信用等级公告

联合〔2019〕1230号

联合资信评估有限公司通过对贵州省凯里城镇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，确定维持贵州省凯里城镇建设投资有限公司主体长期信用等级为AA，维持“15凯里城投债/PR凯投01”和“16凯里城投专项债/16黔凯专”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

贵州省凯里城镇建设投资有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 凯里城投债/PR 凯投 01	11.20 亿元	2022/12/17	AA	AA
16 凯里城投专项债/16 黔凯专	11.00 亿元	2023/10/13	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 12 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	57.63	23.70	3.76
资产总额(亿元)	371.57	389.35	375.49
所有者权益(亿元)	196.04	198.02	199.42
短期债务(亿元)	32.81	28.21	38.84
长期债务(亿元)	100.49	109.43	78.95
全部债务(亿元)	133.30	137.65	117.79
营业收入(亿元)	17.83	7.35	8.10
利润总额(亿元)	4.22	1.46	1.51
EBITDA(亿元)	6.21	5.53	3.41
经营性净现金流(亿元)	-18.88	-24.80	13.11
应收类款项/资产总额(%)	6.69	12.38	12.49
营业利润率(%)	23.45	12.43	10.23
净资产收益率(%)	1.70	0.65	0.70
资产负债率(%)	47.24	49.14	46.89
全部债务资本化比率(%)	40.47	41.01	37.13
流动比率(%)	287.58	415.94	316.29
全部债务/EBITDA(倍)	21.46	24.90	34.49

分析师：霍正泽　辛纯璐

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，贵州省凯里城镇建设投资有限公司（以下简称“公司”）作为黔东南州重要的基础设施建设主体，仍主要负责凯里市的基础设施建设和工程施工业务。跟踪期内，公司在财政补贴方面获得持续的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司货币资金大幅下降、短期债务快速增长且面临较大集中偿付压力、资产流动性和整体盈利能力仍弱、在建及拟建项目尚需投资规模大、未来资金筹措压力大等因素给公司信用基本面带来的不利影响。随着自建项目陆续投入运营，公司业务收入来源将有所丰富。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 凯里城投债/PR 凯投 01”和“16 凯里城投专项债/16 黔凯专”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司在财政补贴方面持续获得持续的外部支持。
2. 公司存续期债券均设置了提前分期偿还条款，一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

关注

1. 跟踪期内，公司短期债务规模快速增长，面临较大短期支付和集中偿付压力。
2. 公司资产中货币资金持续大幅下降、土地使用权占比高，代建项目成本规模较大，公司资产流动性弱。
3. 公司利润总额对政府补助依赖大，整体盈利能力弱。
4. 公司回购项目规模大且回款滞后，在建及拟建项目尚需投资规模大，公司面临较大的资金筹措压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由贵州省凯里城镇建设投资有限公司（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；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

贵州省凯里城镇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（以下简称“联合资信”）关于贵州省凯里城镇建设投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，黔东南州人民政府持有公司 51%股权，凯里市人民政府持股 47%，麻江县人民政府和凯里经济开发区管理委员会各持股 1%，黔东南州人民政府为公司第一大股东和实际控制人。截至 2018 年底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，仍是黔东南州重要的基础设施建设主体，主要负责凯里市的基础设施建设和工程施工业务。截至 2018 年底，公司本部内设办公室、财务部、工程部和计划发展部等 4 个职能部门，拥有全资子公司 9 家。

截至 2018 年底，公司资产总额 375.49 亿元，所有者权益 199.42 亿元。2018 年，公司实现营业收入 8.10 亿元，利润总额 1.51 亿元。

公司注册地址：贵州省黔东南苗族侗族自治州凯里市风情大道 1 号；法定代表人：吴如刚。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2018 年底，联合资信所评公司存续期内债券包括“15 凯里城投债/PR 凯投 01”和“16 凯里城投专项债/16 黔凯专”，存续期内债券余额合计 22.20 亿元（详见表 1）。跟踪期内，公司已按期支付存续期债券利息，公司既往还本付息情况良好。

募集资金使用方面，“15 凯里城投债/PR 凯投 01”募集资金用于凯里市 2014 年棚户区改造工程项目及凯里市 2015 年棚户区改造工程项目，“16 凯里城投专项债/16 黔凯专”募集资金用于凯里市城市停车场建设项目的建设，截至 2018 年底上述募集资金已全部使用完毕。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 凯里城投债/PR 凯投 01	14.00	11.20	2015/12/17	7 年
16 凯里城投专项债/16 黔凯专	11.00	11.00	2016/10/13	7 年
合计	**25.00**	**22.20**	--	--

资料来源：联合资信整理

“15 凯里城投债/PR 凯投 01”的募投项目为凯里市 2014 年棚户区改造工程项目及凯里市 2015 年棚户区改造工程项目，计划总投资额合计 31.00 亿元，截至 2019 年 4 月底已投资额合计 32.10 亿元，已使用募集资金 14.00 亿元，目前项目完工进度约为 85%。“16 凯里城投专项债/16 黔凯专”的募投项目凯里市城市停车场建设项目，计划总投资额 16.00 亿元，截至 2019 年 4 月底已投资额 12.40 亿元，已使用募集资金 11.00 亿元，目前项目完工进度为 78%。

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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法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 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券	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

	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	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〔2018〕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。

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年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。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济情况

公司是黔东南州重要的基础设施建设主体，主要负责凯里市的基础设施建设和工程施工业务，公司的经营和投资方向受地区经济实力的影响较大，并与城市建设、城市发展规划密切相关。

（1）黔东南州

跟踪期内，黔东南州地区生产总值保持增长，固定资产投资中的基础设施投资额增速较快。

根据《黔东南苗族侗族自治州2018年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2018年黔东南州全年实现地区生产总值1036.62亿元，比上年增长7.9%。分产业看，第一产业增加值211.31亿元，同比增长6.8%；第二产业增加值231.59亿元，同比增长7.0%%；第三产业增加值593.72亿元，同比增长8.7%。第一、二、三

次产业增加值占全州生产总值的比重为20.4%、22.3%和57.3%。在三次产业中，第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为15.8%、23.8%和60.4%。全州人均生产总值29358元，同比增长7.4%。

2018年，黔东南州全州全社会固定资产投资（不含农户）比上年增长8.3%。从三大产业看，第一产业投资增长28.7%；第二产业投资下降21.1%；第三产业投资增长12.1%。从三大领域看，基础设施投资比上年增长11.2%；房地产开发投资下降3.3%；工业投资下降17.5%。

（2）凯里市

凯里市作为黔东南州州府所在地，在黔东南州经济总量中占有较大比重，地区生产总值较保持增长，固定资产投资规模有所回升。

根据《2019年凯里市人民政府工作报告》，预计2018年，凯里市全市生产总值完成240.56亿元，增长4.8%；规模以上工业增加值完成22.02亿元，增长10%；固定资产投资完成131.86亿元，增长10%。2018年，凯里市出列贫困村50个，脱贫13008人，贫困发生率下降至2.37%；城镇化率提高到72.35%。同期，凯里市排名中国西部百强县市第33位。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年底，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元，股权结构较上年未发生变化。其中黔东南州人民政府、凯里市人民政府、麻江县人民政府和贵州凯里经济开发区管理委员会分别持有公司51%、47%、1%和1%股权。公司实际控制人为黔东南州人民政府。

2. 人员素质

跟踪期内，公司董事会、监事会及高级管理层人员发生重大变化。高管人员变动可能对公司未来经营产生一定影响，目前公司高级管理人员未有在其他事业单位兼职的现象。

跟踪期内，公司就管理人员在其他事业单位兼职的情况进行整改，2019年1月18日，公司董事会决议（凯城投董事决议〔2019〕11号）免去潘兴灵、顾凯黔、金瑞、杨小林、徐思林、杨小辉等人在公司的一切职位、职务，调整新的董事会成员为吴如刚（董事长、法人代表）、王淑娟、曹强、付强、刘泓皞，新的监事会成员为龙大香、王若冰、姚敦豪。2019年2月18日，公司2019年度第1次股东会决议同意上述调整。

根据凯里市人民政府会议纪要（总第113期），研究并原则同意市国资办关于公司人员调整的请示（凯国资办呈〔2019〕14号）。截至2019年4月底，公司高级管理人员由1名董事长、1名总经理和名副总经理组成。

吴如刚先生，1970年10月生，中共党员，在职本科学历；曾任凯里市环境保护局环境监测工程师、凯里市农村公路管理局路政管理科科长、凯里市公路建设养护中心副主任（副科级）、凯里市乡镇交通运输综合管理站站长；2019年2月起任公司董事长。

王淑娟女士，1976年11月生，本科学历；曾任公司监事会主席、贵州省凯里黔行城市产业发展有限公司董事长；2019年2月起任公司总经理。

顾秋香女士，1983年9月生，在职本科学历女，汉族，在职本科学历；曾在凯里市建设工程总公司（以下简称“凯里市建”）工作，2018年2月起任公司副总经理。

3. 外部支持

公司代建项目及回购项目回款来源均为黔东南州及其首府凯里市政府，黔东南州财政收支情况直接影响公司的业务承接、收入规模及回款情况。2018年，黔东南州及凯里市地方一般预算收入均有所下降，财政自给率低；地方政府债务负担重。跟踪期内，凯里市继续给予公司财政补贴支持。

根据《黔东南苗族侗族自治州2018年国

民经济和社会发展统计公报》，2018 年，黔东南州一般公共预算收入 66.38 亿元，同比下降 23.3%。其中，税收收入 45.25 亿元，同比下降 19.3%；非税收入 21.12 亿元，同比下降 30.7%；非税收入占一般公共预算收入比重为 31.8%，较上年下降 3.4 个百分点，收入质量有所提升。一般预算支出 403.78 亿元，同比增长 0.6%，财政自给率 16.44%，处于低水平。

根据《关于凯里市 2017 年财政预算执行情况和 2018 年财政预算草案的报告》，2018 年，凯里市一般公共预算收入 19.37 亿元。其中，税收收入 13.75 亿元，占 70.97%，同比下降 21.53%。凯里市一般公共预算支出 42.46 亿元，同比下降 12.64%；财政自给率 45.62%，处于较低水平。同期，凯里市存量政府债务余额为 111.22 亿元，地方政府债务负担重。

2018 年，公司获得了凯里市财政局拨付的凯里民族风情园租金补贴、凯里西出口会展中心营运补贴、贷款利息补贴、中央节能减排补助资金和绿色公交项目专项补助等政府补助款共计 2.77 亿元，计入“其他收益”“财务费用”和“营业外收入”科目。

4. 企业信用情况

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（自主查询版）（机构信用代码为：G1052260100053570Z），截至 2019 年 6 月 4 日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清信贷记录中，包含一笔金额为 21.01 元的欠息，根据公司出具的证明，该笔欠息系财务人员支付利息时填写金额有误，造成支付数额与银行应收利息金额不一致所致。公司另有 2.25 亿元关注类担保，根据公司于 2019 年 5 月 27 日出具的情况说明，该笔贷款为其对贵州凯里经济开发区开元城市投资开发有限责任公司（以下简称“开元城投”）于 2017 年向中航国际租赁有限公司（以下简称“中航国际”）申请的融资租赁贷款，由于开元城投计划延期支付该笔资金，中航国际将该笔业务列为关注类；目前开元城投正在积极筹措资金偿还债务，该笔担保对公司日常经营暂无影响。联合资信将持续关注该笔担保贷款的实际偿付情况。

截至 2019 年 5 月 27 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，公司法人治理结构和管理制度未发生重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入构成仍以工程施工收入和工程项目回购收入为主；营业收入规模有所增长，毛利率水平有所下降。

跟踪期内，公司营业收入主要以工程施工收入和工程项目回购收入为主。2018 年，公司实现营业收入 8.10 亿元，同比增长 10.22%；其中，工程施工业务收入占 77.01%，工程项目回购收入占 20.92%。同期，公司综合毛利率 14.18%，较上年度下降 3.47 个百分点，主要系占比较大的工程施工业务毛利率下降所致。

表 3　2016~2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程项目回购	1.01	5.66	20.77	1.10	14.94	19.23	1.70	20.92	18.52
代建管理业务	0.11	0.64	100.00	0.05	0.66	100.00	--	--	--
水费	0.40	2.27	31.55	--	--	--	--	--	--
安装维修费	0.14	0.80	-21.14	--	--	--	--	--	--

工程施工	6.86	38.49	8.09	6.08	82.68	16.47	6.24	77.01	12.31
租赁	0.06	0.35	46.41	0.07	0.97	54.66	0.10	1.23	68.23
车辆运输	0.04	0.25	13.13	0.02	0.25	-74.39	0.02	0.20	-108.82
土地转让	9.11	51.07	69.51	--	--	--	--	--	--
其他	0.08	0.46	69.97	0.04	0.50	30.95	0.05	0.65	30.48
合计	**17.83**	**100.00**	**41.49**	**7.35**	**100.00**	**17.65**	**8.10**	**100.00**	**14.18**

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

（1）工程项目回购业务

跟踪期内，公司主要执行原有项目回购协议。受回购项目完工进度及竣工验收进度滞后的影响，政府回购进度晚于约定期限。

跟踪期内，公司未签订新的项目回购协议，仍执行2015年以前与凯里市人民政府按项目签订的投资建设回购协议，投资回报率按总投资额的30%计算，项目建设完成并经交工验收合格后，在回购期限内分期支付回购款项。2017年，子公司凯里市交通建设工程公司（以下简称“凯里交建”）与凯里市国有资产经营有限责任公司（以下简称“凯里国资”）就凯里市福利院至凯二线市政干道建设和凯里市鸭塘街道至凯二线市政干道建设等项目签订代建协议，将工程投资所形成的工程款分标段分期结算，结算比例为成本加成25%。凯里国资根据相关《项目费用申请书》拨付款项。

表4 截至2018年底公司回购项目的回购安排情况（单位：亿元）

项 目	总投资	预计回购资金	已投资	已回购金额/2018年回购金额	回购期限
凯里市滨河路道路工程建设项目	21.06	27.38	29.82	4.08/0.95	2014~2020年
凯里二龙至台江台盘工业园区公路工程	21.82	28.37	15.71	--	2014~2020年
凯二大道城市主干道建设	5.17	6.72	1.72	--	2016~2023年
凯里市炉山至下司快速通道建设工程	5.40	7.02	2.32	--	2017~2024年
凯里市第一职业学校门前开怀至薅支坪城市主干道建设项目	0.37	0.48	0.19	--	2015~2019年
麻江县城至白秧坪公路	4.75	6.18	2.77	--	2014~2018年
开怀片区20公里路网	10.07	13.09	3.79	--	2014~2020年
碧波工业园区环线路网	11.25	14.63	2.03	--	2016~2022年
凯里市福利院至凯二线市政干道建设项目	1.88	2.35	0.37	0.45/0.45	2018~2023年
凯里市鸭塘街道至凯二线市政干道建设项目	0.24	0.30	0.24	0.29/0.29	2018~2023年
合计	**82.01**	**106.52**	**58.96**	**4.82/1.70**	**--**

注：根据公司提供的数据，凯里二龙至台江台盘工业园区公路工程计划投资额由14.82亿元调整为21.82亿元，表7中该项目回购资金按新概算金额加30%回报率计算得出，与回购协议中回购资金存在差异

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司回购项目总投资82.01亿元，已投资额合计58.96亿元，大部分项目施工进度缓慢，在2018年度未有投入，尚需投资金额31.81亿元。其中，凯里市滨河路道路工程建设项目已投资额高于计划总投资额，主要系征地拆迁投资超预算所致；公司对凯里二龙至台江台工业园区公路工程计划总投资额调增至21.82亿元，对应预计回购应为28.37亿元，根据项目回购协议，最终回购金额可根据竣工决算调整。

截至2018年底，公司回购项目均应进入回购期，但根据项目回购协议，项目达到竣工验收标准后才能进行回购，受回购项目完工进度或竣工验收进度滞后的影响，凯里市人民政府

仅对公司凯里市滨河路道路工程建设项目的回购收入予以确认并支付回购款；凯里国资对凯里市福利院至凯二线市政干道建设项目和凯里市鸭塘街道至凯二线市政干道建设项目确认回购。2018年，公司确认回购收入1.70亿元，均已实现回款；毛利率为18.52%，较上年有所下降主要系成本加成比例下降所致。考虑到公司工程项目预计回购金额较大，联合资信将持续关注公司回购项目的回购安排执行情况、回购项目超概算及总概算调增部分的回购协议签订情况。

（2）代建管理业务

跟踪期内，公司代建项目基本完工，但未进行最终审计结算，未确认代建管理费收入。

跟踪期内，公司代建管理业务区域、内容、模式、收入确认和结算方式未发生变化。黔东南州人民政府、凯里市人民政府（委托方）分别就部分项目与公司（受托方）签订委托代建协议，公司负责凯里市区域内的基础设施建设，也可根据实际情况另行委托或依法按程序发包给有资质的第三方作为委托建设主体项目的具体实施主体，但公司承担相应的项目管理责任。根据协议，在项目建设的初期和实施阶段，根据实际需要，委托方先行拨付项目建设资金；每年年末，由公司对项目的建设进度和实际成本进行汇总统计，经委托方审核后支付给公司所承担项目的建设资金并加成20%作为委托建设管理费，公司仅将管理费确认收入；待项目竣工验收合格后结算全部剩余款项给公司。会计处理方面，公司代建管理业务相关的项目成本均体现在“存货”中。

2018年，公司代建项目基本完工，但未进行审计结算；故未确认代建管理费收入。截至2018年底，公司本部在建的代建项目为滨江路一段、开怀土地收储项目和炉山万潮片区土地整治项目，计划总投资额合计11.65亿元，累计已投资额8.82亿元，尚需投资2.83亿元。公司代建项目建设接近尾声，尚需投资规模小。

（3）工程施工业务

跟踪期内，工程施工业务正常开展，在手合同和收入规模略有增长，回款质量有所提升。总体来看，该业务整体规模较小，业务持续性一般。

子公司凯里市建和凯里交建为公司工程施工业务的经营实体。其中，凯里市建具备国家房屋建筑工程施工总承包二级、市政公用工程施工总承包叁级资质。

表5　2016~2018年公司工程施工业务合同情况

（单位：个、亿元）

		2016年	2017年	2018年
凯里市建	在手合同额	20.25	5.70	6.28
	已完成工程进度对应合同额	6.82	5.20	5.71
	新签合同个数	--	37	43
	新签合同金额	--	1.08	0.58
凯里交建	在手合同额	44.88	17.49	22.13
	已完成工程进度对应合同额	24.99	10.52	8.56
	新签合同个数	2	--	4
	新签合同金额	10.32	--	4.64

注：未获取凯里市建2016年和凯里交建2017年新签合同数据
资料来源：公司提供

跟踪期内，凯里市建和凯里交建两家公司仍主要承接凯里市各类政府部门的项目，其经营模式为公司通过招投标方式承接项目并施工建设，凯里市建、凯里交建根据建造合同方式确定收入和成本。由于公司的项目主要为政府投资项目，由公司先行垫资，政府部门通常会根据项目进度向公司支付工程建设款，公司承建项目资金回收较有保障。

截至2018年底，凯里市建主要在手施工合同额合计6.28亿元，已完成工程进度对应合同额5.71亿元；凯里交建主要在手施工合同额合计22.13亿元，已完成工程进度对应合同额8.56亿元。新签施工合同方面，2018年，凯里市建新签合同43个，总造价0.58亿元；凯里交建新签合同4个，单个项目合同金额较大，合计金额4.64亿元。整体看，公司工程施工业

务规模较小，持续性一般。

2018 年，公司实现工程施工收入 6.24 亿元，较 2016 年略有增长，均已收到回款。同期，公司工程施工业务毛利率 12.31%，较 2016 年下降 4.16 个百分点，主要系当期结转工程成本金额较大所致。

（4）自建项目

跟踪期内，公司主要进行自建项目的投资建设。该部分业务将丰富公司未来的收入来源，但景区和停车场项目的收入实现情况受市场因素影响较大，可能存在一定不确定性；项目投资需求较大，如收入规模未达预期，可能将对公司的资金平衡带来压力。

除上述代建管理业务和项目回购业务中的在建项目以外，公司尚有部分自建项目，计划总投资额合计 142.40 亿元，截至 2018 年底已投资额 53.44 亿元，未来投资需求 89.76 亿元，规模较大，公司面临较大的资金筹措压力。

表 6　截至 2018 年底公司主要在建自营项目明细

（单位：亿元）

项目名称	总投资规模	已完成投资	未来投资需求
凯里市城东绿色公共交通综合体建设项目	13.57	3.47	10.10
棚户区改造	31.30	32.10	--
停车场项目	16.59	11.60	4.99
香炉山景区建设项目	48.04	1.93	46.11
东出口异地扶贫安置点项目	17.60	4.18	13.42
巴拉河景区慢行系统项目	10.98	0.13	10.85
碧波特色小镇项目	4.32	0.03	4.29
合计	**142.40**	**53.44**	**89.76**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司拟建项目共 3 个，均为自建项目，计划投资额 7.60 亿元。根据公司提供的资金筹措方案，拟建项目将得到部分财政资金支持，拟建项目全部为公司自营项目，项目运营后预计将产生租赁收入。

总体看，公司在建和拟建项目预计建设完工运营后将为公司贡献部分经营性收入，但尚需投资规模大，且部分公益性项目收益无法覆盖项目总投资，未来公司将面临较大资金压力。

表 7　截至 2018 年底公司主要拟建项目明细　（单位：万元）

归属业务板块	项目名称	计划开竣工时间	计划总投资规模	资金筹措方案		项目筹备进度	未来收益类型
				财政资金	银行贷款		
自建	凯里未来城运动广场建设项目	2019.1~2019.12	10000.00	5000.00	5000.00	已完成可立项、可研、招标工作，已于 2019.1 开工	租赁收入
自建	凯里市新银桂广场项目	2019.1~2019.12	24025.38	4025.38	20000.00	已完成可立项、可研、招标工作，已于 2019.1 开工	租赁收入
自建	凯里城南公交综合场站	--	42000.00	10000.00	32000.00	准备启动可行性研究报告编制	租赁收入
合计	--		**76025.38**	**19025.38**	**57000.00**	--	--

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2018年合并财务报告，江苏苏亚金诚会计师事务所（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审计结论。

2018 年，公司合并范围无变化，财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所下降，资产结构仍以流动资产为主，流动资产中货币资金大幅下降、存货和其他应收款占比大；且受限资产规模较大，公司资产流动性仍较弱。

截至2018年底，公司资产总额375.49亿元，较上年底下降3.56%，主要来自流动资产的减少。同期，公司资产结构仍以流动资产为主。

表8 2016~2018年公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科 目	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	57.63	15.51	23.70	6.09	3.76	1.00
其他应收款	17.71	4.77	38.47	9.88	43.28	11.53
存货	88.81	23.90	207.33	53.25	213.56	56.88
流动资产	**176.63**	**47.54**	**288.10**	**73.99**	**275.46**	**73.36**
投资性房地产	24.20	6.51	22.80	5.86	22.86	6.09
在建工程	95.00	25.57	1.92	0.49	2.02	0.54
无形资产	72.46	19.50	73.39	18.85	72.18	19.22
非流动资产	**194.94**	**52.46**	**101.26**	**26.01**	**100.03**	**26.64**
资产总计	**371.57**	**100.00**	**389.35**	**100.00**	**375.49**	**100.00**

注：其他应收款中不包含应收利息和应收股利
资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司流动资产275.46亿元，较上年底减少4.39%，主要系货币资金和应收账款下降所致。公司货币资金3.76亿元，较上年底较少19.94亿元，主要系当期支付工程款较多、当期偿还债务较多且融资金额减少等综合因素影响所致；货币资金中无受限资金。应收账款3.61亿元，较上年底下降62.91%，主要系公司加大工程施工业务应收账款回收力度所致；公司应收账款前五名欠款额占60.73%，集中度较高。预付款项11.13亿元，较上年底增长25.43%，主要系预付购房款和工程款规模增长所致；其中账龄在2年以内的预付款项合金占72.68%，整体账龄较短。其他应收款43.27亿元，较上年底增长12.50%，主要系公司与凯里国资和凯里市交通运输局等国企事业单位的往来款规模不断增长所致；公司其他应收款前五名欠款额占76.22%，集中度高。存货213.56亿元，较上年底增长3.01%；主要由开发成本121.42亿元、待开发土地86.40亿元和未结算工程施工成本5.71亿元构成，其中48.32亿元土地使用权用于抵押，占存货中土地使用权的55.93%。

截至2018年底，公司非流动资产100.03亿元，较上年底略有下降。其中投资性房地产22.86亿元，主要由房屋、建筑物（占69.66%）和土地使用权（占30.34%）；投资性房地产中用于抵押的房产20.12亿元，受限规模大。无形资产72.18亿元，较上年底略有减少，主要系土地使用前和特许经营权摊销所致；其中受限土地使用权42.87亿元，占比59.39%。

截至2018年底，公司应收类款项占资产总额的比重为12.49%，较上年底略有增加。同期，公司账面受限资产合计111.31亿元，占资产总额的比重为29.64%，规模较大。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模和结构基本保持稳定。

截至2018年底，公司所有者权益199.41亿元，规模和结构较上年底基本保持稳定。其中实收资本10.00亿元（占5.01%）、资本公积173.77亿元（占87.14%）、未分配利润14.38亿

元（占7.21%）。

跟踪期内，公司负债总额有所下降，流动负债占比提升；有息债务结构仍以长期债务为主，债务负担有所下降且处于合理水平，但公司将于2019~2020年面临较大集中偿付压力。考虑到公司在建和拟建的自营项目投资需求较大，预计公司债务规模将进一步扩张。

截至2018年底，公司负债总额176.07亿元，较上年底下降7.98%，系非流动负债减少所致；从负债结构来看，流动负债占比快速上升至49.46%。

表9　2016~2018年公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	16.79	9.57	23.68	12.38	34.28	19.47
一年内到期的非流动负债	21.47	12.23	23.21	12.13	37.68	21.40
流动负债	**61.42**	**34.99**	**69.26**	**36.20**	**87.09**	**49.46**
长期借款	64.74	36.88	64.73	33.83	47.04	26.72
应付债券	35.75	20.37	44.70	23.36	31.92	18.13
非流动负债	**114.11**	**65.01**	**122.07**	**63.80**	**88.98**	**50.54**
负债总额	**175.53**	**100.00**	**191.34**	**100.00**	**176.07**	**100.00**

注：其他应付款数据不包含应付利息和应付股利

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动负债87.09亿元，较上年底增长25.74%，主要来自其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。其中应付账款7.02亿元，主要由应付凯里市旅游发展委员会香炉山景区特许经营权欠款、应付柴油款和未结算工程款构成。预收账款6.56亿元，较上年底减少21.59%，主要系预收工程款结算所致。其他应付款（不包含应付利息和应付股利）33.33亿元，较上年底增长40.75%，系应付凯里市财政局往来款规模增加所致。一年内到期的非流动负债37.67亿元，较上年底增长62.26%，其中包括一年内到期的长期借款27.55亿元、一年内到期的应付债券5.00亿元、一年内到期的长期应付款5.12亿元。

截至2018年底，公司非流动负债88.98亿元，较上年底降低27.11%，主要系将于一年内到期的长期借款和应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。其中长期借款47.04亿元，以质押借款22.94亿元、抵押借款6.30亿元及保证并质押借款11.92亿元为主。应付债券31.92亿元，系“15凯里城投债/PR凯投01”、“16凯里城投专项债/16黔凯专”“17贵州凯里PPN001”和“17贵州凯里PPN002”的摊余成本。长期应付款（不含专项应付款）8.08亿元，为公司向其他金融机构的借款，均为有息债务。

截至2018年底，公司全部债务117.79亿元，较上年底减少14.43%。其中长期债务占67.02%，占比较上年底下降12.47个百分点。截至2017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46.89%、37.13%和28.36%，均较2017年底有所下降。若将其他应付款中的有息债务纳入短期债务，长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算，公司调整后全部债务129.87亿元，较上年底减少22.89亿元，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为39.44%和30.38%。从债务期限结构来看，公司将于2019~2022年分别偿还43.29亿元、32.48亿元、22.25亿元和10.79亿元到期债务，分别占公司调整后全部债务的33.33%、25.01%、17.13%和8.31%，公司将于2019~2020年面临较大集中偿付压力。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所增长，营业利润率受成本增速较快影响有所下降；受公司所获政府贷款利息补贴直接冲抵利息支出影响，公司期间费用大幅下降，但对公司利润的侵蚀仍大，政府补助对利润总额贡献大。公司整体盈利能力弱。

2018 年，公司实现营业收入 8.10 亿元，同比增长 10.22%，主要来自工程项目回购和工程施工收入；同期，公司营业成本 6.95 亿元，较上年度增长 14.87%，高于同期营业收入增速。营业利润率 10.23%，较上年度下降 2.20 个百分点。

2018 年，公司期间费用合计 1.12 亿元，同比下降 45.12%，主要系公司所获政府贷款利息补贴直接冲抵利息支出所致。同期，公司期间费用占营业收入的比重为 13.82%，较上年度下降 13.94 个百分点，但对利润侵仍较大。

2018 年，公司实现其他收益 1.97 亿元，主要为政府下发的贷款利息补贴、运营补贴和项目专项补助资金等。同期，公司发生资产减值损失 0.22 亿元，主要为其他应收款计提的坏账损失；公允价值变动收益 504.43 万元，为按公允价值计量的投资性房地产价值变动收益。2018 年，公司利润总额 1.51 亿元，其他收益对利润总额贡献大。

从盈利指标看，2018 年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 0.57%和 0.70%，公司整体盈利能力弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，受主营业务回款和收到的往来款增加影响，公司经营活动现金流由负转正。市场环境影响下，公司外部筹资借款规模大幅下降，偿还债务本金及利息支出保持较大规模，筹资活动现金流持续为负，且缺口快速扩大。上述因素导致公司现金类资产规模整体收缩，公司外部筹资压力加大。

经营活动方面，受营业收入回款和收到的往来款增加影响，2018 年公司经营活动现金流入 43.66 亿元，同比增长 85.53%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 12.78 亿元，同比增长 48.90%；收到其他与经营活动有关的现金 30.87 亿元，主要由收到的往来款 28.06 亿元和政府补助 2.77 亿元构成。同期，公司现金收入比 157.77%，同比上升 40.99 个百分点，公司收现质量维持在较好水平。2018 年，公司经营活动现金流出量为 30.55 亿元，同比下降 36.80%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 14.09 亿元，同比下降 43.92%，主要系本年工程项目投入较少所致；支付其他与经营活动有关的现金 15.53 亿元，主要为支付的往来款 15.43 亿元。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正为 13.11 亿元。

投资活动方面，2018 年公司未形成投资活动现金流入；投资活动现金流出均为购建固定资产、无形资产等支付的现金，且规模小。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额-0.30 亿元。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入 19.04 亿元，同比下降 55.19%，外部整体融资环境较差所致，均为取得借款收到的现金。同期，公司偿债现金流出规模较大，为 51.79 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2018 年，公司筹资活动现金流净额持续为负，且缺口快速扩大，为-32.75 亿元，公司外部筹资压力大。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产规模大幅下降，短期支付压力大；长期偿债能力仍弱。考虑到公司获得持续的外部支持，整体偿债风险小。

从短期偿债能力看，2018 年底，公司流动比率和速动比率均较上年大幅下降，分别为 316.29%和 71.07%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 15.05%，经营活动现金流量金额对流动负债的保障能力弱。现金类资产规模较上

年底大幅下降，对公司调整后短期债务不具备覆盖能力，公司短期支付压力大。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 3.41 亿元，同比下降 38.22%，主要系财务费用利息支出大幅减少所致。调整后全部债务/EBITDA 倍数 38.03 倍，较上年度的 27.63 倍大幅上升，公司长期偿债能力弱。考虑到公司获得持续的外部支持，整体偿债风险较小。

截至 2018 年底，公司及子公司（合并口径）共获得各银行授信额度共计人民币 45.07 亿元，未使用额度 13.46 亿元，公司间接融资渠道有待扩宽。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 10.33 亿元，担保比率为 5.18%，被担保方均为黔东南州或凯里市国有企业，目前被担保企业经营正常，公司或有负债风险相对可控。

表 10　截至 2018 年底公司对外担保构成

（单位：亿元）

被担保企业名称	担保余额
凯里正源建筑工程有限责任公司	0.39
凯里市国土资源开发建设投资有限责任公司	3.34
贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司	5.91
凯里市公共交通总公司	0.17
贵州炉碧经济开发区恒源鸿福建设开发有限责任公司	0.43
凯里市文化旅游产业投资发展有限公司	0.10
合 计	**10.33**

资料来源：公司审计报告

6. 母公司财务概况

母公司财务方面，截至 2018 年底，母公司资产总额 276.62 亿元，同比下降 1.59%。其中流动资产占 61.26%、非流动资产占 38.74%，资产构成以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的 73.67%，占比较大。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 161.88 亿元，同比变动不大；主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占合并报表所有者权益的 81.18%，占比较高。

截至 2018 年底，母公司负债总额 114.75 亿元，同比下降 4.27%。其中流动负债占 66.37%、非流动负债占 33.63%，母公司负债结构以流动负债为主。母公司负债总额占合并报表负债的 65.17%，占比较高。

2018 年，母公司实现营业收入 0.95 亿元，较上年底下降 20.58%，占合并报表营业收入的比重较小，为 11.73%；母公司利润总额为 0.45 亿元，同比减少 1.10 亿元，主要来自其他收益的减少。

母公司经营活动现金流主要为收到其他与经营活动有关的现金，2018 年经营活动现金净流量为 20.84 亿元；投资活动现金流主要来自投资支付的现金 0.80 亿元；筹资活动现金流出规模较大，主要为偿还债务支付的现金 22.22 亿元，2018 年筹资活动现金流量净额为 -27.30 亿元。

九、存续期内债券偿债能力分析

截至 2018 年底，公司存续债券余额 37.20 亿元，其中一年内到期的应付债券 5.00 亿元。存续债券的短期偿债压力大，且未来偿债压力集中度高。考虑到公司获得持续的外部支持，公司存续期内债券整体偿债风险小。

截至 2018 年底，公司现金类资产 3.76 亿元，对公司将于一年内到期的债券余额 5.00 亿元保障程度弱。公司将于 2020 年达到存续债券偿还本金峰值 20.00 亿元（“15 凯里城投债/PR 凯投 01”分期偿还本金 2.80 亿元、“16 凯里城投专项债/16 黔凯专”分期偿还本金 2.20 亿元、“17 贵州凯里 PPN001”到期一次还本 10.00 亿元、“17 贵州凯里 PPN002”到期一次还本 5.00 亿元）。2018 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 43.66 亿元、13.11 亿元和 3.41 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表11　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	5.00

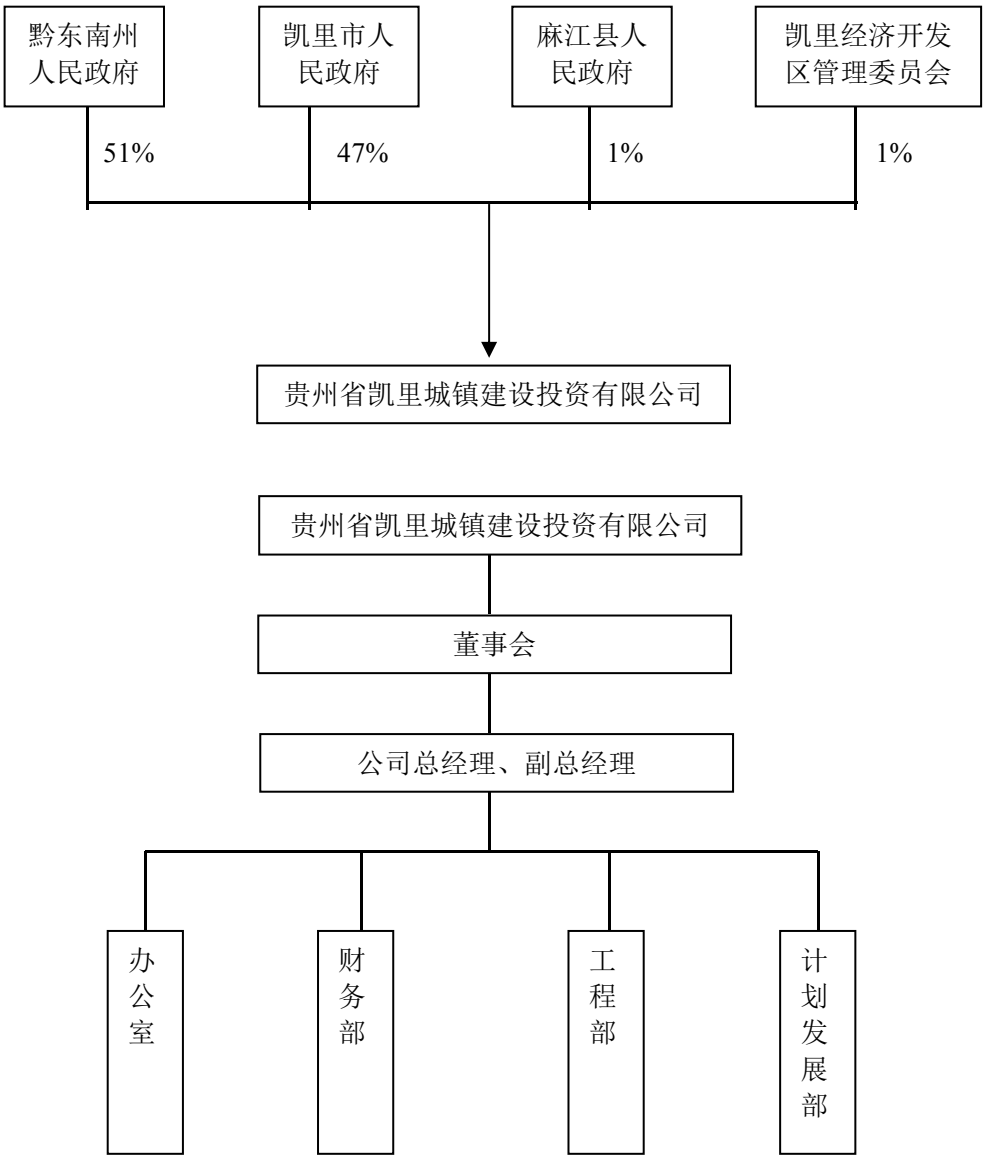
未来待偿债券本金峰值	20.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.75
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.18
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.66
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.17

资料来源：联合资信整理

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 凯里城投债/PR 凯投 01”和“16 凯里城投专项债/16 黔凯专”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2018 年底公司股权结构和组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	57.63	23.70	3.76
资产总额(亿元)	371.57	389.35	375.49
所有者权益(亿元)	196.04	198.02	199.42
短期债务(亿元)	32.81	28.21	38.84
调整后短期债务(亿元)	32.81	32.21	42.84
长期债务(亿元)	100.49	109.43	78.95
调整后长期债务(亿元)	113.80	120.54	87.04
全部债务(亿元)	133.30	137.65	117.79
调整后全部债务(亿元)	146.61	152.76	129.87
营业收入(亿元)	17.83	7.35	8.10
利润总额(亿元)	4.22	1.46	1.51
EBITDA(亿元)	6.21	5.53	3.41
经营性净现金流(亿元)	-18.88	-24.80	13.11
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.49	0.87	1.21
存货周转次数(次)	0.12	0.04	0.03
总资产周转次数(次)	0.05	0.02	0.02
现金收入比(%)	124.04	116.78	157.77
应收类款项/资产总额(%)	6.69	12.38	12.49
营业利润率(%)	23.45	12.43	10.23
总资本收益率(%)	1.21	1.18	0.59
净资产收益率(%)	1.70	0.65	0.70
长期债务资本化比率(%)	33.89	35.59	28.36
调整后长期债务资本化比率(%)	36.73	37.84	30.38
全部债务资本化比率(%)	40.47	41.01	37.13
调整后全部债务资本化比率(%)	42.79	43.55	39.44
资产负债率(%)	47.24	49.14	46.89
流动比率(%)	287.58	415.94	316.29
速动比率(%)	142.99	116.61	71.07
经营现金流动负债比(%)	-30.74	-35.81	15.05
全部债务/EBITDA(倍)	21.46	24.90	34.49
调整后全部债务/EBITDA(倍)	23.60	27.63	38.03

注：1、调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务部分
2、调整后短期债务=短期债务+其他应付款中有息债务部分
3、调整后全部债务=调整后长期债务+调整后短期债务

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	主营业务收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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