司，对万州区政府划拨的房产及经营性物业（主要是商业门面、办公楼以及车库，于 2011 年划入公司）进行管理，从而获取一定的资产租赁收入和物业管理收入。公司将所持有的房屋等资产以公开招标竞租的方式对外出租，中标者与公司签订房屋租赁合同，约定租赁期限及租金支付方式，一般情况下，公司房屋租赁合同期限为 1~3 年。同时，公司根据物业管理合同每月向承租人收取物业管理费，以实际收到的物业管理费确认当年收入。

截至 2021 年 3 月底，公司出租的资产共计 2185 个，主要类型包括酒店、办公楼、商铺以及车库等，物业所涉及区域主要覆盖高笋塘、四方院、白岩路、太白路、关门石、新城路、国本路、红光路、万里城墙、孙家书房、果园路、和平广场等近百个区域，地理位置优越，资产面积合计 47.74 万平方米，资产价值合计 20.72 亿元（计入“投资性房地产”）。截至 2021 年 3 月底，公司所持物业整体出租率为 76.05%，收入稳定增长。

3. 未来发展

公司将进一步提高自身城市基础设施建设能力，配合万州区政府做好万州三峡库区移民安置工作，推进实施城市建设三峡后续项目；充分发挥万州区土地一级开发平台的优势，利用市场机制，实现政府宏观调控下的土地资源的优化配置及公司土地开发业务的发展；盘活

万州区现有可利用的城市资产和建设形成的城市资产，实现国有资产的保值增值；拓展物业管理、资产租赁等业务板块，进一步实现公司经营的多元化。

九、财务分析

1. 财务概况

公司2020年度合并财务报表经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2021年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，截至2021年3月底，公司合并范围内一级子公司9家。2020年，公司合并范围内注销一家子公司，为重庆市万州区千秋实业有限公司；2021年一季度，由于公司对重庆市万州区百安宾馆有限责任公司增资，公司合并范围新增1家子公司。整体看，公司合并范围变化对公司财务数据影响小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，以开发成本为主的存货占比大，对资金占用明显。整体看，公司资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额较上年底增长 17.80%，资产构成以流动资产为主。

表10　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.30	4.99	22.76	6.74	20.78	6.05
应收账款	16.99	5.93	21.17	6.27	21.96	6.40
预付款项	30.49	10.64	34.52	10.22	37.86	11.03
其他应收款	15.66	5.46	17.09	5.06	15.38	4.48
存货	163.11	56.91	174.59	51.71	179.81	52.38
流动资产	**241.36**	**84.21**	**270.47**	**80.11**	**278.92**	**81.25**
投资性房地产	33.13	11.56	53.50	15.85	53.50	15.58
非流动资产	**45.27**	**15.79**	**67.17**	**19.89**	**64.38**	**18.75**
资产总额	**286.62**	**100.00**	**337.64**	**100.00**	**343.30**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2020 年底，公司流动资产较上年底增长 12.06%。其中，货币资金较上年底增长 59.16%，主要系取得银行借款和发债取得资金所致；货币资金中银行存款占比超过 99%。应收账款较上年底增长 24.61%，主要系应收万州区财政局和万州区住建委的土地整理结算款和工程款增长所致；其中，按账龄法计提坏账准备的应收账款余额 1.80 亿元，账龄主要分布于 1 年以内（占 56.11%）和 3~5 年（占 34.44%）；从欠款单位看，应收账款主要为应收万州区财政局和万州区住建委欠款，占应收账款期末余额的比重分别为 58.76%和 32.26%，集中度高；应收账款计提坏账准备 0.24 亿元，计提比例 1.14%。预付款项主要由支付的土地开发费用、土地补偿款以及工程款构成，较上年底增长 13.22%，主要系预付重庆市万州区统一征地办公室和重庆市万州区房屋征收中心的土地开发费用和土地补偿款增长所致。其他应收款较上年底增长 9.16%，主要系应收万州区政府单位及国有公司往来款增长所致；从欠款单位看，公司前五名欠款单位欠款余额占其他应收款期末余额的 41.37%，集中度一般；按账龄法计提坏账准备的其他应收款余额 2.62 亿元，账龄主要分布于一年以内（占 36.26%）和 4 年以上（占 40.46%），累计计提坏账准备 0.64 亿元；对政府部门及国有控股单位、关联方的其他应收款

余额 14.92 亿元，不计提坏账准备。存货较上年底增长 7.03%，主要系土地开发整理和基础设施建设业务投入增长所致；存货主要由开发成本（占 81.00%）和库存商品（占 17.64%）构成，其中，开发成本主要为公司本部形成的土地整理成本和基础设施建设成本；库存商品主要为三峡库区移民迁建待分配的安置房。

表11　截至2020年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	账龄	占比
重庆市万州区资产经营有限公司	1.89	3 年以内	10.67
重庆渝东经济技术开发区管委会	1.82	3 年以内	10.28
万州区财政局	1.46	3 年以内	8.23
万州区鸿鸥地产发展有限公司	1.12	2 年以内	6.29
重庆市万渝物流有限责任公司	1.05	2 年以内	5.90
合计	**7.34**	**--**	**41.37**

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 48.39%。其中，投资性房地产较上年底增长 61.50%，主要系万州区财政局和万州区建委将多处房产无偿划入公司，增加投资性房地产 20.27 亿元所致；投资性房地产主要由房屋建筑物（占 69.94%）和土地使用权（占 30.06%）构成。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额较上年底增加 5.66 亿元，主要系预付款项、存货和一年内到期的非流动资产增长所致。资产结构较上年底变化不大，仍以流动资产为主。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月底，公司受限资产 30.60 亿元，占资产总额的比重为 8.91%。

表12　截至2021年3月底公司资产受限情况

（单位：万元）

受限资产名称	账面价值	受限原因
货币资金	256.16	大修专用基金、冻结资金
存货	195982.21	质押借款
固定资产	4526.53	抵押借款
投资性房地产	87471.91	抵押借款
其他非流动资产	17795.91	抵押借款
合计	**306032.73**	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模有所增长，权益稳定性较强。

截至 2020 年底，公司所有者权益较上年底增长 27.94%。其中，实收资本较上年底增加 20.13 亿元，主要系取得万州区财政局划拨的房产所致；资本公积较上年底增长 12.41%，主要系取得万州区财政局注资所致；其他综合收益较上年底未发生变化，未分配利润较上年底增长 6.09%。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构均较上年底变化不大。

负债

跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担仍处于适宜水平。

截至 2020 年底，公司负债总额较上年底增长 12.00%，负债结构以非流动负债为主。

表13　公司主要负债及所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.84	3.20	0.48	0.23	0.28	0.13
应付账款	8.19	4.49	7.78	3.81	7.09	3.38
一年内到期的非流动负债	21.37	11.72	27.79	13.60	30.22	14.40
流动负债	**49.93**	**27.37**	**50.16**	**24.55**	**50.88**	**24.24**
长期借款	81.22	44.52	80.42	39.36	75.19	35.82
应付债券	15.89	8.71	42.74	20.92	52.65	25.08
长期应付款	8.38	4.59	4.48	2.19	4.90	2.33

专项应付款	23.21	12.72	22.62	11.07	22.38	10.66
非流动负债	**132.50**	**72.63**	**154.16**	**75.45**	**159.01**	**75.76**
负债总额	**182.42**	**100.00**	**204.32**	**100.00**	**209.89**	**100.00**
实收资本	10.31	9.90	30.44	22.84	30.44	22.82
资本公积	53.93	51.76	60.62	45.47	60.62	45.44
其他综合收益	10.45	10.03	10.45	7.84	10.45	7.83
未分配利润	24.17	23.20	25.64	19.23	25.76	19.31
所有者权益	**104.20**	**100.00**	**133.32**	**100.00**	**133.41**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2020 年底，公司流动负债较上年底保持相对稳定。其中，短期借款较上年底下降 91.77%，由保证借款 0.10 亿元和抵押借款 0.38 亿元构成。应付账款较上年底下降 5.00%，主要系支付工程款及购货款所致。一年内到期的非流动负债较上年底增长 30.05%，以一年内到期的长期借款（占 77.11%）为主。

截至 2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 16.35%。其中，长期借款较上年底下降 0.98%，主要由保证借款 21.94 亿元、质押借款 34.88 亿元和混合借款 28.55 亿元[4]构成。应付债券较上年底增加 26.84 亿元，主要系发行中期票据 10.00 亿元和公司债 20.00 亿元所致。长期应付款较上年底下降 46.53%，主要系偿还应付的融资租赁款所致，本报告将其纳入长期债务计算。专项应付款保持相对稳定，全部为政府注入的项目建设专项资金及政府专项债券。

表14　截至2021年3月底公司存续债券情况

（单位：年、亿元）

债券名称	起息日期	债券期限	债券余额
15 万州平湖债	2015/08/25	7	6.00
19 三峡平湖 MTN001	2019/01/30	3+2	5.00
19 三峡平湖 MTN002	2019/08/16	3+2	5.00
20 渝东 01	2020/04/07	3+2+2	6.00
20 渝东 03	2020/06/30	3+2+2	4.60
20 三峡平湖 MTN001	2020/08/16	3+2	10.00
20 渝东 06	2020/12/14	3+2	9.40
21 三峡平湖 PPN001	2021/01/21	3+2	10.00
合计	--	--	**56.00**

资料来源：联合资信根据Wind数据整理

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 2.73%，主要系发行“21 三峡平湖 PPN001”10.00 亿元所致，负债构成仍以非流动负债为主。

跟踪期内，公司全部债务持续增长，以长期债务为主；因股东注资，所有者权益有所增长，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均波动下降，债务负担仍处于适宜水平。

表15　公司债务及债务指标情况

（单位：亿元、%）

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年 3 月底
短期债务	27.21	28.27	30.50
长期债务	105.49	127.63	132.74
全部债务	132.69	155.91	163.24
资产负债率	63.65	60.51	61.14
全部债务资本化比率	56.01	53.91	55.03
长期债务资本化比率	50.31	48.91	49.87

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从有息债务期限结构看，截至 2021 年 3 月底，公司将于 2021 年 4－12 月、2022 年和 2023 年到期的债务规模分别为 30.50 亿元、13.36 亿元和 21.57 亿元。

4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入有所下降，利润总额对财政补贴依赖程度高。

2020 年，公司营业收入同比下降 9.75%，

[4] 保证借款、质押借款和混合借款中含一年内到期部分

营业成本同比下降 13.86%，降幅大于营业收入；营业利润率同比上升 3.68 个百分点。

2020 年，公司期间费用同比增长 28.07%，主要系财务费用和管理费用增长所致；期间费用率同比上升至 10.86%。

非经常性损益方面，2020 年，公司获得投资收益 0.42 亿元，收到公共基础设施建设补贴 3.01 亿元，计入“其他收益”，其他收益占利润总额的比重为 73.24%，利润总额对财政补贴的依赖程度高。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率均较上年略有下降。

表16　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	25.06	22.62	2.48
其他收益	3.03	3.01	0.00
期间费用	1.92	2.46	0.31
利润总额	3.63	4.11	0.10
营业利润率	10.08	13.76	13.20
总资本收益率	2.00	1.85	--
净资产收益率	3.51	2.88	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.48 亿元，同比增长 12.75%，利润总额 974.86 万元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金净流入规模较小，收入实现质量进一步下降；投资活动现金继续净流出。考虑到公司2021年债务偿还规模以及项目的持续投入，公司仍存在较大的融资需求。

从经营活动来看，2020 年公司经营活动现金流入同比下降 12.08%，主要系基础设施代建和土地整理回款下降所致；经营活动现金流出同比下降 12.12%，主要系往来款支出大幅下降所致；经营活动现金流量净额持续为正，但规模小；2020 年，公司现金收入比为 72.92%，同比有所下降，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2020 年公司投资活动流入和流出均较小，投资活动现金流入主要为收回集合资金信托计划的现金，投资活动现金流出主要为自建项目投入；投资活动现金流量净额持续为负。

从筹资活动来看，2020 年公司筹资活动现金流入同比增长 2.45%，主要系吸收投资收到的现金同比大幅增长所致；筹资活动现金流出同比增长 47.24%，主要系偿还融资租赁款规模较大所致；筹资活动产生的现金流量净额持续为正。

表17　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	32.26	28.36	5.22
经营活动现金流出小计	32.22	28.31	10.90
经营活动现金流量净额	**0.04**	**0.05**	**-5.69**
投资活动现金流入小计	1.22	1.06	0.19
投资活动现金流出小计	25.34	2.24	2.20
投资活动现金流量净额	**-24.12**	**-1.18**	**-2.01**
筹资活动现金流入小计	58.26	59.69	16.10
筹资活动现金流出小计	34.03	50.11	10.38
筹资活动现金流量净额	**24.23**	**9.58**	**5.72**
现金收入比	**80.12**	**72.92**	**108.89**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2021 年 1—3 月，受项目建设投入的影响，经营活动现金流量净额由正转负，投资活动现金流量净额仍为负，由于公司持续融资，筹资活动现金流量净额保持净流入。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标表现尚可，长期偿债能力指标较弱。考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，跟踪期内公司流动比率和速动比率持续上升；现金短期债务有所波动，存在一定的短期支付压力。整体看，公司短期偿债能力指标表现尚可。

从长期偿债能力指标看，2020 年公司 EBITDA 为 5.85 亿元，全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数较上年均有所下降，长期偿债能力指标较弱。

表18 公司偿债能力指标（单位：倍、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	483.43	539.18	548.19
速动比率	156.72	191.14	194.80
现金短期债务比	0.53	0.81	0.68
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	0.88	0.55	--
全部债务/EBITDA	26.83	26.65	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2021 年 3 月底，公司获得金融机构授信额度合计 126.41 亿元，已使用额度 111.31 亿元，尚未使用额度 15.10 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额为 2.00 亿元，担保比率为 1.50%，对外担保规模小。被担保企业为重庆市万渝物流有限责任公司（国有企业），目前被担保企业运营正常，虽未设置反担保措施，但或有负债风险相对可控。

7. 母公司财务分析

母公司主要负责土地整理和基础设施建设业务并兼具公司管理职能，母公司对子公司管控能力一般，母公司债务负担适中。

截至 2020 年底，母公司资产总额 299.89 亿元，较上年底增长 20.80%，主要系母公司获得政府划拨房产、土地整理和基础设施建设投入以及发行债券使得货币资金增加所致。母公司资产以流动资产（占 81.14%）为主。

截至 2020 年底，母公司所有者权益 110.38 亿元，较上年底增长 35.51%，主要系母公司获得政府划拨的房产和注入资金，分别计入实收资本和资本公积所致。

截至 2020 年底，母公司负债总额 189.51 亿元，较上年底增长 13.62%，主要系发行债券所致。截至 2020 年底，母公司资产负债率 63.19%，母公司全部债务 128.28 亿元，全部债务资本化比率 53.75%，债务负担适中。

2020 年，母公司实现营业收入 12.17 亿元，主要为土地整理和基础设施建设收入；营业利润率为 20.43%，总资本收益率 2.12%，净资产收益率 3.29%。

2020 年，母公司经营活动现金流量净额 0.43 亿元，投资活动现金流量净额-1.72 亿元，筹资活动现金流量净额 9.42 亿元。

十、存续期内债券偿还能力

截至2020年5月底，公司存续债券本金余额66.00亿元，假设含投资者回售选择权的存续债券按首个行权日行权，则一年内到期兑付债券本金8.00亿元，2023年将达到存续债券待偿本金峰值30.00亿元。截至2020年底，公司现金类资产22.76亿元；2020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28.36亿元、0.05亿元和5.85亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表19 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	保障情况
2021 年 5 月底一年内到期债券余额	8.00
未来待偿债券本金峰值	30.00
2020 年底现金类资产/一年内到期债券余额	2.85
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.95
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.002
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.20

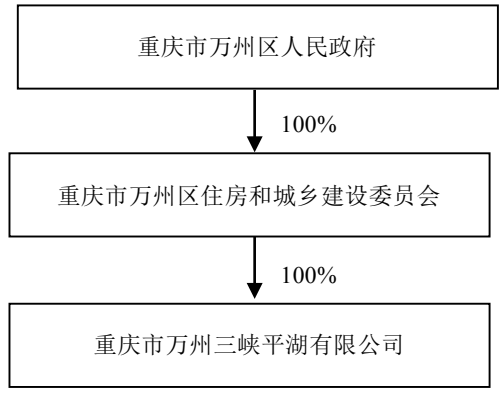
资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力强，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的覆盖程度一般，经营活动现金流量净额和 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值保障能力弱。总体看，公司存续债券的短期偿债压力较小，但公司未来面临一定集中偿债压力。

十一、 结论

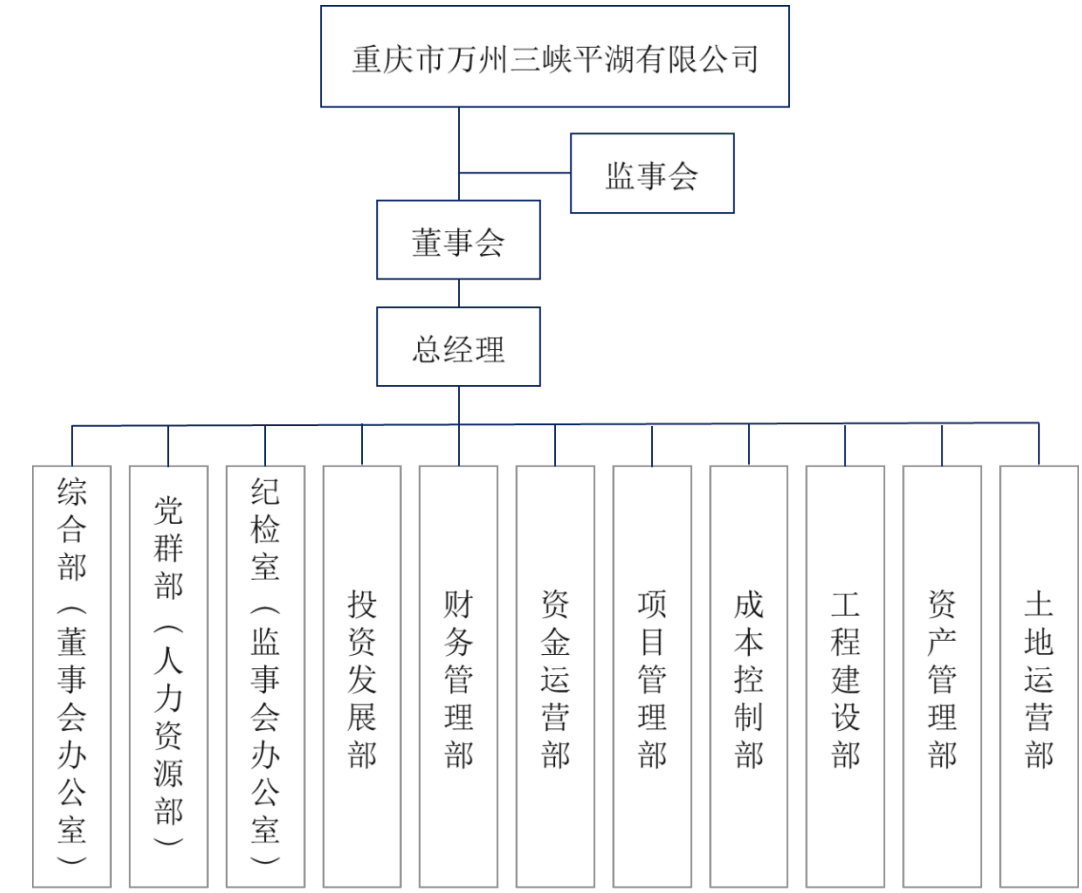
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，维持“20三峡平湖MTN001”信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	经营范围	持股比例（%）	表决权比例（%）	取得方式
重庆市万州建设开发有限公司	项目建设管理，房地产开发；物业管理，销售建筑材料、钢材，机电产品，五金交电	100.00	100.00	划拨
重庆市万州平湖资产经营管理有限公司	资产经营及管理，从事投资业务	90.91	100.00	投资设立
重庆市万州区万富投资有限公司	从事万州区城市基础设施建设和工业基础设施建设的投资业务	100.00	100.00	划拨
重庆市万州区地产经营有限责任公司	组织万州区旧城改造的建设管理；整治开发土地；从事建筑相关的业务	100.00	100.00	划拨
重庆市万州区龙宝城市建设投资有限公司	政府委托的固定资产投资；城市建设开发咨询服务；建设项目的投资及投资策划、咨询；代管城市基础公益设施项目；土地整治	100.00	100.00	划拨
重庆市万州建筑工程集团有限公司	市政工程施工总承包等	51.00	51.00	划拨
重庆万州燃气有限公司	管道燃气、压缩天然气、管网及配套设施安装等	51.00	51.00	划拨
重庆中油平湖能源发展有限公司	零售（加油站）汽油、柴油	50.00	50.00	投资设立
重庆市万州区百安宾馆有限责任公司	宾馆、住宿、餐饮、娱乐、会务服务	99.75	99.75	股权装让

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.48	14.30	22.76	20.78
资产总额（亿元）	228.62	286.62	337.64	343.30
所有者权益（亿元）	87.12	104.20	133.32	133.41
短期债务（亿元）	24.95	27.21	28.27	30.50
长期债务（亿元）	77.59	105.49	127.63	132.74
全部债务（亿元）	102.54	132.69	155.91	163.24
营业收入（亿元）	11.29	25.06	22.62	2.48
利润总额（亿元）	3.15	3.63	4.11	0.10
EBITDA（亿元）	4.10	4.95	5.85	--
经营性净现金流（亿元）	-3.19	0.04	0.05	-5.69
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.77	1.66	1.19	--
存货周转次数（次）	0.07	0.16	0.11	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.10	0.07	--
现金收入比（%）	131.59	80.12	72.92	108.89
营业利润率（%）	31.91	10.08	13.76	13.20
总资本收益率（%）	2.11	2.00	1.85	--
净资产收益率（%）	3.60	3.51	2.88	--
长期债务资本化比率（%）	47.11	50.31	48.91	49.87
全部债务资本化比率（%）	54.07	56.01	53.91	55.03
资产负债率（%）	61.89	63.65	60.51	61.14
流动比率（%）	502.11	483.43	539.18	548.19
速动比率（%）	211.18	156.72	191.14	194.80
经营现金流动负债比（%）	-8.23	0.08	0.10	--
现金短期债务比（倍）	0.46	0.53	0.81	0.68
EBITDA 利息倍数（倍）	0.92	0.88	0.55	--
全部债务/EBITDA（倍）	25.03	26.83	26.65	--

注：本报告已将其他应付款中有息债务计入短期债务核算，将长期应付款中有息债务计入长期债务核算；2021 年一季度财务报表未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.96	8.67	16.79	16.17
资产总额（亿元）	209.05	248.25	299.89	307.24
所有者权益（亿元）	75.47	81.46	110.38	110.44
短期债务（亿元）	24.95	25.30	25.29	27.32
长期债务（亿元）	73.59	86.34	102.98	107.19
全部债务（亿元）	98.54	111.64	128.28	134.51
营业收入（亿元）	10.69	9.38	12.17	0.13
利润总额（亿元）	2.99	2.94	3.84	0.06
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-3.62	8.44	0.43	-3.15
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.19	2.18	1.64	--
存货周转次数（次）	0.09	0.07	0.07	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.04	0.04	--
现金收入比（%）	122.17	39.68	55.53	107.72
营业利润率（%）	31.56	15.93	20.43	86.34
总资本收益率（%）	2.19	1.94	2.12	--
净资产收益率（%）	3.92	3.74	3.29	--
长期债务资本化比率（%）	49.37	51.45	48.27	49.25
全部债务资本化比率（%）	56.63	57.82	53.75	54.91
资产负债率（%）	63.90	67.19	63.19	64.02
流动比率（%）	375.93	317.43	329.00	324.61
速动比率（%）	200.91	125.06	140.90	139.15
经营现金流动负债比（%）	-7.71	12.50	0.58	--
现金短期债务比（倍）	0.44	0.34	0.66	0.59
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	

注：本报告已将其他应付款中有息债务计入短期债务核算，将长期应付款中有息债务计入长期债务核算；未获取 EBITDA 及其相关指标计算数据；2021 年一季度财务报表未经审计

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。