信用等级公告

联合[2018] 1889 号

联合资信评估有限公司通过对嘉兴市城市投资发展集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持嘉兴市城市投资发展集团有限公司的主体长期信用等级为 AA^+，维持“16 嘉兴城投 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

二零一八年七月二十四日

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

嘉兴市城市投资发展集团有限公司跟踪评级报告

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^+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 嘉兴城投 MTN001	6 亿元	2021/4/15	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 24 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.40	17.43	22.79	25.71
资产总额(亿元)	248.59	230.22	253.86	272.44
所有者权益(亿元)	79.89	122.83	132.79	133.04
短期债务(亿元）	25.62	19.41	5.76	4.63
长期债务(亿元)	89.88	38.42	17.92	34.67
全部债务(亿元)	115.50	57.83	23.68	39.30
营业收入(亿元)	20.20	18.40	24.10	6.50
利润总额(亿元)	2.40	1.93	2.27	0.26
EBITDA(亿元)	5.25	5.05	5.39	--
经营性净现金流(亿元)	3.68	14.31	42.50	-0.21
应收类款项/资产总额(%)	11.41	9.17	7.97	7.87
营业利润率(%)	18.51	18.13	14.13	13.49
净资产收益率(%)	2.56	1.55	1.62	--
资产负债率(%)	67.86	46.65	47.69	51.17
全部债务资本化比率(%)	59.11	32.01	15.13	22.80
流动比率(%)	351.97	370.42	250.46	266.91
经营现金流动负债比(%)	6.00	25.68	48.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.00	11.44	4.40	--

注：2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

分析师

张 宁　王 超

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

跟踪期内，嘉兴市经济持续增长，嘉兴市城市投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）在嘉兴市燃气供应、旅游开发以及嘉兴市中心城区基础设施建设方面具有区域专营优势，并持续获得在土地出让金返还、债务置换等方面的外部支持，公司营业收入快速增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司存货占比较大、资产流动性较弱等因素给公司信用水平带来的不利影响。随着公司多元化经营板块的不断发展，公司经营前景良好。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA^+，维持“16 嘉兴城投 MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司持续获得在土地出让金返还、债务置换等方面的外部支持。
2. 公司待出让的土地资产储备殷实，土地地理位置优越，资产较为优质。
3. 跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入大幅增加，对存续期内债券的覆盖能力较强。

关注

1. 公司存货占比较大，且以流动性较弱的土地开发和代建项目为主，变现能力受政府拨款效率影响，公司整体资产流动性较弱。
2. 公司受托代建项目规模大，目前公司仍靠土地出让金返还平衡项目资金投入，联合资信将持续关注未来回购实施情况。
3. 公司未来计划投资规模较大，将面临一定的资金支出压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由嘉兴市城市投资发展集团有限公司（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。

嘉兴市城市投资发展集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于嘉兴市城市投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，股东为嘉兴市文化名城投资集团有限公司（以下简称“文化名城公司”）（嘉兴市国资委直属的投资型国有独资企业），实际控制人为嘉兴市国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉兴市国资委”）。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 22.50 亿元。

跟踪期内，公司仍是嘉兴市燃气供应和旅游经营实体以及嘉兴市中心城区基础设施建设主体。截至 2018 年 6 月底，公司内设办公室、纪检监事室、党群人事部、总师室、财务部、投资发展部和质量安全部共计 7 个职能部门，拥有 12 家全资一级子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 253.86 亿元，所有者权益 132.79 亿元；2017 年，公司实现营业收入 24.10 亿元，利润总额 2.27 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 272.44 亿元，所有者权益 133.04 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.50 亿元，利润总额 0.26 亿元。

公司注册地址：嘉兴市环城西路 333 号四层；法定代表人：陈士洪。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年6月底，联合资信所评“16嘉兴城投MTN001”尚需偿还债券余额6.00亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付“16嘉兴城投MTN001”的债券利息。

截至2018年6月底，“16嘉兴城投MTN001”募集资金全部用于置换银行贷款，已全部使用完毕。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 嘉兴城投 MTN001	6.00	6.00	2016/04/15	5 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1.　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。

2. 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 年以来与城投企业相关的主要政策

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、上年末余额低于限额部分。（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

3. 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。

4. 区域经济

公司在嘉兴市燃气供应、旅游开发以及嘉兴市中心城区基础设施建设方面具有区域专营性优势。嘉兴市的经济水平对公司发展有一定影响。

嘉兴市经济总量保持增长，固定资产投资较快增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

根据《嘉兴市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年嘉兴市实现生产总值 4355.24 亿元，同比增长 7.8%。其中第一产业增加值 134.67 亿元，同比增长 1.2%；第二产业增加值 2309.30 亿元，同比增长 8.6%；第三产业增加值 1911.27 亿元，同比增长 7.3%。三次产业结构调整为 3.1:53.0:43.9。按常住人口计算，全年人均生产总值 93964 元，同比增长 7.0%。

2017 年，嘉兴市实现固定资产投资 3009.64 亿元，同比增长 11.2%。规模以上工业增加值 1727.29 亿元，同比增长 9.5%。其中，重工业增加值 988.49 亿元，同比增长 11.5%；轻工业增加值 738.80 亿元，同比增长 7.1%。目前，嘉兴市致力于发展战略性新兴产业、高新技术产业和装备制造业，工业发展新动能不断增强。2017 年，全市规模以上工业战略性新兴产业、高新技术产业和装备制造业增加值分别为 622.49 亿元、813.74 亿元及 489.95 亿元，增速分别为 8.5%、10.8%和 16.0%。

跟踪期内，嘉兴市房地产投资显著增长，房地产销售面积在持续高速增长后有所回落，销售均价持续上涨。

2017 年，嘉兴市全年房地产开发投资 723.80 亿元，同比增长 51.3%；房屋施工面积 4337.24 万平方米，同比下降 1.5%；房屋竣工面积 712.58 万平方米，同比下降 33.9%，商品房销售面积 1058.77 万平方米，同比下降 7.5%。但由于房价上涨，嘉兴市商品房销售额大幅增加。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，股东为文化名城公司，实际控制人为嘉兴市国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，嘉兴市财政收入稳定增长，财政自给能力强。公司持续获得了在土地出让金返还、债务置换等方面的外部支持。

根据《关于嘉兴市 2017 年全市和市本级预算执行情况及 2018 年全市和市本级预算的报告》，2017 年，嘉兴市市本级地方一般公共预算收入 143.14 亿元，同比增长 16.1%。其中税收收入 133.02 亿元，同比增长 23.5%；一般公共预算支出 116.27 亿元，同比增长 6.9%。自给率 123.11%，较上年增加 6.06 个百分点，财政自给能力强。转移性收入 9.08 亿元，较上年增长 5.9%。

土地出让金返还

根据嘉办【2004】88号政府抄告单内容，市区二环路以内约25平方公里、秀城新区约2.5平方公里由公司对该区域进行投资开发建设，上述范围内的土地出让收益金，除按规定扣除20%的规费后，其余80%的出让金由市财政专户直接拨入公司，用于该区域的城市基础设施建设。公司每年会收到相关土地出让金返还（计入补贴收入及冲减“存货”相关科目）。2017年，公司收到政府财政补贴收入2.50亿元、政府建设资金6.32亿元冲减“存货”。

债务置换

2017 年，子公司嘉兴城市建设投资有限公司（以下简称“嘉兴城建”）收到中山路、越秀路整治工程款等财政拨款资金 1614.34 万元，增加资本公积；同期，子公司嘉兴城建收到地方政府债券 8.70 亿元转增资本公积。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（银行版专业版）》，（机构信用代码：G1033040200303500P），截至 2018 年 7 月 18 日，公司无未结清和已结清的关注类或不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至跟踪报告出具日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司设党委会，其中党委书记 1 名，由公司董事长兼任，并相应修订了章程。该党委会在公司治理结构中行使审议公司发展战略规划、确定公司中层管理人员后备人选并提名公司中层以上管理人员后备人选、董事会及经理层提请的有关公司改革发展中的重大事项等职权。此外，董事会应执行党委会和股东的决定。

该党委会在公司治理结构中处于领导地位。公司在其他管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司营业收入快速增长，收入构成未发生明显变化，仍以燃气、房地产、旅游等市场化运作的经营性业务为主，收入实现质量尚可。

2017 年，公司实现营业收入 24.10 亿元，同比增长 30.96%。其中燃气业务收入和商品房销售收入为公司营业收入的最主要来源，占比分别为 58.48%和 28.69%。其中燃气业务板块收入 14.09 亿元，同比增长 41.16%，主要是由于嘉兴市“煤改气”政策稳步推进并且燃气配套设施完善使得燃气销量大幅增加。毛利率方面，2017 年公司综合毛利率为 15.74%，较上年下降 4.28 个百分点，主要是由于公司在售的自建商品房项目毛利率较低，且凭票参观人数占参观总数比例较 2016 年有所下降，导致旅游业务板块收入增幅小于运营成本所致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.50

亿元，相当于2017年全年的26.99%，受季节性波动影响，商品房销售业务收入占营业收入比重较2017年有所下降；同期，营业综合毛利率14.30%，较上年略有下滑。

表3　2016~2018年3月公司营业收入变动情况　（单位：万元、%）

业务类型	2016年			2017年			2018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
工程结算	3183.84	1.73	9.09	2280.86	0.95	3.64	480.14	0.74	-5.20
商品房销售	52264.86	28.40	32.01	69142.76	28.69	23.70	10340.15	15.90	47.15
天然气、燃气及配套销售	99841.16	54.26	2.37	140934.74	58.48	4.01	46532.53	71.55	1.10
旅游、客房、餐饮、租金	21309.30	11.58	64.50	23031.67	9.56	52.58	5131.24	7.89	47.14
其他	7412.49	4.03	49.97	5597.95	2.32	66.21	2552.25	3.92	59.61
合计	**184011.65**	**100.00**	**20.02**	**240987.97**	**100.00**	**15.74**	**65036.31**	**100.00**	**14.30**

注：其他业务主要系保安费、讲解员服务费等
资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司燃气业务受“煤改气”影响，天然气采购量和销售量均有所增加，天然气销售收入大幅增长。随着未来中、低压管网建设的不断推进，燃气业务收入有望持续增长。

公司是嘉兴市重要的燃气管道建设和燃气供应业务经营主体，在燃气供应领域具有区域专营优势。燃气业务主要由嘉兴市天然气管网经营有限公司（以下简称“管网公司”）和嘉兴市燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”）经营。管网公司主要负责燃气输送管网的投资建设、燃气的批量采购、向燃气集团等大型集团销售；燃气集团负责向特许经营权规定范围内终端用户销售天然气和液化气。自2016年燃气集团划出公司合并范围后，公司燃气业务收入仅由管网公司销售给燃气集团以及部分直供单位的燃气销售收入构成。

跟踪期内，公司持续推进管线和配套设施建设。管网公司负责管道安装等业务，主要是嘉兴市区燃气管网的铺设工作，铺设管道共三条线，建设周期长。近年来，随着秀洲区、南湖区、经济开发区的逐步发展，公司管网长度较快增长。截至2018年3月底，燃气管道长度增加至483公里。其中，高压管线已全部建成，完成长度164.70公里；中、低压管线仍不断完善，已建长度318.3公里，计划于2020年前建设完毕，项目总投资1.83亿元。截至2018年3月底已投资0.54亿元，未来尚需投资规模小。

采购方面，跟踪期内，浙江省天然气开发有限公司（以下简称“省天然气公司”）仍是管网公司燃气唯一的采购来源，采购合同按年签订。采购价格按照省物价部门核发的届时天然气价格确定，2017年，天然气平均采购价格（含税）为2.16元/立方米，同比下降4.85%；合同总价14.78亿元，同比增长39.49%。采购结算通常由管网公司每周将当周预付的全部燃气费支付给省天然气公司。

表4　近年公司天然气采购情况

项　目	2016年	2017年	2018年1~3月
采购数量（万立方米）	46684.80	68188.16	22562.53
平均采购价格（元/立方米）[1]	2.27	2.16	2.12
合同总价（万元）	105982.06	147835.50	47895.74

资料来源：公司提供

销售方面，管网公司从省天然气公司采购天然气后，仍以统一的价格销售给燃气集团，再由燃气集团销售给嘉兴市区内的终端用户。跟踪期内，浙江省物价局对原有非居民用天然气价格进行下调，但受“煤改气”的影响销售气量较上年大幅增加。2017年，公司整体天然气销售收入（不含税）上升至13.84亿元，2018

[1]平均采购价格=合同总价/采购数量；单位为元/立方米。

年 1~3 月为 4.65 亿元。

毛利率方面，2017 年由于燃气业务规模稳步增长，天然气销售与采购差价有所增长，毛利率由 2.37%上升至 4.01%，2018 年 1~3 月为 1.10%，较 2017 年有所下降，主要系燃气业务相关成本短期有所上升所致。

表5 近年公司天然气销售情况

项 目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
天然气销售收入（万元）	97737.02	138406.05	46532.53
天然气销售量（万立方米）	46583.07	67826.34	23119.82
天然气平均销售价格(元/立方米)	2.09	2.04	2.01

注：以上价格均为不含税价格。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司持续进行嘉兴市指定区域内的土地整理及市政代建工程业务，土地出让返还情况正常；在建项目未来剩余投资规模仍较大，公司存在一定的筹资压力。

公司受嘉兴市政府委托在嘉兴市二环以内及市区的特定区域内实施土地整理、道路建设改造及旧城拆迁改造等市政建设。代建项目由公司下属子公司嘉兴市城市嘉兴城建和嘉兴市嘉城建设发展有限公司（以下简称“嘉城发展”）负责。

①公司土地开发项目资金来源为自筹。公司土地整理达到出让条件后，嘉兴市政府根据公司当年整理的情况将土地出让收入扣除约 20%的规费后，剩余 80%返还公司。2017 年公司收到 2.50 亿元土地出让金返还用于平衡土地整理投入，并由此实现滚动开发，计入“其他收益”；并收到 6.32 亿元用于平衡代建市政项目，冲减“存货-受托代建项目”。2018 年一季度尚未收到相关土地返还。

表 6 2016~2017 年收到的土地收益金情况

（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年
补贴收入	25000.00	25000.00
存货冲减	70850.17	63194.55
合计	**95850.17**	**88194.55**

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司已完成土地整理、尚未出让的土地 1003.45 亩（其中二环以内 611.45 亩，二环以外 392.00 亩），主要为商住、商业和商办用地，预计出让金额 78.17 亿元，扣除规费后公司预期实现获得土地款返还 58.63 亿元。

②市政建设项目主要由嘉城发展根据嘉兴市政府每年下达的项目计划安排开展代建业务。代建项目资金来源为自筹，项目竣工结算之后政府按照项目审计后的工程总结算造价加项目发生的融资费用进行回购，在未付清回购资金时，项目所有权归公司所有。

该类项目在“存货-受托代建项目”科目中体现，未来实现现金回笼后直接冲减“存货-受托代建项目”，由于政府与公司暂未制定明确的回购计划，截至目前公司代建市政项目均通过土地出让金返还平衡代建投入，考虑到该科目规模较大（2017 年底存货-受托代建项目 125.41 亿元），实际变现情况将对公司经营能力产生一定影响，联合资信未来将对该类资产的回购实施情况持续关注。

截至 2018 年 3 月底，公司在建的市政工程和土地开发的配套项目预计总投资 122.50 亿元，已完成投资 84.33 亿元，公司存在一定的筹资压力。

表 7 截至 2018 月 3 月底公司在建的土地整理和市政工程项目明细 （单位：亿元、年）

项目	总投资	已投资	建设周期
文生修道院片区有机更新项目	9.45	7.34	2013~2018
冶金厂地块有机更新项目	9.27	5.40	2014~2018
杉青闸片区有机更新项目	11.49	7.19	2016~2019
城北路中环西北路地块房屋征收项目	4.12	3.98	2013~2018
子城片区姚家埭南侧地块	1.38	1.22	2011~2018
章基浜棚户区整治	5.09	2.80	2013~2018

恬园路、百花路、新生路道路工程项目	0.21	0.10	2016~2018
城北路片区钢铁厂地块征收项目	6.80	5.16	2017~2018
城东路片区禾欣实业地块征收项目	4.96	1.96	2017~2018
跨长盐塘桥及其引坡工程项目（暂定名玉泉桥）	0.22	0.06	2017~2018
嘉兴市南湖旅游区湖滨区域湖滨公园提升改造项目	14.00	0.38	2017~2019
南江路（长水路-广益路）大修改造工程	0.17	0.17	2017~2019
文贤路（庆丰路—南江路）工程项目	0.23	0.01	2018~2018
三元路(建国路-东方路)道路工程项目	2.58	0.11	2018~2019
城东路-华玉路交叉口改造工程	0.20	0.02	2017~2018
嘉兴子城遗址公园改造工程	2.30	0.27	2017~2019
嘉兴市海盐塘路片区环境整治提升工程	0.84	0.12	2018~2018
其他市政项目	49.19	48.04	--
合计	**122.50**	**84.33**	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司有权证土地中仍有 2007 年 12 月份之前取得的储备土地 28.75 万平方米，价值 16.40 亿元，均计入“存货-土地资产”。2007 年 12 月之后，公司不再有土地收储的情况。

整体看，公司拥有的土地资产价值高，尤其是经济繁荣的市中心区域及嘉兴市未来城市扩展重心的东南侧区域，该部分资产较为优质。

跟踪期内，公司房地产开发和销售业务模式未发生变化，公司安置房余房已全部转为商品房销售，目前无在建和拟建的安置房开发项目，业务持续性较弱。

公司房地产开发业务包括列入市政工程项目的安置房建设和自营性质的商品房开发。安置房项目建设期，嘉城发展受嘉兴市政府委托开展代建业务，并安排专人负责监督工程实施进程及质量，每月按照工程进度上报公司，经核准后拨付工程款项。项目建设资金支出计入“存货-开发成本”，完工后转入“存货-开发产品”。

公司的商品房销售主要是销售安置余房和自建商品房，主要由嘉兴城建和嘉兴市城建房地产开发有限公司（以下简称“嘉城房产”）负责。安置房余房经嘉兴市政府审批同意后可转为商品房销售。

截至 2018 年 3 月底，公司的安置房和商品房项目均已建设完毕，无在建和拟建的安置房项目，“存货-开发产品”体现为已完工待销售的自建的商品房项目以及转为商品房销售的安置房项目，面积为 2.89 万平方米。截至 2018 年 3 月底，公司已完工的以住宅类为主的安置房项目销售进度均在 80.00%以上，月河、梅湾街等商住类商品房项目已出租，暂未纳入政府销售计划。

2017 年，公司商品房销售业务实现收入 6.91 亿元，同比增长 32.12%。其中安置房转商品房销售面积 7.92 万平方米并确认收入 5.01 亿元、自建商品房销售 3.10 万平方米并确认收入 1.90 亿元。同期，商品房销售毛利率 23.70%，同比下降 8.31 个百分点，主要是由于在售的自建商品房项目毛利率较低所致。

整体看，公司房地产开发业务受地区房价持续上涨影响，销售情况较好。但由于目前公司暂无拟建项目，未来该业务板块是否可持续有一定不确定性。

跟踪期内，公司旅游业务收入保持稳定；景区在建项目正常进行，未来剩余投资规模较大，投资回收周期较长，公司存在一定的筹资压力。

公司旅游板块主要围绕南湖旅游区开展，分为南湖革命纪念馆新馆、南湖 5A 级景区、月河客栈及沙龙国际宾馆四大板块，以门票收入、酒店餐饮以及景区配套租金收入为主。

南湖革命纪念馆为事业单位，公司行使代管职责，无门票收入；南湖 5A 级景区是以南湖名胜为具有江南地方特色的城市旅游品牌，其主要产品为“画舫会务”、“南湖船菜”、“运河夜游”等；月河客栈由子公司嘉兴城建于

2011 年投资成立的嘉兴市月河客栈有限公司经营，月河客栈拥有营业面积 3 万平方米，各类民居式客房 203 间，大、小会所、会议中心和大型停车场等配套设施齐全；龙国际宾馆由嘉兴市沙龙国际宾馆有限公司负责经营，公司子公司管网公司对该公司持股 75.32%。沙龙国际宾馆营业面积 3.5 万平方米，客房 262 间，大小会议中心和大型停车场等配套设施齐全。

公司景区配套租金收入为景区内商铺出租收入。截至 2018 年 3 月底，公司可出租面积 19.81 万平方米，已出租面积 17.07 万平方米。

截至 2018 年 3 月底，公司旅游板块在建项目 2 个，总投资 39.39 亿元，已投资 18.75 亿元，未来剩余投资规模较大，公司将面临一定资金压力。

表 8　截至 2018 月 3 月底公司在建的旅游项目明细

（单位：亿元、年）

项目	总投资	已投资	计划完工
南湖湖滨片区开发项目	30.25	13.38	2019
芦席汇开发项目	9.13	5.37	2019
合计	**39.39**	**18.75**	--

资料来源：公司提供

2017 年，公司旅游业务板块收入 2.30 亿元，较 2016 年略有增长，主要由景区门票收入和景区配套出租收入构成。其中景区全年参观人流量为 107.98 万人次，实现门票收入 3514.39 万元，收入同比增长 41.52%；同期景区配套出租收入 9874.05 万元，同比下降 7.33%。收入毛利率 52.58%，同比下降 11.91 个百分点，主要系凭票参观人数占参观总数比例较 2016 年有所下降，导致旅游业务板块收入增幅小于运营成本所致。2018 年 1~3 月，公司旅游板块收入 0.51 亿元，毛利率为 47.14%，同比下降 5.44 个百分点。

跟踪期内，公司工程结算项目建设投资和收入规模均较小，对公司整体盈利能力影响较小。

公司的工程结算业务主要由嘉兴市嘉城环艺物业经营管理有限公司（以下简称“环艺物业”）经营园林工程施工及养护业务，收取园林绿化费。

截至2018年3月底，公司在建的工程结算项目总投资0.36亿元，已投资0.34亿元，体现在“存货-工程施工”中。

2017年，公司工程结算收入2280.86万元，较上年有所下降，毛利率为3.64%，同比下降5.45个百分点，主要系绿化工程营业成本较高所致。2018年1~3月，公司工程结算收入480.14万元，绿化工程营业成本进一步上升导致毛利率下降至-5.20%。

未来公司将继续承接土地整理和市政建设项目，并大力推进旅游工程，实现多元化业务发展。公司拟建项目未来投资额依然较大，存在一定的对外融资需求。

截至 2018 年 3 月底，公司主要拟建项目共计 5 个，预计总投资 19.44 亿元。未来公司拟建项目尚需投资额较大，公司存在一定的对外融资需求。

表 9　截至 2018 年 3 月底公司主要拟建项目情况 （单位：亿元）

项目类型	项目名称	预计总投资	未来计划投资		
			2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
代建项目	东塔路及其东侧区域有机更新项目	14.45	3.00	1.95	2.00
	子城片区城门东南角地块征收项目	0.18	0.10	0.08	0.00
	工具量具厂周边地块征收项目	1.00	0.90	0.10	0.00
	百福弄地块征收项目	3.28	1.90	1.00	0.30
	城东路片区凌塘路光通公司地块征收项目	0.53	0.02	0.25	0.25
	合计	**19.44**	**5.92**	**3.38**	**2.55**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

2017 年~2018 年 3 月，公司合并范围有所变动，即 2017 年公司投资设立 2 家全资子公司；合并范围注销减少 4 家子公司；由于增减子公司的规模较小，合并范围的变动对公司财务数据可比性影响较小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；资产中以受托代建项目投入为主的存货占比较大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 253.86 亿元，同比增长 3.91%，主要系货币资金和存货增长所致。资产以流动资产为主。

表10　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.43	7.57	22.79	8.98	25.71	9.44
其他应收款	20.95	9.10	20.16	7.94	21.34	7.83
存货	159.24	69.17	165.46	65.18	168.02	61.67
其他流动资产	6.79	2.95	12.61	4.97	24.31	8.92
流动资产	**206.45**	**89.68**	**221.78**	**87.36**	**240.22**	**88.17**
可供出售金融资产	5.62	2.44	5.62	2.21	5.62	2.06
投资性房地产	5.21	2.26	11.26	4.44	11.22	4.12
固定资产	9.03	3.92	9.62	3.79	9.48	3.48
非流动资产	**23.77**	**10.32**	**32.08**	**12.64**	**32.22**	**11.83**
资产总额	**230.22**	**100.00**	**253.86**	**100.00**	**272.44**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告、2018年1季度财务数据整理

2017 年底，公司流动资产 221.78 亿元，同比增长 7.43%。公司货币资金 22.79 亿元，较上年底增加 5.36 亿元，主要系公司 2017 年收到的往来资金较多所致，受限资金 0.06 亿元，为工程款质押；存货 165.46 亿元，同比增长 3.91%，主要系受托代建项目持续投入所致。存货构成较上年底变化不大，其中受托代建项目占 75.79%、土地资产占 13.01%（含储备土地资产 16.40 亿元）、开发产品占 3.65%，未计提存货跌价准备；其他流动资产 12.61 亿元，同比增长 85.81%，主要系公司购买的理财产品增加所致。

2017 年底，公司非流动资产 32.08 亿元，同比增长 34.96%，主要系投资性房地产的增长。公司投资性房地产 11.26 亿元，较上年增加 6.05 亿元，主要系存货中用于出租的南门片和月河历史街区调整至投资性房地产所致。

2018 年 3 月底，公司资产总额 272.44 亿元，较 2017 年底增长 7.32%，主要系公司购买理财产品使得其他流动资产继续增长所致。总体看，公司资产构成比较稳定。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益稳定性一般。公司有息债务规模大幅下降，债务结构仍以长期债务为主，目前债务负担较轻；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底公司所有者权益规模有所增长，为 132.79 亿元，同比增长 8.11%。公司资本公积 90.29 亿元（构成为前期收到的政府债务置换、财政拨款资金等），同比增长 9.49%，主要系政府债券置换转增资本公积 8.70 亿元、芦席汇地块收回减少资本公积 1.03 亿元所致。公司实收资本较上年保持不变，2017 年底，公司实收资本、资本公积、未分配利润分别占

所有者权益合计的16.91%、67.87%和15.14%。2018年3月底，公司所有者权益规模较上年底保持相对稳定。总体看，公司未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

2017年底，公司负债总额121.08亿元，同比增长12.74%，系其他应付款大幅增长所致。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	27.16	25.29	78.40	64.75	81.57	59.28
一年内到期的非流动负债	17.20	16.02	4.53	3.74	4.63	3.36
流动负债	**55.73**	**51.90**	**88.55**	**73.14**	**88.21**	**64.10**
长期借款	26.71	24.87	8.02	6.62	8.12	5.90
应付债券	11.70	10.89	9.90	8.18	26.55	19.30
专项应付款	9.56	8.90	10.82	8.93	10.82	7.86
非流动负债	**51.66**	**48.10**	**32.53**	**26.86**	**49.40**	**35.90**
负债总额	**107.39**	**100.00**	**121.08**	**100.00**	**137.61**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告、2018年1季度财务数据整理

2017年底，公司流动负债88.55亿元，同比增长58.88%。公司其他应付款78.40亿元，较上年增加51.24亿元，主要系收到嘉兴市嘉城资产实业有限公司的棚改项目融资款项以及土地储备中心、秀洲市秀洲区财政局的往来款增加所致。从账龄来看，1年以内占73.66%，1~2年占15.69%，账龄较短；公司一年内到期非流动负债4.53亿元，较上年减少12.68亿元，由一年内到期的长期借款和应付债券构成。

2017年底，公司非流动负债32.53亿元，同比下降37.03%。公司长期借款8.02亿元，较上年减少18.69亿元，主要系偿还部分长期借款以及政府债务置换转增资本公积所致；应付债券9.90亿元，同比下降15.38%，主要系“资产证券化-禾燃气 03”重新分类至一年内到期的非流动负债所致；专项应付款10.82亿元，同比增长13.17%，主要系用于基础设施建设的财政拨款增加所致。

2018年3月底，公司负债总额137.61亿元，较2017年底有所增长，系其他应付款和应付债券增加所致。其他应付款81.57亿元，较上年底增加3.17亿元，主要系收到往来款所致；公司应付债券26.55亿元，较2017年底增加16.65亿元，为公司2018年1月发行的3亿美元境外债。

2017年底，公司全部债务23.68亿元（其中长期债务占比75.67%），同比下降53.35%。受公司长期借款、一年内到期的非流动负债规模快速下降影响，2017年底，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别快速下降至11.89%和15.13%，资产负债率为47.69%，较上年上升1.05个百分点。2018年3月底，公司全部债务39.30亿元，较上年底有所增长，债务指标率同时上升较多，资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别上升至51.17%、20.67%和22.80%。总体看，公司债务负担较轻，尚有一定的融资空间。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，但营业利润率有所下降；公司期间费用有所下降，利润总额对财政补贴依赖仍较大。

2017年，公司实现营业收入24.10亿元，同比增长30.96%；同期，公司营业成本同步增长。受房地产板块结算项目毛利较低影响，营业利润率下降至14.13%，较上年下降4.00个百分点。

公司期间费用以财务费用为主，2017年，期间费用4.10亿元，同比下降3.84%，主要系

销售费用下降所致。2017 年公司期间费用率大幅下降至 17.02%。

2017 年，公司获得政府补助 2.65 亿元，全部计入“其他收益”，是公司利润的重要补充，公司利润总额 2.27 亿元。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.71%和 1.62%，较 2016 年略有上升。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.50 亿元，相当于 2017 年全年的 26.99%，营业利润率 13.49%，较 2017 年略有下降；公司当期暂未收到政府补贴，利润总额 0.26 亿元。

总体看，公司利润总额对财政补贴依赖较大，整体盈利能力较弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入大幅增加，经营活动产生的现金净流量表现为大额净流入；公司投资规模有所扩大；筹资活动表现为净流出。

2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金25.35亿元，同比增长20.35%。收到其他与经营活动有关的现金63.21亿元，较上年增加36.59亿元，主要是往来款、贴息补助资金及代建回购款、用于冲减存货的土地款返还增加所致。同期，随着公司在建项目投入支出加大，公司购买商品、接受劳务支付的现金35.12亿元，同比增长88.38%。2017年公司经营活动现金流量净额42.50亿元，同比增长197.00%。公司现金收入比由2016年的114.47%下降至105.20%，收入实现质量良好。

2017年，公司投资活动现金流入6.88亿元，主要为收回理财产品投资收到的现金；投资活动现金流出13.87亿元，主要包括投资支付的现金12.60亿元，同比增长86.29%，全部为公司购买理财产品的支出；投资活动产生的现金流量净额-6.99亿元。

2017年，公司筹资活动有所收缩，筹资活动现金流入大幅下降至3.73亿元，较上年减少32.93亿元；筹资活动现金流出主要是偿还当年借款本息；筹资活动现金流量净额-30.21亿元。

2018年1~3月，公司经营活动主要以销售商品、提供劳务收到的现金和在建项目投入为主，经营活动现金流量净额-0.21亿元，公司现金收入比下降至95.91%。公司投资活动产生的现金流量净额持续减少至-12.11亿元，主要系收回投资收到的现金较少。公司筹资活动取得了大量的境外债融资款等18.91亿元，同期偿还债务本息规模较小，筹资活动现金流量净额15.23亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产较充裕，且间接融资渠道较畅通，公司短期债务支付能力较强；公司有息债务规模大幅下降，长期偿债能力较强，考虑到公司部分土地出让金返还，公司实际长期偿债能力优于指标值。

2017年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为250.46%和63.60%，2018年3月底上述指标分别上升至266.91%和80.22%。2017年，公司经营现金流动负债比48.00%，较上年大幅提升。截至2018年3月底，公司现金类资产25.71亿元，为短期债务的5.55倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

2017年，公司EBITDA为5.39亿元；由于公司同期有息债务规模大幅下降，全部债务/EBITDA下降至4.40倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信总额 21.66 亿元，未使用额度 12.65 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 18.41 亿元，担保比率为 13.84%，较 2016 年底有所增长，担保比率一般。被担保企业主要是国资控股公司及公用事业公司。目前被担保企业经营情况正常。公司或有负债风险一般。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额28.45亿元，含一年内到期的应付债券1.90亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来集中偿债压力一般。

截至2018年3月底，公司一年内到期兑付债券1.90亿元，2021年将达到存续债券待偿本金峰值24.55亿元（含“16嘉兴城投MTN001”6.00亿元和3亿美元境外债折合人民币18.55亿元）。2018年3月底，公司现金类资产25.71亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为88.58亿元、42.50亿元和5.39亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018年3月底
一年内到期债券余额	1.90
现金类资产/一年内到期债券余额	13.53
未来待偿债券本金峰值	24.55
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.61
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.73
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.22

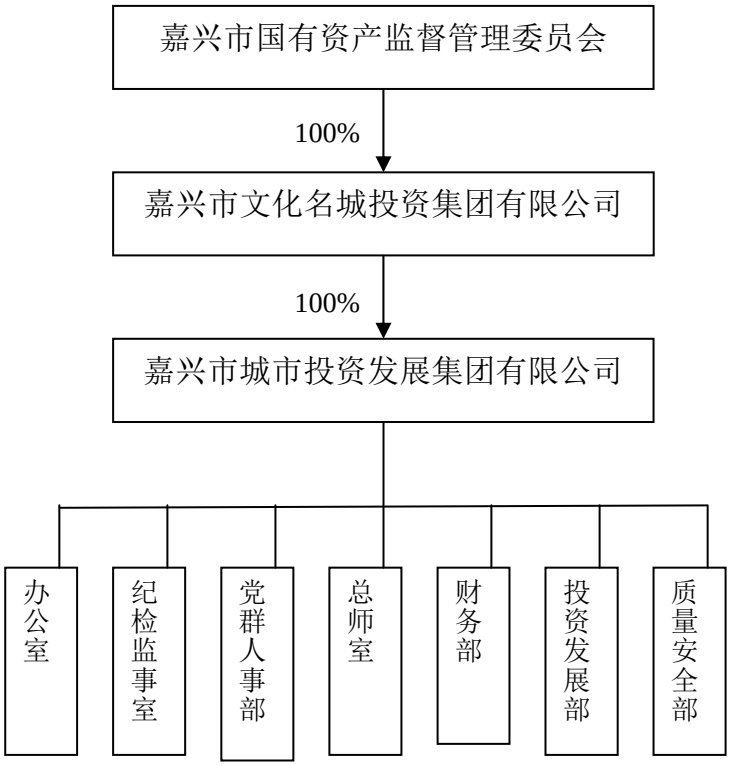
资料来源：联合资信整理

总体看，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额对未来待偿债券本金峰值覆盖能力较强；EBITDA对未来待偿债券本金峰值覆盖能力较弱。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA^+，维持“16嘉兴城投MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.40	17.43	22.79	25.71
资产总额(亿元)	248.59	230.22	253.86	272.44
所有者权益(亿元)	79.89	122.83	132.79	133.04
短期债务(亿元)	25.62	19.41	5.76	4.63
长期债务(亿元)	89.88	38.42	17.92	34.67
全部债务(亿元)	115.50	57.83	23.68	39.30
营业收入(亿元)	20.20	18.40	24.10	6.50
利润总额(亿元)	2.40	1.93	2.27	0.26
EBITDA(亿元)	5.25	5.05	5.39	--
经营性净现金流(亿元)	3.68	14.31	42.50	-0.21
财务指标				
销售债权周转次数(次)	44.84	34.46	200.64	--
存货周转次数(次)	0.20	0.09	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.08	0.10	--
现金收入比(%)	97.61	114.47	105.20	95.91
应收类款项/资产总额(%)	11.41	9.17	7.97	7.87
营业利润率(%)	18.51	18.13	14.13	13.49
总资本收益率(%)	1.80	2.22	2.71	--
净资产收益率(%)	2.56	1.55	1.62	--
长期债务资本化比率(%)	52.94	23.82	11.89	20.67
全部债务资本化比率(%)	59.11	32.01	15.13	22.80
资产负债率(%)	67.86	46.65	47.69	51.17
流动比率(%)	351.97	370.42	250.46	266.91
速动比率(%)	97.46	84.71	63.60	80.22
经营现金流动负债比(%)	6.00	25.68	48.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.00	11.44	4.40	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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	
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

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。