跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 818 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持高邮市经济发展总公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“16高邮经发债01”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月九日

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

高邮市经济发展总公司跟踪评级报告

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

债券名称	债券余额	起息日	期限	担保方评级结果	跟踪评级结果	上次评级结果
16 高邮经发债 01	10 亿元	2016/9/2	7 年	AAA	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 9 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产（亿元）	3.00	1.11	5.35
资产总额(亿元)	61.49	65.11	82.52
所有者权益(亿元)	56.06	60.25	64.39
短期债务（亿元）	0.65	1.31	1.04
长期债务(亿元)	2.05	1.40	14.69
全部债务(亿元)	2.70	2.71	15.73
营业收入(亿元)	9.03	9.29	8.08
利润总额(亿元)	4.28	4.31	4.19
EBITDA(亿元)	4.42	4.46	4.34
经营性净现金流(亿元)	3.59	-1.82	-4.37
营业利润率(%)	30.02	26.10	26.59
净资产收益率(%)	7.36	6.95	6.44
资产负债率(%)	8.84	7.47	21.97
全部债务资本化比率(%)	4.60	4.30	19.63
流动比率(%)	1607.12	1668.36	2182.19
全部债务/EBITDA(倍)	0.61	0.61	3.62

分析师

喻宙宏　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

高邮市经济发展总公司（以下简称“公司”）是高邮市基础设施建设的主要投融资及建设主体。跟踪期内，公司区域专营优势明显，外部经营环境良好，继续得到高邮市政府在财政补贴及项目回购方面的有利支持；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务规模增长较快、其他应收款等往来款项对公司资金占用明显及未来资本支出压力大等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

“16高邮经发债01”由江苏省信用再担保有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保实力强，可有效提升“16高邮经发债01”本息偿付的安全性；此外分期偿还本金的还款方式也有效地缓解了集中偿付压力。总体来看，“16高邮经发债01”到期不能偿还的风险极低。

综合评估，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，维持“高邮经发债01”的信用等级为AAA。

优势

1. 跟踪期内，高邮市经济稳步发展，财政实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部经营环境。
2. 公司作为高邮市主要的开发建设主体，具备区域专营优势。跟踪期内，公司继续得到高邮市政府在财政补贴与项目回购方面的大力支持。
3. 江苏再担保对“16 高邮经发债 01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了“16 高邮经发债 01”的信用水平；同时，“16 高邮经发债 01”采用分期偿还本金的方式，有效缓解本息集中偿付压力。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模大幅增长，同时较

多的代建工程提升了公司未来投资支出，公司外部筹资压力较大。

2. 跟踪期内，公司其他应收款规模大幅增长，往来款项对公司资金占用明显。
3. 公司主营业务拓展对高邮市未来的发展规划依赖程度高，跟踪期内，公司工程代建收入明显减少。

声　　明

一、本报告引用的资料主要由高邮市经济发展总公司（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。

高邮经济发展总公司跟踪评级报告

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高邮市经济发展总公司主体长期信用及存续期内债券跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，高邮市经济发展总公司（以下简称“公司”）股东及实际控制人未发生变化，为高邮市国有资产管理中心。截至2016年底，公司注册资本为7.79亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。公司下设办公室、综合管理部、财务部、投融资部、建设管理部和园区管理部6个部门。截至2016年底，公司员工总数55人。

截至2016年底，公司资产总额82.52亿元，所有者权益合计64.39亿元；2016年，公司实现营业收入8.08亿元，利润总额4.19亿元。

公司注册地：高邮市长兴路2号；公司法定代表人：赵锦章。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司于2016年9月发行“16高邮经发债01”募集资金10亿元，其中8.00亿元用于扬州清水潭生态文化旅游度假区项目和高邮经济开发区安置小区工程项目、2.00亿元用于补充营运资金，债券期限7年，每年付息一次，在债券存续期内的第3~7年末，公司分别按照债券发行总额的20%比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。截至2017年4月27日，“16高邮经发债01”募集资金已使用8.47亿元，使用情况详见表1。

表1　“16高邮经发债01”募集资金使用情况

（单位：亿元）

用途	项目投资总额	拟使用债券资金金额	已使用募集资金金额
扬州清水潭生态文化旅游度假区项目	15.73	4.50	3.70
高邮经济开发区安置小区工程项目	5.29	3.50	2.77
补充营运资金		2.00	2.00
合计		**10.00**	**8.47**

资料来源：企业提供

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，我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，我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，我国固定资产投资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，我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，成为拉低我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，我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，我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，我国进出口总值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，我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，我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，拉低我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，我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. 城市基础设施建设行业分析

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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债

券拓宽融资渠道等。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财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

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。

2. 区域经济分析

公司与高邮市建设投资发展有限公司（以下简称“高邮建投”）为高邮市主要的两家承担城市基础设施建设的政府平台公司，其中高邮建投主要负责城区改造建设方面工作，公司则负责高邮市范围内的基础设施建设及高邮经济开发区内的土地整理工程。

（1）高邮市经济概况

高邮市位于江苏中部、淮河下游，京沪高速公路和京杭大运河纵贯全市南北。截至2016年底，全市总人口81.48万，其中常住人口74.14万人，共有24个民族。高邮市下辖2个街道、10个镇、1个乡和1个国家级科技园、1个省级开发区、1个省级高新区、1个准省级开发区。全市总面积1963平方公里，其中水面积约占40%，耕地面积118万亩。

改革开放以来，尤其是近几年来，高邮市经济社会发展迅速，形成了以太阳能光伏、绿色照明、超高压电缆和特种电缆、机电制造、品牌服装、新材料、新医药为代表的优势特色产业，是中国羽绒服装制造名城、中国路灯制造基地、全国高纯度硅材料生产基地和全球最大的手提电脑软板生产基地。根据《2016 年高邮市国民经济和社会发展统计公报》，2016 年高邮市全市实现地区生产总值 537.5 亿元，同比增长 89.5%，其中，第一产业增加值 69.59 亿元，增长 0.3%；第二产业增加值 237.86 亿元，增长 11%；第三产业增加值 230.05 亿元，增长 10.8%。人均地区生产总值 72498 元，按美元汇率折算达 10914 美元。产业结构不断优化，三次产业比例由上年的 13.7:44.6:41.7 优化调整为 12.9:44.3:42.8。

（2）高邮市财政状况

2016 年高邮市可控财力为 82.23 亿元，同比增长 0.42%，其中一般预算收入为 34.12 元，同比增长 2.65%，高邮市一般预算收入结构较好，税收收入占比为 83.65%。2016 年，高邮市政府性基金收入有所下降，同比降低 21.00%，主要系国有土地使用权出让金大幅减少所致；转移性收入有所增长，同比增长 0.58%。

表 2　2014~2016 年高邮市财政收入状况（单位：亿元）

指标	2014年	2015年	2016年
一般预算收入	29.32	33.24	34.12
其中：税收收入	24.04	27.36	28.54
非税收入	5.28	5.89	5.58
政府性基金收入	8.39	8.00	6.32
预算外资金	15.89	16.54	17.54
转移性收入	22.19	24.11	24.25
政府可控财力	**75.79**	**81.89**	**82.23**

资料来源：高邮市财政局

政府债务方面，截至2016年底，高邮市债务余额为72.57亿元，同比增长2.98%；地方综

合财力为82.23亿元，高邮市地方政府债务率为 88.26%，高邮市政府债务率高。

表 3 高邮市地方财力及债务余额（单位：万元）

地方债务（截至 2016 年底）	金额	地方综合财力（2016 年度）	金额
（一）直接债务余额	725427	（一）地方一般预算收入	341188
1、外国政府贷款		1、税收收入	285391
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	55797
3、国债转贷资金	18	（二）转移支付和税收返还收入	242457
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	151968
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	82108
6、国内金融机构借款	129310	3、税收返还收入	8381
（1）政府直接借款		（三）国有土地使用权出让收入	63170
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	129310	1、国有土地使用权出让金	59890
7、债券融资	574100	2、国有土地收益基金	3000
（1）中央代发地方政府债券	574100	3、农业土地开发资金	280
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资		4、新增建设用地有偿使用费	
8、粮食企业亏损挂账		（四）预算外财政专户收入	175381
9、向单位、个人借款	14133		
10、拖欠工资和工程款	1757		
11、其他	6109		
（二)担保债务余额	243		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融组织机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他	243		
地方政府债务余额=（一）+（二）x50%	725670	地方综合财力=(一）+（二）+（三）+（四）	822196
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	88.26%		

资料来源：高邮市财政局

跟踪期内，高邮市政府债务负担较上年有所加重，但整体经济保持平稳发展势头，政府一般预算收入和预算外资金不断提升，为公司发展提供了良好的外部经营环境。

六、基础素质分析

1. 股权状况和人员素质

跟踪期内，公司股权结构和高管构成无重大变化。截至 2016 年底，公司注册资本和实收资本均为 7.79 亿元，高邮市国有资产管理中心为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司作为高邮市国有资产管理中心旗下最重要的开发建设主体和资产运营实体，负责高邮市范围内基础设施建设和高邮经济开发区的土地开发建设，对列入开发区发展计划的项目进行融资、投资、建设、经营等，经营领域和投资范围涵盖了基础设施建设的各主要领域，处于区域行业专营地位，市场相对稳定。

目前高邮市与公司具有相类似职能的企业有高邮建投，主要负责高邮市城区改造建设相关工作，公司与高邮投资所承担的项目均由高邮市政府统一安排。

3. 政府支持

公司作为高邮市最主要的项目投资建设主体，得到了高邮市财政局和高邮经济开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）在财政补贴和项目回购方面的有力支持。

财政补贴

2016年，公司所从事的基础设施建设业务得到政府的补贴2.26亿元；其中获得高邮市财政局的基础设施建设项目补贴收入0.90亿元（邮财企【2016】86号文件），收到高邮经济开发区财务审计局拨付的基础设施建设补贴收入1.36亿元（邮开财【2016】43号文件）。

项目回购

针对每个代建项目，公司与高邮市城乡建设局单独签订委托代建合同，公司根据工程进度和审批的申请用款情况编制工程款付款方案附合同和相关资料报高邮市城乡建设局审查确认，在建设局审查确认后经过开发区管委会账户将资金拨付给公司，公司获得的代建管理费为工程项目投资金额（含项目融资成本）的20%。

2016年，公司共收到高邮市城乡建设局拨付的项目回购款6.28亿元，其中包括：代建安置小区项目回购款4.68亿元，代建基础设施项目回购款1.13亿元，代建北关河综合整治项目回购款0.47亿元。

跟踪期内，公司作为高邮市最主要的项目投资建设主体，得到了高邮市政府以及开发区管委会的有力支持。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10321084000402703，报告编号为：NO.E201702130180），截至2017年6月5日，公司无未结清和已结清的关注和不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度等方面无重大变化，且执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务范围未发生变化，仍为工程代建业务和土地开发整理业务。2016年，公司实现营业收入8.08亿元，同比降低13.05%，主要系2016年公司代建工程项目确认收入较少所致。从收入构成看，公司工程代建收入占营业收入的比重有所下降，2016年为39.32%；土地开发整理业务占营业收入的比重有所上升，2016年为60.68%。从毛利率看，2016年公司综合毛利率为27.10%，同比增长0.73个百分点。

表4　公司2014~2016年营业收入及毛利率（单位：万元、%）

产品名称	2014年			2015年			2016年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
工程代建收入	48541.11	16.67	53.78	45006.91	16.67	48.43	31772.76	14.17	39.32
土地开发整理收入	41718.38	46.20	46.22	47921.81	35.48	51.57	49032.43	35.48	60.68
合计	**90259.49**	**30.32**	**100.00**	**92928.72**	**26.37**	**100.00**	**80805.20**	**27.10**	**100.00**

资料来源：公司提供

2. 经营分析

工程代建业务

跟踪期内，公司代建工程项目业务模式、资金平衡及账务处理方式无变化。

公司主要承担高邮市及经开区范围内重大基础设施项目的建设，项目建设前期公司以自身营运资金或通过外部融资对基础设施建设项目进行投资、建设和管理，根据项目建设完工情况与政府结算收入，从而实现自身的经营运转。依据公司与高邮城乡建设局签订的《投资建设项目代建合同》，公司按照不超过工程项目投资控制金额，及项目总成本的20%作为代建管理利润，高邮市城乡建设局每年根据项目进度确认后进行付款。2015年，公司与开发区管委会签订《委托代建框架协议》，公司按照工程投资的20%计算代建费用，按照代建项目进度情况，开发区管委会每年末与公司根据完成的工程签署结算协议，公司编制当年工程项目工作量完成确认表与开发区管委会进行确认后进行付款。

公司在代建项目建设时期支出的成本计入“存货”科目中的“工程施工”科目；每年在

收到高邮城乡建设局和开发区管委会出具的收入确认单时，公司确认项目收入并结转成本；公司实际收到高邮城乡建设局和开发区管委会拨付的项目资金后，借记“货币资金”，贷记“应收账款”。

2016 年，公司工程代建业务收入为 3.18 亿元，为公司与开发区管委会确认的高邮市经济开发区九年一贯代建项目收入 1.46 亿元和高邮市秦邮路主辅分离及环境综合整治代建项目收入 1.71 亿元。受农民集中安置小区和基建十三期项目在 2015 年已完成施工任务，而 2016 年新增开发区拆迁、横泾河等项目未确认收入影响，2016 年公司工程代建业务收入较 2015 年有所减少。截至 2016 年底，公司在建的代建项目的明细状况见表 5，公司未来拟建项目目前尚未确定。

表5　截至2016年底公司在建代建工程项目明细表（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	尚需投资额	2016 年确认收入金额
高邮市经济开发区九年一贯	23040.00	12572.91	10467.09	14648.05
高邮市秦邮路主辅分离及环境综合整治	23554.00	14698.71	8855.29	17124.72
安置房项目	52875.07	23038.52	29836.55	--
清水潭旅游度假村项目	157345.33	23778.42	133566.85	--
开发区拆迁项目	42023.00	41984.42	38.58	--
横泾河项目	18015.30	17499.00	516.30	--
屏淮路管网项目	2509.30	2360.00	149.30	--
普照街项目	6800.50	6362.00	438.50	--
晒金路项目	1023.40	1000.00	23.40	--
合计	**327185.90**	**143293.98**	**183891.86**	**31772.77**

资料来源：公司提供

土地开发整理业务

跟踪期内，公司土地开发整理业务模式、资金平衡与账务处理方式无变化。

高邮市政府赋予公司土地开发整理职能。根据公司与开发区管委会签订的代建协议，公司接受委托，完成特定拆迁、安置工作、待相关地块完成土地出让程序后，开发区管委会根据公司完成的土地开发整理过程中发生的成本加 55%的代建管理费率进行核算。每年末，开发区管委会与公司确认当年土地开发整理收入，并于 1 年内支付全部土地开发整理收入款项。

2016 年，公司土地开发整理情况见表 6。2016 年，公司确认土地开发整理收入分别为 4.90 亿元，毛利率保持在 35.48%。

表 6 截至 2016 年底公司土地开发整理项目明细表

（单位：万元）

项目名称	已投资额	2016 年确认收入金额
清水潭 166 户项目	4044.13	--
林邮丝绸厂 72 户宿舍楼搬迁	3033.58	--
开发区双庙村(国信燃气）39 户项目	6497.68	--
高邮经济开发区杨桥（九里）133 户项目拆迁工程	12716.54	--
高邮经济开发区赵倪路扩宽改造工程	542.11	--
开发区花王十八组 42 户项目	3456.95	--
文游村、北关河路、奥林村项目	6391.55	--
开发区东河路北侧	6127.48	49032.43
开发区长江路北侧	6277.80	
开发区九园路西侧	19228.55	
合计	**68316.37**	**49032.43**

资料来源：公司提供

政府回款方面，根据高邮市人民政府出具的《市政府关于按期偿还高邮市经济发展总公司应收款项的说明》（邮政发【2016】21 号），市政府责成高邮市城乡建设局以及开发区管委会于 2016 年起加快对公司各类款项的支付进度，预计 2019 年底之前完成所欠公司全部应收款项的支付（具体还款安排见表 6），在欠款单位不能按时足额支付所欠款项时，市政府将根据土地出让指标，从整理的达到上市条件的土地中安排约 1470.50 亩商住用地上市出让，将上述地块对应的土地出让金收益（预计出让收益 18.04 亿元）作为偿还应收款项的资金来源。根据高邮市城乡建设局出具的《关于拨付高邮市经济发展总公司代建项目款项的说明》，2016 年，高邮市城乡建设局共拨付公司代建安置小区项目回购款 4.68 亿元、代建基础项目回购款 1.13 亿元，代建北关河综合整治项目回购款 0.47 亿元，共计回款 6.28 亿元。根据开发区管委会出具的《关于拨付高邮市经济发展总公司土地开发整理款项的说明》，2016 年，开发区管委会共拨付公司土地开发整理款项 1.30 亿元。总体看，公司代建工程与土地开发整理业务回款安排较为明确，近年来回款情况良好。

表7 应收账款还款安排（单位：万元）

年度	当年还款	往来款余额
2016 年	33000.00	93060.21
2017 年	32000.00	61606.21
2018 年	31000.00	30606.21
2019 年	30606.21	0
合计	**126606.21**	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司工程代建与土地开发整理业务盈利能力较好，发展受城乡建设局和开发区管委会影响较大，考虑到公司得到的政府支持力度较大，业务回款安排较为明确，预计公司业务将随着高邮市的发展而稳步发展。

3. 未来发展

未来公司继续以基础设施建设和土地开发整理业务为主，同时加强平台化、资本化运作，主要表现在以下方面：充分利用民营科技园平台，引进中小型科技企业；充分利用科技综合体，大力发展电子商务；充分利用科技平台，推进食品基地建设；创新发展模式，参与企业投资。

此外，公司将加强绩效考核，提高公司运作效率，不断加大人员队伍建设，引进高层次人才，以加强公司内部管理，提升对外形象。

总体看，公司未来发展规划较为明确，发展前景明朗。

九、财务分析

公司提供的 2016 年度合并财务报告，亚太集团会计师事务所（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。

从合并范围来看，公司仍无并表子公司，财务数据可比性强。

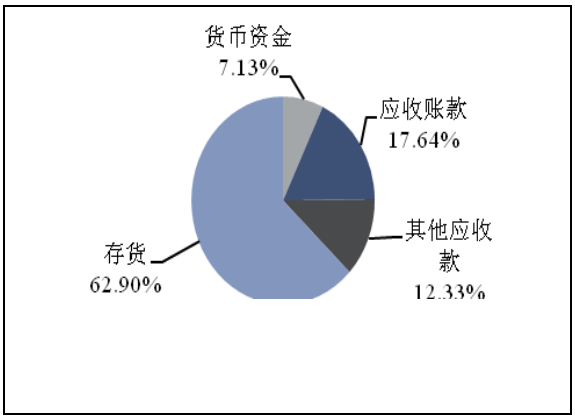
截至 2016 年底，公司合并资产总额 82.52 亿元，所有者权益合计 64.39 亿元；2016 年，公司实现营业收入 8.08 亿元，利润总额 4.19 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 82.52 亿元，其中流动资产占 90.98%，非流动资产占 9.02%，公司资产以流动资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产 75.08 亿元，同比增长 29.81%。流动资产以存货（占 62.90%）、应收账款（占 17.64%）、其他应收款（占 12.33%）和货币资金（占 7.13%）为主。

图 1　截至 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金 5.35 亿元，同比增长 382.37%，主要系公司于 2016 年发行“16 高邮经发债 01”募集资金所致。公司货币资金中，银行存款占 94.39%，其他货币资金 3000.00 万元为受限资金，系公司为取得银行借款所做的银行定期存单质押，期限为 1 年。公司货币资金较为充足。

截至2016年底，公司应收账款余额13.24亿元，同比增长4.60%，主要系应收高邮市城乡建设局2.74亿元和应收江苏省高邮经济开发区管理委员会10.50亿元。由于公司应收账款全为应收政府款项，公司未计提坏账准备。从账龄上看，截至2016年底，公司账龄一年以内的应收账款占比61.74%，账龄为1~2年的应收账款占比38.26%，公司应收账款账龄整体偏短。从集中度看，公司应收账款全部为应收高邮市城乡建设局以及开发区管委会款项，应收账款集中度高。总体来看，公司应收账款欠款单位集中，公司资金周转压力大，但政府出具了应收款项回款说明，联合资信将持续关注公司应收账款的回款情况。

表 8　截至 2016 年底公司应收账款明细(单位:万元、%)

客户名称	金额	占比	账龄
高邮市城乡建设局	27411.04	20.70	1~2 年
江苏省高邮经济开发区管理委员会	81758.38	61.74	1 年以内
	23259.65	17.56	1~2 年
合　计	**132429.07**	**100.00**	--

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司其他应收款余额9.25亿元，同比增长89.73%，主要系往来借款增加所致。截至2016年底，公司计提坏账准备936万元。从账龄来看，公司其他应收款账龄均为一年以内，整体账龄较短。从集中度看，公司其他应收款中应收高邮开盛市政建设投资有限公司款项占61.40%，应收扬州润邮物资贸易有限公司款项占38.60%，其他应收款集中度高。总体来看，公司其他应收款欠款单位比较集中，其他应收款金额较大，增加了公司资金周转压力。

截至2016年底，公司存货为47.23亿元，同比增长21.76%，主要系本年工程施工项目增加所致。截至2016年底，公司存货主要由开发成本（占67.67%）、土地开发整理（占7.77%）和工程施工成本（占24.56%）构成。存货中开发成本31.96亿元主要为出让性质土地，未来将主要用于安置房建设和其他商业开发等，其中18.08亿元土地已进行抵押（占56.57%）。公司对存货未计提跌价准备。

截至2016年底，公司非流动资产7.44亿元，同比增长2.29%。非流动资产以无形资产（占56.36%）、在建工程（占32.44%）及固定资产（占10.88%）为主。

截至2016年底，公司在建工程2.41亿元，同比增长11.86%，主要系科技产业综合用房项目增加投入所致。

截至2016年底，公司无形资产4.20亿元，同比下降1.74%，主要系公司对土地使用权进行摊销所致。2016年，公司无形资产摊销为0.11亿元。

跟踪期内，公司流动资产占比高，主要为存货及应收款项，由于存货开发成本中主要为土地，且土地抵押比例较高，公司资产流动性较差；公司非流动资产占比较低，主要由在建工程和无形资产构成，整体看，受土地变现以及政府回款效率影响，公司资产质量一般。

2. 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 64.39 亿元，同比增长 6.88%，其中实收资本占 12.10%、资本公积占 47.03%、盈余公积占 4.22%、未分配利润占 36.64%。

跟踪期内，公司未分配利润占比大，所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 18.13 亿元，其中流动负债占 18.98%，非流动负债占 81.02%。公司负债以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 3.44 亿元，同比降低 0.75%，主要由短期借款（占 8.38%）、应付账款（占 8.91%）、应交税费（占 48.85%）、其他应付款（占 8.23%）和一年内到期的非流动负债（占 21.80%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款为 0.29 亿元，同比下降 19.94%，全部为质押借款。

截至 2016 年底，公司应付账款为 0.31 亿元，同比下降 17.72%，全部为应付的工程款；从账龄来看，公司一年以内应付账款占比为 100%；从集中度来看，公司应付账款前五名占比为 100%。整体看，公司应付账款账龄较短，集中度高。

截至 2016 年底，公司应交税费为 1.68 亿元，同比增长 13.92%，主要由企业所得税、土地使用税、增值税、房产税等构成。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 0.28 亿元，同比下降 7.05%，全部为与高邮市惠源区域供水投资有限公司的资金往来款；从账龄来看，全部为 1 年以内款项。

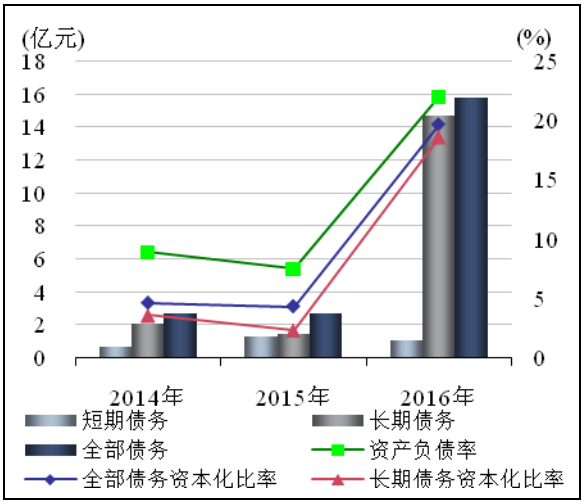
截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 0.75 亿元，同比下降 21.05%，全部为公司一年内到期的长期借款。

截至 2016 年底，公司非流动负债 14.69 亿元，其中长期借款和应付债券分别占 31.93%和 68.07%。

截至 2016 年底，公司长期借款为 4.69 亿元，较上年增加 3.29 亿元，全部为抵押借款。

截至 2016 年底，公司应付债券 10.00 亿元，为公司于 2016 年 9 月发行 10.00 亿元“16 高邮经发债 01”企业债券。

图 2　2014~2016 年公司全部债务情况



资料来源：公司财务报表

从债务结构看，截至 2016 年底，公司全部债务为 15.73 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 6.60%和 93.40%。截至 2016 年底，公司全部债务较上年增加 13.29 亿元，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司债务结构以长期债务为主。

从债务指标看，受公司负债规模增加影响，2016 年底公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 18.58%、19.63%和 21.97%，较上年均有所增长。

跟踪期内，公司债务结构长期债务为主，债务结构合理；债务规模大幅增加，但整体债务负担较轻。

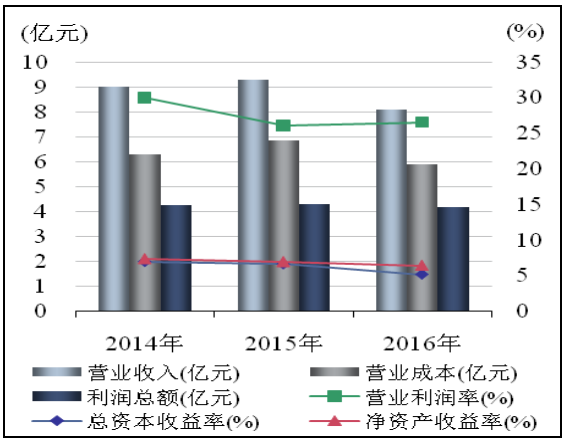
3. 盈利能力

公司营业收入主要来自代建工程收入和土地开发整理收入。2016 年，公司实现营业收入 8.08 亿元，同比下降 13.05%；主要系公司代建工程项目确认收入较上年有所减少所致。同期，公司营业成本为 5.89 亿元，同比下降 13.91%。

2016 年，公司期间费用为 0.19 亿元，其

中，管理费用和财务费用分别占 93.11%和 6.89%。2016 年，管理费用同比下降 14.02%；由于公司对外融资规模扩大，财务费用有所增加。跟踪期内，公司期间费用控制能力有所提升。

图 3　2014~2016 年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2016 年，公司实现利润总额 4.19 亿元，其中获得政府补助 2.26 亿元。公司利润对政府补助依赖程度高。

从盈利指标来看，2016 年，公司营业利润率为 26.59%，同比提高 0.49 个百分点。同期，公司总资本收益率与净资产收益率分别为 5.19%和 6.44%，较上年均有所下降。

跟踪期内，公司整体盈利能力尚可。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 7.49 亿元，同比增长 35.15%，主要为政府代建工程项目回款；现金收入比为 92.79%，收入实现较上年大幅提升；2016 年公司收到其他与经营活动有关的现金为 2.29 亿元，同比增长 7.76%，主要为政府对公司基础设施建设项目的补贴收入；2016 年公司经营活动现金流入量为 14.16 亿元，同比增长 49.18%。2016 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 14.14 亿元，同比大幅增长 95.30%，主要系公司实际支付的工程施工项目成本增加所致。2016 年公司经营活动现金流量净额为 -4.37 亿元。

投资活动方面，2016 年，公司收到其他与投资活动有关的现金 0.40 亿元，为公司 2015 年购买的理财产品；公司购建固定资产和无形资产等支付的现金为 0.26 亿元；公司支付其他与投资活动有关的现金为 4.31 亿元，主要为公司与扬州润邮物资贸易有限公司和高邮开盛市政建设投资有限公司的往来借款。2016 年，公司投资活动产生的现金流净额为-4.14 亿元，仍处于净流出状态。

筹资活动方面，2016 年公司筹资活动现金流入为 15.23 亿元，同比增长 876.20%。公司筹资活动现金流入包括取得借款收到的现金 5.23 亿元和发行债券收到的现金 10.00 亿元。2016 年公司筹资活动现金流出为 2.77 亿元，主要为偿还债务支付的现金，分配股利、利润或偿付利息支付的现金和支付的其他与筹资活动有关的现金。2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 12.46 亿元。

总体来看，跟踪期内，受往来借款增加影响，公司投资活动现金流出大幅增加，随着在建项目增多及未来投资额增加以及往来流出不断增大，公司存在一定的外部筹资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所上升，2016 年底分别为 2182.19%和 809.51%。截至 2016 年底，公司短期债务为 1.04 亿元，公司货币资金为 5.35 亿元，货币资金对短期债务的保障能力强。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，公司 2016 年 EBITDA 值为 4.34 亿元，同比下降 2.74%；2016 年公司全部债务/EBITDA 为 3.62 倍。总体看，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力良好。

截至 2016 年底，公司各类可用融资授信额度达 5.44 亿元，已使用额度合计 4.94 亿元，未使用额度合计 0.50 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

6．对外担保

截至 2016 年底，公司对外担保金额为 23.10 亿元，担保余额为 17.51 亿元，担保比率 27.19%，被担保企业大部分为国有企业，被担保公司目前经营正常，公司对外担保规模大，担保比率较高，公司存在一定的或有负债风险。

表 9　被担保单位列表　（单位：亿元）

被担保单位	担保金额
高邮市兴开建设投资有限公司	3.28
高邮市惠源区域供水投资有限公司	4.02
高邮市润邮建设投资有限公司	3.00
高邮开盛市政建设投资有限公司	4.50
高邮市邮通水务有限公司	1.58
高邮市兴开农业科技有限公司	0.30
高邮市润发建设开发有限公司	1.50
扬州润邮物资贸易有限公司	1.00
高邮市金峰贸易有限公司	0.72
高邮市清水潭经济贸易发展有限公司	0.80
高邮市润园供水服务有限公司	0.40
高邮东湿旅游度假有限公司	0.30
高邮市清水潭旅游投资开发有限公司	0.50
高邮市园区经济发展有限公司	0.50
高邮市援农建设发展有限公司	0.50
高邮市秦邮生物技术有限公司	0.08
江苏欧力特能源科技有限公司	0.05
高邮市华兴机械有限公司	0.04
扬州领鲜农产品冷链物流有限公司	0.03
合计	**23.10**

资料来源：公司提供

十、存续债券偿债能力分析及保障措施

1. 偿债能力分析

公司 2016 年 EBITDA 和经营活动现金流入量对“16 高邮经发债 01”待偿还本金的保护倍数分别为 0.43 倍和 0.98 倍，上述指标均对“16 高邮经发债 01”的待偿还本金不具备保障能力。

“16 高邮经发债 01”采取分期偿付本金的方式，在第 3~7 年分别偿还债券本金的 20%（即 2.00 亿元）。2016 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“16 高邮经发债 01”分期偿还金额的保护倍数分别为 2.17 倍和 4.90 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对分期偿还的本金覆盖程度较好；经营活动产生的净现金流对分期偿还的本金不具备保障能力。

“16 高邮经发债 01”募集资金拟以 8.00 亿元用于高邮经济开发区年安置小区工程项目和扬州清水潭生态文化旅游度假区项目建设，项目的收益主要来源于安置房销售、配套商业销售、车库销售收入以及门票、商业出租收入。债券存续期内，项目预计可形成销售收入 6.10 亿元，门票、商业出租收益 15.61 亿元，预计两项收入合计为 21.71 亿元。募投项目预期产生的现金流为本期债券兑付提供了一定保障。

总体看，跟踪期内，公司 EBITDA 和经营性活动现金流入量对“16 高邮经发债 01”分期偿还本金保障能力强。

2. 债券担保情况

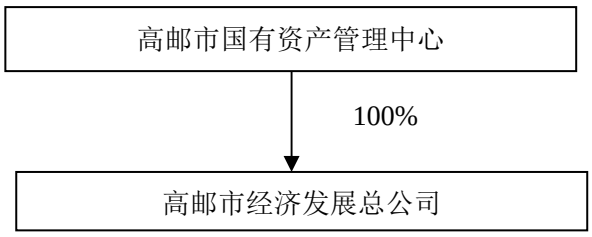
“16 高邮经发债 01”由江苏再担保提供连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金、利息，以及违约金、损害补偿、实现债券的费用和其他支付的费用。

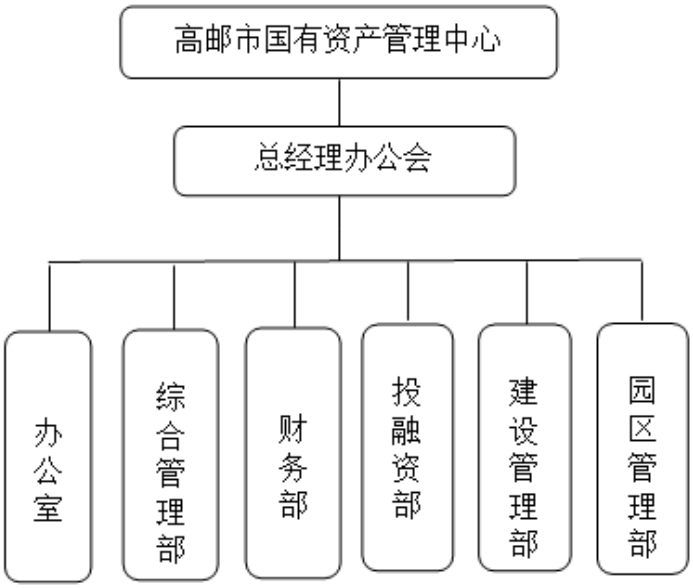
江苏再担保成立于 2009 年 12 月，是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业，江苏再担保初始注册资本 31.00 亿元，随着资本金的逐步到位及增资扩股的实施，截至 2016 年 6 月底，公司实收资本增至 53.49 亿元。截至 2015 年底，公司合并资产总额 86.54 亿元，合并负债总额 29.64 亿元，所有者权益合计 56.90 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 9.14 亿元。其中，再担保业务收入 0.32 亿元，担保业务收入 2.81 亿元，利息收入 2.90 亿元，租赁收入 1.43 亿元；2015 年实现净利润 2.61 亿元。经联合资信评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。江苏再担保担保实力很强，可有效增强本期债券偿付的安全性。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“16 高邮经发债01”的信用等级为AAA。

附件 1　公司股权结构及组织架构图





附件 2　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)	3.00	1.11	5.35
资产总额(亿元)	61.49	65.11	82.52
所有者权益(亿元)	56.06	60.25	64.39
短期债务(亿元)	0.65	1.31	1.04
长期债务(亿元)	2.05	1.40	14.69
全部债务(亿元)	2.70	2.71	15.73
营业收入(亿元)	9.03	9.29	8.08
利润总额(亿元)	4.28	4.31	4.19
EBITDA(亿元)	4.42	4.46	4.34
经营性净现金流(亿元)	3.59	-1.82	-4.37
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.01	0.86	0.62
存货周转次数(次)	0.16	0.18	0.14
总资产周转次数(次)	0.15	0.15	0.11
现金收入比(%)	74.98	59.70	92.79
营业利润率(%)	30.02	26.10	26.59
总资本收益率(%)	7.02	6.67	5.19
净资产收益率(%)	7.36	6.95	6.44
长期债务资本化比率(%)	3.53	2.27	18.58
全部债务资本化比率(%)	4.60	4.30	19.63
资产负债率(%)	8.84	7.47	21.97
流动比率(%)	1607.12	1668.36	2182.19
速动比率(%)	452.64	549.46	809.51
经营现金流动负债比(%)	106.11	-52.42	-127.04
全部债务/EBITDA(倍)	0.61	0.61	3.62

附件 3　主要计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
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

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 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。