信用等级公告

联合[2018] 1348 号

联合资信评估有限公司通过对榆林市城市投资经营集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持榆林市城市投资经营集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“12 榆城投债/PR 榆城投”债券信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十六日

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

榆林市城市投资经营集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+
上次主体长期信用等级：AA^+

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
12 榆城投债/PR 榆城投	3.75 亿元	2018/12/04	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	12.42	24.67	29.36
资产总额(亿元)	355.31	406.28	423.20
所有者权益(亿元)	128.73	159.24	161.90
短期债务(亿元)	23.67	46.09	28.62
长期债务(亿元)	93.20	84.21	130.49
全部债务(亿元)	116.87	130.30	159.11
营业收入(亿元)	8.21	10.65	14.16
利润总额(亿元)	1.12	0.10	0.00
EBITDA(亿元)	6.42	5.59	6.52
经营性净现金流(亿元)	2.52	2.88	11.72
营业利润率(%)	4.77	-5.58	-6.19
净资产收益率(%)	0.81	0.14	0.14
资产负债率(%)	63.77	60.81	61.74
全部债务资本化比率(%)	47.59	45.00	49.57
流动比率(%)	271.56	233.05	293.97
经营现金流动负债比(%)	4.81	3.94	21.26
全部债务/EBITDA(倍)	18.22	23.31	24.42
EBITDA 利息倍数(倍)	0.77	0.60	0.68

注：长期债务包括长期应付款中融资租赁款。

分析师

赵传第　许狄龙

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

榆林市城市投资经营集团有限公司（以下简称“公司”）是榆林市政府授权的唯一市政建设和供水、供电、供热等公用事业的运营实体，区域垄断优势突出。跟踪期内，公司在基础设施建设资金和政府财政补贴等方面得到榆林市政府的大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性较弱、债务规模增长较快、盈利能力弱和所有者权益质量较差等因素可能对其信用水平可能带来的不利影响。

未来随着榆林市地方经济持续发展，地方政府对公司的支持将持续，联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司以其合法拥有的土地使用权为“12 榆城投债/PR 榆城投”提供抵押担保，其评估价值对债券余额保障程度好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“12 榆城投债/PR 榆城投”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，榆林市经济稳步增长，产业结构进一步优化；地方财政收入大幅增长，整体财政实力较强。
2. 公司作为榆林市政府授权的唯一市政建设和供水、供电、供热等公用事业的运营实体，区域垄断优势突出，得到榆林市政府在基础设施建设资金和政府财政补贴等方面的支持。

关注

1. 公司应收类款项占用资金明显，存货中土地资产变现能力受土地市场和区域土地出让政策影响较大，资产流动性较弱。
2. 跟踪期内，公司债务规模增长较快，债务负担有所加重。

3. 跟踪期内，公司资本公积中对应基础设施类资产占比上升，所有者权益质量较差。
4. 跟踪期内，公司盈利能力仍弱，对政府支持依赖程度较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由榆林市城市投资经营集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

榆林市城市投资经营集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于榆林市城市投资经营集团有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化；截至 2017 年底，公司注册资本 8 亿元，已全部实收到位，榆林市国有资产监督管理委员会（以下简称“榆林国资委”）为公司实际控制人。

截至 2017 年底，公司资产总额 432.20 亿元，所有者权益 161.90 亿元（其中少数股东权益 7.84 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 14.16 亿元，利润总额-5.51 万元。

公司注册地址：陕西省榆林市高新技术产业园区榆溪大道榆林市城投集团办公楼；法定代表人：王连祥。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

“12 榆城投债/PR 榆城投”债券募集资金 15 亿元，用于榆林市中心商务区榆阳西路、建榆南路平房片区征收改造一期工程项目；跟踪期内，公司已结清该债券上一计息年度利息并兑付 25%的本金，募集资金已全部按照规定使用；截至评级报告出具日，募投项目已完工，“12 榆城投债/PR 榆城投”待偿还本金 3.75 亿元，将于 2018 年 12 月到期全部兑付。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行规模	债券余额	起息日	到期兑付日
12 榆城投债/PR 榆城投	15.00	3.75	2011/12/04	2018/12/04

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

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改

善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响

仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业与区域环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年未余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

公司是榆林市政府授权的唯一市政建设和公用事业的运营实体，经营、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响，并与城市建设、城市发展规划密切相关。

根据榆林市官方数据，2017 年，榆林市生产总值 3318.39 亿元，增长 8.0%。其中，第一产业增加值 167.68 亿元，增长 5.0%；第二产业增加值 2086.08 亿元，增长 6.0%；第三产业增加值 1064.63 亿元，增长 11.8%。三次产业增加值占生产总值的比重为 5.1：62.8：32.1。

2017 年，榆林市固定资产投资完成 1577.10 亿元，增长 7.5%。其中，第一产业投资 47.31 亿元，下降 12.2%；第二产业投资 774.66 亿元，增长 0.1%；第三产业投资 578.86 亿元，增长 34.5%；三次产业投资占固定资产总投资的比重为 3.4：55.3：41.3。

2017 年，榆林市地方财政收入完成 312.9 亿元，增长 34.5%，其中税收收入 264.2 亿元，占比 84.44%，财政收入结构较好。政府性基金方面，2017 年，榆林市实现政府性基金收入 22.5 亿元，增长 7.2%。

总体看，跟踪期内，榆林市经济稳步增长，经济结构进一步优化；地方公共财政预算收入大幅增长，整体财政实力较强。

六、基础素质分析

公司作为榆林市政府授权的唯一市政建设和供水、供电、供热等公用事业的运营实体，区域垄断优势突出。跟踪期内，公司持续得到榆林市政府在基础设施建设资金和政府财政补贴等方面的支持。

2017 年，公司获得榆林市财政局拨付的基础设施建设资金 0.69 亿元，计入“专项应付款”；同期，公司获得榆林市财政局拨付的政府财政补贴 7.92 亿元，计入“营业外收入”和“其他收益”。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10610802000393704），截至 2018 年 3 月 7 日，公司本部无不良贷款及欠息记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司承担了榆林市主要基础设施工程的建设任务，同时还从事供水、城市供热及供电、城市燃气供应等公共事业类业务，上述业务均由榆林市政府特许经营。

2017 年，公司实现营业收入 14.16 亿元，同比增长 32.98%。其中，基础设施建设及投资板块收入大幅增长，主要系榆溪雅园项目结转收入较多所致；公司公用事业板块收入小幅增长，主要系供水和供气收入增长所致。毛利率方面，2017 年，公司综合毛利率-3.22%，与上年变化不大，公用事业经营板块亏损经营，榆林市政府对公司予以适当补贴。

表 3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供水收入	28874.24	27.11	34.37	31311.45	22.11	35.84
城市供热收入	14896.85	13.99	34.14	13552.60	9.57	21.83
供电收入	9802.46	9.20	-114.34	9940.91	7.02	-181.74
工程收入	1129.11	1.06	-634.06	1544.70	1.09	-139.16
商品房销售收入	28261.81	26.54	4.54	57214.17	40.40	4.59
供气收入	18430.45	17.31	17.82	21285.87	15.03	12.94
其他收入	5098.66	4.79	-90.69	6769.95	4.78	-57.76
合计	**106493.58**	**100.00**	**-3.21**	**141619.65**	**100.00**	**-3.22**

资料来源：公司提供

2.业务经营分析

基础设施建设及投资

公司投资的项目分为两类：一种是作为经营主旨的由榆林市政府委托财政投资的市政统建项目；另一种则是为增强自身盈利能力，公司自建投资的经营性项目。

（1）市政统建项目

公司作为榆林市政建设的唯一载体，其参与市政建设领域较广，包括：道路工程、水利工程、环卫工程、供热工程、市政建筑物工程等。

经营模式方面，市政统建项目由公司负责行使融资职能并控制项目成本及质量。根据公司与榆林市政府签订的相关协议，工程建设费用除另有约定外均由公司代垫，计入“在建工程”。项目建成后，榆林市政府按项目建造成本加合理利润支付公司。

资金来源方面，主要为政府拨付基建资金、自有资金和外部融资，其中政府拨付的基建资金计入“专项应付款”，项目工程款计入“在建工程”；待项目竣工后由“在建工程”结转至“固定资产”，对应“专项应付款”结转至“资本公积”。

截至 2017 年底，公司重点在建统建项目包括新闻大厦、市民大厦和残疾人托养中心，计划总投资 11.43 亿元，已完成投资 11.80 亿元，未来仍需投资 1.53 亿元；超额投资的主要原因系项目用途改变导致。

表 4　截至 2017 年底公司重点在建统建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资
新闻大厦	6.80	6.60
市民大厦	4.10	5.00
残疾人托养中心	0.53	0.20
合计	**11.43**	**11.80**

资料来源：公司提供
注：市民大厦原名航宇大厦。

截至 2017 年底，公司提供的重点在建统建项目投资规模较小，与公司 2017 年度审计报告固定资产和在建项目中核算项目金额差异较大，主要原因系在建项目和固定资产中存在基础设施建设类项目挂账所致。

总体看，目前公司统建项目收入规模较小，在建统建项目已近投资完毕，无拟建统建项目，未来该板块投资规模较小。

（2）自建项目

公司自建投资的项目以棚户区改造等保障性住房建设为主，辅以对承担建设任务的市政工程项目周边地块进行商业开发，或是对已建成的统建项目进行部分商业开发投资。

截至 2017 年底，公司在建自建项目主要为榆溪沁苑和榆溪雅园，均已完工，实际投资 15.69 亿元。

2017 年，公司实现商品房销售收入 5.72 亿元，同比增长 102.44%，主要系达到收入确认条件的商品房增加所致；业务毛利率 4.59%，与上年变化不大。截至 2017 年度，公司预收房款账面价值为 3.96 亿元，预计未来该部分收入将逐步进行确认。

表 5　截至 2017 年底公司重点在建自建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资
榆溪沁苑	3.15	3.09
榆溪雅园	13.42	12.60
合计	**16.57**	**15.69**

资料来源：公司提供

公共事业运营

（1）供水业务

公司供水业务由榆林市自来水公司（以下简称“自来水公司”）、榆林市水务集团有限责任公司（以下简称“水务集团”）下属榆林市水务集团榆横工业园区供水有限公司（以下简称“榆横公司”）负责。

自来水公司负责供应市区范围内的企业和生活供水；截至 2017 年底，共有水厂 4 座，铺设各种口径管网总长度 531 公里，年供水能力 1752 万吨，供水面积 35.40 平方公里。榆横公

司负责榆横工业园区的工业和生活供水；截至2017年底，年供水能力8500万吨，供水面积112.00平方公里。

跟踪期内，榆林市水价未发生变化；2017年，公司售水量4227.96万吨，同比增加36万吨；同期，公司实现供水收入3.13亿元，同比增长8.44%；同期，供水业务毛利率为35.84%，同比变化不大。

（2）供热业务

公司供热业务主要由榆林市热力有限责任公司（以下简称“热力公司”）及榆林市汇通供热有限公司（以下简称“汇通供热”）承担。

热力公司主要承担榆林市南路钟楼巷以南，肤施路、上郡路、南到中医院范围内的热力供应；截至2017年底，共有1个供热总站，17个供热小站，居民供热面积202.13万平方米，非居民供热面积12.86万平方米。汇通供热主要承担榆林经济开发区范围内的热力供应；截至2017年底，共有1个供热总站，15个供热小站，居民供热面积491.43万平方米，非居民供热面积148.20万平方米。

跟踪期内，榆林市采暖费收费标准未发生变化；2017年，公司城市供热收入1.36亿元，同比下降9.02%，主要系采暖费回收困难加大导致收到的采暖费下滑；同期，城市供热业务毛利率下降12.31个百分点至21.83%，主要系原材料价格上涨所致。

（3）供电业务

公司供电业务主要由榆林经济开发区汇通热电有限公司（以下简称“汇通公司”）承担。

汇通公司发电提供给沙河变电站，主要承担开发区及周边地区范围内的电力供应；截至2017年底，拥有发电厂1个，装机总量2*50兆瓦，年发电能力6.7亿度，2017年发电量4.77亿度。

跟踪期内，榆林市电费上网价格未发生变化；2017年，公司售电量3.88亿千瓦时，实现供电收入0.99亿元，同比均变化不大；2017年，供电业务毛利率下降67.40个百分点至-181.74%，主要系原材料价格上涨所致。

（4）供气业务

公司天然气供应业务主要由全资子公司陕西榆林中燃天然气有限公司（以下简称“中燃公司”）承担。

中燃公司燃气的供应区域范围为榆林市域范围内榆川天然气公司经营范围之外的区域，以及榆神、榆横工业园区；截至2017年底，拥有各类输气管道686.86公里，年输气能力超过10.27亿立方米/年，累计完成居民用户签约超过25499户，工商服用户262户，工业6户。

跟踪期内，根据榆林市物价局陕价商发【2017】92号文件，榆林市非居民用天然气价格在原有基础上顺加0.11元执行；2017年，公司售气量1.1亿方，同比变化不大；同期，公司供气收入2.13亿元，同比增长15.49%，主要系非居民用气价格上升所致；供气业务毛利率下降4.88个百分点至12.94%，主要系工业用气比例下降所致。

总体看，受主营业务性质影响，公司经营业务具有区域专营性，业务风险小，但盈利能力弱。跟踪期内，受商品房销售业务板块影响，公司营业收入有所增长；综合毛利率同比变化不大，仍为负值。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017年度合并财务报表，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2017年底，纳入公司合并范围子公司18家，同比未发生变化，财务数据可比性强。

截至2017年底，公司资产总额432.20亿元，所有者权益161.90亿元（其中少数股东权益7.84亿元）；2017年，公司实现营业收入14.16亿元，利润总额-5.51万元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 423.20 亿元，同比增长 4.16%，主要系非流动资产增加所致，公司资产结构以非流动资产为主。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**170.58**	**41.99**	**162.14**	**38.31**
货币资金	24.49	6.03	29.24	6.91
其他应收款	35.02	8.62	37.93	8.96
存货	85.46	21.03	72.81	17.21
非流动资产	**235.70**	**58.01**	**261.06**	**61.69**
长期应收款	13.58	3.34	28.14	6.65
固定资产	77.35	19.04	89.76	21.21
在建工程	130.48	32.12	128.25	30.30
资产总额	**406.28**	**100.00**	**423.20**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

流动资产方面，2017 年底，公司流动资产 162.14 亿元，同比下降 4.95%。其中，货币资金 29.24 亿元，同比增长 19.37%，主要系收到政府财政补贴和有息负债借入所致。

2017 年底，公司应收账款 7.49 亿元，同比下降 9.25%，主要系计提坏账准备所致，计提坏账准备 1.99 亿元，计提比率 21.02%。集中度方面，公司应收账款主要为应收榆林市财政局款项，占比 92.68%，集中度高；账龄方面，4~5 年占比 62.72%，5 年以上占比 26.89%，账龄偏长。总体看，公司应收账款主要为应收榆林市财政局款项，安全性较高；但考虑到其规模较大，对公司资金形成一定占用。

2017 年底，公司其他应收款 37.93 亿元，同比增长 8.31%，主要系与榆林市财政局往来款增加所致，计提坏账准备 1.06 亿元，计提比率 2.71%。集中度方面，公司其他应收款主要为与榆林市财政局、榆横工业区管委会和空港管委会土地储备中心往来款，分别占比 59.37%、14.73%和 11.09%，集中度高；账龄方面，1 年以内占比 17.15%，1~2 年占比 13.67%，2~3 年占比 18.69%，3~4 年占比 17.05%，4~5 年占比 25.79%，账龄分布较为平均。总体看，公司其他应收款主要为应收榆林市政府部门款项，安全性较高；但考虑到其规模较大，对公司资金形成一定占用。

公司存货主要为开发成本，包括土地使用权和自建项目成本。2017 年底，公司存货 72.81 亿元，同比下降 14.79%，主要系房地产项目结转成本和明珠 CBD 项目部分土地被榆林市政府收回所致。

非流动资产方面，2017 年底，公司非流动资产 261.06 亿元，同比增长 10.76%。其中，长期应收款 28.14 亿元，同比增长 107.24%，主要系棚改资金转贷增加所致；固定资产 89.76 亿元，同比增长 16.04%，在建工程 128.25 亿元，同比下降 1.71%，主要系榆林大道、榆溪滨河公园和滨河路等在建项目达到预定可使用状态转入固定资产所致。公司在建工程主要核算统建项目成本。

截至 2017 年底，公司受限资产 28.81 亿元，受限比例 6.81%。其中，受限货币资金 7.28 亿元，主要为榆林市棚户区改造专项资金；受限存货 17.52 亿元，系用于抵押借款的 2 宗土地使用权；受限持有至到期投资 2.68 亿元，系用于质押借款的定期存单；受限固定资产 1.33 亿元，系用于融资租赁的房屋所有权。

跟踪期内，公司资产总额有所上升，应收款项、开发成本和在建工程占比较大，应收款项对公司资金占用明显，开发成本中土地资产变现能力受土地市场和区域土地出让政策影响较大；在建项目和固定资产中存在基础设施建设类挂账项目。总体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 161.90 亿元，同比增长 1.67%。其中，实收资本同比未发生变化；资本公积增加 13.52 亿元，主要系在建

工程达到预定可使用状态转固导致基础设施专项资金由专项应付款转为资本公积，资本公积减少 11.03 亿元，主要系部分明珠 CBD 项目土地和榆市国用【2014】第 48054 号土地使用权被榆林市政府收回，资本公积同比净增长 1.98%。2017 年底，公司资本公积 128.32 亿元。

跟踪期内，公司所有者权益主要由资本公积构成，稳定性较好；资本公积中对应基础设施类资产占比较大且有所上升，总体看，所有者权益质量较差。

负债

2017 年底，公司负债总额 261.30 亿元，同比增长 5.77%，主要系非流动负债增加所致。跟踪期内，公司负债构成仍以非流动负债为主，占比进一步增大至 78.89%。

流动负债方面，2017 年底，公司流动负债 55.15 亿元，同比下降 24.65%。其中，短期借款同比增加 2.70 亿元至 3.70 亿元，全部为保证借款；应付账款和其他应付款分别为 15.24 亿元和 4.72 亿元，同比均变化不大；一年内到期的非流动负债同比下降 44.18%至 24.90 亿元，主要为一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，2017 年底，公司非流动负债 206.14 亿元，同比增长 18.58%。其中，长期借款同比增长 23.58%至 72.63 亿元，由保证借款、质押借款和信用借款构成；应付债券同比增长 22.11%至 45.58 亿元，系新发行“17 榆林城投 PPN001”（15.00 亿元）、“17 榆林城投 PPN002”（15.00 亿元）和“17 榆林水务 PPN001”（1.00 亿元）所致；长期应付款 26.96 亿元，同比增长 30.76%，主要系通过融资租赁借入资金所致，已调整至有息债务；专项应付款 60.25 亿元，同比下降 19.95%，主要系在建工程达到预定可使用状态转固导致基础设施专项资金由专项应付款转为资本公积所致。

有息债务方面，2017 年底，公司全部债务 159.11 亿元，同比增长 22.11%，债务结构以长期债务为主（占 82.01%）。

表 7　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
短期债务	46.09	28.62
长期债务	84.21	130.49
全部债务	130.30	159.11
资产负债率	60.81	61.74
全部债务资本化比率	45.00	49.57
长期债务资本化比率	34.59	44.63

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

债务指标方面，2017 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 61.74%、49.57%和 44.63%，较 2016 年底分别上升 0.93 个、4.57 个和 10.04 个百分点，主要系有息债务增加所致。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所上升，债务结构有所优化，债务指标保持适中水平。若考虑到公司所有者权益中存在基础设施类资产，所有者权益质量较差，公司实际债务负担较重。

4. 偿债能力

2017 年，公司营业收入 14.16 亿元，同比增长 32.98%，主要系房地产销售收入增加所致；同期，公司营业利润率变化不大，为-6.19%。

2017 年，公司期间费用 5.39 亿元，其中管理费用 1.97 亿元，同比增长 14.44%，主要系固定资产增加导致折旧费用增加所致；财务费用 3.33 亿元，同比增长 11.20%，主要系债务规模增加导致利息支出增加所致。同期，公司期间费用率 38.05%，同比下降 6.49 个百分点，仍对利润侵蚀严重。

非经常性损益方面，2017 年，公司确认投资收益-4017.44 万元，主要系处置可供出售权益工具亏损和联营单位陕西榆横铁路有限公司经营亏损所致；同期，公司取得其他收益 3054.75 万元，主要系取得的居民供热补贴；2017 年，公司营业外收入 7.65 亿元，主要系取得的城市基础设施建设维护专项补贴；同期，公司利润总额-5.51 万元。

表 8　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
营业收入	10.65	14.16
期间费用	4.74	5.39
投资收益	-0.14	-0.40
其他收益	--	0.31
营业外收入	6.49	7.65
利润总额	0.10	0.00
营业利润率	-5.58	-6.19
总资本收益率	1.14	1.23
净资产收益率	0.14	0.14

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益和净资产收益率分别为 1.23%和 0.14%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模快速上升；受业务性质影响，盈利能力弱，公司利润总额依赖于政府补贴。

5. 现金流

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入量 21.79 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 13.34 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 8.44 亿元，主要系收到的政府财政补贴；同期，公司现金收入比 94.23%，主要来源于预收房款和公用事业板块，收现质量较好；2017 年，公司经营活动现金流出 10.06 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 6.43 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 0.50 亿元；2017 年，公司经营活动现金净流量净额 11.72 亿元。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入量 6.32 亿元。其中，收回投资收到的现金 3.03 亿元，主要系收回定期存款所致；收到其他与投资活动有关的现金 3.28 亿元，主要系收回土储中心借款。同期，公司投资活动现金流出量 28.89 亿元。其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 14.48 亿元，主要系统建项目投入所致；支付其他与投资活动有关的现金 14.07 亿元，主要系划拨棚改建设资金所致。2017 年，公司投资活动现金净额 -22.57 亿元。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入85.04亿元，其中取得银行借款和债券收到的现金74.39亿元，收到其他与筹资活动有关的现金10.65亿元，主要系收到的融资租赁款；同期，公司筹资活动现金流出66.49亿元，其中偿还有息债务本金及利息60.79亿元，支付其他与筹资活动有关的现金5.70亿元，主要系支付的融资租赁租金；2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额18.55亿元。

表 9　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	16.67	21.79
经营活动现金流出量	13.79	10.06
经营活动现金净流量	2.88	11.72
投资活动现金净流量	-18.01	-22.57
筹资活动现金净流量	17.26	18.55
现金收入比	94.26	94.23

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

总体看，跟踪期内，公司投资活动资金需求有所增加，经营活动的现金流无法满足投资活动需求，公司对外筹资压力大。

6. 盈利能力

从短期偿债指标来看，2017 年底公司流动比率和速动比率大幅增长，分别为 293.97%和 161.95%，同比分别上升 60.92 个和 45.65 个百分点。2017 年，公司经营现金流动负债比为 21.26%，对流动负债保障能力一般。截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产 29.36 亿元，为公司短期债务的 1.03 倍。总体看，公司存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 6.52 亿元，同比增长 16.57%；2017 年底，公司全部债务/EBITDA 为 24.42 倍。考虑到政府对公司运营上的资金支持以及在榆林市内的区域地位，公司整体偿债能力一般。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 19.74 亿元，担保比率 12.19%。其中，公司为榆神能源开发建设有限责任公司提供担保，担保余额 16.21 亿元；为榆林城投西港置业有限公司提供担保，担保余额 0.64 亿元；子公司榆林市国信融资担保有限公司为客户在银行的贷款提供担保，担保余额 2.90 亿元。总体看，公司对外担保被担保企业主要为区域内国有企业，对外担保比率一般，存在一定或有负债风险。

截至 2017 年底，公司获得银行授信总额 178.65 亿元，已使用额度 111.85 亿元，未使用额度 66.80 亿元，公司间接融资渠道畅通。

十、存续期内债券偿债能力

截至 2017 年底，“12 榆城投债/PR 榆城投”债券余额为 3.75 亿元，于 2018 年底到期兑付；2017 年，公司 EBITDA 为 6.52 元，为“12 榆城投债/PR 榆城投”债券余额的 1.74 倍；同期，公司经营活动现金净流量 11.72 亿元，为“12 榆城投债/PR 榆城投”债券余额的 3.13 倍。

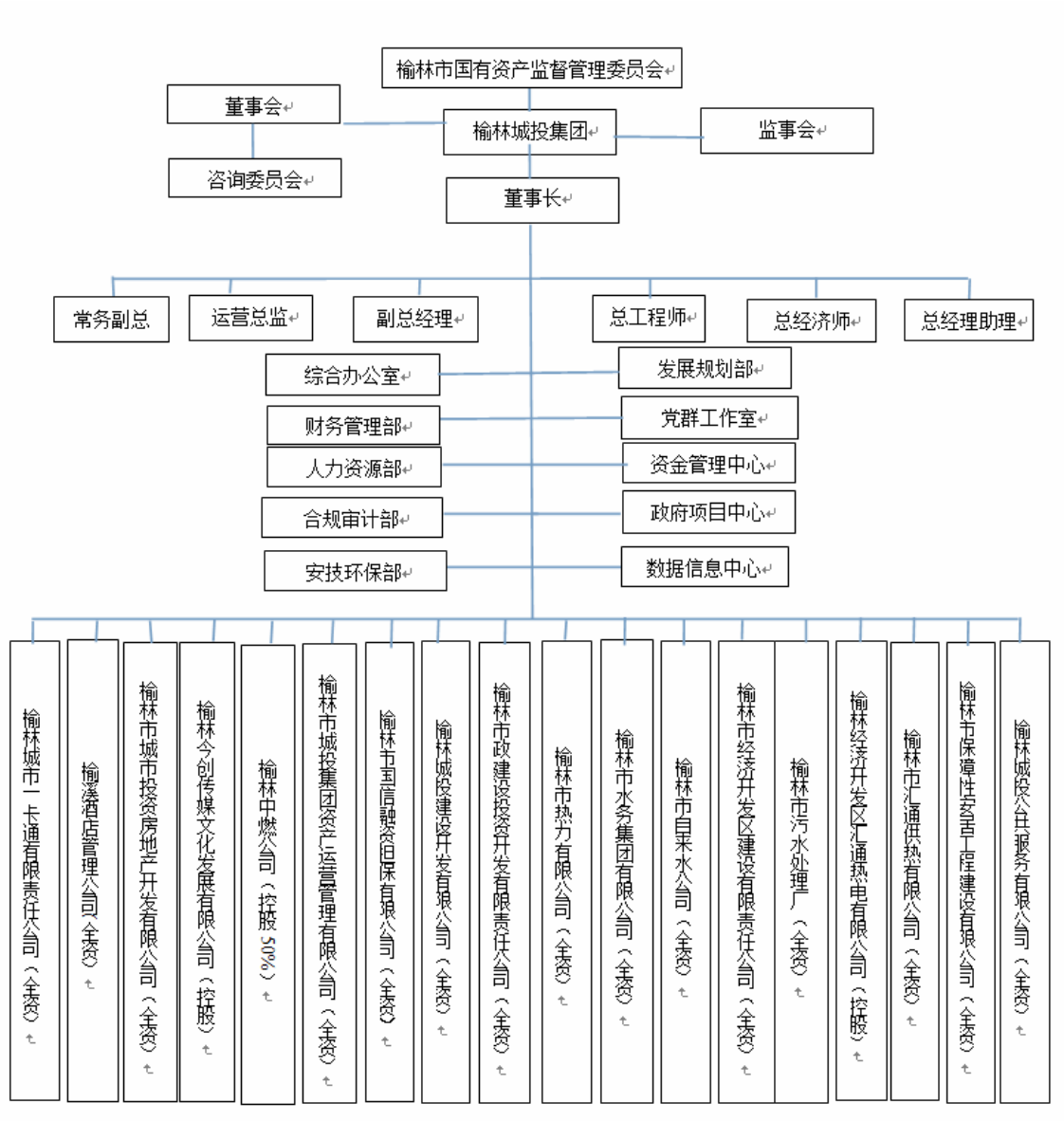
公司以其合法拥有的榆横国用【2011】第 041 号土地使用权为“12 榆城投债/PR 榆城投”提供抵押担保；跟踪期内，公司根据相关协议约定，将原土地使用权改变性质后分割，并释放部分土地使用权证，将剩余土地使用权证继续为“12 榆城投债/PR 榆城投”提供抵押担保；最新抵押担保土地使用权证编号为陕【2017】榆林市不动产权第 01214、01215 号。根据 2017 年 9 月 18 日陕西东信土地估价有限公司提供的土地估价报告（陕东地价【2017】（估）字第 201 号），上述土地价值约为 142556.00 万元，对于“12 榆城投债/PR 榆城投”余额的覆盖倍数为 3.80 倍。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金、EBITDA 和抵押土地评估价值“12 榆城投债/PR 榆城投”债券余额保障程度好。

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^+，“12 榆城投债/PR 榆城投”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图和组织架构图



附件 1-2　截至 2017 年底公司合并范围子公司情况

子公司名称	持股比例（%）	注册资本（万元）	经营范围
榆林市城市投资房地产开发有限公司	100.00%	10000.00	房地产开发、物业管理（凭资质经营）；建筑材料、五金交电、水泥制品、钢材的销售；房地产信息咨询。
陕西榆林中燃天然气有限公司	50.00%	12000.00	管道燃气（天然气）输配供应；燃气器具及配件的销售、安装、维修。
榆林今创传媒文化发展有限公司	75.00%	240.00	广告设计、制作、代理、发布；多媒体开发及技术服务；企业形象策划与宣传；文化旅游项目策划及投资；市场营销及信息咨询服务。
榆林市国信融资担保有限公司	100.00%	30000.00	贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保业务及其他法律、法规许可的融资性担保业务；诉讼保全担保、履约担保以及与担保有关的融资咨询、财务顾问业务和自有资金进行的投资。
榆林城投建设开发有限公司	100.00%	10000.00	房屋建筑工程施工、路桥工程施工、市政工程施工、土建工程施工、园林绿化工程施工工（凭资质经营）；城市基础设施、公共设施投资、建设；房地产开发、物业管理（凭资质经营）；工程建设项目管理、物业项目建设运营管理；商品混凝土、建筑材料、五金、化工产品（危险化学品除外）、消防设备、地板砖、卫生洁具、电线电缆的销售；架材租赁。
榆林市城投集团资产运营管理有限公司	100.00%	20000.00	在市政府授权范围内进行国有资产投资及管理；房地产销售。
榆林经济开发区汇通热电有限公司	94.76%	48662.00	热力、电力生产销售。
榆林市汇通供热有限公司	100.00%	100.00	建设集中供热管网和热力交换站；热电其他项目的建设；开发区集中采暖供热。
榆林市市政建设投资开发有限责任公司	100.00%	12404.00	城市建设投资；基础设施建设及房地产开发（凭资质经营）；建筑材料销售。
榆林市自来水公司	100.00%	970.00	自来水的生产及销售；供水、给排水、管道工程专业承包三级、水暖机电设备维修、水暖电材料销售；劳保用品销售；水质检测。
榆林市污水处理厂	100.00%	1000.00	市区内污水处理和排放，污水管网、泵站和倒虹管的建设、运营、管理与维护，实施污水净化回用工程，污水处理费的收缴。
榆林市水务集团有限责任公司	100.00%	10000.00	水资源的开发、利用和经营管理，受政府授权的商业性用水项目的组织论证，水资源项目的投资管理；企业管理服务。
榆林市热力有限责任公司	100.00%	4830.00	城市集中供热；供热设施建设；换热站的设计、建设、管理；热力管道的设计、安装、维修；热力管道及设备的防腐、保温；热力生产、运行、输配、供应；房屋租赁。
榆林经济开发区建设有限责任公司	100.00%	5000.00	开发区土地平整及基础设施的建设和经营管理；开发区房地产开发、物业管理、绿化（凭资质经营）及经营管理；筹措开发区基础设施建设资金，对外投资。
榆林城市一卡通有限责任公司	51.00%	1500.00	城市一卡通 IC 卡的制作、发售、结算及系统投资、建设和管理；便民服务；户外广告、设计、制作、代理发布。
西安榆溪酒店管理有限责任公司	100.00%	1000.00	一般经营项目：酒店项目投资；酒店管理；室内外装饰装修工程的设计、施工；企业管理咨询；物业管理；企业形象策划；广告的设计、制作、代理、发布；劳务派遣。
榆林市保障性安居工程建设有限公司	100.00%	10000.00	保障性住房的建设管理；经营性资产的管理；房地产开发；房屋租赁。
榆林城投公共服务有限公司	100.00%	500.00	公共自行车、停车场的运营管理服务及管理系统技术咨询；房屋租赁；广告设计、制作及代理；多媒体开发及技术服务。

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	12.42	24.67	29.36
资产总额(亿元)	355.31	406.28	423.20
所有者权益(亿元)	128.73	159.24	161.90
短期债务(亿元)	23.67	46.09	28.62
长期债务(亿元)	93.20	84.21	130.49
全部债务(亿元)	116.87	130.30	159.11
营业收入(亿元)	8.21	10.65	14.16
利润总额(亿元)	1.12	0.10	0.00
EBITDA(亿元)	6.42	5.59	6.52
经营性净现金流(亿元)	2.52	2.88	11.72
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.84	1.24	1.76
存货周转次数(次)	0.09	0.13	0.18
总资产周转次数（次）	0.02	0.03	0.03
现金收入比(%)	107.22	94.26	94.23
营业利润率(%)	4.77	-5.58	-6.19
总资本收益率(%)	1.72	1.14	1.23
净资产收益率(%)	0.81	0.14	0.14
长期债务资本化比率(%)	42.00	34.59	44.63
全部债务资本化比率(%)	47.59	45.00	49.57
资产负债率(%)	63.77	60.81	61.74
流动比率(%)	271.56	233.05	293.97
速动比率(%)	115.53	116.30	161.95
经营现金流动负债比(%)	4.81	3.94	21.26
全部债务/EBITDA（倍）	18.22	23.31	24.42
EBITDA 利息倍数（倍）	0.77	0.60	0.68

注：长期债务包括长期应付款中融资租赁款。

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-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　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

附件 4-3　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。