信用等级公告

联合[2018] 1394 号

联合资信评估有限公司通过对湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，“15 潭万楼债/PR 潭万楼”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

二零一八年六月二十七日

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

湘潭市万楼新城开发建设投资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
15 潭万楼债/PR 潭万楼	16 亿元	2022/01/14	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	13.88	17.63	10.66
资产总额(亿元)	166.34	219.52	240.19
所有者权益(亿元)	98.75	101.69	112.86
短期债务(亿元)	7.63	48.77	48.75
长期债务(亿元)	54.10	57.43	64.46
全部债务(亿元)	61.73	106.20	113.21
营业收入(亿元)	8.33	12.90	13.85
利润总额 (亿元)	2.16	2.95	3.11
EBITDA(亿元)	2.70	3.24	3.30
经营性净现金流(亿元)	-9.04	4.59	-14.52
营业利润率(%)	19.87	19.95	16.68
净资产收益率(%)	2.18	2.90	2.76
资产负债率(%)	40.64	53.68	53.01
全部债务资本化比率(%)	38.47	51.08	50.08
流动比率(%)	1226.07	362.02	377.08
全部债务/EBITDA(倍)	22.89	32.80	34.28
EBITDA 利息倍数(倍)	6.26	0.60	0.71
经营现金流动负债比(%)	-66.96	7.60	-23.10

注：短期债务中包含其他应付款中有息部分，长期债务中包含长期应付款中有息部分。

分析师

杨明奇　黄琪融　张 勇

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级反映了跟踪期内，公司作为湘潭市基础设施建设及土地一级开发实施主体，在财政补贴方面获得湘潭市政府持续有力的支持。跟踪期内，湘潭市经济实力稳步增长，为公司提供了良好的外部发展环境；公司资产规模持续扩大，营业收入增长。同时联合资信关注到，公司资产流动性一般、代建项目收入实现质量差、土地一级开发业务易受当地土地出让规划影响以及盈利能力较弱等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着万楼新城片区城镇化的不断推进，未来公司经营情况将保持相对稳定，联合资信对公司的评级展望为稳定。

“15潭万楼债/PR潭万楼”设置提前还款安排，有效地降低了资金集中偿付压力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“15 潭万楼债/PR 潭万楼”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 湘潭市经济及财政实力稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为湘潭市的基础设施建设、土地开发实施主体，跟踪期内，持续获得湘潭市政府在财政补贴方面的支持。

关注

1. 跟踪期内，受湘潭市土地出让规划和房地产市场的影响，公司土地开发业务板块仍未实现收入。代建项目收入实现质量差导致应收账款持续增长。
2. 公司在建及拟建项目投资规模大，外部融资压力显著。
3. 跟踪期内，公司存在短期偿债压力。
4. 公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司主体长期信用及“15 潭万楼债/PR 潭万楼”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，湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司（以下简称“公司”）股权结构及经营范围未发生变化。2017 年 1 月，湘潭地产集团经营有限公司（以下简称“地产集团”）对公司增加注册资本 383.00 万元。2017 年底，公司实收资本为 35383.00 万元，地产集团为公司唯一股东，湘潭市国有资产监督委员会（以下简称“湘潭市国资委”）为实际控制人。

截至 2017 年底，公司资产总额 240.19 亿元，所有者权益（含少数股东权益 23.67 亿元）合计 112.86 亿元。2017 年，公司实现营业收入 13.85 亿元，利润总额 3.11 亿元。

公司注册地址：湘潭市雨湖区韶山东路 55 号；法定代表人：陈卫文。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至本报告出具日，由联合资信评定的存续债“15 潭万楼债/PR 潭万楼”债券余额 16.00 亿元。跟踪期内，公司已按时支付“15 潭万楼债/PR 潭万楼”利息，并支付第一期本金 4.00 亿元。

表 1　跟踪评级债券基本信息

名　称	余额	到期日	票面利率
15 潭万楼债/PR 潭万楼	16 亿元	2022/01/14	6.90%

资料来源：联合资信整理

该期债券募集资金主要用于湘潭市万楼片区城中村改造安置区建设项目、湘潭市万楼片区城中村改造配套基础设施建设项目和长株潭城际铁路湘潭段站场配套工程项目；2017 年底，上述 3 个项目已累计使用募集资金 19.38 亿元，占募集资金总额的 96.90%。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面

呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，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（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。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，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋

稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

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。

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 年以来与城投债券相关的主要政策

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 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

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》指出，2018 年政府将启动新的三年棚改攻坚计划，有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套设施，加强排涝管网、地下综合管廊等建设工作。2018 年，中央将安排地方专项债券 1.35 万亿元，优先支持在建项目平稳建设，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

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。

2. 区域经济

湘潭市

根据《湘潭市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，湘潭市地区生产总值 2055.8 亿元，比上年增长 8.3%。全市三次产业结构为 7.5:49.4:43.1。

2017 年，湘潭市全部工业增加值 917.9 亿元，同比增长 6.3%。其中，规模以上工业增加值增长 7.4%。

2017 年，湘潭市固定资产投资（不含农户）2204.9 亿元，同比增长 13.8%。分投资方向看，民生投资 127.3 亿元，下降 7.2%；生态投资 54.9 亿元，下降 1.6%；基础设施投资 595.2 亿元，增长 11.2%；高技术产业投资 141.2 亿元，下降 5.3%。湘潭市施工项目共有 4275 个，同比增长 29.3%。其中，2017 年新开工项目 3622 个，增长 25.9%。2017 年投产项目 3333 个，增长 33.5%。

2017 年，湘潭市一般公共预算收入 201.5 亿元，同比增长 8.0%。其中，地方收入 126.6 亿元，增长 1.0%。地方收入中，税收收入 70.0 亿元，增长 14.6%；非税收入 56.6 亿元，下降 11.9%，一般预算收入稳定性一般。上划中央收入 60.3 亿元，增长 24.8%。上划省级收入 14.6 亿元，增长 13.7%。全市一般公共预算支出 281.1 亿元，增长 8.8%。

雨湖区

根据《湘潭·雨湖区 2017 年国民经济和社会发展的统计公报》，2017 年，雨湖区地区生产总值 659.19 亿元（区域），按可比价格计算，同比增长 8.8%。

2017 年，雨湖区完成财政总收入（区属）19.32 亿元，同比增长 8.2%，其中公共财政预算收入 8.17 亿元，比上年下降 6.7%。一般预算支出 16.74 亿元，实现了当年财政收支平衡。

2017 年，雨湖区全年固定资产投资（区属）324.65 亿元，同比增长 12.2%。在总计中，房地产开发投资 33.09 亿元，同比增长 51.1%。2017 年，施工项目个数 665 个，同比下降 9.3%，其中新开工 570 个，同比下降 9.5%，本年投产项目 549 个，同比下降 5.0%。

总体看，湘潭市经济实力及财政实力稳步提升，综合财力进一步增强。雨湖区固定资产投资需求较高，跟踪期内，市政项目完成量大。

六、基础素质分析

公司作为湘潭市基础设施建设投融资及土地一级开发的实施主体，近年重点负责万楼片区城中村改造和湘潭市城市棚户区改造工作，湘潭市政府对公司的职能定位明确。

跟踪期内，公司在资本金注入、资产注入以及财政补贴方面持续获得母公司及政府的支持。

2017 年，公司获得母公司地产集团的增资 383.00 万元。获得湘潭市国资委的拨入资金 5.47 亿元，土地使用权资产 1.75 亿元，政府补贴 1.34 亿元。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码证：G1043030200056270L），截至 2018 年 5 月 28 日，公司无未结清不良信贷信息记录。

七、管理分析

2017 年底，公司董监事会及高管人员未发生变动；治理结构、内控体系及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司业务收入构成未发生变化，营业收入仍主要来自代建市政工程业务。2017 年，公司实现营业收入 13.85 亿元，同比

上升 7.37%，其中实现主营业务收入 13.82 亿元。2017 年，随着公司市政项目的逐步推进，代建市政工程的业务收入快速上升至 13.82 亿元，同比上升 7.38%。

从毛利率来看，2017 年代建市政工程业务毛利率虽然小幅下降，但仍保持在较好水平；房屋销售业务毛利率仍为负，主要系公司 2017 年大部分所售房屋及配套车库销售的销售对象为拆迁户，其售价低于所投资的成本所致。受上述因素的影响，公司主营业务毛利率为 18.99%，较 2016 年下降 1.00 个百分点。

表 3　2015~2017 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建市政工程	84649.59	101.65	20.79	128736.79	99.85	20.03	138152.14	99.94	19.02
房屋销售	-1370.90	-1.65	--	189.61	0.15	-5.72	88.19	0.06	-30.18
合计	**83278.69**	**100.00**	**20.79**	**128926.40**	**100.00**	**19.99**	**138240.33**	**100.00**	**18.99**

资料来源：公司提供

2. 业务运营分析

代建市政工程业务

公司作为湘潭市市政基础建设的实施主体之一，根据潭办发【2012】17 号文的授权，承担着市政工程建设任务。

业务模式方面，2016 年以前，公司所负责的项目主要以签订《投资建设-回购合同》的方式进行建设；自 2016 年起，湘潭市政府于每年年初下向地产集团下发《重点项目清单》，其后，地产集团委托下属子公司对具体项目进行建设。

公司就湘江风光带、二级撤洪区景观、河西滨江风光带项目与湘潭市人民政府签订《投资建设—回购合同》，约定由公司负责对万楼新城片区、湘江风光带项目进行建设，其主要内容包括市政基础设施建设、文化景区建设，廊道绿化；项目建成后，由湘潭市政府在项目竣工决算审计完成之日起一年内进行回购；项目回购款包括项目的土地整理成本、工程造价、管理成本（即支付公司的管理费用，按土地整理成本和工程造价总额的 5%确定）、税费、融资成本（按土地整理成本和工程造价总额的 12%计取）、其他费用和投资回报（按土地整理成本、工程造价、管理成本、税费、其他费用 5 项价款总额的 20%确定）。

湘潭市万楼片区城中村改造安置区建设项目、湘潭市万楼片区城中村改造配套基础设施建设项目及长株潭城际铁路湘潭段战场配套工程项目为“16 潭万楼债/15 潭万楼”的募投项目。根据《关于湘潭市万楼片区城中村改造安置区建设项目、湘潭市万楼片区城中村改造配套基础设施建设项目及长株潭城际铁路湘潭段站场配套工程项目建设成本补偿的批复》（潭政【2014】28 号），湘潭市政府未来将 53 宗、2865.2 亩土地陆续进行出让，扣除 15%相关规费后返还公司，以补偿公司上述项目的建设成本。于 2015~2018 年将分别出让土地 189.17 亩、216.13 亩、521.62 亩和 453.12 亩，预计扣除规费成本后每年返还净收益分别为 3.54 亿元、4.04 亿元、9.75 亿元和 8.47 亿元。2017 年底，湘潭市财政局共支付公司土地出让净收益返还款 4.42 亿元。

截至目前，湘潭市政府尚未对公司所负责的其余项目出台相关资金平衡方案，联合资信将对此持续关注。

2017 年底，公司在建市政工程项目包括湘江风光带、二级撤洪区景观等项目，上述项目预计总投资额为 106.54 亿元，已完成投资 76.07 亿元。

2017 年，公司就签订《投资建设—回购合同》的项目确认该板块业务收入 13.82 亿元；2017 年底，公司累计确认市政工程代建收入

56.70 亿元，实际收到回款 10.88 亿元，公司市政项目回款滞后。

湘潭市政府针对公司代建市政项目应收款项出具了《关于湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司对政府应收账款及其他应收款情况及解决措施的说明》（潭政函【2014】27 号），拟以周边土地出让金收益分年偿还，但土地出让收益具有一定不确定性。

表 4　2017 年底公司主要在建市政工程项目建设情况（单位：万元）

项目	平衡方案	拟投资额	累计投资额	建设期
湘江风光带	BT 协议	99395.00	69044.14	2013~2019
二级撇洪区景观		24382.00	24197.51	2013~2019
河西滨江风光带		125000.00	171804.62	2014~2018
观湘路	--	11000.00	6857.69	2014~2019
龙潭路	--	24382.00	4905.90	2013~2019
万楼东路	--	16999.00	23187.44	2016~2018
熙春北路	--	57494.00	63826.72	2014~2018
湘潭市护潭河（韶山灌渠至 湘江段）水利提质改造及黑 臭水治理项目	--	150550.04	190.98	2017~2019
通济门路（文星门路 至韶山东路）	--	46578.00	40336.95	2017~2019
湘潭市万楼片区城中村改造安置区建设项目	潭政【2014】28 号	84300.00	23068.43	2014~2019
湘潭市万楼片区城中村改造配套基础设施建设项目		184400.00	130429.31	2014~2019
长株潭城际铁路湘潭段战场配套工程项目		218000.00	200560.00	2014~2017
熙春北路道路及顶进涵	--	23000.00	2331.11	2014~2018
合计	--	**1065480.04**	**760740.80**	--

资料来源：公司提供

注：1. 长株潭城际铁路湘潭段战场配套工程项目已实际完工，但由于竣工决算尚未完成，故列入上表；

2. 上表中拟投资额为项目立项时的批复额度，实际建设过程中的投资额存在些许差异，因此部分项目累计投资额较拟投资额大。

表 5　2017 年底公司主要拟建市政项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	预计完成时间	项目建设内容
湘潭市“一馆五中心”建设项目	112813.68	2019 年	湘潭市“一馆五中心”建设项目包括共享中心（包括职工电影院、多功能厅）、工人文化宫、青少年活动中心、妇女儿童活动中心及图书馆的建设
湘地新城建设项目	66149.7	2020 年	项目拟建设用地 4.7 万平方米，总建筑面积 17.9 万平方米。其中二期拟用地 1.9 万平方米，建筑面积 7.9 万平方米；三期拟用地 2.8 万平方米，建筑面积 10 万平方米
二级渠景观和湘莲公园建设项目	26538.00	2020 年	景观工程
合计	**205501.38**	--	--

资料来源：公司提供

公司未来主要的拟建市政项目包括湘潭市“一馆五中心”建设项目、湘地新城建设项目和二级渠景观和湘莲公园建设项目，上述项目拟投资为 20.55 亿元。

跟踪期内，公司代建业务收入小幅增长，但公司实际收到回款金额仍然较小。未来公司代建市政工程项目投资规模大，资金压力大。

房屋销售

根据市政府的安排，公司负责万楼新城区的开发建设，公司开发及收购的房地产项目部分用于安置拆迁户，部分直接对外销售，形成收入。

近年来，公司建设了万楼小区、滨湖西郡和滨湖东郡等项目（开发项目土地均通过招拍挂获得），其中万楼小区和滨海西郡 1 期均已建设完成，滨湖东郡项目已建设完成并移交至湘

潭市兴城置业有限公司进行销售运营。

2017 年底，公司房屋销售业务已累计完成销售面积 3.57 万平方米、销售金额 2.77 亿元。

表 6　2017 年底公司开发的房屋销售项目情况（单位：万元、万平方米）

项目名称	总投资	总建筑面积	累计实现销售额	累计销售面积
万楼小区	9913.27	54370.59	16582.26	11911.35
滨湖西郡一期	6833.39	23771.28	11164.53	23771.28
合计	**16746.66**	**78141.87**	**27746.79**	**35682.63**

资料来源：公司提供

土地开发与整理业务

公司土地开发与整理业务分别由公司本部和子公司湘潭城市棚户区改造有限公司（以下简称“棚改公司”）承担。公司本部开发经营土地的范围为万楼新城区以江南大道为界的东片区，片区面积约为 6 平方公里，共拥有 10000 多亩土地，除去回报用地、基础设施用地、绿化用地、划拨用地，经公司开发整理后可出让用地面积约为 3556 亩。棚改公司负责城市棚户区改造，拥有一定量的国有划拨用地，均位于老城区，土地市场价值较高，未来出让收入较为可观（土地出让时均需通过国土局招拍挂程序，补缴土地出让金）。

根据潭办发[2012]17 号文的授权，公司按照湘潭市政府要求垫资进行土地一级开发，达到出让条件后通过湘潭市国土资源管理局统一规划并按照“招、拍、挂”流程出让，实现的土地出让总价款扣除一定的规费后，按土地出让总价款的一定比例返还至公司。根据《关于进一步明确市城区土地出让收支管理有关事项的通知》（潭政办发[2014]14 号）的规定，公司土地开发业务的土地出让收入全额缴入市财政，按照土地出让总价款的 15%综合提取政策性计提后，土地出让总价款的其余部分在 7 个工作日内拨付给公司；公司将土地出让金全额确认为收入，将征地拆迁支出、土地整理支出及政策性计提 15%部分确认为成本。

表 7　2017 年底公司在整理土地情况（单位：亩、万元）

地块名称	面积	总投资金额	2017 年底已投资金额	未来三年投资计划	
				2018 年	2019 年
湖南和天下项目	77.96	18821.30	7145.34	5913.96	5762.00
文化产业园 10 号地块	239.98	113690.03	8975.63	88464.40	16250.00
商务办公区用地	70.30	33304.48	16277.29	17027.19	--
东湖路 15 号	50.66	12230.47	5426.49	6803.98	--
老县政府大院	69.63	16810.25	14594.57	2215.68	--
湖湘名郡地块	58.22	14530.00	7139.19	7390.81	--
江韵潭洲地块	678.00	124600.00	138636.21	--	--
平政地区开发地块	46.03	10534.08	2059.55	8452.01	22.52
湘潭欣园达置业地块	9.00	2172.80	500.00	1480.00	192.80
湘潭金荣房地产开发公司土地项目	18.45	4455.32	1500.00	2084.11	871.21
文化产业园 2 号地	381.66	77739.71	77894.85	--	--
文化产业园 8 号地	280.83	57202.26	28812.12	13722.76	14667.38
合计	**1980.72**	**486090.7**	**308961.25**	**153554.90**	**37765.91**

资料来源：公司提供

注：上表中预计总投资额为项目立项时的批复额度，实际建设过程中的投资额存在些许差异，因此部分项目累计投资额较总投资额大

跟踪期内，受湘潭市土地出让规划及市场行情的影响，公司账上的已达到出让条件的土地尚未实现出让以致该板块业务未形成收入。未来，公司土地整理业务投资规模大，融资需求显著。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015~2017年度三年连审合并财务报表，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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。跟踪期内，公司合并范围无变化。

截至2017年底，公司资产总额240.19亿元，所有者权益合计112.86亿元（含少数股东权益23.67亿元）。2017年，公实现主营业务收入13.85亿元，利润总额3.11亿元。

2. 资产质量

2017年底，公司资产总额240.19亿元，同比增长9.42%，主要系公司存货的大幅增加所致。从构成上看，流动资产占98.71%，同比下降0.89个百分点。

流动资产

2017年底，公司流动资产237.08亿元，同比上升8.43%。公司流动资产主要构成如下：

表8 公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.63	8.03	10.66	4.44
应收账款	38.34	17.47	43.97	18.31
其他应收款	17.65	8.04	15.56	6.48
存货	144.14	65.66	166.66	69.39
流动资产合计	**218.64**	**99.60**	**237.08**	**98.71**
长期股权投资	0.10	0.05	0.87	0.36
固定资产	0.77	0.35	2.22	0.92
非流动资产合计	**0.88**	**0.40**	**3.11**	**1.29**
资产合计	**219.52**	**100.00**	**240.19**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司货币资金10.66亿元，较2016年底下滑39.54%，主要为银行存款。公司无受限制的货币资金。2017年底，应收账款账面余额为43.78亿元，同比上升14.68%，主要系公司代建市政工程建设进展较快，导致公司应收湘潭市财政局的项目回购款大幅增加所致。公司其他应收款账面余额为15.56亿元，同比下降11.87%，主要系往来款的减少所致。公司存货为166.66亿元，同比上升15.62%，主要系代建市政工程项目投入的增加所致。从构成上看，存量土地61.88亿元，共40宗，均已办理土地使用权证；开发成本103.95亿元，主要为储备土地整治成本、在建市政基础设施建设的支出等；开发产品0.83亿元，主要是待售的存量房。2017年底，公司未对存货计提跌价准备；其中12宗土地已被抵押用于向金融机构借款，面积约102.28万平方米，账面价值合计30.74亿元，抵押价值占存货中土地价值的49.68%，占账面存货的18.44%。

根据潭政函【2014】27号，湘潭市政府拟以万楼片区10宗地合计753.06亩的土地出让净收益偿还公司与湘潭市政府所形成的应收账款以及其他应收款（合计13.31亿元）。土地出让净收益计划于2015~2018年分期逐年偿还，2017年底，公司应收到土地出让净收益返还款11.09亿元，但实际回款情况与预计回款计划存在一定差异，仅收到4.00亿元。联合资信将持续关注该笔款项的实际到账情况。

非流动资产

2017年底，公司非流动资产3.11亿元，较2016年底增加2.23亿元。

2017年底，公司长期股权投资为0.87亿元，较2016年增加0.77亿元，主要系公司新增对湘潭新湘康正项目管理有限公司以及湘潭桥衡项目管理有限公司的投资所致。公司固定资产账面余额2.22亿元，较2016年增加1.45亿元。从固定资产构成看，主要为房屋建筑物（占比99.10%），其余为运输设备、电子设备、办公家具。

受限资产方面，2017年底，公司受限资产

价值总计 30.74 亿元，均为用于抵押的土地使用权。2017 年底，公司受限资产占资产总额的 12.80%。

跟踪期内，公司资产仍以流动资产为主，但应收类账款及存货的占比高，且应收账款回收期不确定性较大，存货中部分土地已用于抵押，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017年底，公司所有者权益为112.86亿元（含少数股东权益23.67亿元），同比增长10.98%，主要系资本公积的增长所致。从所有者权益结构看，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润以及少数股东权益的占比分别为3.14%、63.04%、1.00%、11.85%和20.97%。

2017年底，公司实收资本为3.54亿元，较上年增长1.09%，主要来自地产集团对公司的增资（383.00万元）；同年，公司资本公积为71.14亿元，同比增长12.69%，主要系当年湘潭市国资委向公司拨入资金以及注入土地使用权所致。

跟踪期内，公司所有者权益稳定增长，但未分配利润及少数股东权益占比相对较大，所有者权益稳定性一般。

负债

2017 年底，公司负债总额为 127.33 亿元，同比增长 8.07%，主要来自长期借款及应付债券的增加。其中，流动负债占 49.38%，非流动负债占 50.62%，流动负债占比有所下滑。

2017年底，公司流动负债62.87亿元，同比上升4.10%，主要由应付账款（占4.37%）、其他应付款（占68.79%）和一年内到期的非流动负债（占25.32%）构成。公司应付账款为2.74亿元，较上年增加2.23亿元，主要为工程借款。其他应付款43.25亿元，同比下降3.14%，主要系公司与湘潭城乡建设发展集团有限公司往来款的减少所致。公司一年内到期非流动负债15.92亿元，主要由一年内到期的长期借款（占25.50%）、一年内到期的长期应付款（占35.00%）以及一年内到期的应付债券（主要为“15潭万楼债”的第一期应偿付本金、“16万楼01”以及“16万楼02”的应计利息，占39.50%）构成。

2017 年底，公司非流动负债 64.46 亿元，同比增长 12.24%，主要由长期借款（占 27.32%）、应付债券（占 58.54%）和长期应付款（占 14.14%）构成。

2017 年底，公司长期借款 17.62 亿元，同比上升 27.88%。应付债券 37.73 亿元，同比上升 18.86%，主要系“17 万楼新城 PPN001”（10.00 亿元、5 年期）的成功发行所致。长期应付款为 9.11 亿元，同比下降 23.50%，主要系部分款项调整至一年内到期的非流动负债所致。

表 9 未来 5 年内公司有息债务到期分布情况

（单位：亿元）

科目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
其他应付款	32.84				
一年内到期非流动负债	15.92	--	--	--	--
长期借款	--	6.00	3.00	6.50	2.12
应付债券	--	4.00	4.00	16.00	14.00
长期应付款	--	1.00	0.80	2.20	5.11
合计	**48.76**	**11.00**	**7.80**	**24.70**	**21.23**

资料来源：公司提供

注：1. 其他应付款中的有息债务系公司与湘潭城乡建设发展集团有限公司的拆借资金，其实际偿还期限较长，但由于其他应付款属于短期负债，因此列入 2018 年到期债务中列示；

2. 表中每年需偿还的应付债券金额系按发行总额测算，与实际待偿还金额有细微差异，因此上表中全部债务较公司实际全部债务高。

2017 年底，公司全部债务 113.21 亿元，同比增长 6.60%。其中，长期债务占 56.94%，短期债务占 43.06%，公司债务结构较为合理。从债务期限分布看，2018 年的偿付压力最大。债务指标方面，2017 年底，公司资产负债率为 53.01%，较上年底下降 0.67 个百分点；长期债务资本化比率及全部债务资本化比率分别为 36.35%及 50.08%，同比分别增加 0.26 个百分

点及 8.66 个百分点。

从公司提供的有息债务到期分布情况看，公司 2018 年需偿付 48.76 亿元，短期支付压力大。

跟踪期内，公司负债总额快速增加，债务规模持续增长，以长期债务为主，但短期偿债压力大。未来，随着项目的逐步增多，公司债务负担将持续加重，债务负担处于合理范围内。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入为 13.85 亿元，同比增长 7.37%，主要系代建市政工程的逐步完工，确认的市政工程代建收入随之增长所致。2017 年，公司营业成本 1.27 亿元，同比增长 9.11%，涨幅略高于营业收入的增幅。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	12.90	13.85
营业成本	10.33	11.27
其他收益	--	1.34
营业外收入	0.80	--
利润总额	2.95	3.11
营业利润率（%）	19.95	16.68
总资本收益率（%）	1.80	1.40
净资产收益率（%）	2.90	2.76

资料来源：公司审计报告

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用为 0.35 亿元，同比下降 13.04%。公司期间费用占营业收入的比重为 2.51%，占比较上年下降 0.59 个百分点，公司期间费用控制能力持续增强。

2017 年，公司利润总额 3.11 亿元，同比上升 48.85%；其他收益为 1.34 亿元，全部来自政府补助。政府补助对公司利润总额贡献较大。

2017 年，公司营业利润率为 16.68%，较上年下降 3.27 个百分点；总资本收益率和净资产收益率仍处于较低水平，分别为 1.40%和 2.76%。公司整体盈利能力较弱。

跟踪期内，公司营业收入持续增长，期间费用控制能力有所增强，但公司整体盈利能力仍然较弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动现金流入量为 11.44 亿元，同比下降 74.49%。其中，受政府支付效率提升的影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 8.64 元；收到其他与经营活动有关的现金为 2.80 亿元，主要为收到的政府补助 1.34 亿元、往来款及其他资金 1.44 亿元。2017 年，公司经营活动产生的现金流出量为 25.97 亿元，同比下降 35.51%，主要系 2017 年公司存货涉及的现金支出减少所致。2017 年，公司经营活动现金流量净额为-14.52 亿元。从收入实现质量看，2017 年，公司现金收入比为 62.38%，虽大幅增长，但收入实现质量差。

表 11 公司现金流量情况（单位：亿元）

科目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入小计	44.85	11.44
经营活动现金流出小计	40.26	25.97
经营活动产生的现金流量净额	**4.59**	**-14.52**
投资活动产生的现金流量净额	**-0.11**	**-0.77**
筹资活动产生的现金流量净额	**-6.04**	**15.23**
现金收入比(%)	0.22	62.36

资料来源：公司审计报告

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入为 40.79 亿元，主要为取得借款收到的现金。筹资活动产生的现金流出为 25.56 亿元，主要为偿还债务支付的现金 19.29 亿元。2017 年，公司筹资活动现金流量净额为 15.23 亿元。

总体看，公司现金收入质量差，未来公司投资项目较多，外融资需求显著。

6. 偿债能力分析

2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为为 377.08%和 112.00%，流动比率较上年有所增长。2017 年，经营现金流动负债比为-23.10%，公司经营性活动现金流量净额对流

动负债保障无保障能力。2017 年底，公司现金类资产为 10.66 亿元，为同期短期债务的 0.22 倍，公司短期偿债能力弱。

2017 年，公司 EBITDA 为 3.30 亿元，全部债务/EBITDA 为 34.28 倍，较上年快速上升，公司偿债能力指标弱，但考虑到湘潭市政府对公司的支持力度，以及湘潭市较强的财政实力，公司实际偿债能力尚可。

截至 2017 底，公司获得各类金融机构的授信总额为 39.70 亿元，剩余可用授信额度为 3.50 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 40.60 亿元，分别为对湘潭万楼资产经营有限公司、地产集团及湘潭市保障性住房投资有限公司提供的担保，其中地产集团为公司母公司，湘潭万楼资产经营有限公司为地产集团子公司，被担保的三家公司均为国有企业，其违约风险较低。但 2017 年底，公司担保比率为 35.97%，担保比率较高，仍存在一定的或有负债风险。

表 12　2017 年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保公司	担保余额	截至日期
湘潭万楼资产经营有限公司	8.50	2028.01.11
湘潭地产集团经营有限公司	19.20	2019.12.22
	4.40	2018.08.06
湘潭市保障性住房投资有限公司	8.50	2021.12.02
合计	**40.60**	--

资料来源：公司提供

十、存续期债券偿债能力分析

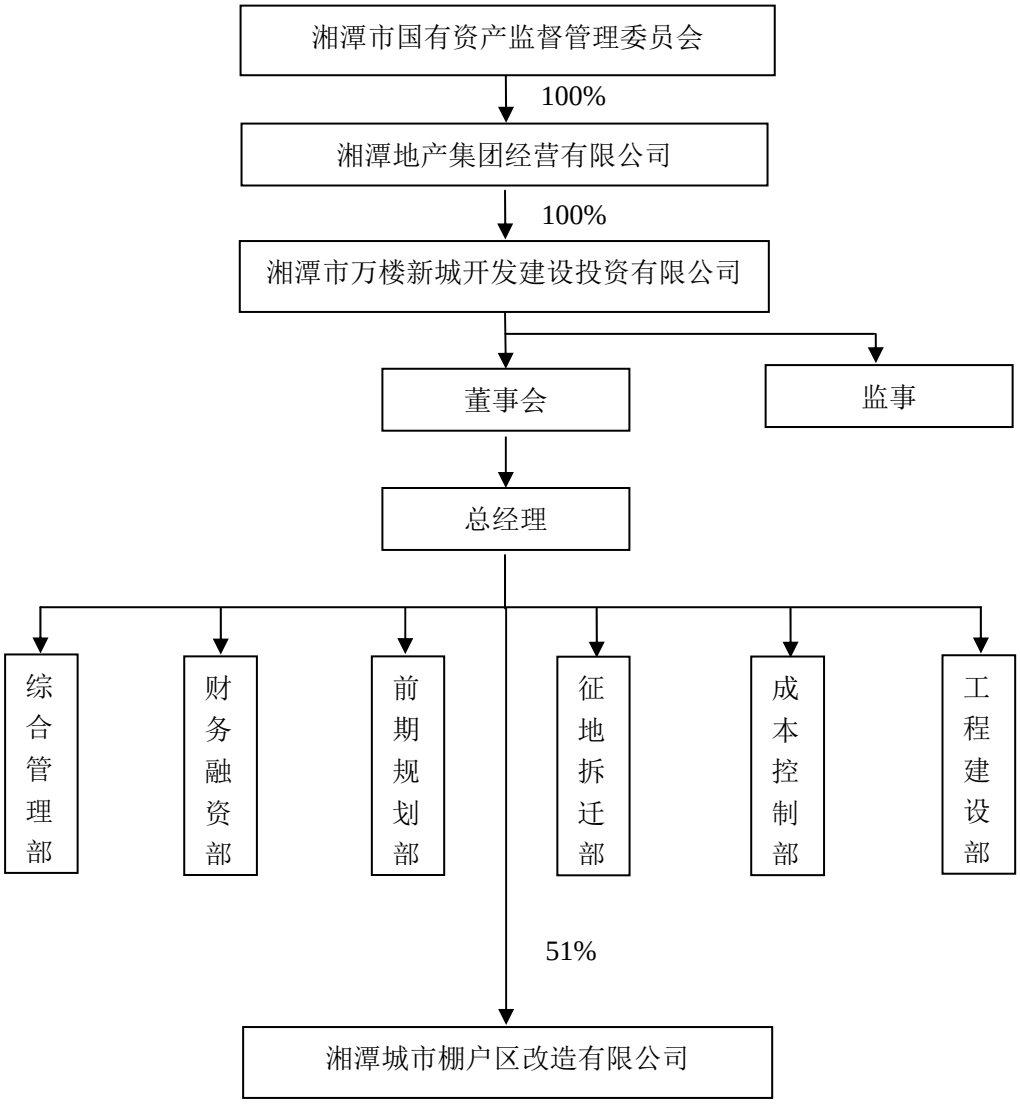
“15潭万楼债/PR潭万楼”债券余额16亿元，2017年，公司EBITDA、经营活动现金流入量以及经营活动现金流量净额分别为3.30亿元、11.44亿元和-14.52亿元，分别为待偿还债券本金的0.21倍、0.72倍和-0.91倍。“15潭万楼债/PR潭万楼”设有分期偿还条款，每年需偿还本金为4亿元，2017年，公司EBITDA、经营活动现金流入量以及经营活动现金流量净额分别为公司每年待偿还本金的0.83倍、2.86倍和-3.63倍。

总体看，“15潭万楼债/PR潭万楼”分期偿还条款有助于缓解公司还本付息压力，公司经营活动现金流入量对“15潭万楼债/PR潭万楼”的保障能力强。

十一、结论

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，“15 潭万楼债/PR 潭万楼”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	13.88	17.63	10.66
资产总额(亿元)	166.34	219.52	240.19
所有者权益(亿元)	98.75	101.69	112.86
短期债务(亿元)	7.31	48.77	48.75
长期债务(亿元)	54.10	57.43	64.46
全部债务(亿元)	61.41	106.20	113.21
营业收入(亿元)	8.33	12.90	13.85
利润总额(亿元)	2.16	2.95	1.77
EBITDA(亿元)	2.70	3.24	3.30
经营性净现金流(亿元)	-9.04	4.59	-14.52
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.36	0.40	0.34
存货周转次数(次)	0.06	0.08	0.07
总资产周转次数(次)	0.06	0.07	0.06
现金收入比(%)	30.99	0.22	62.36
营业利润率(%)	19.87	19.95	16.68
总资本收益率(%)	1.61	1.51	1.40
净资产收益率(%)	2.18	2.90	2.76
长期债务资本化比率(%)	35.40	36.09	36.35
全部债务资本化比率(%)	38.34	51.08	50.08
资产负债率(%)	40.64	53.68	53.01
流动比率(%)	1226.07	362.02	377.08
速动比率(%)	413.17	123.35	112.00
经营现金流动负债比(%)	-66.96	7.60	-23.10
全部债务/EBITDA(倍)	22.78	32.80	34.28

注：短期债务中包含其他应付款中有息部分，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+一年内到期的长期（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

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。