信用等级公告

联合[2018] 2008 号

联合资信评估有限公司通过对泰州市新滨江开发有限责任公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持汕泰州市新滨江开发有限责任公司的主体长期信用等级为 AA，“17 泰州滨江 MTN001”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

二零一八年七月二十六日

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

泰州市新滨江开发有限责任公司跟踪评级报告

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
17 泰州滨江 MTN001	4.50 亿元	2022/09/01	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产（亿元）	24.06	25.75	12.79	16.12
资产总额(亿元)	171.70	195.66	209.92	214.24
所有者权益(亿元)	67.51	73.46	79.67	80.17
短期债务（亿元）	26.04	24.86	28.25	26.90
长期债务（亿元）	61.89	87.95	83.92	83.16
全部债务(亿元)	87.93	112.80	112.17	110.06
营业收入(亿元)	12.32	12.34	12.83	4.95
利润总额 (亿元)	6.59	6.56	6.52	0.70
EBITDA(亿元)	6.82	7.07	7.81	--
经营性净现金流（亿元））	-2.02	-17.68	-0.56	12.88
应收类款项/资产总额（%）	35.46	41.45	43.69	40.09
营业利润率(%)	16.79	20.04	23.12	18.05
净资产收益率(%)	9.01	8.09	7.41	--
资产负债率(%)	60.68	62.46	62.05	62.58
全部债务资本化比率(%)	56.57	60.56	58.47	57.86
流动比率(%)	448.41	534.71	415.52	384.00
经营现金流动负债比(%)	-6.01	-54.39	-1.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.89	15.96	14.35	--

注：2018 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

兰 迪　王 康

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

跟踪期内，泰州市经济快速增长，泰州医药高新区经济体量较大，企业入驻情况良好。泰州市新滨江开发有限责任公司（以下简称“公司”）作为泰州市泰州滨江工业园区唯一的城市基础设施建设主体，在区域环境及外部支持等方面具有突出优势。跟踪期内，公司资产、所有者权益规模有所增长；收入稳定且呈多元化发展。同时，联合资信也关注到公司对外担保规模大、资产流动性一般、应收类款项对资金形成占用及债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着泰州市医药高新区及其下属的泰州滨江工业园区的发展，公司外部经营环境有望持续向好。未来，随着进园企业不断增多以及公司在建拟建项目平稳发展，公司未来业务有望继续呈多元化发展，收入规模将得到一定支撑。

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，并维持“17泰州滨江MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 泰州市医药高新区经济持续发展，为公司提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司持续得到股东支持。

关注

1. 由于建设项目对资金的需求较大，公司经营现金持续净流出，且在建项目资金需求大，公司债务负担较重，面临较大的短期偿债压力。
2. 公司对外担保比率高，并且包含部分对民营企业的担保，公司存在较大的或有负债风险。
3. 公司应收类款项及存货规模大，对公司资金形成较大占用，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

声　明

一、本报告引用的资料主要由泰州市新滨江开发有限责任公司（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。

泰州市新滨江开发有限责任公司跟踪评级报告

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”）关于泰州市新滨江开发有限责任公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东由泰州市港口开发公司及泰州滨江工业园区管理委员会（持股比例分别为2.06%和97.94%）变更为泰州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泰州市国资委”），企业类型变更为国有独资公司。公司实际控制人由泰州滨江工业园区管理委员会变更为泰州市国资委。截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均为43.30亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。公司仍是泰州市泰州滨江工业园区唯一的城市基础设施建设主体。截至2018年3月底，公司本部内设工程项目部、规划建设部、财务部、审计部等共9个职能部门；公司合并范围子公司共8家。

截至2017年底，公司合并资产总额209.92亿元，所有者权益合计79.67亿元（包含少数股东权益0.30亿元）；2017年公司实现营业收入12.83亿元，利润总额6.52亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额214.24亿元，所有者权益80.17亿元（包含少数股东权益0.30亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入4.95亿元，利润总额0.70亿元。

公司注册地址：泰州经济开发区滨江工业园疏港路2号。公司法定代表人：赵征。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评“17泰州滨江MTN001”尚需偿还债券余额4.50亿元。募集资金已全部用于偿还金融机构借款。

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
17泰州滨江MTN001	4.50	4.50	2017/09/01	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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别

是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，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

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《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性债务，并通过推行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。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 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
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业	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

	投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设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。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

公司的股东及实际控制人为泰州市国资委。目前公司经营与投资的项目主要集中在泰州医药高新区下辖的滨江工业园区。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受泰州市及泰州滨江工业园区经济发展的影响，并与该地区规划密切相关。

泰州市经济快速增长，工业增加值及固定资产投资增长较快，为公司提供了良好的外部发展环境。

泰州市现辖四区三市（海陵区、高港区、医药高新区、姜堰区、靖江市、泰兴市、兴化市），全市总面积 5787 平方公里，户籍总人口 507.85 万人。泰州市地处江苏省中部，南部濒临长江，是连接苏北和苏南的桥梁，是江苏省新兴的工贸城市、重要的经济实体。

2017 年，泰州市 GDP4744.53 亿元，较 2016 年的 4101.78 亿元快速增长。2016 及 2017 年，泰州市 GDP 增速均居江苏省首位。2017 年泰州市第一产业增加值 264.08 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 2238.13 亿元，增长 7.3%；第三产业增加值 2242.32 亿元，增长 10.0%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为 102058 元，增长 8.1%。三次产业结构调整为 5.6:47.1:47.3。

2017 年，泰州市规模以上工业增加值增长 9.3%，规模以上工业总产值增长 17.9%。分轻重工业看，轻工业产值增长 19.1%，重工业产值增长 17.5%。2017 年泰州市全年完成固定资产投资 3623.33 亿元，增长 14.5%。其中一产投资 5.50 亿元，下降 19.6%；二产投资 2310.71 亿元，增长 17.7%；三产投资 1307.12 亿元，增长 9.4%。

泰州医药高新区经济体量较大，企业入驻情况良好。泰州滨江工业园具有一定的区位优势，全区基础设施配套较为完善。

泰州医药高新区是国内唯一的国家级医药专业高新区，产业以机电、能源和医药为主。跟踪期内，泰州医药高新区招商引资力度较大，企业入驻情况良好。

2017 年，泰州医药高新区实现地区生产总值 234.06 亿元，较上年增长 11.5%；完成固定资产投资 475.94 亿元，较上年增长 16.5%；完成规模以上工业总产值 747.13 亿元，较上年增

长 25.6%。

泰州滨江工业园区隶属于泰州医药高新区。园区依江而建，紧邻高速入口，交通十分便捷。现已建有蒸汽供应、污水处理、消防指挥中心等基础配套设施，区内工业用地基本实现了“七通一平”。园区拥有-10m 以下的长江深水岸上线 6km，5 万吨级国际海轮可在园区自由停泊及掉头，拥有国家一类开放口岸——泰州港，可提供 24 小时不间歇的通关服务。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司实收资本 43.30 亿元，公司股东及实际控制人为泰州市国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，泰州市医药高新区一般公共预算收入持续增长，随着医药高新区的逐渐发展成熟，政府性基金收入快速减少。公司获得有力的外部支持。

公司作为泰州滨江工业园区唯一的城市基础设施建设主体，承担着泰州滨江工业园区内基建项目的投资、融资、建设、运营和管理职能。泰州滨江工业园区是泰州市医药高新区的直接下属单位，泰州市医药高新区的财政收入情况对公司的基础设施建设收入回款起到一定支撑作用。2017年，泰州市医药高新区的财政总收入66.28亿元，较上年的64.24亿元略有增长。其中，一般公共预算收入40.84亿元，较上年增1.72%；税收收入占比为83.37%。上级补助收入15.59亿元，较上年增加12.09亿元；政府性基金收入9.85亿元，较上年减少10.52亿元。随着泰州市医药高新区逐渐发展成熟，其土地出让规模呈下降趋势。2017年底，泰州医药高新区政府债务余额70.08亿元，全部为直接债务，政府债务率105.73%。

2017 年及 2018 年 1~3 月，公司分别获得财政补贴 4.08 亿元和 0.11 亿元。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1032120100062650E），截至2018年5月23日，公司无未结清的不良信贷，有15笔已结清的关注类贷款，征信记录显示均为正常收回，系部分银行将公司列为政府平台，目前公司已被调整为正常类客户。总体看，公司过往信贷履约情况良好。

截至2018年6月13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，公司股东及出资情况发生变更。公司根据最新情况修订章程。公司法人治理结构健全，董事会、监事会成员到位情况良好，总经理实际负责公司业务。公司内部组织结构基本健全。公司高管人员及管理制度无重大变化。

泰州市国资委作为公司的出资人，履行对公司监督管理职责，行使审议批准董事会工作报告及监事会工作报告、委派或更换公司董事会成员、指定公司董事长、委派或或更换公司建设会成员、指定监事会主席、批准公司的合并分立解散增减资本资本转让和发行公司债券等权利。

公司设董事会，董事会由三人组成。其中设职工董事一人，由公司职工代表大会选举产生。董事会设董事长一名，董事长由出资人委派或更换；经出资人批准和同意，董事可以兼任总经理。董事每届任期三年。公司董事会决议一般在公司进行融资和对外担保时召开。

公司设监事会，成员 5 人；监事会设主席一人，由出资人委派、指定或者更换。监事中应有职工代表 2 名，监事中的职工代表由职工代表大会民主选举产生。监事列席董事会会

议。监事会职权包括：检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正以及其他职权。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，统一负责公司的日常经营和管理。公司设总经理 1 名、副总经理若干名，任期三年。总经理由董事长提名，经董事会讨论通过，由董事会聘任或者解聘。总经理对董事会负责。副总经理、财务负责人由总经理提名，经董事会批准后，由董事会聘任，也可由董事会向社会公开招聘。

公司本部内设工程项目部、规划建设部、财务部、审计部等共9个职能部门；公司合并范围共有8家子公司。公司内部组织结构基本健全。

跟踪期内，公司管理制度无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2017 年公司收入规模稳定，收入结构变化较大，整体呈多元化发展。公司综合毛利率持续增长。

2017年，公司收入规模有所增长，收入结构变化较大。公司城市基础设施建设收入大幅下降；保障性住房（包括安置房以及保障房）和资产租赁收入有所增长；油品销售收入快速增长。2018年1~3月，公司实现营业收入4.95亿元，相当于2017年营业收入的38.58%，收入主要来源于城市基础设施建设和油品销售业务。

从毛利率来看， 2017年公司综合毛利率同比有所上升，主要系2017年毛利率较高的保障房回购收入占比有所增长。2017年营改增使城市基础设施建设业务毛利率同比下降。

表3 公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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
基础设施建设	6.00	48.60	20.00	3.15	24.55	16.00	1.77	35.76	34.75
安置房建设	3.44	27.85	16.00	1.61	12.55	16.00	0.40	8.08	35.88
保障房回购	2.33	18.87	38.16	5.13	39.98	40.96	--	--	--
资产租赁	0.35	2.84	52.03	0.55	4.29	41.68	0.14	2.83	41.68
油品销售	0.22	1.84	4.49	2.39	18.63	2.06	2.63	53.13	4.72
合计	**12.34**	**100.00**	**22.94**	**12.83**	**100.00**	**24.48**	**4.95**	**100.00**	**19.05**

资料来源：公司提供。

2. 业务经营分析

跟踪期内，随着滨江工业园基础设施的逐渐完善，公司基础设施建设收入持续减少，业务持续性较差。未来公司主要以入园企业配套工程建设为主，待投资总额较大。

基础设施建设项目

公司作为泰州滨江工业园区唯一的基础设施建设主体，主要从事园区公共基础设施建设业务（包括园区内土地整理）。

公司所承建的基础设施建设项目与泰州滨江工业园区管理委员会（以下简称“滨江工业园管委会”）签订回购协议，公司进行项目的投资和建设。项目建设完成后，公司按照项目建设成本及项目投资收益（成本的15~20%，不含税）确认收入，由滨江工业园管委会负责回购。根据协议约定，滨江工业园管委会应于项目完工后5年内支付全部项目回购款至公司。

近年来，公司基础设施建设项目内容包括：滨江工业园区基础设施项目、百汇香料基础设施项目、化工区基础设施项目（中海油）以及滨江工业园区部分基础设施项目等。

2017年，公司确认基础设施回购收入3.15亿元，已收到当年全部回款。2017年营改增后

税后毛利率降至16%左右。

配套工程项目

公司也与入园企业签订框架性委托代建协议。协议内容一般为入园企业项目开工前的围墙建设、外网供电、生产设备、厂房仓储、管线等工程。滨江工业园区经过多年发展，基础设施逐步完善，基础设施建设投入逐渐减少，未来基础设施建设回购或转让收入板块主要是以入园企业配套工程项目收入为主。2018年1~3月，该板块实现收入1.77亿元，回款0.27亿元。

2018年3月底，公司在建及拟建的入园企业配套工程项目总投资99.93亿元，已投资62.28亿元，预计2018~2020年完成全部投资。

跟踪期内，公司保障房、安置房项目收入规模较大，盈利情况较好。公司保障房、安置房业务未来持续性较差。

（1）保障房

公司保障房业务主要系公司受滨江工业园管委会委托进行的的泰州市滨江花苑保障性住房回购项目。公司与滨江工业园管委会签订回购协议。公司委托泰州市通海房地产开发有限公司进行保障房建设，并按照3880元每平方米购入保障房，然后按照4908元每平方米出售给政府。保障房完工交付时，滨江工业园区管委会将另一部分保障房补助款（约950元每平方米）拨付给公司，公司将收到的补助款冲减成本，使保障房业务毛利率较高。

2016~2017年，公司分别收到保障房回购款2.33亿元和5.13亿元，公司确认为保障房回购收入，毛利率分别为38.16%和40.96%，处于较高水平。

截至2017年底，泰州市滨江花苑保障性住房回购项目未完成回购的金额合计4.84亿元，计划2018~2019年完成剩余回购。

（2）安置房

安置房项目方面，公司按照泰州市政府的安置房建设计划开展安置房建设业务，由泰州市政府指定泰州滨江工业园区管理委员会或泰州医药高新技术产业开发区管理委员会按照建设协议约定的回购期限和回购金额进行回购（依签订合同决定）。项目回购款包括项目建设投资成本和投资回报，在项目回购时，根据投资成本加上15%-25%的收益率，确认为安置房建设收入。

公司安置房项目主要为“滨江花苑安置性住房建设项目”。2017年及2018年1~3月，公司分别确认安置房回购收入1.61亿元和0.40亿元。

截至2018年3月底，“滨江花苑安置性住房建设项目”已完工。总投资额合计18.30亿元，总回购金额28.19亿元，已完成回购13.88亿元。剩余部分计划在2018~2020年完成回购。

截至2018年3月底，公司没有在建及拟建的保障房、安置房项目，保障房、安置房业务未来持续性较差。

2016年开始，油品销售收入成为公司收入的重要补充。

公司油品销售业务收入全部为子公司泰州港润投资发展有限公司油品销售所产生的收入，该业务自2016年底开始进行。公司预先签订油品销售合同后再进行油品采购，公司业务开展可为园区两大主力油品制造企业中海油气（泰州）石化有限公司及泰州东联化工有限公司降低短期内油品采购和销售压力。

目前公司主要油品采购商及销售商除园区内两大油品制造企业外，采购商主要为沧州市南大港管理区振达石油产品有限公司、河北鹏晟石油化工有限公司、江苏浩辉贸易有限公司、扬州祥源石油化工有限公司等，主要销售商为江苏涌金石油化工有限公司、江苏天齐石油化工有限公司、中国石油化工股份有限公司九江分公司等。

2016~2017年以及2018年1~3月，公司实现油品销售收入分别为0.22亿元和2.39亿元和2.63亿元。该业务未来将成为公司收入的重要补充。

资产租赁业务盈利情况较好，对公司利润

形成一定补充。

公司资产租赁收入由房屋租赁收入、地下综合管线资产租赁收入以及少量车位租赁收入构成。公司资产租赁业务人员、维护等成本较低，资产租赁毛利率较高。该项业务对公司利润形成一定补充。

3. 未来发展

公司未来业务以入园企业配套项目代建以及园区自建自主运营、与入园企业参股运营项目为主，公司面临很大的投资压力。

目前，泰州市滨江工业园区内公共基础设施项目已经基本建设完毕，公司未来与政府签订协议的基础设施建设业务量很小。随着入园企业的增多，公司未来业务发展主要包括两方面：一是继续向入园企业提供园区配套项目的建设；二是建设自营园区、与入园企业参股开设厂区等。

截至2018年3月底，公司在建及拟建配套项目总投资172.46亿元，未来三年仍需投资109.04亿元。其中入园企业配套基础设施代建项目总投资99.93亿元，已投资62.28亿元；自建园区自主运营以及与入园企业参股运营的项目总投资合计72.53亿元，均处于项目前期阶段，已投资较少。总体看，公司在建、拟建项目待投资规模很大，公司面临很大的投资压力。

从收入构成上看。目前公司收入以基础设施建设、保障房、安置房收入为主，油品销售、资产租赁业务对公司的收入及利润形成一定补充。随着进园企业不断增多，公司自营项目以及参股公司平稳发展后，公司业务有望呈多元化发展，未来收入规模得到一定支撑。

表4 2018年3月底公司在建、拟建项目概况（单位：亿元、%）

项目名称	总投资额	已投资额	未来三年投资计划			运营模式
			2018年4~12月	2019年	2020年	
滨江工业园道路改造工程	6.66	4.70	1.96	--	--	代建
滨江工业园配套建设工程项目	25.37	15.79	4.79	4.79	--	代建
滨江工业园生态园区基础设施项目	5.00	1.03	3.97	--	--	代建
东联化工项目配套工程建设	12.00	9.11	2.89	--	--	代建
化工区基础设施项目（中海油）	17.78	12.49	5.29	--	--	代建
九洲生物高分子新材料生产项目	0.15	0.04	0.11	--	--	代建
滨江工业园生态园区土地整理项目	5.72	5.15	0.29	0.29	--	代建
滨江工业园生态水域工程项目	6.65	3.08	1.79	1.79	--	代建
滨江花苑安全卫生防护区项目	15.80	10.89	1.73	3.18	--	代建
创业中心、生态公园建设项目	4.80	拟建	1.60	1.60	1.60	代建
小计	**99.93**	**62.28**	**24.41**	**11.65**	**1.60**	--
军民融合产业园项目	5.99	0.01	2.99	2.99		园区自营
科技企业加速器项目	11.28	0.02	3.75	3.75	3.75	园区自营
停车场项目	8.08	1.08	3.50	3.50	--	园区自营
新能源商务用车项目	30.00	0.04	9.99	9.99	9.99	参股运营
年产1万吨镍钴铝三元锂电池正极材料项目	15.00	少量	7.50	7.50	--	参股运营
环保科技项目一期工程	2.18	少量	1.09	1.09	--	参股运营
小计	**72.53**	**1.15**	**28.82**	**28.82**	**13.74**	--
合计	**172.46**	**63.43**	**53.23**	**40.47**	**15.34**	--

资料来源：公司提供。

八、财务分析

公司提供了2017年度合并财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年1季度财务报表未经审计。

合并范围变动方面，2017年公司新增3家子公司，2018年1月新增3家子公司。截至2018年3月底，公司合并范围共有8家子公司。公司

合并范围变动对公司财务报表可比性产生一定影响。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额持续增长；应收类款项对公司资金形成一定占用；公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 209.92 亿元，同比增长 7.29%，公司资产以流动资产为主。2018 年 3 月底，公司流动资产占比为 89.24%。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.75	11.63	12.79	6.09	16.04	7.49
应收账款	20.27	10.36	20.44	9.74	23.93	11.17
其他应收款	60.84	31.09	71.23	33.93	61.97	28.93
存货	65.62	33.54	79.35	37.80	86.42	40.34
其他流动资产	0.35	0.18	0.96	0.46	0.96	0.45
流动资产	**173.80**	**88.83**	**187.35**	**89.25**	**191.19**	**89.24**
投资性房地产	4.63	2.37	4.51	2.15	4.47	2.09
固定资产	4.05	2.07	3.87	1.84	3.82	1.78
在建工程	12.25	6.26	10.94	5.21	10.56	4.88
其他非流动资产	0.70	0.36	3.15	1.50	3.15	1.47
非流动资产	**21.85**	**11.17**	**22.57**	**10.75**	**23.06**	**10.76**
资产总额	**195.66**	**100.00**	**209.92**	**100.00**	**214.24**	**100.00**

资料来源：公司审计报告、2018 年 1~3 月财务报表，联合资信整理

2017年底，公司流动资产合计187.35亿元，同比增长7.79%。2017年底，公司货币资金12.79亿元，同比减少43.77%，受限资金6.07亿元，受限资金比例为47.46%。公司应收账款合计20.44亿元，前五名占总额的99.99%，集中度高，且应收客户均为政府部门、企事业单位或关联方，到期不能回收的风险较小。公司其他应收款71.28亿元，同比增长17.16%，前五名合计64.23亿元，占总额的90.11%，集中度高，主要为公司对政府部门及关联方的往来款以及公司预付的安置房工程款。公司存货79.35亿元，同比增长20.92%，其中开发成本51.39亿元（主要为配套工程项目成本）、土地（共计18宗、均已缴纳土地出让金，主要为商住用地）合计27.79亿元。

2017年底，公司非流动资产22.57亿元，同比增长3.30%。公司投资性房地产4.51亿元，同比减少2.77%。其中房屋和建筑物账面净值为3.48亿元、土地使用权账面净值1.03亿元，减少系折旧和摊销以及2016年内公司土地使用权由投资性房地产转入存货（以后年度公司摘牌土地将计入“存货”）。公司固定资产3.87亿元，较2016年底有所减少，系折旧计提所致。公司在建工程10.94亿元，同比减少10.72%，2017年底公司在建工程主要为“滨江花苑安全卫生防护区项目”，该项目已完工，剩余10.90亿元部分未来工业园管委会将逐步回购，但剩余部分尚未出具具体的回购安排。公司现金回流存在滞后，对公司资金流动造成一定压力。公司其他流动资产以及其他非流动资产分别为0.96亿元和3.15亿元，均主要为公司为支持滨江工业园区内民营企业发展进行的委托贷款，利息收入计入“投资收益”。公司对外委托贷款均具有一定的实物担保措施，回收风险较小。

2017 年底，公司受限资产合计 16.68 亿元，占总资产的 7.95%，包括货币资金 6.07 亿元、存货（土地）8.76 亿元、投资性房地产 1.85

亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 214.24 亿元，较 2017 年底小幅增长 2.06%。其中，流动资产增长 2.05%、非流动资产增长 2.06%。2018 年 3 月底，公司流动资产中，货币资金 16.04 亿元，较 2017 年底增长 25.41%，受限资金合计 12.29 亿元。应收账款 23.93 亿元，增长 17.06%，主要系应收工业园管委会项目回购款增加；存货 86.42 亿元，增长 8.91%。其中开发成本 58.61 亿元、土地 27.79 亿元。2018 年 3 月底，公司非流动资产 23.06 亿元，新增长期股权投资 0.94 亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，公司实收资本和资本公积保持稳定；未分配利润快速增长且总额较大，所有者权益的稳定性一般。

2017年底，公司所有者权益合计79.67亿元，同比增长8.45%，主要系未分配利润和盈余公积的增长。公司实收资本和资本公积保持稳定，分别为43.30亿元和7.80亿元。2017年底公司未分配利润合计25.44亿元，同比增长26.44%。

截至2018年3月底，公司所有者权益80.17亿元，实收资本与资本公积较2017年底无变化；未分配利润较2017年底增长1.99%。

由于公司园区配套等业务快速开展，资金需求较大，公司债务规模较大，以长期债务为主。公司整体债务负担仍较重。

2017年底，公司负债总额130.26亿元，同比增长6.59%，主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债以及应付债券的增长所致。公司负债以非流动负债为主。

表 6　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.26	5.95	6.80	5.22	8.20	6.12
应付账款	0.34	0.28	1.55	1.19	1.52	1.13
其他应付款	0.93	0.76	7.95	6.10	14.64	10.92
一年内到期的非流动负债	9.50	7.79	14.80	11.36	6.97	5.20
流动负债	**32.50**	**26.64**	**45.09**	**34.62**	**49.79**	**37.14**
长期借款	37.80	30.98	32.54	24.98	33.78	25.20
应付债券	50.15	41.11	51.38	39.44	49.38	36.83
长期应付款	1.75	1.43	1.25	0.96	1.13	0.84
非流动负债	**89.70**	**73.52**	**85.17**	**65.38**	**84.28**	**62.86**
负债总额	**122.00**	**100.00**	**130.26**	**100.00**	**134.07**	**100.00**

资料来源：公司审计报告、2018 年 1~3 月财务报表，联合资信整理

2017年底，公司流动负债45.09亿元，同比增长38.71%。公司短期借款6.80亿元，同比减少6.34%。公司应付账款1.55亿元，同比增加1.20亿元，快速增长主要系公司近年代建业务快速开展，应付工程款及土地征迁款快速增长。公司其他应付款7.95亿元，同比增加7.02亿元，主要为公司2017年新增对政府部门及关联方的往来款。公司一年内到期的非流动负债合计14.80亿元，同比增长55.82%，其中一年内到期的长期借款6.20亿元、一年内到期应付债券8.60亿元。

2017年底，公司非流动负债85.17亿元，同比减少5.05%。公司长期借款合计32.54亿元，同比减少13.91%。其中保证借款20.56亿元、抵押以及保证抵押借款合计11.35亿元（均以土地使用权、房产使用权作为抵押）、保证

质押借款合计6.83亿元（均以应收账款作质押）。公司应付债券51.38亿元，略有增长。公司长期应付款1.25亿元，全部为融资租赁款。

2018年3月底，公司负债总额134.07亿元，较2017年底增长6.59%。负债中非流动负债占比62.86%。2018年3月底，公司短期借款8.20亿元，较2017年底增长20.54%；应付票据11.74亿元，较2017年底大幅增长76.42%；其他应付款14.64亿元，较2017年底大幅增长84.14%，主要为应付往来款增长。2018年3月底，公司长期借款较2017年底增长3.79%；应付债券以及长期应付款较2017年底有所减少。

2017年底，公司全部债务112.17亿元，其中长期债务占74.81%。2017年底公司全部债务规模保持稳定，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均有所下降，但公司整体债务负担仍较重。2018年3月底，公司全部债务110.06亿元，长期债务占比增至75.56%；公司全部债务较2017年底有所减少，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率进一步下降，资产负债率略有回升。

表 7　2016~2018 年 3 月公司债务指标情况

（单位：亿元、%）

指标	2016年	2017年	2018年3月
短期债务	24.86	28.25	26.90
长期债务	87.95	83.92	83.16
全部债务	112.80	112.17	110.06
长期债务资本化比率	54.49	51.30	50.91
全部债务资本化比率	60.56	58.47	57.86
资产负债率	62.46	62.05	62.58

资料来源：公司审计报告、2018 年 1~3 月财务报表，联合资信整理。

3．盈利能力

2017 年公司营业收入规模稳定，利润总额对政府补助依赖性很强，公司整体盈利能力较弱。

2017年，公司营业收入较上年有所增长。公司期间费用率有所增长，主要系债务规模增长使财务费用持续增长，公司期间费用控制能力一般。

2017年，公司收到政府补贴4.08亿元；委托贷款利息为主的投资收益0.26亿元，对公司利润形成一定补充。2017年，公司利润总额6.52亿元，仍对政府补助的依赖程度较大。

2017年，公司营业利润率及总资本收益率有所增长，净资产收益率有所下降。

2018年1~3月，公司实现营业收入4.95亿元，相当于2017年营业收入的38.55%。

表 8　2016~2017 年公司盈利指标情况

（单位：亿元、%）

	2016年	2017年
营业收入	12.34	12.83
期间费用率	3.18	6.16
利润总额	6.56	6.52
营业利润率	20.04	23.12
总资本收益率	3.37	3.58
净资产收益率	8.09	7.41

注：期间费用率=期间费用/营业收入。

资料来源：审计报告

4．现金流分析

公司经营活动及投资活动现金流入不能满足公司经营及投资现金支出需求，公司筹资活动净现金流入规模较大。随着公司在建、拟建项目的持续投入，公司外部融资压力将进一步增大。

2017 年，公司经营活动现金流入及流出主要系各项主营业务的现金收支以及公司与政府部门及关联方的往来款。2017 年，公司经营活动现金净流量-0.56 亿元，较上年的-17.68 亿元大幅回升。2017 年，公司现金收入比 105.24%，较上年的 43.30%大幅提高，跟踪期内公司收入获现质量较好。2017 年，公司投资活动现金流入及流出分别主要为公司收回投资、取得收益收到的现金以及公司对外投资活动支付的现金。2017 年，公司投资活动净现金流-12.58 亿元。2017 年，公司筹资活动现金流入 51.64 亿元，主要系取得借款、发行债券等渠道收到的现金；公司筹资活动现金流出 46.92 亿元，主要系偿还债务本息支付的现金。2017 年，公司筹资活动净现金流 4.72 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金净流

入 12.88 亿元。其中以收到往来款为主的经营活动现金流入 24.11 亿元、以项目支出为主的经营活动现金流出 11.23 亿元。同期，公司投资活动现金净流出 0.77 亿元。2018 年 1~3 月，公司筹资活动现金流入 8.80 亿元，以收到借款为主；公司筹资活动现金流出 24.04 亿元，以偿还有息债务本息为主。

5. 偿债能力

公司长、短期偿债能力均较弱，短期偿付压力较大。考虑到公司获得有力的外部支持以及间接融资渠道较为畅通，公司偿债风险很小。

从短期偿债能力指标看，2017年底，公司流动比率和速动比率分别为415.52%和239.53%，同比下降119.19和93.3个百分点。公司经营活动现金净流量均为负，对流动负债无覆盖能力。公司短期债务规模较大，现金类资产覆盖能力较弱。2018年3月底，公司流动比率和速动比率进一步降至384.00%和210.43%。且考虑到公司资产中应收账款、存货占比较大，流动资产对流动负债覆盖能力将有所减弱。整体看，公司短期偿债能力较弱，短期偿付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司全部债务/EBITDA倍数14.35倍，较上年的15.96倍有所下降，但EBITDA对全部债务覆盖能力仍较弱，公司长期偿债能力仍较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保 101.40 亿元，担保比率 126.48%（以 2018 年 3 月底公司所有者权益计算）。公司对外担保规模较大，其中对民营企业的担保合计 16.45 亿元，公司存在较大的或有负债风险。公司对外担保情况详见附件 2。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信额度总额 65.19 亿元，尚未使用授信总额约 11.11 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

九、存续债券偿债能力分析

截至2017年底，公司存续债券余额59.98亿元，公司现金类资产对一年内到期的应付债券保障能力较强。公司未来将面临一定的集中兑付压力。

截至2017年底，公司一年内到期兑付债券余额合计8.60亿元，公司现金类资产12.79亿元对其覆盖倍数为1.49倍，保障能力较强。公司应付债券中部分债券设置了投资者回售选择权，假设附权债券均于首个行权日到期兑付，公司待偿还债券本金将于2019年达到待偿还峰值18.40亿元。2017年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为17.70亿元、-0.56亿元和7.81亿元，对公司存续债券保障情况如下表9。总体看，公司未来将面临一定的债券集中偿付压力。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

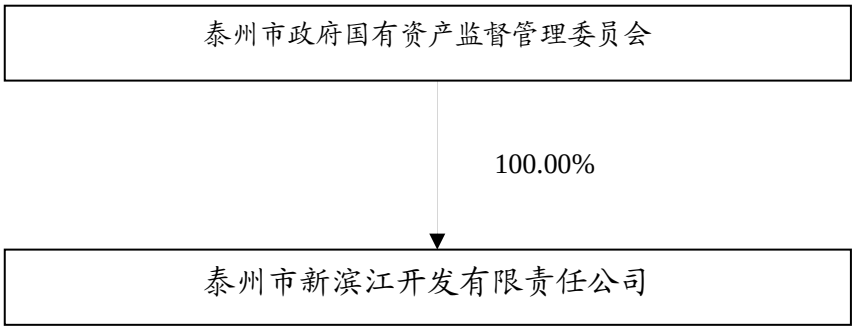
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	8.60
未来待偿债券本金峰值	18.40
现金类资产/一年内到期债券余额	1.49
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.96
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.03
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.42

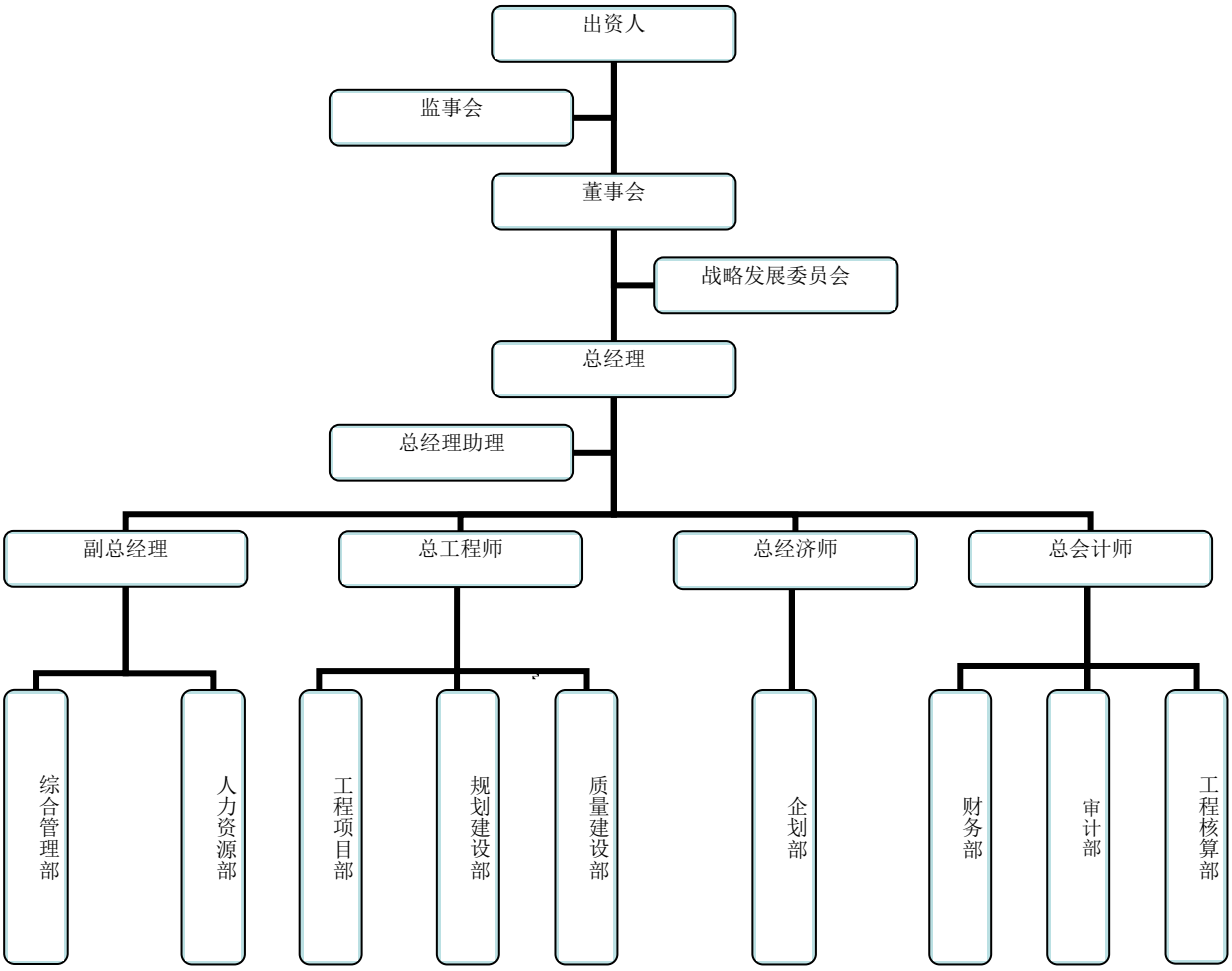
资料来源：审计报告，联合资信整理

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，并维持“17泰州滨江MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权和组织结构图





附件 2　截至 2018 年 3 月底公司对外担保明细（单位：万元）

被担保人	是否为民营企业	担保金额	到期日
泰州华信药业投资有限公司	否	110000.00	2020-1-12
泰州鑫泰集团有限公司	否	36104.00	2019-6-30
泰州鑫泰集团有限公司	否	50000.00	2020-1-17
泰州东方中国医药城控股集团有限公司	否	70000.00	2021-1-28
泰州华信药业投资有限公司	否	50000.00	2018-7-15
泰州润江建设发展有限公司	否	70000.00	2019-9-18
泰州华信药业投资有限公司	否	20000.00	2019-9-15
泰州高教投资发展有限公司	否	40000.00	2020-10-27
泰州润江建设发展有限公司	否	74000.00	2022-3-29
泰州润江建设发展有限公司	否	45000.00	2019-8-25
泰州润江建设发展有限公司	否	70000.00	2018-11-6
泰州润江建设发展有限公司	否	40000.00	2025-3-20
泰州鑫泰集团有限公司	否	76000.00	2018-12-25
泰州润江建设发展有限公司	否	61500.00	2021-12-31
江苏合众融资租赁有限公司	否	12000.00	2020-10-30
泰州市永安洲污水处理厂	否	14550.97	2020-2-8
泰州润江资产管理有限公司	否	10300.00	2019-2-22
小计	--	**849455.97**	--
泰州市通海房地产开发有限公司	是	40000.00	2019-1-31
江苏望涛投资建设有限公司	是	30000.00	2020-12-24
泰州菲思特建设工程有限公司	是	5000.00	2018-10-24
江苏海阳锦纶新材料有限公司	是	25000.00	2020-12-31
泰州金泰环保热电有限公司	是	2500.00	2018-10-25
泰州菲思特建设工程有限公司	是	4000.00	2018-12-27
泰州市兴邦商贸有限公司	是	2900.00	2019-11-25
江苏迈世达电子有限公司	是	3000.00	2019-5-8
江苏九洲环保技术有限公司	是	200.00	2018-12-13
泰州菲思特建设工程有限公司	是	9000.00	2018-7-20
泰州菲思特建设工程有限公司	是	2500.00	2018-12-30
泰州金泰环保热电有限公司	是	4000.00	2018-9-28
泰州东联化工有限公司	是	20000.00	2020-6-21
江苏海阳化纤有限公司	是	4900.00	2018-8-29
江苏泰昇健康医疗科技有限公司	是	4000.00	2018-9-28
泰州医药城华盈商贸有限公司	是	4000.00	2018-11-25
江苏华泰疫苗工程技术研究有限公司	是	3500.00	2018-11-21
小计	--	**164500.00**	--
合计		**1013955.97**	--

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.06	25.75	12.79	16.12
资产总额(亿元)	171.70	195.66	209.92	214.24
所有者权益(亿元)	67.51	73.46	79.67	80.17
短期债务(亿元)	26.04	24.86	28.25	26.90
长期债务(亿元)	61.89	87.95	83.92	83.16
全部债务(亿元)	87.93	112.80	112.17	110.06
营业收入(亿元)	12.32	12.34	12.83	4.95
利润总额(亿元)	6.59	6.56	6.52	0.70
EBITDA(亿元)	6.82	7.07	7.81	--
经营性净现金流(亿元)	-2.02	-17.68	-0.56	12.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.98	0.67	0.59	--
存货周转次数(次)	0.17	0.15	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.06	--
现金收入比(%)	89.34	43.30	105.24	41.15
应收类款项/资产总额（%）	35.46	41.45	43.69	40.09
营业利润率(%)	16.79	20.04	23.12	18.05
总资本收益率(%)	3.96	3.37	3.58	--
净资产收益率(%)	9.01	8.09	7.41	--
长期债务资本化比率(%)	47.83	54.49	51.30	50.91
全部债务资本化比率(%)	56.57	60.56	58.47	57.86
资产负债率(%)	60.68	62.46	62.05	62.58
流动比率(%)	448.41	534.71	415.52	384.00
速动比率(%)	269.94	332.83	239.53	210.43
经营现金流动负债比(%)	-6.01	-54.39	-1.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.89	15.96	14.35	--

注：2018 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 4　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 5-1　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 5-2　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 5-3　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。