信用等级公告

联合〔2020〕3584 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^+，“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

二〇二〇年九月二十八日

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

重庆市万州三峡平湖有限公司
2020年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
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

跟踪评级时间：2020 年 9 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-		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		3
		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

评级观点

重庆市万州三峡平湖有限公司（以下简称“公司”）是重庆市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。跟踪期内，公司资产及收入规模保持增长，并在资产注入、股权划转及财政补贴等方面获得万州区政府的持续支持。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性较弱、面临较大的资金支出压力、公司债务负担持续加重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着万州区土地整理及基础设施建设的持续推进，以及新增工程施工和天然气销售业务的逐步成熟，公司经营有望保持稳定，收入水平有望提 2 升。

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

优势

1. **公司发展的外部环境良好。**跟踪期内，万州区经济稳定发展，一般预算收入有所增长。2019年，万州区实现地区生产总值920.91亿元，按可比价格计算同比增长3.2%；一般公共预算收入为53.36亿元，同比增长1.0%。
2. **持续获得有力的外部支持。**公司是重庆市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，跟踪期内，公司在资产注入、股权划转及财政补贴等方面获得万州区政府的有力支持。
3. **营业收入大幅增长。**跟踪期内，得益于新增工程施工及天然气销售业务，公司营业收入大幅增长 122.06%至 25.06 亿元。

分析师：张 依　李文强
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

关注

1. **公司资产流动性较弱。**公司资产中存货及预付款项占比大，应收类款项持续增长，对资金占用明显。
2. **面临较大的资金支出压力。**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，公司未来投资压力较大。
3. **公司债务负担持续加重。**跟踪期内，公司债务规模增长较快，2020年3月底全部债务为142.50亿元，较2018年底增加39.96亿元，全部债务资本化比率增至57.79%。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020年3月
现金类资产（亿元）	16.65	11.48	14.30	12.38
资产总额（亿元）	208.77	228.62	286.62	290.48
所有者权益（亿元）	83.98	87.12	104.20	104.08
短期债务（亿元）	27.78	24.95	27.21	32.54
长期债务（亿元）	64.82	77.59	105.49	109.97
全部债务（亿元）	92.60	102.54	132.69	142.50
营业收入（亿元）	13.48	11.29	25.06	2.20
利润总额（亿元）	4.08	3.15	3.63	-0.12
EBITDA（亿元）	5.25	4.10	4.95	--
经营性净现金流（亿元）	-17.85	-3.19	0.04	-4.84
现金收入比（%）	43.22	131.59	80.12	110.70
营业利润率（%）	14.94	31.91	10.08	1.97
净资产收益率（%）	4.64	3.60	3.83	--
资产负债率（%）	59.77	61.89	63.65	64.17
全部债务资本化比率（%）	52.44	54.07	56.01	57.79
现金短期债务比（倍）	0.60	0.46	0.53	0.38
流动比率（%）	453.33	502.11	483.43	432.78
速动比率（%）	192.46	211.18	156.72	134.28
经营现金流动负债比（%）	-45.11	-8.23	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.13	0.92	0.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	17.65	25.03	26.83	--
公司本部				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020年3月
资产总额（亿元）	188.85	209.05	248.25	252.17
所有者权益（亿元）	72.50	75.47	81.46	81.50
全部债务（亿元）	88.60	98.54	103.26	106.75
营业收入（亿元）	6.52	10.69	9.38	0.62
利润总额（亿元）	3.31	2.99	2.94	0.04
资产负债率（%）	61.61	63.90	67.19	67.68
全部债务资本化比率（%）	55.00	56.63	55.90	56.71
现金短期债务比（倍）	0.59	0.44	0.34	0.27
流动比率（%）	339.80	375.93	317.43	293.96
经营现金流动负债比（%）	-17.56	-7.71	12.50	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；合并口径其他流动负债中有息债务部分已计入短期债务核算，长期应付款、其他非流动负债中有息债务部分已计入长期债务核算；2017—2018 年，母公司其他流动负债中有息债务部分已计入短期债务核算，母公司长期应付款、其他非流动负债中有息债务部分已计入长期债务核算；2019 年及 2020 年一季度，母公司短期债务及长期债务核算未进行调整

评级历史：

债项名称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 三峡平湖 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020.01.14	张 依 任黛云 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

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
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”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化；截至2020年3月底，公司注册资本及实收资本均为10.31亿元，其中重庆市万州区城乡建设委员会持股96.97%，国开发展基金有限公司持股3.03%，公司的实际控制人是重庆市万州区城乡建设委员会。

截至2019年底，公司资产总额286.62亿元，所有者权益104.20亿元（含少数股东权益2.51亿元）；2019年，公司实现营业收入25.06亿元，利润总额3.63亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 290.48 亿元，所有者权益 104.08 亿元（含少数股东权益 2.36 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.20 亿元，利润总额-0.12 亿元。

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、跟踪评级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的存续债券为“20三峡平湖MTN001”，债券余额10.00亿元，详见表1。跟踪期内，“20三峡平湖MTN001”尚未到付息日。

“20三峡平湖MTN001”于2020年8月发行，发行规模10.00亿元，募集资金用于偿还公司到期借款。截至2020年9月10日，“20三峡平湖MTN001”募集资金已使用2.85亿元。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
20 三峡平湖 MTN001	10.00	2020/08/20	5	4.08

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的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。虽然 5－6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 2　2017－2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6

规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

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. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1－6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1－5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1－3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，

涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投

资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控和保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

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 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化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

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

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

2. 区域经济环境

2019年，重庆市及万州区经济稳定增长，重庆市公共预算收入有所下降，万州区公共预算收入小幅增长，重庆市及万州区获得上级补助规模较大；公司外部发展环境良好。

（1）重庆市

根据《重庆市 2019 年经济运行情况》，2019 年，重庆市实现地区生产总值 23605.77 亿元，按可比价格增长 6.3%。按产业分，第一产业增加值 1551.42 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 9496.84 亿元，增长 6.4%；第三产业增加值 12557.51 亿元，增长 6.4%。人均 GDP 达到 75828 元，增长 5.4%。

2019 年，重庆市固定资产投资总额增长 5.7%。其中，基础设施建设投资下降 0.7%、房地产投资增长 4.5%。2019 年，重庆市规模以上工业增加值增长 6.2%，较上年提升 5.7 个百分点。

财政收入方面，根据《关于重庆市 2019 年预算执行情况和 2020 年预算草案的报告》，2019 年，重庆市一般公共预算收入 2135.00 亿元，下降 5.8%，其中税收收入 1541.00 亿元，下降 3.9%。一般公共预算支出 4848.00 亿元，增长 6.8%，重庆市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 44.0%。2019 年，重庆市获得上级补助收入 1883.00 亿元；政府性基金收入 2248.00 亿元，下降 2.9%。

根据重庆市人民政府官方网站数据显示，2020 年 1－6 月，重庆市实现地区生产总值 11209.83 亿元，同比增长 0.8%。其中，第一产

业实现增加值 610.02 亿元，同比增长 2.4%；第二产业实现增加值 4407.84 亿元，增长 0.9%；第三产业实现增加值 6191.97 亿元，增长 0.5%。2020 年 1－6 月，重庆市公共财政预算收入为 1053.48 亿元，同比下降 11.20%。

（2）万州区

万州区被定位为重庆第二大城市、三峡库区经济中心与开放门户、成渝经济区及西三角东部综合交通枢纽以及和谐稳定新库区示范区。万州区资源富集，天然气储量 2000 亿立方米、岩盐储量 2800 亿吨，水资源总量 22 亿立方米。万州区交通便利，为渝东、川东、鄂西、黔北、陕南、湘西的综合交通枢纽和物资集散中心，是重庆四大枢纽港之一，通车和在建高速铁路 2 条、普通铁路 2 条、高速公路 5 条，万州机场年旅客吞吐量 65 万人次，已初步形成水陆空铁多式联运的区域性综合交通网络。

根据《2019 年重庆市万州区国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，万州区实现地区生产总值 920.91 亿元，比上年增长 3.2%。按产业分，第一产业增加值 83.31 亿元，增长 4.7%；第二产业增加值 263.93 亿元，下降 3.3%；第三产业增加值 573.67 亿元，增长 6.3%。三次产业结构比为 9.0:28.7:62.3。

根据《万州区 2019 年财政预算执行情况和 2020 年财政预算草案》，2019 年，万州区一般公共预算收入为 53.36 亿元，增长 1.0%，主要系非税收入增长所致。其中，税收收入 37.37 亿元，较上年下降 3.9%，主要系重庆市施行房产交易税收减免与缓缴税款政策所致；税收收入占一般公共预算收入比重为 70.03%。同期，万州区实现一般公共预算支出 132.95 亿元，增长 4.1%；万州区财政自给率为 40.14%。2019 年，万州区实现政府性基金收入 10.58 亿元，下降 54.8%，主要系国有土地使用权出让收入大幅下降所致。2019 年，万州区获得上级补助收入 93.34 亿元，其中一般性转移 45.09 亿元、专项转移 15.91 亿元，主要用于教育、医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务及重点项目支出等。截至 2019 年底，万州区地方政府债务余额为 151.20 亿元。

2020 年 1－6 月，万州区实现地区生产总值 428.84 亿元，同比下降 2.1%；公共财政预算收入为 27.10 亿元，同比下降 6.3%，其中税收收入为 18.48 亿元，同比下降 12.70%。

六、基础素质分析

公司是重庆市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；跟踪期内，公司继续在资产注入、股权划转和政府补助等方面获得有力的外部支持。

公司是重庆市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。公司在重庆市万州区（除经开区与江南新区）开发建设领域扮演了重要角色，业务区域范围集中于主城区，具备一定垄断优势。跟踪期内，公司继续在资产注入、股权划转和政府补助等方面获得有力的外部支持。

2019年，根据渝移函〔2018〕109号和万州水利文〔2019〕137号文件，万州区政府将三峡移民剩余统建房产划入公司，增加资本公积8.03亿元。

2019年，根据万州国资发〔2019〕216号文件，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”）将重庆市万州建筑工程集团有限公司（以下简称“万州建工”）和重庆万州燃气有限公司（以下简称“燃气公司”）各51%股权划转至公司，增加资本公积2.12亿元。

2019 年，根据渝财债〔2019〕55 号文件，万州区财政局拨付公司共计 5.00 亿元的政府专项债券，其中 2.00 亿元计入资本公积科目、3.00 亿元计入专项应付款科目。

2019 年，根据万州府〔2015〕359 号文件，公司将万全小区公租房及廉租房专项资金转增资本公积 1.72 亿元。

2019年及2020年1－3月，公司获得政府拨

付用于公共基础设施建设的补贴及税费补贴，规模分别为3.03亿元和0.01亿元，计入其他收益科目。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：5001010000139595），截至2020年8月4日，公司本部不存在未结清及已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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

受万州建工及燃气公司纳入合并范围的影响，跟踪期内公司收入规模大幅增长，整体毛利率水平有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 25.06 亿元，同比增长 122.06%，主要系万州建工和燃气公司纳入合并范围所致。从收入构成看，2019 年，公司土地整理收入同比减少 9.77 亿元，主要系当年结算的土地收入较少所致。得益于 2019 年部分项目达到竣工决算条件，公司实现基础设施建设收入 7.60 亿元。受合并范围变化的影响，公司新增工程施工和天然气销售收入，2019 年分别实现收入 11.22 亿元和 2.72 亿元。除上述业务外，公司其他业务收入均同比有所增长。

毛利率方面，2019 年公司土地开发整理业务毛利率较上年减少 6.26 个百分点，主要系 2018 年出让的土地价格较高所致。由于 2019 年新增占比较高的工程施工毛利率低，拉低了公司综合毛利率水平。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.20 亿元，其中工程施工收入 0.82 亿元；毛利率为 2.46%。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理	10.50	93.05	31.49	0.73	2.91	25.23	--	--	--
基础设施建设	--	--	--	7.60	30.32	10.43	--	--	--
工程施工	--	--	--	11.22	44.78	1.99	0.82	37.27	3.19
资产租赁	0.43	3.80	87.53	0.75	3.00	87.80	0.12	5.45	72.17
物业管理	0.07	0.63	74.62	0.13	0.54	75.73	不足 0.01	0.00	86.18
石油销售	0.26	2.30	1.21	0.38	1.50	2.59	0.13	5.91	3.60
天然气销售	--	--	--	2.72	10.85	6.90	0.51	23.18	-23.54
其他	0.02	0.23	29.18	1.53	6.11	38.40	0.62	28.18	9.49
合计	**11.29**	**100.00**	**33.19**	**25.06**	**100.00**	**10.96**	**2.20**	**100.00**	**2.46**

注：尾差系四舍五入所致；公司其他业务收入主要为租停车费、燃气安装收入、安置房销售收入和石油服务管理费等
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地整理业务

跟踪期内，公司土地整理业务整体回款情况良好，在整理土地已接近完工待出让状态，公司土地整理业务持续性较好，但土地出让受当地政策及政府规划影响较大。

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证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。

会计处理方面，公司前期征迁费、施工费等与土地整理相关的成本支出计入“存货”，待土地整治完成由区政府收回后，公司根据实际结算金额确认主营业务收入并结转成本。

2019 年，公司土地整理业务收入主要来自高铁片区、天生城片区、枇杷坪青龙西路等项目，当期确认收入 7284.71 万元，均已回款。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在开发整理土地计划总投资 32.86 亿元，已投资 37.93 亿元（公司土地整理业务可行性研究报告基本于 2014 年之前完成，时间较早，从而存在已投资规模超过总投资规模的情况），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，预计总投资 14.09 亿元，预计 2021 年完成。

（2）基础设施建设业务

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，公司未来投资压力较大。

除了土地整理业务外，公司还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。公司该业务由本部及子公司重庆市万州建设开发有限公司负责。

业务模式方面，公司基础设施建设业务以政府购买服务和 BT 模式进行。2010 年之前的项目公司与区政府签订《政府购买服务协议》，2010 年之后公司与区政府签订《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确认金额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拟回购金额确认收入，并结转相关成本，实际收到的回购款计入“货币资金”，待收到的回购款计入“应收账款”，待收到的回购款按照回购协议自完工审计年度起 5 年内区政府需支付完毕。

2019 年，公司确认基础设施建设收入 7.60 亿元，主要来自天仙湖拦沙坝坝顶拓宽工程和万开棉花地－浦里公路隧道连接道一期工程等项目。

截至 2019 年底，公司已完工项目累计投资 26.09 亿元，累计确认收入 28.89 亿元，已回款 13.74 亿元，回款情况一般；在建项目中，部分项目已完工但未完成结算，回款周期较长，对资金形成一定占用。截至 2020 年 3 月底，公司在建基础设施项目计划总投资 148.18 亿元，实际已投入 90.13 亿元，尚需投入 58.05 亿元；拟建项目计划总投资 62.91 亿元，公司未来面临的资本支出压力较大。

表 5　截至 2020 年 3 月底公司主要在建及拟建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	是否签订回款协议	预计总投资	已投资
在建项目			
2010 年度公租房项目-桑树村	否	27000.00	32737.35
2011 年度公租房项目-万全小区	否	25900.00	25588.60
高铁片区天子湖还房	否	84000.00	26394.24
小湾还房	否	33800.00	17914.99
玉安还房	否	14000.00	15930.96
双河口厦门大道至长青路连接路项目	否	11173.00	4420.90
塘坊新城区主干道工程	否	64382.00	31288.45
塘坊新城区场平及基础设施一区	否	31631.00	2585.81
塘坊新城区场平及基础设施三区	否	33995.00	6018.10
万开棉花地-浦里公路隧道连接道一期工程	否	86605.00	65686.08

塘坊新城区南广场	否	26453.00	38533.48
万州区长岭新城主干道工程	否	45220.00	17094.12
塘坊新城区场平及基础设施二区	否	23500.00	2440.25
塘坊新城区跨线环道工程	否	38555.00	15520.11
高速公路天城连接项目	否	184400.00	237019.77
滨水区改造项目	否	487000.00	145482.60
移民迁建项目	否	135200.00	134293.81
万州区牌楼长江大桥北岸综合交通体系	否	47475.00	62377.77
龙驹镇高速连接道建设项目	否	15141.00	7763.65
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）	否	3607.00	842.06
万州区塘坊新城区龙四路工程	否	20691.00	5102.21
万州区双河口移民安置区海绵城市建设（二期）	否	23666.00	6007.73
万州区永佳路连接道工程	否	18376.00	253.62
合计	--	**1481770.00**	**901296.67**

拟建项目

项目名称	计划总投资	计划开工时间
万州北滨公园	110000.00	2021 年
万州区长江二桥北桥头至高铁连接道工程	190500.00	2021 年
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	2021 年
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	2021 年
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	2021 年
金石东路一期	9600.00	2021 年
岩上村大梯道	1700.00	2022 年
高速公路天城连接路项目还房工程-地块三（二期）	2500.00	2022 年
孙家书房还房（二期）	35000.00	2022 年
黄泥包还房	7000.00	2022 年
渝巴南路	50000.00	2022 年
万州区塘坊新城区渝巴路东一段工程	66667.00	2022 年
万州区塘坊新城区渝巴路东二段工程	92510.00	2022 年
十七港埠节点改造	20000.00	2022 年
都历山连接道工程	16000.00	2022 年
合计	**629077.00**	--

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. 公司在建项目包含已完工未结算项目，需工程竣工验收并完成工程结算审计后，才会补签协议；3. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

（3）资产运营业务

公司所持资产地理位置优越，出租率较高，业务发展较为稳定。

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 2020 年 3 月底，公司产生租赁收入的资产共计 2353 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 27.76 万平方米，资产价值合计 15.54 亿元（计入“投资性房地产”）。截至 2020 年 3 月底，公司待出租资产 0.30 亿元，计入“投资性房地产”。截至 2020 年 3 月底，公司整体出租率达 85%以上，业务发展较为稳定。

（4）工程施工业务

2019 年，公司新增工程施工收入，较大程度的提升了公司的收入水平，但该业务毛利率低，对公司利润实现贡献不大。

2019 年，随着万州建工的划入，公司新增工程施工业务收入，并成为公司最主要的收入来源。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，成立于 1989 年 10 月，注册资本 0.88 亿元，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，一般施工模式为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；EPC 模式为公司受业主委托，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。

2019 年，公司工程施工收入为 11.22 亿元，占营业收入的 44.78%，大幅提升了公司收入水平；毛利率为 1.99%。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，加之建筑施工行业利润水平低，万州建工整体利润水平低。

截至 2019 年底，万州建工主要在建项目包括天生天城二期、蓝湖彼岸小区二期工程和盘西项目 2 期等，预计总投资额 8.39 亿元，已投资 1.16 亿元，未来仍需投入 7.23 亿元。2019 年，万州建工承接合同金额和合同数量分别为 6.50 亿元和 29 个。

（5）天然气销售业务

2019 年，公司新增天然气销售收入，该业务提升了公司的收入水平，但毛利率较低，且受疫情影响，2020 年一季度该业务有所亏损。

2019 年，公司新增天然气销售业务，该业务由子公司燃气公司负责。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。2019 年，公司实现天然气销售收入 2.72 亿元，业务毛利率为 6.90%。受新冠肺炎疫情影响，燃气公司业务运营有所暂停，2020 年 1－3 月，公司天然气销售收入仅实现 0.51 亿元，毛利率为-23.54%。

表6　近年来燃气公司天然气销售业务主要生产经营规模指标情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
供应/采购量（万立方米）	12540	13088	13315
销售量（立方米）	11983	12608	12848

产销差率（%）	4.40	3.70	3.50
天然气费（元/立方米）（不含税价）	1.8387	1.8550	2.103

注：燃气公司自 2019 年 1 月起纳入公司合并范围
资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将根据重庆市及万州区制定的经济社会发展战略规划，依托当地经济环境，利用相关政策支持，争取更多土地开发整理、基础设施建设及国有资产运营业务。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2020年一季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司共 9 家。2019 年公司合并范围一级子公司新增 2 家、减少 2 家；2020 年一季度合并范围未发生变化。考虑到新纳入合并范围的子公司对公司收入影响大，公司财务数据可比性一般。

截至2019年底，公司资产总额286.62亿元，所有者权益104.20亿元（含少数股东权益2.51亿元）；2019年，公司实现营业收入25.06亿元，利润总额3.63亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额290.48亿元，所有者权益104.08亿元（含少数股东权益2.36亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入2.20亿元，利润总额-0.12亿元。

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及预付款项占比大，应收类款项持续增长，对资金占用明显，公司资产流动性较弱。

2019 年底，公司资产总额 286.62 亿元，较 2018 年底增长 25.37%，主要系流动资产增长所致。2019 年底，公司资产结构仍以流动资产（占 84.21%）为主，构成较上年底变化不大。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**194.71**	**85.17**	**241.36**	**84.21**	**245.50**	**84.51**
货币资金	11.48	5.02	14.30	4.99	12.38	4.26
应收账款	13.27	5.80	16.99	5.93	16.52	5.69
预付款项	40.72	17.81	30.49	10.64	30.98	10.67
其他应收款	16.43	7.18	15.66	5.46	15.40	5.30
存货	112.82	49.35	163.11	56.91	169.33	58.29
非流动资产	**33.91**	**14.83**	**45.27**	**15.79**	**44.99**	**15.49**
持有至到期投资	4.00	1.75	3.47	1.21	3.20	1.10
投资性房地产	24.86	10.87	33.13	11.56	33.13	11.40
其他非流动资产	4.02	1.76	4.02	1.40	4.02	1.39
资产总额	**228.62**	**100.00**	**286.62**	**100.00**	**290.48**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理；尾差系四舍五入所致

2019 年底，公司流动资产为 241.36 亿元，较 2018 年底增长 23.96%，主要系存货增长所致。2019 年底，公司货币资金 14.30 亿元，较 2018 年底增长 24.64%，受限货币资金占比很低。同期，公司应收账款 16.99 亿元，较 2018 年底增长 28.01%；应收账款累计计提坏账 0.24

亿元，账龄以 1 年以内为主；应收账款前五大欠款方分别为重庆市万州区财政局（占 57.84%）、万州区建委（占 29.49%）、重庆顺达房地产开发有限公司（占 2.99%，为工程施工款，该公司已经进入破产程序，公司对该工程施工款有优先受偿权）、重庆海成实业（集团）有限公司（占 2.05%，为工程施工款，工程按照合同正常进行中）和重庆汇升房地产开发有限公司（占 1.78%，为工程施工款，公司已经通过司法程序收款），款项性质主要为应收土地整理结算款和工程款，合计金额占应收账款的比重为 94.15%。公司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；2019 年底，公司预付款项 30.49 亿元，较 2018 年底下降 25.11%，主要系预付账款办理结算导致相关款项转至开发成本所致。2019 年底，公司其他应收款 15.66 亿元，较 2018 年底下降 4.67%，变化不大，主要为与非关联方的往来款；其他应收款欠款方主要为重庆市万州区财政局、重庆渝东经济技术开发区管委会等，累计计提坏账准备 0.63 亿元。2019 年底，公司存货为 163.11 亿元，较 2018 年底增长 44.58%，主要由开发成本（占 80.79%）和库存商品（17.74%）构成，其中，开发成本 131.78 亿元，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。

2019 年底，公司非流动资产为 45.27 亿元，较 2018 年底增长 33.48%，主要系投资性房地产增长所致。2019 年底，公司持有至到期投资 3.47 亿元，较 2018 年底下降 13.19%，主要系公司收回部分到期投资所致；公司持有至到期投资为重庆三峡银行聚诚 1 号集合资金信托计划，3 年期，年化收益率 8.50%。同期，公司投资性房地产 33.13 亿元，较 2018 年底增长 33.27%，主要系合并范围变化及政府划拨资产所致；投资性房地产为房屋建筑物（占 51.28%）和土地使用权（占 48.72%），采用公允价值形式计量。公司其他非流动资产为公益性道路资产，2019 年底规模较 2018 年底未发生变化。

2020 年 3 月底，公司资产总额 290.48 亿元，较 2019 年底增长 1.35%，资产结构较 2019 年底变化不大，仍以流动资产（占 84.51%）为主。

2020 年 3 月底，公司受限资产合计 31.73 亿元，受限比例为 10.92%。其中，投资性房地产、固定资产以及存货用于银行抵质押受限规模分别为 9.46 亿元、2.39 亿元和 19.88 亿元。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模有所增长，未分配利润和其他综合收益占比较高，权益稳定性一般；公司债务规模增长较快，整体债务负担有所加重。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益合计 104.20 亿元，较 2018 年底增长 19.60%，主要系资本公积增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.59%，少数股东权益占比为 2.41%。归属于母公司所有者权益 101.69 亿元。2019 年底，公司实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占所有者权益的 10.14%、53.03%、10.28%和 23.77%，所有者权益稳定性一般。

2019 年底，公司实收资本未发生变化，为 10.31 亿元。公司资本公积 53.93 亿元，较 2018 年底增长 34.41%，主要系政府划拨房产和股权等所致。公司其他综合收益 10.45 亿元，较 2018 年底变化不大，为投资性房地产首次采用公允价值计量模式核算增值部分。公司未分配利润 24.17 亿元，较 2018 年底增长 4.77%，全部为留存收益。

2020年3月底，公司所有者权益合计104.08亿元，较2019年底下降0.11%。所有者权益结构较上年底变化不大，权益稳定性一般。

负债

2019 年底，公司负债总额 182.42 亿元，较上年底增长 28.92%，主要系非流动负债增长所致；结构仍以非流动负债（占 72.63%）为主，较上年底变化不大。

2019 年底，公司流动负债 49.93 亿元，较上年底增长 28.75%，主要系短期借款、应付账款及一年内到期的非流动负债增长所致。公司短期借款 5.84 亿元，较上年底增加 4.44 亿元，主要系新增信用借款所致；短期借款主要由抵押借款 1.64 亿元和信用借款 4.00 亿元构成。公司应付账款 8.19 亿元，较上年底增加 5.90 亿元，主要系应付施工方的工程款增加所致。公司其他应付款 5.78 亿元，较上年底增长 3.01%，主要为往来款。公司一年内到期的非流动负债 21.37 亿元，较上年底增长 15.20%，其中一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款分别为 12.27 亿元、3.00 亿元（为“15 万州平湖债”当年支付本金部分）和 6.10 亿元。因“18 三峡平湖 CP001”已于 2019 年 3 月 13 日到期，2019 年底公司其他流动负债较上年底下降至 0.00 元。

2019 年底，公司非流动负债 132.50 亿元，较上年底增长 28.99%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司长期借款 81.22 亿元，较上年底增长 44.39%，主要由质押借款、抵押借款和保证借款构成，质押物为应收账款收益权和项目收益权，抵押物为土地使用权和房产，保证人为重庆市万州城市建设综合开发有限公司和重庆市万州平湖资产经营管理有限公司。公司应付债券 15.89 亿元，较上年底增长 77.74%，主要系公司发行“19 三峡平湖 MTN001”和“19 三峡平湖 MTN002”所致。公司长期应付款 8.38 亿元，较上年底下降 32.44%，主要系一年内到期部分调整至流动负债所致；长期应付款全部为融资租赁款，已纳入长期债务核算。公司专项应付款 23.21 亿元，较上年底增长 8.41%，全部为政府注入的项目建设专项资金及政府专项债券。

债务方面，2019 年底，公司全部债务 132.69 亿元，较上年底增长 29.40%，主要系长期债务增长所致。其中，短期债务占 20.50%，长期债务占 79.50%，以长期债务为主。从期限结构看，公司于 2020 年和 2021 年到期的债务占比分别为 20.50%和 20.95%。2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.65%、56.01%和 50.31%，较上年底分别增加 1.76 个百分点、1.94 个百分点和 3.20 个百分点，公司债务负担有所加重。

表 8　公司债务情况（单位：亿元、%）

项　目	2018年	2019年	2020年3月
短期债务	24.95	27.21	32.54
长期债务	77.59	105.49	109.97
全部债务	102.54	132.69	142.50
长期债务资本化比率	47.11	50.31	51.37
全部债务资本化比率	54.07	56.01	57.79
资产负债率	61.89	63.65	64.17

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

2020 年 3 月底，公司负债总额 186.40 亿元，较上年底增长 2.18%。公司负债结构仍以非流动负债为主，构成较上年底变化不大。2020 年 3 月底，公司全部债务 142.50 亿元，较上年底增长 7.39%。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.17%、57.79%和 51.37%，较上年底分别增加 0.52 个百分点、1.78 个百分点和 1.06 个百分点。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入快速增长，政府补助对利润总额贡献度高。

2019 年，公司营业收入 25.06 亿元，同比增长 122.06%；营业成本 22.32 亿元，增长 195.94%，营业收入的增幅小于营业成本的增幅；受上述影响，公司营业利润率同比下降 21.83 个百分点至 10.08%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用为 1.92 亿元，较上年增长 90.05%，主要系管理费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 14.92%、37.70%和 47.39%，以管理费用和财务费用为主。2019 年，公司期间费用占营业收入比为 7.65%，较上年

下降 1.29 个百分点。

2019 年，公司其他收益同比增加 2.56 亿元至 3.03 亿元，全部为用于基建项目的政府补贴；利润总额为 3.63 亿元，同比有所增长；其他收益占利润总额比重为 83.40%，同比大幅提升，政府补助对利润总额贡献高。2019 年，公司投资收益 0.20 亿元，全部为理财产品投资收益。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比略有上升，分别为 2.23%和 3.83%。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.20 亿元，利润总额为-0.12 亿元。

表 9　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项　目	2018年	2019年
营业收入	11.29	25.06
其他收益	0.47	3.03
利润总额	3.15	3.63
营业利润率	31.91	10.08
总资本收益率	2.11	2.23
净资产收益率	3.60	3.83

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

5. 现金流分析

跟踪期内，受新纳入合并范围的万州建工及燃气公司所带来的经营性收入回款，公司经营活动现金由净流出转为小规模净流入，投资活动现金由净流入转为净流出，考虑到公司未来项目的持续投入，公司仍存在较大的融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入及流出量分别为 32.26 亿元和 32.22 亿元，同比分别增长 26.46%和 12.26%。2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 20.08 亿元，同比增长 35.20%，主要为代建项目和工程施工回款；收到其他与经营活动有关的现金 12.18 亿元，同比增长 14.27%，主要为往来款和政府补贴。2019 年，公司经营活动现金由净流出转为小规模净流入，为 0.04 亿元，主要系受新纳入合并范围的万州建工及燃气公司所带来的经营性收入回款的影响。2019 年，公司现金收入比 80.12%，同比有所下降。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 1.22 亿元，其中收回投资收到的现金 1.03 亿元，同比下降 34.47 亿元，主要系公司投资的理财产品期限结构变化所致。同期，公司投资活动现金流出 25.34 亿元，其中投资支付的现金 0.51 亿元，主要为购买理财产品支出；购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增加 24.78 亿元。2019 年，公司投资活动现金由净流入转为净流出，为-24.12 亿元。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 58.26 亿元，同比增长 25.83%，主要为取得的银行借款。同期，公司筹资活动现金流出 34.03 亿元，主要为偿还债务支付的现金和支付的融资租赁款。2019 年，公司筹资活动现金持续净流入，且净流入规模进一步扩大，为 24.23 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净流出 4.84 亿元，投资活动现金净流入 0.31 亿元，筹资活动现金净流入 2.61 亿元。

表 10　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项　目	2018年	2019年
经营活动现金流入量	25.51	32.26
经营活动现金流出量	28.70	32.22
经营活动现金净流量	-3.19	0.04
投资活动现金净流量	0.16	-24.12
筹资活动现金净流量	4.56	24.23
现金收入比	131.59	80.12

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债能力

公司长、短期偿债能力指标表现均一般；但考虑到公司是重庆市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，以及万州区政府对公司的持续支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底，公司

流动比率和速动比率较上年底均有所下降，分别为 483.43%和 156.72%；2020 年 3 月底上述指标继续下降，分别为 432.78%和 134.28%。2019 年底，公司经营现金流动负债比为 0.08%。2019 年底及 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 0.53 倍和 0.38 倍。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 4.95 亿元，同比增长 20.72%；公司 EBITDA 利息倍数为 0.88 倍，同比有所下降；全部债务/EBITDA 为 26.83 倍。整体看，公司长期偿债能力指标表现一般。

截至 2020 年 3 月底，公司合并口径获得银行授信总额 124.74 亿元，已使用 107.31 亿元，尚未使用额度 17.43 亿元，公司间接融资渠道尚需拓宽。截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

7. 母公司财务分析

公司资产、所有者权益主要来自母公司，但是收入主要来源于子公司。

2019 年底，母公司资产总额 248.25 亿元，较上年底增长 18.75%。其中，流动资产 214.29 亿元（占 86.32%），非流动资产 33.96 亿元（占 13.68%）。母公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款以及存货构成；非流动资产主要由长期股权投资以及投资性房地产构成。

2019 年底，母公司负债总额 166.79 亿元，较上年底增长 24.86%。其中，流动负债 67.51 亿元（占 40.47%），非流动负债 99.29 亿元（占 59.53%），其中应付债券 15.89 亿元；全部债务为 103.27 亿元，其中短期债务 25.30 亿元，具有一定的短期偿付压力。2019 年底，母公司资产负债率为 67.19%，较上年底增加 3.29 个百分点。

2019 年底，母公司所有者权益 81.46 亿元，较上年底增长 7.94%。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 12.66%、55.64%和 28.14%。

2019 年，母公司营业收入为 9.38 亿元，利润总额为 2.94 亿元。公司合并口径收入主要来源于子公司万州建工，万州建工于 2019 年末划入，尚处于人员及业务整合过程中。

2020年3月底，母公司资产总额252.17亿元，所有者权益81.50亿元。2020年1－3月，母公司实现营业收入0.62亿元，利润总额0.04亿元。

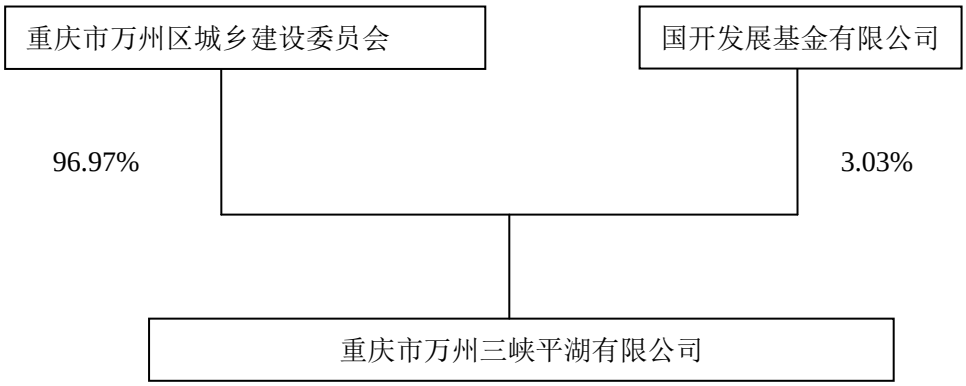
十、跟踪评级债券偿还能力分析

截至 2020 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券“20 三峡平湖 MTN001”余额为 10.00 亿元。2019 年，公司 EBITDA、经营活动现金流量净额和经营活动现金流入量分别为 4.95 亿元、0.04 亿元和 32.26 亿元，分别为上述存续债券余额的 0.50 倍、0.004 倍和 3.23 倍，公司经营活动产生的现金流入量对“20 三峡平湖 MTN001”余额的保障程度较好。

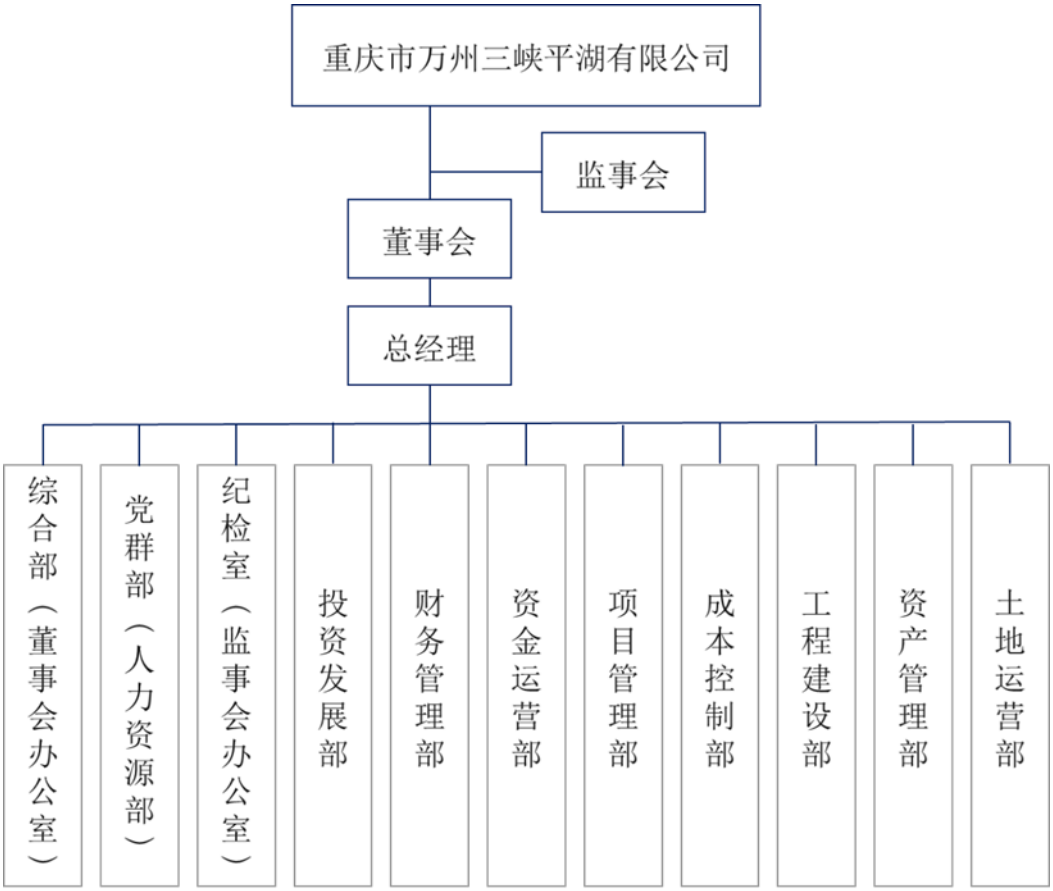
十一、结论

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

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2020 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

序号	子公司名称	经营范围	持股比例（%）	表决权比例（%）	取得方式
1	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
2	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	90.90	100.00	投资设立
3	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
4	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
5	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
6	重庆市万州区千秋实业有限公司	房屋租赁，物业管理	100.00	100.00	划拨
7	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
8	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
9	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

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	16.65	11.48	14.30	12.38
资产总额（亿元）	208.77	228.62	286.62	290.48
所有者权益（亿元）	83.98	87.12	104.20	104.08
短期债务（亿元）	27.78	24.95	27.21	32.54
长期债务（亿元）	64.82	77.59	105.49	109.97
全部债务（亿元）	92.60	102.54	132.69	142.50
营业收入（亿元）	13.48	11.29	25.06	2.20
利润总额（亿元）	4.08	3.15	3.63	-0.12
EBITDA（亿元）	5.25	4.10	4.95	--
经营性净现金流（亿元）	-17.85	-3.19	0.04	-4.84
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.95	0.77	1.66	--
存货周转次数（次）	0.14	0.07	0.16	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.05	0.10	--
现金收入比（%）	43.22	131.59	80.12	110.70
营业利润率（%）	14.94	31.91	10.08	1.97
总资本收益率（%）	2.85	2.11	2.23	--
净资产收益率（%）	4.64	3.60	3.83	--
长期债务资本化比率（%）	43.56	47.11	50.31	51.37
全部债务资本化比率（%）	52.44	54.07	56.01	57.79
资产负债率（%）	59.77	61.89	63.65	64.17
流动比率（%）	453.33	502.11	483.43	432.78
速动比率（%）	192.46	211.18	156.72	134.28
经营现金流动负债比（%）	-45.11	-8.23	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.13	0.92	0.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	17.65	25.03	26.83	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.46	0.53	0.38

注：2020 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中有息债务部分已计入短期债务核算；长期应付款、其他非流动负债中有息债务部分已计入长期债务核算

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	16.33	10.96	8.67	8.27
资产总额（亿元）	188.85	209.05	248.25	252.17
所有者权益（亿元）	72.50	75.47	81.46	81.50
短期债务（亿元）	27.78	24.95	25.30	30.53
长期债务（亿元）	60.82	73.59	77.96	76.22
全部债务（亿元）	88.60	98.54	103.26	106.75
营业收入（亿元）	6.52	10.69	9.38	0.62
利润总额（亿元）	3.31	2.99	2.94	0.04
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-8.30	-3.62	8.44	-2.88
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.00	2.19	2.18	--
存货周转次数（次）	0.10	0.09	0.07	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.05	0.04	--
现金收入比（%）	55.93	122.17	39.68	6.22
营业利润率（%）	19.53	31.56	15.93	21.63
总资本收益率（%）	2.74	2.19	1.78	--
净资产收益率（%）	4.59	3.92	3.88	--
长期债务资本化比率（%）	45.62	49.37	48.90	48.33
全部债务资本化比率（%）	55.00	56.63	55.90	56.71
资产负债率（%）	61.61	63.90	67.19	67.68
流动比率（%）	339.80	375.93	317.43	293.96
速动比率（%）	182.76	200.91	125.06	112.25
经营现金流动负债比（%）	-17.56	-7.71	12.50	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.44	0.34	0.27

注：2020 年一季度财务数据未经审计；2017—2018 年，母公司其他流动负债中有息债务部分已计入短期债务核算，长期应付款、其他非流动负债中有息债务部分已计入长期债务核算；2019 年及 2020 年一季度，母公司短期债务及长期债务核算未进行调整；母公司相关数据未提供，用“/”表示

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变