信用等级公告

联合〔2019〕1583 号

联合资信评估有限公司通过对衡阳白沙洲开发建设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，确定维持衡阳白沙洲开发建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“14 白沙投债/PR 白沙投”“16 白沙洲 MTN001”和“16 白沙洲 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

二〇一九年六月二十日

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

衡阳白沙洲开发建设投资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
14 白沙投债/PR 白沙投	7.20 亿元	2021/8/22	AA	AA
16 白沙洲 MTN001	6.00 亿元	2021/6/14	AA	AA
16 白沙洲 MTN002	2.00 亿元	2021/11/25	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	26.20	19.01	6.91	6.87
资产总额(亿元)	169.90	178.93	184.45	184.97
所有者权益(亿元)	69.96	78.88	79.52	79.64
短期债务（亿元）	3.56	8.83	9.83	10.95
长期债务(亿元)	63.64	52.89	53.18	57.57
全部债务(亿元)	67.20	61.73	63.02	68.52
营业收入(亿元)	8.82	8.08	10.40	3.27
利润总额(亿元)	0.49	0.65	1.14	0.13
EBITDA(亿元)	4.13	4.65	3.29	--
经营性净现金流(亿元)	-25.85	-8.07	-6.79	-2.30
应收类款项/资产总额(%)	0.49	1.87	5.35	2.30
营业利润率(%)	4.30	4.20	11.35	5.76
净资产收益率(%)	0.70	0.80	1.44	--
资产负债率(%)	58.83	55.92	56.89	56.95
全部债务资本化比率(%)	48.99	43.90	44.21	46.25
流动比率(%)	456.17	358.95	317.58	349.93
经营现金流动负债比(%)	-90.88	-21.45	-15.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.26	13.28	19.13	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：兰 迪　邱 成

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

衡阳白沙洲开发建设投资有限公司（以下简称“公司”）是衡阳市高新技术产业开发区（以下简称“衡阳高新区”）重要的基础设施建设主体。跟踪期内，衡阳市及衡阳高新区经济持续发展，公司资产和收入规模进一步扩大，在债务置换和财政补贴方面持续得到外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司盈利能力弱、经营性现金流持续净流出、短期偿债压力较大等因素对公司经营带来的不利影响。

公司在衡阳高新区白沙洲工业园的区域优势突出，随着园区建设的稳步推进，公司有望保持稳健经营。

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白沙投债/PR白沙投”“16白沙洲MTN001”和“16白沙洲MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，衡阳市及衡阳高新区经济持续发展，招商引资情况良好，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 公司在衡阳高新区白沙洲工业园的区域优势突出。跟踪期内，公司收到股东在债务置换和财政补贴方面的持续支持。

关注

1. 公司利润总额对政府补贴收入依赖程度大，公司整体盈利能力弱；跟踪期内，公司经营性现金流持续净流出，收入实现质量进一步下降。
2. 跟踪期内，公司现金类资产大幅减少，短期偿债压力较大。
3. 公司未来待偿债券本金峰值较高，经营活动现金流入量对其保障程度较差，公司可能面临较大的集中兑付压力。
4. “14 白沙投债/PR 白沙投”募投项目 2018

年收入实现状况低于预期，联合资信将持续关注该项目未来的收益实现情况。

声　明

一、本报告引用的资料主要由衡阳白沙洲开发建设投资有限公司（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。

衡阳白沙洲开发建设投资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关于衡阳白沙洲开发建设投资有限公司（以下简称“公司”或“白沙投”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司实际控制人未发生变化，仍为衡阳市高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本增至 31580 万元，其中高新区管委会持股 95%，国开基金持股 2%，农发基金持股 3%；公司实收资本仍为 10000 万元。

跟踪期内，公司作为衡阳高新区重要的建设主体，仍然负责白沙洲工业园区内的土地开发和基础设施建设等业务，职能定位和营业范围未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司内设综合部、人事宣教部、财务部、融资部、资产经营部等 12 个职能部门；合并范围子公司 6 家。

截至 2018 年底，公司资产总额 184.45 亿元，所有者权益 79.52 亿元；2018 年公司实现营业收入 10.40 亿元，利润总额 1.14 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 184.97 亿元，所有者权益 79.64 亿元；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.27 亿元，利润总额 0.13 亿元。

公司注册地址：衡阳市雁峰区蒸湘南路 147 号；法定代表人：陈建华。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至报告日，公司存续债券“14白沙投债/PR白沙投”“16白沙洲MTN001”“16白沙洲MTN002”尚需偿还债券余额15.20亿元。跟踪期内，公司均按时足额偿还债券本金及利息。

公司存续期债券“16白沙洲MTN001”和“16白沙洲MTN002”募集资金分别用于偿还银行贷款和信托贷款。截至2019年3月底，“16白沙洲MTN001”已使用募集资金4.45亿元，“16白沙洲MTN002”募集资金已使用完毕。

“14 白沙投债/PR 白沙投”募集资金全部用于衡阳综合保税区建设项目，该项目计划总投资 27.37 亿元，截至 2018 年底已完成投资 17.90 亿元。综合保税区一期工程量已完工，主要包括全市企业海关联检、进出口业务行政办公、生产加工、仓储、监管为主、检验平台及停车场等功能，占工程总量的 65.42%。二期、三期工程的土地平整工作已经完成。截至 2018 年底，“14 白沙投债/PR 白沙投”募集资金已全部投入项目建设。

综合保税区一期目前已有注册企业 33 家，其中加工贸易企业 15 家，贸易供应链企业 15 家，物流企业 1 家，电商企业 2 家。截至 2018 年底，保税区周边商住用地累计出让 572.01 亩，实现出让收入 13.16 亿元。2018 年，综合保税区一期项目实现租金收入约 800 万元，低于债券发行时的收入预测。联合资信将持续关注该项目未来的收益实现情况。

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 白沙投债/PR 白沙投	12.00	7.20	2014/08/22	7 年
16 白沙洲 MTN001	6.00	6.00	2016/06/14	5 年
16 白沙洲 MTN002	2.00	2.00	2016/11/25	5 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》国发办〔2019〕6 号	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。
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。

资料来源：联合资信综合整理

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

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

根据《衡阳市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，2018 年衡阳全市实现地区生产总值 3046.03 亿元，按可比价计算，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%。按常住人口计算，人均地区生产总值 42163 元，增长 8.6%。全市三次产业结构由上年的为 14.1∶38.7∶47.2 调整为 11.1∶33.6∶55.3，服务业占比进一步提高。

2018 年，衡阳市规模以上工业增加值增长 7.7%，其中高加工度工业增长 11.8%，高技术产业增长 34.5%，增速分别较上年同期提高 0.9 个和 11.8 个百分点。全年固定资产投资（不含农户）比上年增长 10.3%。其中，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%。

跟踪期内，衡阳高新区和白沙洲工业园经济实现较快增长，招商引资和项目落地情况良好。

2018 年，衡阳高新区经济保持较快增长。根据衡阳市统计局提供的数据，全年衡阳高新区地区生产总值同比增长 8.6%，规模以上工业增加值同比增长 7.7%，固定资产投资（不含农户）同比增长 16.7%；居民可支配收入达到 38112 元，同比增长 7.6%，在衡阳各区县中排名第二。

作为衡阳高新区的重要组成部分，2018 年，白沙洲工业园经济继续保持较快增长，全年地区生产总值同比增长 7.9%；完成工业增加值 53.3 亿元，同比增长 8.0%；新增规模以上企业 12 家，共有 19 家规模以上企业的产值保持两位数增长。同期，白沙洲工业园完成固定资产投资 60.0 亿元，同比增长 16.5%。

跟踪期内，白沙洲工业园招商引资情况良好，全年共引进项目 18 个，总投资 58.1 亿元，项目全部建成达产后预计可实现年产值 78.98 亿元。园区项目落地情况良好，全年实施重点项目 38 个，完成投资 57.6 亿元。富士康 IDX 产业园、异型不锈钢拉链、顺万伦科技、富士康财会共享中心等 10 个项目投产，帝斯曼、懿科等 12 个项目开工建设。

五、基础素质分析

1. 股权状况

国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）与公司及地方政府签订了投资协议，将分别以 2%和 3%的出资比例对公司入股。2018 年，国开基金和农发基金分别认缴出资额 632 万元和 948 万元，公司注册资本由上年底的 30000 万元增至 31580 万元，其中高新区管委会持股 95%，国开基金持股 2%，农发基金持股 3%。截至 2019 年 3 月底，公司实收资本仍为 10000 万元。公司实际控制人仍为高新区管委会。

2. 外部支持

2018 年，衡阳高新区一般公共预算收入保持增长，财政收入质量有所提高。白沙洲工业园一般预算收入大幅下滑，但税收收入保持增长，一般预算收入质量明显改善。跟踪期内，公司持续获得股东在财政补贴和债务置换方面的有力支持。

公司作为衡阳高新区重要的建设主体，负责白沙洲工业园区内的基础设施建设、市政配套、土地开发等项目建设。高新区管委会为公司实际控制人，其地方财力直接影响政府部门对公司承担项目的工程款支付情况。

2018 年，衡阳高新区完成一般预算收入 20.82 亿元，同比增长 15.42%。其中，税收收入完成 17.04 亿元，同比增长 25.41%；税收收入占一般预算收入的 81.86%，占比较上年提高 6.52 个百分点，一般预算收入质量较高。同期，衡阳高新区完成一般预算支出 12.95 亿元，财政自给率达到 161.11%。2018 年，高新区实现政府性基金收入 32.05 亿元，其中国有土地使用权出让收入 32.03 亿元。

2018 年，白沙洲工业园实现一般预算收入 7.51 亿元，同比下降 61.64%，主要系非税收入大幅下降所致。白沙洲工业园完成税收 6.82 亿元，同比增长 18.51%；税收收入占比达到 90.92%，同比上升 61.51 个百分点，一般

预算收入质量明显改善。

跟踪期内，公司持续获得股东在财政补贴方面的有力支持。2018 年，公司收到政府补助合计 2.66 亿元，其中征地拆迁专项补贴 2.50 亿元。同期，公司收到债券置换资金 2.82 亿元，计入“其他应付款”。2019 年 1~3 月，公司收到征地拆迁专项补贴合计 0.72 亿元。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好。未发现公司有其他不良信用记录。

根据《中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版）》（机构信用代码：G1043040800068530D），截至 2019 年 5 月 30 日，公司无未结清的不良信贷信息记录。公司已结清信贷信息中有 2 笔欠息记录，根据银行提供的说明，主要系银行系统原因所致，非公司恶意欠息。跟踪期内，公司债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

截至 2019 年 6 月 10 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，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司仍继续从事白沙洲工业园土地开发和基础设施建设业务，收入规模和毛利率较上年均大幅上升。

2018 年，公司实现营业收入 10.40 亿元，同比增长 28.72%，主要系土地开发收入大幅增长所致。从结构上看，土地开发和基础设施建设收入占比较高，标准厂房租赁收入和金融服务收入规模较小，收入结构较 2017 年产生一定变化。

毛利率方面，2018 年公司综合毛利率大幅增长至 14.63%，主要系基础设施建设和土地开发业务毛利率大幅上升所致。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.27 亿元，相当于 2018 年全年的 31.44%；综合毛利率 2.33%，较上年底大幅下降，主要系项目未实际结算所致。

表 3　2017~2019 年 3 月公司营业收入变动情况　（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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
土地开发	0.95	11.76	7.79	4.84	46.52	12.71	1.44	44.04	0.53
基础设施建设	6.87	84.96	7.79	5.05	48.52	12.71	1.73	52.91	0.82
标准厂房租赁	0.26	3.21	-43.70	0.35	3.37	28.56	0.09	2.75	-2.02
金融服务	0.01	0.07	100.00	0.16	1.59	100.00	0.01	0.31	100.00
合计	**8.08**	**100.00**	**6.19**	**10.40**	**100.00**	**14.63**	**3.27**	**100.00**	**2.33**

资料来源：公司提供

2．经营业务分析

（1）土地开发及基础设施建设

跟踪期内，公司土地开发收入和毛利率均大幅上升，土地开发业务模式未发生变化。

跟踪期内，公司土地开发业务模式未发生变化，仍由公司本部经营。衡阳市白沙洲工业园区管理委员会（以下简称“白沙洲管委会”）委托公司对区内土地进行开发整理，并按照 8%~15%的成本加成比例进行结算。公司采用分地块建设、分地块结算的模式进行土地开发，相应的投入在“存货-开发成本”科目核算，公司通常在土地出让之后确认收入。

2018 年，公司确认土地开发收入 4.84 亿元，同比大幅增长 3.89 亿元，主要系前期投入开发的地块集中出让所致。当年公司确认的土地开发收入全部为工业园北部片区的土地

整理收入。截至 2018 年底，公司在整理的土地以工业园东部、西部和珠晖片区为主，投入成本合计 34.37 亿元。

表 4　2017~2018 年公司土地开发收入结算情况

（单位：平方米、万元）

项目	2017 年	2018 年
土地出让面积	137493.47	224189.72
确认开发成本	8763.76	42249.20

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变化，收入较上年有所下降，目前公司在建项目投资压力不大。

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变化，仍由公司本部经营。公司与白沙洲管委会就基础设施代建签订框架协议，负责工程前期的报批、资金的筹集和项目的建设。公司于项目完工当年年底确认成本，白沙洲管委会依据项目审计确定的审定金额，按照 8%~15%的成本加成比例进行结算，公司按照结算金额确认收入。对于部分工程量较大的项目，公司有分期确认收入的情况。

2018 年及 2019 年 1~3 月，公司基础设施建设业务确认的收入分别为 5.05 亿元和 1.73 亿元，主要由道路建设项目和配套设施项目形成，确认收入规模较大的项目包括湘江风光带、铜桥路、南外环改造等，单体项目收入均在 5000 万元以下。

截至 2019 年 3 月底，公司在建项基础设施目总投资 21.29 亿元，累计已投入 17.10 亿元，未来投资压力不大。

表5　2019年3月底公司在建基础设施项目情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
和谐小区廉租房回购项目	6.19	5.13
铜桥路道路	0.83	0.45
铜桥港改造	0.38	0.12
富康路道路	0.65	0.51
金茶家园公租房	2.80	2.75
安置区新城镇化项目	3.39	2.78
湘江防洪堤一期	2.15	1.56
白沙洲工业园金桥路等路网建设	1.80	0.87
九中迁建（八中初中部）	2.50	2.36
新民小学	0.60	0.57
合计	**21.29**	**17.10**

资料来源：公司提供

2018 年，公司土地开发和代建业务毛利率均为 12.71%，较上年大幅上升，主要系当年政府实际确认的加成比例上升所致。回款方面，2018 年公司土地开发和代建业务实际收到回款 5.74 亿元，2019 年 1~3 月实际收到回款 1.29 亿元，整体回款情况较差。

（2）标准厂房租赁

跟踪期内，公司厂房租赁收入规模仍较小，对营业收入贡献小。

目前公司租赁收入主要来源于将高新区内厂房出租给区内企业取得的租金收入，由子公司衡阳白沙洲电子信息创业园有限公司和云谷潮建设投资有限公司负责经营。

2018 年，随着招商引资的相关优惠政策陆续到期，以及标准厂房出租率逐步提高，公司租金收入同比增长 33.46%至 0.35 亿元，毛利率由负转正，为 28.56%。

截至 2018 年底，公司正在出租的标准厂房主要位于第一至第四创业园，总面积 23.95 万平方米，整体出租率较高。

表 6　2018 年底公司标准厂房出租情况

（单位：平方米、%）

项目名称	总面积	出租率	出租合同	闲置厂房出租计划
第一创业园标准化厂房	113037.00	78	已签订	为富士康供应商预留
第二创业园标准化厂房	17059.04	100	已签订	--
第三创业园标准化厂房	33993.83	75	已签订	为富士康预留
第四创业园标准化厂房	75440.12	45	已签订	部分港澳企业接洽中
合计	**239529.99**	--	--	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来公司仍将立足园区开发主业，同时谋求多元化转型，扩大经营性收入来源。

公司作为衡阳市高新区的投融资主体，将进一步配合衡阳市高新区创建全国一流科技

园区的战略目标和发展规划，大力强化园区内基础设施建设、提升园区现代服务水平，土地开发和基础设施建设仍然是公司的主要收入来源。公司未来的主要建设任务包括标准厂房及配套设施（综合保税区、第四创业园配套工程、科技孵化中心、商贸文体中心等）、物流园、基础设施和保障性住房等。

公司计划扩大经营性收入来源，目前已经投资设立了主营供应链金融的湖南新融创实业有限公司，主要服务入园企业的进出口贸易。2017 年，白沙洲工业园获批成为增量配电业务改革试点，公司已获得自主售电牌照，未来可以面向园区企业开展售电业务，通过调节电价来帮助入园企业降低生产成本。此外，公司已经入股衡阳中航地产有限公司，目前该公司土地储备充足，有利于推进园区商业开发。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年财务报告，中审众环会计师事务所（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。公司 2019 年一季度财务数据未经审计。

2018 年，公司合并范围新增 1 家子公司，为公司投资设立，对公司财务数据可比性影响小。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，仍以流动资产为主，其中存货占比高，资产流动性较弱。公司整体资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 184.45 亿元，同比增长 3.09%。从结构上看，流动资产占比 74.26%，资产构成较上年底变化不大。

表7　2017~2019年3月公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.01	10.62	6.91	3.75	6.87	3.72
存货	112.58	62.92	120.17	65.15	122.67	66.32
流动资产	**135.05**	**75.48**	**136.98**	**74.26**	**137.00**	**74.07**
投资性房地产	16.28	9.10	17.66	9.57	17.95	9.71
无形资产	20.10	11.23	19.65	10.65	19.54	10.56
非流动资产	**43.87**	**24.52**	**47.47**	**25.74**	**47.97**	**25.93**
资产总额	**178.93**	**100.00**	**184.45**	**100.00**	**184.97**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2019 年一季报整理

截至 2018 年底，公司流动资产 136.98 亿元，同比增长 1.43%。公司货币资金 6.91 亿元，较上年底下降 12.10 亿元；货币资金中受限资金 0.89 亿元，主要为信用保证金质押，以及国开基金和和农发基金拨付的项目资金。公司应收账款 6.15 亿元，同比大幅增长 6.10 亿元，主要系对白沙洲工业管委会的基础设施回购款大幅增长所致。从账龄上看，公司应收账款以 1 年以内为主；从集中度上看，前五大欠款方合计占比 88.45%，集中度较高。截至 2018 年底，公司累计计提坏账准备 0.12 亿元。公司其他应收款 3.72 亿元，同比增长 13.01%，主要为预付的工程款和拆迁款，账龄以 1 年以内为主，公司累计计提坏账准备 0.18 亿元。公司存货 120.17 亿元，同比增长 6.74%，其中基础设施和土地整理成本合计 45.12 亿元，土地使用权合计 40.80 亿元（全部以招拍挂的方式取得，均已缴纳土地出让金），预缴土地款合计 32.88 亿元。

表8　2018年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
中民筑友建设有限公司	1.76	45.11
衡阳市白沙洲工业园征地拆迁安置工作领	0.65	16.56

导小组		
衡阳国资资源局白沙洲分局	0.49	12.67
珠晖区中烟薄片项目建设协调指挥部	0.30	7.69
湖南省衡洲建设有限公司	0.11	2.69
总计	**3.30**	**84.72**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司非流动资产 47.47 亿元，同比增长 8.19%。公司长期股权投资 1.53 亿元，同比增长 6.67%，其中为对衡阳中航地产有限公司的投资 1.22 亿元，当年确认投资损失 0.22 亿元；新增对衡阳远大建筑工业有限公司的投资 0.34 亿元，当年确认投资损失 0.03 亿元。公司投资性房地产 17.66 亿元，较上年增长 8.48%，主要来自在建工程的转入；投资性房地产中尚未办妥产权证书的资产价值 11.72 亿元，占比较大。公司在建工程 1.25 亿元，同比增长 42.75%，主要系对富士康鸿富锦工业厂房和富士康 ELSBG 项目增加投入所致。公司无形资产 19.65 亿元，同比下降 2.24%，主要系土地使用权摊销所致。其他非流动资产 6.57 亿元，同比增长 48.52%，主要系子公司衡阳白沙洲电子信息创业园有限公司认购 1.88 亿元资产管理计划所致（投资期限 5 年）。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 25.95 亿元，占总资产的 14.07%，较上年下降 1.64 个百分点。其中，受限货币资金 0.89 亿元，受限土地使用权合计 25.06 亿元（在存货和无形资产中），主要用于借款抵押，公司受限资产规模较大。

2019 年 3 月底，公司资产总额 184.97 亿元，资产规模及结构较上年底基本保持稳定，仍然以流动资产为主。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模和结构基本保持稳定，资本公积在所有者权益中占比很高，但实收资本占比小，公司权益稳定性较强。

截至2018年底，公司所有者权益79.52亿元，同比增长0.81%，主要来自盈余公积和未分配利润的增长，公司实收资本和资本公积无变化。

截至2019年3月底，公司所有者权益79.64亿元，较上年底基本保持稳定。整体看，资本公积在所有者权益中占比很高，但实收资本占比小，公司权益稳定性较强。

表9　2017~2019年3月公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	1.00	1.27	1.00	1.26	1.00	1.26
资本公积	72.08	91.38	72.08	90.65	72.08	90.51
未分配利润	4.86	6.17	5.28	6.64	5.42	6.80
所有者权益合计	**78.88**	**100.00**	**79.52**	**100.00**	**79.64**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2019 年一季报整理

跟踪期内，公司负债总额小幅增长，有息债务规模小幅增长，债务结构仍以长期债务为主，公司债务负担一般。

截至 2018 年底，公司负债总额 104.93 亿元，同比增长 4.88%，结构方面仍以非流动负债为主，但非流动负债占比有所下降。

表10　2017~2019年3月公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.00	3.00	4.51	4.30	5.62	5.34
其他应付款	27.75	27.74	32.52	30.99	28.08	26.66
一年内到期的非流动负债	5.83	5.83	5.33	5.07	5.33	5.06
流动负债	**37.62**	**37.61**	**43.13**	**41.11**	**39.15**	**37.17**

长期借款	5.83	5.83	4.83	4.60	9.21	8.74
应付债券	47.06	47.04	48.36	46.09	48.36	45.91
长期应付款	5.36	5.35	4.45	4.24	4.45	4.23
非流动负债	**62.42**	**62.39**	**61.80**	**58.89**	**66.18**	**62.83**
负债总额	**100.05**	**100.00**	**104.93**	**100.00**	**105.33**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2019年一季报整理

截至 2018 年底，公司流动负债 43.13 亿元，同比增长 14.64%，主要系其他应付款增长所致。公司短期借款 4.51 亿元，同比增长 1.51 亿元，以保证借款为主。公司其他应付款 32.52 亿元，同比增长 17.18%，主要系往来款和拆借款增长所致。其中，对衡阳市财政局的拆借款 23.26 亿元，主要为财政局返还的土地出让金等款项。公司一年内到期的非流动负债 5.33 亿元，同比下降 8.71%，其中一年内到期的长期借款 2.03 亿元，一年内到期的应付债券 2.40 亿元，一年内到期的长期应付款 0.90 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债 61.80 亿元，同比下降 1.00%。公司长期借款 4.83 亿元，同比下降 17.24%，以抵押借款为主；应付债券 48.36 亿元，同比增长 2.75%，当年公司发行一期私募债券（“18 白沙洲 PPN001”），募集资金 6.00 亿元；长期应付款 4.45 亿元，同比下降 16.85%，全部为国开基金和农发基金投入的项目资本金以及融资租赁款，已调入调整后全部债务核算。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 105.33 亿元，规模较上年底基本保持稳定。其中，短期借款和长期借款增长幅度较大，同比分别增长 24.71%和 90.88%；其他应付款同比下降 13.64%至 28.08 亿元；非流动负债占比上升至 62.83%。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司调整后全部债务 67.47 亿元，同比增长 0.58%，其中调整后长期债务占比 85.43%。从债务指标来看，公司资产负债率小幅上升，调整后全部债务资本化比率、调整后长期债务资本化比率小幅下降，分别为 56.89%、45.90%和 42.02%，公司债务负担一般。截至 2019 年 3 月底，公司调整后全部债务 72.97 亿元，较上年底增长 8.15%，结构仍以长期债务为主，债务负担有所加重。债务期限结构方面，2019~2021 年，公司到期债务规模分别为 9.83 亿元、18.55 亿元和 26.58 亿元（假设“15 白沙洲”和“16 白沙洲”不发生回售），公司存在较大的集中兑付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入大幅增长，营业利润率有所提高，利润总额对政府补贴收入依赖程度大，公司整体盈利能力仍然弱。

2018 年，公司实现营业收入 10.40 亿元，同比增长 28.72%，主要系土地开发收入大幅增长所致。同期，公司营业成本上升 17.13%，营业利润率同比上升 7.15 个百分点至 11.35%。

2018 年，公司期间费用为 2.22 亿元，同比下降 44.35%，主要系财务费用中的利息支出大幅下降所致（项目贷款利息作资本化处理）。期间费用占营业收入比重为 21.35%，同比下降 28.04 个百分点，期间费用对利润侵蚀依然较重。

2018 年，公司收到各类政府补助合计 2.66 亿元，计入“其他收益”；营业外支出 0.32 亿元，主要为缴纳的滞纳金；利润总额同比增长 76.89%至 1.14 亿元，财政补贴对公司利润总额的贡献很大。

从盈利指标看，2018 年公司总资本收益率下降 1.01 个百分点至 1.70%，净资产收益率同比上升 0.63 个百分点至 1.44%，公司整体盈利能力仍弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.27 亿元，相当于上年的 31.48%。同期，公司实现利润总额 0.13 亿元，营业利润率为 5.76%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流均为净流出状态，收入实现质量进一步下降。

经营活动方面，2018年公司现金流入16.46亿元，同比增长41.96%。其中，销售商品、提供劳务收到现金5.99亿元，现金收入比为57.61%，较上年下降8.91个百分点，收入实现质量有所下降。公司收到其他与经营活动有关的现金10.47亿元，同比增长68.32%，其中往来款7.74亿元，较上年大幅增长。2018年，公司经营活动现金流出23.25亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金14.52亿元，主要为土地开发和基础设施建设支出；支付其他与经营活动有关的现金7.61亿元，同比增长122.08%，主要为支付往来款7.08亿元。2018年，公司经营活动现金流入仍不能覆盖其现金流入，经营活动现金净流出6.79亿元。

2018年，公司投资活动现金净流出3.03亿元，主要系支付其他与投资活动有关的现金规模较大所致。公司支付其他与投资活动有关的现金合计2.20亿元，其中支付拆借款0.32亿元，购买资产管理计划1.88亿元。

2018年，公司净融资规模大幅下降，筹资活动现金流量净额由正转负，为-1.66亿元。公司取得借款和发行债券收到的现金合计11.91亿元；收到其他与筹资活动有关的现金2.82亿元，主要为债券置换款。当年，公司还本付息支付的现金合计15.26亿元；支付其他与筹资活动有关的现金1.14亿元，主要为支付保证金和偿还融资租赁款。

2019年1~3月，公司经营活动和投资活动现金流仍然为净流出，净流出规模分别为2.30亿元和0.92亿元；筹资活动现金净流入3.72亿元，其中取得借款收到的现金4.19亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债压力较大，长期偿债能力较弱，间接融资渠道亟待拓宽。考虑到股东对公司的大力支持，公司整体偿债风险很低。

从短期偿债指标看，2018年底公司流动比率和速动比率较上年底均有所下降，分别为317.58%和38.97%，速动资产对流动负债的保障能力弱。2019年3月底，公司流动比率较2018年底有所上升，速动比率持续下降，分别为349.93%和36.61%。公司经营性活动现金流量净额仍然为负，对流动负债没有保障能力。跟踪期内，由于公司现金类资产大幅下降，不足以覆盖短期债务，公司存在一定的短期偿债压力。

2018年，公司EBITDA为3.29亿元，同比下降29.17%。公司调整后全部债务/EBITDA倍数为20.49倍，同比大幅上升，公司长期偿债能力较弱。同时，考虑到股东对公司的大力支持，公司整体偿债风险很低。

截至2018年底，公司获得银行授信总额46.24亿元，其中未使用额度4.71亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至2018年底，公司对外担保合计7.65亿元，担保比率9.62%，同比上升5.82个百分点。被担保单位主要为衡阳当地的平台公司，公司或有负债风险较低。

表11 2018年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保公司名称	担保金额	被担保单位企业性质
衡阳高新投资有限公司	36000.00	国有独资
衡阳市湘江水利投资开发有限公司	30000.00	国有独资
湖南省保障性安居工程投资有限公司	10511.15	国有控股
合计	**76511.15**	--

资料来源：公司提供

7. 母公司财务概况

截至2018年底，母公司资产总额160.99亿元，同比增长4.47%。其中流动资产占94.42%，以存货为主；非流动资产占15.58%，以投资性房地产和无形资产为主；资产结构较上年保持相对稳定。整体看，合并范围内的存货和投资性房地产主要在母公司账面上体现。

截至2018年底，母公司所有者权益合计60.82亿元，同比增长1.76%，所有者权益规

模和结构保持相对稳定。其中实收资本占1.64%、资本公积占88.61%、未分配利润占8.01%。

截至2018年底，母公司负债总额100.17亿元，同比增长6.18%。其中流动负债占44.35%，非流动负债占55.65%，流动负债占比有所提升。有息债务方面，2018年底母公司全部债务56.51亿元，同比增长2.67%，其中长期债务占89.69%。整体看，母公司承担了合并口径下大部分的有息债务。

作为土地开发和基础设施建设业务的经营主体，2018年母公司实现营业收入9.89亿元，同比增长26.65%。同期，母公司实现利润总额1.55亿元，同比增长32.91%，政府补助对利润总额的贡献大。

现金流方面，2018年母公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流均为净流出状态，净额分别为-8.56亿元、-0.95亿元和-0.83亿元。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年底，公司存续债券余额51.20亿元，一年内到期的应付债券为2.40亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来存在较大的集中偿债压力。

截至2018年底，公司一年内到期的应付债券为2.40亿元，存续债券的短期偿债压力较小。若“15白沙洲”和“16白沙洲”的投资者于2019年集中行使回售权利，则2019年将达到存续债券待偿本金峰值32.40亿元，将给公司带来较大的集中兑付压力。截至2018年底，公司现金类资产6.91元；2018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16.46亿元、-6.79亿元和3.29亿元，对公司存续债券保障情况如下：

表12　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	2.40
未来待偿债券本金峰值	32.40
现金类资产/一年内到期债券余额	2.88
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.51
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.21
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.10

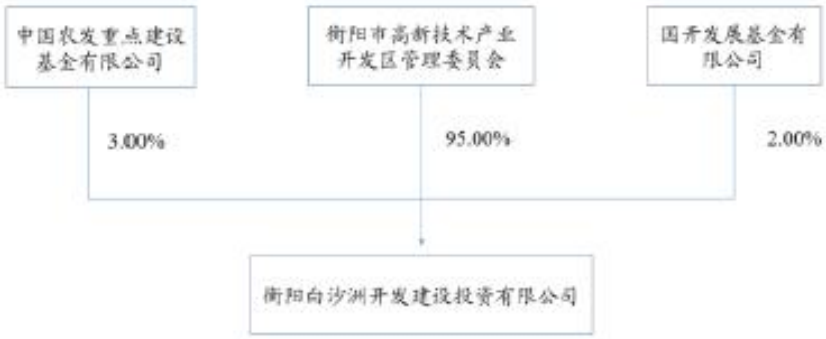
资料来源：联合资信整理

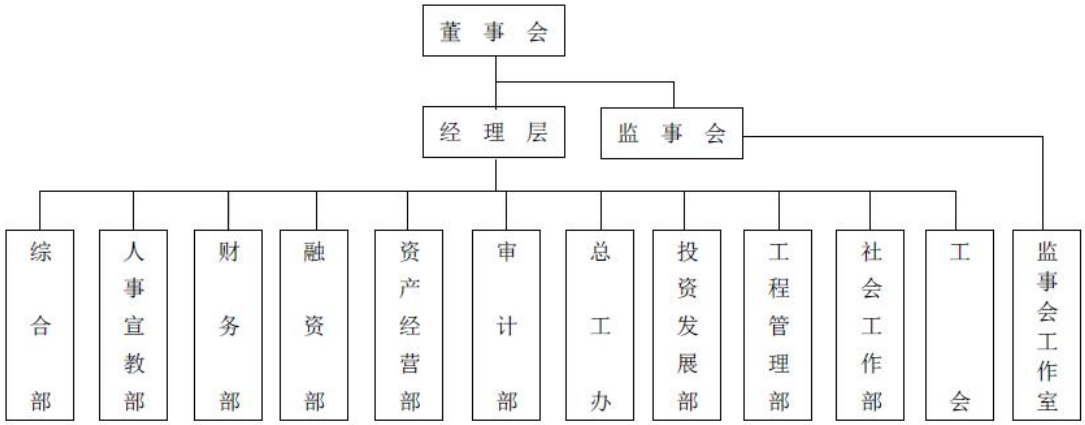
总体看，公司未来待偿债券本金峰值较高，2018年公司经营活动现金流入量对其保障程度较差，且公司近年来经营活动现金流净额对待偿债券均无保障能力，公司面临较大的集中兑付压力。

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白沙投债/PR白沙投”“16白沙洲MTN001”和“16白沙洲MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图和组织结构图





附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司全称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）	表决权比例（%）
云谷潮建设投资有限公司	房地产	5000.00	100.00	100.00
衡阳白沙洲电子信息创业园有限公司	租赁	12500.00	100.00	100.00
衡阳市白沙洲人力资源有限公司	劳务派遣	200.00	100.00	100.00
湖南新融创实业有限公司	销售	8000.00	55.00	55.00
湖南融新达实业有限公司	销售	8000.00	55.00	55.00
湖南融新诚实业有限公司	销售	8000.00	55.00	55.00

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	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.20	19.01	6.91	6.87
资产总额(亿元)	169.90	178.93	184.45	184.97
所有者权益(亿元)	69.96	78.88	79.52	79.64
短期债务(亿元)	3.56	8.83	9.83	10.95
长期债务(亿元)	63.64	52.89	53.18	57.57
调整后长期债务(亿元)	67.24	58.25	57.64	62.02
全部债务(亿元)	67.20	61.73	63.02	68.52
调整后全部债务(亿元)	70.80	67.08	67.47	72.97
营业收入(亿元)	8.82	8.08	10.40	3.27
利润总额(亿元)	0.49	0.65	1.14	0.13
EBITDA(亿元)	4.13	4.65	3.29	--
经营性净现金流(亿元)	-25.85	-8.07	-6.79	-2.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	48.39	93.79	3.36	--
存货周转次数(次)	0.09	0.07	0.08	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.06	--
现金收入比(%)	62.33	66.52	57.61	92.71
营业利润率(%)	4.30	4.20	11.35	5.76
应收类款项/资产总额(%)	0.49	1.87	5.35	2.30
总资本收益率(%)	2.43	2.71	1.70	--
净资产收益率(%)	0.70	0.80	1.44	--
长期债务资本化比率(%)	47.64	40.14	40.08	41.96
调整后长期债务资本化比率(%)	49.01	42.48	42.02	43.78
全部债务资本化比率(%)	48.99	43.90	44.21	46.25
调整后全部债务资本化比率(%)	50.30	45.96	45.90	47.82
资产负债率(%)	58.83	55.92	56.89	56.95
流动比率(%)	456.17	358.95	317.58	349.93
速动比率(%)	95.43	59.73	38.97	36.61
经营现金流动负债比(%)	-90.88	-21.45	-15.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.26	13.28	19.13	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	17.13	14.43	20.49	--

注：1、调整后长期债务=长期债务+长期应付款；调整后全部债务=调整后长期债务+短期债务
2、2019 年 1 季度财务数据未经审计

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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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/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