信用等级公告

联合〔2019〕1345 号

联合资信评估有限公司通过对德兴市投资控股集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持德兴市投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“16 德兴城经债/PR 德投债”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

二〇一九年六月十二日

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

德兴市投资控股集团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

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 德兴城经债/PR 德投债	6.40 亿元	2023/3/21	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 12 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	15.13	22.56	17.76
资产总额(亿元)	122.83	155.18	166.62
所有者权益(亿元)	80.56	89.30	91.20
短期债务(亿元)	4.59	4.29	6.41
长期债务(亿元)	28.25	44.96	59.00
全部债务(亿元)	32.84	49.25	65.42
营业收入(亿元)	5.35	6.26	12.67
利润总额 (亿元)	2.28	2.31	2.92
EBITDA(亿元)	2.31	2.77	3.39
经营性净现金流(亿元)	-12.52	-15.99	-4.64
营业利润率(%)	8.84	2.74	10.79
净资产收益率(%)	2.69	2.52	2.80
资产负债率(%)	34.41	42.45	45.26
全部债务资本化比率(%)	28.96	35.55	41.77
流动比率(%)	727.36	1023.93	840.40
经营现金流动负债比(%)	-89.32	-123.82	-28.25
全部债务/EBITDA(倍)	14.24	17.78	19.29
EBITDA 利息倍数(倍)	3.48	4.17	4.87

注：长期债务中包含长期应付款中有息部分。

分析师： 李海宸　文 中

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

德兴市投资控股集团有限公司（以下简称“德投集团”或“公司”）是德兴市主要的城市开发建设主体和国有资产运营实体。跟踪期内，德兴市政府在财政补助等方面对公司给予持续支持；受土地出让影响，公司收入大幅增长、资产规模稳定增长，同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司应收类款项和基建投入对资金形成占用、未来投资压力大，债务规模持续增长，债务负担有所加重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司以其合法拥有的十宗土地使用权为“16 德兴城经债/PR 德投债”提供抵押担保。跟踪期内，公司抵押担保土地未发生减值。公司“16 德兴城经债/PR 德投债”设置分期偿还条款，有效缓解了公司未来的集中偿付压力。

随着公司承担的德兴市基建项目的逐步推进和代建项目的陆续移交，公司整体收入水平有望得到提升；随着公司积极拓展经营性业务，公司收入将有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“16德兴城经债/PR德投债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，德兴市经济持续增长，为公司发展提供了良好的经营环境。
2. 跟踪期内，德兴市政府在股权划入和财政补助等方面持续给予公司较大支持。
3. 跟踪期内，受公司出让土地影响，公司营业收入大幅增长。

关注

1. 公司应收账款和基础设施建设投入较大，对公司资金占用明显，整体资产流动性弱。
2. 跟踪期内，公司经营活动现金净流量持续表

现为净流出，公司未来在建、拟建项目投资规模较大，对外融资压力较大。

3. 随着公司项目持续推进，公司债务规模持续增长，债务负担有所加重。

声　明

一、本报告引用的资料主要由德兴市投资控股集团有限公司（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。

德兴市投资控股集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于德兴市投资控股集团有限公司主体长期信用及“16 德兴城经债/PR 德投债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

德兴市投资控股集团有限公司（以下简称“德投集团”或“公司”）跟踪期内股权结构未发生变化。截至2018年底，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元，德兴市国有资产监督管理办公室（以下简称“德兴市国资办”）出资9.60亿元，持股比例96.00%，中国农发重点建设基金有限公司出资0.40亿元，持股比例4.00%。公司实际控制人为德兴市国资办。

公司本部内设党政办公室、监察审计和法务部、计划财务部、人力资源部、资产管理部、投资管理部和项目管理部等7个职能部门；合并范围内拥有子公司17家。

公司经营范围为：城市开发建设；政府投资项目代建；城市市政公用基础设施项目投资建设；防洪工程投资建设；国有资产经营管理；土地委托经营与交易；房地产开发及投资服务；安居工程、棚户区改造、保障性住房建设；城乡道（公）路投资建设；新农村建设投资；投资融资管理；扶贫和产业发展扶持；中草药种植、销售。（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 2018 年底，公司资产总额 166.62 亿元，所有者权益 91.20 亿元（含少数股东权益 0.23 亿元）；2018 年公司实现营业收入 12.67 亿元，利润总额 2.92 亿元。

公司注册地址：德兴市银城镇南门新区金山大道建设局三楼；法定代表人：顾树榕。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券“16 德兴城经债/PR 德投债”余额 6.40 亿元。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
16 德兴城经债/PR 德投债	6.40 亿元	2023/3/21	5.99%

资料来源：联合资信整理

公司于 2016 年发行“16 德兴城经债/PR 德投债”募集资金 8 亿元，期限 7 年，并附债券本金分期偿付条款，即在债券存续期第 3—7 年等额偿付本金 20%。跟踪期内，公司已按期支付债券当期本息。

“16 德兴城经债/PR 德投债”募集资金全部用于“三清山—婺源养老生态旅游示范区”项目（以下简称“募投项目”）建设。截至 2018 年底募投资金已使用完毕。募投项目已完成部分区域的建设，建设进度与募集资金使用进度匹配。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领

全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5

个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

五、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，城投公司快速增加，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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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公司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 年以来与城投债券相关的主要政策

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〔2019〕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。

资源来源：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公司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。

2. 区域经济

公司是德兴市主要的城市开发建设主体和国有资产运营实体。目前公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受德兴市经济发展、财政收支状况的影响，并与德兴市发展规划密切相关。

根据《德兴市 2018 年国民经济和社会发展统计报告》，2018 年，德兴市完成生产总值 157.07 亿元，按可比价格计算，增长 8.6%。分产业看，第一产业增加值 17.91 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值 62.57 亿元，增长 7.1%；第三产业增加值 76.59 亿元，增长 10.7%。三次产业结构由上年的 12.1:40.9:47.0 调整为 11.5:39.5:49。2017 年，全市规模以上固定资产投资完成 167.2 亿元，2018 年，全市规上固定资产投资较上年增长 10.1%。其中：工业投资较上年增长 11.8%，增速高于总投资 1.7 百分

点。分产业看，第一产业投资较上年增长52.4%；第二产业投资较上年增长11.8%；第三产业投资较上年增长1.7%。从经济类型看，全市国有投资较上年下降0.8%；非国有经济投资增长15.1%，其中：民间投资较上年增长14.3%。

2018年，德兴市全市财政总收入稳定增长。2018年，德兴市实现财政总收入38.18亿元，较上年增长6%，财政收入占GDP比重24.3%。其中，一般公共预算收入29.17亿元，较上年下降1.0%，其中税收收入占56.15%，财政收入质量一般；政府性基金收入21.53亿元，较上年增加16.33亿元。2018年，全市一般公共预算支出46.58亿元，较上年增长9.34%，财政自给率为62.62%，财政自给能力偏弱。

截至2018年底，德兴市政府债务余额28.57亿元，主要包括2014年清理甄别存量债务3.53亿元，2014年清理甄别或有债务1.07亿元，地方政府债券23.97亿元（其中一般债券17.14亿元，专项债券6.83亿元）。

跟踪期内，德兴市经济发展和财政实力均保持增长，固定资产投资额增速较高，为公司提供了良好的发展环境。

六、基础素质分析

公司是德兴市主要的城市开发建设主体和国有资产运营实体，主要负责德兴市基础设施、土地整理、重大项目的开发建设以及国有资产经营。

跟踪期内，公司在政府补贴等方面持续获得外部支持。2018年，公司收到基础设施建设等政府运营补助合计1.71亿元，计入“其他收益”科目。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10361181000050300），截至2019年4月2日，公司有已结清6笔关注类贷款，主要系按照银行资产质量分类标准，该项目资产质量分类划分为关注类贷款管理。公司无其他未结清和已结清的不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、高管人员及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是德兴市主要的城市开发建设主体和国有资产运营实体，主要负责德兴市基础设施、土地整理、重大项目的开发建设以及国有资产经营。跟踪期内公司营业收入主要来源于基础设施代建收入和土地转让业务。

2018年，公司实现营业收入12.67亿元，同比大幅增长102.31%；公司新增土地转让收入8.40亿元，主要系本年将待开发土地转让给当地土地储备中心所致；基础设施建设实现收入3.51亿元；房屋出租实现收入0.53亿元。

从毛利率水平看，2018年，公司综合毛利率较上年上升5.62个百分点，主要系新增毛利率较高的土地转让业务所致。公司基础设施建设毛利率基本保持不变。公司土地转让业务毛利率受土地市场价格影响较大。2018年公司房屋出租毛利率较上年上升11.15个百分点，主要系税率下调以及租金上升所致。公司其他业务板块毛利率波动较大，但对公司整体主营业务毛利率水平影响有限。

总体看，受益于毛利率较高的土地转让业务实现收入，公司收入规模以及毛利率增长较快。

表3　2017—2018年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率

土地转让	--	--	--	84047.18	66.33	14.69
基础设施建设	55896.26	89.25	5.93	35103.80	27.71	6.78
房屋出租	4428.35	7.07	1.65	5266.96	4.16	12.80
其他	2306.60	3.68	40.93	2285.79	1.80	21.11
合计	**62631.21**	**100.00**	**6.92**	**126703.74**	**100.00**	**12.54**

资料来源：公司提供
注：公司其他业务收入主要来自少量房屋和宾馆出租。

2. 业务经营分析

基础设施建设

根据公司和德兴市人民政府签订《委托建设合同》，德兴市人民政府委托公司实施道路桥梁等市内的基础设施和安置房建设工程以及土地拆迁、补偿、安置、土地平整等开发工程。德兴市人民政府按公司承建工程的实际成本加成一定比例的管理费结算工程款，确认每年度的基础设施建设收入（按照进度确认收入），公司根据所承揽项目的建设进度与德兴市财政局每年进行一次结算，但财政局回款视当年财政安排情况而定。

2018 年，公司确认基础设施建设收入 3.51 亿元，尚未收到代建项目款，该业务板块收入回款情况较差。

总体看，公司基础设施建设的收入确认受项目结算进度影响较大，回款质量较差且回款周期具有不确定性，对公司资金形成占用。

土地转让业务

公司土地转让业务模式：土储中心根据市场需求以及区域规划，与公司签订土地转让合同，公司根据土储中心收储确认单确认收入，具体交易价格视地块、收储时间等有所不同，待土储中心土地出让后，分期返还公司土地转让款。公司与德兴市土地收购储备中心签署《国有土地使用权收储合同》，土储中心按照合同内容收储三宗土地，其中土储中心按照每亩 307.87 万元的价格收储德兴市女儿田两宗土地（商业用地，面积 256.59 亩），总计收储资金 7.90 亿元。土储中心按照每亩 110 万元的价格收储一宗位于德兴市文苑小区二期东侧地块（住宅地，面积 45.91 亩），总计收储资金 0.50 亿元。2018 年公司与土储中心完成上述土地收储手续并结算，公司 2018 年新增土地转让收入 8.40 亿元，收到土地回款 8.02 亿元。截至 2018 年末，公司待开发土地账面价值为 57.64 亿元（存货-待开发土地），公司土地通过政府历年注入以及招拍挂获取，均已取得土地证。

总体看，跟踪期，公司新增土地转让业务，收入规模有所增长，未来该业务受政府规划及土地市场波动影响较大，收入及利润具有一定的不确定性。公司在建项目和拟建项目未来投资规模较大，公司未来建设任务较重，对外融资压力较大。

在建拟建项目

截至 2018 年底，公司主要的在建项目有棚户改造、香屯生态工业园建设项目和德兴市返乡创业标准厂房项目等工程，合计总投资 65.36 亿元，已投资 16.96 亿元，未来需投资 48.40 亿元，其中 2019—2021 年分别计划投资 20.00 亿元和 28.80 亿元。

拟建项目方面，截至 2018 年底，公司基础设施建设拟建项目共 7 个项目，计划总投资 39.12 亿元，投资规模较大。资金主要来源于自筹，未来三年计划投入完毕。

未来公司建设项目投资规模较大，收入较有保障但未来公司面临较大资金支出压力。

表 4　2018 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目	建设内容	总投资	建设周期	工程完工进度	已投资	尚需投入资金
棚户改造	棚户改造	17.55	2016—2020 年	50.00	8.54	9.01

硫化工产业基地	硫化工及精深加工产业基地	8.00	2012—2020 年	15.00	1.06	6.94
香园大道项目	园区及道路建设	6.00	2012—2020 年	30.00	1.90	4.10
香屯生态工业园建设项目	产业园建设	11.10	2014—2020 年	15.00	1.71	9.39
德兴市返乡创业标准厂房项目	标准化厂房建设	14.30	2018—2020 年	10.00	1.15	13.15
胜利亭片区保障房建设项目	安置房建设	1.50	2019—2020 年	15.00	0.25	1.25
红山片区保障房建设项目	安置房建设	5.11	2018—2020 年	40.00	1.57	3.54
20 兆瓦光伏发电项目	光伏发电	1.80	2018—2020 年	40.00	0.78	1.02
合计	--	**65.36**	--	--	**16.96**	**48.40**

资料来源：公司提供

注：总计金额加总不一致系四舍五入所致。

表 5　公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	建设周期	项目建设内容
中医温泉文旅康养特色小镇项目	30.00	3 年	将盘石山电站家属楼及原办公楼改为游客住宿和接待中心，周边道路硬化、亮化、绿化等工程。
垃圾发电项目	3.50	--	600T 生活垃圾焚烧发电厂，建成后预计年发电量 6837 万千瓦时，年消耗垃圾量 219 万吨。
德兴市贫困村基础设施提升工程项目	3.00	3 年	用于 6 个贫困村基础设施建设及其他乡镇秀美乡村建设.
山川之保障馆基础设施建设	1.00	2 年	总占地面积 65000 平方米，总建筑面积 15000 平方米。总项目投资约 1 亿元。
人防疏散基地建设	0.62	2 年	建设用地面积 19980 平方米（合 30 亩），总建筑面积为 9000 平方米，地面建筑主楼为 7 层，辅楼为 3 层，地下工程为 2 层建筑，室内外建有相关配套设施。
万村乡废花岗岩石材制砂项目	0.50	1 年	主要有土地征用、机械设备购置、市政设施配套。
三清快道炉口“山路人家”风情特色街项目	0.50	--	项目占地面积：100 亩，分二期建设。一期概况：占地面积 50 亩，投资 2800 万元。
合 计	**39.12**	--	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将按照市政府的要求，切实发挥城市基础设施投资建设的主体职能，拓展以城市基础建设为主导的核心产业。同时公司根据德兴市产业发展情况及公司自身管理经验，积极拓展市场化业务板块。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年度合并财务报表，江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2018 年底，公司合并范围内包括 17 家子公司，较上年底增加 6 家，其中通过非同一控制下合并 1 家，为德兴市德能产业园发展有限公司，新设 5 家。新增子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司资产总额 166.62 亿元，所有者权益 91.20 亿元（含少数股东权益 0.23 亿元）；2018 年公司实现营业收入 12.67 亿元，利润总额 2.92 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 166.62 亿元，同比增长 7.37%，其中流动资产占 82.80%，非流动资产占 17.20%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年变化不大。主要资产构成详见下表。

表 6　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科　目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.56	14.54	17.76	10.66
应收账款	13.23	8.52	17.41	10.45
其他应收款	32.40	20.88	31.75	19.06

存货	63.33	40.81	68.97	41.39
流动资产	**132.27**	**85.24**	**137.96**	**82.80**
投资性房地产	17.26	11.12	16.84	10.11
非流动资产	**22.91**	**14.76**	**28.66**	**17.20**
资产总额	**155.18**	**100.00**	**166.62**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年底，公司流动资产 137.96 亿元，同比增长 4.30%。2018 年底，公司货币资金 17.76 亿元，同比下降 21.28%，主要系项目建设持续投入所致；货币资金中有 2.07 亿元受限资金，主要为定期存单和借款保证金。公司应收账款 17.41 亿元，同比增长 31.55%，主要为应收德兴市财政局的款项（占比 97.58%）。2018 年底，公司其他应收款 31.75 亿元，较上年变化不大，主要为应收德兴市财政局款项，未来不能收回的风险较小，但对公司的资金形成占用。

表 7　2018 年底公司其他应收款欠款金额前五大客户情况（单位：亿元、%）

欠款单位	账面余额	占比	账龄	款项性质
德兴市财政局	21.55	67.70	1 年以内，1—2 年，2—3 年，三年以上	往来
德兴市国有资产监督管理办公室	5.50	17.28	1—2 年，2—3 年	往来
德兴市三木源口至龙头山公路建设指挥部	1.05	3.29	3—4 年	往来
江西省德贤珠宝产业园开发有限公司	0.49	1.53	1 年以内	往来
德兴市五四大道道路工程项目部	0.37	1.16	1 年以内	往来
合计	**28.95**	**90.95**	--	--

数据来源：公司审计报告

2018 年底，存货账面价值 68.97 亿元，同比增长 8.91%，主要系工程投入增加所致；存货主要由土地（57.64 亿元，且 95.00%以上为商业/住宅地）和开发成本（11.28 亿元）构成，未计提跌价准备。公司存货中 16.76 亿元土地使用受限，占存货的 24.30%。

2018 年底，公司非流动资产为 28.66 亿元，同比增长 25.09%。公司长期股权投资 1.49 亿元，同比增长 11.30%，主要系当期新增对江西德轩信息科技有限公司的投资和对德兴市池口农业科技有限公司追加投资所致。公司投资性房地产账面价值 16.84 亿元，同比变化不大，全部为采用成本法计量用于租赁的房产，累计计提折旧 0.84 亿元。公司在建工程 6.85 亿元，同比增长 297.79%，主要系当期南门新区农贸市场和德兴德能生态工业园项目工程投入增加所致，在建工程主要为南门新区农贸市场（2.44 亿元）、德兴德能生态工业园（2.20 亿元）和峡谷水景游步道等自营项目。

受限资产方面，2018 年底，公司受限资产 29.90 亿元，受限资产占总资产比重为 17.95%，受限比例一般。

总体看，跟踪期内公司资产规模有所增长，资产结构以流动资产为主，存货中开发成本和应收类款项对资金形成占用，公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 91.20 亿元，同比增长 2.13%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.75%，少数股东权益占比为 0.25%。归属于母公司所有者权益 90.97 亿元。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 10.99%、73.39%和 14.05%。公司所有者权益结构稳定性较好。

2018 年底，公司实收资本 10.00 亿元，较年初无变化；公司资本公积 66.77 亿元，较上年底略有下降。

跟踪期内，公司所有者权益规模小幅增长，主要以实收资本和资本公积为主，权益稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债总额 75.42 亿元，同

比增长 14.48%。其中，流动负债占 21.77%，非流动负债占 78.23%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较 2017 年底变化不大。

2018 年底，公司流动负债 16.42 亿元，同比增长 27.08%，主要系一年内到期的非流动负债和短期借款增长所致。2018 年底，公司短期借款 1.15 亿元，同比增长 43.75%，全部为保证借款。公司预收款项为 2.33 亿元，同比增长 17.32%，主要系当期新增预收安置房款（棚改项目）所致，公司预收款项主要由预收租金和预收代建项目款构成。公司其他应付款为 5.51 亿元，同比增长 14.77%，主要系保证金及往来款增长所致。公司其他应付款主要为往来款。公司一年内到期的非流动负债为 5.26 亿元，同比增长 50.85%，主要系一年内到期债务规模较大所致。

2018 年底，公司非流动负债 59.00 亿元，同比增长 11.41%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。2018 年底，公司长期借款为 35.22 亿元，同比增长 23.91%，长期借款主要由质押借款、抵押借款和保证借款构成；公司应付债券 6.40 亿元，同比下降 50.00%，主要系“14 德兴城经债”提前偿还所致。公司长期应付款为 17.38 亿元，同比增长 48.12%，主要系当期新增融资租赁款和专项借款所致。公司长期应付款由政府债券置换资金 0.85 亿元、应付基金投入款 10.49 亿元、融资租赁款 3.60 亿元、专项借款 2.45 亿元构成。公司长期应付款中付息部分已调整至公司长期债务中。

表 8　2017—2018 年公司债务情况

（单位：亿元、%）

项　目	2017 年	2018 年
短期债务	4.29	6.41
长期债务	44.96	59.00
全部债务	49.25	65.42
资产负债率	42.45	45.26
全部债务资本化比率	35.55	41.77
长期债务资本化比率	33.49	39.28

资料来源：公司提供

从有息债务看，2018 年底，公司全部债务为 65.42 亿元，同比增长 14.27%，公司整体债务规模持续上升。其中，长期债务占 90.19%，短期债务占 9.81%，公司债务结构以长期债务为主。

从债务指标来看，跟踪期内，公司债务负担大幅上升，2018 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分别为 45.26%、41.77%和 39.28%，较 2017 年底有所提高，目前债务负担适中。

跟踪期内，公司债务规模大幅增长，债务结构较为合理，整体债务负担有所加重。

4. 盈利能力

2018 年，公司营业收入为 12.67 亿元，同比增长 102.31%，主要系新增土地转让业务所致；2018 年公司的营业利润率为 10.79%，较上年提高 8.05 个百分点，主要系当期新增土地转让业务业务毛利率较高带动营业利润提升所致。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用总额为 0.16 亿元，同比下降 30.45%，主要系短期投资收益增加导致财务费用下降所致。2018 年，公司期间费用占营业收入 1.28%。

2018 年，公司实现投资收益 234.54 万元，主要为其他投资收益。

表 9　2017—2018 年公司盈利能力情况

（单位：亿元、%）

项　目	2017 年	2018 年
营业收入	6.26	12.67
政府补助	2.40	1.71
利润总额	2.31	2.92
营业利润率	2.74	10.79
总资本收益率	2.10	2.08
净资产收益率	2.52	2.80

资料来源：公司提供

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.08%和 2.80%，较 2017 年分别下降了 0.02 和增长了 0.28 个百

分点，盈利能力较弱。

总体看，跟踪期内，公司收入规模大幅增长，利润总额对补贴收入依赖仍较大，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年，公司销售商品提供劳务收到的现金 9.20 亿元，主要由本期土地转让回款 8.02 亿元、租赁业务以及其他业务收到的现金构成；同期，公司现金收入比为 72.62%，公司收入实现质量较差。2018 年，公司收到的其他与经营活动有关的现金为 5.51 亿元，主要为收到的政府补助 1.71 亿元和资金往来款 3.68 亿元。公司经营活动现金流出量为 19.35 亿元，同比下降 22.53%，主要系当期往来款规模大幅下降所致；同期，公司经营活动现金流仍为净流出状态，为-4.64 亿元。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动流入规模较小；投资活动现金流出 6.88 亿元，同比增长 173.28%，主要系当期在建工程投入较高所致。2018 年，公司投资活动现金净流出 6.83 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 19.92 亿元，同比下降 40.29%，主要系当期取得借款规模下降所致；筹资活动现金流出 13.60 亿元，同比增长 82.79%，主要系当期提前偿还“14 德兴城经债”导致偿还债务规模较高所致，其中收到其他与筹资有关的现金主要为融资租赁款。2018 年，公司筹资活动净流入 6.32 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动持续净流出，收现质量较差，未来随着在建及拟建项目的推进，公司对外融资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年公司流动比率和速动比率高，分别为 840.40%和 420.23%。2018 年底，公司货币资金充裕，可完全覆盖公司短期债务。总体看，考虑到公司现金类资产较为充足且短期债务规模较小，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 3.39 亿元，同比增长 22.45%。2018 年全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 19.29 倍和 4.87 倍。

截至 2018 年底，公司担保余额 9.99 亿元，担保比率为 10.95%。公司对外担保单位为德兴市保障性住房投资建设有限公司、江西省德兴市人民医院和江西省德兴市中医院。公司或有负债风险可控。

截至 2018 年底，公司授信额度合计 44.60 亿元，已使用额度 36.59 亿元，尚未使用额度 8.01 亿元。公司融资渠道有待拓宽。

考虑公司定位及德兴市政府对公司的持续支持，公司整体偿债能力很强。

十、存续期债券偿债能力分析

“16 德兴城经债/PR 德投债”余额为 6.40 亿元。2018 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 3.39 亿元和 14.71 亿元，分别为“16 德兴城经债/PR 德投债”本金余额的 0.53 倍和 2.30 倍。“16 德兴城经债/PR 德投债”设置了分期偿还条款，在债券存续期内第 3 年至第 7 年每年偿还本金的 20%，即 1.60 亿元，2018 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对其保障倍数分别为 2.12 倍和 9.19 倍。

“16德兴城经债/PR德投债”采用土地使用权抵押担保方式增信，公司将10宗土地使用权作为抵押资产进行抵押担保。根据2018年12月6日博文房地产评估造价集团有限公司出具的土地评估报告，“16德兴城经债/PR德投债”抵押土地使用权评估价值合计23.09亿元，为“16德兴城经债/PR德投债”本金余额6.40亿元的3.61倍，保障程度较高。

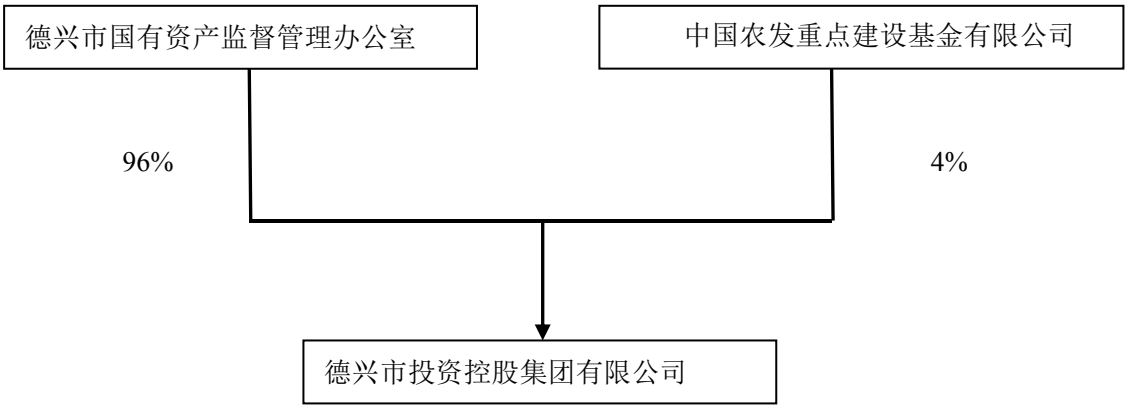
总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“16 德兴城经债/PR 德投债”分期偿付本金的保障能力较强，本金分期偿还条款的

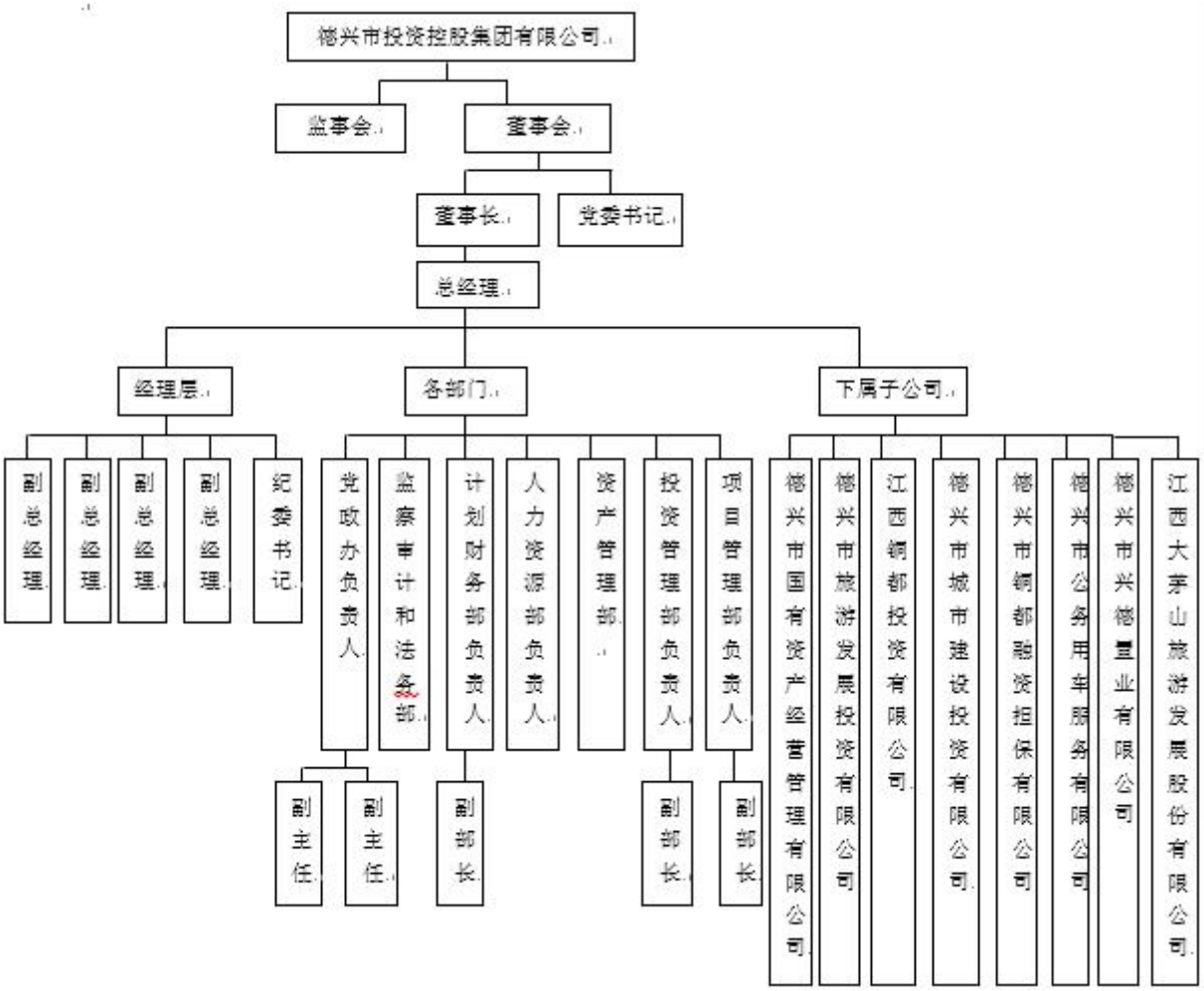
设置降低公司集中兑付压力，有效提升了“16德兴城经债/PR 德投债”本息偿付的安全性。“16 德兴城经债/PR 德投债”抵押土地评估价值较高，对本期债券本息兑付提供良好保障。

十一、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，“16德兴城经债/PR德投债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年底公司股权结构图及组织结构图





附件 1-2 截至 2018 年底公司合并子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
1	江西铜都投资有限公司	基础设施建设	100.00	--	股权划转
2	德兴市城市建设投资有限公司	基础设施建设	100.00	--	股权划转
3	德兴市国有资产经营有限责任公司	国有资产管理、经营、开发	100.00	--	股权划转
4	江西铜都园区管理有限责任公司	国有资产管理、经营、基础设施建设	--	100.00	股权划转
5	江西大茅山旅游发展股份有限公司	景区建设	80.40	12.00	股权划转
6	德兴市银鹿宾馆有限公司	餐饮、住宿服务、酒店经营管理	--	100.00	投资设立
7	德兴市梧风银河宾馆有限公司	餐饮、住宿服务、酒店经营管理	--	100.00	投资设立
8	德兴市公务用车服务有限公司	公务用车服务	100.00	--	投资设立
9	德兴市兴德置业有限公司	房地产开发	100.00	--	投资设立
10	江西中惠旅大茅山旅游经营管理有限公司	酒店管理运营	--	65.00	投资设立
11	德兴市城市发展投资有限责任公司	基础设施建设	0.9901	--	投资设立
12	德兴市德能产业园发展有限公司	产业园区投资项目管理、运营	100.00	--	股权收购
13	德兴市双溪温泉开发经营有限责任公司	地热温泉水的开发、利用、管理、销售	--	100.00	投资设立
14	德兴市兴德殡改服务有限公司	殡仪馆管理服务、殡葬礼仪服务	100.00	--	投资设立
15	德兴市兴德新能源开发有限公司	光伏电站投资、建设、运营管理、维护及保洁	100.00	--	投资设立
16	德兴市交通投资有限公司	重大基础设施项目投资、建设、管理	100.00	--	投资设立
17	德兴市兴德石材制砂有限公司	机制砂、碎石生产、加工、销售	51.00	--	投资设立

资料来源：公司审计报告

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	15.13	22.56	17.76
资产总额(亿元)	122.83	155.18	166.62
所有者权益(亿元)	80.56	89.30	91.20
短期债务(亿元)	4.59	4.29	6.41
长期债务(亿元)	28.25	44.96	59.00
全部债务(亿元)	32.84	49.25	65.42
营业收入(亿元)	5.35	6.26	12.67
利润总额(亿元)	2.28	2.31	2.92
EBITDA(亿元)	2.31	2.77	3.39
经营性净现金流(亿元)	-12.52	-15.99	-4.64
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.78	0.57	0.83
存货周转次数(次)	0.08	0.10	0.17
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.08
现金收入比(%)	48.41	51.82	72.62
营业利润率(%)	8.84	2.74	10.79
总资本收益率(%)	2.50	2.10	2.08
净资产收益率(%)	2.69	2.52	2.80
长期债务资本化比率(%)	25.96	33.49	39.28
全部债务资本化比率(%)	28.96	35.55	41.77
资产负债率(%)	34.41	42.45	45.26
流动比率(%)	727.36	1023.93	840.40
速动比率(%)	307.50	533.63	420.23
经营现金流动负债比(%)	-89.32	-123.82	-28.25
全部债务/EBITDA(倍)	14.24	17.78	19.29
EBITDA 利息倍数(倍)	3.48	4.17	4.87

注：长期债务中包含长期应付款中有息部分。

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-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	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	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