跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 987 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持文登金滩投资管理有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16文专项债/16文专项”AA^{+}的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十一日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

文登金滩投资管理有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 文专项债/16 文专项	8.8 亿元	2016/3/21-2023/3/21	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2017 年 6 月 21 日

财务数据：

项　目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	3.41	2.70	9.41
资产总额(亿元)	89.30	99.83	129.04
所有者权益合计(亿元)	73.95	76.36	100.34
长期债务(亿元)	11.86	19.87	24.93
全部债务(亿元)	14.46	22.30	27.25
营业收入 (亿元)	8.39	17.31	23.35
利润总额 (亿元)	2.02	2.55	2.46
EBITDA(亿元)	2.39	4.02	4.68
经营性净现金流(亿元)	0.48	7.26	-20.39
营业利润率(%)	5.70	4.86	5.86
净资产收益率(%)	2.73	3.15	2.34
资产负债率(%)	17.19	23.51	22.24
全部债务资本化比率(%)	16.35	22.60	21.36
流动比率(%)	2072.75	2376.81	2657.77
全部债务/EBITDA(倍)	6.04	5.54	5.82
经营现金流动负债比(%)	13.88	201.73	-542.92

分析师

赵起锋　马玉丹

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

文登金滩投资管理有限公司（以下简称“公司”）是威海市文登区重要的城市基础设施建设及运营主体。跟踪期内，文登区经济增速较快，公共财政预算收入平稳增长；公司获得威海市文登区政府注入的开放式养殖海域使用权，权益规模大幅增长；管网租赁业务为公司提供了持续稳定的收入补充。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司关联方资金占用程度高、未来投资规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

威海市文登区经济的稳定发展为公司各业务板块提供了良好的外部环境，公司未来收入规模和利润水平有望提升。公司可获得财政资金长期稳定的支持，对公司整体偿债能力形成良好支撑，联合资信对公司的评级展望为稳定。

“16文专项债/16文专项”由重庆进出口信用担保有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定主体长期信用等级为AA^+，提升了“16文专项债/16文专项”本息偿还的安全性。另外，“16文专项债/16文专项”设置了分期偿付条款，有助于降低“16文专项债/16文专项”的集中偿付压力。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“16 文专项债/16 文专项”的信用等级为 AA^+。

优势

1. 跟踪期内，威海市文登区经济增速较快，政府财政实力不断增强，公司经营外部环境良好。
2. 跟踪期内，文登区政府向公司注入开放式养殖用海域使用权，并持续在财政补贴、资金注入等方面给予公司支持。

3. 重庆进出口信用担保有限公司的担保提升了“16 文专项债/16 文专项”本息偿还的安全性；“16 文专项债/16 文专项”设置分期偿还条款，一定程度上降低未来集中偿付压力。

关注

1. 公司其他应收款对资金形成一定占用，资产流动性较弱。
2. 公司未来投资规模大，存在一定的融资压力。
3. 跟踪期内，公司对外担保规模快速增长，存在一定或有负债风险。
4. 公司存续期债券本金将于2019年集中兑付，面临一定的集中偿付压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由文登金滩投资管理有限公司（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“16 文专项债/16 文专项”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。

文登金滩投资管理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文登金滩投资管理有限公司主体长期信用及“16 文专项债/16 文专项”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

文登金滩投资管理有限公司（以下简称“文登金滩”或“公司”）位于山东省威海市文登区（原文登市，下同），成立于 2007 年 5 月，由威海市文登区国有资产管理局（原文登市国有资产管理局，下同）出资组建，注册资本 8500 万元。2011 年 3 月，根据威海市文登区人民政府（原文登市人民政府，下同）文政发【2010】34 号文件精神，经公司股东会决议，决定将威海市文登区国有资产管理局所拥有的公司 5950 万元股权依法转让给威海市文登区小观镇政府（原文登市小观镇政府，下同），同时修改公司章程，并办理了工商登记变更手续。截至 2016 年底，公司注册资本为 8500 万元，威海市文登区小观镇政府为公司的实际控制人。

公司经营范围包括：企业投资管理；企业宣传策划；商务信息咨询（不含消费储值或类似业务）；对城市基础设施及配套建设项目的投资；土地整理、开发与经营。

截至 2016 年底，公司本部设计划财务部、综合管理部、资产经营部、行政人力资源部及产权管理部共 5 个职能部门。截至 2016 年底，公司共有纳入合并报表子公司 2 家。

截至 2016 年底，公司资产总额 129.04 亿元，所有者权益合计 100.34 亿元；2016 年公司实现营业收入 23.35 亿元，利润总额 2.46 亿元。

公司法定代表人为邵本杰，注册地址为文登市龙山路 66 号。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2016 年 3 月 21 日发行了为期 7 年的专项债券“16 文专项债/16 文专项”（以下简称“本期债券”），额度 8.8 亿元人民币，采用固定利率，并附本金提前偿还条款。本期债券的本金在本期债券存续期的第 3 年至第 7 年分期兑付，第 3 年至第 7 年每年末分别兑付本期债券本金的 20%。本期债券由重庆进出口信用担保有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。公司已于 2017 年 3 月按期支付当期利息。

“16 文专项债/16 文专项”所募资金共 8.80 亿元，全部用于文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目。截至 2016 年底，文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目建设具体情况如下所示：

表1　截至2016年底项目资金用途及完工进度

（单位：亿元）

项目名称	项目投资总额	完工进度	拟用募集资金额度	募投资金已投入额
文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目	16.12	57.75%	8.80	8.73

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消

费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置

指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 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。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，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。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济

威海市文登区概况

威海市文登区总面积 1615 平方公里，辖 12 个镇、3 个街道办事处、2 处省级开发区和 763 个村居。文登区位优越、交通发达，地处青、烟、威金三角的腹地，高速公路四通八达，济威铁路穿境而过，南海新港一期达到试运营条件，周边有 5 个国家一类开放港口，威海国际机场位于境内，开通了北京、上海、广州、韩国首尔等十几条国际国内航线。

威海市文登区政府财力及债务

公司是经威海市文登区人民政府批准设立，威海市文登区重要的基础设施建设和国有资产经营主体，在各方面享受了威海市文登区的大力支持，威海市文登区政府财力对公司日常经营影响很大。

根据《2016年文登区国民经济和社会发展统计公报》，2016年全年全区实现生产总值

766.39亿元，按可比口径计算，同比增长7.9%。其中，第一产业增加值61.34亿元，增长4.2%；第二产业增加值345.77亿元，增长6.8%；第三产业增加值359.28亿元，增长9.7%；三次产业结构调整为8.0：45.12：46.88。

固定资产投资方面，2016年全区固定资产投资总量持续增长，规模以上固定资产投资完成总量为664.38亿元，比上年同期增长12.8%。其中，第一产业完成投资15.95亿元，同比增92.02%，占总投资的比重2.4%；第二产业完成投资365.16亿元，同比增长37.93%，占总投资的比重54.96%；第三产业完成投资283.16亿元，同比下降10.38%，占总投资的比重为42.62%。

2016年全区社会消费品零售总额344.13亿元，同比增长10.95%；城镇居民人均可支配收入、农民人均可支配收入分别达到37322元和18737元，年均分别增长8.3%和9.0%。

从财政实力看，2016年，威海市文登区实现地方一般预算收入49.52亿元，同比增长0.55%，其中，税收收入40.36亿元，较上年下降8.35%，仍为一般预算收入主要来源（占81.50%）。2016年，威海市文登区国有土地使用权出让收入99.59亿元，较上年底增长5.25%，其占地方综合财力的比重达59.73%，占比较高。国有土地出让收入的上升带动当年地方综合财力的同步增长。

表 2　2015~2016 年威海市文登区财政收入情况

主要指标	2015 年	2016 年
（一）地方一般预算收入	**492468**	**495168**
1．税收收入	440374	403611
2．非税收入	52094	91557
（二）转移支付和税收返还收入	**154984**	**174955**
1．一般性转移支付收入	61224	67551
2．专项转移支付收入	72124	51225
3．税收返还收入	21636	56179
（三）国有土地使用权出让收入	**946282**	**995940**
1．国有土地使用权出让金	896072	948140
2．国有土地收益基金	43600	41700
3．农业土地开发资金	6610	6100
（四）预算外财政专户收入	**1219**	**1250**
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**1594953**	**1667313**

资料来源：威海市文登区财政局，联合资信整理

政府债务方面，2016年上级政府核定威海市文登区政府债务限额110.8亿元，截至2016年底，威海市文登区政府债务余额102.99亿元，其中一般债务35.39亿元、专项债务67.60亿元。截至2016年底，威海市文登区政府债务率为62.06%，债务水平一般。

总体看，跟踪期内，威海市文登区经济较快增长，地方财政实力不断增强，但国有土地出让收入占地方综合财力的比重较大，地方财力情况受土地市场行情影响大。

六、基础素质分析

1．产权状况

截至 2016 年底，公司注册资本为 8500 万元，威海市文登区小观镇政府持有公司 70%的股权，是公司的实际控制人，威海市文登区国有资产管理局持有公司剩余 30%股权。

2．平台企业竞争格局及企业规模

截至 2016 年底，威海市文登区域内存在平台企业 3 家，除公司外，另有威海市文登区城市资产经营有限公司（以下简称“文登城资”）和威海市文登区蓝海投资开发有限公司（以下简称“文登蓝海”）。公司与文登城资和文登蓝海各自依照威海市文登区总体规划及区政府指令开展业务，不存在竞争关系。

3．政府支持

公司作为威海市文登区重要的城市开发建设主体，得到了威海市文登区政府在政府补贴等方面稳定的支持。

公司每年均会获得相当数量的政府补贴，2014~2016 年，公司分别获得政府补贴 2.37 亿元、1.99 亿元和 2.05 亿元，计入“营业外收入”。

2016 年，威海市文登区财政局对公司拨入资金 16.10 亿元（文财字【2016】1109 号），作为对公司的资本性投入，计入“资本公积—其他资本公积”，其中 13.10 亿元作为对公司通过招拍挂获取土地缴纳出让金及契税的补贴，

现金流体现在“吸收投资收到的现金”，3 亿元现金流体现在“收到的其他与筹资活动有关现金”；拨付债务置换资金 0.38 亿元，计入“资本公积—其他资本公积”。

为了扩充公司权益规模，2016 年，威海市文登区国有资产管理局向公司无偿划入开放式养殖用海域使用权，经北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）出具北方亚事评报字【2016】第 01-782 号评估报告，评估价值为 16.49 亿元，计入“无形资产”。

跟踪期内，政府通过财政补贴、资金注入和资产划拨等方式为公司提供了有力支持，财政补贴对公司形成较为稳定的资金流入，对其日常经营形成有效保障。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、治理结构、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司是威海市文登区城市开发建设的重要主体，跟踪期内的经营业务主要涉及威海市文登区基础设施建设及供水管网租赁。

2014~2016 年，公司营业收入逐年增长，分别实现营业收入 8.39 亿元、17.31 亿元和 23.35 亿元。跟踪期内，项目回购收入仍为公司营业收入的主要构成部分。根据《威海南海供水管网租赁协议》，公司自 2015 年起新增供水管网租赁收入，年租赁费 1.50 亿元，2016 年因“营改增”税制改革，扣除增值税销项税后，该业务实现收入 1.45 亿元。

毛利率方面，2014~2015 年项目回购收入的毛利率保持在 9.09%，2016 年受“营改增”政策影响，该板块毛利率较上年下降 0.97 个百分点至 8.12%。由于供水管网折旧成本较高，供水管网租赁业务毛利率较低，加之增值税销项税不计入收入，使得 2016 年该板块毛利率倒挂。受主要业务毛利率降低影响，2016 年公司整体毛利率较上年有所下降，为 7.51%。

表 3　2014~2016 年公司营业收入结构与毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目回购收入	8.39	100.00	9.09	15.81	91.33	9.09	21.90	93.78	8.12
供水管网租赁收入	--	--	--	1.50	8.67	1.61	1.45	6.22	-1.62
合计	**8.39**	**100.00**	**9.09**	**17.31**	**100.00**	**8.44**	**23.35**	**100.00**	**7.51**

资料来源：公司提供

2. 项目回购

公司是威海市文登区重要的基础设施建设和融资主体。公司进行基础设施建设的过程主要包括签订协议、项目融资、建设及回购。首先，公司根据威海市文登区城市基础设施建设的总体规划或威海市文登区政府指示确定拟建项目及概算，针对项目单独签订完工后一次性回购协议；其次，公司根据每年项目建设资金需求向威海市文登区政府申请纳入下一年预算，并针对资金缺口进行融资；再次，公司进行项目建设，每年根据工程进度确认项目回购收入；最后，政府根据回购协议及实际造价对项目实施整体回购，调整回购价格和概算差额。回购价格一般为项目建设成本加 10%左右的管理费用。

自成立以来，公司先后投资建设了威海市文登区域内多项重大基础设施，公司项目回购收入受当年完工基础设施回购价格影响较大，但总体符合协议规定。

2016 年，公司根据工程进度确认项目回购收入 21.90 亿元，主要系文登经济开发区地下综合管廊建设工程、圣经山及文登区母猪河下游流域综合治理工程项目回购收入。2016 年，公司收到财政局支付工程款 21.90 亿元，反映在“销售商品、提供劳务收到的现金”。联合资信关注到，文登经济开发区地下综合管廊建设工程系“16 文专项债/16 文专项”的募投项目，原计划建成后由公司自持，通过租赁收入和管理费收入实现资金平衡，跟踪期内，文登区政府将其纳入回购项目范围，公司由此结转该项目投入成本 9.31 亿元，并确认相关项目回购收入 9.87 亿元，未来，公司将不会取得与该项目有关的运营收入。

表 4　2016 年公司项目回购明细（单位：亿元）

项目	投入成本	确认收入	实际回款
文登区母猪河下游流域综合治理工程	4.22	4.83	4.83
文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目	9.31	9.87	9.87
圣经山	4.51	4.93	4.93
米山水库	2.08	2.27	2.27
合计	**20.12**	**21.90**	**21.90**

资料来源：公司提供

公司目前主要在建项目为文登经济开发区地下综合管廊建设工程项目，即“16 文专项债/16 文专项”的募投项目。项目于 2016 年 7 月开工建设，总投资额 16.12 亿元，截至 2016 年底，项目已投入 9.31 亿元，剩余资金将在未来两年内投资完毕。

公司未来着重于南海新区的基础设施建设，除此之外，公司还将对现有的重点市政设施进行改造升级，并对南海新区重要河流进行综合整治。目前已确定威海港靖海湾港区（张家埠新港区）二期工程、母猪河综合整治工程、南海客运站、南海高级中学、蓝湖休闲区等为新一批的重点建设项目。

跟踪期内，公司继续承担威海市文登区的城市建设任务，业务具有持续性，回款情况有所改善。未来，为了完善南海新区相关配套设施，公司对南海新区基础设施建设的投入将进一步加大，公司拟建项目投资规模较大。

3. 管网租赁

公司与威海市文登区自来水公司（以下简称“文登自来水公司”）签订《威海南海新区供水管网租赁协议》，约定公司将位于南海新区海景路与万家寨路交汇处至龙海路铺设给水管、龙海路至里岛路铺设污水管、金花河南环海路至圣海路铺设雨水管租赁给文登自来水公司。2014 年 12 月份为试运行期，试运行期免除租赁费，自 2015 年正式启租，年租赁费 1.50 亿元，每年第一个月内一次性支付，租赁期限 10 年。供水管网租赁收入为公司新增较为稳定的收入来源，但该业务板块受营改增影响，毛利或将继续倒挂，对公司盈利能力持续形成负面影响。

4. 未来发展

随着威海市文登区经济发展及城市化进程的不断推进，威海市文登区基础设施建设需求将继续保持旺盛态势，公司作为威海市文登区重要的基础设施建设主体，未来发展具有持续性。但公司所承建的基建项目由文登区政府指派，可能影响公司未来经营的稳定性。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2016年财务报表及附注已经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。

跟踪期内，公司报表合并范围新增2家子公司，分别为新设立的威海宏轩建筑安装有限公司和威海正昌建设有限公司，整体看公司财务数据可比性强。

截至 2016 年底，公司资产总额 129.04 亿元，所有者权益合计 100.34 亿元；2016 年公

司实现营业收入 23.35 亿元，利润总额 2.46 亿元。

2．资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 129.04 亿元，同比增长 29.25%，其中流动资产占 77.37%，非流动资产占 22.63%。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 99.84 亿元，同比增长 16.79%，系货币资金和存货大幅增加所致。截至 2016 年底，公司流动资产主要为货币资金（占 9.42%）、其他应收款（占 29.75%）和存货（占 52.47%）。

截至 2016 年底，公司货币资金 9.41 亿元，较上年底增长 248.82%，主要系增加债务融资所致。货币资金中主要为银行存款，其中 7.03 亿元定期存款用于质押对外担保，使用受限，占比 74.70%。

截至 2016 年底，公司其他应收款为 29.71 亿元，较上年底下降 30.06%，主要系往来款回收所致。其中应收文登区财政局的往来款占 95.24%，账龄在 2 年以内，集中度高，对公司资金占用较严重。

截至 2016 年底，公司存货 52.38 亿元，均为土地资产，较上年底增长 36.16%，系公司通过招拍挂购入土地所致。2016 年，公司原有土地因超过 2 年未开发，于 4 月起陆续被文登区土地部门收回 26 宗土地，账面价值 11.34 亿元。随后公司通过招拍挂方式重新取得 30 宗土地，缴纳土地出让总价款 25.26 亿元，现金流体现为“购买商品、提供劳务支付的现金”，其中 13.10 亿元由财政拨付给公司，剩余款项为公司自有资金。公司新增土地以商业住宅用地为主，暂无开发计划。截至 2016 年底，公司土地资产中 24.84 亿元用于抵押，占比 47.42%。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 7.13 亿元，较上年底增加 6.50 亿元，均系公司于跟踪期内购买的银行理财产品。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 29.20 亿元，同比增长 15.71%，主要系无形资产大幅增长所致。非流动资产中固定资产占 42.00%，无形资产占 55.93%。

截至 2016 年底，公司固定资产 12.26 亿元，较上年底下降 10.75%，主要系供水管网折旧 1.48 亿元所致。

2016 年，威海市文登区国有资产管理局向公司无偿划入开放式养殖用海域使用权，经北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）出具北方亚事评报字【2016】第 01-782 号评估报告，评估价值为 16.49 亿元，计入无形资产核算，使得公司无形资产较上年底大幅增长，截至 2016 年底为 16.33 亿元。

总体看，公司资产构成以流动资产为主，但流动资产中存货及其他应收款占比很高，且受限比例较高，公司资产流动性较差。

3．负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 100.34 亿元，同比增长 31.41%，主要是未分配利润和资本公积的增长。其中，截至 2016 年底，实收资本 0.85 亿元；资本公积 87.47 亿元，较上年底增长 32.85%；盈余公积 0.59 亿元，均与上年底持平；未分配利润 11.44 亿元，较上年底增长 25.89%。

截至 2016 年底，公司资本公积 87.47 亿元，较上年底增长 32.85%。2016 年，威海市文登区国有资产管理局向公司无偿划入开放式养殖用海域使用权增加资本公积 16.49 亿元、威海市文登区财政局“文财字【2016】1109 号”文件拨入资金增加资本公积 16.10 亿元以及政府债务置换作为对公司资本性投入增加资本公积 0.38 亿元；同期，威海市文登区人民政府“威文政地字【2016】12 号”批复、“威文政地字【2016】28 号”批复以及“威文政地字

【2016】57 号[1]”批复合计收回公司 26 宗土地使用权，合计账面价值 11.34 亿元，相应减少公司资本公积。

总体来看，公司所有者权益主要以资本公积为主，结构稳定性较好。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 28.69 亿元，同比增长 25.46%，主要系应付债券的增长。其中流动负债 13.09%，非流动负债 86.91%。

截至 2016 年底，公司流动负债 3.76 亿元，较上年底增长 3.45%。其中，应交税费 1.06 亿元，占 28.31%；一年内到期的非流动负债 2.32 亿元，占 61.76%。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 24.94 亿元，同比增长 25.46%，主要为应付债券的增长。非流动负债主要由应付债券（占 98.01%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款 0.49 亿元，全部为抵押借款，较上年底降低 80.18%。同期，公司应付债券余额 24.44 亿元，系 10 亿元“14 文金滩”、7 亿元“15 文小微”和 8.8 亿元”16 文专项债/16 文专项”经利息调整后余额。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务 27.25 亿元，同比增长 22.21%，其中短期债务 2.32 亿元，长期债务因债券发行大幅增长，为 24.93 亿元。

截至 2016 年底，公司资产负债率为 22.24%，较上年底下降 1.28 个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2015 年底有所下降，分别为 21.36%和 19.90%。

总体看，跟踪期内，公司有息负债规模有所增长，但债务负担仍处于较低水平。

4. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 23.35 亿元，由项目回购收入和供水管网租赁收入构成。跟踪期内营业收入较上年大幅增长，主要系项目回购收入大幅增长所致。

从期间费用来看，公司 2016 年期间费用合计 0.96 亿元，由管理费用和财务费用构成。2016 年由于财务费用较上年明显增加，期间费用较上年大幅增长 76.90%。因同期营业收入快速增长，期间费用占营业收入的比例略有上升，为 4.10%，公司期间费用控制状况良好。

2016 年，公司营业外收入为 2.05 亿元，同比增长 3.30%，主要为政府补助（占 99.94%），公司营业外收入占利润总额的 83.32%，营业外收入对利润总额贡献大。2016 年，公司利润总额 2.46 亿元，较上年下降 3.17%。

盈利指标方面，2016 年，受营业税金及附加下降因素影响，公司营业利润率为 5.86%，较 2015 年的 4.86%提升 1.00 个百分点；公司 2016 年总资本收益率、净资产收益率分别为 2.29%和 2.34%，受净利润下降及所有者权益增长的影响均较 2015 年有所下降。

总体看，跟踪期内，由于项目回购收入的大幅增加，公司收入规模快速增长。供水管网租赁收入相对稳定，对公司的营业收入起到补充作用，公司利润总额对政府补助依赖较大。

5. 现金流分析

经营活动方面，2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 23.58 亿元，同比增长 8.75%，公司现金收入比为 100.97%，收入实现质量受当地政府支付回购款效率影响较大，整体收现质量较好。2016 年，公司收到其他与经营活动有关的现金为 2.06 亿元，较上年增长 3.44%，主要为政府补助资金。2016 年，公司经营活动现金流入量为 25.64 亿元，较上年增长 8.30%。2016 年，公司经营活动现金流出量为 46.03 亿元，较上年增长 180.42%，主要系购买商品、提供劳务支付的现金大幅增长所致。2016 年，公司购买商品、提供劳务支付的现金为 45.38 亿元，较上年增长 187.23%，主要系支付工程款及通过招拍挂购买土地支出

[1] “威文政地字【2016】57 号”批复收回 7 宗土地使用权，其中已收回土地使用权账面价值 3.34 亿元。

增长。2016 年，受经营活动现金流出大幅增长影响，公司经营活动现金流量净额转负，为-20.39 亿元。

投资活动方面，2016 年，公司未发生投资活动现金流入；公司投资活动现金流出为 6.50 亿元，全部系公司购买理财产品支付的现金；公司投资活动产生的现金流量净额为-6.50 亿元。2016 年，公司筹资活动前现金流量净额为-26.89 亿元。

跟踪期内，由于经营活动和投资活动现金流均体现为净流出，公司对外融资压力明显增加。2016 年，公司筹资活动现金流入 38.60 亿元，主要来自吸收投资收到的现金 13.10 亿元（政府资金注入），发行债券收到现金 8.73 亿元（“16 文专项债/16 文专项”）以及收到其他与筹资活动有关的现金 16.76 亿元（与其他企业之间资金拆借流入）等。同期，筹资活动现金流出为 10.03 亿元，主要为支付其他与筹资活动有关的现金（青岛银行定期存款质押 7.03 亿元）和偿还债务支付的现金。2016 年，支付其他与筹资活动有关的现金 7.17 亿元，较上年降低 60.99%，主要系公司与财政局往来款减少所致。2016 年，公司筹资活动产生的现金净额转正，为 28.58 亿元。

跟踪期内，公司基建项目政府回款情况较好，但建设业务支出逐渐增大，经营活动开展对融资依赖程度增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，随着流动负债的减少，2016 年底，公司流动比率和速动比率均较上年底大幅上升，分别为 2657.77%和 1263.22%。2016 年，公司经营活动现金流量净额为负对流动负债不具保障能力，；公司短期债务规模较小，剔除受限部分后现金类资产为 2.38 亿元，能够对其进行覆盖。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力来看，2016 年公司 EBITDA 为 4.68 亿元，较上年增长 14.57%；受债务规模扩大影响，全部债务/EBITDA 由上年 5.45 倍升至 5.82 倍，EBITDA 对全部债务保障能力较上年有所降低。考虑到公司将不断获得财政资金的长期稳定支持，公司长期偿债能力较强。

截至 2016 年底，公司对外担保合计 50.20 亿元，较上年底大幅增长 75.52%，担保比率为 50.03%，较上年底增加 15.28 个百分点。公司对外担保企业多为威海市及文登区内国有企业，目前经营情况均正常，其中担保额度较大的被担保人为威海市区水利建设开发有限公司和威海市文登区蓝海投资开发有限公司，前三名担保金额占比 96.91%，集中度高。公司存在一定的或有负债风险。

截至 2016 年底，公司获得文登农业发展银行授信额度为 8.10 亿元，均已使用，公司间接融资渠道急需拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码G1037108100040730S），截至2017年6月5日，公司无未结清的不良/违约类、关注类信贷信息记录，存在5笔已结清的关注类贷款信贷信息。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及威海市文登区经济发展及财力状况，并考虑到威海市文登区政府对于公司资金注入、财政补贴等各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司于 2016 年 3 月 21 日发行“16 文专项债/16 文专项”，发行额为人民币 8.8 亿元，采用固定利率，并附本金提前偿还条款，从第三个计息年度开始每年分别偿还本金的 20%。

2016年，公司经营活动现金净流量为-20.39亿元，对“16文专项债/16文专项”本金

偿还不具保障能力；公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为4.68亿元和25.64亿元，分别为“16文专项债/16文专项”本金的0.53倍和2.91倍，为分期偿付单年金额（1.76亿元）的2.66倍和14.57倍。公司EBITDA对“16文专项债/16文专项”本金合计的保证能力较弱，对分期偿付本金的保证能力较好，经营活动现金流入量对“16文专项债/16文专项”本金合计及分期偿付本金的保障能力较好。

此外，公司发行的“14文金滩”本金分期偿付年度、“15文小微”本金兑付年度与“16文专项债/16文专项”本金分期偿付年度重合，2019年公司将偿付“14文金滩”本金分期2亿元、“15文小微”本金7亿元和“16文专项债/16文专项”本金分期1.76亿元共计10.76亿元，达到单年偿债峰值，详情如下表所示。2016年公司EBITDA和经营活动现金流入量分别是单年最大偿债额的0.43倍和1.04倍，公司EBITDA和经营活动现金流入量对2019年偿债总额的保证能力偏弱，公司面临一定的集中偿付压力。考虑到公司的区域竞争优势及文登区政府的持续支持，综合来看，公司对存续期债券本息的偿还能力强。

表5　截至2016年底公司存续债券本金偿还计划表（单位：亿元）

债券名称	金额	期限	本金偿还计划表						
			2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
14文金滩	10.00	2014.5-2021.5	2.00	2.00	2.00	2.00	--	--	--
15文小微	7.00	2015.5-2019.5	--	--	7.00	--	--	--	--
16文专项债/16文专项	8.80	2016.3-2023.3	--	--	1.76	1.76	1.76	1.76	1.76
合计	**25.80**	--	**2.00**	**2.00**	**10.76**	**3.76**	**1.76**	**1.76**	**1.76**

资料来源：根据公开资料整理

十一、担保人担保能力分析

“16 文专项债/16 文专项”由重庆进出口信用担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

重庆进出口担保是由重庆渝富资产经营管理有限公司与中国进出口银行于2009年合资组建的一家全国性担保公司，主要从事法律法规允许的各类担保业务。近年来，重庆进出口担保的治理结构与内控体系逐步完善，担保业务发展较快，在重庆地区担保市场形成一定的竞争力，盈利能力逐步增强。

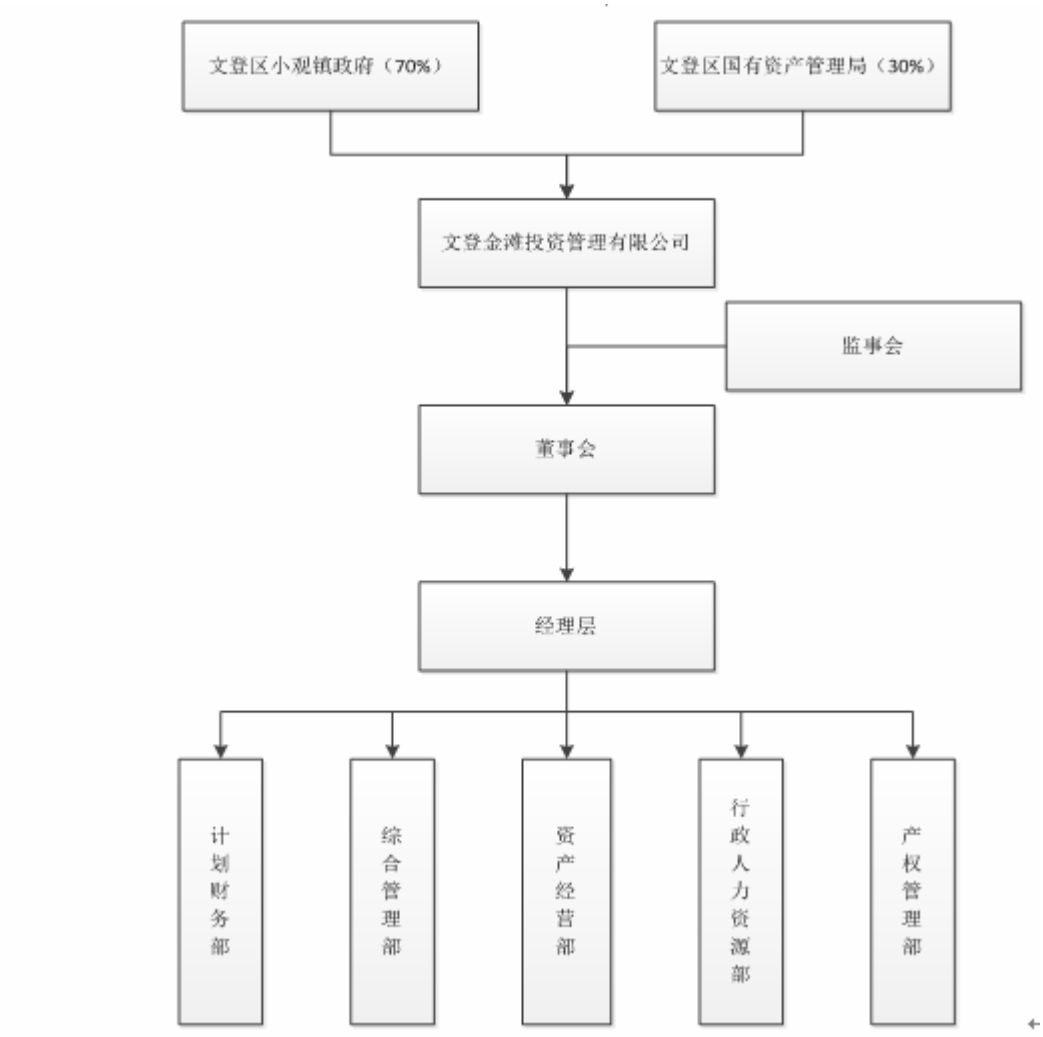
重庆进出口担保凭借稳健增长的业务规模、严格的风控制度、强大的股东背景一直处于行业领先地位，具备企业债、公司债、中期票据、中小企业集合票据、中小企业集合债等金融产品的发行担保资质。截至 2016 年底，重庆进出口担保注册资本为 26.4 亿元人民币，资产总额为 53.23 亿元，净资产为 33.58 亿元，在保余额 255 亿元，融资性担保责任余额与同期净资产比例为 7.49 倍。

经联合资信综合评定，确定重庆进出口担保主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，该评级结论反映了其代偿能力强。重庆进出口担保对“16 文专项债/16 文专项”提供无条件不可撤销的连带责任保证担保有助于进一步提升“16 文专项债/16 文专项”的安全性。

十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“16 文专项债/16 文专项”的信用等级为 AA^{+}。

附件 1　公司股权结构及组织机构图



附件 2　截至 2016 年底公司对外担保明细

被担保单位	担保金额（万元）	担保方式	担保到期日	经营情况
威海市文登区自来水公司	6100.01	保证	2017 年 3 月 13 日	正常
威海庆浩智能科技有限公司	4990.00	保证	2017 年 3 月 16 日	正常
威海蓝创建设投资有限公司	4400.00	保证	2017 年 3 月 8 日	正常
威海市文登区城市资产经营有限公司	30000.00	保证	2018 年 1 月 12 日	正常
威海市文登区城市资产经营有限公司	20000.00	保证	2019 年 6 月 29 日	正常
威海市文登区城市资产经营有限公司	70000.00	质押	2021 年 5 月 6 日	正常
威海市文登区水利建设开发有限公司	311833.00	保证	2017 年 3 月 8 日	正常
威海市文登区蓝海投资开发有限公司	25000.00	抵押	2019 年 5 月 23 日	正常
威海市文登区蓝海投资开发有限公司	20000.00	抵押	2019 年 5 月 23 日	正常
威海市文登区蓝海投资开发有限公司	9696.32	抵押	2017 年 3 月 16 日	正常
合计	**502019.33**	--	--	--

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.41	2.70	9.41
资产总额(亿元)	89.30	99.83	129.04
所有者权益(亿元)	73.95	76.36	100.34
短期债务(亿元)	2.60	2.43	2.32
长期债务(亿元)	11.86	19.87	24.93
全部债务(亿元)	14.46	22.30	27.25
营业收入(亿元)	8.39	17.31	23.35
利润总额(亿元)	2.02	2.55	2.46
EBITDA(亿元)	2.39	4.02	4.68
经营性净现金流(亿元)	0.48	7.26	-20.39
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.58	5.09	19.24
存货周转次数(次)	0.20	0.41	0.48
总资产周转次数(次)	0.11	0.18	0.20
现金收入比(%)	93.52	125.26	100.97
营业利润率(%)	5.70	4.86	5.86
总资本收益率(%)	2.70	2.44	2.29
净资产收益率(%)	2.73	3.15	2.34
长期债务资本化比率(%)	13.82	20.65	19.90
全部债务资本化比率(%)	16.35	22.60	21.36
资产负债率(%)	17.19	23.51	22.24
流动比率(%)	2072.75	2376.81	2657.77
速动比率(%)	969.42	1307.06	1263.22
经营现金流动负债比(%)	13.88	201.73	-542.92
全部债务/EBITDA(倍)	6.04	5.54	5.82

附件 4　主要财务指标的计算公式（新准则）

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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。