信用等级公告

联合〔2020〕1666号

联合资信评估有限公司通过对衡阳市湘江水利投资开发有限公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持衡阳市湘江水利投资开发有限公司主体长期信用等级为AA，维持“PR衡水投/14衡阳水投债”“16衡阳水投MTN001”“20衡阳水投MTN001”“20衡阳水投MTN002”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

二〇二〇年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

衡阳市湘江水利投资开发有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
衡阳市湘江水利投资开发有限公司	AA	稳定	AA	稳定
14 衡阳水投债/PR 衡水投	AA	稳定	AA	稳定
16 衡阳水投 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
20 衡阳水投 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
20 衡阳水投 MTN002	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
14 衡阳水投债/PR 衡水投	13.00 亿元	2.60 亿元	2021/04/23
16 衡阳水投 MTN001	7.00 亿元	7.00 亿元	2021/12/07
20 衡阳水投 MTN001	6.00 亿元	6.00 亿元	2022/04/16
20 衡阳水投 MTN002	9.00 亿元	9.00 亿元	2022/06/15

注：20 衡阳水投 MTN001、20 衡阳水投 MTN002 到期兑付日按首个行权日测算。上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

跟踪期内，衡阳市湘江水利投资开发有限公司（以下简称“公司”）是衡阳市水利工程项目的建设主体，在水利建设方面具有一定专营性。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司所在区域外部环境良好，跟踪期内，公司在财政补贴方面持续获得衡阳市政府的有力支持。同时，联合资信也关注到，公司存货和其他应收款占比很高、资产流动性弱、公司所负责的衡阳松木经济开发区土地整理业务持续性弱等因素可能对公司经营和信用水平带来的不利影响。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“14 衡阳水投债/PR 衡水投”“16 衡阳水投 MTN001”“20 衡阳水投 MTN001”“20 衡阳水投 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部环境良好。**2019 年，衡阳市实现地区生产总值为 3372.68 亿元，同比增长 8.1%；衡阳市固定资产投资（不含农户）同比增长 11.8%。
2. **持续获得有力的外部支持。**公司作为衡阳市水利工程项目的主要建设主体，持续获得衡阳市政府在财政补贴等方面的有力支持。2019 年，衡阳市财政局给予公司财政补贴 2.16 亿元。

关注

1. **跟踪期内，公司资产仍以存货和其他应收款为主，资产流动性弱。**截至 2020 年 3 月底，公司存货和其他应收款占总资产的比重分别为 65.37%和 25.32%。
2. **土地业务持续性较弱。**跟踪期内，公司账面上待回购土地较少；同时，公司所负责的衡阳松木经济开发区土地整理业务停滞，该部分土地整理投入受政府结算安排影响，回款存在不确定性，联合资信将密切关注后续处置情况。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：姚 玥 郑 重 张 铖
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

3. **代建收入实现存在不确定性。**公司代建项目受完工进度影响，相关收入实现确认存在不确定性。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.11	8.20	1.45	6.04
资产总额(亿元)	138.19	125.76	132.25	135.79
所有者权益(亿元)	61.19	62.88	64.31	64.32
短期债务(亿元)	6.65	6.09	5.19	5.19
长期债务(亿元)	38.68	29.13	25.08	30.23
全部债务(亿元)	45.33	35.22	30.27	35.42
营业收入(亿元)	9.51	8.73	7.98	1.20
利润总额(亿元)	2.12	1.71	1.45	0.01
EBITDA(亿元)	4.31	4.56	2.68	--
经营性净现金流(亿元)	-5.45	-1.43	-0.33	-0.28
营业利润率(%)	8.23	3.09	7.03	11.59
净资产收益率(%)	3.44	2.72	2.25	--
资产负债率(%)	55.72	50.00	51.38	52.63
全部债务资本化比率(%)	42.56	35.91	32.01	35.51
流动比率(%)	669.23	640.80	454.76	496.70
经营现金流动负债比(%)	-28.08	-7.70	-1.20	--
现金短期债务比(倍)	3.02	1.35	0.28	1.16
EBITDA 利息倍数(倍)	1.45	1.77	1.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.51	7.73	11.28	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	100.21	87.40	87.03	92.69
所有者权益（亿元）	38.15	40.51	42.50	42.53
全部债务(亿元)	36.85	29.82	27.27	32.42
营业收入(亿元)	5.30	8.47	7.81	1.20
利润总额(亿元)	2.07	2.37	2.01	0.03
资产负债率（%）	61.93	53.65	51.17	54.12
全部债务资本化比率(%)	49.14	42.40	39.09	43.26
流动比率（%）	448.53	431.24	419.59	438.89
经营现金流动负债比(%)	-17.47	-2.39	-9.64	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计

评级历史：

债项名称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 衡阳水投 MTN002	AA	AA	稳定	2020/05/22	姚玥张铖郑重	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907）	阅读全文
20 衡阳水投 MTN001	AA	AA	稳定	2020/03/09	姚玥张铖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907）	阅读全文

14 衡阳水投债/PR 衡水投 16 衡阳水投 MTN001	AA	AA	稳定	2019/06/17	黄海伦张铖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 衡阳水投 MTN001	AA	AA	稳定	2016/06/24	黄海伦 兰迪	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
14 衡阳水投债/PR 衡水投	AA	AA	稳定	2014/03/24	高凡、田梦楚	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声明

一、本报告引用的资料主要由衡阳市湘江水利投资开发有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

衡阳市湘江水利投资开发有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于衡阳市湘江水利投资开发有限公司（以下简称“公司”）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，公司唯一股东和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 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 3.00 亿元。

跟踪期内，公司经营范围没有发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司本部内设融资部、综合管理部、经营发展部、财务部和总工室等共 9 个职能部门；拥有 3 家全资子公司。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 132.25 亿元，所有者权益合计 64.31 亿元；2019 年，公司实现营业收入 7.98 亿元，利润总额 1.45 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 135.79 亿元，所有者权益合计 64.32 亿元；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.20 亿元，利润总额 0.01 亿元。

公司注册地址：湖南省衡阳市高新区风顺路 10号；法定代表人：肖斌。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2020 年 5 月底，联合资信所评“14 衡阳水投债/PR 衡水投”“16 衡阳水投 MTN001”“20 衡阳水投 MTN001”“20 衡阳水投 MTN002”尚需偿还债券余额 24.60 亿元。跟踪期内，14 衡阳水投债/PR 衡水投已按时偿还债券分期还本金额 2.60 亿元；“16 衡阳水投 MTN001”已按期支付利息。

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
14 衡阳水投债/PR 衡水投	13.00	2.60	2014/04/23	7 年
16 衡阳水投 MTN001	7.00	7.00	2016/12/07	5 年
20 衡阳水投 MTN001	6.00	6.00	2020/04/16	5（2+2+1）
20 衡阳水投 MTN002	9.00	9.00	2020/06/15	5（2+2+1）
合计	**35.00**	**24.60**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2020年3月底，“14衡阳水投债/PR衡水投”募投项目中耒水西岸风光带项目总投资额17.33亿元，已完成投资10亿元，目前政府已全额回购已完成投资部分，项目整体完工量约65%；湖南衡阳松木工业园区公共租赁房建设项目总投资3.99亿元，已完成投资3.99亿元，项目已竣工（2018年政府对项目原计划分期回购7800万元，实际无回购）；湖南衡阳松木工业园区农民安置房建设工程项目已完成投资5.88亿元，已完成征地拆迁和土地平整工作，建成安置房41.83万平方米，占工程总量的100%。上述募投项目均通过出让项目周边建设用地将收益全部拨付给公司方式作为建设费用补偿，跟踪期内，项目相关土地尚未出让，2018年政府共分两次拨付公司政府置换债券资金合计4.51亿元用于未来偿还“14衡阳水投债/PR衡水投”本金（2017年已拨付8.49亿元），期限三年。2019年政府未拨付公司置换债券资金。截至2020年3月底，原计划于2015－2017年出让的土地尚未出让，出让进度未达预期，联合资信将密切关注后续土地出让情况。

截至 2020 年 3 月底，“16 衡阳水投 MTN001”

募投项目衡阳婚庆基地总投资 10.00 亿元，已完成投资 6.00 亿元。目前项目尚未形成收益。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项

目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

2019年以来与城投债券相关的主要政策如下表：

表2　2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期

2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

公司作为衡阳市重要的基础设施建设主体，重点打造“三江六岸”水利项目，衡阳市经济水平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，固定资产投资保持快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《衡阳市2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年衡阳市实现地区生产总值3372.68

亿元，按可比价计算，同比增长8.1%。其中，第一产业增加值380.08亿元，同比增长2.9%，第二产业增加值1091.61亿元，同比增长8.1%，第三产业增加值1900.99亿元，同比增长9.2%。按常住人口计算，人均地区生产总值46379元，增长7.4%。全市三次产业结构由2018年的11.1：33.6：55.3调整为11.2：32.4：56.4。

2019年，衡阳市固定资产投资（不含农户）比上年增长11.8%。分经济类型看，国有投资下降1.1%，非国有投资增长17.2%。分区域看，五城区投资增长10.1%，三园区投资增长15.2%，七县市投资增长11.6%。

2019年，衡阳市房地产开发投资290.92亿元，比上年增长14.9%。其中，住宅投资240.11亿元，增长17.7%。商品房销售面积577.27万平方米，增长8.1%。商品房销售额282.50亿元，增长4.9%。年底商品房待售面积146.5万平方米，下降22.6%，比上年底减少42.8万平方米。

松木经开区作为省级工业园区，跟踪期内，园区基础设施建设逐渐完善，配套设施建设有序推进。

根据公司提供的园区信息，截至2020年3月底，松木经开区已累计完成基础设施投资108亿元，建成上倪路、化工路、松枫路、江霞大道、新安路、金源路、聚元路等主干道路58.5公里，92.1万平方米的标准厂房、9.2万平方米的廉租房和37.2万平方米的公租房和53万平方米的安置房，污水处理厂及片区污水干管建设32公里。成片开发20.4平方公里，工业项目完成投资65亿元。2019年，松木经开区新开工建设工业项目3个，新竣工投产工业项目2个，新增规模工业企业1个，道路建设、“三房”建设快速推进，拆迁房屋38.5万平方米。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司唯一股东和实际控制人未发生变化，仍为衡阳市国资委。

2. 外部支持

2019年，衡阳市一般预算收入稳定增长，但财政自给能力仍弱，政府债务负担很重。跟踪期内，衡阳市政府对公司补贴力度较大。

2019 年，衡阳市一般公共预算收入 270.06 亿元，同比增长 2.03%。地方一般公共预算收入 170.2 亿元，同比增长 5.94%。其中，税收收入 110.40 亿元，同比增长 6.8%；非税收入 59.80 亿元，同比增长 3.1%。全市一般公共预算支出 598.82 亿元，同比增长 12.7%。其中，社会保障和就业支出 114.67 亿元，同比增长 5.1%；教育支出 106.29 亿元，同比增长 19.6%；医疗卫生与计划生育支出 69.06 亿元，同比增长 18.7%；城乡社区支出 73.06 亿元，同比增长 83.2%。衡阳市财政自给率 45.10%，较去年的 49.33%有所下降，财政自给能力仍弱。

截至 2019 年底，衡阳市全口径债务余额 2185.75 亿元，其中政府债务 663.37 亿元，隐性债务 1096.91 亿元，其他需要关注类债务 425.47 亿元。市本级全口径债务余额 1344.57 亿元，其中：政府债务 337.69 亿元，隐性债务 689.85 亿元，其他需要关注类债务 317.03 亿元。

2019 年，衡阳市财政局给予公司财政补贴为 2.16 亿元（计入其他收益）

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好，未发现不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10430401001328101），截至 2020 年 5 月 11 日，公司无已结清及未结清的不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

截至 2020 年 6 月 21 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员、治理结构和管理制度等均未发生变化。公司依据《公司章程》及管理制度有序推进各项事务。公司管理制度完善，人员构成合理，能满足日常工作需要。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入同比有所下降，以土地开发收入及代建业务收入为主。

2019 年，公司营业收入 7.98 亿元，同比下降 8.59%，主要收入来源仍为土地开发收入，同期实现代建业务收入 1.6 亿元。公司其他业务主要是松木经开区范围内产生的租金收入和墓地收入，其他业务毛利率为负主要受的租金收入毛利率为负影响（系出租物业计提的折旧成本较大所致）。2019 年，由于土地开发收入板块毛利率上升，带动公司综合毛利率提升至 16.17%。

2020 年 1−3 月，公司实现营业收入 1.20 亿元，相当于 2019 年全年营业收入的 15.04%，全部是土地开发收入；同期，公司综合毛利率 11.67%，较 2019 年变动不大。

表 3 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年 1−3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建业务收入	--	--	--	1.60	20.10	4.58	--	--	--
土地开发收入	8.47	96.94	5.52	6.21	77.89	12.42	1.20	100.00	11.67
其他业务	0.27	3.06	-36.78	0.17	2.01	-1.25	--	--	--
合计	**8.73**	**100.00**	**4.22**	**7.98**	**100.00**	**16.17**	**1.20**	**100.00**	**11.67**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 代建业务

跟踪期内，公司确认了部分代建收入。公司在建项目受完工结算进度影响，收入实现存在一定不确定性。公司代建业务未来投资规模较大，存在一定的融资需求。

公司代建业务系对衡阳市“三江六岸”范围内的基础设施建设。跟踪期内，公司业务模式未发生变化，公司与衡阳市财政局签订委托代建协议，年底按当年完工项目投资额的 10%加成确认收入。

2019 年，公司承担的在建和已完工项目包括耒水西岸风光带、白沙片区整体城镇化建设项目一期、万福陵园项目和横江湿地项目等。2019 年，公司确认代建收入 1.60 亿元。公司在建项目受完工结算进度影响，公司代建业务收入存在一定不确定性。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建的代建项目 5 个，项目总投资 67.11 亿元，已完成投资 12.5 亿元，剩余投资规模较大，公司存在一定的融资需求。

表 4 截至 2020 年 3 月底主要在建基础建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已完成投资	2020 年 4−12 月计划投资	2021 年计划投资
白沙片区整体城镇化建设项目一期	20.40	2.94	0.85	1.50
横江湿地公园项目	22.00	1.84	0.65	1.20
湘江东岸苏州湾片区综合整理开发项目	8.00	4.57	0.65	0.80

万福陵园项目	14.71	2.64	0.55	1.00
蒸水流域排污口封堵及排污干管建设项目	2.00	0.51	0.45	0.50
总计	**67.11**	**12.50**	**3.15**	**5.00**

资料来源：公司提供

（2）土地开发业务

跟踪期内，公司土地开发业务实现收入全部为土地整理收入。目前公司账面上待回购土地较少，板块收入持续性较弱。同时，由于园区管委会将土地整理业务转交给湖南森特实业投资有限公司，公司原土地整理投入尚无结算安排，联合资信将密切关注土地整理业务后续处置情况。

跟踪期内，公司土地开发业务模式未发生变化，土地开发业务包括土地回购和土地整理两种模式。土地回购业务方面，衡阳市财政局将原无偿注入公司的土地按入账价值加成一定比例进行回购（公司持有期间未对土地进行整理），公司按实际回购金额确认收入，同时按账面价值确认成本。土地整理业务为衡阳市金源开发建设投资有限责任公司（以下简称“金源公司”）负责的园区范围内土地整理，金源公司与园区管委会签订代建协议，在项目竣工并结算后按项目总投资的10%加成确认收入。2019年和2020年1－3月，公司土地开发收入分别为6.20亿元和1.20亿元，均为土地整理收入。同期，公司毛利率分别为12.42%和11.67%，2019年土地开发收入毛利率较2018年有所增长主要系土地出让成本降低所致。

土地回购方面，截至2020年3月底，公司无持有的待回购土地。土地整理方面，由于园区管委会将土地整理业务转交给湖南森特实业投资有限公司（园区内另一平台公司）。截至2020年3月底，公司存货中含金源公司土地整理投入17.99亿元，由于园区内土地整理业务转移至湖南森特实业投资有限公司，对于金源公司原土地整理投入尚无结算安排，联合资信将密切关注该业务后续处置情况。

3. 未来发展

公司未来将以代建业务为主，由于存货中代建项目目前投入较少，收入稳定性需关注；同时，公司将加大在自持项目的投入，未来将实现一定规模的经营性收入。

未来，公司将依然以水利建设为主导，进一步巩固其在区域内的主导地位，同时公司将加强对经营性自持项目建设，提升自身盈利能力。截至2020年3月底，在建的自持项目1个，项目总投资额14.71亿元，截至2020年3月底已完成投资2.64亿元（主要计入购买商品、接受劳务支付的现金中），预计2020年4—12月和2021年将分别投资0.55亿元和1.00亿元。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年财务报告，容诚会计事务所（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；2020年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2019年及2020年1－3月，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模略有增长；资产中其他应收账款和存货（主要是土地）占比很高，货币资金大幅下降，资产流动性弱，资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额132.25亿元，较上年底增长5.17%，主要系其他应收款和存货增长所致。公司资产以流动资产为主。

表 5　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.16	6.49	1.45	1.10	6.04	4.45
其他应收款	27.95	22.22	34.38	26.00	34.38	25.32
存货	82.56	65.65	89.82	67.92	88.76	65.37
流动资产	**118.83**	**94.49**	**125.80**	**95.12**	**129.34**	**95.25**
投资性房地产	5.56	4.42	5.24	3.96	5.24	3.86
非流动资产	**6.93**	**5.51**	**6.45**	**4.88**	**6.45**	**4.75**
资产总额	**125.76**	**100.00**	**132.25**	**100.00**	**135.79**	**100.00**

注：由于会计政策调整，自2018年起将应收利息和应收股利并入其他应收款
资料来源：根据公司审计报告、2020年一季报整理

截至 2019 年底，公司流动资产 125.80 亿元，较上年底增长 5.87%。其中货币资金 1.45 亿元，较上年底下降 82.25%，主要系偿还有息债务所致，货币资金中无使用受限资金。截至 2019 年底，其他应收款（无应收股利和应收利息）34.38 亿元，较上年底增长 23.03%，主要系与当地平台公司和园区管委会往来款增加所致；其他应收款中应收衡阳松木经开区管理委员会往来款 18.94 亿元、应收衡阳伟达开发建设有限公司往来款 3.75 亿元、应收衡阳松木开发建设投资有限公司 3.40 亿元、应收衡阳松木工业园区财政局 2.77 亿元、应收湖南湘融资产管理有限公司 1.13 亿元，前五名欠款方合计占比 86.93%，集中度高；账龄方面，2 年内的占 64.66%，账龄偏短，公司累计计提坏账准备 0.01 亿元。截至 2019 年底，公司存货 89.82 亿元，较上年底增长 8.80%，其中开发产品（主要是金源公司已完工的安置房，待园区管委会进行回购；此外还有少量已完工墓地）和开发成本分别为 1.37 亿元和 88.45 亿元。公司开发成本中含政府注入土地 6.70 亿元（与土地回购业务相关）、自主摘牌土地 50.65 亿元（绝大部分位于代建项目附近，少量位于松木经开区内，未来通过出让或二级开发实现收益）、土地整理成本 12.74 亿元和代建业务投入 19.73 亿元，其余为园区在建墓地工程。存货中用于借款抵押的土地资产（均为自主摘牌土地）22.04 亿元，占自主摘牌土地的 43.51%，抵押比率较高。

截至 2019 年底，公司非流动资产 6.45 亿元，较上年底下降 6.88%。公司非流动资产较 2018 年底变化不大。同期，公司投资性房地产 5.24 亿元，较上年底小幅下降，投资性房地产主要是与公司出租业务相关的公租房和标准厂房。2019 年底公司无在建工程（2018 年底为 1.85 亿元，为标准厂房），其中 0.48 亿元结转至投资性房地产、0.32 亿元结转至存货、0.63 亿元结转至其他应收款、0.42 亿元结转至长期待摊费用（转入其他应收款和长期待摊费用系工程项目因企业规划和项目权属发生变化，不再认定为工程类资产所致）。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 135.79 亿元，较上年底略有增长，资产结构较上年底变化不大。公司货币资金较上年底增长至 6.04 亿元，系新增两笔贷款资金，货币资金中无使用受限资金。受限资产方面，公司存货中尚有 22.76 亿元土地用于抵押。

3.　资本结构

跟踪期内，由于未分配利润增加，公司所有者权益略有增长，所有者权益结构未发生重大变化，整体稳定性较好。

截至 2019 年底，公司所有者权益 64.31 亿元，

较上年底略有增长。其中资本公积 42.13 亿元，较上年底保持不变；未分配利润 18.07 亿元，较上年底增长 7.29%，系当年利润增加所致。所有者权益中实收资本占比 4.66%、资本公积占比 65.51%、未分配利润占比 28.10%，资本公积占比较高，权益稳定性较好。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益较上年底变化不大。

跟踪期内，公司实际有息债务规模略有波动，债务结构仍以长期债务为主，债务负担仍重。

截至 2019 年底，公司负债总额 67.95 亿元，较上年底增长 8.06%，主要系公司其他应付款增长所致。公司负债以非流动负债为主。

表 6　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	11.48	18.26	21.72	31.96	20.14	28.18
一年内到期的非流动负债	6.09	9.69	5.19	7.64	5.19	7.26
流动负债	**18.54**	**29.48**	**27.66**	**40.71**	**26.04**	**36.43**
长期借款	11.01	17.51	9.53	14.03	14.68	20.54
应付债券	18.12	28.82	15.55	22.88	15.55	21.76
长期应付款	15.20	24.17	15.20	22.37	15.20	21.27
非流动负债	**44.33**	**70.50**	**40.28**	**59.28**	**45.43**	**63.57**
负债总额	**62.88**	**100.00**	**67.95**	**100.00**	**71.47**	**100.00**

注：由于 2018 年会计政策调整，已将应付利息和应付股利并入其他应付款
资料来源：根据公司审计报告、2020 年一季报整理

截至 2019 年底，公司流动负债 27.66 亿元，较上年底增长 49.18%。其中其他应付款（含应付利息 0.37 亿元、其他应付款 21.35 亿元）21.72 亿元，较上年底增长 99.93%，主要是与政府部门以及平台公司的往来款，前五名占比合计 96.84%，集中度高。从账龄看，2 年以内占比 59.67%，账龄短。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 5.19 亿元，其中一年内到期的长期借款 2.59 亿元，一年内到期的应付债券 2.60 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债 40.28 亿元，较上年底下降 9.14%。其中长期借款 9.53 亿元，较上年底下降 13.45%，系部分转入一年内到期的非流动负债所致；应付债券 15.55 亿元，较上年底下降 14.19%，系偿还部分债券本金所致；长期应付款 15.20 亿元，与上年底持平。公司长期应付款中的政府债务置换款每年需支付衡阳市财政局相关利息费用，均为有息债务。

截至2020年3月底，公司负债总额71.47亿元，较上年底增长5.19%，负债结构变化不大。

截至 2019 年底，公司全部债务为 30.27 亿元，较上年底下降 14.05%。若将长期应付款中有息债务纳入核算，2019 年公司调整后全部债务 45.47 亿元，较 2018 年底下降 9.82%，其中短期债务和调整后长期债务分别占比 11.41%和 88.59%。2020 年 3 月底，公司全部债务为 35.42 亿元，若将长期应付款中有息债务纳入核算，2020 年 3 月底，公司调整后全部债务为 50.62 亿元，较 2019 年底增长 11.33%，其中短期债务和调整后长期债务占比分别为 10.25%和 89.75%。2020－2023 年，公司需偿还的有息债务分别为 5.19 亿元、11.58 亿元、7.85 亿元和 1.25 亿元。

截至 2019 年底，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 51.38%、38.51%和 41.42%；截至 2020

年3月底，上述指标均有所上升，分别为52.63%、41.40%和44.04%。跟踪期内，公司债务水平有所下降，债务负担仍重。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，目前盈利能力依然弱，利润总额对财政补贴依赖大。

2019年，公司营业收入7.98亿元，同比下降8.61%。公司2019年营业利润率为7.03%。

2019年，公司期间费用1.01亿元，较上年下降22.95%，公司财务费用同比略有下降，主要系财政贴息规模有所增加所致（公司利息支出0.87亿元，同比下降64.95%）。期间费用率12.70%，较上年的15.07%有所下降，期间控制力有所增强，但仍待提升。

2019年，公司其他收益2.16亿元，全部为政府补贴；利润总额1.45亿元，同比下降15.42%。公司利润对财政补贴依赖大。

2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.44%和2.25%。总体看，公司整体盈利能力依然弱。

2020年1－3月，公司实现营业收入1.20亿元，较去年同期的0.85亿元有所增长，全部是土地开发收入。营业利润率11.59%；同期，利润总额89.74万元。

5. 现金流分析

跟踪期内，经营活动现金净流量持续为负。由于在建项目投入有所放缓，筹资活动有所收缩，但考虑到未来尚需投资规模依然较大，公司未来仍存在较大的融资压力。

公司经营活动主要是经营业务收支和往来款等。2019年，公司经营活动现金流入23.74亿元，同比增长0.14%，主要系收到的收入回款（计入销售商品、提供劳务收到的现金，2019年为8.03亿元）和往来款（计入收到其他与经营活动有关的现金）增长所致；同期，经营活动现金流量净额持续为负，为-0.33亿元。2019年公司现金收入比由2018年的100.57%上升至100.66%，收入实现基本持平。

2019年，公司投资活动较少，投资活动现金流量净额405.59万元。

2019年，公司筹资活动有所收缩，筹资活动现金流入同比下降66.06%至1.60亿元，全部是取得借款收到的现金。同期筹资活动现金流出8.02亿元。筹资活动现金流量净额持续为负，为-6.42亿元。

2020年1－3月，公司经营活动主要表现为在建项目投入和支付往来款，经营活动现金流量净额-0.28亿元；投资活动现金流很少；筹资活动由于对外借款流入5.15亿元，筹资活动流出全部为支付当期利息构成，筹资活动现金流量净额4.87亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债压力一般，长期偿债能力偏弱，但考虑到政府对公司的持续有力支持，公司整体偿债能力很强。

由于公司流动资产涨幅小于流动负债，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别下降至454.76%和130.08%，截至2020年3月底，上述指标分别为496.70%和155.84%；2019年，公司经营活动现金流量净额持续为负，对公司流动负债无保障能力。截至2019年底和2020年3月底，公司现金类资产分别为短期债务的0.28倍和1.16倍，2020年一季度筹资力度加大，货币资金回升，公司短期债务的保障能力有所提高，公司短期偿债压力一般。

2019年，公司EBITDA为2.68亿元，同比下降41.23%，主要系公司费用化利息支出下降所致；调整后全部债务/EBITDA由2018年的11.07倍上升至16.95倍，公司长期偿债能力偏弱。但考虑到

政府对公司的持续有力支持，公司整体偿债能力很强。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信 32.25 亿元，已使用授信额度 20.25 亿元，未使用额度 12 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2020年3月底，公司对外担保金额20.30亿元，系对衡阳市交通建设投资有限公司借款提供保证担保金额 1.50 亿元、对衡阳市智能交通停车场建设管理有限公司借款提供保证担保金额 1.50 亿元、对衡阳市武广新区新型城镇化建设投资有限公司借款提供抵押担保金额 2.30 亿元以及对衡阳市白沙片区整体城镇化建设投资有限公司提供担保金额 15.00 亿元，公司对外担保比率 31.57%（以同期所有者权益规模计算）。考虑到被担保公司均为当地平台公司，目前经营情况良好，公司或有负债风险较小。

7. 母公司财务分析

母公司对公司有一定的掌控能力，资产规模和有息债务占合并口径的比重较高。母公司收入规模占合并口径很高，利润总额超过合并口径。

母公司财务方面，截至 2019 年底，母公司资产总额 87.03 亿元，同比下降 0.42%，主要系货币资金和存货下降所致。其中流动资产占 88.81%，非流动资产占 11.19%，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 65.81%，占比较高。截至 2019 年底，母公司货币资金为 0.92 亿元，占合并报表货币资金的 63.45%，占比较高。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 42.50 亿元，同比增长 4.92%。母公司所有者权益主要由资本公积构成（2019 年底为 28.45 亿元），母公司所有者权益占合并报表所有者权益的 66.09%，占比较高。

截至2019年底，母公司负债合计44.53亿元，同比下降 5.03%。其中流动负债占 41.37%、非流动负债占 58.63%，母公司以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的 65.53%。母公司短期债务 4.24 亿元，母公司货币资金（2019 年底为 0.92 亿元）对其保障倍数为 0.22 倍，母公司对短期债务保障能力弱。

2019 年，母公司实现营业收入 7.81 亿元，占合并报表营业收入的 97.87%；母公司利润总额为 2.01 亿元，同比下降 15.07%，超过合并口径的利润总额，主要系当年母公司当期获得的补贴收入有所增加所致。

九、存续债券偿债能力分析

公司存续债券的短期偿债压力较大，未来待偿本金峰值规模较大，面临较大的集中兑付压力。

若公司发行的“17衡阳水投PPN001”于2020年全部回售，则公司一年内到期的兑付债券将达到未来待偿还债券峰值8.60亿元（含“14衡阳水投债/PR衡水投”分期还本金额2.60亿元及“17衡阳水投PPN001”6.00亿元）。截至2019年底，公司现金类资产1.45亿元；2019年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为23.74亿元、-0.33亿元和2.68亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

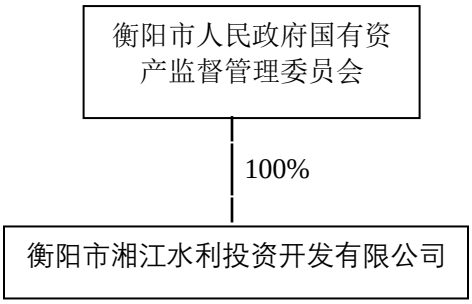
项目	2019 年
一年内到期债券余额	8.60
未来待偿债券本金峰值	8.60
现金类资产/一年内到期债券余额	0.17
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.76
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.04
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.31

资料来源：联合资信整理

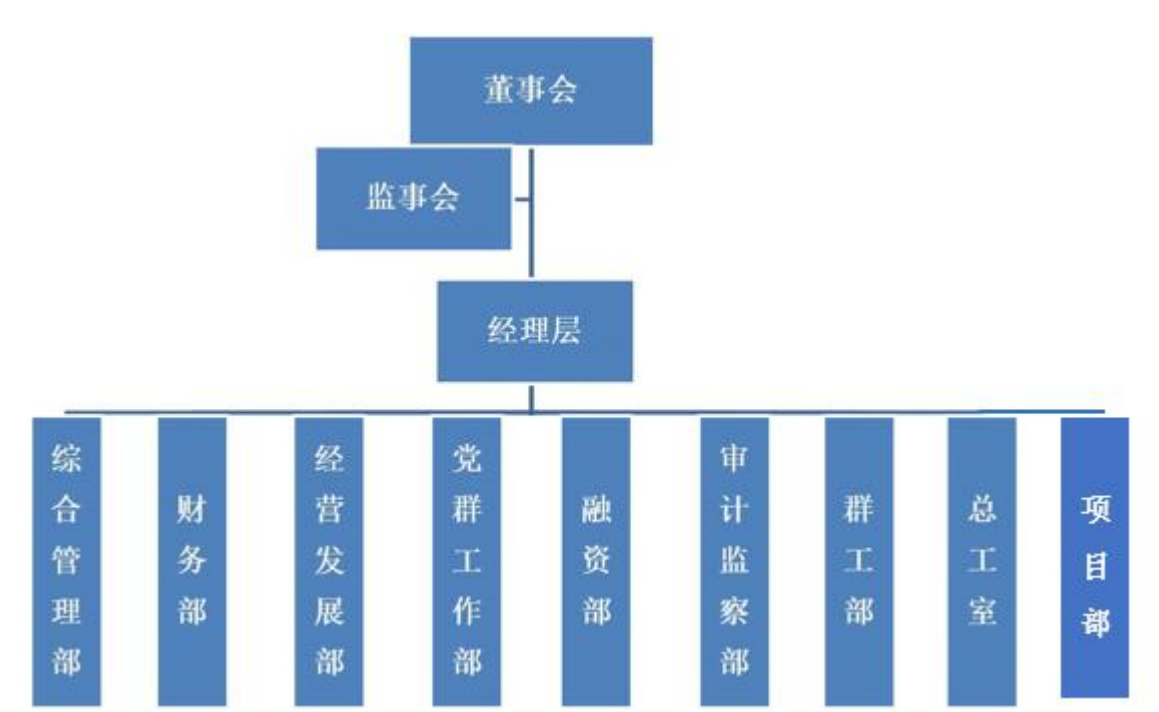
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“14衡阳水投债/PR衡水投”“16衡阳水投MTN001”“20衡阳水投MTN001”和“20衡阳水投MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金（万元）	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
衡阳市金源开发建设投资有限责任公司	20000.00	商务服务业	100.00	--	同一控制下企业合并
衡阳市白沙片区整体城镇化建设投资有限公司	50000.00	商务服务业	100.00	--	设立
衡阳市万福陵园开发有限公司	2000.00	专业技术服务	100.00	--	非同一控制下企业合并

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.11	8.20	1.45	6.04
资产总额(亿元)	138.19	125.76	132.25	135.79
所有者权益(亿元)	61.19	62.88	64.31	64.32
短期债务(亿元)	6.65	6.09	5.19	5.19
长期债务(亿元)	38.68	29.13	25.08	30.23
调整后长期债务(亿元)	38.68	44.33	40.28	45.43
全部债务(亿元)	45.33	35.22	30.27	35.42
调整后全部债务(亿元)	45.33	50.42	45.47	50.62
营业收入(亿元)	9.51	8.73	7.98	1.20
利润总额(亿元)	2.12	1.71	1.45	0.01
EBITDA(亿元)	4.31	4.56	2.68	--
经营性净现金流(亿元)	-5.45	-1.43	-0.33	-0.28
财务指标				
销售债权周转次数(次)	225.25	180.53	435.47	--
存货周转次数(次)	0.10	0.10	0.09	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.06	0.04
现金收入比(%)	52.87	100.57	100.66	99.99
营业利润率(%)	8.23	3.09	7.03	11.59
总资本收益率(%)	3.91	4.26	2.44	--
净资产收益率(%)	3.44	2.72	2.25	--
长期债务资本化比率(%)	38.73	31.66	28.06	31.97
调整后长期债务资本化比率(%)	38.73	41.35	38.51	41.40
全部债务资本化比率(%)	42.56	35.91	32.01	35.51
调整后全部债务资本化比率(%)	42.56	44.50	41.42	44.04
资产负债率(%)	55.72	50.00	51.38	52.63
流动比率(%)	669.23	640.80	454.76	496.70
速动比率(%)	238.37	195.60	130.08	155.84
经营现金流动负债比(%)	-28.08	-7.70	-1.20	--
现金短期债务比(倍)	3.02	1.35	0.28	1.16
全部债务/EBITDA(倍)	10.51	7.73	11.28	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.51	11.07	16.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.45	1.77	1.71	--

注：公司 2020 年一季报财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.05	7.15	0.92	6.00
资产总额(亿元)	100.21	87.40	87.03	92.69
所有者权益(亿元)	38.15	40.51	42.50	42.53
短期债务(亿元)	4.45	4.02	4.24	4.24
长期债务(亿元)	32.40	25.80	23.03	28.18
全部债务(亿元)	36.85	29.82	27.27	32.42
营业收入(亿元)	5.30	8.47	7.81	1.20
利润总额(亿元)	2.07	2.37	2.01	0.03
EBITDA(亿元)	2.82	3.24	2.01	0.00
经营性净现金流(亿元)	-3.52	-0.43	-1.78	0.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.08	0.13	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.09	0.09	0.05
现金收入比(%)	66.56	100.00	100.03	100.00
营业利润率(%)	8.82	5.52	10.85	11.50
总资本收益率(%)	3.76	4.62	2.88	0.15
净资产收益率(%)	5.42	5.88	4.73	0.27
长期债务资本化比率(%)	45.93	38.91	35.15	39.85
全部债务资本化比率(%)	49.14	42.40	39.09	43.26
资产负债率(%)	61.93	53.65	51.17	54.12
流动比率(%)	448.53	431.24	419.59	438.89
速动比率(%)	124.58	95.72	65.33	90.77
经营现金流动负债比(%)	-17.47	-2.39	-9.64	--
现金短期债务比(倍)	3.83	1.78	0.22	1.42
全部债务/EBITDA(倍)	13.08	9.21	13.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.75	3.71	3.60	--

注：母公司 2020 年一季报财务数据未经审计

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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