跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1114 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持湘潭振湘国有资产经营投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“PR湘振湘/13振湘治理债”AA^{+}的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十七日

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

湘潭振湘国有资产经营投资有限公司跟踪评级报告

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	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
PR 湘振湘/13 振湘治理债[1]	18 亿元	2013/8/7 -2020/8/7	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	3.31	12.69	8.62
资产总额(亿元)	93.41	115.95	126.75
所有者权益(亿元)	53.26	58.95	61.43
短期债务(亿元)	8.31	12.10	14.05
长期债务(亿元)	19.48	30.84	38.26
全部债务(亿元)	27.79	42.95	52.31
调整后全部债务(亿元)	27.79	43.31	53.39
营业收入(亿元)	7.61	6.47	6.56
利润总额(亿元)	0.85	0.97	3.23
EBITDA(亿元)	2.75	2.73	4.96
经营性净现金流(亿元)	1.07	0.62	5.22
营业利润率(%)	10.99	22.01	22.64
净资产收益率(%)	1.38	1.56	5.18
资产负债率(%)	42.98	49.16	51.53
全部债务资本化比率(%)	34.29	42.15	45.99
调整后全部债务资本化比率(%	34.29	42.35	46.50
流动比率(%)	257.39	285.72	328.44
经营现金流动负债比(%)	5.35	2.46	20.40
全部债务/EBITDA(倍)	10.12	15.75	10.55
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.12	15.88	10.77
EBITDA 利息倍数(倍)	4.00	3.48	8.87

注：调整后全部债务=全部债务+有息其他应付款和长期应付款。

分析师

王 存　任黛云

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

[1]截至跟踪评级时点，“PR 湘振湘/13 振湘治理债”已偿还本金 3.60 亿元，待偿还本金 14.40 亿元

评级观点

湘潭振湘国有资产经营投资有限公司（以下简称“公司”）是湘潭市产业开发投资建设及湘潭市重金属污染治理的实施主体。跟踪期内，湘潭市经济持续发展，一般预算收入稳步提升，为公司提供了良好的外部发展环境；公司锰材料销售和污水处理业务经营稳定，重金属污染治理业务持续获得市财政补贴，利润总额有所增长。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司预付账款和其他应收款快速增长、土地使用权受限比例高以及盈利能力较弱等方面给公司经营带来的不利影响。

公司锰材料销售业务和污水处理业务稳定运营，联合资信对公司的评级展望为稳定。

“PR 湘振湘/13 振湘治理债”设置分期偿付条款，在存续期的后 5 年末（2016~2020 年）每年偿还 20%的债券本金。公司以拥有的 41 宗土地使用权为“PR 湘振湘/13 振湘治理债”提供抵押担保，跟踪期内土地使用权价值 33.28 亿元，能对“PR 湘振湘/13 振湘治理债”的偿付形成有效保障。

综合考虑，联合资信确定维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“PR 湘振湘/13振湘治理债”AA^+的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司业务经营稳定，持续获得湘潭市政府在财政补贴和税收优惠方面的支持。
2. 土地抵押担保对 PR 湘振湘/13 振湘治理债”的偿付形成有效保障。
3. “PR 湘振湘/13 振湘治理债”设有分期偿还偿还本金的条款，有利于减轻公司集中偿付压力。

关注

1. 跟踪期内，公司预付账款和其他应收款快

速增长，对公司资金形成较大占用，土地使用权受限比例高，资产流动性偏弱。

2. 跟踪期内，公司期间费用对利润的侵蚀较大，利润总额对投资收益和政府补助依赖性强。

声　明

一、本报告引用的资料主要由湘潭振湘国有资产经营投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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。

湘潭振湘国有资产经营投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信关于公司主体长期信用及“PR 湘振湘/13 振湘治理债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

湘潭振湘国有资产经营投资有限公司（以下简称“公司”）是 2008 年 11 月经湘潭市人民政府批准，由湘潭市国有资产监督管理委员会（以下简称“湘潭市国资委”）作为出资人，依法设立的国有独资公司。2014 年 1 月 8 日，根据谭国资【2014】1 号文，湘潭市国资委将公司 100%股权无偿划转至湘潭产业投资发展集团有限公司（以下简称“产业集团”），湘潭市国资委对产业集团持股 100%。截至 2016 年底，公司注册及实收资本 1.20 亿元，股东为产业集团，湘潭市国资委为公司实际控制人。公司经营范围：国家法律法规允许的土地开发及经营；项目投资；资产经营；投资开发；（企业）从业人员的培训及相关技术开发；环境污染治理投资；电线电缆、建材（不含硅酮胶）、化工产品（不含危险及监控化学品）、金属材料、政府允许经营的矿产品的销售。

截至 2016 年底，公司拥有湘潭电化集团有限公司（以下简称“电化集团”）和湘潭市昭扬投资发展有限公司 2 家全资一级子公司。跟踪期内，公司经营范围、职能部门设置未发生变化。

截至 2016 年底，公司资产总额 126.75 亿元，所有者权益合计 61.43 亿元（其中少数股东权益 6.71 亿元）。2016 年公司实现营业收入 6.56 亿元，利润总额 3.23 亿元。

公司注册地址：湘潭市雨湖区人民路 163 号；法定代表人：亢豫黔。

三、存续期债券与募集资金使用情况

公司于 2013 年 8 月发行“PR 湘振湘/13 振湘治理债”，发行总额 18.00 亿元，期限 7 年，起息日为 2013 年 8 月 7 日。该债券设有分期偿付本金条款，即在存续期的后 5 年每年偿付本金的 20%。公司已于 2016 年 8 月偿还 3.60 亿元本金，并按期支付当期利息，“PR 湘振湘/13 振湘治理债”剩余待偿还本金为 14.40 亿元。

“PR 湘振湘/13 振湘治理债”募集资金用于 7 个项目建设，其中 5 个属于 2011 年 3 月国务院批复的《湘江流域重金属污染治理实施方案》中项目；另外 2 个项目（污水处理厂二期扩建及提标改造项目）是湘潭市湘江流域重金属污染治理的配套设施建设项目。7 个项目总投资额 41.44 亿元，各项目投资总额及资金使用情况见下表。截至 2016 年底，募集资金已全部使用，项目累计投资 29.38 亿元。

表 1　“PR 湘振湘/13 振湘治理债”募投项目投资额及进度（单位：万元）

募集资金用途	项目投资总额	募集资金额度（规划）	截至 2016 年底累计投资额	截至 2016 年底项目进程
湘潭电化集团有限公司整体搬迁及环境治理项目	105725.00	45000.00	60000.00	电化厂区搬迁至鹤岭镇，搬迁后的遗留建筑物、构筑物、生产设备设施已进行拆除及规范处理，新基地生产区生产线及配套设施，已进入生产阶段，正在进行二期项目建设。
湘潭锰矿地区含重金属废渣治理与综合利用工程	52011.00	22500.00	22600.00	对小浒尾矿库和柚子树尾矿库进行了规范化整治与除险加固，已完成尾矿库的安全闭库与环保的综合治理，新建锰渣中转库，新建一条 30 万吨/年的废渣综合处理深加工生产线。

湘潭市岳塘区王家晒河渠重金属治理工程	12150.60	5400.00	4000.00	一期 9 公里渠道治理已完成，项目二期正在开展相关前期准备工作。
湘潭市竹埠港区域重金属污染综合治理一期工程	79804.00	35100.00	61016.83	28 家企业已全部关停，一期 8 家企业拆除已完成，已处理污染土壤 16.0114 万方，关停拆除已全部完成，污染土壤治理完成 49.54%。
湘潭昭山示范区重金属污染治理与土壤修复项目	119917.00	52000.00	101413.36	完成新南化工厂厂区内 40 亩重金属污染土壤修复、厂区外 30 亩污染表层土壤稳定化处理，厂区内 40 亩植被恢复，南天化工厂建筑物拆除与厂内废渣清理、厂区以及周边土壤修复、土壤回填与场地平整及绿化总计 2700 亩。
湘潭市河西污水处理厂二期工程	34114.00	15500.00	34114.00	已完工。
湘潭市河西污水处理厂提标改造工程	10660.80	4500.00	10660.80	已完工。
合计	**414382.40**	**180000.00**	**293805.00**	

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动

消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、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。近些年，全国各地区城市建设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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资

金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 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。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济和财政实力

公司主要从事湘潭市产业开发投资建设、污水处理与重金属污染治理，其经营发展受湘潭市经济和财政实力影响。

湘潭市位于湖南省中部偏东，现辖 1 县 2 市 2 区，即湘潭县、湘乡市、韶山市、雨湖区、岳塘区。截至 2016 年底，全市总面积 5006 平方公里，总人口 300 万人。

湘潭市交通条件良好，京港澳公路长潭段及湘黔线、京广线、沪昆高铁等多条铁路横贯，长株潭城际铁路已于 2016 年 12 月开通，未来湘潭市的交通能力和经济辐射范围将进一步提升。

湘潭市是湖南省重要的工业城市，工业体系比较齐全，其中装备制造业、精品钢材及深加工业、汽车及零部件制造业和电子信息设备制造业系湘潭市四大战略性产业。

国务院已于 2007 年末批准“长株潭城市群”为“全国资源节约型和环境友好型社会”（简称“两型社会”）建设综合配套改革试验区，长株潭城市群作为“两型社会”建设的国家战略平台，是湖南省新型工业化 、新型城市化的引导区，中部经济的核心增长极。

2016 年 4 月 29 日，湘潭市“创建全国文明城市暨精美湘潭两年行动推进大会”召开，会议强调全市启动“精美湘潭两年行动”，决胜全国文明城市创建，通过两年大奋战，实现城市大变化，把湘潭建设成为干净卫生之城、整洁有序之城、畅通便利之城、品质品位之城、精到精致之城、心齐气顺之城，打造湘潭人民有舒适感、有归属感、有自豪感的美丽家园。该行动在基础设施建设、两房两棚、两供两治等方面，安排项目 345 个，总投资 617 亿元，为包括公司在内的市属、区属经营主体带来机会。

《湘潭市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2016 年，全市地区生产总值 1845.7 亿元，比上年增长 8.2%。按常住人口计算，人均地区生产总值 65200 元，同比增长 7.7%。第一、二、三产业增加值分别为 150.9 亿元、976.1 亿元和 718.7 亿元，第三产业同比增速最高（11.6%）。全市三次产业结构为 8.2:52.9:38.9，第二、三产业对经济增长的贡献率分别为 44.4%和 52.6%，第三产业贡献率比上年提高 5.7 个百分点。工业对经济增长的贡献率为 41.2%，比上年下降 3.6 个百分点。

固定资产投资方面，2016 年，全市固定资产投资（不含农户）1938.2 亿元，比上年增长 14.5%。其中，民间投资 1163.5 亿元，增长 0.2%，占全部投资的比重为 60.0%。分经济类型看，国有投资 524.4 亿元，增长 9.1%；非国有投资 1413.9 亿元，增长 16.6%；分投资方向看，民生投资 137.2 亿元，增长 34.6%；生态投资 55.8 亿元，增长 69.1%；基础设施投资 535.2 亿元，增长 28.2%；高技术产业投资 149.2 亿元，增长 72.9%；技改投资 843.7 亿元，增长 1.9%。

2016 年，全市一般公共预算收入 186.5 亿元，比上年增长 7.2%。其中，地方收入 125.4 亿元，增长 6.8%。地方收入中，税收收入 61.1 亿元，增长 5.0%；非税收入 64.3 亿元，增长 8.6%。

总体来看，跟踪期内，湘潭市经济持续发展，一般公共预算收入稳步提升，公司外部发展环境良好。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年底，公司注册及实收资本 1.20 亿元，股东为产业集团（持股 100%），湘潭市国资委为公司实际控制人。

2. 政府支持

湘潭市政府在财政补贴和税收优惠等方面对公司支持力度较大。

税收优惠方面，根据湘潭市人民政府（潭政函【2009】163 号），公司收到的市、区财政补贴收入和土地收益免征企业所得税，如税务部门需对以上收入所产生的税款予以追征，由湘潭市财政全额承担。

2016 年，公司收到相关政府补贴 2.64 亿元，较 2015 年有所上升，其中湘江流域环境污染治理奖励 2.50 亿元，此外政府补贴还包括节能减排综合示范城市财政奖励资金和节能技术改造财政奖励资金等。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理制度及高级管理人员等方面无重大变化。电化集团子公司湘潭电化科技股份有限公司（以下简称“湘潭电化”）为湘潭市属唯一的上市公司，独立运营。截至2016年底，公司和电化集团（湘潭电化控股股东）合计对其持股40.03%，较2015年底下降14.19个百分点，系公司和电化集团减持股票所致。公司对湘潭电化控制能力持续弱化。截至2016年底，电化集团（持股比例29.51%）持有的湘潭电化股权已质押。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期间，公司实现营业收入6.56亿元，同比增长1.40%。2016年，公司实现锰材料销售收入5.11亿元，同比上升0.79%；污水处理收入0.64亿元，同比下降5.88%；其他业务收入0.81亿元，同比增加12.50%。2016年，公司污水处理业务收入下降主要系2015年7月以前该业务为免（增值）税业务，公司以收到的污水处理费全额确认收入，2015年7月相应税收优惠政策改为增值税即征即返70%，此后公司收到的污水处理费包含增值税额，收入金额随之下降。总体来看，跟踪期内，公司收入总额和收入构成变动不大。

毛利率方面，2016年公司综合毛利率24.24%，与2015年相比变化不大。2016年，公司锰材料销售业务毛利率同比略有提升，主要系2015年中公司停产了亏损严重的电解金属锰。2016年，公司污水处理业务毛利率57.81%，同比有所下降，亦由税收优惠政策的变化导致；其他业务（包括锰矿石和磷酸铁的销售以及房屋租赁）毛利率16.06%，同比明显上升，2015年该板块毛利率为负的主要原因是锰矿石供过于求，销售单价低于采矿/采购成本，2016年锰矿石和磷酸铁销售价格回升对毛利率贡献较大。

表 2　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
锰材料销售	6.20	81.47	7.76	5.07	78.36	20.20	5.11	77.90	21.33
污水处理	0.64	8.41	54.36	0.68	10.51	63.49	0.64	9.75	57.81
其他	0.77	10.12	6.62	0.72	11.13	-0.82	0.81	12.35	16.06
合　计	**7.61**	**100.00**	**11.56**	**6.47**	**100.00**	**22.41**	**6.56**	**100.00**	**24.24**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2. 运营分析

锰材料销售板块

电化集团成立于1994年5月10日，下属上市公司湘潭电化主要从事电解二氧化锰的生产销售。近几年受全球经济危机和国内经济下行影响，电解二氧化锰行业持续低迷，产能过剩，在供给侧结构性改革和去产能去库存的形式下，行业内竞争更加激烈。截至2016年底，中国电解二氧化锰生产企业11家，电解二氧化锰总年产能约27.9万吨，产量25.09万吨。

（1）生产情况

截至2016年底，湘潭电化电解二氧化锰年产能5.50万吨（同比增加0.50万吨），相比2014年下降0.70亿吨，主要系近年来电解二氧化锰行业供过于求，公司搬迁生产基地、提高工艺水平并适当缩减产能所致。跟踪期内，湘潭电化生产电解二氧化锰5.56万吨，产能利用率101.09%，均较上年略有上升。2016年公司产能、产量和产能利用率的同比上升主要是因为公司新生产基地（鹤岭生产基地）运行趋于稳定所致。

2015年5月，公司电解金属锰生产线停产。2016年公司未生产该产品。

表3 2014~2016年湘潭电化产销情况

产品		2014年	2015年	2016年
电解二氧化锰	产能（万吨）	6.20	5.00	5.50
	产量（万吨）	4.83	4.91	5.56
	销量（万吨）	5.11	5.27	5.51
	平均价格（元/吨，含税）	10153.00	10211.60	10104.10
电解金属锰	产能（万吨）	1.50	1.50	--
	产量（万吨）	1.26	0.59	--
	销量（万吨）	1.29	0.32	0.26
	平均价格（元/吨，含税）	13758.00	11577.48	10139.20

资料来源：公司提供

（2）采购情况

电解二氧化锰的主要原材料为碳酸锰（锰矿），截至2016年底，湘潭电化自身拥有可供开采的锰矿资源储量约400万吨，较2015年底储量有所增加，主要系公司在2016年购买探矿权所致。按照20万吨/年测算，湘潭电化拥有的锰矿预计可开发20年。2016年，公司采矿14.51万吨，较2015年有所下降，主要系2015年末湘潭电化锰矿石库存过高（17.81万吨），为了消化库存，湘潭电化延长了采矿工假期。受同样原因影响，湘潭电化跟踪期未对外采购锰矿石，矿石对外销售数量有所增长（销售收入计入其他业务收入）。

表4 2014~2016年碳酸锰采购情况

碳酸锰	2014年	2015年	2016年
开采矿石量（万吨）	26.40	20.50	14.51
平均开采矿石成本（元/吨）	434.19	501.83	500.77
从外采购矿石量（万吨）	4.13	0.95	--
从外采购矿石单价（元/吨）	574.35	536.05	--
矿石对外销售量（万吨）	9.39	7.58	9.96
矿石对外销售单价（元/吨）	496.61	453.16	548.74

资料来源：公司提供

（3）销售情况

2016年，湘潭电化电解二氧化锰销售5.51万吨，较上年略有增长。同期，电解金属锰销量仅为0.26万吨。销售价格方面，电解二氧化锰和电解金属锰销售价格均较上年有所下降。

回款结算方面，公司电解二氧化锰主要客户为国内外各大电池厂家（金霸王、双鹿、劲量、南孚等），国内厂家回款账期为30~60天，国际厂家回款账期为30天。金属锰主要为本地销售，采用现款现货方式，无应收账款。

污水处理板块

目前湘潭市拥有河西和河东两家污水处理厂，纳污范围各不相同。河东污水处理厂为

产业集团子公司，不在公司合并范围内，负责处理河东地区生活污水。河西污水处理厂为湘潭电化子公司，目前日处理能力 20 万吨（较上年同期日处理能力提高 5 万吨），负责处理河西地区生活污水，目前服务面积 88.45 平方公里，服务人口 71.80 万人。2016 年河西污水处理厂年处理污水 5982.05 万吨，较上年略有增长。

表 5　2014~2016 年河西污水厂污水处理量

项目	2014 年	2015 年	2016 年
污水处理量（万吨）	5468.37	5668.88	5982.05

资料来源：公司提供

河西污水处理厂采用“政府特许、政府采购、企业经营”的经营模式，取得了湘潭市政府授予的污水处理特许经营权，特许经营期自 2014 年 1 月 1 日起至 2043 年 12 月 31 日，期限 30 年。湘潭市自来水费和污水处理费均由湘潭市自来水公司捆绑收取，其中污水处理费由湘潭市财政局按照 1.25 元/吨的标准返还河西污水处理厂，每两月结算一次。

重金属污染治理板块

公司是湘潭市重金属污染治理的主体，目前主要实施的是湘江流域重金属污染治理项目，5个项目投资总额36.96亿元，使用“PR湘振湘/13振湘治理债”募集资金16.00亿元（“PR湘振湘/13振湘治理债”发行金额18.00亿元，另外2.00亿元用于河西污水厂提标改造）。截至2016年底，公司已投资24.90亿元，具体项目进展参见表1。由于重金属污染治理项目工程结束后公司可能无法形成对应的资产，根据潭政函【2013】64号，湘潭市政府承诺按项目总投资额的30%（11.08亿元）给予公司财政补助，并在治理项目完成后将不低于40亿元的经营性资产注入公司。截至2016年底公司共收到6.50亿元补贴。

3. 未来发展

锰材料销售方面，公司将致力于高性能型（用于无汞碱锰电池的生产）和锰酸锂型电解二氧化锰（用于二次锂离子电池正极材料锰酸锂的生产）的技术研发和市场开拓，争取提高产品附加值，执行差异化竞争战略。

污水处理方面，公司将在条件成熟时整合区域内其他新增的城市污水处理企业。随着湘潭市及周边地区污水处理业务的发展，公司该板块发展空间较大。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016 年合并财务报告，中兴财光会计师事务所（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审计意见。跟踪期内，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至 2016 年底，公司资产总额 126.75 亿元，所有者权益合计 61.43 亿元（其中少数股东权益 6.71 亿元）。2016 年公司实现营业收入 6.56 亿元，利润总额 3.23 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司总资产 126.75 亿元，同比增长 9.31%；从构成看，流动资产占 66.33%，非流动资产占 33.67%，流动资产占比较上年末有所增长，公司资产以流动资产为主。

流动资产

截至2016年底，公司流动资产84.08亿元，同比增长17.41%，主要系预付账款大幅增长所致。截至2016年底，公司流动资产主要由货币资金（占9.55%）、预付账款（占18.09%）、其他应收款（占40.57%）和存货（占28.38%）构成。

截至2016年底，公司货币资金8.03亿元，同比减少36.35%，主要包括银行存款6.86亿元和其他货币资金1.17亿元；其中其他货币资金全部为受限资金，公司受限资金占比14.57%。

截至2016年底，公司预付账款15.21亿元，同比增长9239.83%，主要系产业集团项目款增长所致。2016年，公司非公开发行15.00亿元公司债“PR湘振湘/16湘振湘”（该债券期限5年，附第三年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权），公司将所收到的货币资金拨付

给产业集团进行国有企业改制和国有资产收储。

截至2016年底，公司其他应收款账面价值34.11亿元，同比增长16.29%，主要系对产业集团和湘潭市经济建设投资公司往来款增长所致。从集中度看，其他应收款中前五名余额合计81.53%，集中度高，账龄多在3年及以上。整体看，公司其他应收款账龄较长、集中度高，有一定的回收风险，截至2016年底，公司其他应收款坏账准备1.13亿元。

截至 2016 年底，公司存货账面价值 23.86 亿元（余额 23.86 亿元，跌价准备 3.39 万元），同比下降 0.35%，主要由土地资产（未来或用于商业综合体和住宅用地出让）构成，其中 21.41 亿元存货使用权受到限制，占存货账面价值的 89.73%，土地使用权受限比例高。截至 2016 年底，公司存货跌价准备 3.39 万元，存货跌价风险不大。

非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产42.68亿元，较上年底下降3.76%，主要由长期应收款（占24.37%）、固定资产（占24.98%）在建工程（占4.67%）和无形资产（占25.86%）构成。

截至2016年底，公司长期应收款10.40亿元，同比下降20.00%，全部为拨付给募投项目建设方的项目应收款。“PR振湘治理债/13振湘治理债”发行金额18.00亿元，公司将其中13.00亿元拨付给湘潭竹埠港重金属污染治理投资有限公司（湘潭平台公司）、湖南昭山经济建设投资有限公司（湘潭平台公司）和产业集团进行项目建设。2016年8月7日为“PR振湘治理债/13振湘治理债”第一个还本日，故2016年底公司长期应收款相应减少。

截至 2016 年底，公司固定资产原值为 15.48 亿元，同比变化不大，以房屋建筑物和机器设备为主。截至 2016 年底，公司固定资产累计折旧 4.82 亿元，减值准备 3.09 万元。

截至 2016 年底，公司在建工程 1.99 亿元，项目较多，单项总投资额不超过 1.16 亿，公司未来筹资压力不大。

截至 2016 年底，公司无形资产账面余额 11.97 亿元，同比变化不大，主要为土地使用权（大部分为电化集团所持有的工业用地）。截至 2016 年底，公司无形资产累计摊销 1.01 亿元，公司未计提减值准备。

截至 2016 年底，公司受限资产共 31.76 亿元，其中 29.49 亿元土地使用权用于“PR 湘振湘/13 振湘治理债”和银行借款抵押担保，其余受限资产包括货币资金、应收账款、存货和固定资产，金额不大。

整体上，跟踪期间，公司资产规模有所扩张；预付账款和其他应收款快速增长，且流动资产中存货和其他应收款占比较大，土地使用权受限比例高，公司资产流动性偏弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 61.43 亿元，同比增长 4.20%，主要系未分配利润增加所致，主要由实收资本（占 1.95%）和资本公积（占 73.27%）构成。跟踪期内，公司实收资本无变化，截至 2016 年底，公司资本公积 45.01 亿元，同比下降 2.62%，主要系公司和电化集团减持湘潭电化股权。总体来看，公司权益稳定性较好。

负债

截至2016年底，公司负债合计65.32亿元，同比增长14.60%，主要是非流动负债增长所致，流动负债和非流动负债分别占39.19%和60.81%，非流动负债占比较2015年底有所增加。

截至2016年底，公司流动负债25.60亿元，同比增长2.14%，主要是一年内到期的非流动负债增长所致，主要由短期借款（占24.04%）、其他应付款（占36.39%）和一年内到期的非流动负债（23.05%）构成。截至2016年底，公司短期借款6.15亿元，主要为抵押借款和保证借款；其他应付款9.31亿元，同比下降0.27%，主要为拆借款；一年内到期的非流动负债包括一

年内到期的长期借款2.30亿元和一年内到期的应付债券（“PR湘振湘/13振湘治理债”）3.60亿元。

截至2016年底，公司非流动负债39.72亿元，同比增长24.38%，主要系应付债券大幅增长导致，主要由长期借款（占28.68%）和应付债券（占67.65%）构成。

截至2016年底，公司长期借款11.39亿元，同比下降11.29%，主要由信用借款和保证借款构成；应付债券26.87亿元，同比增长49.28%，主要系公司2016年非公开发行15.00亿元的公司债“PR湘振湘/16湘振湘”所致。

从有息债务看，截至2016年底，公司调整后全部债务（其他应付款中的有息拆借款和长期应付款中的融资租赁款计入有息债务）53.39亿元，同比增长23.28%；其中调整后短期债务占比27.15%、调整后长期债务占比72.85%。从偿债指标看，截至2016年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为51.53%、46.50%和38.77%，均较2015年底有所增长。公司债务规模增长快，但仍处于适宜水平。

总体看，公司负债结构以长期负债为主，债务规模快速增长，债务负担仍处于适宜水平。

4. 盈利能力

2016年公司实现营业收入6.56亿元，较上年增长1.40%，主要系锰材料销售和其他业务收入有所增加导致。

2016 年，公司期间费用（销售费用、财务费用和管理费用）共计 2.34 亿元，较上年增长 4.04%，主要是由于管理费用中的停工损失增长较多所致；期间费用占营业收入的比重为 35.60%，比上年提高 0.90 个百分点，公司期间费用对利润的侵蚀较大。

2016 年公司取得投资收益 1.94 亿元，主要系公司和电化集团减持湘潭电化股票。

2016 年，公司获得营业外收入 2.64 亿元，同比增长 20.57%，主要系湘江流域环境污染治理专项奖励增加 0.50 亿元导致。同期，公司实现利润总额 3.23 亿元，投资收益和营业外收入是公司利润总额的重要补充。

从盈利指标看，2016 年公司营业利润率 22.64%，较上年增加 0.63 个百分点，主要是锰材料销售收入毛利率略有上升影响。2016 年，公司总资本收益率 8.81%，同比上升 7.15 个百分点，净资产收益率 5.18%，较上年上升 3.62 个百分点，此两个指标的上升主要系跟踪期内公司投资收益和营业外收入增长所致。

总体看，跟踪期间，公司营业收入有所上升，但期间费用对利润的侵蚀较大，利润总额对投资收益和政府补助依赖强，公司盈利能力较弱。

5. 现金流及保障

从经营活动产生的现金流看，2016 年公司经营活动现金流入 11.51 亿元，其中销售商品提供劳务收到现金 8.55 亿元，现金收入比 130.27%，处于较高水平，主要系公司收回较多以前年度应收账款所致。2016 年公司收到其他与经营活动有关的现金 2.90 亿元，主要为政府补助。2016 年公司经营活动现金流出 6.29 亿元，同比减少 38.72%，主要系跟踪期内公司为了消化库存，减少采矿量，取消矿石对外采购所致。跟踪期内，公司支付其他与经营活动有关的现金主要是往来款和期间费用，同比下降 61.44%。2016 年公司经营活动现金流量净额 5.22 亿元，同比上升 748.10%。

从投资活动产生的现金流看，2016 年公司投资活动现金流入 2.56 亿元，其中取得投资收益收到现金 1.85 亿元，主要系减持湘潭电化股票所致。2016 年公司投资活动现金流出 17.54 亿元，同比增长 74.36%，主要系公司 2016 年非公开发行 15.00 亿元的公司债“PR 湘振湘/16 湘振湘”，公司将所收到的货币资金拨付给产业集团并计入“支付其他与投资活动有关的现金”。2016 年公司投资活动现金净流量-14.98 亿元。

从筹资活动产生的现金流看，2016 年公司筹资活动现金流入 28.79 亿元，较上年下降

12.90%，主要由取得借款、发行债券和收到其他与筹资活动有关的现金（主要为债券资金利息、银行承兑汇票贴现款和收回银行承兑汇票保证金）构成。2016 年，公司筹资活动现金流出 20.73 亿元，主要为偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金（主要系银行承兑汇票票据到期兑付）。2016 年公司筹资活动产生现金流量净额 8.06 亿元。

整体看，跟踪期内，公司经营活动现金流有所改善，但投资活动现金流出大幅增加，公司现金流主要依靠筹资活动维持。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别328.44%和235.22%，同比均有所上升，系公司2016年非公开发行“PR湘振湘/16湘振湘”，期限5年，速动资产中的预付账款大幅增长所致。2016年，受经营活动现金流量较快增长影响，公司经营现金流动负债比为20.40%，同比上升17.94个百分点。考虑到公司资产流动性弱，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，公司2016年EBITDA为4.96亿元，调整后全部债务/EBITDA为10.77倍。从偿债指标看，公司EBITDA对调整后全部债务的保障能力虽同比有所上升但仍较弱，公司整体偿债能力较弱。

截至 2016 年底，公司对外担保金额 4.78 亿元，担保比率 7.78%。整体看，公司担保比率不高，且被担保对象为湘潭市平台公司（其中湘潭源远海泡石新材料股份有限公司和湘潭昭山安居工程建设投资有限责任公司为平台公司下属子公司），目前经营正常。公司或有负债风险较低。

表 6　截至 2016 年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

担保企业	担保金额	企业性质
湘潭县建设投资有限公司	3.00	国有
湘潭产业投资发展集团有限公司	0.88	国有
湘潭源远海泡石新材料股份有限公司	0.10	国有
湘潭昭山安居工程建设投资有限责任公司	0.80	国有
合计	**4.78**	--

资料来源：公司审计报告

融资渠道方面，截至 2017 年 3 月底，公司共获得商业银行授信 30.00 亿元，已使用 14.50 亿元，公司间接融资渠道尚可。公司下属子公司湘潭电化为上市公司，但考虑到公司对其控制能力弱，公司直接融资渠道一般。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码为：G1043030200124090N），截至 2017 年 5 月 24 日，公司无未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及湘潭市经济社会发展及财力水平的综合分析，并考虑到湘潭市政府给予公司的支持，公司整体抗风险能力尚可。

十、存续债券偿债能力分析及保障措施

1. 偿债能力分析

“PR 湘振湘/13 振湘治理债”发行金额 18.00 亿元，期限 7 年，设有本金分期偿还条款（公司在存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别偿还发行金额的 20%）。公司已于 2016 年 8 月 7 日兑付本金 3.60 亿元，“PR 湘振湘/13 振湘治理债”待偿还本金为 14.40 亿元。2016 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对待偿还本金的保障倍数分别为 0.34 倍、0.80 倍和 0.36 倍。2016 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对年均偿还本金（3.60 亿元）的保障倍数分别为 1.38 倍、3.20 倍、1.45 倍。

总体看，EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对年均偿还本金的覆

盖程度较好。整体看，公司对本期债券的保障能力较好。

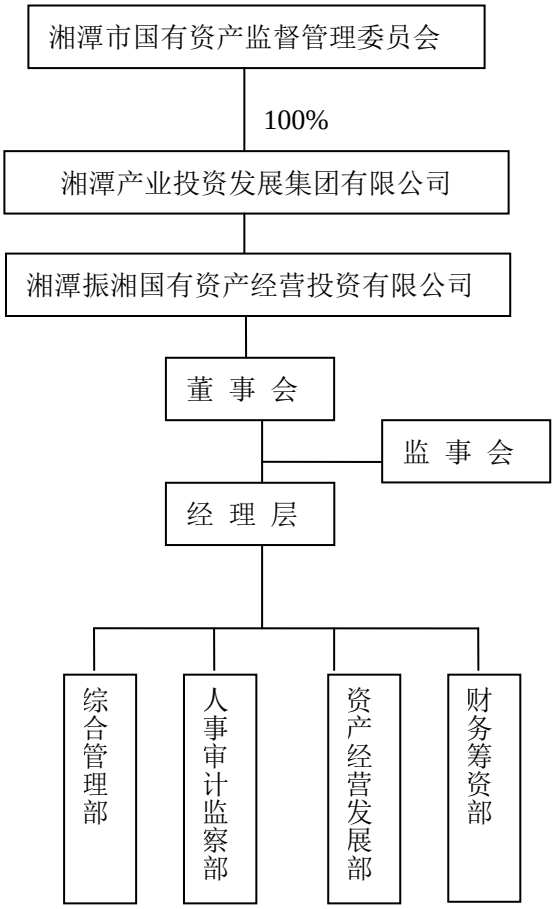
2. 土地使用权抵押担保

“PR 湘振湘/13 振湘治理债”采用土地使用权抵押担保方式进行增信。中瑞国际资产评估（北京）有限公司对抵押土地进行评估，并出具了中瑞国际评字【2017】第 060731030 号《湘潭振湘国有资产经营投资有限公司土地使用权抵押项目资产评估报告》，41 宗土地使用权评估价值为 33.28 亿元（评估基准日 2017 年 6 月 15 日，评估报告有效期截至 2018 年 6 月 14 日），较 2015 年略有上升，评估价值为本期债券待偿还本金 14.40 亿元的 2.31 倍，能对“PR 湘振湘/13 振湘治理债”的偿付形成有效保障。

十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“PR 湘振湘/13振湘治理债”AA^{+}的信用等级。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.31	12.69	8.62
资产总额(亿元)	93.41	115.95	126.75
所有者权益(亿元)	53.26	58.95	61.43
短期债务(亿元)	8.31	12.10	14.05
调整后短期债务(亿元)	8.31	12.10	14.49
长期债务(亿元)	19.48	30.84	38.26
调整后长期债务(亿元)	19.48	31.20	38.90
全部债务(亿元)	27.79	42.95	52.31
调整后全部债务(亿元)	27.79	43.31	53.39
营业收入(亿元)	7.61	6.47	6.56
利润总额(亿元)	0.85	0.97	3.23
EBITDA(亿元)	2.75	2.73	4.96
经营性净现金流(亿元)	1.07	0.62	5.22
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.02	1.02	1.56
存货周转次数(次)	0.28	0.21	0.21
总资产周转次数(次)	0.08	0.06	0.05
现金收入比(%)	123.81	134.15	130.27
营业利润率(%)	10.99	22.01	22.64
总资本收益率(%)	1.75	1.66	8.81
净资产收益率(%)	1.38	1.56	5.18
长期债务资本化比率(%)	26.78	34.35	38.38
调整后长期债务资本化比率(%)	26.78	34.61	38.77
全部债务资本化比率(%)	34.29	42.15	45.99
调整后全部债务资本化比率(%)	34.29	42.35	46.50
资产负债率(%)	42.98	49.16	51.53
流动比率(%)	257.39	285.72	328.44
速动比率(%)	138.08	190.17	235.22
经营现金流动负债比(%)	5.35	2.46	20.40
EBITDA 利息倍数(倍)	4.00	3.48	8.87
全部债务/EBITDA(倍)	10.12	15.75	10.55
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.12	15.88	10.77

注：调整后全部债务=全部债务+其他应付款和长期应付款中有息部分。

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%
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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

注：　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。