跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2013 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持湘潭九华经济建设投资有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16九华双创债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年八月十七日

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(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

湘潭九华经济建设投资有限公司
双创孵化专项债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 九华双创债	10 亿元	2016/7/25-2026/7/25	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 8 月 17 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	16.92	19.00	59.35
资产总额(亿元)	413.40	486.25	617.98
所有者权益(亿元)	240.42	245.36	260.79
长期债务(亿元)	103.93	168.54	228.77
全部债务(亿元)	136.40	226.28	335.06
营业收入(亿元)	36.72	33.91	35.41
利润总额(亿元)	9.14	5.21	6.68
EBITDA(亿元)	11.63	8.21	9.08
经营性净现金流(亿元)	-34.94	-48.98	-44.42
营业利润率(%)	19.17	12.63	13.90
净资产收益率(%)	3.33	2.01	2.34
资产负债率(%)	41.84	49.54	57.80
全部债务资本化比率(%)	36.20	47.98	56.23
流动比率(%)	440.46	517.61	392.82
全部债务/EBITDA(倍)	11.73	27.55	36.89
经营现金流动负债比(%)	-50.60	-67.69	-34.59

注：计算现金类资产时已将相应的受限资金扣除，其中2013年为2.76亿元，2014年为9.80亿元，2015年为8.20亿元。

分析师

霍正泽　闫　蓉

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：Http：//www.lhratings.com

评级观点

湘潭市九华示范区作为“两型社会”示范区、国家级经济技术开发区，享有国家、省、市多级政府支持，财政实力较强，为湘潭九华经济建设投资有限公司（以下简称“公司”）的发展创造了良好的外部环境。作为湘潭市九华示范区内唯一的基础设施建设主体，公司在代建成本返还及财政补贴等多方面持续获得湘潭九华示范区管委会的大力支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务规模增长快、短期偿债压力加大、募投项目未来收益不确定性等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“16 九华双创债”设置了分期还款安排，可有效降低本金集中偿付压力；湘潭市九华示范区管委会为“16 九华双创债” 偿债资金来源提供了有益补充。

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16九华双创债”AA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，湘潭市及九华示范区经济稳定增长，财政实力较强，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，九华示范区管委会继续在代建成本返还、财政补贴方面给予公司有力支持。
3. “16 九华双创债”设置分期偿还条款，有助于降低公司未来集中偿付压力；湘潭市九华示范区管委会为“16 九华双创债” 偿债资金来源提供了有益补充。

关注

1. 跟踪期内，公司在建项目投资额大，债务规模快速增长，存在短期支付压力。
2. 公司以准公益性项目投资为主，对政府补助

依赖程度较高，自身盈利能力较弱。

3. 公司账面用于抵押的土地资产规模大，资产流动性较弱。
4. “16 九华双创债”募投项目用于平衡成本的收入主要来自厂房、保障房、车库、商服用房、研发大楼的出租和出售，同时考虑到房地产宏观调控及当地经济发展的影响，项目未来收入有一定的不确定性。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与湘潭九华经济建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与湘潭九华经济建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因湘潭九华经济建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由湘潭九华经济建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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”）关于湘潭九华经济建设投资有限公司主体长期信用及存续期内“16 九华双创债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

湘潭九华经济区（2008年12月25日后亦称湘潭九华示范区，以下简称“九华示范区”）管理委员会（以下简称“九华管委会”）于2003年11月6日投资设立湘潭九华经济建设投资有限公司（以下简称“公司”），初始注册资本3000万元。后经多次增资变更，截至2015年底，公司注册资本为60000万元，全部由九华管委会出资，九华管委会为公司的实际控制人。

公司经营范围：基础设施投资与建设、园区土地开发与经营、园区项目建设投资、项目策划、物业管理。

公司内部设立综合管理部、财务部、工程部及融资部共4个职能部门（参见附件1-1）。截至2015年底，公司纳入合并报表范围的子公司共6家。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 617.98 亿元，所有者权益合计 260.79 亿元。2015 年公司合并口径实现营业收入 35.41 亿元，利润总额 6.68 亿元。

目前，公司注册地址为：湘潭九华示范区宝马东路1号九华大厦；法定代表人：李文军。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及

国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市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物质基础，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。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

2. 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相

关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发改办财金 [2013]2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2016 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策

落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号》文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

3. 中国基础设施建设发展展望

国家加快投融资体制改革，放宽市场准入，新的市场主体大量涌现，激发了民间投资活力，其中国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2015 年，全年全社会固定资产投资 562000 亿元，比上年增长 9.8%，扣除价格因素，实际增长 11.8%。其中，固定资产投资(不含农户)551590 亿元，增长 10.0%。东部地区投资 232107 亿元，比上年增长 12.4%；中部地区投资 143118 亿元，增长 15.2%；西部地区投资 140416 亿元，增长 8.7%；东北地区投资 40806 亿元，下降 11.1%。在固定资产投资(不含农户)中，第一产业投资 15561 亿元，比上年增长 31.8%；第二产业投资 224090 亿元，增长 8.0%；第三产业投资 311939 亿元，增长 10.6%。基础设施投资 101271 亿元，增长 17.2%，占固定资产投资(不含农户)的比重为 18.4%。

截至 2015 年底，中国城镇化率为 53.10%，较上年提高 1.33 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的发展重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

4. 区域经济和财政实力

湘潭市

根据《湘潭市 2015 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全市地区生产总值 1703.1 亿元，比上年增长 9.6% 。其中，第一产业增加值 140.8 亿元，同比增长 3.6%；第二产业增加值 933.8 亿元，同比增长 8.4%；第三产业增加值 628.5 亿元，同比增长 12.8%。按常住人口计算，人均地区生产总值 60430 元，同比增长 9.4%。全市三次产业结构为 8.3:54.8:36.9。第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为 2.8 %、50.3%、 46.9%，第三产业贡献率比上年提高 7.9 个百分点。工业对经济增长的贡献率为 44.8%，比上年下降 7.9 个百分点。资本形成总额、最终消费支出对经济增长的贡献率分别为 58.0 %、42.0%。

财政收入方面，2015 年湘潭市一般预算收入 173.9 亿元，同比增长 9.1%。其中，地方收入 117.4 亿元，同比增长 9.5%；上划中央收入 44.2 亿元，同比增长 8.4%；上划省级收入 12.4 亿元，同比增长 8.2%。一般公共预算收入中，税收收入 114.7 亿元，同比增长 10.8%。

湘潭九华示范区

湘潭九华示范区作为长株潭“两型社会”

五大示范区之一发展势头良好。截至目前，九华示范区已引进企业 308 家，已投产企业 147 家；以吉利汽车、恒润高科为龙头的汽车及零部件制造、以全创科技、蓝思科技、兴业太阳能为龙头的电子信息以及以泰富重工、中冶京诚、金海钢构为龙头的机电装备制造三大产业集群已基本形成。

2015 年，九华示范区地方可控财力为 68.36 亿元，比上年增长 4.16%，其中，国有土地使用权出让收入占比大，为 42.75 亿元，占当年地方可控财力的 62.53%；一般预算收入 22.43 亿元，比上年增长 10.97%，其中税收收入 9.76 亿元，增长 17.44%，非税收入 12.67 亿元，增长 6.44%；另有少部分转移支付和税收返还收入，金额小。

九华示范区政府债务以直接债务为主。截至 2015 年底，九华示范区债务余额 46.60 亿元；其中直接债务 45.80 亿元，全部为由财政承担偿还责任的融资平台公司借款；担保债务 1.59 亿元。湘潭市九华区政府债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为 68.17%，债务负担较重。

总体来看，2015 年湘潭市和九华示范区经济平稳发展，财政实力较强，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

跟踪期内，公司作为湘潭九华示范区唯一的基础设施建设主体，继续获得九华管委会的大力支持。

2015年，根据湘潭九华经济区（及九华示范区）财政局文件《关于对湘潭九华经济建设投资有限公司给予财政补贴的通知》（潭九财发[2015]60 号），公司共收到财政补贴资金42654.18万元，计入“补贴收入”科目。

2015年11月27日，根据九华管委会文件《关于向湘潭九华经济建设投资有限公司注入资本金的批复》九华管委会向公司增资10亿元，在公司“资本公积”中予以反映。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员未发生变化，公司管理体制、管理制度等其他方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2015年，公司营业收入35.41亿元，较2014年增长4.42%，公司的主营业务全部为土地开发项目收入，由于2015年公司审计调整，将市政回购项目收入和成本调整至土地开发项目反映。

从毛利率方面看，2015年公司营业收入毛利率为13.96%，较2014年增长了1.27个百分点。2015年由于审计调整，将毛利率较高的市政回购项目调至土地开发项目反映，故2015年土地开发项目毛利率略高于2014年土地开发项目毛利率。

表1 公司营业收入及毛利率情况 (单位：亿元、%)

业务板块	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发项目	33.53	98.86	13.10	35.41	100.00	13.96
市政回购项目	0.33	0.97	14.53	--	--	--
其他	0.06	0.17	-241.98	--	--	--
合计	**33.91**	**100.00**	**12.69**	**35.41**	**100.00**	**13.96**

资料来源：公司审计报告

注：2015 年由于审计调整，将市政回购项目收入及成本调整至土地开发项目反映。

2. 经营概况

公司土地开发及基础设施建设业务资金来源主要为滚动开发留存收益、政府补贴款及公司对外融资。政府补贴方面，2015 年，九华示范区财政局给予公司 4.27 亿元政府补贴，用以增强公司经营发展能力；融资方面，公司主要通过抵押土地使用权进行融资以及发行债券融资，截至 2015 年底，公司将账面价值 133.81 亿元的自有土地用于抵押，占公司账面土地合计的 61.15%，公司用于抵押的土地规模大。

土地一级开发方面，跟踪期内，公司按九华管委会要求，安排土地综合开发项目建设，并根据项目与九华管委会签订协议。按协议条款及九华示范区财政局出具的项目进度确认函，九华管委会拨付进度款以确保项目按期施工。

从九华示范区土地出让情况看，跟踪期内，工业用地出让规模有所增长，商居用地出让规模有所下降，但伴随九华示范区整体经济实力的提升，预计土地出让价格及土地出让金收入将会有所增长。九华示范区土地出让收入的稳定增长加强了该区的财政实力，并对公司获得土地出让金返还提供了有力保障。

表 2 九华示范区 2013～2015 年土地出让情况

项目	内容	2013 年	2014 年	2015 年
工业用地	出让面积（亩）	3421.10	1351.53	2870.00
	均价（万元/亩）	30.00	37.22	38.00
	土地出让金（万元）	102633.00	50303.55	109060.00
商居用地	出让面积（亩）	1441.20	1720.43	1415.00
	均价（万元/亩）	195.00	223.00	225.05
	土地出让金（万元）	281034.00	384096.75	318445.75
合计	**出让面积（亩）**	**4862.30**	**3071.96**	**4285.00**
	土地出让金（万元）	**383667.00**	**434400.30**	**427505.75**

资料来源：公司提供

在财务处理方面，公司土地综合开发投入全部在“存货”科目反映。收入确认方面，公司根据针对各项目分别签订的协议及九华财政局出具的工程进度确认函按进度确认收入及成本。

公司现阶段所有土地开发业务均由九华管委会统筹安排，公司无储备开发土地。但考虑到九华示范区 138 平方公里土地，剔除不需进行一级开发的生态环境保育区 38 平方公里及已经开发建成面积 40 平方公里，未来公司可开发面积广阔。近年来，随着九华示范区的逐步建设、发展，其土地使用权出让价值亦逐年大幅攀升。考虑到九华示范区可开发面积广阔，且土地出让价格提升，未来九华示范区国有土地使用权出让收入规模将较大，从而有助于支撑公司未来大规模的土地综合开发支出。

市政回购方面，与上游政府的运营模式为：公司根据九华示范区统一部署实施建设项目，公司目前所承建的基础设施建设项目通过委托代建模式进行。公司就所承建的基础设施建设项目与政府签订委托建设协议，项目工程的前期规划、施工及分包管理、工程进度、工程质量和竣工验收等由公司全权负责，根据项目工程主体的不同部分的专业要求，部分项目会将一部分工程分包给在相关领域专业的分包商，公司负责各分包实施单位的监督和验收，对政府承担全面责任。资金方面，项目建设主要依靠公司自筹，九华区管委会将根据项目进度及资金需求分期向公司划款；针对部分项目，公司与湘潭市财政局签订 BT 协议书，就回购总额以及分期回购时间做出具体规定。

在财务处理方面，公司市政回购项目建设投入全部在“存货-开发成本”科目反映。收入确认方面，公司根据针对各项目分别签订的协议及九华财政局出具的工程进度确认函按进度确认收入及成本。

2015年，因审计调整将公司市政回购项目收入及成本调整至土地开发项目中。2015年公司实现土地开发项目收入35.41亿元，毛利率13.96%，收入和毛利率均较2014年有所增长。

3. 在建工程

截至 2015 年底，公司在建重大项目共 7 个，合计投资额 91.20 亿元，截至 2015 年底，公司

已完成投资额80.95亿元，尚需投资10.25亿元。

表3 截至2015年底公司在建重大项目情况 （单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资	截至2015年底已投资金额	预计工期
防洪及配套工程	位于湘潭九华示范区防洪保护圈，从王家坝子撤洪渠，逆湘江而上；用地面积3551亩；包括16.2KM防洪大堤加厚，对内外进行护砌，将4处泵站和各处涵闸进行重建和改造	31.44	32.41	2012.1-2016.8
九华大道建设项目	项目位于九华区东北部，为南北走向，奔驰路以北至长沙坪塘交界处；项目总长5280米，其中包括800米桥梁一座	4.91	5.73	2012.8-2016.12
进出口加工基地（三期）	项目选址于湘潭九华示范区中部地区的科大路以东，江南大道以西，沪昆高速铁路以南和九昭路以北地区；征地2592亩；包括道路7条	13.41	12.75	2012.10-2017.7
湘竹防洪大堤	北二环以北防洪堤长3150米	6.30	6.15	2012.8-2016.8
机电产业园	位于湘潭九华示范区内疏港公路以南，上瑞高速公路以北、兴隆路以西，九华大道以东	15.49	9.68	2014.9-2016.8
软件产业园	位于湘潭九华经开区内，位于和平大道以东、江南大道西侧、奔驰路以北，发展路以南	5.07	4.51	2014.8-2016.2
大学生创业园	位于湘潭九华示范区西部，潭锰路以东，响水大道以西，吉利西路以南，东风西路以北	14.58	9.72	2014.8-2016.7
合计		**91.20**	**80.95**	

资料来源：公司提供

总体看，公司在建重大项目未来投资规模大，面临一定的筹资压力。

4. 未来发展

《湘潭市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》对湘潭经开区产业发展定位是：重点发展以海工装备为主的先进装备制造业、以整车生产为主的节能及新能源汽车制造业、以电子制造与软件开发为主的新一代信息技术产业，突出抓好海洋工程装备产业园建设，打造中部重要的节能及新能源汽车生产基地、国内有影响的海工装备制造基地、湖南新一代信息技术产业示范基地。确保主导产业产值占园区经济总量比重60%以上。

2016年九华示范区将实现开发面积45平方公里，完成基础设施总投资600亿元以上，工业总产值将达到1200亿元，其中：汽车及零部件产业300亿元；电子信息产业200亿元；先进装备制造业500亿元，实现财税收入68亿元以上。2020年，九华示范区工业总产值达到2000亿元，其中：汽车及零部件产业800亿元；电子信息产业500亿元；先进装备制造业及其他产业700亿元，实现财税收入100亿元以上。

为实现九华示范区的发展目标，公司制定了2015年至2020年发展规划如下：

五年共计划投入资金约220亿元，进行以下工程项目建设：1、完成征地拆迁30000亩和6000户以上拆迁户安置住房建设，投资额1300000万元；2、完成15条（段）共79公里的主干道建设，投资额352644万元；3、完成25条（段）次干道建设，投资额147944万元；4、完成工业用地场平22700亩，投资额158900万元；5、完成湘江配套水系-兴隆湖水系整治工程建设，投资额232000万元。

总体看，公司作为九华区示范区唯一的基础设施建设、土地开发及投融资主体，九华示范区未来大规模建设投入有望对公司整体实力的增强提供有力保障。同时联合资信关注到，伴随九华示范区建设投入的加大，公司未来融资需求将继续扩大，加之在建项目尚存在资金缺口，公司将面临一定的筹资压力。

八、募集资金使用情况

公司于2016年7月25日发行了10亿元10年期“16九华双创债”，募集资金全部用于创新创业基地项目，募投项目总投资额为14.51亿元。截至2016年7月底，该项目累计完成投资11.48

亿元，已使用募集资金2.20亿元。项目进度为：已完成项目用地范围内征地拆迁及场地平整，完成项目用地范围内雅爱路、东风路、石码头路、红星路四条道路工程建设；完成修建标准厂房131439.29平方米，保障性住房89252.14平方米及研发大楼51284.29平方米。

九、财务分析

公司提供的2013～2015年度三年连审合并财务报表已经瑞华会计师事务所[1]（特殊普通合伙）审计，瑞华会计师事务所出具了标准无保留意见审计结论。截至2015年底，公司合并范围子公司6家，分别为湘潭九华建设置业有限公司、湘潭九华资产管理与经营有限公司、湘潭九华创新创业服务有限公司、湘潭九华产业发展投资有限公司、湘潭九华生态建设工程有限公司和九望投资管理（上海）有限公司。

截至2015年底，公司资产总额617.98亿元，所有者权益260.79亿元。2015年公司实现营业务收入35.41亿元，利润总额6.68亿元。

1. 盈利能力

公司营业收入主要为土地开发收入。2015年公司营业收入35.41亿元，同比增长4.42%，主要为土地出让收入增长所致。2015年，公司营业利润率较2014年有所增长，为13.90%。

期间费用方面，主要受九华示范区管委会注入土地使用权影响，公司无形资产中土地使用权摊销额大幅增长，导致公司管理费用波动中有所增长，2015年为2.48亿元。2015年公司期间费用合计2.47亿元，同比下降24.74%，公司期间费用占2015年营业务收入的6.98%，较2014年下降了0.96个百分点。

非经常性损益方面，公司每年均收到一定规模的补贴收入，2015年为4.27亿元，主要为九华管委会根据“13湘潭九华债/13湘九华”的偿付安排给与公司的土地出让收入返还。补贴收入是公司利润总额的有效补充，2015年公司利润总额为6.68亿元。补贴收入对利润总额影响大。

盈利指标方面，2015年公司营业利润率较2014年有所增长，为13.90%；由于公司全部债务规模的增长，公司总资本收益率有所下降，2015年为1.10%，较2014年下降0.17个百分点；净资产收益率波动增长，2015年为2.34%，同比增长0.32个百分点，受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

总体来看，公司盈利能力弱，利润总额对补贴收入依赖程度高。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2015 年公司销售商品提供劳务收到的现金为 51.63 亿元，同比增长 86.52%，其构成为公司本年度确认的营业收入 35.41 亿元及收回之前年度应收款项 16.22 亿元；同期，公司现金收入比为 145.79%，同比增长 64.17 个百分点，公司收现质量较好；2015 年，公司收到的其他与经营活动有关的现金为 11.64 亿元，同比增长 67.22%，其构成为九华示范区财政局对公司项目补助款、往来款、利息收入等现金流入，为公司经营资金的重要补充。2015 年公司经营活动现金流入为 63.27 亿元，同比增长 82.64%。受公司项目开发进度影响，同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 93.32 亿元，同比增长 53.68%；2015 年，公司支付的其他与经营活动有关的现金为 12.03 亿元，同比下降 46.57%，系公司支付客户其他经营往来的减少；2015 年，公司经营活动现金流量净额为-44.42 亿元，同比增长 4.56 亿元。

[1] 2016 年 5 月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。2016 年 6 月，中国银行间交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布公告称，经自律处分会议复审决定，给予瑞华公开谴责处分，责令瑞华及时改正，并暂停瑞华相关业务，期限为一年。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流入为 5.79 亿元，同比增长 54.79%；2015 年公司收到其他与投资活动有关的现金 4.40 亿元定期存款，系受限资金解除，相关款项收回。投资活动现金流出方面，2015 年，公司投资活动现金流出为 15.63 亿元，同比增长 236.72%；公司的购建固定资产、无形资产等支付的现金主要以综合保税区、湘潭北站、九华大道等项目建设支出为主，公司投资支付的现金 8.18 亿元为公司购买理财产品的支出，公司支付其他与投资活动有关的现金 3.80 亿元定期存款，为受限资金；公司投资活动表现为净流出，为-9.84 亿元。

为维持较大规模的经营现金周转，以及同期到期债务本息的偿付，公司对外部融资需求较高，公司以银行借款、企业债券募集资金（体现在借款所收到的现金）及往来借款（体现在收到的其他与筹资活动有关的现金）为主的有息债务规模加大，筹资活动现金流入增长，2015 年为 186.17 亿元，同比增长 16.54%；2015 年，公司偿还债务所支付的现金为 68.85 亿元，支付的其他与筹资活动有关的现金 3.75 亿元；公司筹资活动表现为净流入，为 93.32 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模加大，收现质量有所改善，但是土地开发、基础设施投资等项目需要大规模的资金投入，使得大规模的银行借款、企业债券募集资金以及九华示范区财政往来款和投入款成为公司滚动发展所需资金的主要来源。

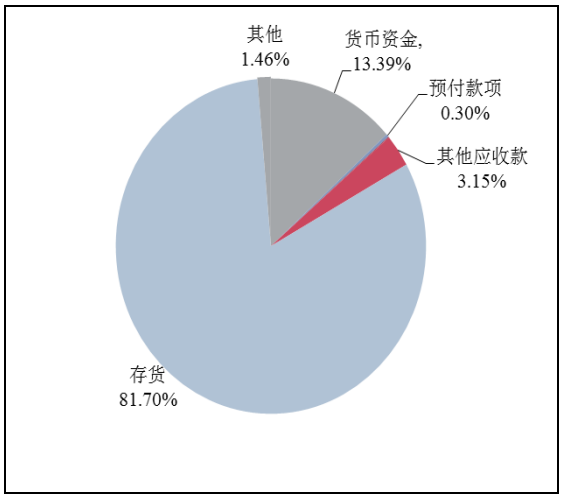
3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 617.98 亿元，其中流动资产和固定资产分别占 81.63%和 18.37%。

截至 2015 年底，公司流动资产为 504.47 亿元，同比增长 34.70%。公司流动资产中，存货占 81.70%，货币资金占 13.39%。

图 1　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 67.55 亿元，同比增长 134.52%，增长主要来自公司 2015 年增加的借款所致。截至 2015 年底，公司货币资金中银行存款占 82.83%，其他货币资金（包括定期存款和借款保证金等）占 17.17%；受限资金 8.20 亿元。

公司应收利息及应收账款规模很小，截至 2015 年底分别为 3559.74 万元和 21.48 万元。公司应收账款规模小，一方面由于公司收到与九华管委会的往来款部分具有预收工程款性质，另一方面公司根据九华示范区财政局出具的工程进度确认函确认收入，其中确认额度由财政局当年完成拨付。

截至2015年底，公司其他应收款为15.87亿元，同比下降15.58%，主要系公司回收代付征拆款所致。公司其他应收款前五大客户欠款占2015年底其他应收款总额的63.42%，主要为往来款。从账龄分析看，1年以内的占82.91%，1～2年的占11.81%，2~3年的占1.24%，3~4年的占0.10%，4~5年的占0.52%，5年以上的占3.42%。2015年公司对其他应收款计提坏账准备0.30亿元。

截至2015年底，公司预付账款为1.51亿元，同比下降25.22%，主要为预付工程款减少所致。

截至2015年底，公司存货为412.16亿元，同比增长27.07%，其中土地成本127.93亿元，

开发成本284.23亿元。存货资产价值高，跌价风险较小，因此，2015年底公司未对存货计提存货跌价准备。

截至2015年底，公司的其他流动资产为7.02亿元，较2014年底增长6.88亿元，公司的其他流动资产构成为理财产品和预付的广告牌租赁费。

截至2015年底，公司非流动资产为113.52亿元，其构成为可供出售金融资产、固定资产、在建工程、无形资产和递延所得税资产，占非流动资产的比重分别为1.15%、6.84%、11.87%、80.07%和0.07%。

截至2015年底，公司的固定资产为7.76亿元，同比下降2.58%，其构成为房屋及建筑物7.66亿元，电子设备及其他423.21万元和运输设备585.38万元。截至2015年底，公司固定资产累计计提折旧1.12亿元。

截至2015年底，公司在建工程为13.48亿元，同比增长37.53%，在建工程的增长系公司增加对项目投资所致。截至2015年底公司重要的在建项目为：台湾工业园创新创业中心、三星厂房、台湾工业园创新创业中心-九华产业社区、台湾工业园创新创业中心-标准厂房、九华国际服务中心、三星产业社区、公交汽车服务中心、综合保税区项目等项目。

截至 2015 年底，公司无形资产为 90.90 亿元，同比下降 1.90%，为专利权的减少所致，截至 2015 年底公司无形资产中全部为土地使用权。

2015年，公司存货及无形资产中，合计账面价值218.83亿元土地中有133.81亿元的土地用于银行贷款、信托借款和企业债券等的抵押。公司用于抵押的土地占公司账面上土地的比例为61.15%，用于抵押的土地规模大，公司土地储备和土地开发成本大规模变现能力较弱。

总体来看，跟踪期内，公司资产以流动资产为主，流动资产中存货占比大，资产流动性偏弱，资金周转压力加大，此外，公司用于抵押的土地资产规模大。

负债及所有者权益

截至2015年底，公司资本公积为219.08亿元，同比增长4.78%，系湘潭九华示范区管理委员会于2015年11月向公司增资10亿元所致，根据管委会于2015年11月27日签署的文件《关于向湘潭九华经济建设有限公司注入资本金的批复》。2013～2015年，公司实收资本均为6.00亿元。截至2015年底，公司未分配利润32.10亿元，同比增长20.76%。截至2015年底，公司实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润在所有者权益中的占比分别为2.30%、84.01%、1.39%和12.31%，总体看，公司所有者权益以资本公积为主，权益稳定性好。

随着公司资产规模的扩张，公司负债规模也快速增长，截至2015年底，公司负债总额357.19亿元，同比增长47.85%；其中流动负债占35.95%，非流动负债占64.05%。

截至2015年底，公司流动负债以一年内到期的长期负债（占74.62%）、短期借款（占5.96%）和其他应付款（11.14%）为主。

截至2015年底，公司短期借款7.66亿元，同比下降24.68%。公司短期借款中，以房产、土地作为抵押获得的抵押借款为3.90亿元，以定期存款为质押取得的质押借款为3.76亿元。

截至2015年底，公司应付账款为1.94亿元，同比下降9.43%，为公司前期预估的工程款本期已支付致应付账款的减少。

截至2015年底，公司其他应付款为14.31亿元，同比增长79.58%，系往来款的增长所致，公司其他应付款前五名欠款对象主要包括应付湘潭市国土资源储备中心的收储资金、九华财政局的往来款等款项。从账龄上看，1年以内的占 37.35%， 1~2 年的占 49.05%， 2~3 年的占 6.84%，3年以上的占6.76%，账龄较短。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债为95.83亿元，同比大幅增长105.77%，为长期借款转入所致。

公司长期负债由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2015年底，公司长期借款

为154.63亿元，其中质押借款3.80亿元、抵押借款219.28亿元、保证借款1.25亿元和信用借款10.31亿元，其中一年内到期的长期借款为80.02亿元；公司应付债券54.80亿元，其中包括“10湘潭九华债”4.00亿元、“12湘潭九华债”7.20亿元、“13湘潭九华债”18.00亿元、“15湘潭九华债/15湘九华”15.00亿元和“15潭九华债”20.00亿元。

有息债务方面，截至2015年底，公司全部债务合计335.06亿元，同比增长48.08%，其中长期债务合计228.77亿元，占全部债务比例为68.28%。

债务指标方面，受长、短期借款规模上升影响，2015年底公司负债水平明显上升，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57.80%、56.23%和46.73%。公司整体债务水平一般。

总体来看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性好，随着公司项目投入的加大，公司债务规模快速增长，债务负担有所上升但仍然可控。

4. 偿债能力

2015年公司流动比率有所下降，为392.82%，同比下降了119.84个百分点。同期，公司速动比率同比增长3.42个百分点至71.88%，但由于存货的流动性偏弱，公司实际短期偿还能力弱于该指标值；公司经营活动现金流量净额为负，对短期债务无保障能力。整体看，公司存在短期支付压力。

从长期偿债能力看，2015年，公司EBITDA为9.08亿元，同比减少0.87亿元；由于全部债务增长较快，2015年公司全部债务/EBITDA为36.89倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度有所降低。公司长期偿债能力指标较弱。但考虑到公司较为丰富的优质土地资产，及九华示范区持续的资金支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2015年底，公司对外担保总额34.03亿元，担保比率为13.05%，其中，湘潭九华水利建设投资有限公司、湘潭九华综合保税区开发投资有限公司、湘潭九华兴隆湖开发投资有限公司为国资背景企业；湖南健晖实业有限公司、泰富重工制造有限公司、泰富重装集团有限公司和泰富国际工程有限公司为当地民营企业，运营情况正常。公司存在一定的或有负债风险。

表4 截至2015年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

名称	金额	企业性质
湘潭九华水利建设投资有限公司	8.00	国企
湘潭九华综合保税区开发投资有限公司	11.73	国企
湖南健晖实业有限公司	2.00	民营
湘潭九华兴隆湖开发投资有限公司	2.00	国企
泰富重工制造有限公司	0.80	民营
泰富重装集团有限公司	5.00	民营
泰富国际工程有限公司	4.50	民营
合计	**34.03**	

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司银行授信额度为56.55亿元，已用授信额度45.97亿元，未使用授信额度为10.58亿元；公司间接融资渠道有待拓展。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（编号：G1043030200006480D），截至2016年8月3日，公司已结清贷款中存在一笔关注类贷款，为此中国工商银行股份有限公司湘潭岳塘支行出具说明，公司于2009年4月借入4亿元，第一笔还款金额2800万元的借据还款日（2009年12月25日）早于合同还款日（2010年12月25日），故系统自动监测进入关注类；该笔借款共2800万元已于2009年结清。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及湘潭市及九华示范区区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到九华管委会对于公司在土地资产注入、代建成本返还、补贴收入划拨，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿还能力

“16 九华双创债”发行额度为 10 亿元，，期限为 10 年，采用提前偿还方式，自 2019 年至 2026 年每年分别按照本期债券发行总额的 10%，10%，10%，10%，15%，15%，15%，15%的比例偿还本金。

2015 年，公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入和净流量分别为 9.08 亿元、63.27 亿元和-44.42 亿元，分别是“16 九华双创债”本金的 0.91 倍、6.33 倍和-4.44 倍。“16 九华双创债”最高分期还款额为 1.50 亿元，公司 2015 年 EBITDA、经营活动产生的现金流入和净流量对“16 九华双创债”的覆盖倍数分别为 6.05 倍、42.18 倍和-29.62 倍。

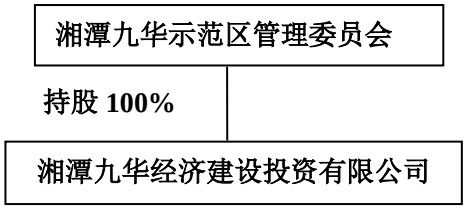
除了项目自身收益之外，公司与九华示范区管委会达成的补贴协议，公司每年获得管委会补贴款 0.60 亿元，按营运期 10 年计算，公司将获得补贴资金合计 6.00 亿元。

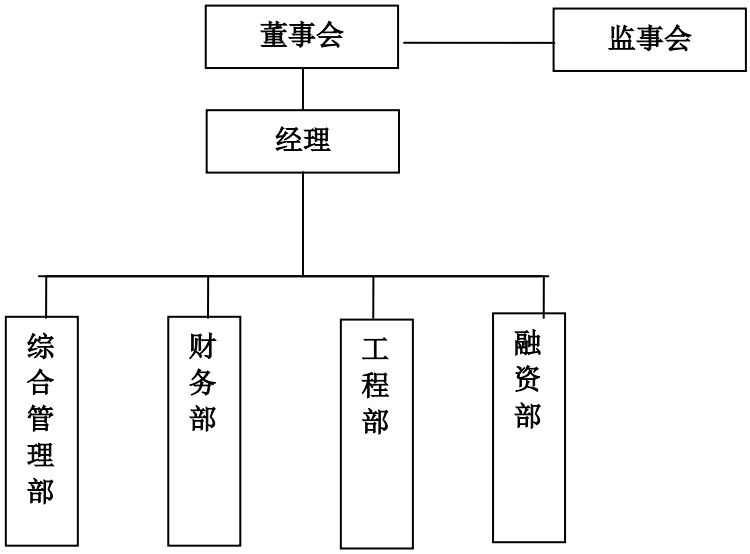
总体看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入量对“16 九华双创债”的本金具有较好的保障能力，EBITDA 和经营活动产生的现金流入量对分期偿还各年本金覆盖程度好。九华示范区管委会为“16 九华双创债”偿债资金来源提供了有益补充。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16九华双创债”AA的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图及组织结构图





附件 1-2　截至 2015 年底子公司情况

序号	子公司名称	注册资本（万元）	公司持股比例	经营范围
1	湘潭九华建设置业有限公司	800	100%	房地产开发建设、九华基础设施建设投资和项目建设、项目策划、物业管理
2	湘潭九华资产管理与经营有限公司	10500	100%	房屋的租赁与管理，户外广告位的租赁与管理
3	湘潭九华创新创业服务有限公司	3500	100%	房产租赁；创业指导；融资咨询服务、管理咨询服务；人才培训、技术创新；国家部委及省市各类公共财政支持项目的申报服务；各类科技计划项目的申报服务；高新技术、知识产权、专利等认定申报服务；项目投融资、股权投资、投资咨询服务、信贷担保咨询服务
4	湘潭九华产业发展投资有限公司	5000	100%	土地收储、整理开发经营；市政基础设施建设开发；房地产开发经营；供水、供电、供气工程建设；通信线路及配套设施开发建设；实业投资；建筑材料批发零售；物业管理
5	湘潭九华生态建设工程有限公司	1000.00	100%	房屋建筑工程施工、市政公用工程施工、园林绿化工程施工；园林维护与管理；苗木销售
6	九望投资管理（上海）有限公司	3000.00	100%	投资管理、实业投资（除股权投资和股权投资管理）、商务信息咨询（除经纪）、企业管理咨询、投资咨询、市场营销策划

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	16.92	19.00	59.35
资产总额(亿元)	413.40	486.25	617.98
所有者权益(亿元)	240.42	245.36	260.79
短期债务(亿元)	32.48	57.74	106.29
长期债务(亿元)	103.93	168.54	228.77
全部债务(亿元)	136.40	226.28	335.06
营业收入(亿元)	36.72	33.91	35.41
利润总额(亿元)	9.14	5.21	6.68
EBITDA(亿元)	11.63	8.21	9.08
经营性净现金流(亿元)	-34.94	-48.98	-44.42
财务指标			
存货周转次数(次)	0.12	0.10	0.08
总资产周转次数(次)	0.10	0.08	0.06
现金收入比(%)	93.09	81.62	145.79
营业利润率(%)	19.17	12.63	13.90
总资本收益率(%)	2.26	1.31	1.10
净资产收益率(%)	3.33	2.01	2.34
长期债务资本化比率(%)	30.18	40.72	46.73
全部债务资本化比率(%)	36.20	47.98	56.23
资产负债率(%)	41.84	49.54	57.80
流动比率(%)	440.46	517.61	392.82
速动比率(%)	38.76	69.12	71.88
经营现金流动负债比(%)	-50.60	-67.69	-34.59
全部债务/EBITDA(倍)	11.73	27.55	36.89

注：计算现金类资产时已将相应的受限资金扣除，其中2013年为2.76亿元，2014年为9.80亿元，2015年为8.20亿元。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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%
营业利润率	主营业务利润/营业收入净额×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+一年内到期的长期（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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。