信用等级公告

联合〔2020〕1776号

联合资信评估有限公司通过对怀化市城市建设投资有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持怀化市城市建设投资有限公司主体长期信用等级为AA，“16怀化专项债/PR怀专项”“17怀化城投MTN001”和“20怀化城投MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十八日

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

怀化市城市建设投资有限公司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
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
16 怀化专项债/PR 怀专项	AA	稳定	AA	稳定
17 怀化城投 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
20 怀化城投 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
16 怀化专项债/PR 怀专项	22.70 亿元	18.16 亿元	2023/8/31
17 怀化城投 MTN001	5 亿元	5 亿元	2022/4/10
20 怀化城投 MTN001	10 亿元	10 亿元	2025/6/24

注：1. 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；2. “20 怀化城投 MTN001”期限为 3+2 年，到期兑付日为投资者不行使回售选择权的到期兑付日

跟踪评级时间：2020 年 6 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	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		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				1

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

怀化市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是湖南省怀化市重要的城市基础设施建设和土地一级开发主体。跟踪期内，公司继续在财政补贴方面获得政府支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司资产流动性较弱、经营活动现金流大额净流出和面临债务集中偿付压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

“16 怀化专项债/PR 怀专项”设有分期还本条款，能有效缓解公司的集中兑付压力。

未来随着怀化市基础设施建设的推进，公司核心业务得以持续发展，资产和收入规模有望实现增长，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“16 怀化专项债/PR 怀专项”“17 怀化城投 MTN001”和“20 怀化城投 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，怀化市经济稳定发展，财政实力不断增强，公司发展的外部环境良好。2019 年怀化市完成地区生产总值 1616.64 亿元，增长 8.0%；预计完成地方一般公共预算收入 95.28 亿元，增长 6.2%。
2. 公司是怀化市重要的城市基础设施建设和土地一级开发主体，区域地位突出。
3. 跟踪期内，公司继续获得怀化市政府在财政补贴方面的支持。
4. “16怀化专项债/PR怀专项”设置分期还本条款，能有效缓解集中兑付压力。

分析师：郝一哲　刘沛伦
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. 公司资产中基础设施建设和土地整理投入占比较高，基础设施建设投资资金回笼依赖政府结算进度，土地整理收益实现受区域内土地、房地产市场影响大，公司资产流动性较弱。
2. 跟踪期内，棚改项目投入大幅增加，公司经营活动现金流由净流入转为大额净流出。
3. 跟踪期内，公司短期偿债压力明显增长，2021 年面临集中偿付压力。
4. “16 怀化专项债/PR 怀专项”募投项目建设尚未完工，收益不及预期，跟踪期内本息偿付有赖于公司自有资金。

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）	48.22	29.90	18.30	16.99
资产总额（亿元）	371.69	335.05	343.06	345.70
所有者权益（亿元）	149.47	153.27	155.46	156.00
短期债务（亿元）	13.11	4.75	28.04	27.26
长期债务（亿元）	134.04	120.39	112.04	112.20
全部债务（亿元）	147.15	125.15	140.07	139.46
营业收入（亿元）	22.48	24.14	21.79	5.02
利润总额（亿元）	3.49	3.50	3.41	0.54
EBITDA（亿元）	4.36	4.49	4.19	--
经营性净现金流（亿元）	17.74	1.42	-19.17	-1.10
营业利润率（%）	18.37	21.30	15.08	13.20
净资产收益率（%）	2.34	2.28	2.19	--
资产负债率（%）	59.79	54.26	54.68	54.87
全部债务资本化比率（%）	49.61	44.95	47.40	47.20
流动比率（%）	398.18	512.42	429.10	422.18
速动比率（%）	248.95	327.88	278.37	275.24
现金收入比（%）	109.12	101.42	54.47	0.93
现金短期债务比（倍）	3.68	6.29	0.65	0.62
经营现金流动负债比（%）	20.11	2.32	-25.38	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.36	0.52	0.52	--
全部债务/EBITDA（倍）	33.74	27.86	33.39	--

公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	338.76	304.40	300.77	302.35
所有者权益（亿元）	148.84	151.58	152.94	153.44
全部债务（亿元）	107.82	87.80	94.78	94.16
营业收入（亿元）	21.99	20.69	18.19	4.99
利润总额（亿元）	3.07	2.70	2.30	0.49
资产负债率（%）	56.06	50.20	49.15	49.25
全部债务资本化比率（%）	42.01	36.68	38.26	38.03
流动比率（%）	337.03	413.77	347.41	344.69
经营现金流动负债比（%）	26.06	3.35	-10.95	--

注：1. 2020 年一季度财务报表未经审计；2.已将长期应付款有息部分调整至长期债务

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
20 怀化城投 MTN001	AA	AA	稳定	2020/1/21	郝一哲 刘沛伦	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	--
16 怀化专项债/PR 怀专项、17 怀化城投 MTN001 跟踪	AA	AA	稳定	2019/6/12	郝一哲 马颖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 怀化城投 MTN001	AA	AA	稳定	2016/10/25	于芷崧 崔俊凯	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
16 怀化专项债/PR 怀专项	AA	AA	稳定	2016/8/17	于芷崧 崔俊凯	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由怀化市城市建设投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，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。

怀化市城市建设投资有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于怀化市城市建设投资有限公司（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 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 3.60 亿元，怀化市人民政府国有资产监督管理委员会为公司唯一股东，公司实际控制人为怀化市人民政府。

截至 2019 年底，公司资产总额 343.06 亿元，所有者权益 155.46 亿元；2019 年，公司实现营业收入 21.79 亿元，利润总额 3.41 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 345.70 亿元，所有者权益 156.00 亿元；2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 5.02 亿元，利润总额 0.54 亿元。

公司注册地址：湖南省怀化市鹤城区府前路（智慧大厦）；法定代表人：熊智勇。

三、存续债券及其募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券包括“16 怀化专项债/PR 怀专项”“17 怀化城投 MTN001”和“20 怀化城投 MTN001”，债券余额合计 33.16 亿元。“16 怀化专项债/PR 怀专项”期限为 7 年，设有分期还本条款，自 2019 年起每年偿还本金的 20%，即 4.54 亿元。“17 怀化城投 MTN001”期限为 5 年，到期一次性还本 5.00 亿元。“20 怀化城投 MTN001”期限为 3+2 年，附第三年末公司调整票面利率选择权和投资人回售选择权，尚未到首次付息日。跟踪期内，公司已按期支付存续债券的应付利息及分期本金。

“16 怀化专项债/PR 怀专项”募集资金 22.70 亿元，其中 13.62 亿元用于怀化市城市停车场建设工程（以下简称“募投项目”），9.08 亿元用于补充公司流动资金。截至 2020 年 3 月底，募集资金已使用 17.70 亿元，其中 8.62 亿元用于怀化市城市停车场建设工程（以下简称“募投项目”），9.08 亿元用于补充流动资金。募投项目计划建设期 2 年，原计划于 2018 年完工并投入运营。截至 2020 年 3 月底，募投项目尚未完工，工程建设进度为 42%，募投项目中部分停车场已完工投入运营，但整体明显滞后于原计划，公司计划于 2021 年完工。

“17 怀化城投 MTN001”募集资金用于偿还银行借款。截至 2020 年 3 月底，募集资金已按约定用途使用完毕。

“20 怀化城投 MTN001”募集资金用于偿还债务融资工具。截至跟踪评级日，募集资金尚未使用。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债项简称	余额	起息日	期限	票面利率
16 怀化专项债/PR 怀专项	18.16	2016/8/31	7	4.18
17 怀化城投 MTN001	5.00	2017/4/10	5	5.88
20 怀化城投 MTN001	10.00	2020/6/24	3+2	6.47
合计	**33.16**	--	--	--

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. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见

下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；
3. 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，GDP 为不变价规模；
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。

2020 年一季度，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-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，

降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，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。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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

跟踪期内，怀化市经济和财政实力保持增长，但财政自给率低。总体看，公司发展的外部环境良好。

根据《怀化市 2019 年国民经济与社会发展统计公报》，2019 年怀化市实现地区生产总值（GDP）1616.64 亿元，同比增长 8.0%。其中，第一产业实现增加值 224.52 亿元，增长 3.4%；第二产业实现增加值 448.26 亿元，增长 8.4%；第三产业实现增加值 943.86 亿元，增长 8.8%。怀化市三次产业占比为 13.9：27.7：58.4，与上年比，第一产业提高 1.2 个百分点，第二、三产业分别回落 1.0 个、0.2 个百分点。2019 年底，怀化市常住人口 498.33 万人，人均 GDP 为 32453 元，增长 7.8%。城镇化率为 49.03%，同比提升 1.28 个百分点。

2019 年，怀化市固定资产投资完成额（不含跨区投资）增长 10.6%。按产业分，第一产业增长 105.1%、第二产业增长 8.4%、第三产业增长 7.3%；按投资方向分，工业投资增长 16.3%、高新技术产业投资增长 28.5%、民生工程投资增长 24.4%、房地产开发投资增长 18.9%。全年施工项目 1612 个，增长 22.2%，其中新开工项目增长 72.9%，投产项目增长 28.3%。

根据怀化市财政局公布的《怀化市 2019 年预算执行情况和 2020 年预算草案报告》，怀化市 2019 年预计完成地方一般公共预算收入 95.28 亿元，增长 6.2%；完成上级补助收入 326.4 亿元，同比增长 5%；完成政府性基金收入 53.92 亿元，较 2018 年（76.21 亿元）有所下降。2019 年，怀化市预计完成一般公共预算支出 492.4 亿元，增长 6.5%，财政自给率为 19.35%，财政自给程度低。截至 2019 年底，怀化市政府债务余额 551.31 亿元。

根据怀化市统计局公布的《怀化市 2020 年月快报 1－3 月》，2020 年 1－3 月，怀化市地区生产总值同比下降 0.9%，固定资产投资额同比增长 6.8%，地方一般公共预算收入同比增长 0.1%。

六、基础素质分析

跟踪期内，怀化市政府继续在财政补贴方面给予公司有力支持。

2019 年，公司收到怀化市政府拨付的财政补助 0.42 亿元，计入“其他收益”科目。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91431200717022485T），截至2020年5月27日，公司本部无未结清的关注类或不良类贷款，已结清债务中有11笔关注类贷款，根据相关机构出具的说明，系系统顺延扣款、工作人员操作失误造成。公司不存在关注或不良类对外担保信息。

跟踪期内，公司涉及 2 单被执行案件，执行金额 5.99 万元，系由公司早期土地整理项目的拆迁补偿引起。经查询中国裁判文书网，公司涉及多起与房屋买卖合同纠纷，系公司早期与房地产开发商合作进行房地产开发遗留的历史问题引起，公司正在积极与相关房地产商沟通解决。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括土地开发整理和代建市政工程，跟踪期内，公司营业收入和综合毛利率均有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 21.79 亿元，同比下降 9.73%，主要系土地开发整理收入有所下降。公司营业收入仍以土地开发整理收入和代建市政工程收入为主，2019 年分别实现 2.12 亿元和 19.23 亿元，同比分别下降 56.61%和增长 2.24%，土地开发整理收入下降主要由于对外出让土地面积减少。公司其他业务主要包括租赁、物业管理和设计咨询等，对整体收入贡献程度较小。

从毛利率看，2019 年公司综合毛利率为 15.90%，同比下降 6.05 个百分点，主要是毛利率较高的土地开发整理业务收入和毛利率下降。2019 年，公司土地开发整理业务毛利率为 32.98%，同比下降 23.01 个百分点，主要是当年出让地块整理成本较高所致。公司代建市政工程回购加成比例为 15%，2019 年公司代建市政工程业务毛利率为 14.42%，相对稳定。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.02 亿元，相当于 2019 年全年水平的 23.04%，主要来自代建市政工程收入，当期未实现土地开发整理收入，公司业务综合毛利率为 13.20%。

表 4　公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	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	4.87	20.19	55.99	2.12	9.71	32.98	0.00	0.00	--
代建市政工程	18.81	77.91	13.67	19.23	88.24	14.42	4.91	97.82	13.04

业务板块	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
其他	0.46	1.90	-0.36	0.45	2.05	-1.44	0.11	2.18	20.46
合计	**24.14**	**100.00**	**21.95**	**21.79**	**100.00**	**15.90**	**5.02**	**100.00**	**13.20**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地开发整理

跟踪期内，公司土地开发整理收入和毛利率同比均有所降低；公司土地储备充足，但收入实现受宏观经济环境、市场调控及怀化市城市化进程等因素影响较大。

公司土地开发整理业务的经营模式为怀化市政府将需要开发的土地注入公司，公司根据怀化市政府要求制定土地开发规划，通过征地、拆迁和基础设施建设实现“五通一平”（即通路、通电、通讯、供水、排水和土地平整），完成土地一级开发，将“生地”变为“熟地”，而后通过怀化市国土资源局以“招、拍、挂”的方式出让土地。土地出让后，经公司申请，怀化市财政局向公司支付土地整理开发收益。

在会计记账方式上，公司项目前期费用、配套设施建设等支出主要计入“存货—开发成本”，部分土地征拆迁费用计入“预付款项”，确认完工后结转计入“存货—开发产品”。

自成立以来，公司获得了大量土地资产注入，公司参与整理了怀化市 60%以上的土地开发项目。2019 年，公司完成土地开发整理面积 400.00 亩，整理规模同比有所增长。同期，公司本部共出让 2 个地块，实现土地开发整理收入 5.34 亿元，同比有所增长；由于其中 1 个地块系由子公司购入拟用于商业地产开发，合并报表时收入予以抵销，2019 年公司合并口径共实现土地整理开发收入 2.12 亿元，同比下降 56.61%。2019 年，公司对外出让的地块单价为 221.60 万元/亩，平均成本为 172.74 万元/亩，由于该地块所处位置周边设施较为成熟，地块单价和成本同比均有所提高。

表 5　公司土地整理开发及收入实现情况（单位：亩、万元、万元/亩）

指标		2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
土地开发	开发完成面积	350.00	400.00	50.00
	开发总投入	21000.00	28000.00	350.00
	平均开发投入	60.00	70.00	70.00
土地出让	出让面积	280.43	95.45	0.00
	土地整理总收入	48743.19	21151..40	0.00
	平均出让价格	173.82	221.60	0.00
	平均出让成本	76.50	172.74	0.00

注：公司土地开发成本的核算相对复杂，主要包含三部分：（1）所出让土地的征地、拆迁、“五通一平”等历史成本；（2）除“五通”外，对所出让地块各类市政设施项目建设方面投入的摊销；（3）公司办理土地出让手续时所需缴纳的其他费用。因此，计算出的平均出让成本要明显高于当年在土地开发方面的平均投入

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司库存土地共计 128 宗，总面积 12804.23 亩，性质均为出让地，用途主要为商业，按成本法入账，账面价值 111.08 亿元。公司土地储备充足，但受宏观经济、市场调控和怀化市城市化进程等多方面影响，土地出让不确定性较高。

（2）基础设施建设

公司基础设施建设业务包括市政工程代建和棚户区改造，市政工程按照投资成本加成 15%确定收入，棚户区改造项目与政府签订政府购买服务协议。跟踪期内，公司代建市政工程收入同比有所增长，在建项目待投资规模较大，公司面临一定资本支出压力，拟建项目启动时间存不确定性。

公司代建市政工程业务的经营模式为：怀化市政府将市政工程项目交由公司管理，

公司作为项目的业主单位，通过公开招标的方式选择施工单位进行施工，公司按工程进度与施工单位结算，待工程项目完工后移交怀化市政府。

根据《怀化市人民政府关于有偿代建市重点工程项目的通知》（怀政函〔2016〕166号文），怀化市的重点工程项目由公司出资，在工程项目开工前与公司签订项目代建回购协议，回购金额由投资成本加项目收益组成，其中项目收益以项目投资额的 15%计算，回购款由市财政局按每年不低于 15%的比例在未来五年内回购完毕。

在会计记账方式上，公司将代建市政工程项目涉及的征地拆迁费用及财务成本计入“其他流动资产”科目，与施工单位结算的基础设施建设工程款计入“预付款项”科目。公司代建市政工程收入及成本依据已签订回购合同项目当年确认的回购金额和已投资额来确认。

截至 2019 年底，公司已完工并签订回购合同的工程项目共 18 个，总投资 83.44 亿元，已回购金额 87.96 亿元，均已确认收入。2019 年回购项目为“太平溪综合治理一期 1”“二环路”和“潭口溪城区河道整治工程 1”，确认收入 16.21 亿元，公司确认收入后形成“应收账款”，随后冲抵了与怀化市财政局的往来款。

表 6　截至 2019 年底公司主要完工项目

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已回购金额
怀化市武警支队	0.66	0.76
怀化市第五中学	1.51	1.74
迎丰东路改造	0.69	0.79
顺天路	4.99	5.41
火车站广场改造	5.62	6.46
湖天公园	2.89	3.33
红星北路铁路桥涵	4.8	5.52
迎丰公园	2.08	1.43
城南入城线改造	0.38	0.44
迎丰铁路桥改造	1.37	1.57
城东高速公路延长线	9.15	9.72
紫东片区路网	9.19	10.32
大西南专业市场配套现代物流中心	2.54	2.92
舞水河综合治理	18.56	21.34
城东保障性住房建设	4.91	--
太平溪综合治理一期 1	6.72	7.73
二环路	4.77	5.48
潭口溪城区河道整治工程 1	2.61	3.00
合计	**83.44**	**87.96**

资料来源：公司提供

表 7　截至 2020 年 3 月底公司主要在建代建市政工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	截至 2020 年 3 月底已投资	2020 年 4—12 月计划投资	2021 年计划投资	2022 年计划投资	是否已签订协议
舞水河延长线综合治理 2	25.00	13.14	1.60	1.20	1.80	是
太平溪综合治理 2	18.31	15.88	1.50	1.00	1.00	是
怀化市杨村城市路网工程	20.01	12.81	1.30	1.00	1.00	是
怀化市二环路改造	5.23	5.19	0.04	0.00	0.00	是
城北高速主入口改造	6.00	5.80	0.20	0.00	0.00	否
潭口溪城区河道整治工程 2	2.59	2.20	0.30	0.00	0.00	是
江秀片区路网	9.30	9.10	0.20	0.00	0.00	是
太平桥片区棚户区改造项目	19.00	13.52	1.20	1.30	1.50	--
合计	**105.44**	**77.64**	**6.34**	**4.50**	**5.30**	--

注：1. 表中数据不包括项目相关土地整理成本；2. 太平桥片区棚户区改造项目采用代建模式，但账务处理与政府购买服务模式的棚改项目相同

资料来源：公司提供

公司棚户区改造项目由子公司怀化市保障性安居工程投资有限公司具体实施。在怀化市财政局统筹安排下，公司以自有资金和棚改专项款进行棚户区改造项目建设，并将投资金额计入“预付款项”。截至 2020 年 3 月底，公司共承接了 4 个棚户区改造项目，

均采取货币安置方式。其中，老城区棚户区改造项目（一期）、城中村棚户区改造项目（一期）和城中村棚户区改造项目（二期）已签订政府购买服务协议，怀化市房产管理局将在协议签订日起未来25年内对上述项目实施分批购买。公司自2017年开始收到相关政府购买服务资金，截至2020年3月底，上述项目已如期实现回款8.78亿元，2019年确认收入3.48亿元，2020年1－3月尚未收到当年回款。太平桥片区棚户区改造项目采用代建回购模式，前期资金投入来自棚户区改造专项贷款。未来，公司将不再承接新的棚户区改造项目。

表8　截至2020年3月底公司购买服务模式棚户区改造项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	政府购买服务合同价款	2019年底已投资规模	2020年3月底已投资规模	待投资规模
老城区棚户区改造项目（一期）	13.53	20.46	14.92	15.07	--
城中村棚户区改造项目（一期）	16.18	23.34	7.72	7.76	8.42
城中村棚户区改造项目（二期）	18.19	29.36	11.14	11.32	6.87
合计	**47.90**	**73.16**	**33.78**	**34.15**	**15.29**

注：老城区棚户区改造项目（一期）已投资规模已超过计划总投资额，目前仍在继续投资中
资料来源：公司提供

表9　公司棚户区改造项目回款情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
回款金额	2.00	3.30	3.48
确认收入	2.00	3.30	3.48
结转成本	1.50	2.30	2.44

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司主要在建代建市政工程和棚户区改造项目计划总投资153.34亿元，已投资111.79亿元，待投资41.55亿元，公司面临一定资本支出压力。

截至2020年3月底，公司拟建项目主要包括香洲路建设工程、正清西路建设工程、城区停车场建设和提质改造工程、人民西路道路建设工程等，总投资规模合计17.76亿元。受地方政府债务风险防控等相关政策影响，公司市政工程建设业务模式可能面临调整，拟建项目启动时间存在不确定性。

表10　截至2020年3月底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项　目	投资期	总投资金额
香洲路建设工程	2019—2021年	0.23
正清西路建设工程	2019—2022年	2.37
城区停车场建设和提质改造工程	2019—2021年	1.52
人民西路道路建设工程	2019—2020年	0.22
湖南省第三工程公司家属区配套设施建设工程	2020—2021年	1.80
武陵山农产品冷链物流产业园建设项目	2020—2022年	10.06
怀化湖天文体公园建设项目	2020—2021年	1.56
合计	--	**17.76**

资料来源：公司提供

公司其他业务主要包括租赁、物业管理和设计咨询等，对整体收入贡献程度较小。2019年，公司实现租赁及物业管理收入0.11亿元，同比变化不大。

3. 未来发展

公司是怀化市重要的城市基础设施建设和土地一级开发主体，未来将继续承担怀化市基础设施建设任务，并通过土地整理业务保证公司整体盈利水平。同时，公司将大力开拓经营性业务，增强建筑施工综合实力，发展商业地产开发业务，提升物业租赁、停车场相关业务收入规模。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度财务报表，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结

论。公司提供的 2020 年 1－3 月财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司 7 家。2019 年，公司投资新设立 1 家子公司；2020 年 1－3 月，公司合并范围未发生变化。整体来看，公司财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 343.06 亿元，所有者权益 155.46 亿元（含少数股东权益 45.15 万元）。2019 年，公司实现营业收入 21.79 亿元，利润总额 3.41 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 345.70 亿元，所有者权益 156.00 亿元（含少数股东权益 45.15 万元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.02 亿元，利润总额 0.54 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，受棚改项目持续投入影响，公司资产规模小幅增长，以流动资产为主，资产中基础设施建设和土地整理投入占比较高，基建投资资金回笼依赖政府结算进度，土地整理收益实现受区域内土地、房地产市场影响大，总体看公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 343.06 亿元，较上年底增长 2.39%，主要系流动资产有所增长。公司资产结构以流动资产为主（占 94.51%），资产结构较上年底变化不大。

表 11　公司资产主要构成情况（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	**314.17**	**93.77**	**324.21**	**94.51**	**327.20**	**94.65**
货币资金	29.84	8.91	18.30	5.33	16.99	4.91
预付款项	74.95	22.37	93.20	27.17	93.34	27.00
存货	113.14	33.77	113.88	33.20	113.88	32.94
其他流动资产	81.00	24.18	82.03	23.91	86.17	24.93
非流动资产	**20.88**	**6.23**	**18.84**	**5.49**	**18.50**	**5.35**
投资性房地产	11.42	3.41	11.02	3.21	10.92	3.16
资产总额	**335.05**	**100.00**	**343.06**	**100.00**	**345.70**	**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

2019 年底，公司流动资产 324.21 亿元，较上年底增长 3.20%，主要系预付款项增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 5.64%）、预付款项（占 28.75%）、存货（占 35.13%）和其他流动资产（占 25.30%）构成。

2019 年底，公司货币资金 18.30 亿元，较上年底下降 38.68%，主要系用于项目投入所致，货币资金中无受限资金；预付款项 93.20 亿元，较上年底增长 24.35%，主要系棚改项目继续投入所致，公司预付款项包括棚改业务拆迁款 40.14 亿元和工程款 53.06 亿元；存货账面价值 113.88 亿元，较上年底变化不大，存货全部为土地及土地开发成本，未计提跌价准备，其中 10.49 亿元土地使用权受限；其他流动资产 82.03 亿元，主要是代建市政工程项目投入，较上年底变化不大。

2019 年底，公司非流动资产 18.84 亿元，较上年底下降 9.77%，公司非流动资产主要由投资性房地产（占 58.50%）、固定资产（占 12.90%）和在建工程（占 24.32%）构成。

2019 年底，公司投资性房地产账面价值 11.02 亿元，较上年底下降 3.52%，主要系计提折旧所致，公司投资性房地产主要为租赁用途的商铺，采用成本模式计量；在建工程 4.58 亿元，较上年底增长 4.79%，是租赁用途的城东廉租房小区项目投入。

2019 年底，公司受限资产 10.49 亿元，均为用于抵押借款的土地使用权，受限资产占总资产比重为 3.06%。

2020 年 3 月底，公司资产总额 345.70 亿元较上年底增长 0.77%，主要由于其他流动资产增长 5.06%，公司流动资产占比（94.65%）较上年底略有上升。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，以资本公积为主；为满足项目建设及债务偿付的资金需求，公司加大筹资力度，有息债务规模有所增长，整体债务负担尚可，但 2021 年公司面临一定集中兑付压力。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益为 155.46 亿元（含少数股东权益 45.15 万元），较上年底增长 1.43%，增长主要来自未分配利润的增加，所有者权益中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 2.32%、72.73%和 23.85%。公司资本公积 113.06 亿元，主要由土地构成。2020 年 3 月底，公司所有者权益规模与结构较上年底变化不大。

负债

2019 年底，公司负债总额 187.59 亿元，较上年底增长 3.19%，主要系加大筹资力度导致。其中，流动负债占 40.28%，非流动负债占 59.72%。公司负债结构相对均衡，流动负债较上年底（33.73%）明显上升。

2019 年底，公司流动负债 75.56 亿元，较上年底增长 23.23%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增加所致。公司流动负债主要由应付票据及应付账款（占 12.17%）、其他应付款（占 41.56%）、预收款项（占 5.55%）和一年内到期的非流动负债（占 35.19%）构成。

2019 年底，公司短期借款 1.45 亿元，较上年底下降 61.33%，主要是偿还到期借款，公司短期借款全部是商业银行抵押借款。应付账款 9.19 亿元，较上年底增长 12.90%，主要系工程款增加。预收款项 4.20 亿元，较上年底增长 113.18%，主要系增加预收棚改项目政府购买服务资金 2.20 亿元。其他应付款 31.40 亿元，主要由与怀化市财政局的往来款和项目暂借款构成，较上年底下降 29.50%，主要系公司将其中财政往来款与委托代建业务结算产生的应收账款进行冲抵，导致财政往来款余额减少 14.12 亿元所致。一年内到期的非流动负债 26.59 亿元，较上年底增加 25.59 亿元，主要系公司将存续债券“17 怀化城投 PPN001”和“17 怀化城投 PPN001”（将于 2020 年进入回售期）、“16 怀化债”分期还本部分作为一年内到期的应付债券转入该科目。

2019 年底，公司非流动负债 112.04 亿元，较上年底下降 7.00%，主要系一年内的有息债务纳入流动负债核算所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 34.29%）和应付债券（占 61.25%）构成。

2019 年底，公司长期借款 38.42 亿元，较上年底增长 24.91%，主要系公司加大筹资力度，公司长期借款全部为政策性银行和商业银行贷款，主要由棚改项目收益权进行质押。应付债券 68.62 亿元，较上年底下降 17.03%，主要是将一年内到期的部分调整科目所致。2019 年，公司共发行了 3 期债券，分别为“19 怀化城投 PPN001”“19 怀化城投 PPN002”和“19 怀化 02”，发行规模共计 19.40 亿元。长期应付款 5.00 亿元，系国开（北京）新型城镇化发展国信基金（有限合伙）对怀化市保障性安居工程投资有限公司的债务投资款，年投资收益率为 7.80%，本报告将其纳入有息债务核算。

2019 年底，公司全部债务 140.07 亿元，较上年底增长 11.93%，主要系新增长期借款和发行债券所致。其中，短期债务占 20.01%，长期债务占 79.99%，公司债务以长期债务为主，受债务到期调整影响，公司短期债务占比较上年底有所上升。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 54.68%、47.40%和 41.88%，较上年底分别

变化 0.43 个、2.45 个和-2.11 个百分点。

表 12　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	4.75	28.04	27.26
长期债务	120.39	112.04	112.20
全部债务	125.15	140.07	139.46
资产负债率	54.26	54.68	54.87
全部债务资本化比率	44.95	47.40	47.20
长期债务资本化比率	43.99	41.88	41.83

资料来源：联合资信根据审计报告和财务报表整理

2020 年 3 月底，公司负债总额 189.70 亿元，较上年底增长 1.12%，主要是其他应付款增长 8.68%，其中长期负债占比（59.15%）较上年底略有下降。2020 年 3 月底，公司资产负债率较上年底略有上升，全部债务资本化比率较上年底略有下降，长期债务资本化比率较上年底变化不大，以上指标分别为 54.87%、47.20%和 41.83%。

从有息债务期限分布看，2020 年 4－12 月、2021 年和 2022 年，公司分别需偿付有息债务（含债券回售）32.11 亿元、54.38 亿元和 34.06 亿元，2021 年面临一定集中兑付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，由于毛利率较高的土地整理开发收入下降，公司营业收入及盈利指标均有所下降。

公司营业收入主要来自土地开发整理和代建市政工程业务。2019 年，公司实现营业收入 21.79 亿元，较上年下降 9.73%，主要系土地开发整理收入下降所致；营业成本为 18.33 亿元，较上年下降 2.73%；实现营业利润 3.06 亿元，较上年下降 29.76%。营业利润率为 15.08%，较上年下降 6.22 个百分点。

2019 年，公司期间费用 0.68 亿元，较上年下降 18.21%，在营业收入中的占比为 3.13%，同比下降 0.32 个百分点。公司期间费用主要由管理费用（71.42%）和财务费用（22.95%）构成。

2019 年，公司实现利润总额 3.41 亿元，较上年下降 2.57%，其中政府补助 0.42 亿元，对利润影响不大。2019 年，公司实现净利润 3.41 亿元。

表 13　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	24.14	21.79
利润总额	3.50	3.41
营业利润率	21.30	15.08
总资本收益率	1.42	1.24
净资产收益率	2.28	2.19

资料来源：联合资信根据审计报告整理

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率同比下降 0.18 个百分点，净资产收益率同比变化不大，分别为 1.24%和 2.19%。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.02 亿元，相当于 2019 年公司营业收入的 23.04%；实现利润总额 0.54 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金由上年净流入转为大额净流出，为偿还到期债务，公司对外融资力度有所加大。随着在建项目的继续投入及债务偿付高峰的到来，公司或将继续扩大对外融资规模。

从经营活动来看，2019 年公司经营活动现金流入 12.40 亿元，较上年下降 51.15%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金。公司现金收入比为 54.47%，较上年下降 46.95 个百分点。近年来公司委托代建业务收入实现系通过账务冲抵完成，未新增应收账款，实际收现质量尚可。经营活动现金流出 31.57 亿元，较上年增长 31.79%，主要是棚改项目投入增加。2019 年，公司经营活动现金由上年净流入转为净流出 19.17 亿元。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入和流出分别为 12.97 亿元和 12.07 亿元，主要系理财产品的赎回与购买。2019 年，公司投资活动现金净流入 0.91 亿元。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 46.79 亿元，较上年增长 90.37%，取得借款和发行债券的规模均明显增长；筹资活动现金流出 39.22 亿元，较上年下降 28.02%，主要用于偿付债务本息。2019 年，公司筹资活动现金由上年净流出转为净流入 7.57 亿元。

表 14　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	25.38	12.40
经营活动现金流出量	23.96	31.57
经营活动现金流净额	1.42	-19.17
投资活动现金流净额	9.55	0.91
筹资活动现金流净额	-29.90	7.57
现金收入比	101.42	54.47

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流入 3.88 亿元，主要是收到其他与经营活动有关的现金；经营活动现金流出 4.98 亿元，主要是项目投入；公司经营活动现金净流出 1.10 亿元。同期，公司投资活动无现金流动；筹资活动现金流系借款及偿还债务本息，筹资活动现金净流出 0.21 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债压力明显增长，且长期偿债能力指标较弱，考虑到公司拥有较为充足的土地资源，作为怀化市重要的基础设施建设主体能得到政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 512.42%和 327.88%分别下降至 429.10%和 278.37%，流动资产对流动负债的保障程度好。由于短期债务规模大幅增长，2019 年底，公司现金短期债务比由上年底的 6.29 倍下降至 0.65 倍，2020 年 3 月底，公司现金短期债务比进一步下降至 0.62 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。公司面临较大的短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 4.19 亿元，较上年下降 6.63%；EBITDA 利息倍数为 0.52 倍；EBITDA/全部债务由上年的 27.86 倍上升至 33.39 倍。EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 9 月底，公司获得银行授信总额为 75.58 亿元，未使用额度为 33.67 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

7. 母公司财务分析

公司资产及收入主要集中在母公司，跟踪期内，母公司资产和负债均较上年底变化不大，营业收入有所下降。

2019 年底，母公司资产总额 300.77 亿元，较上年底下降 1.19%，母公司资产以流动资产为主（占 91.48%）。2019 年底，母公司流动资产 275.15 亿元，主要由存货、其他流动资产和预付款项构成；非流动资产 25.61 亿元，主要是长期股权投资和投资性房地产。

2019 年底，母公司所有者权益为 152.94 亿元，，较上年底变化不大。其中，实收资本和资本公积合计分别占 2.35%和 73.92%。

2019 年底，母公司负债总额 147.82 亿元，较上年底下降 3.27%。其中，流动负债 79.20 亿元（占比 53.58%），非流动负债 68.62 亿元（占比 46.42%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 51.89%）和一年内到期的非流动负债（占 31.19%）构成，非流动负债全部是应付债券。母公司 2019 年底资产负债率为 49.15%，较 2018 年下降 1.06 个百分点。

2019 年，母公司营业收入为 18.19 亿元，利润总额为 2.30 亿元，分别同比下降 12.08%和 13.49%。

2020 年 3 月底，母公司资产总额为 302.35 亿元，所有者权益 153.44 亿元；2020 年 1—3 月，母公司实现营业收入 4.99 亿元，利润总额 0.49 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至本评级报告出具日，联合资信评级的公司存续债券“16怀化专项债/PR怀专项”“17怀化城投MTN001”和“20怀化城投MTN001”债券余额合计33.16亿元。2019年，公司经营活动现金流入量（12.40亿元）、EBITDA（4.19亿元）和现金类资产（18.30亿元）分别为上述债券余额合计数的为债券余额合计的0.37倍、0.13倍和0.55倍，对其保障能力较弱。

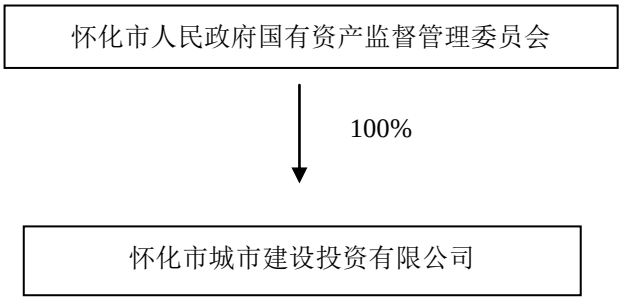
根据对公司存续债券的期限结构分析，公司单年最高偿付本金为 14.54 亿元。2019 年公司经营活动现金流入量、EBITDA 和现金类资产分别为存续债券单年最高偿还本金的 0.85 倍、0.29 倍和 1.26 倍。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续债券单年最高偿还本金的保障能力尚可。

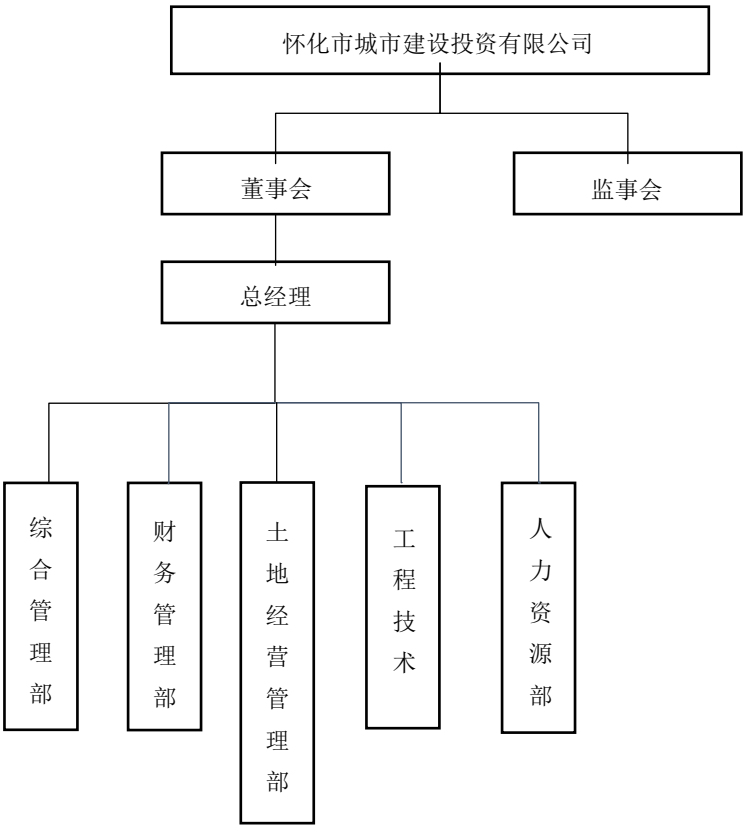
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“16 怀化专项债/PR 怀专项”“17 怀化城投 MTN001”和“20 怀化城投 MTN001”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 1-3　截至 2020 年 3 月底公司纳入合并范围子公司

序号	子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）		经营范围
			直接	间接	
1	怀化市城投房地产开发有限公司	3000.00	100.00	--	房地产开发（办理资质证后方可经营）；经济信息咨询；建筑机械设备；建筑材料的销售
2	开元发展（怀化）投资有限责任公司	20000.00	100.00	--	政府指定范围内的项目土地整理和储备，按政府规定的方式取得土地使用权后的土地综合开发；向未上市企业进行股权投资或其他法律法规允许的方式进行投资等
3	怀化城市资产经营有限公司	1000.00	100.00	--	依法经营管理市政府授权的国有资产；城市规划区内的土地经营；投资城市基础设施形成的资产的经营管理（城市管理、桥梁、码头、广场、体育场馆、公共场地的公益性资产的管理及冠名代理服务等）；道路公共泊车经营管理；房屋投资与销售及房屋租赁；工程建设；地下管沟管网经营管理；城市广告的策划、设计、制作、发布；停车场（楼）经营服务；物业管理和咨询
4	怀化市保障性安居工程投资有限公司	8500.00	100.00	--	怀化市城区保障性安居工程投融资及建设；房地产开发经营及物业管理
5	怀化紫东设计咨询有限公司	50.00	100.00	--	市政道路、园林景观设计；可研及环评报告编制、水土保持方案及防洪影响评价报告编制的服务；预算及项目手续办理的咨询服务
6	怀化正鑫建材有限责任公司	1000.00	100.00	--	水泥混凝土装饰制品制造；水泥、石灰和石膏制造；沥青混凝土销售；石灰石、石膏开采；矿产品、建材的生产及销售；化工产品制造（不含危险及监控化学品）；花卉苗木的种植及销售；亮化工程的施工；灯具、装饰物品批发；机械设备租赁；工程项目管理及技术咨询服务；土地整理及储备土地前期开发及配套建设
7	湖南怀城会展服务有限公司	200.00	100.00	--	会议及展览服务；展览陈列工程设计与施工；企业形象策划服务；文化活动的组织与策划；经济与商务咨询服务（不含金融、证券、期货咨询）；广告设计、广告制作服务；广告国内代理服务；广告发布服务；自有场地租赁；停车场运营管理；文化用品、体育用品、玩具销售；物业管理；仓储管理服务；餐饮服务；体育活动的组织与策划；商业活动组织、策划；户外拓展服务；文艺表演、娱乐活动的策划和组织；图文制作；为政府部门提供社保和

					医保管理服务；票务代售服务；公司礼仪服务；市场经营管理；政府采购代理；机器人竞赛活动组织策划票

资料来源：公司提供

附件 2　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）	48.22	29.90	18.30	16.99
资产总额（亿元）	371.69	335.05	343.06	345.70
所有者权益（亿元）	149.47	153.27	155.46	156.00
短期债务（亿元）	13.11	4.75	28.04	27.26
长期债务（亿元）	134.04	120.39	112.04	112.20
全部债务（亿元）	147.15	125.15	140.07	139.46
营业收入（亿元）	22.48	24.14	21.79	5.02
利润总额（亿元）	3.49	3.50	3.41	0.54
EBITDA（亿元）	4.36	4.49	4.19	--
经营性净现金流（亿元）	17.74	1.42	-19.17	-1.10
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.97	5.36	4.84	--
存货周转次数（次）	0.14	0.15	0.16	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.07	0.06	--
现金收入比（%）	109.12	101.42	54.47	0.93
营业利润率（%）	18.37	21.30	15.08	13.20
总资本收益率（%）	1.29	1.42	1.24	--
净资产收益率（%）	2.34	2.28	2.19	--
长期债务资本化比率（%）	47.28	43.99	41.88	41.83
全部债务资本化比率（%）	49.61	44.95	47.40	47.20
资产负债率（%）	59.79	54.26	54.68	54.87
流动比率（%）	398.18	512.42	429.10	422.18
速动比率（%）	248.95	327.88	278.37	275.24
经营现金流动负债比（%）	20.11	2.32	-25.38	--
现金短期债务比（倍）	3.68	6.29	0.65	0.62
全部债务/EBITDA（倍）	33.74	27.86	33.39	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.36	0.52	0.52	--

注：1. 2020 年一季度财务报表未经审计；2. 已将长期应付款有息部分调整至长期债务

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	32.25	19.51	13.24	10.56
资产总额（亿元）	338.76	304.40	300.77	302.35
所有者权益（亿元）	148.84	151.58	152.94	153.44
短期债务（亿元）	10.27	1.93	26.16	25.54
长期债务（亿元）	97.55	85.87	68.62	68.62
全部债务（亿元）	107.82	87.80	94.78	94.16
营业收入（亿元）	21.99	20.69	18.19	4.99
利润总额（亿元）	3.07	2.70	2.30	0.49
EBITDA（亿元）	3.48	3.24	2.56	--
经营性净现金流（亿元）	24.07	2.24	-8.67	-0.47
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.87	4.60	4.05	--
存货周转次数（次）	0.14	0.14	0.15	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.06	0.06	--
现金收入比（%）	104.48	105.93	32.50	0.00
营业利润率（%）	16.36	20.60	11.17	13.07
总资本收益率（%）	1.33	1.33	1.03	--
净资产收益率（%）	2.06	1.78	1.50	--
长期债务资本化比率（%）	39.59	36.16	30.97	30.90
全部债务资本化比率（%）	42.01	36.68	38.26	38.03
资产负债率（%）	56.06	50.20	49.15	49.25
流动比率（%）	337.03	413.77	347.41	344.69
速动比率（%）	197.52	248.69	211.00	210.14
经营现金流动负债比（%）	26.06	3.35	-10.95	--
现金短期债务比（倍）	3.14	10.09	0.51	0.41
全部债务/EBITDA（倍）	30.98	27.10	4.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.31	0.52	0.32	--

注：1. 2020 年一季度财务报表未经审计；2. 已将长期应付款有息部分调整至长期债务

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+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