

乐亭投资集团有限公司

2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：王 璇 xwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 22 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1090 号

乐亭投资集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

将贵公司的主体信用等级由 **AA-**调升至 **AA**，评级展望为稳定；

维持“19 乐亭债”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十二日

评级观点：中诚信国际将乐亭投资集团有限公司（以下简称“乐亭投资集团”或“公司”）的主体信用等级由AA调升至AA，评级展望为稳定，维持重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“19乐亭债”的债项信用等级为AAA，上述债项级别考虑了三峡担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保。本次级别调升主要基于：2019年以来乐亭县经济财政实力稳步提升，未来发展潜力较大；公司经过重大资产重组后，战略地位进一步巩固，业务呈多元化发展趋势，整体资本实力得到提升。同时，中诚信国际关注到公司面临较大资本支出压力、债务规模增长较快和目前盈利和现金流改善尚不明显等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

乐亭投资集团（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	43.04	46.29	121.12
所有者权益合计（亿元）	39.10	41.09	84.30
总负债（亿元）	3.94	5.19	36.82
总债务（亿元）	0.00	0.00	23.59
营业总收入（亿元）	7.85	8.64	12.79
经营性业务利润（亿元）	1.41	1.58	1.76
净利润（亿元）	1.48	1.60	1.27
EBITDA（亿元）	1.98	2.12	2.39
经营活动净现金流（亿元）	2.31	-2.94	-5.14
收现比(X)	1.09	0.88	0.84
营业毛利率(%)	19.53	19.53	14.89
应收类款项/总资产(%)	23.81	24.67	22.33
资产负债率(%)	9.15	11.22	30.40
总资本化比率(%)	0.00	0.00	21.87
总债务/EBITDA(X)	0.00	0.00	9.85
EBITDA 利息倍数(X)	21.45	--	1.75
三峡担保（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（百万元）	12,311.91	11,700.48	12,786.95
担保损失准备金（百万元）	2,051.66	2,200.19	2,276.12
所有者权益（百万元）	6,614.31	6,865.04	6,933.82
在保余额*（百万元）	93,898.30	80,717.21	84,105.99
净利润（百万元）	400.15	300.72	284.77
平均资本回报率（%）	6.12	4.46	4.13
累计代偿率（%）*	1.52	1.43	1.46

注：1、中诚信国际根据2017年~2019年审计报告整理，各期财务报表均按新会计准则编制；2、上表中含*标记的数据使用母公司口径。

正面

■ **区域发展潜力较大。**受益于良好的交通优势和产业体系，2019年乐亭县经济财政实力稳步提升，同时河钢乐亭基地和东日新能源项目等重点项目搬迁及落地投产为当地经济发展和财税攀升提供较大增长空间。

■ **战略地位更加凸显。**作为乐亭县最重要的城市开发和国有资产运营主体，公司地位突出，2019年战略重组进一步巩固了公司在乐亭县的建设职能定位，公司持续获得乐亭县人民政府多方面的大力支持。

同行业比较

同区域基础设施投融资企业2019年主要指标对比表（亿元、%）

公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	总债务	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
乐亭投资集团	121.12	84.30	30.40	23.59	12.79	1.27	-5.14
唐山市文化旅游投资集团有限公司	241.37	84.64	64.93	43.12	12.10	1.40	1.80

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19乐亭债	AAA	AAA	10.00	10.00	2019/04/11~2026/04/11

■ **业务布局愈发多元。**受益于多家公司股权的无偿划入，公司新增供暖、供水和房地产开发等经营性业务，业务发展呈多元化趋势，未来有望给公司带来稳定的现金流入。

■ **资本实力整体提升。**随此次战略重组的基本落地，公司资产权益体量翻倍增长，资本实力不断夯实，营业收入亦实现增长，整体抗风险能力有所增强。

关注

■ **面临较大资本支出压力。**截至2019年末，公司代建工程项目、房地产项目和自营项目尚需投入规模超60亿元，后续面临较大资本支出压力。

■ **债务规模增长较快。**受合并范围增加和债券发行等因素影响，公司债务规模大幅提升，偿债压力有所增大。

■ **盈利和现金流改善尚不明显。**公司新增供热业务目前尚处于亏损状态，供水业务开展时间暂不确定，房地产板块仍处于前期建设阶段，其他自营性业务规模较小，重组后目前经营性业务收入利润尚未大规模体现。

评级展望

中诚信国际认为，乐亭投资集团有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**区域经济财政实力大幅增长，对公司支持意愿和支持能力显著提升；资金、股权及优质资产持续注入，使得公司资本实力显著增强；收入及盈利大幅增长且具有可持续性；或资产质量显著提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**地方经济环境恶化或公司地位下降，致使股东及各方支持能力下降，支持意愿减弱；公司重要资产或重要子公司划出，业务稳定性和持续性下降；或公司及下属子公司财务指标出现明显恶化等；再融资环境恶化，偿债指标恶化明显，备用流动性减少等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“19 乐亭债”募集资金 10 亿元，其中 8.00 亿元拟用于乐亭县中小企业产业园项目，2.00 亿元拟用于补充公司营运资金。根据公司提供资料，截至 2019 年末，“19 乐亭债”募集资金中 2.00 亿元已按约定用于补充营运资金，乐亭县中小企业产业园项目已使用募集资金 7.90 亿元，募集账户余额为

960.00 万元。

重大事项说明

2019 年，公司前期筹划的重大资产重组方案基本落地，乐亭县人民政府将乐亭房地产、城市供热、城南供水、新区建投、万佳担保和通运公司共 6 家国有企业股权通过无偿划转方式注入公司，由公司进行管理，并纳入公司合并范围；另有乐亭县冀东国际农产品物流有限公司、乐亭县污水处理厂、乐亭县通达公路工程有限公司、乐亭县乐安物业服务有限公司、河北省乐亭县振兴建筑安装工程有限公司股权划入，但公司尚未取得上述公司实际管理权，尚未实际控制。

表 1：2019 年公司新纳入合并报表子公司（万元、%）

子公司名称	简称	持股比	注册资本	主营业务	取得方式
乐亭县睿诚房地产开发有限公司	乐亭房地产	100.00	31,000.00	房地产	划拨
乐亭县城市供热有限公司	城市供热	100.00	10,000.00	集中供热	划拨
乐亭县沁澈城南供水有限公司	城南供水	100.00	10,000.00	自来水	划拨
乐亭新区建设投资有限公司	新区建投	100.00	100,000.00	基础设施建设	划拨
乐亭县万佳信用担保有限公司	万佳担保	100.00	2,000.00	担保	划拨
乐亭县通运汽车专业二保有限责任公司	通运公司	100.00	124.74	机动车维修	划拨
乐亭万佳通物业服务有限公司	万佳通物业	100.00	100.00	物业管理	设立
唐山金帆汽车租赁有限公司	金帆汽租	100.00	500.00	汽车租赁	设立
乐亭锦行文化旅游有限公司	锦行文旅	100.00	1,000.00	文化旅游	设立

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

一方面，作为乐亭县最重要的城市开发和国有资产运营主体，本次战略重组进一步巩固了公司在乐亭县的建设职能定位。乐亭县政府拟以承担政府投资项目为可持续发展的切入点，将公司打造成为“集团化管控、精细化管理、市场化融资”国有企业；另一方面，重组后公司计划通过“承接政府类项目”和“开展市场类业务”来实现市场化转型。此次战略重组公司新增公用事业、房产开发以及租赁、物业等诸多经营性业务板块，业务布局愈发多元，且具备良好的收益成长空间，有利于为公司带来稳定的现金流入。此外，截至 2019 年末，公司总资产和净资产规模分别由上年末的 46.29 亿元和 41.09 亿元增至 121.12 亿元和 84.30 亿元。其中，本次股权划转的核心子公司新区建投截至 2019 年末总资产 39.28 亿元，实现营业收入 3.17 亿元。通过此次战略重组，公司资产权益体量翻倍，资本实

力不断夯实，营业收入亦得到提升，整体抗风险能力有所增强。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近

乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，

可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

基建补短板稳投资稳增长，规范投资持续化解债务风险

基建补短板，强化地方债对基建稳投资、稳增长的支持：监管允许将专项债券资金作为符合条件的重大项目资本金，鼓励金融机构依法合规提供配套融资，保障重大项目资金来源。同时，国家继续规范、促进地方债市场化发行，颁布政策引导各地围绕重点领域精准投放，地方专项债在基建补短板、稳投资方面或发挥更大作用。

规范政府投资，持续防范、化解地方政府债务

风险：2019年5月，国内首部政府投资管理行政法规暨投资建设领域基本法规发布。2019年上半年，监管发布多项举措，遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，并且发文强调融资平台流动性风险，禁止为融资平台发行外债提供担保，积极推进收费公路债务置换，鼓励国家级开发区IPO。

展望：一方面，地方债仍将持续助力积极财政政策，预期地方债投资者主体将进一步多元化；地方债发行、交易将继续更加市场化、规范化。另一方面，三大攻坚战依然是工作重点。国家将继续坚决遏制地方政府新增隐性债务，积极推动多渠道置换隐性债务；脱贫攻坚、生态环保、社会民生等重点领域补短板政策力度可能更大，以释放红利，提振信心，保持经济运行在合理区间。

得益于良好的交通优势和产业体系，2019年乐亭县经济和财政实力稳步提升，同时重点项目搬迁及落地投产为当地经济发展和财税攀升提供较大增长空间

乐亭县区位优势，交通便利，滨海大道连通京唐港区和曹妃甸港区两大港口，由此吸引了河北钢铁集团、旭阳化工集团、华能集团和国电电力等投资者相继落户，初步形成以精品钢铁、精细化工、装备制造、新型能源等为主导的现代产业体系。根据乐亭县政府2020年工作报告，2019年一批重点项目加速推进，其中总投资423.8亿元的河钢乐亭基地项目累计完成投资280亿元，总投资57.9亿元的东日新能源项目2019年完成投资23亿元；此外乐亭县亦在加快落实国义钢铁退城搬迁的重大战略部署。随着上述重大项目投资逐步落实及后续完工投产，有利于激发乐亭县经济活力，带动相关产业发展与财税增长，乐亭县未来发展空间广阔。

得益于良好的交通优势和产业体系，2019年以来乐亭县经济实力稳步提升，主要经济指标增速位于唐山市前列。2019年，乐亭县实现地区生产总值344.75亿元，增长7.5%，其中第一产业增加值80.0亿元，同比增长3.6%；第二产业增加值158.5亿元，

同比增长6.6%；第三产业增加值106.2亿元，同比增长12.0%，第二产业和第三产业增长较快，是拉动经济增长的主要动力。固定资产投资方面，2019年乐亭县固定资产投资增长15.7%，保持较快增速。

表 2：2017~2019 年乐亭县经济发展概况（亿元、%）

项目名称	2017	2018	2019
GDP	384.66	391.72	344.75
GDP 增速	7.5	7.1	7.5
固定资产投资	248.87	--	--
固定资产投资增速	18.5	18.3	15.7

资料来源：乐亭县政府工作报告

乐亭县财政方面，2019年，乐亭县实现一般公共预算收入17.13亿元，增长8.8%；实现政府性基金收入15.24亿元，较上年大幅提升，财政实力稳步提升。支出方面，2019年，乐亭县实现一般公共预算支出38.65亿元，财政平衡率44.32%，财政收支平衡能力一般。

表 3：2017~2019 年乐亭县财政收支概况（亿元、%）

项目名称	2017	2018	2019
一般公共预算收入	13.71	15.74	17.13
政府性基金收入	10.80	5.94	15.24
一般公共预算支出	29.34	35.28	38.65
政府性基金支出	10.00	5.73	20.60
财政平衡率	46.73	44.61	44.32

资料来源：乐亭县人民政府网站

总体来看，得益于良好的交通优势和产业体系，2019年乐亭县经济和财政实力稳步提升；同时重点项目搬迁及落地投产，为乐亭县未来经济发展和财税攀升提供较大增长空间。

业务运营

公司收入主要来自以保障性住房、市政基础设施、水利工程和其他工程等项目为主的工程代建业务，2019年受益于合并范围的增加及项目结算规模的增长，公司工程代建收入大幅提升。同时，得益于政府的大力支持，公司新增供暖、供水和房地产开发等经营性业务，此外其他业务中新增车辆养护、车辆租赁、物业经营等自营业务，公司业务逐步呈多元化发展。

表 4：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
工程代建	7.85	8.64	12.15
其中：保障性住房	2.98	3.24	9.18
市政基础设施	3.44	0.55	0.36
水利工程	1.44	0.04	0.11
土地开发	--	--	1.93
其他工程	--	4.80	0.57
供暖	--	--	0.50
其他业务	0.00	--	0.14
合计	7.85	8.64	12.79
占比	2017	2018	2019
工程代建	100.00	100.00	95.00
其中：保障性住房	37.91	37.56	71.77
市政基础设施	43.77	6.40	2.81
水利工程	18.31	0.46	0.86
土地开发	--	--	15.09
其他工程	--	55.58	4.46
供暖	--	--	3.91
其他业务	0.00	--	1.09
合计	100.00	100.00	100.00

注：公司其他业务包括车辆养护、车辆租赁和物业经营等。

资料来源：公司提供

跟踪期内，得益于合并范围的增加和结算项目规模增长，公司工程代建业务范畴有所扩大，收入亦得到大幅提升；公司在建工程代建项目规模较大，业务持续性良好，但后续资本支出压力和未签署协议项目回购安排值得关注

公司工程代建业务由公司本部和 2019 年新纳入合并范围的新区建投及乐亭房地产负责，主要承担保障性住房、市政基础设施、水利工程、土地开发和其他工程等项目的投融资及建设。业务范围方面，新区建投主要承担乐亭经济开发区范围内的工程代建业务，随着新区建投的并入，公司工程代建业务已基本覆盖乐亭县全域。

业务模式方面，公司工程代建业务委托方包括

乐亭县财政局、乐亭县人民政府和乐亭县城市发展有限公司等，根据委托方与公司签订的《项目建设协议书》等协议，公司通过财政资金及自筹资金进行项目的投资与建设，并按照成本加成一定比例（一般为 25%）的代建管理费或按照协议约定价款确认工程代建收入，并结转相应成本。

2019 年，得益于合并范围的增加和结算项目规模增长，公司工程代建业务范畴有所扩大，收入亦得到大幅提升。其中 2019 年，公司工程代建收入中土地开发收入 1.99 亿元，系根据新区建投与唐山镍金实业有限公司签订的《镍合金生产及深加工项目土地一级开发协议书》，由新区建投负责镍合金生产及深加工项目土地一级开发工程，该项目协议价款 1.99 亿元，均于 2019 年确认完毕，公司目前无其他在建或拟建土地开发项目。

截至 2019 年末，公司主要在建代建项目总投资合计 95.03 亿元，已投资合计 75.11 亿元，公司工程代建项目规模较大，业务持续性良好。截至 2019 年末，公司存货中尚有 35.69 亿元的工程代建项目成本尚未结转，应收账款中应收乐亭县城市发展有限公司工程款 7.55 亿元，应收乐亭县财政局工程款 0.71 亿元，公司工程代建业务结算进度及回款情况值得关注。

此外，公司在建代建项目中仍有总投资合计 23.63 亿元的项目尚未签订代建协议；完工代建项目中仍有 3 个项目尚未签订代建协议，累计投资额合计 5.59 亿元，计入公司其他非流动资产科目。根据公司 2020 年 5 月出具的《部分代建项目未签订项目代建协议的说明》，尚未签订协议代建类项目计划由乐亭县人民政府回购，回购时间尚不确定。

表 5：截至 2019 年末公司在建工程代建项目情况

项目名称	承建主体	工程类型	总投资	已投资
已签订代建协议项目				
震后危旧平房改造工程	公司本部	保障性住房	10.13	9.54
发展大路周边区域棚改项目	乐亭房地产	保障性住房	8.49	2.75
古滦河生态治理工程	公司本部	市政基础设施	6.79	6.79
乐亭县发展大路周边区域二期棚户区改造货币化安置项目	公司本部	保障性住房	12.24	8.71
茂源街东延及发展大道新建工程	公司本部	市政基础设施	4.70	4.67
新水厂及供水工程	公司本部	水利工程	3.20	3.13

长河乐亭县城段生态治理工程	新区建设	其他工程	5.46	5.94
其他项目	--	--	20.40	18.73
小计	--	--	71.41	60.26
尚未签订代建协议项目				
中小企业园标准化厂房项目	公司本部	其他工程	6.10	2.84
乐亭县临港聚集区路网二期工程	公司本部	市政基础设施	6.84	6.79
发展大道、抚昌乐路、乐文街道路工程	公司本部	市政基础设施	1.76	0.02
其他项目	--	--	8.93	5.20
小计	--	--	23.63	14.85
合计	--	--	95.03	75.11

注：根据项目实际进展，部分项目已投资超过计划总投资金额，代建项目超出部分计划仍由委托方负责支付，该类项目均尚未完工，尚需投资金额暂不确定。

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司暂无其他大额拟建工程代建项目。

总体来看，得益于合并范围的增加，跟踪期内公司工程代建业务范畴有所扩大；同时 2019 年结算项目规模增长，收入亦得到大幅提升；公司在建工程代建项目规模较大，业务持续性良好，但后续面临的资本支出压力和部分未签署协议代建项目未来的回购安排亦值得关注。

2019 年公司新增部分公用事业业务，供暖业务可带来稳定现金流入，但短期盈利难以改善；供水业务开展时间仍存在不确定性

2019 年，公司新增供暖和供水业务，分别由新纳入合并范围的子公司城市供热和城南供水负责。

供暖业务方面，城市供热虽实际接管供暖业务运营，但供热经营许可证仍在原乐亭县新城热力供应所名下，该单位因设备管线老旧已停止供热，后续拟划转至城市供热。截至 2019 年末，城市供热拥有换热站 55 座，供热管网已覆盖乐亭县城区，总并网面积 660.63 万平方米，实际供暖面积约 450 万平方米，负责 5 万余户居民和 84 个单位的供暖任务。

供热价格方面，根据 2008 年唐山市物价局出具的《关于乐亭县调整城区供暖价格的通知》（唐价管字【2008】42 号）文件，乐亭县居民供暖价格为 22 元/平方米/年，非居民供暖价格为 34 元/平方米/年。2019 年，公司实现供暖收入 0.50 亿元，考虑到城市供热于 2019 年 3 月纳入公司合并范围，预计

2020 年公司供暖收入将有所提升，并可带来稳定现金流入。

此外，公司供暖业务公益属性较强，按政府制定价格实现的供暖收入难以覆盖折旧等固定成本，公司供暖业务呈亏损状态，需通过政府补助以保障日常经营，短期内供热板块盈利能力难以改善。

供水业务方面，城南供水尚未取得供水经营许可证，乐亭县供水业务仍由乐亭县自来水公司负责，待供水经营许可证办理完成后，城南供水将接管运营乐亭县全部供水业务，但业务具体开展时间目前仍不确定。

公司房地产和自营项目完工后将进一步丰富公司收入结构，但目前在建及拟建房地产和自营项目规模较大，未来将面临较大资本支出压力

2019 年，公司新增房地产开发业务，由子公司乐亭房地产负责。截至 2019 年末，公司在建及拟建房地产项目 5 个，目前均未达到可售水平，其中老吹商城一期和民俗风情街为商业商铺，完工后将按照市场价格对外销售；乐兴家园、乐盛家园和乐亭县东门南侧城中村棚户区改造安置房建设项目为安居房项目，完工后住宅部分将按照政府指导价格销售，其他部分按照市场价格对外销售。

截至 2019 年末，公司在建及拟建房地产项目总投资合计 36.78 亿元，已投资 2.19 亿元，尚需投资 34.59 亿元，未来将面临较大投资压力。

表 6：截至 2019 年末公司在建及拟建房地产项目情况
 (亿元、万平方米)

项目名称	总投资	已投资	可售面积
老呖商城一期	1.20	0.85	3.66
民族风情街	1.43	1.34	3.42
乐兴家园	14.36	--	31.91
乐盛家园	15.40	--	34.22
乐亭县东门南侧城中村棚户区改造安置房建设项目	4.39	--	8.64
合计	36.78	2.19	81.85

资料来源：公司提供

此外，公司还建有部分自营项目，完工后将通过运营实现资金平衡。截至 2019 年末，公司在建自营项目 3 个，总投资合计 12.21 亿元，已投资 5.04 亿元。

表 7：截至 2019 年末公司在建自营项目情况 (亿元)

项目名称	总投资	已投资
乐亭县中小企业产业园项目	12.01	4.79
乐亭县电子商务进农村全覆盖项目	0.03	0.04
乐亭县电子商务进农村综合示范项目	0.17	0.21
合计	12.21	5.04

注：乐亭县中小企业产业园项目已投资金额按审计口径“在建工程”科目中金额填列。

资料来源：公司提供

总体来看，公司房地产和自营项目完工后将进一步丰富公司收入结构，但公司在建及拟建房地产和自营项目规模较大，未来将面临较大资本支出压力。

此外，2019 年公司新增车辆维护、物业经营、车辆租赁、贸易和担保等自营业务，分别由子公司通运公司、万佳通物业、金帆汽租、乐亭县伟恒商贸有限公司（以下简称“伟恒商贸”）和万佳担保负责，相关业务涉及车辆保养维护、物业管理、汽车租赁、电商贸易和融资性担保等，但目前上述业务整体规模和盈利水平均较小，短期增长空间有限。

财务分析

以下分析基于由公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年三年连审财务报告和 2018~2019 年审计报告。公司各期财务报表均按新会计准则编制，各期数据均使用财务报表期末数。

公司营业毛利率有所下降，期间费用率处于较低水平，经营性业务利润有所提升；公司 EBITDA 保持增长，EBITDA 利润率呈下降态势

公司工程代建主要采用成本加成模式确认收入，毛利率较为稳定，但 2019 年受土地开发项目协议价款较低以及部分项目结算时适用税率不同影响，公司工程代建业务毛利率略有下滑。此外，2019 年公司新增供暖业务成本倒挂，仍处于亏损状态，使得公司整体营业毛利率亦有所下降。

表 8：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目名称	2017	2018	2019
工程代建	19.53	19.53	16.21
其中：保障性住房	19.53	19.53	18.67
市政基础设施	19.53	19.53	19.53
水利工程	19.53	19.53	19.53
土地开发	--	--	3.00
其他工程	--	19.53	18.66
供暖	--	--	-35.43
其他业务	35.07	--	79.39
营业毛利率	19.53	19.53	14.89

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受合并范围增加影响，公司管理费用和财务费用均有所增长，期间费用大幅提升，期间费用率亦有所上涨，但仍处于较低水平。结合营业毛利率来看，公司期间费用对利润的侵蚀不大。

2019 年，公司将财政局专项补贴由营业外收入转计入其他收益，而其他收益计入经营性业务利润，当期经营性业务利润保持增长，但营业外损益出现下降。2019 年公司投资收益主要来自于唐山银行股份有限公司（以下简称“唐山银行”）现金红利。同时，受资产减值损失中计提坏账损失增加影响，公司利润总额有所下滑。

公司 2019 年利润总额虽略有下降，但受合并范围增加影响，费用化利息支出和折旧费用均大幅增长，EBITDA 仍有所提升，但公司 EBITDA 增速慢于营业总收入增速，EBITDA 利润率仍呈下降态势。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

项目名称	2017	2018	2019
期间费用合计	0.18	0.19	0.56
期间费用率(%)	2.32	2.17	4.37
经营性业务利润	1.41	1.58	1.76
投资收益	0.03	0.02	0.16
营业外损益	0.40	0.40	-0.02
利润总额	1.83	1.97	1.74
EBITDA	1.98	2.12	2.39
EBITDA 利润率(%)	25.19	24.56	18.72

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受合并范围增加影响，公司资产和负债规模大幅提升，资本实力显著增强；当前公司财务杠杆水平不高，未来仍有较大规模融资空间

受合并范围增加影响，2019 年公司资产总额大幅提升，截至 2019 年末，公司总资产 121.12 亿元，其中流动资产和非流动资产分别为 90.09 亿元和 31.03 亿元，占比分别为 74.38%和 25.62%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，受合并范围增加影响均大幅增长。其中应收账款主要为应收乐亭县城市发展有限公司和乐亭市财政局代建工程款；其他应收款主要为公司与乐亭县政府单位及国有企业间往来款；存货主要为代建工程成本和待开发土地，增长主要来自于新区建投的土地资产和项目投入。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和其他非流动资产构成，亦均因合并范围增加尤其是新区建投的划入增幅较大。其中固定资产主要为房屋建筑物等资产，受合并范围增加影响有所增长；在建工程主要为乐亭县临港聚集区路网二期工程和乐亭县中小企业产业园项目建设成本，乐亭县临港聚集区路网二期工程为新区建投代建项目，尚未签订代建协议，乐亭县中小企业产业园项目为公司自营项目，2019 年由存货转入在建工程；其他非流动资产主要为新区建投完工但尚未签订代建协议的道路工程。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目名称	2017	2018	2019
货币资金	3.77	1.22	5.93
应收账款	4.61	5.73	8.26
其他应收款	5.63	5.69	18.78
存货	22.70	27.23	56.98
固定资产	5.24	5.10	9.54
在建工程	0.00	0.00	11.60
其他非流动资产	0.00	0.00	5.90
资产总额	43.04	46.29	121.12

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受合并范围增加和债券发行等因素影响，2019 年公司负债规模大幅提升。公司其他应付款主要为应付乐亭县国有企业往来款；长期借款主要为质押借款，质押物主要为政府代建协议下的应收账款；长期应付款主要为收到的政府专项资金，以上科目均因合并范围增加而有所增长。此外，2019 年公司发行“19 乐亭债”，发行金额 10.00 亿元，当期公司应付债券亦大幅提升。

所有者权益方面，近年来公司实收资本均为 10.00 亿元；受益于利润的累积，公司未分配利润稳步提升。2019 年，政府对公司支持力度较大，重大战略重组完成，大量的股权及资产划入导致公司资本公积大幅提升，资本实力得到有力增强。

表 11：近年来公司主要负债及所有者权益情况（亿元）

项目名称	2017	2018	2019
其他应付款	2.00	2.82	4.55
长期借款	0.00	0.00	11.80
应付债券	0.00	0.00	9.79
长期应付款	0.00	0.00	3.85
负债合计	3.94	5.19	36.82
实收资本	10.00	10.00	10.00
资本公积	22.02	22.40	64.35
未分配利润	6.38	7.83	8.95
所有者权益合计	39.10	41.09	84.30
总债务	0.00	0.00	23.59
资产负债率	9.15	11.22	30.40
总资本化比率	0.00	0.00	21.87

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年受合并范围增加和债券发行等因素影响，公司债务规模大幅增长，资产负债率和总资本化比率亦大幅提升，但财务杠杆仍保持较低水平，未来仍有较大规模融资空间。

公司经营活动和投资活动均面临一定资本支出压力，未来对筹资活动的依赖将有所增加；当前新增业务对收入利润的贡献尚未大规模体现

近年来公司对工程代建项目等主营业务投入规模逐年增长，但公司款项结算及业务回收期较投入期存在一定滞后，2018 年公司经营活动现金流由净流入转为净流出，且 2019 年净流出规模有所增长。2019 年，公司收到新增划拨至公司期初现金 1.60 亿元和唐山银行现金红利 0.16 亿元，投资活动现金流呈净流入状态，但考虑公司自营项目建设规模较大，预计未来投资活动将面临一定资金压力。2019 年，公司发行“19 乐亭债”10.00 亿元，筹资活动现金流呈大规模净流入状态。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

项目名称	2017	2018	2019
经营活动净现金流	2.31	-2.94	-5.14
投资活动净现金流	-0.02	-0.004	1.50
筹资活动净现金流	-0.18	0.39	8.32
总债务/经营活动净现金流	--	--	-4.59
经营活动净现金流/利息支出	25.00	--	-3.76
总债务/EBITDA	--	--	9.85
EBITDA 利息保障倍数	21.45	--	1.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年，公司债务规模大幅增长，但短期债务/总债务仅为 0.08 倍，债务结构以长期为主。偿债能力指标方面，2019 年公司经营活动净现金流为负，无法覆盖债务本息；EBITDA 虽可覆盖公司利息支出，但对债务本金的保障能力较弱，公司整体偿债能力较弱。整体来看，2019 年战略重组后公司资产体量和资本实力有较大幅度提升，但新增业务板块规模较小，经营性业务收入利润尚未大规模体现，对公司整体盈利能力、现金流以及偿债能力改善情况尚不明显。

公司财务弹性较差，受限比例较低，代偿风险不大

截至 2019 年末，公司共获得银行授信额度 4.27 亿元，均已使用完毕，财务弹性较差。

截至 2019 年末，公司受限资产 4.24 亿元，包括用于反担保的待开发土地 2.00 亿元、用于质押的

应收账款 2.22 亿元和保证金 0.02 亿元，合计占总资产的 3.50%。

截至 2019 年末，公司对外担保余额 10.01 亿元，占所有者权益的 11.87%，被担保企业均为乐亭县国有企业，代偿风险不大。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 4 月 22 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

重点项目搬迁及建设投产为乐亭县经济发展和财税增长带来后续发展潜力；跟踪期内公司得到了乐亭县人民政府在资产股权划转、债务置换和财政补贴等方面的持续大力支持

2019 年乐亭县经济和财政实力稳步增长，河钢集团、国义钢铁城等一批重点项目搬迁及建设投产为当地经济发展和财税增长带来后续发展潜力，也为公司未来发展提供了良好的外部环境。作为乐亭县最重要的城市开发和国有资产运营主体，跟踪期内公司在资产及股权划转、债务置换和财政补贴等方面持续得到乐亭县人民政府的大力支持。

资产及股权划转方面，2019 年，根据乐亭县行政事业单位车辆划转审批表，乐亭县人民政府共向公司划拨车辆资产 6.83 万元，计入公司资本公积；2019 年，乐亭县人民政府先后将乐亭县国资办所持有的乐亭房地产、乐亭县通云汽车专业二保有限责任公司、城南供水、城市供热、乐亭县万佳信用担保有限公司和新区建投 100.00% 的股权划入公司，公司资本公积合计增加 41.88 亿元，资本实力显著夯实。

债务置换方面，2019 年，根据《河北省财政厅关于下达 2018 年第三批公开发行业置换债券资金及第二批再融资资金的通知的通知》和《河北省财政厅关于下达 2018 年第一批公开招标置换债券资金

的通知》，公司部分债务由乐亭县财政局以货币资金进行偿还，共计取得政府债务置换资金 7,785.00 万元，计入公司资本公积。

财政补贴方面，2019 年，公司共收到财政补贴 4,621.81 万元，为公司日常经营活动的开展提供了较好的资金保障。

中诚信国际认为，乐亭县经济和财政实力稳步增长，重点项目的搬迁及建设投产亦为当地经济发展和财税增长带来后续发展潜力；公司作为乐亭县最重要的城市开发和国有资产经营主体，预计未来仍将获得乐亭县人民政府的大力支持。

偿债保障措施

“19 乐亭债”本息的到期兑付由重庆三峡融资担保集团股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三峡担保（原“重庆三峡担保集团股份有限公司”）由重庆渝富资产管理集团有限公司出资设立。2019 年末，三峡担保注册资本为 46.50 亿元，股东为重庆渝富控股集团有限公司、三峡资本控股有限责任公司和国开金融有限责任公司，持股比例分别为 50.00%、33.33%和 16.67%，实际控制人仍为重庆市国资委。

作为地方政府实际控制企业，三峡担保致力于为重庆市中小企业和基础设施建设提供融资性和非融资性担保。近年来三峡担保积极响应国家政策导向，根据重庆“一圈两翼”经济发展产业布局 and 重点项目，以园区及基础设施建设、制造业为主要服务行业，并大力培育优质中小客户群。

受益于较为雄厚的资本金优势和股东背景，银行对三峡担保的认可度较高。三峡担保已与重庆市所有区县、银行和多家客户建立了合作关系，并按重庆市委市政府战略发展规划，通过金融资源引导、配置，促进重庆市特别是库区经济社会和产业发展。三峡担保通过与各区县签订产业项目融资担保合作协议，依托当地政府和专管平台开展业务。

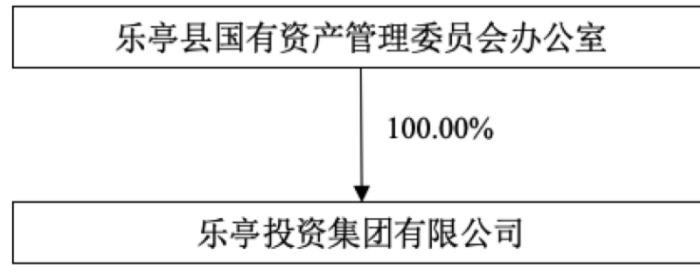
三峡担保的担保业务包括间接融资担保、金融产品担保和非融资性担保等，目前是西部地区最大的担保公司。截至 2019 年末，三峡担保合并口径总资产 127.87 亿元，所有者权益合计 69.34 亿元，母公司口径在保余额为 841.06 亿元。2019 年，三峡担保实现担保业务收入 7.70 亿元，实现净利润 2.85 亿元，较上年小幅下降；同年，平均资本回报率和平均资产回报率分别为 4.13%和 2.33%，累计代偿率为 1.46%。

综合对三峡担保在地区行业地位、市场定位与战略、业务运营、风险管理、财务基本面和政府及股东支持等方面的考察和分析，中诚信国际维持重庆三峡融资担保集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为三峡担保具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“19 乐亭债”的按期偿还提供有力的保障。

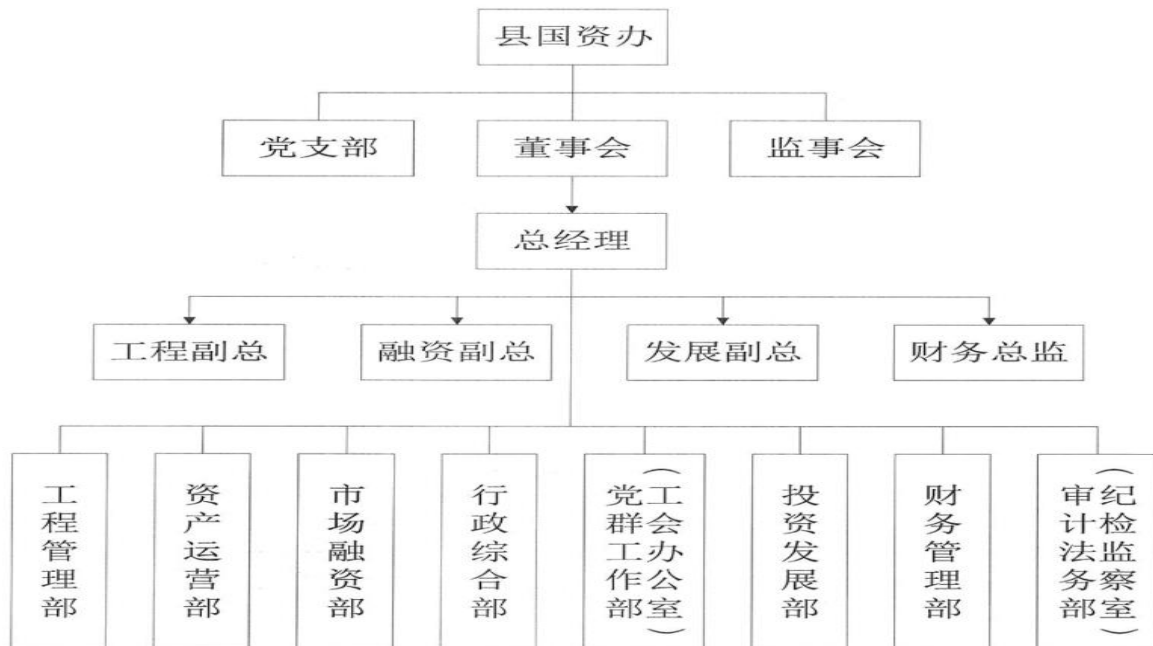
评级结论

综上所述，中诚信国际将乐亭投资集团有限公司的主体信用等级由 **AA-**调升至 **AA**，评级展望为稳定；维持“19 乐亭债”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：乐亭投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）

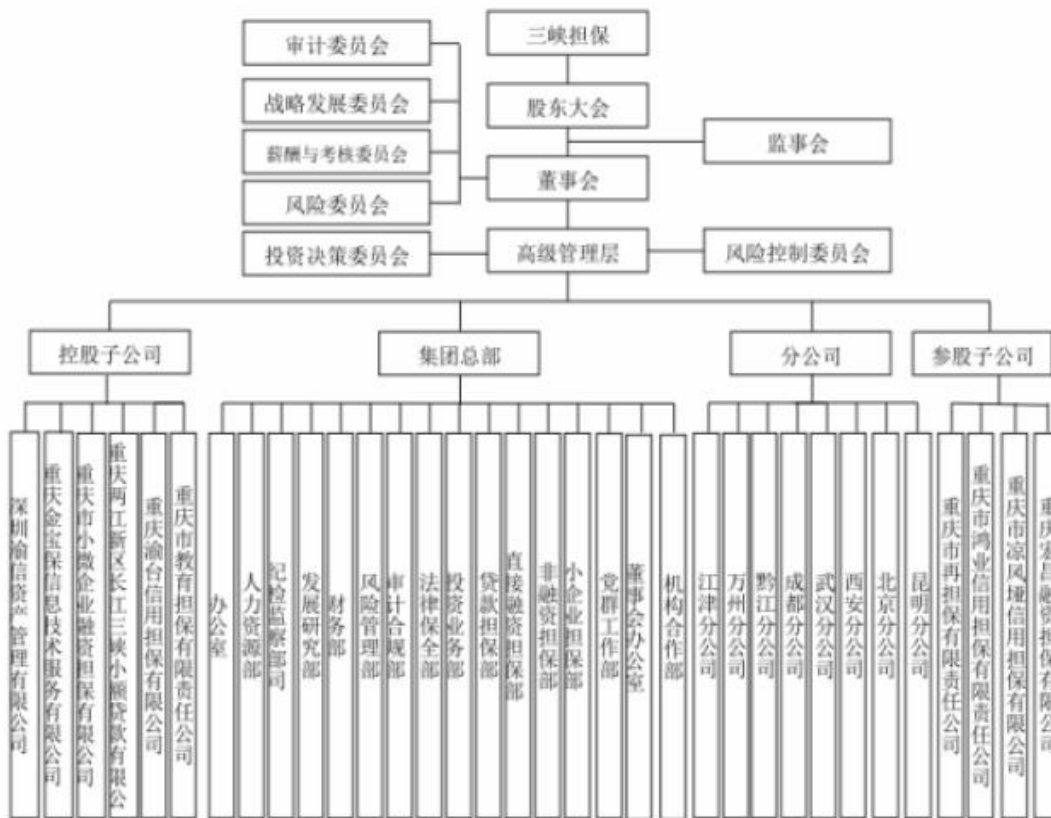
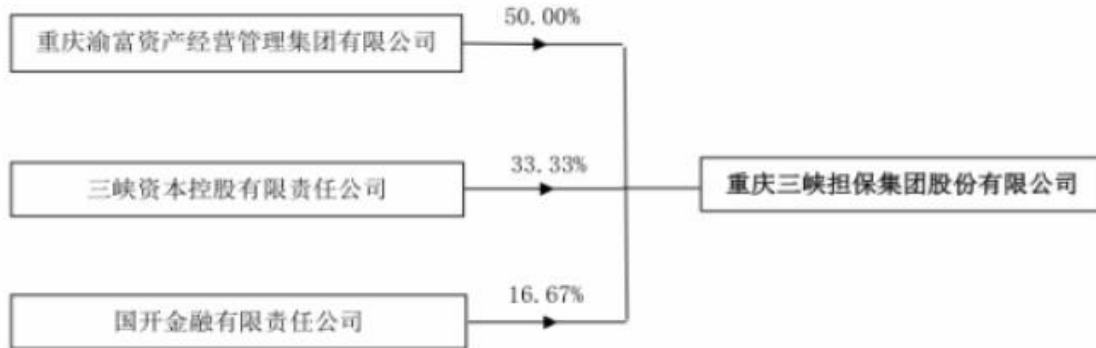


子公司名称	持股比例 (%)
河北联业电子商务有限公司	100.00
乐亭县伟恒商贸有限公司	100.00
乐亭县锦行文化旅游有限公司	100.00
乐亭县睿诚房地产开发有限公司	100.00
乐亭县城市供热有限公司	100.00
乐亭县沁澈城南供水有限公司	100.00
乐亭县万佳信用担保有限公司	100.00
乐亭县通运汽车专业二保有限责任公司	100.00
乐亭万佳通物业服务有限公司	100.00
唐山金帆汽车租赁有限公司	100.00
乐亭新区建设投资有限公司	100.00



资料来源：公司提供

附二：重庆三峡融资担保集团股份有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2019 年末)



资料来源：公司提供

附三：乐亭投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	37,742.17	12,183.77	59,324.21
应收账款	46,139.14	57,335.93	82,597.41
其他应收款	56,340.40	56,876.49	187,817.66
存货	226,960.59	272,333.48	569,800.34
长期投资	10,453.15	10,453.15	38,255.15
在建工程	0.00	0.00	115,979.42
无形资产	0.00	0.00	0.00
总资产	430,419.50	462,873.63	1,211,218.70
其他应付款	20,040.32	28,246.42	45,501.26
短期债务	0.00	0.00	19,520.00
长期债务	0.00	0.00	216,417.34
总债务	0.00	0.00	235,937.34
总负债	39,378.54	51,949.33	368,191.34
费用化利息支出	0.00	0.00	1,841.41
资本化利息支出	922.48	0.00	11,818.26
实收资本	100,000.00	100,000.00	100,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	391,040.96	410,924.31	843,027.35
营业总收入	78,538.71	86,389.38	127,919.26
经营性业务利润	14,130.94	15,793.59	17,611.74
投资收益	268.84	231.46	1,619.09
净利润	14,837.18	16,025.98	12,695.71
EBIT	18,307.30	19,742.99	19,203.56
EBITDA	19,783.09	21,213.08	23,943.62
销售商品、提供劳务收到的现金	85,835.44	75,698.78	107,065.57
收到其他与经营活动有关的现金	5,204.78	12,358.69	12,263.77
购买商品、接受劳务支付的现金	67,438.39	116,841.14	151,702.22
支付其他与经营活动有关的现金	231.02	289.87	17,563.15
吸收投资收到的现金	2,640.00	3,857.36	0.00
资本支出	505.95	275.94	2,580.42
经营活动产生现金净流量	23,061.52	-29,371.29	-51,377.42
投资活动产生现金净流量	-237.11	-44.47	15,037.66
筹资活动产生现金净流量	-1,760.00	3,857.36	83,237.00
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	19.53	19.53	14.89
期间费用率(%)	2.32	2.17	4.37
应收类款项/总资产(%)	23.81	24.67	22.33
收现比(%)	1.09	0.88	0.84
总资产收益率(%)	4.30	4.42	2.29
资产负债率(%)	9.15	11.22	30.40
总资本化比率(%)	0.00	0.00	21.87
短期债务/总债务(%)	--	--	0.08
FFO/总债务(X)	--	--	0.08
FFO利息倍数(X)	17.47	--	1.38
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	25.00	--	-3.76
总债务/EBITDA(X)	0.00	0.00	9.85
EBITDA/短期债务(X)	--	--	1.23
货币资金/短期债务(X)	--	--	3.04
EBITDA利息覆盖倍数(X)	21.45	--	1.75

注：1、公司各期财务报表均采用新会计准则编制；2、中诚信国际将公司其他非流动负债中有息债务纳入长期债务核算。

附四：重庆三峡融资担保集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
资产			
货币资金	1,745.91	1,407.77	2,731.84
存出担保保证金	597.75	465.23	2,360.63
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	10.00	2.00	0.00
可供出售金融资产	4,338.69	2,474.00	1,942.61
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	82.14	90.64	87.32
资产合计	12,311.91	11,700.48	12,786.95
负债及所有者权益			
担保损失准备金合计	2,051.66	2,200.19	2,276.12
实收资本	4,650.00	4,650.00	4,650.00
所有者权益合计	6,614.31	6,865.04	6,933.82
利润表摘要			
担保业务收入	904.39	844.62	770.36
担保赔偿准备金支出	(165.53)	(195.21)	(209.51)
提取未到期责任准备	(163.00)	(165.00)	(49.59)
利息净收入	207.68	205.20	266.40
投资收益	191.25	268.96	144.40
业务及管理费用	(233.15)	(246.81)	(225.71)
税金及附加	(15.27)	(6.48)	(9.33)
税前利润	488.71	349.35	319.73
净利润	400.15	300.72	284.77
担保组合			
在保余额*	93,898.30	80,717.21	84,105.99
在保责任余额*	25,326.66	47,198.62	52,580.23
财务指标	2017	2018	2019
年增长率（%）			
总资产	10.65	(4.97)	9.29
担保损失准备金合计	4.49	7.24	3.45
所有者权益	2.41	3.79	1.00
担保业务收入	(9.05)	(6.61)	(8.79)
业务及管理费用	(10.87)	5.86	(8.55)
税前利润	(33.02)	(28.52)	(8.48)
净利润	(33.61)	(24.85)	(5.30)
在保余额*	(13.41)	(14.04)	4.20
盈利能力（%）			
平均资产回报率	3.41	2.50	2.33
平均资本回报率	6.12	4.46	4.13
担保项目质量（%）			
累计代偿率*	1.52	1.43	1.46
担保损失准备金/在保责任余额*	8.10	4.66	4.33
最大单一客户在保余额/核心资本	4.07	4.68	16.44
资本充足性（%）			
净资产（百万元）	6,614.31	6,865.04	6,933.82
核心资本（百万元）	8,583.82	8,974.59	9,122.62
净资产放大倍数（X）	14.86	12.14	12.74
核心资本放大倍数（X）	11.45	9.29	9.68
流动性（%）			
高流动性资产/总资产	7.43	6.51	18.34
高流动性资产/在保余额	0.93	0.91	2.65

注：上表中含*标记的数据使用母公司口径。

附五：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。