信用等级公告

联合[2018] 1273 号

联合资信评估有限公司通过对湘潭振湘国有资产经营投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，并维持“13 振湘治理债/PR 湘振湘”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

二零一八年六月二十五日

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
网址：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

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 振湘治理债/PR 湘振湘	10.8 亿元	2020/8/7	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	12.69	8.62	18.92
资产总额(亿元)	115.95	126.75	152.24
所有者权益(亿元)	58.95	61.43	64.48
短期债务(亿元)	12.10	14.05	25.65
长期债务(亿元)	30.84	38.26	47.02
全部债务(亿元)	42.95	52.31	72.66
营业收入(亿元)	6.47	6.56	7.47
利润总额(亿元)	0.97	3.23	2.90
EBITDA(亿元)	2.74	4.96	4.66
经营性净现金流(亿元)	0.62	5.22	0.74
营业利润率(%)	22.01	22.64	24.03
净资产收益率(%)	1.56	5.18	5.24
资产负债率(%)	49.16	51.53	57.64
全部债务资本化比率(%)	42.15	45.99	52.98
流动比率(%)	285.72	328.44	280.31
经营现金流动负债比(%)	2.46	20.40	1.87
全部债务/EBITDA(倍)	15.69	10.55	15.59

分析师

杨明奇　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

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投资主体。跟踪期内，湘潭市经济稳步发展，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。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产中其他应收款占比大、土地使用权抵押比率高、公司债务规模快速上升、利润总额对政府补贴依赖大、对外担保规模较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着公司新增高性能电解二氧化锰和锰酸锂型电池正极材料产能投产，公司收入及利润有望提高。

“13 振湘治理债/PR 湘振湘”设置分期偿付条款，降低了集中兑付压力。公司以其拥有的 41 宗土地使用权（评估价值 33.77 亿元）为“13 振湘治理债/PR 湘振湘”提供抵押担保，对“13 振湘治理债/PR 湘振湘”的偿付形成有效保障。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“13振湘治理债/PR湘振湘”的信用等级为AA^+，联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，湘潭市经济持续发展，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司在财政补贴方面持续得到湘潭市政府的大力支持。
3. 土地抵押担保对“13 振湘治理债/PR 湘振湘”的偿付形成有效保障。“13 振湘治理债/PR 湘振湘”设有分期偿还本金的条款，有利于减轻公司集中偿付压力。

关注

1. 公司资产中其他应收款占比大，公司土地

使用权受限比例高，资产流动性偏弱。

2. 公司期间费用对利润的侵蚀较大，利润总额对政府补助依赖性强。
3. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，短期支付压力较大。
4. 公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

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，按照联合资信关于湘潭振湘国有资产经营投资有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用及“13 振湘治理债/PR 湘振湘”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构以及经营范围未发生变化。截至 2017 年底，公司注册及实收资本 1.20 亿元，股东为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%，为公司实际控制人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 152.24 亿元，所有者权益合计 64.48 亿元（含少数股东权益 7.24 亿元）。2017 年公司实现营业收入 7.47 亿元，利润总额 2.90 亿元。

公司注册地址：湘潭市雨湖区人民路 163 号；法定代表人：杜晓凌。

三、存续债券及其募集资金使用情况

公司于 2013 年 8 月发行“13 振湘治理债/PR 湘振湘”，募集资金 18 亿元，按年付息，分期还本。跟踪期内，公司已按时还本付息。

表 1　跟踪评级债券基本信息

名称	余额	到期日
13 振湘治理债/PR 湘振湘	10.80 亿元	2020/8/7

资料来源：公开信息，联合资信整理

“13 振湘治理债/PR 湘振湘”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 2017 年底，募集资金已全部使用。

表 2　“13 振湘治理债/PR 湘振湘”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 2017 年底已使用募集资金	截至 2017 年底项目进程
湘潭市竹埠港区域重金属污染综合治理一期工程	79804.00	35000.00	35000.00	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，污染土地治理完成 49.54%
湘潭市岳塘区王家晒渠重金属治理工程	12150.600	5400.00	5400.00	一期 9 公理渠道治理已完成，项目二期正在开展相关前期准备工作
湘潭电化集团有限公司整体搬迁及环境治理项目	105725.00	45000.00	45000.00	位于岳塘区滴水埠的电化厂区搬迁至锰矿鹤岭镇，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，二期项目已基本完工，处于整改消缺阶段
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	52000.00	95%
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	22500.00	已完工
小计	**369607.60**	**159900.00**	**159900.00**	
湘潭河西污水处理厂二期扩建工程	34114.00	15500.00	15500.00	已完工
湘潭市河西污水处理厂提标改造工程	10660.80	4500.00	4500.00	已完工
小计	**44774.80**	**20000.00**	**20000.00**	
合计	**414382.40**	**180000.00**	**180000.00**	--

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

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

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

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

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

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

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经

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

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

（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 3　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年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。

2. 区域经济环境

湘潭市位于湖南省中部偏东，是长株潭城市群“两型社会”建设综合配套改革试验区、长株潭国家自主创新示范区核心成员，辖湘潭县、湘乡市、韶山市、雨湖区、岳塘区 5 个县市区，拥有湘潭高新区、湘潭经开区两个国家级园区和湘潭综合保税区，总面积 5006 平方公里，人口 300 万。

湘潭市交通条件良好，京港澳公路长潭段及湘黔线、京广线、沪昆高铁和长株潭城际铁路等多条铁路横贯湘潭。湘潭市是湖南省重要的工业城市，工业体系比较齐全，其中先进装备制造业、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的四大战略性产业。

《湘潭市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，湘潭市经济持续增长，2017 年实现地区生产总值 2055.8 亿元，同比增长 8.30%。按常住人口计算，2017 年湘潭市人均地区生产总值 72256 元，同比增长 7.7%。

从产业结构来看，2017 年湘潭市第一产业增加值 153.5 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 1015.8 亿元，增长 6.1%；第三产业增加值 886.6 亿元，增长 12.3%。三次产业结构进一步优化至 7.5∶49.4∶43.1，第二产业占比有所下降，但仍为湘潭市的支柱产业。

从固定资产投资来看，2017 年，全市固定资产投资（不含农户）为 2204.9 亿元（其中民间投资 1369 亿元），同比增长 13.80%。分经济类型看，国有投资 623.7 亿元，增长 19%；非国有投资 1581.1 亿元，增长 11.8%；分投资方向看，民生投资 127.3 亿元，下降 7.2%；生态投资 54.9 亿元，下降 1.6%；基础设施投资 595.2 亿元，增长 11.2%；高技术产业投资 141.2 亿元，下降 5.3%。

财政收入方面，2017 年，湘潭市全市实现一般公共预算收入 201.5 亿元，比上年增长 8.0%。

总体看，跟踪期内，湘潭市经济持续增长，财政实力较强。湘潭市依托“长株潭城市群”良好的交通环境和工业基础，未来经济增长空间

较大，公司面临着良好的产业政策及投资环境。

六、基础素质分析

湘潭市国资委下属三大平台分别为湘潭地产集团经营有限公司、湘潭城乡建设发展集团有限公司和产业集团。湘潭地产集团经营有限公司（及下属的湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司）和湘潭城乡建设发展集团有限公司（及下属的湘潭市城市建设投资经营有限责任公司）主要从事湘潭市基础设施建设。公司为产业集团核心子公司，是湘潭市产业开发投资建设及湘潭市重金属污染治理的投资主体，业务范围与其他平台无交叉。

跟踪期内，湘潭市政府在财政补贴方面对公司支持力度较大。2017 年，公司收到政府补贴 3.60 亿元，其中湘江流域环境污染治理奖励 3.50 亿元。

根据中国人民银行企业信用报告（编号：G1043030200124090N），公司于 2018 年 1 月 21 日发生一笔欠息，于 1 月 22 日还清。根据长沙银行湘潭分行出具的证明，该笔欠息记录系银行系统升级原因导致。截至 2018 年 4 月 27 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法定代表人兼总经理变更为杜晓凌。

公司法定代表人兼总经理杜晓凌先生：1963 年生，本科学历。曾任湘潭市国资委考核分配科科长、改革发展科科长并且兼任市改制办副主任，现任产业集团总经理助理、湘潭市国有资产经营管理有限责任公司总经理、湘潭国企改革发展投资有限公司总经理。

高级管理人员变更对公司经营无重大影响。跟踪期内公司管理制度未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概述

跟踪期间，公司实现营业收入7.47亿元，同比增长13.83%。2017年，公司实现锰材料销售收入6.18亿元，同比增长20.94%；污水处理收入0.71亿元，同比增长10.94%；其他业务收入0.58亿元，同比明显下降。总体来看，跟踪期内，公司锰材料销售收入占比有所上升，污水处理收入占比稳定，收入构成变动不大。

毛利率方面，2017年公司综合毛利率26.24%，同比略有上升，锰材料销售业务毛利率从21.33%提升至23.14%，系跟踪期内公司进一步优化产品结构，提升高性能型电解二氧化锰等高毛利率产品占比所致。2017年，公司污水处理业务毛利率基本稳定。

表 4　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2015 年			2016 年			2017 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	5.07	78.36	20.20	5.11	77.90	21.33	6.18	82.73	23.14
污水处理	0.68	10.51	63.49	0.64	9.75	57.81	0.71	9.50	56.34
其他	0.72	11.13	-0.82	0.81	12.35	16.06	0.58	7.76	24.66
合　计	**6.47**	**100.00**	**22.41**	**6.56**	**100.00**	**24.24**	**7.47**	**100.00**	**26.24**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2. 业务经营分析

（1）锰材料销售业务

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，结构性产能过剩，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2017年底，

中国电解二氧化锰总年产能约30万吨。

生产情况

截至2017年底，湘潭电化电解二氧化锰年产能8.00万吨（同比增加2.50万吨），主要系公司新增电解金属锰生产线改造的高性能电解二氧化锰生产线且子公司靖西湘潭电化新能源材料有限公司新增高性能锰酸锂型电解二氧化锰产能所致。此两条生产线已转为固定资产。

跟踪期内，随着产能的扩大，公司生产电解二氧化锰6.44万吨，同比增长15.83%。

表 5　2015~2017 年湘潭电化产销情况

产品		2015年	2016年	2017年
电解二氧化锰	产能（万吨）	5.00	5.50	8.00
	产量（万吨）	4.91	5.56	6.44
	销量（万吨）	5.27	5.51	6.71
	平均价格（元/吨，含税）	10211.60	10104.10	10537.79
电解金属锰	产能（万吨）	1.50	--	--
	产量（万吨）	0.59	--	--
	销量（万吨）	0.32	0.26	--
	平均价格（元/吨，含税）	11577.48	10139.20	--

资料来源：公司提供

采购情况

电解二氧化锰的主要原材料为碳酸锰（锰矿），截至 2017 年底，湘潭电化自身拥有可供开采的锰矿资源储量约 380 万吨。按照 20 万吨/年测算，湘潭电化拥有的锰矿预计可开发 19 年。2017 年，公司采矿 23.76 万吨，同比上升 63.75%；同期，公司对外销售矿石 3.83 万吨，较 2016 年大幅减少，矿石销售单价 610.92 元/吨。

表 6　2015~2017 年碳酸锰采购情况

碳酸锰	2015 年	2016 年	2017 年
开采矿石量（万吨）	20.50	14.51	23.76
平均开采矿石成本（元/吨）	501.83	500.77	584.21
从外采购矿石量（万吨）	0.95	--	--
从外采购矿石单价（元/吨）	536.05	--	--
矿石对外销售量（万吨）	7.58	9.96	3.83
矿石对外销售单价（元/吨）	453.16	548.74	610.92

资料来源：公司提供

销售情况

2017 年，湘潭电化电解二氧化锰销售 6.71 万吨，较上年增长 21.78%，平均价格同比上升至 10537.79 元/吨。电解金属锰于 2015 年停产，跟踪期内，公司未销售电解金属锰。

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。

（2）污水处理业务

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。截至 2017 年底，公司污水日处理能力 21 万吨，同比增加 1 万吨，系公司收购鹤岭污水处理有限公司所致。公司负责处理湘江以西地区生活污水，目前服务面积 88.45 平方公里，服务人口 71.80 万人，均较 2016 年无变化。2017 年河西污水处理厂年处理污水 6570.99 万吨，较上年增长 9.85%，实现污水处理收入 0.71 亿元，同比增长 10.94%。

表 7　2015~2017 年河西污水厂污水处理量

项目	2015 年	2016 年	2017 年
污水处理量（万吨）	5668.88	5982.05	6570.99

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。

（3）重金属污染治理业务

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“13 振湘治理债/PR 湘振湘”募集资金 16.00 亿元（“13 振湘治理债/PR 湘振湘”发行金额 18.00 亿元，其中 2.00 亿元用于河西污水厂提标改造）。具体操作中，公司将筹集到的资金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）和产业集团等公司进行项目建设。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 2017 年底公司共收到 10.00 亿元补贴,尚未发生经营性资产注入。

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. 财务概况

公司提供了 2017 年合并财务报告，亚太集团会计师事务所（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，公司合并范围新增两家子公司，合并范围变更涉及的公司资产、收入规模均较小，公司财务数据可比性强。

截至 2017 年底，公司资产总额 152.24 亿元，所有者权益合计 64.48 亿元（其中少数股东权益 7.24 亿元）。2017 年公司实现营业收入 7.47 亿元，利润总额 2.90 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司总资产 152.24 亿元，同比增长 20.10%，主要系流动资产有所增长所致；从构成看，流动资产占 72.67%，非流动资产占 27.33%，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。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.03	6.34	18.71	12.29
预付款项	15.21	12.00	15.44	10.14
存货	23.86	18.82	24.68	16.21
其他应收款	34.11	26.91	49.24	32.34
流动资产	**84.08**	**66.34**	**110.64**	**72.67**
长期应收款	10.40	8.21	4.50	2.96
固定资产	10.66	8.41	14.43	9.48
无形资产	10.96	8.65	10.73	7.05
非流动资产	**42.68**	**33.67**	**41.60**	**27.33**
资产总额	**126.75**	**100.00**	**152.24**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

流动资产

截至2017年底，公司流动资产110.64亿元，同比增长31.59%，主要系货币资金和其他应收款大幅增长所致。

截至2017年底，公司货币资金18.71亿元，同比增加132.95%，其中受限资金6.70亿元。

截至2017年底，公司预付账款15.44亿元，同比基本稳定，主要系公司与产业集团合作治理南天化工厂周边重金属污染土地，公司将发行“PR湘振湘/16湘振湘”（发行规模15亿元，期限5年，附2019年公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权）收到的募集资金拨付给产业集团所致。由于污染土地整治难度较大，产业

集团已于2018年1月向湘潭市国资委申请将合作期限延长两年。该项目资金平衡方式为治理后的土地出让收益返还，目前土地尚未出让。

截至 2017 年底，公司其他应收款 49.24 亿元，同比增长 44.35%，主要系跟踪期内新增对产业集团和湖南昭山经济建设投资有限公司（以下简称“昭山经建投”）其他应收款所致。账龄方面，1 年以内的占 42.16%、1-2 年的占比 11.86%、2-3 年的占 39.38%、3 年以上的占 6.60%。

表 9　2017 年底公司其他应收款余额前 5 名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	账龄	性质
湘潭产业投资发展集团有限公司	19.39	37.93	3 年以内	往来款
湖南昭山经济建设投资有限公司	16.60	32.46	1 年以内	往来款
湘潭市经济建设投资公司	5.04	9.86	2 年以内	往来款
湘潭昭山土地经营有限公司	3.26	6.37	3 年以内	往来款
湖南南天实业股份有限公司	0.80	1.57	2 年以内	往来款
合计	**45.09**	**88.19**	--	--

资料来源：公司审计报告

从集中度看，其他应收款中前五名余额合计88.19%，集中度高。整体看，湘潭市其他平台对公司资金形成较大占用，有一定的回收风险。

截至 2017 年底，公司存货 24.68 亿元，同比基本稳定，主要由土地资产构成，其中 21.37 亿元存货受到限制，占存货账面价值的 86.59%，抵押比率很高。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产41.60亿元，同比基本稳定。

截至2017年底，公司长期应收款4.50亿元，同比下降56.73%，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）、昭山经济建投（湘潭平台公司）和产业集团进行项目建设。“PR振湘治理债/13振湘治理债”设有分期还本条款，故公司长期应收款逐年减少。

截至 2017 年底，公司固定资产 14.43 亿元，同比增加 35.38%，主要系湘潭电化的高纯硫酸锰和高性能型电解二氧化锰生产线完工转入固定资产所致。

截至 2017 年底，公司无形资产账面余额 10.73 亿元，同比基本稳定，主要为土地使用权（大部分为电化集团所持有的工业用地），受限金额为 6.75 亿元。

截至 2017 年底，公司受限资产共 35.91 亿元，以货币资金、存货和无形资产中的土地使用权为主，其余包括少量应收账款、可供出售金融资产和固定资产。

整体上，跟踪期间，公司资产规模有所扩张；货币资金和其他应收款快速增长，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 2017 年底，公司所有者权益 64.48 亿元，同比增长 4.97%，主要系未分配利润增加所致，公司所有者权益主要由实收资本（占 1.86%）和资本公积（占 68.96%）构成。跟踪期内，公司实收资本无变化，截至 2017 年底，公司资本公积 44.47 亿元，同比略有下降，系产业集团代公司支付的电化集团收购款由资本公积转为对产业集团的债务所致。总体来看，公司权益稳定性较好。

负债

截至2017年底，公司负债合计87.75亿元，同比增长34.34%，流动负债和非流动负债分别占44.98%和55.02%，流动负债占比较2016年底有所增加，公司负债仍以非流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债39.47亿元，同比增长54.18%，主要系短期借款大幅增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占39.53%）、应付票据（占14.71%）、其他应付款

（占22.19%）和一年内到期的非流动负债（占10.74%）构成。

截至2017年底，公司短期借款15.60亿元，同比增长153.57%，主要为保证借款；其他应付款8.76亿元，同比下降5.98%，主要为往来款；一年内到期的非流动负债4.24亿元，其中3.60亿元为一年内到期的应付债券（“13振湘治理债/PR湘振湘”）。

截至2017年底，公司非流动负债48.28亿元，同比增长21.55%，主要系长期借款大幅增长导致。公司非流动负债主要由长期借款（占51.40%）和应付债券（占45.98%）构成。

截至2017年底，公司长期借款24.82亿元，同比增长117.85%，主要为抵押借款；应付债券22.20亿元，同比下降17.38%，主要系一年内应偿还的“13振湘治理债/PR湘振湘”本金转入一年内到期的非流动负债所致。

从有息债务看，截至2017年底，公司全部债务72.66亿元，同比增长38.91%；其中短期债务占35.30%、长期债务占64.70%，短期债务占比有所上升。

表 10 近年公司债务负担情况（单位：亿元，%）

科 目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期债务：	14.04	26.84	25.64	35.30
长期债务：	38.26	73.16	47.02	64.70
全部债务	**52.31**	**100.00**	**72.66**	**100.00**
资产负债率：	51.53	--	57.64	--
长期债务资本化比率：	38.38	--	42.17	--
全部债务资本化比率：	45.99	--	52.98	--

资料来源：审计报告

2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均同比有所上升，以上指标分别为57.64%、52.98%和42.17%。

总体来看，随着筹资规模的加大，公司债务规模快速增长，债务负担一般，或面临较大的集中偿付压力。

4. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入7.47亿元，同比增长13.83%，主要系锰材料销售收入有所增加导致。同期，公司营业成本5.51亿元，同比增长10.73%，增幅小于营业收入增幅，主要系公司优化产品结构，高毛利率产品占比增加所致。

2017 年，公司期间费用共计 2.03 亿元，较上年略有下降，主要系管理费用（公司在跟踪期内未发生停工损失）下降所致。期间费用占营业收入的比重为 27.18%，比上年下降 8.42 个百分点，公司期间费用对利润的侵蚀仍较大。

2017 年，公司获得营业外收入 3.61 亿元，同比增长 36.84%，其中湘江流域环境污染治理专项奖励 3.50 亿元。同期，公司实现利润总额 2.90 亿元，公司利润总额全部来源于营业外收入。

从盈利指标看，2017 年公司营业利润率 24.03%，较上年增加 1.39 个百分点，主要是产品结构优化所致。2017 年，公司总资本收益率 2.82%，同比下降 0.47 个百分点，净资产收益率 5.24%，同比上升 0.06 个百分点。

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仍较大，利润总额对政府补助依赖强，公司盈利能力较弱。

5. 现金流分析

2016~2017 年，公司现金流量情况如下表所示。

表 11 近年公司现金流量情况

（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年
经营活动现金流量净额	5.22	0.74
投资活动现金流量净额	-14.98	-13.31
筹资活动现金流量净额	8.06	12.74
现金收入比	130.27	68.35

资料来源：公司审计报告

从经营活动产生的现金流看，2017 年公司经营活动现金流入 37.75 亿元，其中销售商品提供劳务收到现金 5.11 亿元，现金收入比 68.35%，较 2016 年下降明显，主要系 2017 年

子公司湘潭电化将销售电解二氧化锰收到的应收票据直接支付给供应商，故不体现在销售商品提供劳务收到的现金中。2017 年公司收到其他与经营活动有关的现金 32.55 亿元，主要为往来款。2017 年公司经营活动现金流出 37.01 亿元，同比大幅增长，主要系与昭山经建投等公司的往来款。跟踪期内，受往来款规模大幅增加影响，公司经营活动现金流量净额 0.74 亿元，同比明显下降。

跟踪期内，公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出 14.91 亿元（其中存入定期存款 10.40 亿元），2017 年公司投资活动现金流量净额-13.31 亿元。

从筹资活动产生的现金流看，2017 年公司筹资活动现金流入 40.33 亿元，同比上升 40.12%，主要系取得借款收到的现金大幅增加所致。公司收到其他与筹资活动有关的现金 2.04 亿元，系票据贴现、收回承兑汇票保证金等。2017 年，公司筹资活动现金流出 27.59 亿元，其中支付其他与筹资活动有关的现金 2.40 亿元（应付票据到期和支付票据保证金等）。2017 年公司筹资活动产生现金流量净额 12.74 亿元，同比明显上升。

整体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量净额明显下降，公司收现质量好于指标，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2017年底，公司流动比率和速动比率分别280.31%和217.78%，同比均有所下降，系公司新增较多流动负债所致。2017年，公司经营现金流动负债比为1.87%，同比大幅下降。2017年底，公司现金类资产/短期债务为73.79%，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力看，公司2017年EBITDA为4.66亿元，全部债务/EBITDA为15.59倍，同比明显上升。从偿债指标看，公司EBITDA对全部债务的保障能力较弱，考虑到公司在湘潭市产业开发投资建设及湘潭市重金属污染治理领域的重要地位及地方政府的持续支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2017 年底，公司对外担保金额 22.52 亿元，担保比率 34.93%。其中对产业集团的担保余额最大。截至 2017 年底，产业集团资产总额 485.70 亿元，资产负债率 55.45%。2017 年产业集团营业收入 33.82 亿元，主要为产业集团子公司湘潭县建设投资有限公司代建收入，利润总额 3.75 亿元。整体看，被担保单位为湘潭市平台公司，目前经营正常。但公司担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

表 12　截至 2017 年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保企业	担保余额	企业性质
湘潭产业投资发展集团有限公司	17.88	国有
湘潭县建设投资有限公司	3.00	国有
湘潭万楼贸易有限公司	1.15	国有
湘潭昭山安居工程建设投资有限责任公司	0.49	国有
合计	**22.52**	--

资料来源：公司审计报告

融资渠道方面，截至 2017 年底，公司共获得商业银行授信 53.35 亿元，已使用 45.69 亿元，剩余未使用额度为 7.66 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

十、存续债券偿债能力分析

公司于2013年发行“13振湘治理债/PR湘振湘”18亿元。根据公司预测，募投项目完成后每年可为公司带来近1.2亿元的利润，联合资信将持续关注。

2017年，公司经营活动现金流入量为存续债券待偿还本金（“13振湘治理债/PR湘振湘”10.8亿元）的3.50倍；经营活动净现金流为存续债券待偿还本金的0.07倍；EBITDA为存续债券待偿还本金的0.43倍。2017年底，公司现金类资产对一年内到期债券余额（3.60亿元）的保障倍数为5.20倍。公司经营活动现金流入量对存续债券待偿还本金保障能力强，现金类

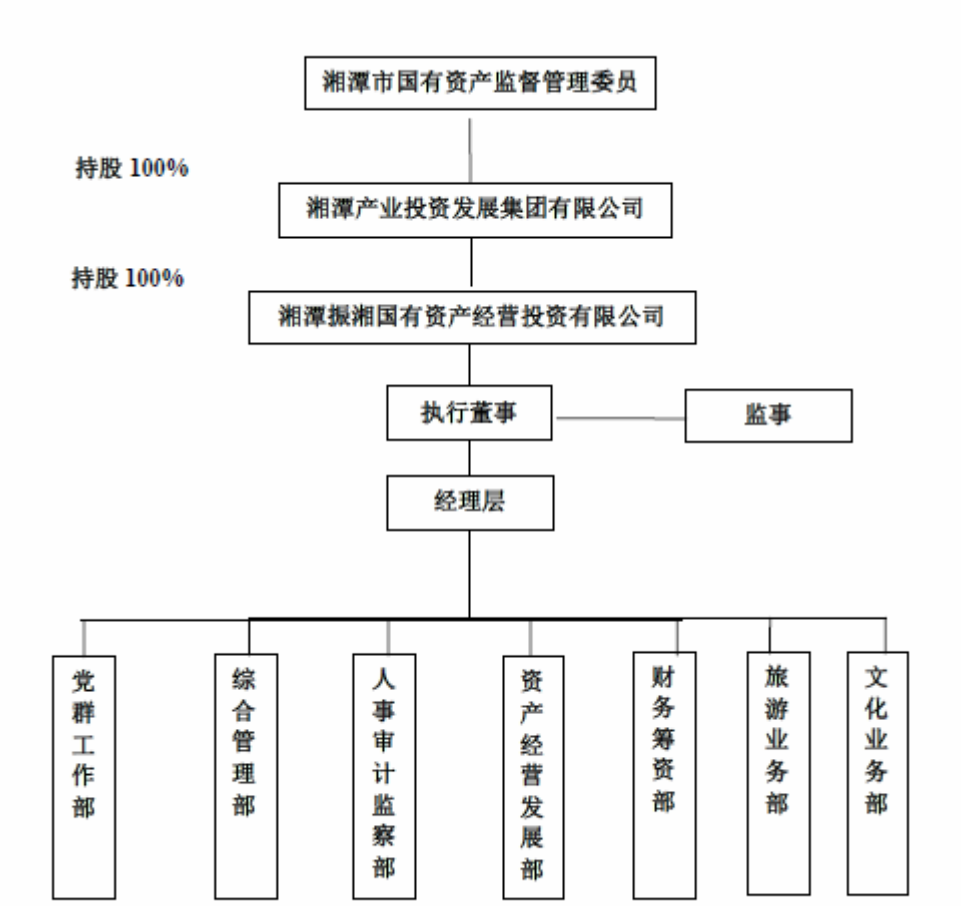
资产对一年内到期债券余额的保障能力强。

“13 振湘治理债/PR 湘振湘”采用土地使用权抵押担保方式进行增信。中瑞世联资产评估（北京）有限公司对抵押土地进行评估，并出具了中瑞评报字【2018】第 000337 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 33.77 亿元（评估基准日 2018 年 4 月 30 日），较 2016 年略有上升，评估价值为本期债券待偿还本金 10.80 亿元的 3.13 倍，能对“13 振湘治理债/PR 湘振湘”的偿付形成有效保障。

十一、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，“13振湘治理债/PR湘振湘”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2　截至 2017 年底公司直接持股的子公司情况表

序号	企业名称	注册资本（万元）	直接持股比例（%）	经营范围
1	湘潭昭扬投资发展有限公司	80000.00	100.00	水利项目、棚户区改造等基础设施建设；土地一级开发
2	湘潭电化集团有限公司	8559.00	100.00	锰材料销售及污水处理
3	湘潭嘉年华国际旅行社有限责任公司	1650.00	100.00	旅游服务
4	湘潭白石文化投资有限公司	1000.00	100.00	文化产业的投资与管理

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	12.69	8.62	18.92
资产总额(亿元)	115.95	126.75	152.24
所有者权益(亿元)	58.95	61.43	64.48
短期债务(亿元)	12.10	14.05	25.65
长期债务(亿元)	30.84	38.26	47.02
全部债务(亿元)	42.95	52.31	72.66
营业收入(亿元)	6.47	6.56	7.47
利润总额(亿元)	0.97	3.23	2.90
EBITDA(亿元)	2.74	4.96	4.66
经营性净现金流(亿元)	0.62	5.22	0.74
存货周转次数(次)	0.21	0.21	0.23
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.05
现金收入比(%)	134.15	130.27	68.35
营业利润率(%)	22.01	22.64	24.03
总资本收益率(%)	1.66	3.29	2.82
净资产收益率(%)	1.56	5.18	5.24
长期债务资本化比率(%)	34.35	38.38	42.17
全部债务资本化比率(%)	42.15	45.99	52.98
资产负债率(%)	49.16	51.53	57.64
流动比率(%)	285.72	328.44	280.31
速动比率(%)	190.17	235.22	217.78
经营现金流动负债比(%)	2.46	20.40	1.87
全部债务/EBITDA(倍)	15.69	10.55	15.59

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

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。