信用等级公告

联合〔2019〕1396 号

联合资信评估有限公司通过对衡阳弘湘国有投资（控股）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，确定维持衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“13 弘湘治理债/PR 弘湘资”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

二〇一九年六月十七日

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

衡阳弘湘国有投资（控股）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
13 弘湘治理债/PR 弘湘资	6.40 亿元	2020/6/19	AA	AA

评级时间：2019 年 6 月 17 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	5.13	9.04	7.21
资产总额(亿元)	154.41	168.45	171.71
所有者权益(亿元)	68.13	75.47	74.46
短期债务(亿元)	5.40	4.69	26.71
长期债务(亿元)	49.60	52.00	15.71
全部债务(亿元)	55.00	56.69	42.42
营业收入(亿元)	9.59	11.46	12.23
利润总额(亿元)	1.52	1.77	1.72
EBITDA(亿元)	1.75	2.03	2.00
经营性净现金流(亿元)	-7.32	-4.63	-0.50
营业利润率(%)	10.35	11.79	12.07
净资产收益率(%)	2.22	2.35	2.31
资产负债率(%)	55.88	55.20	56.63
全部债务资本化比率(%)	44.67	42.90	36.29
流动比率(%)	423.62	394.93	198.56
经营现金流动负债比(%)	-20.83	-11.69	-0.62
全部债务/EBITDA(倍)	31.37	27.97	21.17

分析师：兰 迪　姜泰钰

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

衡阳弘湘国有投资（控股）集团有限公司（以下简称“公司”）是衡阳市政府指定的国有资产经营主体和湘江流域重金属污染治理主体。跟踪期内，公司业务正常开展，主营业务收入规模有所扩大，同时在债务置换及政府补助等方面获得外部支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也注意到公司整体盈利能力弱、资产质量一般、公司面临集中偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。未来随着衡阳市经济的发展及公司业务的持续开展，公司有望保持稳健经营。

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“13 弘湘治理债/PR 弘湘资”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 衡阳市区域经济持续增长，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 公司是衡阳市政府指定的国有资产经营主体和湘江流域重金属污染治理主体，业务重要性突出，获得股东持续支持。

关注

1. 公司流动资产中存货及预付账款占比大，资产流动性弱，公司整体资产质量一般。
2. 公司整体盈利能力弱，公司主营业务中国有经营改制业务涉及的土地出让受市场行情影响较大，待重金属污染治理及 107 国道项目回购期结束后，公司未来收入不确定性大。
3. 跟踪期内，公司短期债务大幅增长，2019 年公司将面临集中偿付压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由衡阳弘湘国有投资（控股）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。

衡阳弘湘国有投资（控股）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”）关于衡阳弘湘国有投资（控股）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，仍为衡阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“衡阳市国资委”）。截至 2018 年底，公司注册资本和实收资本均为 2.50 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，公司仍是衡阳市政府指定的国有资产经营主体、湘江流域重金属污染治理主体。截至 2018 年底，公司内设综合管理部、投资发展部、资产经营部、财务审计部、融资部、工程部等 10 个职能部门；拥有纳入合并范围的子公司 11 家。

截至 2018 年底，公司资产总额 171.71 亿元，所有者权益 74.46 亿元；2018 年，公司实现营业收入 12.23 亿元，利润总额 1.72 亿元。

公司住所：衡阳市高新产业技术开发区华新大道（西二环）11 号；法定代表人：张力沛。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年5月底，联合资信所评“13弘湘治理债/PR弘湘资”尚需偿还债券本金6.40亿元。“13弘湘治理债/PR弘湘资”在存续期第3~7个计息年度末每年偿还本金20%，即3.20亿元。

截至2019年5月底，“13弘湘治理债/PR弘湘资”募集资金已全部用于11个重污染治理项目，目前募投项目已经全部完工。

跟踪期内，募投项目产生回购收入4.78亿元，实现回款2.66亿元。

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
13 弘湘治理债/PR 弘湘资	16.00	6.40	2013/06/19	7 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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设

投资快速增长，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债务风险和金融风险，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，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，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的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，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的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别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。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。

	发办〔2019〕6 号	
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》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信整理

3. 行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。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。

4. 区域经济

公司是衡阳市政府指定的国有资产经营以及湘江流域重金属污染治理主体，衡阳市的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，衡阳市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持较快增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据衡阳市统计局公布的《衡阳市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，衡阳市实现地区生产总值 3046.03 亿元，比上年增长 8.3%。其中，第一产业增加值 337.01 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 1023.59 亿元，增长 7.0%；第三产业增加值 1685.43 亿元，增长 10.6%。三次产业结构为 11.1:33.6:55.3。2018 年，衡阳市人均地区生产总值达到 42163 元。

2018 年，衡阳市规模以上工业增加值增长 7.7%。规模以上工业的六大重点行业中，电气机械及器材制造业下降 1.4%；化学原料及化学制品制造业下降 3.0%；黑色金属冶炼及压延业增长 4.5%；有色金属冶炼及压延加工业增长 14.3%；煤炭开采和洗选业增长 10.3%；非金属矿物制品业下降 0.3%。

2018 年，衡阳市固定资产投资（不含农户）比上年增长 10.3%。其中，民间投资增长 25.8%。分经济类型看，国有投资下降 22.5%，非国有投资增长 33.6%。分投资方向看，民生投资增长 15.7%，生态投资下降 11%，基础设施投资下降 18.5%，高新技术产业投资增长 45.2%，工业技改投资增长 38.0%。分区域看，五城区投资增长 6.3%，三园区投资增长

16.4%，七县市投资增长 10.9%。2018 年，房地产开发投资 253.13 亿元，比上年增长 45.5%。

2018 年，衡阳市居民人均可支配收入 25901 元，增长 8.6%；其中城镇常住居民和农村常住居民人均可支配收入分别为 33741 元和 18250 元，分别增长 7.8%和 8.3%。

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，实际控制人仍为衡阳市国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，衡阳市财政实力有所增强，但财政自给率低；公司持续获得股东在债务置换及政府补助等方面的支持。

根据《关于衡阳市 2018 年全市及市本级预算执行情况与 2019 年全市及市本级预算草案的报告》，2018 年，衡阳市一般预算收入 264.69 亿元，同比增长 5.03%，其中税收收入 206.72 亿元，占一般预算收入的 78.10%。同期，衡阳一般公共预算支出 536.6 亿元，同比增长 1.16%。财政自给率为 49.33%，财政自给能力弱。

2018 年，衡阳市政府性基金预算收入完成 241.79 亿元，政府性基金预算支出完成 186.95 亿元。

2018 年，衡阳市国有资本经营预算收入完成 0.14 亿元，支出完成 0.13 亿元。

2018 年，衡阳市全口径债务余额 2093.82 亿元，其中：政府债务 516.62 亿元，隐性债务 1275.98 亿元，其他需要关注类债务 301.22 亿元。

债务置换

2018 年，公司获得政府债务置换资金 20.39 亿元，计入“其他应付款”科目。截至 2018 年底，公司累计获得债务置换资金 39.19 亿元。

政府补助

2018 年，公司获得政府补助 1.02 亿元，计入“营业外收入”科目。

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。

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》（机构信用代码：G1043040800067700P），截至2019年6月5日，公司无已结清和未结清的关注或不良类贷款记录，公司过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 6 月 15 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

跟踪期内，公司法人治理结构及管理架构未发生变化，管理制度执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受公司处置改制资产力度加强影响，公司主营业务收入有所增长。跟踪期内，公司主营业务毛利率水平变化不大。

2018 年，公司实现主营业务收入 12.18 亿元，同比增长 10.89%，其中处置改制企业资产业务收入、重金属污染治理项目收入和公路桥梁施工业务收入占比分别为 26.99%、39.27%和 25.91%，为公司收入的主要来源。2018 年，公司处置改制企业实现收入 3.29 亿元，同比大幅增加 1.41 亿元，主要是公司处置改制资产力度加强所致。

2018 年，公司主营业务综合毛利率 13.64%，同比变化不大。其中处置改制企业资产业务毛利率为 16.33%，同比下降 5.03 个百分点，主要是 2018 年处置的项目安置人员相

对较多，安置成本较高所致。重金属污染治理业务毛利率为17.98%，同比变化不大。

表3　公司2017~2018年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
处置改制企业资产收入	18757.49	16.44	21.36	32861.59	26.99	16.33
重金属污染治理项目回购	53662.14	47.02	17.44	47813.59	39.27	17.98
107国道项目回购	12133.97	10.63	10.43	--	--	--
公路桥梁施工	23444.11	20.54	0.36	31550.22	25.91	1.07
学校	3802.09	3.33	5.74	4293.19	3.53	-1.69
衡阳衡拖农机制造有限公司	1390.27	1.22	5.74	1910.81	1.57	-18.47
租赁	738.07	0.65	81.07	1115.69	0.92	53.16
其他	188.58	0.17	-9.45	2220.90	1.81	96.22
合计	**114116.72**	**100.00**	**13.59**	**121765.99**	**100.00**	**13.64**

资料来源：审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

（1）国有企业改制

公司承担了衡阳市国有企业改制工作，目前改制工作已处于尾期；跟踪期内，公司处置改制资产力度加强，该业务收入大幅增长。

公司是衡阳市政府指定的国有企业改制的操作主体，根据衡阳市政府以及衡阳市国资委的安排，公司按照市政府“先安置、后处置”的改制思路，通过自行融资、财政拨付改制经费等途径获取资金先行垫付改制成本，包括安置拟改制企业员工，然后将改制企业资产过户到公司名下。公司将收到的财政拨付改制经费计入“专项应付款”科目，将垫付的改制成本计入“预付款项”。但由于改制尚未完成，过户到公司名下的改制资产无法进行评估入账，未能在公司账面上反映。对于改制企业的土地资产，公司通过公开招拍挂的形式取得土地计入“存货”，企业改制收入主要来源于企业资产的出售及土地资产的处置。

2018年，公司没有启动改制的企业。截至2018年底已完成改制企业55家，累计安置员工6.3万人，尚有71家企业尚未完全完成改制，截至2019年3月底，尚未完全完成改制企业预计总投资43.26亿元，已完成投资27.98亿元，未来三年预计完成剩余投入。公司改制企业取得的土地资产目前大部分未进行开发。截至2018年底，公司土地资产账面价值82.25亿元。未来公司将主要对土地资产进行出让或合作开发的方式进行处置，公司目前计划2019年处置495.26亩土地，2020年处置260.24亩土地，2021年处置388.73亩土地，目前衡阳市平均土地出让价格约为400万元/亩，公司若全部通过出让方式处置土地，则未来三年预计收入约为45.77亿元。土地实际出让情况受市场行情影响较大，联合资信将密切关注公司土地处置业务进展情况。

2018年，公司实现处置改制企业资产收入为3.29亿元，同比增长75.19%，主要是公司处置改制资产力度加强所致，已全部回款。2018年该业务在营业收入中占比26.99%，毛利率达到16.33%，毛利率较上年有所下降，主要是处置的项目安置人员相对较多，安置成本较高所致。公司处置改制企业资产的成本主要是安置员工的成本，不同企业的安置成本与员工数量有密切关系。

（2）重金属污染治理项目回购

跟踪期内，公司重金属污染治理项目回购业务按照政府回购协议确认收入。该项目回购将于2022年结束，回购结束后公司将不再产生该业务收入。

2011年3月，国务院批准了《湘江流域重金属污染治理实施方案》，这是全国第一个由国务院批复的区域性重金属污染治理试点方案，计划投入资金595亿元，完成927个项目。2012年6月，湖南省政府批准了《<湘江流域

重金属污染治理实施方案>工作方案（2012~2015）》，按照企业和地方政府投入为主，中央适当支持，鼓励社会资金积极参与的原则，建立企业、社会、政府多元化投入机制，保障项目资金投入。

衡阳市政府授权公司作为湘江流域重金属污染衡阳段治理项目的唯一投资主体，全面负责项目实施管理工作，该项目总投资约30.61亿元，项目主体已完工，但尚未进行决算。2012年，衡阳市人民政府与公司签署《湘江流域重金属污染治理项目及其配套设施项目回购协议》，公司采取BT模式运营，由衡阳市政府对11个湘江流域重金属污染治理项目进行分期回购，回购总价款为38.44亿元，由三部分组成：①项目总投资额30.61亿元；②衡阳市政府按照投资总额5%给予公司投资回报；③衡阳市政府为公司支付的项目融资成本6.30亿元。

表4　湘江流域重金属污染治理项目回购安排

（单位：万元）

项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
回购总价款384368	15120	15120	58320	55296	52272
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
	49248	46224	37100	32400	23268

资料来源：《湘江流域重金属污染治理项目及其配套设施项目回购协议》

2018年，公司确认湘江流域重金属污染治理项目及其配套设施项目回购款收入4.78亿元，截至2018年底累计确认收入24.39亿元，累计回款22.27亿元，其中2018年回款2.66亿元。公司在“预付款项”中尚未结转的项目已投入成本为2.05亿元，另有部分需支付的费用由于工程尚未决算无法获取支付凭证而未进行账务处理。政府每年实际支付回购款金额不固定，但是总体来看回款情况良好。公司重金属污染治理项目回购期将于2022年结束，回购结束后公司将不再产生该业务收入。

（3）107国道项目回购

跟踪期内，受政策影响，2018年公司未对107国道项目投入和确认收入，未来该项目是否能够继续产生收入存在一定不确定性。

107国道拓宽工程项目地点位于衡阳市石鼓区，为石鼓区重要的经济干线交通要道，项目路线长度为4.4公里，工程期从2014年4月开始，总投资额为7.61亿元，截至2018年底已投入4.35亿元，累计回款5.00亿元。公司2014年与衡阳市人民政府签订《衡阳市107国道拓宽工程项目回购协议》，回购期限为7年，从2014年至2020年，回购总价款为8.75亿元，包括：①项目总投资额7.61亿元；②政府按照项目总投资额的5%给予投资收益0.38亿元；③公司为回购项目专项融资的融资成本0.76亿元。

具体的会计处理方式为：公司收到政府支付的回购款时暂计入“专项应付款”，待确认收入时再从专项应付款中转出。2018年，湖南省财政厅发布《关于压减投资项目切实做好甄别核实政府性债务有关工作的紧急通知》，为防范化解政府性债务风险，各地应按照“停、缓、调、撤”的原则压减投资项目。受政策影响，2018年公司未对107国道项目继续投入并确认收入，同时衡阳市人民政府亦未支付回购款，107国道项目未来是否能够继续产生收入存在一定不确定性。

表5　107国道回购款具体安排（单位：万元）

项目	2014年	2015年	2016年	2017年
回购总价款87485.92	12497.99	12497.99	12497.99	12497.99
	2018年	2019年	2020年	
	12497.99	12497.99	12497.99	

资料来源：《衡阳市107国道拓宽工程项目回购协议》

（4）公路桥梁施工

公司公路桥梁施工业务采取市场化经营，跟踪期内，新签订合约金额有所增长，是公司收入的重要组成部分。

公司路桥施工业务由下属子公司衡阳公路桥梁建设有限公司（以下简称“路桥公司”）作为经营主体。路桥公司成立于1993年3月，

主营公路施工业务，拥有公路施工总承包一级资质。路桥公司采取市场化经营，业务主要集中在湖南省内，先后承接了省内多条干线公路、桥梁的项目施工。路桥公司项目业主大多为湖南省市交通局下属建设公司或湖南省高速管理局，路桥公司与业主按进度结算工程款。

具体会计处理方式为：公司将前期收到的预付的工程款计入“预收款项”，待中期计量支付证书经相关部门审核批复后，再确认相应的“主营业务收入”；在项目前期公司垫付的垫付资金计入“预付账款”，待中期计量支付证书经相关部门审核批复后，再确认相应的“主营业务成本”；施工过程中产生的劳务费、机械费、材料费、租赁费、人工费、管理费等形成项目的成本和费用，在未结转成本前均计入“预付账款”，待中期计量支付证书经相关部门审核批复后，结转成本；项目业主根据工程计量拨付工程款即工程收入，经过审核后计入“主营业务收入”。

路桥公司近五年来中标金额 38.95 亿元，累计已完成公路施工 2000 余公里，特大型桥梁 21 座。2018 年，公司公路桥梁施工业务收入 3.16 亿元，同比增长 35.04%，主要是 2018 年承接项目量有所增长所致，毛利率为 1.07%，仍维持在较低的水平。截至 2018 年底，公司在手尚未完工项目合同额合计 9.09 亿元。2018 年，公司新签订合约金额 14.71 亿元，其中以普通公路、桥梁建设、护栏整治及隧道等非高速公路项目为主，该部分合同金额 13.51 亿元。

表 6　路桥公司 2017~2018 年合同签署情况（单位：万元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
高速公路	33978	42.12	12000	8.15
其他	46684	57.88	135100	91.85
合计	**80662**	**100.00**	**147100**	**100.00**

资料来源：公司提供

（5）学校业务

跟踪期内，公司学校业务正常开展，收入规模较小，对公司主营业务收入贡献较小。

衡阳市船山英文学校注册资本 1.20 亿元，为民办学校，办学内容为高中教育、初中教育、小学教育、学前教育。2009 年 6 月 23 日，根据中国电信集团“中国电信〔2009〕566 号”文件，同意湖南省电信公司将持有衡阳市船山英文学校的 0.66 亿元（55%）股权无偿移交给公司。2014 年 4 月，公司以 1.59 亿元为对价，收购深圳市金天茂实业发展有限公司持有的衡阳市船山英文学校 45%的股权，收购完成后，公司持有衡阳市船山英文学校 100%的股权。2018 年，公司学校业务实现收入 0.43 亿元，同比增长 12.92%，毛利率为-1.69%，主要是学校人工成本增长所致。

（6）衡拖农机制造业务

公司拖农机板块主要系来源衡阳衡拖农机制造有限公司销售拖农机的收入，公司拖农机业务模式为纯市场化运作模式，2018 年，公司该板块实现营业收入为 0.19 亿元，毛利率为-18.47%，毛利率为负主要是原材料上涨导致成本增长所致。

3. 未来发展

公司未来仍将以国有资产经营、湘江流域重金属污染治理等业务为主，但待重金属污染治理及 107 国道项目回购期结束后，公司不再产生上述两项收入，未来收入可能会受到一定影响。

作为公司目前收入的主要来源，重金属污染治理及107国道项目回购期结束后，公司收入规模可能发生大幅下降。未来公司收入将以处置改制企业收入为主，由于目前过户到公司名下的改制资产无法进行评估入账，未来收入规模无法预计。除此之外，公司计划对改制企业的土地资产进行开发，目前尚未正式实施，总体来看，重金属污染治理及107国道项目回购期结束后，公司未来收入规模不确定性大。

公司作为国有资本的经营者、国有资产运营的出资者、产业发展的推动者和环境治理的

实施者，未来五年经营方向为：1、作为衡阳市湘江流域重金属污染治理项目的实施者，推动项目融资，组织项目建设与运营；2、行使国有资产出资人收益权，对国有控股企业、参股企业和改制企业的经营性资产、非经营性资产等完善管理；3、在市政府授权范围内，进行土地开发与经营；4、对市属国有资产实行集约经营管理，实现国有资产由分散经营到集约规模经营的转变。

八、财务分析

公司提供了 2018 年财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

跟踪期内，公司合并范围未发生变动，公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，存货及预付款项占比高，资产受限比例尚可。公司整体资产流动性弱，资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 171.71 亿元，同比增长 1.93%。公司资产以流动资产为主，占比为 93.01%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.04	5.37	7.21	4.20
预付款项	50.22	29.81	51.30	29.88
其他应收款	9.57	5.68	12.04	7.01
存货	86.30	51.23	87.32	50.86
流动资产	**156.33**	**92.81**	**159.70**	**93.01**
可供出售金融资产	8.08	4.80	8.16	4.75
固定资产	2.52	1.49	2.37	1.38
无形资产	1.51	0.89	1.47	0.85
非流动资产	**12.12**	**7.19**	**12.01**	**6.99**
资产总额	**168.45**	**100.00**	**171.71**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产为 159.70 亿元，同比增长 2.15%。截至 2018 年底，公司货币资金 7.21 亿元，同比下降 20.22%，主要是偿还借款所致，货币资金中银行存款占比为 99.98%，无受限货币资金。截至 2018 年底，公司应收账款 1.82 亿元，同比增长 30.25%，主要是应收衡阳市财政局的款项增长所致。从欠款单位看，前五名欠款单位欠款余额占应收账款期末余额的 73.40%，集中度较高。截至 2018 年底，公司预付款项为 51.30 亿元，同比增长 2.15%，预付款项主要包括处置改制企业的员工安置费 47.07 亿元、公路桥梁业务成本 1.78 亿元和重金属污染项目已投入成本 2.05 亿元。截至 2018 年底，公司其他应收款为 12.04 亿元，同比增长 25.83%，主要是公司支付给衡阳市土地矿产交易中心的保证金增长所致。从欠款单位看，前五名欠款单位欠款余额占其他应收款期末余额的 82.18%，集中度较高。截至 2018 年底，公司其他应收款计提坏账准备 0.61 亿元。截至 2018 年底，公司存货 87.32 亿元，同比增长 1.19%。公司存货主要由土地资产 86.56 亿元（占比 99.13%）构成。

截至 2018 年底，公司非流动资产 12.01 亿元，同比下降 0.91%，非流动资产构成较上年底变化不大，仍以可供出售金融资产、固定资产和无形资产为主。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 8.16 亿元，同比增长 0.99%，主要是公司新增对湖南金水塘矿业有限责任公司的投资 0.10 亿元所致。截至 2018 年底，公司固定资产为 2.37 亿元，同比下降 5.98%，主要是固定资产自然折旧所致所致。截至 2018 年底，公司无形资产为 1.47 亿元，同比下降 2.70%，全部为土地使用权，无形资产中土地使用权主要为公司自用。

截至 2018 年底，公司受限资产共计 20.28 亿元，包括存货中土地使用权 19.76 亿元以及固定资产 0.52 亿元，受限资产占总资产的 11.81%，受限比例尚可。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益略有减少，结构稳定。跟踪期内公司有息债务规模有所下降，债务结构以短期债务为主，短期偿债压力加大，2019 年公司债务集中偿付压力较大。

截至 2018 年底，公司所有者权益 74.46 亿元，同比减少 1.33%，主要是少数股东权益下降所致。截至 2018 年底，公司实收资本为 2.50 亿元，未发生变化；资本公积为 60.99 亿元，同比下降 0.10%，主要系 2018 年湖南浦湘发展产业投资企业（有限合伙）（以下简称“浦湘投资”）对公司子公司衡阳市弘信投资有限责任公司（以下简称“弘信投资”）减资 3.00 亿元[1]，导致减少资本公积 0.06 亿元所致；公司未分配利润为 6.67 亿元，同比增长 30.07%；公司少数股东权益为 2.35 亿元，同比下降 53.51%，主要是受弘信投资股东退出影响所致。截至 2018 年底公司实收资本、资本公积合计占所有者权益比例为 85.27%，所有者权益结构稳定。

截至2018年底，公司负债总额97.24亿元，同比增长4.58%。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.53	0.57	7.82	8.04
应付账款	3.09	3.33	3.94	4.06
其他应付款	28.19	30.32	48.23	49.60
一年内到期的非流动负债	4.16	4.47	18.89	19.43
流动负债	**39.59**	**42.57**	**80.43**	**82.71**
长期借款	24.45	26.29	5.53	5.69
应付债券	27.55	29.63	10.18	10.46
非流动负债	**53.40**	**57.43**	**16.81**	**17.29**
负债总额	**92.98**	**100.00**	**97.24**	**100.00**
实收资本	2.50	3.31	2.50	3.36
资本公积	61.05	80.90	60.99	81.91
未分配利润	5.13	6.80	6.67	8.96
少数股东权益	5.06	6.71	2.35	3.16
所有者权益合计	**75.47**	**100.00**	**74.46**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动负债80.43亿元，同比大幅增长103.18%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债大幅增长所致。截至2018年底，公司短期借款为7.82亿元，同比增加7.29亿元，主要是抵押借款大幅增加所致，公司短期借款全部为抵押借款。截至2018年底，公司应付账款为3.94亿元，同比增长27.51%，主要是应付的工程款增长所致，公司应付账款主要包括应付改制费1.28亿元和应付工程款2.45亿元。截至2018年底，公司其他应付款为48.23亿元，同比增长71.09%，主要是公司收到衡阳市财政局拨付的债务置换资金20.39亿元所致，债务置换资金已全部用于偿还对应债务。其他应付款单位前五名金额占其他应付款总额的94.40%，集中度较高，其中应付衡阳市财政局的金额39.19亿元，占其他应付款总额的81.26%。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为18.89亿元，主要是公司本年需偿还到期借款和债券所致。

截至2018年底，公司非流动负债16.81亿元，同比下降68.51%，主要系长期借款和应付债券下降所致。截至2018年底，公司长期借款为5.53亿元，同比下降77.37%，主要是公司偿还部分借款同时部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。截至2018年底，公司应付债券为10.18亿元，同比下降63.07%，主要是公司发行的“16弘湘国资PPN001”、“16弘湘国资PPN002”等转入一年内到期的非流动负债核算所致。

有息债务方面，截至2018年底，公司全部债务为42.42亿元，同比下降25.18%，其中短期债务占62.97%，长期债务占37.03%，公司短期债务大幅增长。截至2018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比率分别为56.63%、36.29%和17.42%。

[1] 浦湘投资于2014年12月对弘信投资注资5.00亿元，并与公司约定了分4次由公司回购股权，最晚不迟于2019年12月，股权投资期间公司按照8.5%支付股权转让溢价款。

截至2018年底，公司全部债务将于2019~2021年到期规模分别为26.71亿元、12.84亿元和0.16亿元，2019年公司债务集中兑付压力较大。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，营业利润率略有上升。公司期间费用控制能力强，利润总额对营业外收入依赖较大。公司整体盈利能力弱。

2018年，公司实现营业收入12.23亿元，同比增长6.71%；公司营业成本为10.55亿元，同比增长6.71%。2018年公司营业利润率为12.07%，较上年提升0.28个百分点。

2018年，公司期间费用为0.75亿元，同比增长16.42%。2018年，公司财务费用为0.07亿元，同比下降1.48%。2018年，公司管理费用为0.65亿元，同比增长19.22%，主要是折旧增长所致。2018年，公司期间费用率为6.12%，同比提升0.51个百分点，公司期间费用控制能力强。

2018年，公司投资收益为0.15亿元，为公司2018年公司持有的可供出售金融资产收益。

2018年，公司营业外收入1.03亿元，同比增长4.97%。公司营业外收入主要由政府补助1.02亿元构成。2018年，公司营业外支出0.05亿元，主要是对外捐赠。2018年公司利润总额1.72亿元，同比下降3.11%。2018年，营业外收入对公司利润形成重要补充。

从盈利指标看，2018年公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.53%和2.31%，分别同比上升0.13个百分点和下降0.04个百分点，公司整体盈利能力弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司现金收入实现质量一般，经营活动和投资活动现金流仍呈净流出状态。跟踪期内，随着公司获得政府债务置换资金，公司筹资活动力度有所减弱。

2018年，公司经营活动现金流入11.96亿元，同比增长57.74%。2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为9.58亿元，同比增长83.17%，主要是公司2018年加强了改制资产处置力度，该业务收入增长所致。公司收到其他与经营活动有关的现金为2.37亿元，同比变化不大，主要由收到的政府补助和往来款构成。2018年，公司现金收入比为78.37%，同比提升32.71个百分点，公司收现质量一般。2018年，公司经营活动现金流出共计12.46亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为9.85亿元，支付其他与经营活动有关的现金为1.67亿元。公司支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款支出。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.50亿元，同比净流出规模有所减少。

2018年，公司投资活动现金流入0.18亿元，同比增加0.18亿元，主要是取得投资收益收到的现金大幅增长所致。2018年，公司取得投资收益收到的现金为0.15亿元，主要是公司持有的可供出售金融资产产生投资收益所致。2018年，公司投资活动现金流出3.12亿元，同比下降51.21%，主要是投资支付的现金下降所致。2018年，公司投资支付的现金为0.10亿元，同比下降98.14%，主要是公司本年对外投资减少所致。2018年，公司支付其他与投资活动有关的现金3.00亿元，为浦湘投资对弘信投资减资3.00亿元，公司支付对价款所致。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-2.94亿元，同比净流出规模有所减少。

2018年，公司筹资活动现金流入30.39亿元，同比下降25.45%，主要是公司2018年取得借款有所减少，同时未发行债券等所致。2018年，公司取得借款收到的现金为10.00亿元，同期公司收到其他与筹资活动有关的现金为20.39亿元，全部为收到的政府债券置换存量债务资金。2018年，公司筹资活动现金流出为28.78亿元，主要系偿还当年借款本息以及支付

利息等支出。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为1.62亿元，同比大幅下降。

5. 偿债能力

受公司短期债务规模显著增长影响，公司短期偿债能力弱。由于跟踪期内公司有息债务规模有所下降，长期偿债能力有所提升。考虑到股东对公司提供持续支持，公司整体偿债风险较小。

截至2018年底，受流动负债大幅增长影响，公司流动比率和速动比率分别为198.56%和89.98%，分别同比下降196.37个百分点和86.94个百分点。2018年，公司经营现金流动负债比为-0.62%，无保障能力。截至2018年底，公司现金类资产为7.21亿元，对同期短期债务的覆盖倍数为0.27倍。公司短期偿债能力弱。

2018年，公司EBITDA为2.00亿元，由于公司同期有息债务规模有所下降，全部债务/EBITDA下降至21.17倍，公司长期偿债能力有所提升。考虑到股东对公司支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

截至 2018 年底，公司获得主要合作的商业银行贷款的授信额度合计为 21.83 亿元，尚未使用额度 3.93 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年底，公司无对外担保。

6. 母公司财务概况

母公司财务方面，截至 2018 年底，母公司资产总额 162.57 亿元，同比增长 1.58%，其中流动资产占 91.17%、非流动资产占 8.83%，资产以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的 94.68%，占比很高。截至 2018 年底，母公司存货为 82.99 亿元，同比下降 0.07%，变化不大，主要由土地资产构成。截至 2018 年底，母公司预付款项 44.38 亿元，同比增长 3.08%，主要由处置改制企业的员工安置费构成。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 73.88 亿元，同比增长 3.09%，主要系未分配利润有所增长所致。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占合并报表所有者权益的 99.22%，占比很高。截至 2018 年底，母公司注册资本 2.50 亿元，同比持平；资本公积 61.23 亿元，同比持平。

截至 2018 年底，母公司负债合计 88.69 亿元，同比增长 0.36%，其中流动负债占 84.11%、非流动负债占 15.89%，母公司负债以流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的 91.21%，占比很高。截至 2018 年底，母公司其他应付款为 45.79 亿元，同比增长 60.53%，主要是收到债务置换资金所致；母公司应付债券为 10.18 亿元，同比下降 63.07%，主要是部分债券将于一年内到期转入一年内到期的非流动负债核算所致。

2018 年，母公司实现营业收入 8.29 亿元，占合并报表营业收入的 67.78%，母公司营业收入主要由项目回购收入 4.78 亿元和改制收入 3.29 亿元构成；母公司利润总额为 2.23 亿元，占合并报表利润总额的 129.65%。母公司营业收入和利润总额占合并报表的比重很高。

九、存续债券偿债能力分析

公司存续债券余额24.40亿元，2019年为公司存续期债券兑付高峰期，公司面临一定债券集中兑付压力。

截至2019年5月底，公司债券余额为24.40亿元。其中，联合资信所评公司存续期内的“13弘湘治理债/PR弘湘资”债券余额为6.40亿元。“13弘湘治理债/PR弘湘资”于2013年6月19日发行并于存续期的第3年至第7年末每年分别偿还本金的20%，公司将于2019年兑付本金3.20亿元。截至2018年底，公司现金类资产对“13弘湘治理债/PR弘湘资”将于2019年兑付的分期本金3.20亿元的覆盖倍数为2.25倍，保障程度很高。

公司存续期债券兑付高峰期为2019年，将

兑付14.20亿元债券本金。2018年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为2.00亿元、11.96亿元和-0.50亿元，分别对代偿债券峰值的覆盖倍数为0.14倍、0.84倍和-0.04倍，保障程度较弱。考虑到股东对公司支持力度较大，公司存续债券不能偿付的风险低。

表9　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项　目	2018年
一年内到期债券余额	14.20
未来待偿债券本金峰值	14.20
现金类资产/一年内到期债券余额	0.51
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.84
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.04
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.14

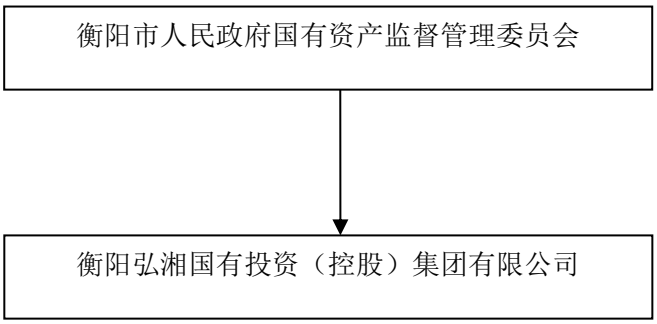
资料来源：审计报告，联合资信整理。

总体看，公司经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障程度较弱，公司面临一定债券集中兑付压力。

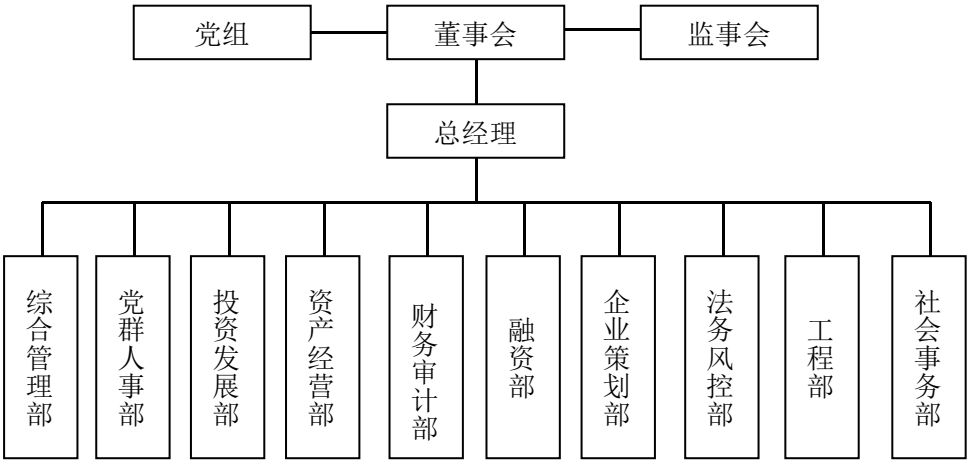
十、结论

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，并维持“13弘湘治理债/PR弘湘资”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年底公司组织架构图



附件 1-3　2018 年底公司合并范围子公司情况

企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
衡阳市弘信投资有限责任公司	1000.00	100.00	设立
衡阳市船山英文学校	12047.49	100.00	划拨、购买
衡阳公路桥梁建设有限公司	13233.00	67.46	划拨
衡阳弘正国有资产管理有限责任公司	1000.00	100.00	设立
衡阳市弘晖服饰有限责任公司	40.00	100.00	划拨
衡阳弘立环境投资有限责任公司	3000.00	100.00	设立
衡阳衡拖农机制造有限公司	5000.00	100.00	划拨
衡阳弘昇国有工矿棚户区改造投资有限责任公司	3000.00	90.00	设立
衡阳弘山投资有限公司	5000.00	60.00	设立
衡阳市翼鸿资产经营有限责任公司	1000.00	100.00	投资
衡阳弘湘物业管理有限公司	100.00	100.00	设立

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.13	9.04	7.21
资产总额(亿元)	154.41	168.45	171.71
所有者权益(亿元)	68.13	75.47	74.46
短期债务(亿元)	5.40	4.69	26.71
长期债务（亿元）	49.60	52.00	15.71
调整后长期债务（亿元）	49.90	52.30	15.71
全部债务(亿元)	55.00	56.69	42.42
调整后全部债务（亿元）	55.30	56.99	42.42
营业收入(亿元)	9.59	11.46	12.23
利润总额(亿元)	1.52	1.77	1.72
EBITDA(亿元)	1.75	2.03	2.00
经营性净现金流(亿元)	-7.32	-4.63	-0.50
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.28	10.04	8.08
存货周转次数(次)	0.12	0.12	0.12
总资产周转次数(次)	0.09	0.07	0.07
现金收入比(%)	180.08	45.66	78.37
应收类款项/资产总额(%)	7.80	6.39	8.07
营业利润率(%)	10.35	11.79	12.07
总资本收益率(%)	1.30	1.40	1.53
净资产收益率(%)	2.22	2.35	2.31
长期债务资本化比率(%)	42.13	40.79	17.42
调整后长期债务资本化比率(%)	42.28	40.93	17.42
全部债务资本化比率(%)	44.67	42.90	36.29
调整后全部债务资本化比率(%)	44.80	43.02	36.29
资产负债率(%)	55.88	55.20	56.63
流动比率(%)	423.62	394.93	198.56
速动比率(%)	190.99	176.92	89.98
经营现金流动负债比(%)	-20.83	-11.69	-0.62
全部债务/EBITDA(倍)	31.37	27.97	21.17
调整后全部债务/EBITDA(倍)	31.55	28.12	21.17

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息债务；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务。

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	
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+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　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 4-3　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