

信用等级公告

联合〔2019〕2229号

联合资信评估有限公司通过对重庆豪江建设开发有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持重庆豪江建设开发有限公司主体长期信用等级为AA，维持“15渝豪江MTN001”“15渝豪江MTN002”和“17渝豪江MTN001”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
二〇一九年七月二十三日



重庆豪江建设开发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
15 渝豪江 MTN001	7.00 亿元	2020/07/02	AA	AA
15 渝豪江 MTN002	7.00 亿元	2020/11/12	AA	AA
17 渝豪江 MTN001	10.00 亿元	2022/04/26	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 23 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	8.36	4.61	3.38	6.96
资产总额(亿元)	165.06	173.65	188.96	196.62
所有者权益(亿元)	88.84	92.51	96.85	96.96
短期债务(亿元)	11.46	3.39	12.60	11.58
长期债务(亿元)	45.07	54.78	55.12	63.75
全部债务(亿元)	56.53	58.17	67.72	75.34
营业收入(亿元)	5.77	5.48	5.86	0.72
利润总额(亿元)	3.07	3.67	3.56	0.25
EBITDA(亿元)	3.17	3.76	3.61	--
经营性净现金流(亿元)	1.80	0.69	1.08	-3.43
应收类款项/资产总额(%)	8.96	11.94	16.54	16.44
营业利润率(%)	47.17	50.09	48.90	50.54
净资产收益率(%)	3.46	3.96	3.67	--
资产负债率(%)	46.18	46.73	48.75	50.69
全部债务资本化比率(%)	38.89	38.61	41.15	43.73
流动比率(%)	476.22	634.27	493.38	526.86
经营现金流流动负债比(%)	5.96	2.90	3.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.82	15.48	18.78	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计。

分析师：喻宙宏 王中天

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

重庆豪江建设开发有限公司（以下简称“公司”）是重庆市永川区国资局下属重要的基础设施建设主体，主要负责永川区港桥工业园区的开发建设。跟踪期内，公司业务稳步发展，并持续获得较大力度的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司应收类款项占比增长，对资金占用加大；存货中土地整理成本占比较高，土地整治回款受土地出让、政府结算及回款效率影响大；政府未按约定落实回购并将回购日期后延以及公司未来投资支出较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，重庆市永川区经济快速增长，港桥工业园发展状况良好，公司外部发展环境良好。随着港桥工业园建设的推进，公司作为园区唯一的开发建设主体，未来有望保持稳步发展。

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“15渝豪江MTN001”“15渝豪江MTN002”和“17渝豪江MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，重庆市永川区经济快速发展，港桥工业发展状况良好，公司外部发展环境良好。
2. 公司作为港桥工业园区唯一的开发建设主体，跟踪期内，持续获得财政补贴和税收优惠方面较大力度的外部支持。

关注

1. 跟踪期内，公司应收类款项占比有所增长，对公司资金占用加大。
2. 跟踪期内，公司存货规模大，其中土地整理成本占比较高，由于土地整治业务回款受土地出让时间及政府拨付效率影响大，

公司资产流动性偏弱；公司已整理但尚未签订土地整治合同的土地面积较大，该部分土地未来结算及回款具有一定的不确定性。

3. 2018 年政府未按原协议约定回购道路、桥梁工程项目，并与公司重新签订了补充协议将回购日期进行了延期，联合资信将持续关注公司基建项目未来回购安排的落实情况。
4. 公司未来投资支出较大，面临一定融资压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆豪江建设开发有限公司（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。

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。

重庆豪江建设开发有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于重庆豪江建设开发有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2016年中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）对公司注资0.95亿元，并于2018年1月进行了工商变更，变更后重庆市永川区国有资产管理局（以下简称“永川区国资局”）持股51.86%、农发基金持股48.14%，农发基金注资为明股实债，年利率为1.2%，将于2029年开始逐步退出。截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为1.97亿元。跟踪期内，公司股权结构发生变化，但永川区国资局仍为公司实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。经营范围变更为：从事港桥工业园内土地整治、土地开发；园区基础设施建设；从事建筑相关业务（取得相关行政许可后方可执业）；厂房、房屋、设备租赁；市政及物业管理；货运港口开发经营、管理；普通货物运输，货运运输代理、仓储服务（不含危险化学品）、物流信息服务、货物搬运装卸、工程机械租赁；生活、工业污水的处理；污水厂、泵站的建设和管理；污水管网、污水泵站等排水设施的运营管理；花卉、苗圃、盆景种植销售；园林绿化工程设计、施工；农业旅游开发；停车场经营；销售建筑装饰材料（不含危险化学品及油漆）；竹材种植（不含林木种子生产、经营）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2019年3月底，公司内设综合部、财务部、工程部、招商部、经发部、监察部、环

保部、总工办等10个职能部门。

截至2018年底，公司资产总额188.96亿元，所有者权益96.85亿元；2018年公司实现营业收入5.86亿元，利润总额3.56亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额196.62亿元，所有者权益96.96亿元；2019年1~3月公司实现营业收入0.72亿元，利润总额0.25亿元。

公司注册地址：重庆市永川区港桥新城港城大道888号；法定代表人：屈景军。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年3月底，联合资信所评“15渝豪江MTN001”“15渝豪江MTN002”和“17渝豪江MTN001”尚需偿还债券余额合计24.00亿元。跟踪期内，上述债券均已按期支付利息。截至2019年3月底，上述债券募集资金均已按照募集用途全部使用完毕。

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
15渝豪江MTN001	7.00	7.00	2015/07/02	5年
15渝豪江MTN002	7.00	7.00	2015/11/12	5年
17渝豪江MTN001	10.00	10.00	2017/04/26	5年
合计	24.00	24.00	--	--

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，依法依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》国办发〔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	严格按照要求规范的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. 区域经济环境

公司是重庆市永川区国资局下属重要的基础设施建设主体，主要负责永川区港桥工业园区的开发建设，永川区及港桥工业园的经济发展状况对公司发展有较大影响。

跟踪期内，重庆市、永川区及港桥工业园经济持续增长，公司外部发展环境良好。

根据重庆市统计局《2018年重庆市经济运行情况》，初步核算，2018年，全市实现地区生产总值20363.19亿元，按可比价格计算，同比增长6.0%。分产业看，第一产业实现增加值1378.27亿元，增长4.4%；第二产业实现增加值8328.79亿元，增长3.0%；第三产业实现增

加值 10656.13 亿元，增长 9.1%。2018 年，全市规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 0.5%。2018 年，全市固定资产投资同比增长 7.0%。分产业看，第一产业投资下降 9.5%，第二产业投资增长 7.3%，第三产业投资增长 7.4%。分板块看，基础设施投资增长 11.5%，工业投资增长 7.3%，房地产开发投资增长 6.8%。民间投资较快增长，全年民间投资增速达 12.8%，民间投资占全市固定资产投资的比重为 54.9%，较上年提高 0.3 个百分点。

根据《重庆市永川区 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年永川区地区生产总值 845.7 亿元，按可比价计算，比上年增长 9.9%。第一产业增加值 62.2 亿元，比上年增长 4.6%。第二产业增加值 425.2 亿元，比上年增长 9.6%。其中，工业增加值 319.0 亿元，比上年增长 8.4%。第三产业增加值 358.3 亿元，比上年增长 11.3%。三次产业结构由 2017 年的 8.1:56.5:35.4 调整为 7.4:50.3:42.3。2018 年全区固定资产投资比上年增长 10.2%，较 2017 年的 13.1% 有所放缓。第一产业投资比上年增长 15.3%，第二产业投资（全部为工业）比上年增长 10.8%，第三产业投资比上年增长 9.5%。其中：5000 万元以上投资比上年增长 15.0%，5000 万元以下投资比上年增长 26.7%，民间投资比上年增长 3.5%，房地产投资比上年下降 8.3%。

根据公司提供的相关数据，港桥产业园 2018 年完成工业总产值 155 亿元，同比增长 20%；完成固定资产投资 27.5 亿元，较 2017 年的 118.24 亿元大幅下降，沙石和混凝土等原材料价格大幅上升对港桥工业园项目建设产生较大影响。港桥工业园区全年经济发展状况良好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 1.97 亿元。跟踪期内，公司股权结构

发生变化，但永川区国资局仍为公司实际控制人。

2. 外部支持

永川区 2018 年财政实力稳步增长，财政自给能力仍较差，港桥工业园财政实力仍较弱；跟踪期内，公司持续获得较大力度的外部支持。

公司是重庆市永川区国资局下属重要的基础设施建设主体，主要负责永川区港桥工业园区的开发建设。跟踪期内，公司业务区域未发生变化，持续获得政府的财政补贴支持和税收优惠政策。

根据《关于重庆市永川区 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案的报告》，2018 年，永川区全区一般公共预算收入 46.6 亿元，同口径增长 5%，其中：税收收入 29.4 亿元，增长 5.7%；全区地方政府性基金收入 43.9 亿元，同口径与上年持平。全区财政实力稳步增长。2018 年全区一般公共预算支出 108.7 亿元，增长 7.4%，全区财政自给率为 42.87%，较 2017 年的 47.63% 有所下降，财政自给能力仍较差。根据重庆市永川区财政局提供的相关数据，2018 年永川区港桥工业园 2018 年实现税收收入 3.95 亿元、行政事业性收入 0.94 亿元、基金收入 1.62 亿元、补助收入 2.16 亿元，港桥工业园财政实力仍较弱。

2018 年，公司收到重庆永川工业园区港桥管理委员会（以下简称“港桥管委会”）拨付的港桥工业园区基础设施建设补贴资金 1.04 亿元。

税收优惠方面，根据财政部、国家税务总局、海关总署《关于西部大开发税收优惠政策问题的通知》（财税〔2001〕202 号）和国家税务总局《关于进一步明确西部大开发税收优惠政策适用目录变更问题的通知》（国税函〔2006〕1231 号），2020 年前公司可按规定享受按 15% 的税率征收企业所得税。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司未新增未结清及已结清不

良关注类贷款，未被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10500118010702302），截至2019年7月1日，公司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。

截至2019年7月12日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

2019年5月，公司对章程进行修订，将公司董事会由7人组成改为3人组成；董事会成员由肖安佳、周勇、陈明兰、汪天文、闵绪军、许仁元、周兴柳变更为屈景军、高阳、王亚；免去郭亮、刘荣、刘莉、陈素明、刘家庆监事职务，免去郭亮监事会主席职务，由杨小波担任公司监事会主席，与职工代表尚义佳、王祎、赵倩、栾周欣组成新一届监事会。以上变动为正常人事变动，对公司日常管理、生产经营及偿债能力不产生影响。

跟踪期内，除上述变动外，公司治理结构、管理体制、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，公司营业收入有所增长，收入仍主要来自土地整治，业务毛利率仍保持较高水平。

2018年，公司实现营业收入5.86亿元，同比增长6.98%，土地整治业务收入及道路桥梁维护业务收入规模均有所增长。其中土地整治收入占比96.56%，土地整治业务毛利率仍为50.81%，公司业务结构较2017年变动较小。由于毛利率较低的道路桥梁维护业务收入占比较2017年有所增长，公司2018年整体业务毛利率小幅下降至49.34%，业务毛利率仍保持较高水平。

2019年1~3月，公司实现营业收入0.72亿元，相当于2018年全年的12.37%。其中土地整治业务收入占49.44%。整体业务毛利率为51.14%，较2018年略有增长。

表3 2017~2019年3月公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

	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
土地整治	54326.12	99.21	50.81	56563.44	96.56	50.81	3581.75	49.44	86.39
道路、桥梁维护	432.74	0.79	7.50	2015.53	3.44	8.33	3663.25	50.56	16.67
合计	54758.86	100.00	50.46	58578.97	100.00	49.34	7245.00	100.00	51.14

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司土地整治业务稳步发展，业务收入有所增长，业务回款情况尚可，已整理但尚未签订土地整治合同的土地面积较大，未来该部分土地结算及回款具有一定的不确定性。

公司主要从事港桥工业园区的土地整治，业务经营模式方面，根据永川区政府下发的《重庆市永川区人民政府关于重庆豪江建设开发有限公司开展土地整理和基础设施建设业务的批复》（永川府〔2014〕22号），由港桥管委会代表永川区政府与公司签订土地委托管理合

同，负责管委会规划范围内的土地整理工作，由区财政局按照财政扶持政策（永川府发〔2009〕64号）通过港桥管委会支付土地整理费用。港桥管委会支付的土地整理费用采用成本加成的方式进行确认，在保证公司整理成本的基础上，给予公司合理的土地整理收益。具体费用标准由港桥管委会根据公司所整理土地的出让收入情况与公司届时所面临的财务状况确定，并在土地委托整理合同中进行明确规定。

鉴于之前规划变动等问题，对于港桥管委会尚未签订相关委托整理合同而公司已进行整理的土地，永川区政府将责成港桥管委会与公

司补充签订土地委托整理合同，并明确土地委托整理费用的标准。截至2019年3月底，公司已整理但尚未签订土地整治合同的土地面积约为3800亩，已投资大约8.36亿元，对于尚未签订土地整治合同的土地目前尚无明确结算方法。联合资信将密切关注这部分土地未来合同签订及结算回款情况。

目前，公司已与港桥管委会签订土地整治合同的地块主要为入驻园区企业所用或其大型项目所用地块，公司就整治的地块负责进行征地拆迁、土地整治及配套基础设施建设，包括通给水、通排气、通电、通讯、通燃气、通热力以及场地平整。土地整治合同中约定每亩土地整理价款（每亩约为55万元），从而确定土地整治总金额。前期土地征收和土地整治费用由公司垫付，公司在规定期限内将整治完毕的土地交付港桥管委会验收后，双方按照土地整治合同约定进行价款结算。土地交付后，港桥管委会主要采取分期付款的方式与公司结算土地整治费用，每个合同单独处理，无统一的分期结算比例。

为保障公司持续发展，管委会给予公司

每亩土地整理价款较高，而公司实际土地整治成本较低，因此公司土地整治板块毛利率水平较高，近年来均维持在50%左右。然而，公司土地整治前期资金投入大，且港桥管委会支付公司的土地整治款项主要来源于土地出让后返还管委会的土地出让金，从而公司土地整治业务回款受土地出让时间及政府拨付效率影响大，且考虑到已整理但尚未签订土地整治合同的土地面积较大，公司未来的土地整治出让收入现金流入时间具有一定的不确定性。

2018年公司新增合同整治面积1130.52亩，新增合同金额62178.49万元，结转合同56563.44万元，结转土地整治面积1059.28亩，公司土地整治收入规模有所增长。2018年公司土地整治业务全年实际收到回款45423.30万元。2019年1~3月，公司结转合同3581.75万元，结转土地整治面积65.12亩，2019年1~3月公司土地整治业务全年实际收到回款764.54万元。截至2019年3月底，公司未结转土地面积500.14亩，未结转合同金额27507.60万元。跟踪期内，公司土地整治业务回款情况尚可。

表4 2017~2019年3月底公司土地整治业务合同情况

项目	2017年	2018年	2019年1-3月
当期新增合同土地整治面积（亩）	568.63	1130.52	0
当期新增合同金额（万元）	31274.65	62178.49	0
当期结转土地整治面积（亩）	1017.38	1059.28	65.12
当期结转合同金额（万元）	54326.12	56563.44	3581.75
期末尚未结转土地整治面积（亩）	494.02	565.26	500.14
期末尚未结转合同金额（万元）	27171.10	31089.35	27507.6

资料来源：公司提供

跟踪期内，政府未按原协议约定回购道路、桥梁工程项目，公司已与政府重新签署协议延期回购，并新签订了项目委托管理合同，联合资信持续关注上述项目未来回购情况。

根据永川府〔2014〕22号，公司与相关部门签订项目委托代建合同，负责管委会规划范围内的基础设施建设，由永川区财政局按照财政扶持政策（永川府发〔2009〕64号）通过港

桥管委会支付委托代建费用，委托代建费用的支付标准采取成本加成的方法。

公司已投资建设了拓展区主干路等8项道路、桥梁工程，总投资额53450.36万元，项目建设成本计入存货科目。公司与永川区财政局签订了《国有公路、桥梁委托管理框架协议》，2012~2017年，永川区财政局委托公司对这8个项目进行维护，管理维护费用每年分别确定（按每年管理维护费用实际支出的120%确认收入）。

自2018年开始永川区财政局对这8个项目逐步回购，回购总金额为64140.43万元，回购金额为项目投资额及支付公司的代建收益。其中代建收益约为项目投资额的20%。2018年永川区财政局未对上述8个项目进行回购，并同公司、港桥管委会签署《回购框架协议之补充协议》，永川区财政局委托港桥管委会对上述8个项目进行回购，并将回购价格调整为项目投资款的130%，回购年份调整为2021~2025年，回购金额分别为3935.10万元、4299.43万元、14270.31

万元、10578.44万元和36402.20万元。同时，2018年公司与港桥管委会新签订了《国有公路、桥梁委托管理合同》，港桥管委会支付公司上述8个项目2018年的管理费用2217.08万元（含税），公司2018年确认道路桥梁维护收入2015.53万元，同比大幅增长365.76%。公司当年未实际收到业务回款，业务回款情况差，具体明细见下表。联合资信将持续关注上述8个项目未来回购安排的落实情况。

表5 2012年签订的委托管理和投资回购协议的项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	回购额	2017年确认的管理费收入	2018年确认的管理费收入
拓展区主干道	1080.15	1080.15	1404.20	56.95	499.64
一朱路	8137.26	8137.26	10578.44	0.00	0.00
港桥新城安居大道	3307.25	3307.25	4299.42	11.28	12.45
港桥工业园园区主干道	28001.69	28001.69	36402.20	0.00	1.57
运灰路运煤路	323.93	323.93	421.11	0.65	127.67
一松路工程	1622.92	1622.92	2109.79	3.59	157.67
大陆溪桥	6878.21	6878.21	8941.67	0.00	1.64
启动区道路及森林景观工程	4098.95	4098.95	5328.63	360.26	1214.89
合计	53450.36	53450.36	69485.47	432.74	2015.53

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司在建及拟建项目未来投资支出较大，考虑到公司土地整治业务也将持续投入资金，公司未来有一定的资金压力；未来将继续稳步发展目前的主营业务。

作为港桥工业园的开发建设主体，除土地整治业务以外，公司还承担园区内的基础设施建设、保障房建设以及厂房建设任务。截至2019年3月底，公司主要在建、拟建基础设施、保障房以及厂房的项目总投资79.07亿元，已

投入52.03亿元，上述项目前期投入资金主要由公司自身筹集。自营项目未来主要靠房屋对外出租及销售平衡资金。根据公司2018年与政府签订的《回购框架协议之补充协议》，对2013年、2017年签订的基础设施项目回购，回购资产价格仍按照回购资产原值的120%执行，回购项目未来由永川区财政局安排资金，由港桥管委会负责资产回购，表6项目中的在建代建项目均在上述回购协议范围内。

表6 截至2019年3月底公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目模式(自营&代建)	总投资	已投资
港城花园限价商品房项目	自建	7.95	7.88
中央商务区	自建	7.20	7.2
商业综合体	自建	6.20	6.2

重庆永川区滨江工业标准厂房建设项目	自建	12.90	3.93
重庆永川滨江物流园建设项目	自建	5.40	2.35
松溉镇限价房项目	自建	1.36	1.29
港桥大道	代建	6.46	8.12
限价房	代建	7.04	4.28
港桥新城公租房	代建	3.70	3.43
港桥工业园廉租房建设	代建	6.00	5.11
柏树湾 110KV 变电站项目	代建	0.80	0.74
笋桥村 110KV 变电站项目	代建	0.82	0.76
联检大楼	代建	0.68	0.46
港桥新城正兴二期	代建	3.00	0.15
港桥新城正兴一期	代建	3.00	0.07
港桥新城安置房	代建	3.00	0.06
笋桥拓展区支干道二期道路工程	代建	1.26	0
笋桥拓展区二期平场工程	代建	2.3	--
合计	--	79.07	52.03

资料来源：公司提供

未来公司将继续稳步发展土地整治、基础设施建设和道路桥梁维护业务，为港桥工业区对外的招商引资提供相关的配套服务。

八、财务分析

公司提供了 2018 年合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，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 年及 2019 年 1~3 月公司合并范围未发生变化，无纳入合并范围的子公司，公司财

务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司应收类款项占比上升，对资金占用加大；存货占比高，主要为土地整理成本、待开发土地及工程项目成本，土地整治回款受政府结算及回款效率影响大。公司资产流动性偏弱，资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 188.96 亿元，较上年底增长 8.82%。其中流动资产占 91.40%、非流动资产占 8.60%，资产结构仍以流动资产为主。

表7 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	4.61	2.65	3.38	1.79	6.96	3.54
应收账款	4.08	2.35	5.57	2.95	5.63	2.86
其他应收款	16.65	9.59	25.68	13.59	26.69	13.57
存货	125.70	72.39	138.04	73.05	139.44	70.92
流动资产	151.06	86.99	172.70	91.40	178.75	90.91
在建工程	19.27	11.10	13.14	6.95	14.77	7.51
非流动资产	22.58	13.01	16.25	8.60	17.87	9.09
资产总额	173.65	100.00	188.96	100.00	196.62	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2019 年一季度财务数据整理

截至 2018 年底，公司流动资产 172.70 亿元，较上年底增长 14.33%，主要系应收类款项

及存货增长所致。截至 2018 年底，公司货币资金 3.38 亿元，较上年底下降 26.59%，主要为银行存款，无受限货币资金；公司应收账款 5.57 亿元，较上年底增长 36.59%，全部为应收重庆市永川工业园区港桥管理委员会，公司未计提坏账准备；公司其他应收款 25.68 亿元，较上年底增长 54.28%，主要系公司与港桥管委会和永川区国有企业之前的往来款及借款增长所致，其中应收港桥管委会往来款 13.66 亿元、应收重庆市永川区产业发展集团有限公司往来款 4.65 亿元、应收重庆市永川区兴永建设发展有限公司往来款及借款 3.36 亿元、应收永川区财政局往来款 2.22 亿元，其他应收款前五名账面余额合计 24.44 亿元，未计提坏账准备；公司存货 138.04 亿元，较上年底增长 9.82%，主要系开发成本增长（部分“在建工程”科目中的项目完工后转入存货核算）所致，其中开发成本 136.55 亿元（包括土地使用权 62.47 亿元、林权 9.67 亿元和工程项目成本 64.41 亿元）、开发产品 1.48 亿元，其中已经抵押的土地账面价值合计 21.91 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产 16.25 亿元，较上年底下降 28.04%，主要系在建工程大幅下降所致。截至 2018 年底，公司在建工程 13.14 亿元，较上年底下降 31.79%，主要系港桥工业园廉租房项目和港桥新城公租房项目工程完工转入存货科目所致。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 196.62 亿元，较 2018 年底增长 4.05%，主要系货币资金和在建工程增长所致。截至 2019 年 3 月底，公司货币资金为 6.96 亿元，较 2018 年底增长 105.77%；公司在建工程为 14.77 亿元，较 2018

年底增长 12.38%，主要系项目投入增长。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产合计 21.91 亿元，全部为存货中的土地使用权，受限资产占资产总额比重为 11.14%；公司应收类款项占资产总额的比重为 16.44%，较 2017 年底的 11.94%有所增长，应收类款项对公司资金的占用加大。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益稳步增长，所有者权益稳定性较好；债务规模有所增长，长期债务占比仍较高，债务负担持续加重，2020 年面临偿债高峰。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 96.85 亿元，较上年底增长 4.69%，主要系实收资本增长以及未分配利润增长所致。截至 2018 年底，公司实收资本 1.97 亿元，较上年底增长 92.81%。主要系中国农发重点建设基金有限公司对公司增资 0.95 亿元所致；公司资本公积 68.93 亿元，较上年底下降 0.24%，主要系公司将 2016 年无偿划入的永川区电视台综合办公楼产权全部无偿划出所致；公司未分配利润 25.08 亿元，较上年底增长 14.64%，主要为当年净利润转入。截至 2019 年 3 月底，公司实收资本和资本公积分别为 1.97 亿元和 68.93 亿元，较 2018 年底无变化，公司实收资本和资本公积占比仍然较高，所有者权益稳定性较好。

截至 2018 年底，公司负债 92.11 亿元，较上年底增长 13.52%。其中流动负债占 38.00%、非流动负债占 62.00%，流动负债占比有所上升，仍以非流动负债为主。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	3.05	3.76	2.68	2.91	2.68	2.69
其他应付款	15.10	18.61	16.14	17.52	17.42	17.48
一年内到期的非流动负债	3.39	4.18	12.60	13.68	11.58	11.62
流动负债	23.82	29.35	35.00	38.00	33.93	34.05
长期借款	19.50	24.03	23.81	25.85	27.44	27.53

应付债券	35.28	43.48	31.31	33.99	36.31	36.43
非流动负债	57.32	70.65	57.10	62.00	65.73	65.95
负债总额	81.14	100.00	92.11	100.00	99.66	100.00
实收资本	1.02	1.10	1.97	2.03	1.97	2.03
资本公积	69.09	74.68	68.93	71.17	68.93	71.09
未分配利润	21.88	23.65	25.08	25.90	25.19	25.98
所有者权益合计	92.51	100.00	96.85	100.00	96.96	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2019年一季度财务数据整理

截至2018年底，公司流动负债35.00亿元，较上年底增长46.97%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致。截至2018年底，公司应付账款2.68亿元，较上年底下降12.14%，主要为应付工程款；公司其他应付款16.14亿元，较上年底增长6.89%，主要系往来款增长所致，其中应付永川区财政局、重庆市永川区国土资源和房屋管理局和重庆市永川区兴永建设发展有限公司的往来款合计13.66亿元；公司一年内到期的非流动负债12.60亿元，较上年底增长271.81%，其中一年内到期的长期借款为3.63亿元、一年内到期的应付债券为8.97亿元。

截至2018年底，公司非流动负债57.10亿元，较上年底下降0.38%，主要系应付债券下降所致。截至2018年底，公司长期借款23.81亿元，较上年底增长22.09%，其中质押借款7.30亿元、抵押借款8.93亿元、信用借款7.58亿元；公司应付债券31.31亿元，较上年底下降11.24%，主要系“14渝豪江PPN001”“14渝豪江PPN003”“14渝豪江PPN004”及“13渝豪江债01”“13渝豪江债02”分期偿付部分调入一年内到期的非流动负债核算所致。

截至2019年3月底，公司负债合计99.66亿元，较2018年底增长8.20%，主要系长期借款和应付债券增长所致。截至2019年3月底，公司长期借款为27.44亿元，较2018年底增长15.25%；公司应付债券为36.31亿元，较2018年底增长15.97%，主要系2019年一季度发行了5亿元的债权融资计划所致。

有息债务方面，2018年底，公司全部债务为67.72亿元，同比增长16.42%，其中短期债务占18.60%、长期债务占81.40%，短期债务占比

较2017年底有所上升，有息债务结构仍以长期债务为主。随着债务规模的增长，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别上升至48.75%和41.15%，因长期债务占比下降，公司长期债务资本化比率下降至36.27%，公司债务负担有所加重。2019年3月底，公司全部债务继续上升至75.34亿元，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分别上升至50.69%、43.73%和39.67%，公司债务负担继续加重。2019~2021年，公司需偿还有息债务规模分别为14.00亿元、26.30亿元和5.14亿元，公司2020年面临偿债高峰。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，政府补助对公司利润形成一定补充，整体盈利能力仍弱。

2018年，公司实现营业收入5.86亿元，同比增长6.98%，主要系土地整治业务收入增长所致；当期营业成本为2.97亿元，同比增长9.39%，公司营业利润率由2017年的50.09%下降至48.90%。

期间费用方面，2018年公司期间费用合计0.05亿元，较2017年的-0.43亿元有所增长，主要系当年利息收入大幅下降（2017年公司有一笔大额存单到期，使得2017年利息收入规模较大）使得财务费用中的利息净支出增长，由于公司利息大部分都资本化，公司财务费用持续为负值。2018年公司期间费用占营业收入的比重为0.90%，较2017年的-7.89%有所增长，扣除上述因素影响，公司期间费用控制能力基本保持稳定。

2018年公司营业外收入为1.04亿元，基本全为政府补助；公司利润总额3.56亿元，同比下降2.95%，政府补助对公司利润形成一定补充。

从盈利指标看，2018年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下滑，分别为2.17%和3.67%，公司整体盈利能力仍弱。

2019年1~3月，公司营业收入为0.72亿元，相当于2018年全年的12.37%，营业利润率为50.54%，较2018年略有上升，公司利润总额为0.25亿元。

4. 现金流

跟踪期内，公司业务回款基本能满足经营活动现金流出，收现质量略有下滑，投资活动现金流转为净流出，筹资活动净现金流保持净流出态势。考虑到公司在建及拟建项目未来投资规模大，公司仍有一定的外部融资压力。

经营活动方面，2018年公司经营活动现金流入7.53亿元，同比增长4.93%。其中销售商品、提供劳务收到的现金5.43亿元，同比增长2.71%；收到其他与经营活动有关的现金为2.10亿元，同比增长11.16%，主要为往来款及收到的政府补助。2018年公司经营活动现金流出6.45亿元，同比下降0.56%。其中购买商品、接受劳务支付的现金为4.03亿元，同比下降20.93%；支付其他与经营活动有关的现金为2.18亿元，同比增长84.54%，主要为往来款。2018年公司经营活动现金流净流入1.08亿元，净流入规模有所增长。收入实现质量方面，2018年，公司现金收入比为92.72%，较2017年略有下降，收现质量略有下滑，整体收现质量一般。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金流入规模很小；投资活动现金流出1.22亿元，同比下降53.76%，全部为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。公司投资活动现金流由2017年的净流入2.66亿元转为净流出1.22亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现

金流入15.77亿元，同比下降21.67%。其中取得借款收到的现金为14.67亿元，同比下降8.60%；公司收到其他与筹资活动有关的现金为1.10亿元，同比下降72.99%。2018年公司筹资活动现金流出16.86亿元，同比下降23.18%，主要为还本付息支付的现金。其中支付其他与筹资活动有关的现金为8.33亿元，同比增长130.10%，主要系其他应收款中的对外借款增长所致。公司筹资活动现金流净流出1.08亿元，保持净流出态势。

2019年1~3月，公司经营活动现金流净流出3.43亿元，投资活动现金流净流出1.62亿元，筹资活动现金流净流入8.63亿元，经营活动、投资活动及筹资活动净现金流态势与2018年一季度保持一致。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力偏弱，长期偿债能力依然较弱，但考虑到公司持续获得较大力度的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2018年底公司流动比率和速动比率较2017年底均有所下降，分别为493.38%和99.03%；2018年经营现金流动负债比为3.09%，较2017年略有上升；截至2019年3月底，公司现金类资产为6.96亿元，为短期债务的0.60倍。整体看，公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力看，2018年公司EBITDA为3.61亿元，其中利润总额为3.56亿元，利润总额占比高，EBITDA质量较好；公司全部债务/EBITDA由2017年的15.48倍上升至18.78倍。公司长期偿债能力指标依然较弱。但考虑到公司持续获得较大力度的外部支持，公司整体偿债能力很强。

截至2019年3月底，公司合并范围无对外担保。

截至2019年3月底，公司获得银行授信额度合计62.85亿元，尚有27.10亿元授信额度未使用。公司间接融资渠道良好。

九、存续债券偿债能力

截至2019年3月底，公司存续债券余额45.00亿元，一年内到期的应付债券为9.00亿元，存续债券存在一定的短期兑付压力，未来集中偿债压力大。

截至2019年3月底，公司一年内到期的应付债券为9.00亿元，2020年将达到存续债券待偿本金峰值16.00亿元。2019年3月底，公司现金类资产6.96亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为7.53亿元、1.08亿元和3.61亿元，对公司存续债券保障情况见表9。总体看，公司存续债券存在一定短期兑付压力，2020年集中偿债压力大。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

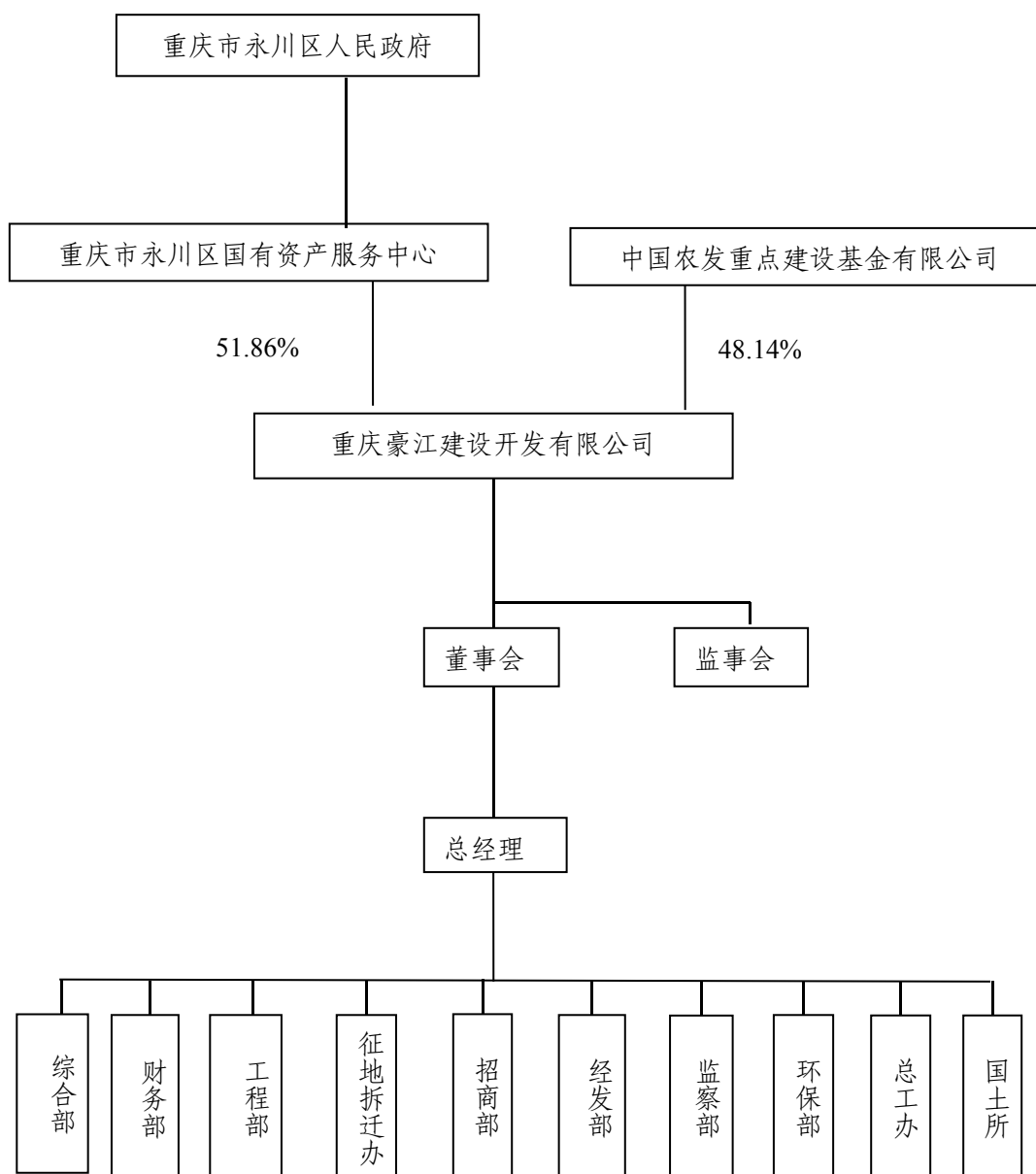
项目	2018年
一年内到期债券余额	9.00
未来待偿债券本金峰值	16.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.77
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.47
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.07
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.23

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“15渝豪江MTN001”“15渝豪江MTN002”和“17渝豪江MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构及组织结构图



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)	8.36	4.61	3.38	6.96
资产总额(亿元)	165.06	173.65	188.96	196.62
所有者权益(亿元)	88.84	92.51	96.85	96.96
短期债务(亿元)	11.46	3.39	12.60	11.58
长期债务(亿元)	45.07	54.78	55.12	63.75
全部债务(亿元)	56.53	58.17	67.72	75.34
营业收入(亿元)	5.77	5.48	5.86	0.72
利润总额(亿元)	3.07	3.67	3.56	0.25
EBITDA(亿元)	3.17	3.76	3.61	--
经营性净现金流(亿元)	1.80	0.69	1.08	-3.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.78	1.40	1.21	--
存货周转次数(次)	0.03	0.02	0.02	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	83.70	96.57	92.72	90.53
应收类款项/资产总额(%)	8.96	11.94	16.54	16.44
营业利润率(%)	47.17	50.09	48.90	50.54
总资本收益率(%)	2.16	2.46	2.17	--
净资产收益率(%)	3.46	3.96	3.67	--
长期债务资本化比率(%)	33.66	37.19	36.27	39.67
全部债务资本化比率(%)	38.89	38.61	41.15	43.73
资产负债率(%)	46.18	46.73	48.75	50.69
流动比率(%)	476.22	634.27	493.38	526.86
速动比率(%)	76.80	106.49	99.03	115.87
经营现金流动负债比(%)	5.96	2.90	3.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.82	15.48	18.78	--

注：2019 年一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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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