信用等级公告

联合[2018] 2132 号

联合资信评估有限公司通过对黄冈市城市建设投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持黄冈市城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 黄冈城投 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

黄冈市城市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
18 黄冈城投 MTN001	10.00 亿元	2021/03/14[1]	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 27 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.02	50.47	43.89	55.09
资产总额(亿元)	316.37	398.35	403.42	420.65
所有者权益(亿元)	189.58	231.65	244.37	255.92
短期债务(亿元)	15.73	20.55	12.30	0.00
长期债务(亿元)	75.16	108.98	112.99	129.56
全部债务(亿元)	90.89	129.52	125.29	129.56
营业收入(亿元)	4.52	8.99	11.80	0.50
利润总额(亿元)	1.38	6.33	4.87	1.20
EBITDA(亿元)	1.42	6.84	5.55	--
经营性净现金流(亿元)	-0.64	3.86	0.95	-3.81
应收类款项/资产总额(%)	3.07	11.81	7.20	6.15
营业利润率(%)	9.95	53.29	29.89	8.63
净资产收益率(%)	0.56	2.26	1.75	--
资产负债率(%)	40.08	41.85	39.43	39.16
全部债务资本化比率(%)	32.41	35.86	33.89	33.61
流动比率(%)	801.34	824.41	884.83	1810.07
经营现金流动负债比(%)	-2.88	13.01	3.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	64.03	18.93	22.56	--

分析师

唐立倩　朱 煜
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，黄冈市经济持续增长，黄冈市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）作为黄冈市主要的土地整理和城市基础设施投融资主体，持续在资本金注入、财政补贴等方面获得有力的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性较弱、经营活动现金流入受财政资金拨付效率影响大、未来投资规模大等因素给公司信用水平带来的不利影响。随着黄冈市经济的发展及基础设施建设的不断推进，公司经营前景良好。

综合评估，联合资信确定维持黄冈市城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“18 黄冈城投 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，黄冈市经济持续增长，为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司是黄冈市主要的土地整理和城市基础设施投融资主体，持续在资本金注入、财政补贴等方面获得有力的外部支持。

关注

1. 公司资产构成中存货、在建工程和无形资产占比大，存货中土地资产抵押比率高，无形资产主要为湖面使用权，资产流动性仍较弱。
2. 公司未来投资规模大，面临较大的资金压力。
3. 公司营业收入的资金回笼受黄冈市财政局资金拨付效率影响大。

[1] “18 黄冈城投 MTN001”债券期限 3+2+2 年，附第 3 年末及第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，到期兑付日按首次行权日测算。

声　明

一、本报告引用的资料主要由黄冈市城市建设投资有限公司（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。

黄冈市城市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”）关于黄冈市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”或“黄冈城投”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

2017 年 12 月，国开（湖北）投资有限公司（以下简称“国开湖北”）向公司增资 1000.00 万元，其中 62.24 万元计入实收资本、937.76 万元计入资本公积；国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）向公司增资 19100.00 万元，其中 1159.00 万元计入实收资本、17941.00 万元计入资本公积；国开（北京）新型城镇化发展基金六期（有限合伙）（以下简称“国开新城镇”）向公司增资 19000.00 万元[2]，其中 3049.76 万元计入实收资本、15950.24 万元计入资本公积。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本增加至 14.80 亿元，实收资本 14.80 亿元；黄冈市国有资产经营公司（以下简称“黄冈国资”）持有公司 92.50%的股权，仍为公司控股股东，黄冈市黄州区资产经营投资有限公司（以下简称“区资产公司”）持有公司 2.09%的股权，国开湖北、国开基金、国开新城镇合计持有公司 5.41%的股权。公司实际控制人仍为黄冈市国有资产监督管理委员会（以下简称“黄冈市国资委”）。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司内设园区产业投资科、土地整理科、投资管理科、工程建设管理科等 10 个职能部门；合并范围内一级子公司 6 家。

[2]国开新城镇拟向公司增资 49000 万元，其中首期出资为 19000 万元，剩余增资款需按协议要求在 2018 年 12 月 31 日之前以现金形式完成缴纳。

截至 2017 年底，公司资产总额 403.42 亿元，所有者权益（含少数股东权益 8.26 亿元）244.37 亿元；2017 年公司实现营业收入 11.80 亿元，利润总额 4.87 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 420.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益 8.73 亿元）255.92 亿元；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 0.50 亿元，利润总额 1.20 亿元。

公司注册地址：黄冈市黄州区东门路126号；法定代表人：李毕致。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2018 年 5 月底，联合资信所评“18 黄冈城投 MTN001”尚需偿还债券余额 10.00 亿元。跟踪期内该期债券尚未进入付息期，募集资金已使用 2.10 亿元，用于偿还有息债务和融资利息。

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
18 黄冈城投 MTN001	10.00	10.00	2018/3/14	3+2+2 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

（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

（3）行业展望

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。

2. 区域经济

跟踪期内，黄冈市经济持续增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

公司作为黄冈市城市建设投资主体，其经营、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响，并与城市建设、城市发展规划密切相关。

2017 年黄冈市经济规模持续增长，全年实现地区生产总值 1921.83 亿元，增速为 7.6%，与上年持平。第一、第二、第三产业增加值分别为 417.30 亿元、748.33 亿元和 756.20 亿元，三次产业增速分别为 4.0%、7.9%和 9.5%，第三产业增速较快但有所放缓，三次产业结构由 2016 年的 22.90：37.89：39.21 调整为 21.71：38.94：39.35，第三产业比重持续提升。按常住人口计算，2017 年黄冈市人均 GDP 为 30356 元。

2017 年，黄冈市完成固定资产投资 2172.16 亿元，同比增长 8.1%，增速较上年下降 5.3 个百分点。房地产开发完成投资 284.33 亿元，比上年增长 7.0%。

黄冈市城市建设稳步推进，2017 年，海绵城市、地下综合管廊加快建设，新开工市政工程 36 个，完成投资 7 亿元。新增公共绿地 20.8 万平方米，遗爱湖公园基本建成，白潭湖片区大别山金融中心、市体育中心、市委党校迁建项目建成，实验小学新校区投入使用。黄团浠区域协同发展规划编制完成，三台河大桥、团黄大道、黄上公路等交通一体化项目先行启动。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本增至 14.80 亿元，实收资本 14.80 亿元，黄冈国资持有公司 92.50%的股份，仍为公司控股股东；区资产公司持有公司 2.09%的股权；国开湖北、国开基金、国开新城镇合计持有公司 5.41%的股份。公司实际控制人仍为黄冈市国资委。

2. 外部支持

公司为黄冈市基础设施投资和建设的重要主体，2017 年黄冈市一般公共预算收入持续增长，公司在资产注入、政府补贴等方面持续得到有力的外部支持。

政府支持能力方面，2017 年，黄冈市实现一般公共预算收入 133.33 亿元，同比增长 11.55%；一般公共预算收入中税收收入占 63.28%，财政收入质量一般。2017 年，黄冈市获得上级补助收入 308.60 亿元，同比略有增长，上级补助收入占综合财力的比重为 58.30%；2017 年，黄冈市实现政府性基金收入 87.39 亿元，同比增长 35.13%；2017 年，黄冈市地方综合财力同比上涨 7.48%至 529.32 亿元。黄冈市地方财政自给率为 29.42%，财政自给能力很弱。截至 2017 年底，黄冈市政府债务余额 362.02 亿元（其中直接债务余额 333.02 亿元，同比增长 11.91%；负有担保责任的债务余额 58.00 亿元，按 50%计算），地方政府债务率为 68.39%，同比略有增加。总体看，黄冈市一般公共预算收入增长较快但财政自给能力较弱，地方政府债务负担一般，政府支持能力较强。

2017 年，黄冈市城投建设工程有限公司（以下简称“黄冈工程”）、国开湖北、国开基金和国开新城镇分别对公司进行增资，合计计入实收资本 4271 万元、增加资本公积 54829.00 万元。2018 年一季度，国开新城镇增资 2.25 亿元。

2017 年，公司获得政府债务置换资金 4.30 亿元，但由于此前拨付的用于置换白潭湖片区债务的地方政府债券资金由黄冈白潭湖投资发展有限公司（以下简称“白潭湖公司”，原为公司子公司，2015 年划出）承担，公司冲减 2016 年拨入的白潭湖片区债务置换资金 9.70 亿元。2018 年一季度公司获得政府债务置换资金 7.61 亿元。

2017 年，公司获得 2.47 亿元基础设施建设补贴，重点用于六福湾、王夏湾、周顶湾等片区棚改项目。2018 年一季度，公司获得 1.06 亿元财政补贴。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良信贷记录，未发现公司其他不良信用记录。

根据《企业信用报告》（机构信用代码：G10421102000209800），公司于 2016 年 1 月 29 日发生一笔欠息，根据上海华富利得资产管理有限公司和中信银行水果湖支行出具的说明，该笔款项划款时未经过公司在中信银行水果湖支行开立的委贷账户，而直接划转至该项目的托管户上，造成委贷行系统显示逾期，事实上公司已按时支付该笔贷款利息。此外，截至 2018 年 6 月 27 日，公司无未结清和已结清不良贷款，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 7 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，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化，各项管理制度执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所增长，收入主要来自于土地整理和工程代建业务，毛利率受土地整理板块成本上升影响有所下降。

公司是黄冈市主要的城市建设投资和特许经营主体，主要从事黄冈市土地整理、城市基础设施建设等业务。

跟踪期间，公司营业收入仍以土地整理和项目代建收入为主，2017 年实现营业收入 11.80 亿元，同比增长 31.25%，主要系工程代建业务收入增长较快所致。公司其他收入主要来自于租赁、广告服务及工程咨询服务等，规模相对较小。

从毛利率看，受收入占比较高的土地整理业务拆迁成本上升影响，公司综合毛利率大幅下降，但仍保持在较高水平。2017 年及 2018 年一季度，公司综合毛利率分别为 30.21%和 8.72%。

表 3　2016~2018 年 1 季度公司营业收入构成（单位：万元、%）

业务类型	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
土地整理	54659.22	60.79	82.98	60156.86	50.97	46.65	4540.00	89.95	0.03
工程代建	34477.65	38.34	8.70	54550.29	46.22	10.43	--	--	--
工程施工	669.15	0.74	-4.85	1388.98	1.18	8.14	--	--	--
其他收入	113.80	0.13	30.45	1919.21	1.63	92.83	509.18	10.09	86.68
合计	**89919.83**	**100.00**	**53.77**	**118015.34**	**100.00**	**30.21**	**5046.98**	**100.00**	**8.72**

资料来源：公司提供

2. 业务分析

（1）土地整理

跟踪期内，公司土地整理业务持续推进，受拆迁成本上升影响，土地整理毛利率大幅下降但仍维持在较高水平，公司土地整理业务具有一定持续性。

经黄冈市人民政府授权，黄冈市土储中心将所从事的土地收购、前期开发整理等业务委托公司经营，公司承担土地收购、前期开发整理等工作发生的成本和费用。土地出让后，黄冈市财政局将土地出让收入，扣除相关税费后拨付给公司。

表4　2016~2018年一季度公司土地出让情况

（单位：平方米、万元）

年份	2016 年	2017 年	2018 年一季度
出让宗数	16	5	5
实际出让面积	550490	151208	162645
成交总价	77043	61560	98060
当年确认收入	54659.22	60156.86	5046.98
当年确认成本	9305.60	32094.02	4606.53

资料来源：公司提供

2017 年，公司受托整理土地经招拍挂流程出让 226.81 亩，确认土地整理收入 6.02 亿元，同比上涨 10.06%，毛利率由 82.98%降至 46.65%，主要系拆迁成本上升所致。2018 年一季度，公司整理土地中 243.97 亩完成出让，成交总价 9.81 亿元；确认土地整理收入 0.45 亿元，相当于 2017 年全年的 7.55%，主要系大部分已出让地块尚未完成结算，土地整理毛利率降至 0.03%，系确认收入地块对应的整理成本较高所致。

表5　2017年公司土地整理情况表

（单位：亩、万元）

位置	土地面积	合同价	确认收入
市优抚医院以东、明珠大道以西、东方客运站以南	16.63	3200.00	3106.19
黄州大道与涵晖路交界处东南角	0.49	130.00	126.44
南湖路以南	6.00	1180.00	1151.86
长河大道以东、育英路以西、赤壁大道以南、永安路以北	140.56	39890.00	39340.85
长河大道以东、育英路以西、永安路以南、临湖路以北	63.14	17160.00	16431.52
合计	**226.81**	**61560.00**	**60156.86**

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司已整理待出让土地面积为 684.85 亩，土地整理计划投资 5.89 亿元，已完成投资 4.45 亿元；拟开发项目包括城南线路口项目、长拆廖五组项目和东湖渔场改造项目等，预计 2018 年 4~12 月、2019 年和 2020 年分别投资 1256.38 万元、3997.73

万元和 796.23 万元，投资规模较小系部分棚改项目成本计入工程代建板块核算，未在土地整理板块反映所致。公司土地整理业务易受政策调控、市场环境和土地出让金结算进度影响，存在一定的不确定性。考虑到公司作为黄冈市重要的城市建设投资主体，未来土地整理业务仍有一定持续性。

（2）工程代建

跟踪期内，公司工程建设业务收入受项目集中回购增长影响大幅增加，该板块在建、拟建项目规模较大，业务持续性好，但也面临较大的资金压力。

公司负责黄冈市城区、南湖工业园区及火车站化工园区基础设施及棚户区改造项目代建工作，2015 年之前采取委托代建模式，加成比例 15%左右，之后采取政府采购模式，加成比例不低于 5%。账务处理方面，此前公司代建的市政、园林、环卫等基础设施项目投入反映在“在建工程”科目；2017 年，公司承接的 2016 年第一批城中村棚户区改造项目、南湖工业园建设工程计入“存货-开发成本”科目进行核算，后期新建项目将在“存货”科目核算。

2017 年，黄冈市财政局根据黄冈市政府研究意见，将 2014 年底前经审计认定且已纳入财政部地方债务系统内的中环路东段道路新建、城东新区规划设计、2014 年土地平整、路灯工程等 12 个项目进行回购，公司确认工程代建收入 5.46 亿元，同比增加 58.22%。2018 年一季度，公司工程代建业务尚未确认收入。公司工程代建业务实际回款均为政府债务置换。

跟踪期间，公司重点投资项目包括遗爱湖生态修复工程（三期）、2017年第一批和第二批棚户区改造项目、南湖工业园基础设施配套、火车站化工园基础设施配套、停车场建设项目等。截至2018年3月底，公司在建项目计划总投资250.23亿元，已完成投资125.53亿元，尚需投资126.21亿元；拟建项目计划总投资83.60亿元，拟通过土地出让收入拨付与其他融资渠道相结合的方式获取资金，考虑到公司土地出让收益实际回款情况，公司在建及拟建项目对债务融资依赖度高。

整体看，公司在建及拟建基础设施项目规模较大，基建板块业务持续性较好，但面临较大的资金压力。

表 6　截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
遗爱湖生态修复工程	15	16.91	--
城东新区白潭湖大道和东昌大道建设项目	7.6	4.8	2.8
城东新区王家湾安置小区建设项目	5.9	3.9	2
城东新区赤壁大道等新建道路项目	6.9	4	2.9
白潭湖生态水网建设项目	6.8	6.8	0
武汉新港唐家渡港区临港新城综合码头工程	5.8	5.8	0
黄冈市体育中心	6.7	5.2	1.5
黄冈市白潭湖及周边地区生态治理工程（一期）项目	13.5	10.3	3.2
黄冈市城区棚户区改造项目	7.2	5	1.8
黄冈市河湖综合治理工程	52.6	21.4	31.2
黄冈市南湖工业园区起步区基础设施建设项目	9.0	9.0	0
黄冈市 2013 年城区道路新建项目	2.5	2.5	0
遗爱湖生态修复工程（三期）项目	12.8	7.1	5.7
湖北黄冈城市环境综合治理项目	14.7	3.7	11
黄冈长河流域及周边港渠综合治理工程项目	10.5	6.5	4
黄冈市 2015 年第一批棚户区改造项目	29.2	6.7	22.5
2016 年第一批城中村棚户区改造项目	14.35	2.98	11.37
黄冈市 2017 年第二批棚户区改造项目	24.88	0.84	24.04
黄冈市城区（东湖渔场片区、余家湾片区）棚户区改造项目	4.3	2.1	2.2
合计	**250.23**	**125.53**	**126.21**

注：公司部分在建项目已完成投资，但尚未结转；个别项目已投资额超过计划总投资额。
资料来源：公司提供

（3）其他业务

公司其他业务主要包括工程施工、租赁服务等，对营业收入形成一定补充。

公司工程施工业务由子公司黄冈市城投房地产开发有限公司开展，2017 年实现收入 1388.98 万元。公司其他板块主要包括租赁业务、利息收入、广告服务等，合计实现收入 1919.21 万元，其中租赁收入 1356.39 亿元，主要来自于遗爱湖沿岸管理用房、湖泊水面养殖权等的租金。

3. 未来发展

十三五期间，公司计划实现治理模式的创新，由传统的政府主导式的治理模式转变为市场主导式的治理模式；重点投资城市基础设施建设和工业园区开发建设项目等领域，努力在项目融资、城市基础设施项目的投资建设、提高土地经营效益等方面取得新的突破；基本实现多元化经营模式，除了传统的土地整理及出让经营外，开辟如城市公共产品供给、建筑、房地产二级开发、旅游、交通等业务领域，建立多渠道的盈利模式。

土地整理方面，预计未来三年公司将投资 6050.34万元。基础设施建设方面，预计未来几年，公司在建和拟建项目将继续投资209.81亿元。公司未来投资规模大，资本支出金额大，面临一定的资金压力。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，大华会计师事务所（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审计结论。

跟踪期内，公司合并报表范围减少 4 家子公司，新增子公司 1 家：根据《关于市城市建设投资有限公司所属三家全资子公司国有股权无偿划转的批复》（黄国资〔2017〕39 号），公司将黄冈工程、黄冈市城发文化传媒投资有限公司以及黄冈市城投工程咨询有限公司无偿划转给黄冈市城市投资发展有限公司；同时，由于中国农发重点建设基金对黄冈市连信水利投资开发有限公司（以下简称“连信水利”）增资，公司对连信水利持股比例降至 22.12%，不再具有控制权；公司新设成立黄冈高新技术投资有限公司，纳入合并范围。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内共有 6 家一级子公司。跟踪期内增减子公司业务规模较小，对公司财务数据可比性影响不大。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模略有增长，资产构成中存货、在建工程和无形资产占比大，存货中土地资产抵押比率高，无形资产主要为湖面使用权，资产流动性仍较弱。

表 7 公司主要资产构成情况 （单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
货币资金	50.47	12.67	43.89	10.88	55.09	13.10
应收账款	9.85	2.47	19.26	4.78	16.75	3.98
其他应收款	37.19	9.34	7.80	1.93	7.50	1.78
存货	138.98	34.89	145.26	36.01	148.21	35.23
流动资产	**244.82**	**61.46**	**220.75**	**54.72**	**230.25**	**54.74**
在建工程	89.75	22.53	101.79	25.23	107.54	25.57
无形资产	32.09	8.06	32.31	8.01	32.31	7.68
其他非流动资产	24.41	6.13	37.00	9.17	38.38	9.12
非流动资产	**153.53**	**38.54**	**182.67**	**45.28**	**190.39**	**45.26**
资产总计	**398.35**	**100.00**	**403.42**	**100.00**	**420.65**	**100.00**

资料来源：根据公司年报、季报整理

2017 年底，公司资产总额 403.42 亿元，同比增长 1.27%。公司资产中流动资产占 54.72%，资产仍以流动资产为主。

2017 年底，公司流动资产 220.75 亿元，同比减少 9.83%，主要系其他应收款款项冲减及重分类至非流动资产所致。公司货币资金 43.89 亿元，无受限资金。公司存货 145.26 亿元，同比增长 4.52%，主要系棚改及南湖工业园项目投入增长所致，存货中待开发土地 132.54 亿元，为公司拥有的 149 宗土地，其中 143 宗为政府划拨及公司竞得的的商服、住宅等用地，土地性质为出让，6 宗划拨公园绿地未计价，存货中 52.18 亿元土地资产已抵押，占待开发土地的 39.37%。 存货中另有 5.66 亿元土地开发成本、7.06 亿元项目开发成本。

公司应收账款 19.26 亿元，同比大幅增长 95.66%，主要系工程代建确认收入规模较大但尚未回款所致；应收账款中 99.25%为对黄冈市财政局的土地整理及工程代建应收款，已计提坏账准备 0.63 亿元。公司应收账款账龄 1 年以内的占 54.56%、1~2 年的占 32.85%、2~3 年的占 12.60%，回款时间存在一定不确定性。公司其他应收款 7.80 亿元，较 2016 年底减少 29.38 亿元，其中对黄冈市工业园开发建设办公室的 11.49 亿元应收款重分类至其他非流动资产；对黄冈白潭湖投资开发有限公司的 17.20 亿元应收款已冲减，该应收系公司前期代白潭湖公司进行融资款项，其中 18.95 亿元认定为政府一类债务并已进行置换，根据《市城投公司关于理顺与白潭湖片区债务关系的请示》批复，18.95 亿元置换资金应拨付白潭湖公司，因此公司在其他应收款科目对其进行冲减。

2017 年底，公司非流动资产 182.67 亿元，同比增长 18.98%，主要系在建工程及其他非流动资产增长所致。公司在建工程 101.79 亿元，主要为自建项目、受托代建的市政府基础设施建设工程市政、园林、环卫工程等，同比增长 13.42%系项目投入增加所致。

公司无形资产 32.31 亿元，其中包含 31.29 亿元划拨的湖泊、水库等公益性资产，相关资产虽已出租但并未收到租金回款；无形资产中 0.21 亿元土地使用权已抵押。公司其他非流动资产为公司委托其他单位代建的基础设施及棚改项目，相关项目立项不在公司名下，但投融资工作由公司承担。2017 年底其他非流动资产 37.00 亿元，包括 27.19 亿元黄冈市工业园区基建项目、5.18 亿元六福湾棚改项目、4.09 亿元黄冈市河湖综合治理项目和 0.53 亿元已挂牌待决算土地，同比增长 51.56%，系 11.49 亿元黄冈市工业园基建项目重分类至该科目及相关项目投入增长所致。公司可供出售金融资产 6.55 亿元，同比增长 34.51%，主要系对黄冈城市基础设施股权投资基金合伙企业、武汉新港江北铁路有限责任公司增加投资所致。

2018 年 3 月底，公司资产总额 420.65 亿元，较 2017 年底增长 4.27%，主要系存货及在建工程投入持续增加所致。

2. 资本结构

跟踪期内，受股东注资及政府债务置换影响，公司所有者权益增长；未分配利润占比仍较大，权益稳定性一般。

表 8 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
短期借款	3.41	2.04	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	17.14	10.28	12.30	7.73	0.00	0.00
流动负债	**29.70**	**17.81**	**24.95**	**15.69**	**12.72**	**7.72**
长期借款	52.57	31.54	62.53	39.32	63.90	38.79
应付债券	56.41	33.84	50.46	31.73	65.66	39.86
长期应付款	22.30	13.38	13.76	8.65	15.36	9.32

专项应付款	5.72	3.43	7.35	4.62	7.09	4.30
非流动负债	**137.00**	**82.19**	**134.10**	**84.31**	**152.01**	**92.28**
负债合计	**166.70**	**100.00**	**159.05**	**100.00**	**164.73**	**100.00**
实收资本	14.37	6.20	14.80	6.06	14.80	5.78
资本公积	190.23	82.12	190.32	77.88	200.18	78.22
未分配利润	24.09	10.40	27.94	11.43	29.15	11.39
所有者权益合计	**231.65**	**100.00**	**244.37**	**100.00**	**255.92**	**100.00**

资料来源：根据公司年报、季报整理

2017 年底，公司所有者权益合计 244.37 亿元，同比增长 12.72 亿元，主要系股东增资及未分配利润增长所致。公司实收资本 14.80 亿元，同比增长 2.97%，系国开湖北、国开基金、国开新城镇增资所致。公司资本公积 190.32 亿元，同比增长 0.08 亿元，其中黄冈工程向公司增资 2 亿元，国开湖北、国开基金、国开新城镇增资 3.48 亿元，黄冈市财政局拨 4.30 亿元债务置换资金，均计入资本公积，同时由于此前拨的用于置换白潭湖片区债务的地方政府债券资金由白潭湖公司承担，公司冲减 2016 年拨入的白潭湖片区债务置换资金 9.70 亿元。

2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 255.92 亿元，同比增长 4.73%，主要系资本公积因政府债务置换及国开新城镇注资增长。

跟踪期内，随着部分短期债务和债券到期偿还，公司债务规模有所收缩，债务负担一般。

2017 年底，公司负债总额 159.05 亿元，同比下降 4.59%；公司非流动负债占 84.31%。

2017 年底，公司流动负债 24.95 亿元，同比下降 15.99%，主要受一年内到期的非流动负债变动影响；公司一年内到期的非流动负债 12.30 亿元，包括一年内到期的长期借款 4.15 亿元、应付债券 6 亿元（12 及 13 企业债分期本金）和长期应付款 2.14 亿元。

公司长期借款余额 62.53 亿元（含一年内到期部分 4.15 亿元），同比增长 18.95%；其中质押借款 41.19%、保证借款占 30.03%、抵质押并保证贷款占 23.67%；公司借款主要质押物为代建项目应收账款或收益权，保证贷款保证人主要为母公司、子公司等。公司应付债券余额 56.46 亿元（含一年内到期部分 6 亿元），包括 4 亿元“12 黄冈城投债/PR 黄城投”、9.6 亿元“13 黄冈城投债 01/PR 黄冈 01”、3.2 亿元“13 黄冈城投债 02/PR 黄冈 02”、20 亿元“16 黄冈城投债”和 16 年发行的三期 PPN 合计 20 亿元。公司长期应付款主要为融资租赁款、转贷省政府债券和当地事业单位借款等，均为有息债务，2017 年底为 13.76 亿元，同比下降 38.32%。公司专项应付款系政府拨付的项目专项资金或 BT 建设项目建设公司拨付的前期费用，需用于指定项目建设，2017 年底为 7.35 亿元，同比增长 28.35%。

2018 年 3 月底，公司负债总额 164.73 亿元，较 2017 年底增长 3.57%；非流动负债占比进一步提升至 92.28%，主要系公司发行 10 亿元“18 黄冈城投 MTN001”所致。

将长期应付款调整计入长期债务核算 2017 年底，公司调整后全部债务 139.05 亿元，同比下降 8.41%，主要系偿还短期借款及债券分期本金所致；公司调整后长期债务占 91.16%，与公司项目投资期限相匹配。根据公司提供的债务偿还计划，2018~2020 年公司待偿有息债务规模分别为 12.30 亿元、22.99 亿元和 14.28 亿元，有一定的偿债压力。受债务规模下降影响，2017 年底公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 39.43%、34.15%和 36.27%，均较上年有所降低。但考虑到公司权益中包括 31.29 亿元公益性资产，实际债务负担高于上述指标值。

2018 年 3 月底，公司调整后全部债务 144.92 亿元，较上年底增长 4.22%，受同期净

资产规模增长影响，调整后全部债务资本化比率降至 36.16%。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，营业利润率受拆迁成本提升影响而有所下降；公司期间费用控制能力较好，利润总额对政府补贴有一定依赖，整体盈利能力较弱。

2017 年，公司营业收入同比增长 31.25%，为 11.80 亿元；同期，公司营业成本受拆迁成本提升影响增长 98.16%至 8.24 亿元，公司营业利润率由 53.29%下降至 29.89%，但仍维持在较高水平。

2017 年公司期间费用 0.58 亿元，其中财务费用 0.41 亿元；公司期间费用率 4.95%，期间费用整体控制能力较好。

2017 年，公司获得政府补助 2.47 亿元，计入“其他收益”；公司利润总额 4.87 亿元，对政府补助依赖大，利润总额较 2016 年下降 23.09%，主要受营业成本上升影响。

从盈利指标来看，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.27%和 1.75%，均较上年略有下降。整体看，公司盈利能力较弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.50 亿元，相当于 2017 年全年的 4.24%，营业利润率 8.63%；公司收到 1.06 亿元财政补贴，利润总额 1.20 亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动收入实现情况仍较差；受基建项目投入资金由投资活动现金流调入经营活动现金流核算，投资活动现金流缺口收窄；筹资活动力度仍较大，考虑到代建项目未来资金需求，公司面临一定的筹资压力。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与政府相关单位和关联方的往来款等。2017年，公司经营活动现金流入23.23亿元，受往来款规模扩大影响同比增长61.65%；同期，公司经营活动流出增长112.07%至22.29亿元，主要系公司将黄冈市城市基础设施建设项目的建设投入由投资活动现金流出调整至经营活动现金流核算所致。2017年公司经营活动现金流量净额0.95亿元。公司现金收入比66.76%，较上年变化不大，收入回款实现情况较差。

公司投资活动现金流出受核算变化影响大幅下降，2017年投资活动现金流量缺口由上年的-22.97亿元缩小至-1.55亿元。

为平衡项目投资资金需求，公司筹资活动仍保持较大力度。2017 年，通过银行借款获得现金 26.42 亿元、获得股东增资 11.41 亿元、获得债务置换资金 4.30 亿元；同期公司大规模偿还到期债务，2017 年公司筹资活动现金净流量-5.98 亿元。考虑到公司在建及拟建项目未来投资需求较大，公司面临一定的筹资压力。

2018 年 1~3 月，公司经营活动主要以项目投入为主，经营活动现金流量净额-3.81 亿元。公司投资活动净流入 0.93 亿元，规模较小。公司筹资活动为政府债务置换及股东增资 10.66 亿元、发行 10.00 亿元债券、偿还债务本息及拆借资金，筹资活动现金流量净额 14.09 亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力较好，长期偿债能力弱。考虑到公司获得的外部支持力度较大，整体偿债能力尚可。

公司负债结构以非流动负债为主，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 884.83%和 302.59%，考虑到公司存货规模较大且变现时间存在一定不确定性，资产流动性低于上述指标值。2016~2017 年，公司经营活动现金流动负债比分别为 13.01%和 3.80%，下降主要系前期基建项目投入计入投资活动核算所致。公司现金类资产 43.89 亿元，对短期债务规模的覆盖倍数为 3.57 倍，公司短期偿债能力较好。

公司 EBITDA 由 2016 年的 6.84 亿元降至

5.55 亿元；同期有息债务规模亦有所下降，调整后全部债务/EBITDA 为 25.04 倍，公司长期偿债能力仍弱。考虑到公司获得的外部支持较强，整体偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 111.04 亿元，未使用额度为 34.28 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 1.54 亿元，担保比率为 0.60%，被担保企业为黄冈市当地国企和事业单位，或有负债风险相对可控。

九、存续期内债券偿债能力

截至 2018 年 3 月底，公司存续债券余额 66.80 亿元，需于一年内偿付分期本金 6.00 亿元，存续债券短期兑付压力很小，未来待偿债券本金峰值规模较大，存在一定集中偿付压力。

截至2017年底，公司需于一年内偿付债券分期本金6.00亿元；2023年将达到存续债券待偿本金峰值19.00亿元。2017年底，公司现金类资产43.89亿元；2017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23.23亿元、0.95亿元和5.55亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

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	6.00
未来待偿债券本金峰值	19.00
现金类资产/一年内到期债券余额	7.32
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.22
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.05
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.29

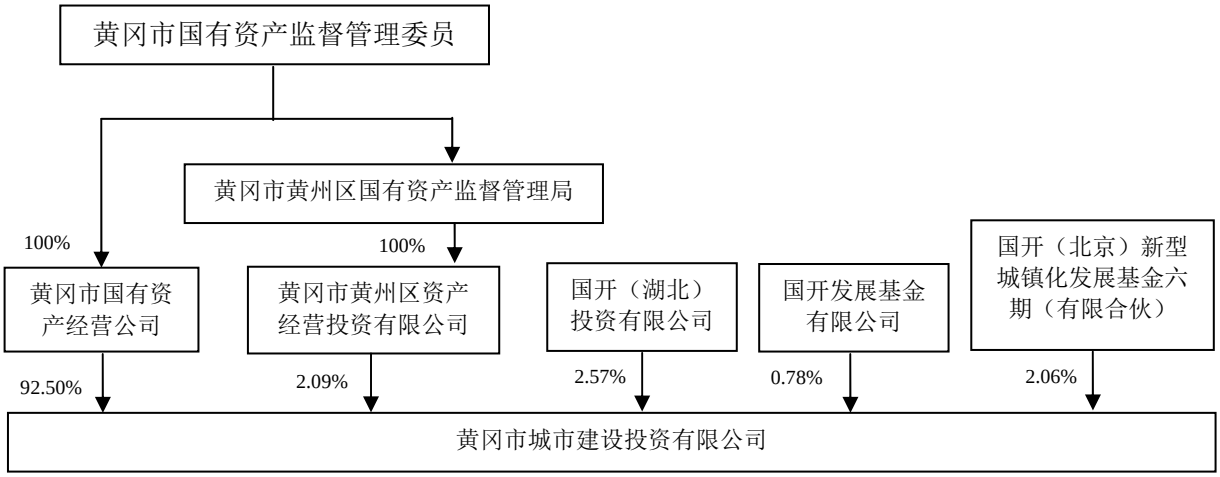
资料来源：联合资信整理

整体看，公司存续债券短期兑付压力小，但存续债券于 2023 年到期规模较大，存在一定集中偿付压力。

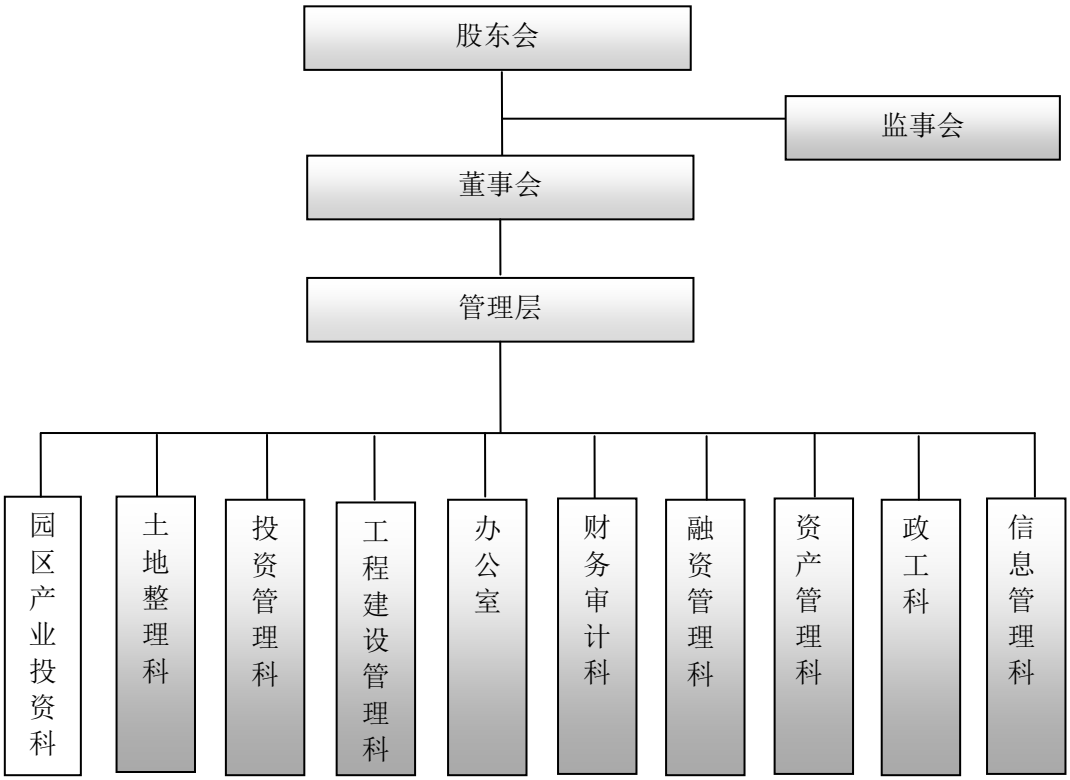
十、结论

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“18 黄冈城投 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.02	50.47	43.89	55.09
资产总额(亿元)	316.37	398.35	403.42	420.65
所有者权益(亿元)	189.58	231.65	244.37	255.92
短期债务(亿元)	15.73	20.55	12.30	0.00
长期债务(亿元)	75.16	108.98	112.99	129.56
调整后长期债务(亿元)	96.03	131.28	126.76	144.92
全部债务(亿元)	90.89	129.52	125.29	129.56
调整后全部债务(亿元)	111.76	151.82	139.05	144.92
营业收入(亿元)	4.52	8.99	11.80	0.50
利润总额(亿元)	1.38	6.33	4.87	1.20
EBITDA(亿元)	1.42	6.84	5.55	--
经营性净现金流(亿元)	-0.64	3.86	0.95	-3.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.04	1.24	0.81	--
存货周转次数(次)	0.03	0.03	0.06	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	101.82	12.22	66.76	620.38
应收类款项/资产总额(%)	3.07	11.81	7.20	6.15
营业利润率(%)	9.95	53.29	29.89	8.63
总资本收益率(%)	0.36	1.49	1.27	--
净资产收益率(%)	0.56	2.26	1.75	--
长期债务资本化比率(%)	28.39	31.99	31.62	33.61
调整后长期债务资本化比率(%)	33.62	36.17	34.15	36.16
全部债务资本化比率(%)	32.41	35.86	33.89	33.61
调整后全部债务资本化比率(%)	37.09	39.59	36.27	36.16
资产负债率(%)	40.08	41.85	39.43	39.16
流动比率(%)	801.34	824.41	884.83	1810.07
速动比率(%)	183.46	356.41	302.59	644.96
经营现金流动负债比(%)	-2.88	13.01	3.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	64.03	18.93	22.56	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	78.73	22.19	25.04	--

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款，调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务；公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

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%
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　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。