信用等级公告

联合〔2019〕1609号

联合资信评估有限公司通过对株洲循环经济投资发展集团有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持株洲循环经济投资发展集团有限公司主体长期信用等级为AA，“16株洲循环债/PR株循环”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

二〇一九年六月二十一日

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

株洲循环经济投资发展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

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 株洲循环债/PR 株循环	11.20 亿元	2023/03/24	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 21 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	56.34	66.73	33.95
资产总额(亿元)	173.46	234.89	241.84
所有者权益(亿元)	47.07	77.72	78.91
短期债务(亿元)	6.34	4.85	14.30
长期债务(亿元)	86.95	132.68	124.92
全部债务(亿元)	93.29	137.53	139.22
营业收入(亿元)	10.45	12.88	17.46
利润总额 (亿元)	2.01	2.66	1.83
EBITDA(亿元)	3.68	4.87	4.86
经营性净现金流(亿元)	-28.86	-26.58	4.37
营业利润率(%)	18.77	20.27	17.90
净资产收益率(%)	4.22	3.29	2.31
资产负债率(%)	72.87	66.91	67.37
全部债务资本化比率(%)	66.47	63.89	63.83
流动比率(%)	555.15	1777.86	1197.00
全部债务/EBITDA(倍)	25.37	28.26	28.67
EBITDA 利息倍数(倍)	1.35	1.05	0.83
经营现金流动负债比(%)	-94.84	-221.32	25.12

注：已将其他应付款及长期应付款中有息部分计入全部债务核算

分析师：黄琪融　章进
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

株洲循环经济投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）是株洲市石峰区范围内（除清水塘工业区）唯一的基础设施建设和环境污染治理主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的跟踪评级反映了跟踪期内株洲市及石峰区良好的经济实力为公司的持续经营提供了有力支撑，石峰区政府在政府补助等方面给予公司持续有力的支持。同时，联合资信也关注到，公司利润总额对政府补助的依赖程度高、整体盈利能力较弱以及收入实现质量较差等因素给公司信用状况带来的不利影响。

未来，随着石峰区基础设施建设项目进一步推进，公司未来盈利能力有望增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，“16株洲循环债/PR株循环”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为石峰区范围内（除清水塘工业区）唯一的基础设施建设和环境污染治理主体，跟踪期内持续获得政府在资产划入、财政补助及债务置换等方面给予的支持。
2. 跟踪期内，公司新增土地出让收入，营业收入快速增长。
3. “16 株洲循环债/PR 株循环”的分期还款设置有助于缓解公司还本付息的压力，公司经营活动流入量对“16 株洲循环债/PR 株循环”分期偿还本金的保障能力强。

关注

1. 公司未来投资规模较大，筹资压力较为明显。
2. 跟踪期内，公司收入实现质量较差。同时，

投资活动现金净流出规模快速扩大，且公司对外融资规模迅速下滑，整体现金流对往年留存现金具有明显的依赖。

3. 公司利润总额对财政补贴的依赖程度高，整体盈利能力较弱。
4. 公司多支债券于2019年面临投资者回售选择权，若投资者选择集中回售相关债券，公司将面临大的集中兑付压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由株洲循环经济投资发展集团有限公司（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。

株洲循环经济投资发展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株洲循环经济投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）及其存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构及经营范围未发生变动。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 250040 万元，实收资本 169900 万元，未实缴部分系中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）的项目投资款，待清水塘管委会回购后计入实收资本；公司股东为清水塘管委会（持股 34.65%），株洲市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“株洲市国资委”、持股 33.30%）以及农发基金（持股 32.05%），实际控制人为株洲市人民政府。

截至 2018 年底，公司资产总额 241.84 亿元，所有者权益合计 78.91 亿元（含少数股东权益 25.00 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 17.46 亿元，利润总额 1.83 亿元。

公司住所：湖南省株洲市石峰区响田路石峰大桥桥头；公司法定代表人：刘虎。

三、存续债券与募集资金使用情况

截至本报告出具日，由联合资信所评存续债券为“16株洲循环债/PR株循环”，发行金额14亿元，期限为7年。从2019年开始，每年按照发行总额20%的比例偿还本金（即2.80亿元）。跟踪期内，公司已于2019年偿还第一期本金2.80亿元，并按时偿付利息。公司存续债券余额11.20亿元。

表 1　跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
16 株洲循环债/PR 株循环	11.20 亿元	2023/03/24	4.38

资料来源：联合资信整理

“16 株洲循环债/PR 株循环”募集资金中 8.40 亿元用于株洲市石峰区安置房建设项目，5.60 亿元用于补充公司运营资金。截至 2018 年底，募集资金均已使用完毕，募投项目已基本建成。

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。

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	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

	〔2018〕23 号	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

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 2018 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. 区域经济和财力情况

公司位于株洲市，是株洲市湘江流域重金属污染治理项目的重要实施者，同时负责石峰区范围内城市基础设施建设和政策性住房建设，并重点负责田心轨道科技园的投资和建设。株洲市和石峰区的经济发展水平和财政状况对公司业务发展有较大影响。

株洲市

根据《株洲市2018年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2018年全市地区生产总值2631.5亿元，按可比价计算（下同），同比增长7.8%，高于全国平均水平1.2个百分点，与全省平均水平持平。其中，第一产业增加值185.5亿元，同比增长3.6%；第二产业增加值1149.2亿元，同比增长7.1%，其中，工业增加值增长7.4%，建筑业增加值增长5%；第三产业增加值1296.8亿元，同比增长9.6%。全市固定资产投资同比增长7%，高于全国1.1个百分点，低于全

省3个百分点，其中基础设施投资同比下降27.2%。

2018 年，株洲市工业增加值同比增长7.4%。分行业看，轨道交通装备业、汽车及零部件业、航空装备业等三大动力产业增加值同比增长 11.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长 10.4%，非金属矿物制品业同比增长 7.5%，化学原料及化学制品制造业同比增长 5.2%。规模以上工业企业主营业务收入同比增长 10.1%。

2018 年，株洲市房地产开发投资同比增长27.8%。商品房销售面积 859.1 万平方米，同比增长 13.8%；商品房销售额 505 亿元，同比增长 36.1%；年末房屋待售面积 104.6 万平方米，同比增长 12.3%。

2018 年，全市一般公共预算收入 313.1 亿元，较上年回落 7.3%，同口径增长 6.2%。其中，地方收入 189.3 亿元，同比下降 15.5%。全市各项税收总收入 250.7 亿元，同比增长 8.9%，占一般公共预算收入的比重为 80.1%。全市一般公共预算支出 457.2 亿元，同比增长 2.3%。

根据《2018 年株洲市地方政府债务情况统计表（市本级含经开区）》，2018 年，株洲市国有土地使用权出让收入 131.27 亿元，规模较高系当年土地市场行情升温所致。截至 2018 年底，株洲市政府债务余额 289.26 亿元，其中一般债务 81.25 亿元、专项债务 208.01 亿元。

石峰区

石峰区位于株洲市北部，是株洲工业、科技、交通中心，北接长沙，西边湘潭，地处长、株、潭“金三角”前沿；下辖5个街道，15个行政村，33个社区居委会。截至2018年底，根据初步统计，石峰区常住人口25.34万人，其中城镇人口24.8万人。

根据《2018年石峰区国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，全区地区生产总值完成273.5亿元，同比增长7.5%。其中，第一产业增加值1.6亿元，同比增长2.5%；第二产业增加值193.6亿元，同比增长7.3%，其中工业增加值182.6亿元，同比增长7.4%；第三产业增加值78.3亿元，同比增长8.3%。

石峰区2018年全年完成公共财政预算收入15.4亿元，同比下降23.9%。其中地方财政收入7.9亿元，同比下降33.4%。财政收入占GDP比重为5.6%。税收收入完成13.2亿元，同比下降9.9%，占财政收入比重为85.6%。全年公共财政预算支出20.1亿元，同比增长4.6%。截至2018年底，石峰区政府债务余额24.82亿元，全部为直接债务。

总体看，2018年，株洲市和石峰区经济平稳发展，固定资产投资增长较快，但株洲市政府债务负担较重。

六、基础素质分析

公司作为石峰区范围内（除清水塘工业区）唯一的基础设施建设和环境污染治理主体，跟踪期内，在政府补贴方面获得了石峰区政府给予的持续支持。2018 年，公司获得补贴资金14600 万元，均计入“营业外收入”。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G10430204001476400），截至2019年4月8日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度、高管构成等方面均未发生变动。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责株洲市石峰区（除清水塘工业区）范围内的基础设施建设、环境治理及棚户区改造任务。跟踪期内，公司营业收入仍以代建项目收入为主。

从收入构成上看，2018年，公司实现营业收入17.46亿元，同比增长35.56%。其中，代建项目收入9.52亿元，同比下滑25.16%，主要

系当年项目完工进度较慢所致。公司新增土地出让业务收入7.60亿元，主要系当年公司所整理的土地中有3块实现出让所致。租赁业务收入同比大幅增长至1881.11万元，主要系公司合并范围租赁面积增长所致。其他业务收入在营业收入中的占比较小，其变动对整体收入的影响不大。

毛利率方面，2018年，公司代建业务毛利率下降2.81个百分点至18.68%。公司土地出让业务依据株洲市财政局的文件确定其成本，当年毛利率为21.52%。2018年，受公司业务中占比最大的代建项目毛利率下降的影响，公司综合毛利率下降至18.71%。

表 3　2017-2018 年公司营业收入和毛利率构成情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建项目	127221.43	98.77	21.49	95150.73	54.49	18.68
租赁	969.20	0.75	57.44	1881.11	1.08	36.15
树木移栽	--	--	--	48.54	0.03	-661.06
安置房	--	--	--	673.88	0.39	-270.25
土地出让	--	--	--	76041.60	43.55	21.52
其他业务	614.81	0.48	-23.21	816.31	0.47	-1.16
合计	**128805.44**	**100.00**	**21.55**	**174612.17**	**100.00**	**18.71**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

基础设施建业务

公司负责的环境治理、城市基础设施建设、土地开发与整理和政策性住房建设项目均以代建形式参与。

根据株洲市政府、石峰区政府与公司签订的《株洲市石峰区基础设施建设项目、保障性住房及湘江流域重金属污染治理项目委托代建协议书》，由公司负责投资建设，公司按照当年实际投资额的 20%收取管理服务费。待项目建成后，由石峰区政府进行回购。

截至2018年底，公司主要代建项目（本部）如表4所示，总投资额为62.66亿元，完成投资17.19亿元，公司拟投资规模较大，未来筹资压力较为显著。

2018年，公司本部投资项目实现代建收入9.29亿元；此外，轨道公司于当年实现回购收入0.23亿元。2018年底，公司累计确认收入49.26亿元，累计收到回款20.90亿元；公司代建业务收入实现质量较差。

根据株政融〔2015〕11号文，对于2014年底公司与政府及其他相关部门形成的应收类款项（共计13.87亿元），株洲市政府将于2016-2018年安排土地出让净收益进行返还。截至2018年底，因实际土地出让进度滞后，上述应收类款项未按计划返还。

表 4　公司主要代建项目投资及确认收入情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	2018 年		截至 2018 年底累计投资额	截至 2018 年底累计确认收入
		投资额	确认收入		
臧龙路	15173.00	4660.27	5592.32	13769.39	16523.26
中车大道南段	67616.09	2530.58	3036.70	4327.69	5193.23
九郎山景观大道	3559.18	1680.78	2016.94	5239.96	6287.95
不锈钢城轨车辆技改项目（时代铸件项目）	7741.41	339.63	407.56	8081.04	9697.26
日新路（田心大道-规划支路三）	11761.00	5710.87	6853.04	6620.27	7944.32
规划支路 1	3614.24	780.82	936.98	2834.92	3401.90
报亭南路	9141.08	169.16	202.99	1029.51	1235.41
时代金属制造项目	1087.60	216.25	259.50	1296.71	1556.05
冶金节能环保装备及产业化基地建设项目（火	1511.78	309.45	371.34	1821.23	2185.47

炬工业炉项目）					
轨道交通土地平整项目	2069.85	171.38	205.66	2241.23	2689.48
九方装备、敏锐机车、储备地项目	2919.32	804.18	965.02	3723.5	4468.21
棚户区（城中村）改造项目	500432.50	49024.02	58828.82	120964.31	145157.17
合计	**626627.05**	**66397.39**	**79676.87**	**171949.75**	**206339.71**

资料来源：公司提供

注：上表为公司主要代建项目的投资和确认收入情况，另有部分占比小的项目未在上表列示。

表 5　截至 2018 年底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	建设模式	盈利模式	建设期
轨道科技城路网及配套项目	40.00	代建	--	2018 年-2020 年
雪峰岭公园	8.00	代建	--	2018 年-2021 年
石峰区区域社区配套体系建设	3.00	代建	--	2018 年-2022 年
轨道科技城污水处理厂	3.00	代建	--	2018 年-2020 年
金盆岭片区土壤治理、湘天桥污水处理、轨道科技城管道污水处理等环境治理项目	15.00	代建	--	2018 年-2025 年
九郎山村区开发及特色小镇的建设	8.50	自营	营业收入、租金收入	2018 年-2021 年
雪峰小镇项目	80.00-100.00	自营	房产销售收入	2018 年-2027 年
砂石码头	2.00	自营	特许经营权使用收入	2018 年-2019 年
石峰区区域农贸市场的投资改造	3.00	自营	租金收入	2018 年-2019 年
建材市场的开发建设	2.00	自营	门面租金收入	2018 年-2020 年
双创园二期、三期建设项目	15.00	自营	园区租金收入	二期 2018 年-2020 年 三期 2022 年-2025 年
合计	**179.50-199.50**	--	--	--

资料来源：公司提供

注：上表中建设期为规划建设期，2018 年受湖南省政策因素影响，上表中项目均未如期开工

2018 年底，公司主要拟建项目如下表所示，总投资在 179.50 亿元至 199.50 亿元之间，目前均处于前期手续办理阶段。其中，代建类项目的建设资金均来源于株洲市政府财政拨款，自营类类项目依靠项目未来收益弥补前期投入。公司拟建项目中，雪峰小镇项目定位为轨道科技城城市综合体，其占地面积 980 亩，净用地面积 708 亩，总建筑面积达 113 万平方米；分为住宅、商业、酒店、办公、学校共五个板块。此外，公司主要在建代建项目未来尚需投资较大，公司未来筹资压力显著。

整体看，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来存在一定的外部融资需求。

土地整理业务

公司依据株洲市政府的委托对清水塘生态新城核心区内可开发利用土地的核心区外 47 平方公里土地以及九郎山与白马垅 1782 亩商住土地进行土地一级开发。土地出让收入由株洲市财政局按土地成交总价款的 80%作为土地整理的收入拨付至石峰区政府，并由石峰区政府全额返还至公司。会计处理方面，公司前期整理成本计入“存货-开发成本”，土地实现出让后确认相应土地出让收入。

2018 年，公司整理土地合计出让 3 块，合计 13.88 万平方米，整理成本 5.97 亿元，成交价格 9.50 亿元，确认土地整理收入 7.60 亿元，收到土地出让返还款 4.77 亿元。

3. 未来发展

未来，公司将以经营模式转型为重点，在保障政府性投资职能的同时，扩大公司经营性投资功能，推动收入来源向以经营性收入为主的多元化收益来源的方向转型。此外，公司将加大土地收储力度，增强成本调控能力，制定合理的土地出让时间表，通过土地出让实现公司经营性收入的突破。

九、财务分析

1. 财务质量

公司提供了2018年合并财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2018年底，公司合并范围内子公司共6家，跟踪期内合并范围未发生变动，近两年财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司资产总额241.84亿元，所有者权益合计78.91亿元（含少数股东权益25.00亿元）；2018年，公司实现营业收入17.46亿元，利润总额1.83亿元。

2. 资产质量

资产

2018年底，公司资产总额241.84亿元，同比增长2.96%。其中，流动资产占86.14%，非流动资产占13.86%。公司资产仍以流动资产为主。

表6 公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	66.73	28.44	33.95	14.04
应收账款	19.73	8.41	25.06	10.36
其他应收款	59.83	25.50	68.04	28.13
存货	60.85	25.93	63.00	26.05
流动资产合计	**213.25**	**90.89**	**208.31**	**86.14**
长期股权投资	16.57	7.06	20.49	8.47
非流动资产合计	**21.38**	**9.11**	**33.52**	**13.86**
资产总额	**234.63**	**100.00**	**241.84**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2018年底，公司流动资产208.31亿元，同比下降2.43%。2018年底，公司货币资金33.95亿元，同比下降49.12%，主要系公司当期筹资规模快速下滑的同时项目投资规模以及偿债规模仍保持在较高水平所致。应收账款25.06亿元，同比增长26.98%，主要为应收株洲市石峰区财政局的代建项目款。预付款项同比增加10.89亿元至16.96亿元，主要系清水塘片区棚改项目预付款项的增加所致。其他应收款同比增长13.67%至68.04亿元，主要来自应收株洲市石峰区财政局往来款的增长，其中应收株洲市石峰区财政局及清水塘公司往来款合计占比69.32%，清水塘公司的往来款主要系2017年公司已将核心区范围内完工项目相关的存货和应收账款等资产按照账面价值移交清水塘公司，新增其他应收款27.34亿元所致。存货63.00亿元，同比增长3.53%，主要为开发成本（其中土地使用权价值28.45亿元，其中未来将移交清水塘公司33个项目的开发成本6.92亿元）和开发产品，未计提跌价准备。

2018年底，公司非流动资产33.52亿元，同比增长56.76%。其中，长期股权投资同比增长23.65%至20.49亿元，主要系公司当期确认对清水塘投资公司的投资收益3.92亿元所致。持有至到期投资2.96亿元，为对新华基金智谷1号资产管理计划的投资。

受限资产方面，2018年底，公司受限资产总额11.25亿元，主要为受限制的土地使用权及投资性房地产。公司受限资产占资产总额的4.65%。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模持续增长，构成仍以流动资产为主。但流动资产中应收类账款占比高，且回款周期具有一定的不确定性，整体资产流动性一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2018年底，公司所有者权益78.91亿元（含少数股东权益25.00亿元），同比增长1.52%。公司所有者权益的主要构成为实收资产（占21.53%）、资本公积（占33.87%）、未分配利润（占12.91%）及少数股东权益（占31.69%）。

2018年底，公司实收资本仍为16.99亿元。资本公积为26.73亿元，同比变动不大。少数股东权益25.00亿元，主要为其余股东对子公司株洲循环经济投资发展集团资产管理有限公

司（以下简称“资产公司”）的持股。

整体看，公司所有者权益快速增长，但少数股东权益及未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

负债

2018 年底，公司负债总额 162.93 亿元，同比增长 3.67%。其中流动负债占 10.68%，非流动负债占 89.32%，公司非流动负债占比同比下降 3.04 个百分点。

2018 年底，公司流动负债 17.40 亿元，同比增长 44.92%，主要来自其他应付款的增长。其他应付款 12.78 亿元，同比增加 9.61 亿元，主要来自往来款的增加。一年内到期非流动负债 3.50 亿元，全部为本期转入即将到期的长期借款。

2018 年底，公司非流动负债 145.53 亿元，同比变动不大。其中，长期借款 9.43 亿元，同比下降 38.60%，主要为抵押借款（8.13 亿元）及保证借款（1.30 亿元）。应付债券 70.66 亿元，同比增长 0.51%，由非公开发行公司债、非公开定向债务融资、项目收益债以及公开发行公司债构成，公司应付债券 2019 年行权规模大，若投资者集中回售，公司将面临大的集中偿付压力。长期应付款 64.83 亿元，其中，应付融资租赁款 2.93 亿元，其他长期应付款同比增长 21.33%至 58.81 亿元，主要来自株洲市棚改转贷资金的增长；专项应付款 3.10 亿元；本报告已将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算。

表 7　公司应付债券概况（单位：亿元、%）

债券简称	应付债券余额	回售行权日	到期日
15 株循环	12.00	2019-10-30	2020-10-30
16 株洲循环 PPN001	8.00	--	2019-10-12
16 株循环 01	11.50	2019-08-16	2023-08-16
16 循环债	20.00	2019-05-13	2021-05-13
16 株洲循环债	14.00	--	2023-03-24
17 株智谷项目 NPB	6.00	--	2024-09-25
合计	**71.50**	--	--

资料来源：根据公开数据整理，

注：债券余额未考虑溢价因素，因此与审计报告中数据有差异、

表 8　公司债务情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年	2018 年
短期债务	4.85	14.30
长期债务	132.68	124.92
全部债务	137.53	139.22
长期债务资本化比率	63.06	61.29
全部债务资本化比率	63.89	63.83
资产负债率	66.91	67.37

资料来源：根据公司审计报告整理

有息债务方面，2018 年，公司全部债务 139.22 亿元，同比变动不大。其中，长期债务占 89.73%。从债务指标上看，公司资产负债率同比增长 0.46 个百分点至 67.37%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.83%和 61.29%，分别较 2017 年底下降 0.07 个和 1.17 个百分点。公司债务负担仍然较重。

总体来看，跟踪期内，公司整体债务负担较重，债务结构以长期债务为主。若公司存续债券持有人选择于 2019 年集中回售，公司将面临很大的集中偿付压力。

4.　盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 17.46 亿元，同比增长 35.56%，主要系当期新增土地出让收入 7.60 亿元所致。同期，公司营业成本 14.19 亿元，同比增长 40.47%，增幅高于营业收入的涨幅。受此影响，2018 年，公司营业利润率 17.90%，较 2017 年下降 2.37 个百分点。

2018 年，公司期间费用 3.30 亿元，同比增长 41.74%，主要来自财务费用的增长。公司期间费用率 18.92%，同比增加 0.83 个百分点，对公司利润形成侵蚀。

表 9　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	12.88	17.46
财务费用	1.94	2.76
营业外收入	1.99	1.46
利润总额	2.66	1.83
营业利润率	20.27	17.90
总资本收益率	2.14	2.15
净资产收益率	3.29	2.31

期间费用率	18.09	18.92

资料来源：根据公司审计报告整理

跟踪期内，政府补助仍是公司主要利润来源。2018 年，公司利润总额 1.83 亿元；获得政府补助 1.46 亿元。公司利润总额对政府补助依赖程度高。

从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率同比增长 0.01 个百分点至 2.15%，净资产收益率同比下降 0.98 个百分点至 2.31%。公司盈利能力仍然较弱。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入快速增长，利润总额对政府补贴依赖程度高，整体盈利能力仍然较弱。

5. 现金流分析

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入量 30.83 亿元。其中，销售商品提供劳务收到的现金 10.54 亿元，较上年增加 7.87 亿元，主要系当年收到代建项目回款以及土地出让收入返还所致；当期现金收入比为 60.39%，收入实现质量仍然较差；收到其他与经营活动有关的现金 20.29 亿元，主要来自单位往来款 16.67 亿元、收到财政补助 1.94 亿元及收到专项资金 1.44 亿元。经营活动现金流出方面，公司购买商品、提供劳务支付的现金 12.86 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 12.24 亿元，主要为支付的往来款 11.84 亿元。2018 年，公司经营活动现金流量净额由负转正，为 4.37 亿元。

表 10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入小计	33.08	30.83
经营管理活动现金流出小计	59.66	26.46
经营活动现金流量净额	**-26.58**	**4.37**
投资活动现金流量净额	**-6.04**	**-27.68**
筹资活动现金流量净额	**46.81**	**-9.47**
现金收入比	**20.77**	**60.39**

资料来源：根据公司审计报告整理

2018 年，公司投资活动现金流入规模较小。但当期公司支付石峰区时代社区生产安置用地及棚改等项目投资款、购买新华基金智谷 1 号资产管理计划以及理财产品的规模较高，导致投资活动现金流出规模同比大幅增长至 27.71 亿元。2018 年，公司投资活动现金流量净流出规模进一步扩大至-27.68 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 11.90 亿元，主要为收到其他与筹资活动有关的现金 10.42 亿元（主要为棚改转贷资金 8.06 亿元）。筹资活动产生的现金流出 21.37 亿元，主要为偿还债务支付的现金 8.75，分配股利、利润或偿付利息支付的现 8.84 亿元及支付其他与筹资活动有关的现金 3.78 亿元。2018 年，公司筹资活动现金流量净额-9.47 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司经营现金流入受往来款回流的影响，公司经营活动现金净流量由负转正，但收入实现质量仍然较差。同时，投资活动现金净流出规模快速扩大，且公司对外融资规模迅速下滑，整体现金流对往年留存现金具有明显的依赖。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2018 年，公司流动比率和速动比率均大幅下滑，分别为 1197.00%和 834.99%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 25.12%，公司经营活动净现金流对短期债务保障能力较弱。当期公司现金类资产相当于短期债务的 2.37 倍。公司短期偿债压力不大。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 4.86 亿元，全部债务/EBITDA 为 28.67 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保护能力较弱。

截至 2018 年底，公司共获得各商业银行授信 187.80 亿元，未使用额度 67.50 亿元；公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，公司不存在对外担保。

考虑到公司作为株洲市重要的基础设施建设以及土地一级开发主体，石峰区政府在政府

支持等方面给予公司持续支持，公司整体偿债能力强。

十、存续债券偿付能力分析

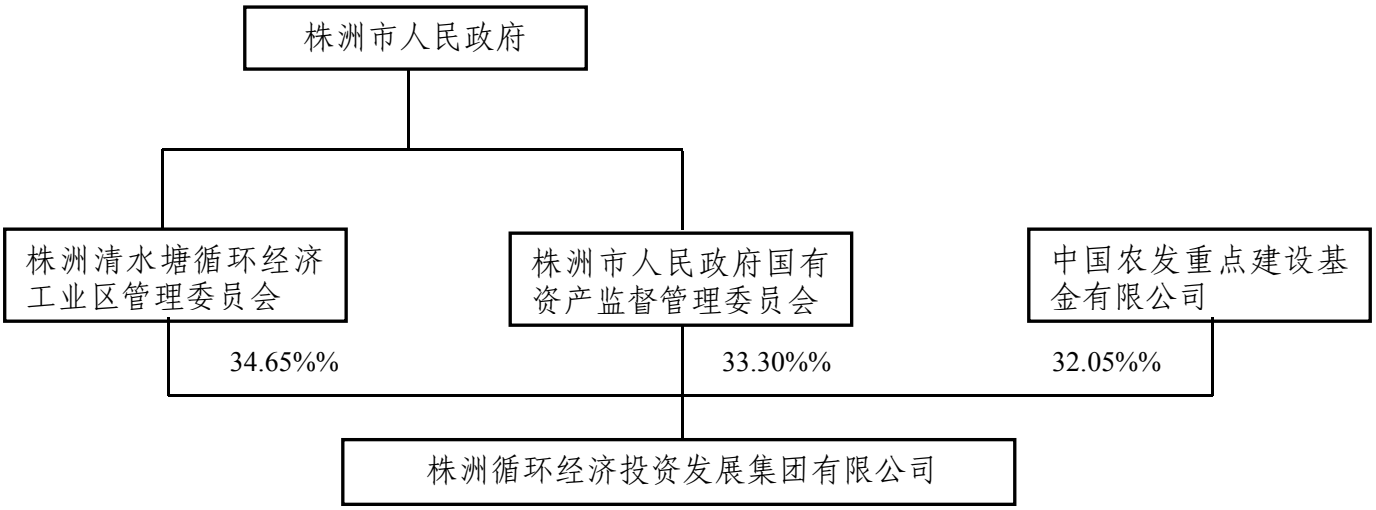
截至本报告出具日，公司存续债券“16 株洲循环债/PR 株循环”债券余额 11.20 亿元。从 2019 年开始，公司将每年偿还债券本金 2.80 亿元。2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额分别为“16 株洲循环债/PR 株循环”债券余额的 0.43 倍、2.75 倍及 0.39 倍；分别为“16 株洲循环债/16 株循环”分期偿还本金的 1.73 倍、11.01 倍及 1.56 倍。2018 年底，公司现金类资产 33.95 亿元，为 2020 年需偿还本金的 12.13 倍。

总体看，“16 株洲循环债/PR 株循环”分期还款有助于缓解公司还本付息的压力，公司经营活动流入量对“16 株洲循环债/PR 株循环”分期偿还本金的保障能力强。

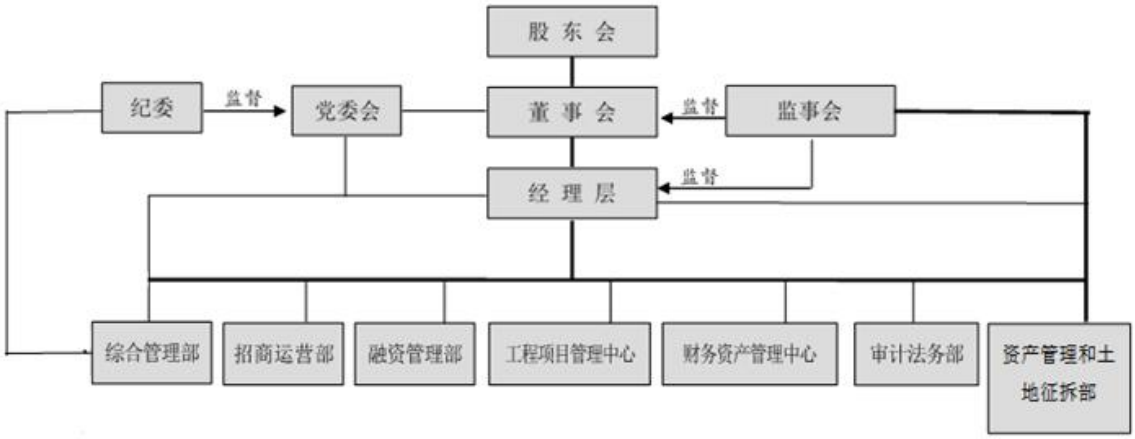
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA，“16 株洲循环债/PR 株循环”的信用等级为 AA，公司评级展望为稳定。

附件 1-1　2018 年底公司股权结构图



附件 1-2　2018 年底公司组织结构图



附件 1-3　并表一级子公司情况（截至 2018 年底）

子公司名称	主要经营地	注册地	注册资本（元）	业务性质	持股比例（%）		表决权比例（%）	取得方式
					直接	间接		
株洲循环经济资源经营有限公司	湖南株洲	湖南株洲	45000000.00	土地开发与经营	100.00	--	100.00	投资设立
株洲清水塘循环经济工业区置业有限责任公司	湖南株洲	湖南株洲	50000000.00	房地产开发与销售、工程施工等	100.00	--	100.00	非同一控制下的企业合并
株洲轨道交通产业发展股份有限公司	湖南株洲	湖南株洲	500000000.00	基础设施建设	82.00	--	82.00	非同一控制下的企业合并
株洲绿色九郎文化旅游发展有限公司	湖南株洲	湖南株洲	100000000.00	旅游服务	100.00	--	100.00	投资设立
株洲市北城物业管理有限公司	湖南株洲	湖南株洲	1000000.00	物业管理	100.00	--	100.00	投资设立
株洲循环经济投资发展集团资产管理有限公司	湖南株洲	湖南株洲	3397400000.00	基础设施、环保、轨道交通、文化旅游产业投资	58.87	19.05	77.92	投资设立

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)	56.34	66.73	33.95
资产总额(亿元)	173.46	234.89	241.84
所有者权益(亿元)	47.07	77.72	78.91
短期债务(亿元)	6.34	4.85	14.30
长期债务(亿元)	86.95	132.68	124.92
全部债务(亿元)	93.29	137.53	139.22
营业收入(亿元)	10.45	12.88	17.46
利润总额(亿元)	2.01	2.66	1.83
EBITDA(亿元)	3.68	4.87	4.86
经营性净现金流(亿元)	-28.86	-26.58	4.37
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.43	0.58	0.78
存货周转次数(次)	0.16	0.18	0.23
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.07
现金收入比(%)	40.93	20.77	60.39
营业利润率(%)	18.77	20.27	17.90
总资本收益率(%)	2.50	2.14	2.14
净资产收益率(%)	4.22	3.29	2.31
长期债务资本化比率(%)	64.88	63.06	61.29
全部债务资本化比率(%)	66.47	63.89	63.83
资产负债率(%)	72.87	66.91	67.37
流动比率(%)	555.15	1777.86	1197.00
速动比率(%)	382.87	1271.13	834.99
经营现金流动负债比(%)	-94.84	-221.32	25.12
EBITDA 利息倍数(倍)	1.35	1.05	0.83
全部债务/EBITDA(倍)	25.37	28.26	28.67

注：已将其他应付款及长期应付款中有息部分调整至长期债务核算

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：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。