信用等级公告

联合〔2020〕1807号

联合资信评估有限公司通过对鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司主体长期信用等级为AA^{-}，维持“17鹤岗城投债/17鹤岗债”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

二〇二〇年六月二十四日

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

鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司
2020年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次
鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司	AA	稳定	A
黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司	AA	稳定	A
17鹤岗城投债/17鹤岗债	AA+	稳定	A

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17鹤岗城投债/17鹤岗债	4.00亿元	4.00亿元	2024/12/18

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-	评级结果		AA-
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		4
		偿债能力		2
调整因素和理由				
—				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）是鹤岗市基础设施建设的重要主体。跟踪期内，公司在财政补贴和专项资金方面持续获得外部支持，公司短期偿债压力较小。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司外部经营环境一般、代建业务持续性存在不确定性、盈利能力弱且募投项目建设进度滞后等因素给公司信用水平带来的不利影响。公司在建、拟建项目建设资金主要来源于财政资金或通过财政补贴形式返还，公司整体发展稳定。

“17鹤岗城投债/17鹤岗债”设置了分期偿还本金安排，同时黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司（以下简称“鑫正担保”）为“17鹤岗城投债/17鹤岗债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，鑫正担保主体长期信用等级为AA+，评级展望为稳定，担保实力很强，其担保有效提升了“17鹤岗城投债/17鹤岗债”本息偿还的安全性。

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-，维持“17鹤岗城投债/17鹤岗债”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **公司持续获得外部支持。**跟踪期内，公司收到政府拨付的廉租房基建投资专项资金 1.05 亿元，同时收到政府补助 1.60 亿元，持续获得外部支持。
2. **公司短期偿付压力较小。**公司短期债务规模较小，现金类资产较为充裕，短期偿付压力较小。

分析师：兰 迪 楚方媛
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

3. **增信措施有效提升存续债券偿付安全性。**鑫正担保为“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高了“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”本息偿付安全性。

关注

1. **募投项目处于停滞状态。**跟踪期内，企业存续债券“17鹤岗城投债/17鹤岗债”募投项目处于停滞状态，对债券存续期内收入的可实现性产生不利影响。
2. **公司业务持续性有待关注。**目前，公司代建棚改项目接近尾声，未来代建业务持续性存在不确定性。
3. **资产质量一般。**跟踪期内，公司应收往来款快速增长且规模较大，资产流动性弱，资产质量一般。
4. **盈利能力弱。**跟踪期内，公司利润总额对财政补贴依赖程度高，盈利能力仍然弱。
5. **关注公司与鹤岗市开源城市投资开发有限责任公司资金往来。**截至2019年底，公司对鹤岗市开源城市投资开发有限责任公司（以下简称“开源城投”）的其他应收款规模较大，且公司对外担保规模较大，担保比率为76.18%，全部为对开源城投的担保。联合资信将持续关注公司与开源城投之间的资金往来。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	11.62	4.26	4.09
资产总额(亿元)	70.45	70.55	86.59
所有者权益(亿元)	24.13	24.91	26.07
短期债务(亿元)	1.57	1.33	1.58
长期债务(亿元)	5.21	4.52	3.57
全部债务(亿元)	6.78	5.84	5.15
营业收入(亿元)	4.54	4.47	4.48
利润总额(亿元)	1.48	1.15	1.15
EBITDA(亿元)	2.02	2.30	2.11
经营性净现金流(亿元)	-7.62	-4.75	0.92
营业利润率(%)	13.39	11.94	11.29
净资产收益率(%)	5.99	4.60	4.42
资产负债率(%)	65.75	64.69	69.90
全部债务资本化比率(%)	21.94	19.00	16.51
流动比率(%)	213.34	176.64	143.40
经营现金流动负债比(%)	-27.95	-14.38	1.77
现金短期债务比(倍)	7.40	3.21	2.58
EBITDA 利息倍数(倍)	2.58	1.40	1.16
全部债务/EBITDA(倍)	3.36	2.54	2.44
公司本部（母公司）			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	69.05	69.37	85.49
所有者权益(亿元)	23.89	25.12	26.40
全部债务(亿元)	6.10	4.50	4.00
营业收入(亿元)	4.44	4.34	4.37
利润总额(亿元)	1.64	1.23	1.28
资产负债率(%)	65.40	63.79	69.12
全部债务资本化比率(%)	20.34	15.19	13.16
流动比率(%)	186.32	163.79	139.15
经营现金流动负债比(%)	-15.29	-15.29	1.27

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 鹤岗城投债/17 鹤岗债	AA^+	AA^-	稳定	2019/06/18	兰迪 楚方媛	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 鹤岗城投债/17 鹤岗债	AA^+	AA^-	稳定	2017/08/15	闫蓉 张婷婷	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司
2020年跟踪评级报告

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”）关于鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）及相关债券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，公司股权结构发生变化。截至2020年5月底，原全资股东鹤岗市国有资产管理局更名为鹤岗市国有资产监督管理办公室（以下简称“鹤岗国资办”），持有公司51%的股权；鹤岗市开源城市投资开发有限责任公司（以下简称“开源城投”，其控股股东为鹤岗国资办）对公司新增出资 8651.86 万元，对公司持股比例为49%。截至2020年5月底，公司注册资本和实收资本均增长至 17656.86 万元，实际控制人仍为鹤岗国资办。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2019年底，公司纳入合并范围子公司5家。公司本部内设投资管理部、融资部等5个职能部门。

截至2019年底，公司资产总额86.59亿元，所有者权益26.07亿元；2019年，公司实现营业收入4.48亿元，利润总额1.15亿元。

企业住所：黑龙江省鹤岗市工农区电信路19号。跟踪期内，公司法定代表人变更为田明久。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2020 年 5 月底，公司存续债券“17鹤岗城投债/17 鹤岗债”尚未开始还本，尚需偿还债券本金4.00亿元，跟踪期内公司已按期偿付利息。“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”募集资金中1.60亿元已用于补充公司流动资金，公司未提供其余募集资金使用情况，主要系鹤岗经济开发区煤化工产业园铁路专用线项目建设（以下简称“通达铁路项目”或“募投项目”）受关联线路调整影响，建设处于停滞状态。

募投项目原计划于2017年开工建设，2018年完工运营。建设初衷是为了方便园区企业货物运输，远期待鹤佳铁路扩能改造完成后接入，以减少企业运输成本及货损率。但在项目建设前期，与募投项目关联的鹤佳铁路项目建设出现调整，关联铁路变更为城际快速铁路（客运专线），从而使募投项目铁路专用线无法接入关联线路鹤佳铁路线路。根据鹤岗市经济开发区管理委员会决定，要求对募投项目建设方案进行调整，目前处于可研调整阶段，项目建设进度处于停滞状态，公司未提供募集资金使用情况。募投项目建设进度晚于预期，将对“17鹤岗城投债/17 鹤岗债”存续期内可实现的项目收入产生不利影响。

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
17 鹤岗城投债/17 鹤岗债	4.00	4.00	2017/12/18	7 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

（1）**行业概况**

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简

称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造

2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

4. 区域经济

公司是鹤岗市基础设施建设主体，主要承担城市基础设施及市政公用事业项目的建设与运营管理等。鹤岗市的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，鹤岗市经济小幅增长，但整体经济体量仍然较小，公司外部经营环境一般。

根据鹤岗市统计局提供数据，鹤岗市 2019 年 GDP 为 336.39 亿元，同比增长 3.7%。其中，第一产业增加值 97.22 亿元，同比增长 1.8%；第二产业增加值 98.54 亿元，同比增长 3.1%；第三产业增加值 140.64 亿元，同比增长 5.6%。鹤岗市整体经济体量仍然较小。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东发生变化。截至 2020 年 5 月底，公司注册资本 17656.86 万元，鹤岗国资办对公司持股 51%，开源城投持股 49%。公司实际控制人仍为鹤岗国资办。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管有所变动，对公司经营无重大影响。

跟踪期内，公司法定代表人、董事长兼总经理由魏绪滨变更为田明久。

田明久先生，汉族；曾任黑龙江省路桥集团第四分公司机械设备管理员、黑龙江省鹤岗

市开源城市投资开发建设有限公司办公室文员，2019 年 6 月至今任公司董事长兼总经理。

3. 外部支持

跟踪期内，鹤岗市一般公共预算收入有所下降，财政自给能力弱。公司在财政补贴和专项资金方面持续获得外部支持。

根据《鹤岗市 2019 年财政预算执行情况和 2020 年预算（草案）的报告》，2019 年，鹤岗市一般公共预算收入预计完成 22.58 亿元，同比下降 10.5%，主要受减税降费政策的影响。当年，全市一般公共预算支出预计 103.70 亿元，财政自给率为 21.77%，自给能力弱。

跟踪期内，公司作为鹤岗市城市基础设施建设主体的职能定位未发生变化，仍负责鹤岗市基础设施项目的建设。

2019 年，公司收到政府拨付的廉租房基建投资专项资金 1.05 亿元；收到政府补助 1.60 亿元。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良债务履约情况，过往债务履约情况一般；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91230400733667005A），截至 2020 年 5 月 26 日，公司存在 3 笔已结清的不良信贷记录和 2 笔已结清关注类贷款记录。根据中国银行股份有限公司鹤岗分行提供的《关于鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司“环路”项目贷款的情况说明》，主要系公司于 2002 年向中国银行借贷的 3 笔环路项目建设贷款于 2005 年末发生贷款期限重组，根据中国银行贷款五级分类的规定，期限重组期间贷款计入不良类，上述 3 笔贷款期限重组后合并成 1 笔，贷款到期日由 2012 年 4 月延长至 2020 年 6 月，同时中国银行将该笔贷款计入关注类，因此公司增加 1 笔未结清的关注类信贷记录，公司该笔关注类贷款已结清。公司另有 1 笔关注类欠息记录，根据上述中国银行出具的说明，主要是由于公司资金划转手续的原因，导致公司应于 2015 年 3 月 21 日偿还的贷款利息延迟数日到账所致，整体看公司过往债务履约情况一般。

截至 2020 年 6 月 18 日，联合资信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，公司营业收入基本保持稳定；受垃圾处理业务亏损程度加重影响，公司毛利率有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 4.48 亿元，较上年基本保持稳定。公司收入仍主要来自工程代建业务，2019 年工程代建板块实现收入 4.37 亿元，较上年基本保持稳定；垃圾处理输入规模仍较小，2019 年为 0.11 亿元，对公司收入贡献有限。

毛利率方面，2019 年公司综合业务毛利率为 11.29%，较上年有小幅下降。其中，工程代建业务毛利率较上年保持稳定，仍为 13.04%。由于垃圾处理厂业务公益性强，随着垃圾处理业务的持续运营，亏损增加，2019 年公司垃圾处理业务毛利率大幅下降至-60.84%。

表3 2018—2019年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率

工程代建	4.34	97.13	13.04	4.37	97.63	13.04
垃圾处理收入	0.13	2.87	-25.42	0.11	2.37	-60.84
合计	**4.47**	**100.00**	**11.86**	**4.48**	**100.00**	**11.29**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司代建收入仍全部来源于保障性住房建设项目，代建业务模式与盈利水平未发生变化，在建棚改项目接近尾声，剩余基建投资主要由财政拨款建设，公司未来融资压力小。公司该板块无拟建项目，未来公司代建业务持续性存在不确定性。

公司本部受鹤岗市人民政府委托代建基础设施建设项目，主要从事棚改项目和基础设施建设，鹤岗市财政局每年按照经决算确定的实际投入成本加委托建设服务费（实际投入金额的 15%）支付工程款，公司据此确认收入。

2019 年，公司代建项目实现收入 4.37 亿元，收入主要来自惠民小区、黄金小区等棚改项目；当期收到回款冲减专项应付款中财政之前年度拨款和其他应付款。跟踪期内，代建项目毛利率保持不变，仍为 13.04%。

截至 2019 年底，公司主要代建项目总投资额未提供，其中在建代建棚改项目接近尾声，公司“存货-项目开发成本”中项目账面价值 37.59 亿元，未来收入确认持续性有一定保障。受棚改专项债政策影响，未来该区域棚改项目将统一通过棚改专项债资金建设，拟建棚改项目尚不确定。

截至 2019 年底，公司在建基础设施项目主要系宝泉机场工程，总投资 11.01 亿元，已投资 0.11 亿元，资金全部来源于财政专项资金。2018 年，公司收到机场工程专项资金 720 万元，在“收到其他与筹资活动有关的现金”科目反映；2019 年，公司未收到相关专项资金。截至 2019 年底，该项目共收到财政专项资金 0.18 亿元，在“专项应付款”科目反映。

表4　公司在建的代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	开工时间	预计完工时间
宝泉机场工程	11.01	0.11	2018 年	2021 年

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司垃圾处理厂持续运营，收入规模较上年基本保持稳定，垃圾处理厂公益性强，毛利率持续为负且亏损程度有所加重。

跟踪期内，公司垃圾处理业务仍由子公司鹤岗市城洁城市垃圾处理服务有限责任公司负责建设运营，具体负责鹤岗市城市生活垃圾经营性收集、垃圾无害化处理、垃圾处理费收缴。作为鹤岗市唯一的垃圾处理厂，公司业务专营性强。随着垃圾处理厂的持续投入运营，2019 年，垃圾处理收入 0.11 亿元，垃圾处理业务公益性强，跟踪期内公司垃圾处理业务毛利率持续为负且亏损程度有所加重。在政府补贴方面，公司在前期建设自持垃圾处理厂时收到财政专项资金补贴 1.20 亿元，计入“专项应付款”科目，公司在日常运营中尚未收入到补贴。

3. 未来发展

公司未来仍将继续从事代建项目建设，目前尚无拟建项目规划，联合资信将持续关注公司业务未来持续性。

八、财务分析

公司提供了 2019 年度合并财务报告，中勤万信会计师事务所（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，公司合并范围子公司无变化。

截至2019年底，公司合并范围内子公司共5家，公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长。其中，存货和其他应收款规模较大，资产流动性弱，资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额86.59亿元，较上年底增长22.73%，增长主要来自存货。公司资产仍以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.26	6.04	4.09	4.72
应收账款	1.47	2.08	1.47	1.70
其他应收款	14.22	20.16	25.69	29.67
存货	37.50	53.15	42.42	48.99
流动资产	**58.35**	**82.71**	**74.71**	**86.28**
固定资产	11.51	16.31	11.19	12.92
在建工程	0.35	0.50	0.38	0.44
非流动资产	**12.20**	**17.29**	**11.88**	**13.72**
资产总额	**70.55**	**100.00**	**86.59**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2019年底，公司流动资产74.71亿元，较上年底增长28.04%。其中，货币资金4.09亿元，较上年小幅下降3.98%，无使用受限的部分。公司应收账款1.47亿元，较上年底保持稳定，系应收鹤岗市财政局代建工程款，账龄在3年以上，公司未计提坏账准备；由于该笔款项账龄较长，联合资信将持续关注其回收情况。公司其他应收款25.69亿元，较上年底增长80.71%，主要系关联方单位往来款增长所致。从构成看，公司其他应收款主要为往来款和保证金等。应收对象期末余额前五名金额占其他应收款期末余额的96.77%，主要系关联方开源城投及国企单位往来款，应收对象分布集中。此外，公司其他应收款中有一笔应收个人资金往来款0.39亿元，账龄在1~2年，联合资信将持续关注该笔款项的回收情况。

截至2019年底，公司存货42.42亿元，较上年底增长13.14%，主要系棚改项目新增投资所致。公司存货中项目开发成本37.59亿元，，全部为代建保障房、棚改项目投入成本。存货中待开发土地账面价值4.83亿元，规模同比保持稳定，系鹤岗市人民政府划拨的土地使用权，以最初评估价入账。

截至2019年底，公司非流动资产11.88亿元，同比小幅下降。从构成看，公司非流动资产主要由固定资产构成。截至2019年底，公司固定资产11.19亿元，较上年底小幅下降2.79%，固定资产累计折旧2.03亿元。公司在建工程0.38亿元，较上年底增长8.83%。其中宝泉机场工程0.11亿元，垃圾处理中转站0.20亿元，通达铁路工程0.07亿元。目前通达铁路工程处于停工缓建状态。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益结构保持相对稳定；未分配利润增长推动公司所有者权益规模小幅增长；总体来看，公司所有者权益稳定性较好，质量一般。

截至2019年底，公司所有者权益26.07亿元，较上年底增长4.62%，主要系未分配利润增长所致。其中，实收资本和资本公积均未发生变化。公司资本公积主要系鹤岗市人民政府划拨土地使用权、房产及部分财政拨款。同期，公司未分配利润8.66亿元，较上年底增长15.32%，推动公司所有者权益规模同比小幅增长。所有者权益稳定性较好，整体质量一般。

表6 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	0.90	3.61	0.90	3.45
资本公积	15.65	62.83	15.65	60.03
未分配利润	7.51	30.15	8.66	33.22
所有者权益合计	**24.91**	**100.00**	**26.07**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司负债规模有所增长，应付往来款规模大；跟踪期内，公司有息债务规模有所下降，债务负担轻。

截至 2019 年底，公司负债 60.52 亿元，较上年底增长 32.61%。其中流动负债占 86.09%、非流动负债占 13.91%。

表7　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.60	1.31	--	--
其他应付款	30.99	67.90	49.80	82.29
一年内到期的非流动负债	0.73	1.60	1.58	2.61
流动负债	**33.03**	**72.37**	**52.10**	**86.09**
长期借款	0.52	1.14	0.37	0.61
应付债券	4.00	8.76	3.20	5.29
长期应付款	1.81	3.97	--	--
专项应付款	6.27	13.74	4.85	8.01
非流动负债	**12.61**	**27.63**	**8.42**	**13.91**
负债合计	**45.64**	**100.00**	**60.52**	**82.29**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司流动负债 52.10 亿元，较上年底快速增长 57.72%，主要系其他应付款增长所致。截至 2019 年底，公司其他应付款 49.80 亿元，较上年底增长 60.62%，主要系应付开源城投、应付鹤岗市财政局往来款。公司一年内到期的非流动负债 1.58 亿元，较上年底大幅增长 117.97%。

截至 2019 年底，公司非流动负债 8.42 亿元，较上年底快速下降 33.19%。其中，长期借款 0.37 亿元，较上年底下降 28.57%。公司长期借款为保证借款，保证人为开源城投。公司应付债券 3.20 亿元，较上年底下降 20.00%，主要系“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”待分期偿还本金 0.80 亿元调整至一年内到期的非流动负债所致。公司专项应付款 4.85 亿元，较上年底下降 40.01%。其中长期应付款 1.67 亿元，为融资租赁款，系有息债务。其余为政府项目专项资金拨款和置换债券。2019 年，公司新增政府拨付的廉租房基建投资专项资金 1.05 亿元。同期，公司专项应付款下降 3.47 亿元，主要系冲减棚改项目收入所致。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 5.15 亿元，较上年底下降 11.81%。其中，短期债务占比 30.72%，长期债务占比 69.28%。若将长期应付款中带息债务调至长期债务核算，截至 2019 年底，公司调整后全部债务 6.82 亿元，较上年底下降 17.85%，仍以长期债务为主。

跟踪期内，公司主要债务指标有所下降。截至 2019 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 69.90%、16.73%和 20.74%。整体看，公司债务负担轻。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入基本保持稳定，财政补贴持续性较好，利润总额对财政补贴依赖程度高，盈利能力仍然弱。

2019 年，公司实现营业收入 4.48 亿元，较上年底基本保持稳定。同期，公司营业成本 3.97 亿元，同比增长 1.03%。2019 年，公司营业利润率小幅增长至 11.29%。

2019 年，公司期间费用为 0.90 亿元，为管理费用和财务费用，期间费用率为 20.06%。

2019 年，公司利润总额 1.15 亿元，较上年底基本保持稳定。同期，公司其他收益 1.60 亿元，主要为政府补贴，对公司的利润总额形成重要补充。

从盈利指标看，跟踪期内，公司总资本收益率有所下降，2019 年为 5.60%；同期，公司净资产收益率小幅下降，2019 年为 4.42%。公司盈利能力仍然弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流净额由负转正，收现质量仍保持较好；投资活动规模仍很小；筹资活动现金流入保持较小规模，公司

筹资活动现金流呈现净流出态势。

跟踪期内，公司经营活动现金流入 24.23 亿元。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金收到的现金规模保持稳定，为 4.62 亿元，主要为棚改和基建项目回款。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金 8.85 亿元，同比有所下降。跟踪期内，公司收到/支付其他与经营活动有关的现金规模同比均有所增长，主要系收到/支付往来款。其中，收到其他与经营活动有关的现金中包含 1.60 亿元政府补助资金。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正为 0.92 亿元。

从收入实现质量指标来看，2019 年公司现金收入比为 103.07%，公司收入实现质量保持较好。

跟踪期内，公司投资活动现金流入和流出规模仍然很小，呈现小规模净流出。

受平台融资政策影响及公司代建项目接近尾声，跟踪期内，公司外部融资保持较小规模。2019 年，公司筹资活动现金流入 1.05 亿元。同期公司偿还债务本息规模较小，2019 年公司筹资活动现金流出 2.11 亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.06 亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产相对充裕，短期债务规模较小，公司短期偿债压力较小；跟踪期内，有息债务规模有所下降，公司整体偿债风险一般。

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所下降；截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 143.40%和 61.98%。公司经营现金流动负债比为 1.77%。受偿还债务本息支出影响，公司现金类资产有所下降至 4.09 亿元。截至 2019 年底，公司短期债务为 1.58 亿元，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，跟踪期内，公司 EBITDA 有所下降，2019 年为 2.11 亿元。同时，公司有息债务规模有所下降，公司全部债务/EBITDA 小幅下降至 2.44 倍。截至 2019 年底，公司银行授信仅有 0.48 亿元，且无未使用额度，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 19.86 亿元，担保比率为 76.18%，全部为公司对股东开源城投的担保。整体看，公司担保规模较大，公司面临一定的或有负债风险。

考虑到公司持续获得政府补贴等外部支持，公司长期偿债能力较强。

6. 母公司财务分析

公司业务主要集中在母公司，子公司规模较小。

截至 2019 年底，母公司资产总额 85.49 亿元，占合并口径的 98.73%；同期，母公司负债总额 59.09 亿元，占合并口径的 97.64%；母公司资产负债率 69.12%。2019 年，母公司实现营业收入 4.37 亿元，占合并口径的 97.54%。母公司主要财务指标与合并口径指标差异不大，具体可参照合并口径财务分析内容。

九、存续债券偿债能力分析

截至2019年底，公司存续债券余额4.00亿元，存续债券的短期偿债压力小，未来偿债压力集中度小。

截至2019年底，公司存续债券仅为“17鹤岗城投债/17鹤岗债”，其中一年内到期需兑付债券金额0.80亿元，公司未来待偿债券本金峰值为0.80亿元。截至2019年底，公司现金类资产4.09亿元；2019年经营活动现金流入量、经营活动流量净额和EBITDA分别为24.23亿元、0.92亿元和2.11亿元。总体看，公司短期债券偿债压力小，未来集中兑付压力小。

表8 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年
一年内到期债券余额	0.80
未来待偿债券本金峰值	0.80
现金类资产/一年内到期债券余额	5.11

经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	30.29
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.15
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.64

资料来源：联合资信整理

此外，“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”由黑龙江省鑫正投资担保集团有限公司（以下简称“鑫正担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

鑫正担保是经黑龙江省人民政府批准，于 2000 年 3 月成立的融资性担保公司。黑龙江省财政厅代表黑龙江省政府出资成立鑫正担保，初始注册资本为 1.23 亿元。自成立以来，鑫正担保历经数次增资扩股，2016 年 6 月和 2017 年 1 月，黑龙江省财政厅分别对鑫正担保增资 1.00 亿元和 1.63 亿元，鑫正担保股本增至 34.01 亿元。2017 年 9 月和 12 月，黑龙江省财政厅分两次对鑫正担保增资合计 2.00 亿元。截至 2019 年 6 月末，鑫正担保股本为 36.01 亿元，控股股东为黑龙江省财政厅。

鑫正担保委托贷款主要是通过自有资金为担保客户中公用事业类以及涉农企业提供短期资金支持。近年来，鑫正担保委托贷款规模有所下降。截至 2018 年底，鑫正担保委托贷款总额 7.65 亿元。2018 年实现委托贷款利息收入 0.47 亿元。2019 年 6 月底委托贷款业务总额已下降至 4.98 亿元。

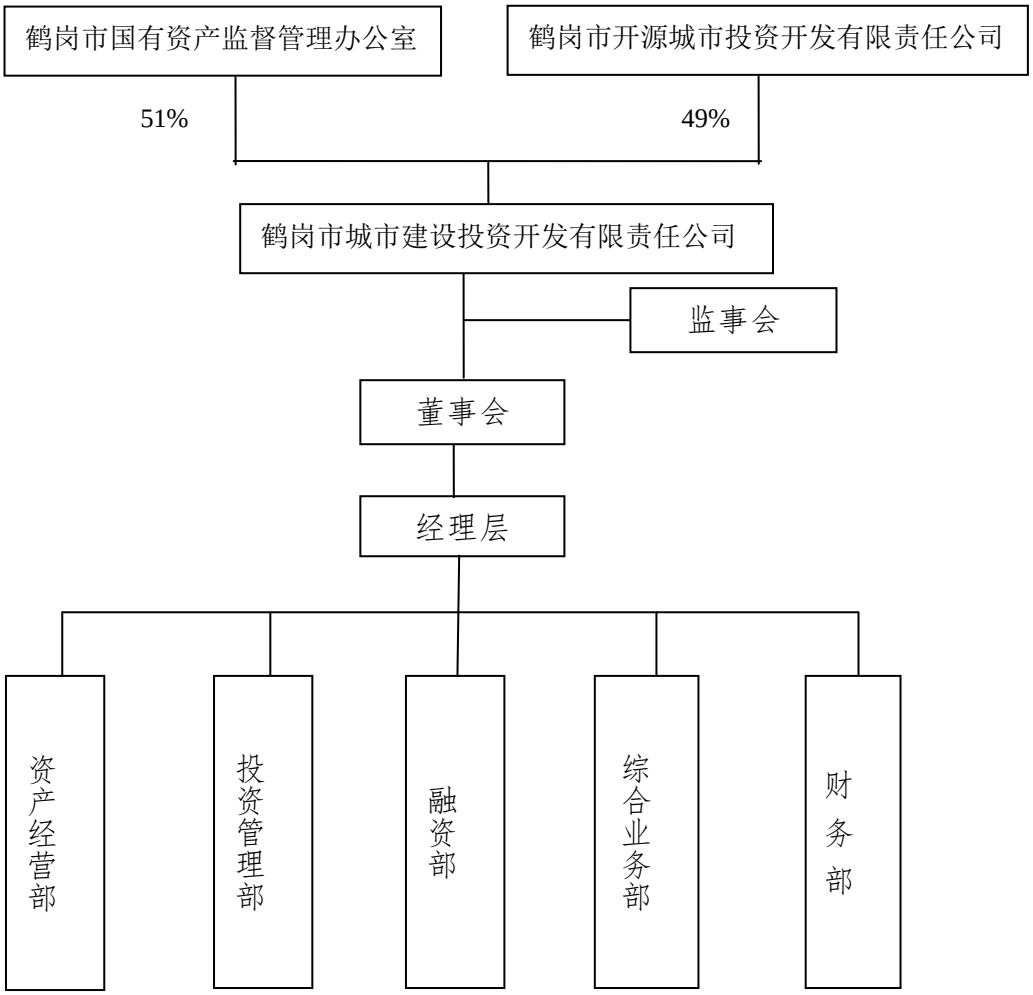
鑫正担保代偿项目大多设置了较充足的抵质押物，包括存货、设备、不动产等固定资产，2018 年以来进入集中诉讼处置阶段，代偿回收率稳步提升。2019 年上半年，鑫正担保代偿额继续下降，整体代偿风险可控。2019 年 1—6 月，鑫正担保当期担保代偿额为 0.09 亿元，当期担保代偿率为 0.09%。截至 2019 年 6 月底，鑫正担保累计担保代偿率为 1.16%。整体代偿风险可控。

经联合资信评定，鑫正担保主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，担保实力很强，增强了“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”本息偿还的安全性。

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“17 鹤岗城投债/17 鹤岗债”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年底公司股权与组织结构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.62	4.26	4.09
资产总额(亿元)	70.45	70.55	86.59
所有者权益(亿元)	24.13	24.91	26.07
短期债务(亿元)	1.57	1.33	1.58
长期债务(亿元)	5.21	4.52	3.57
调整后长期债务(亿元)	8.13	6.98	5.24
全部债务(亿元)	6.78	5.84	5.15
调整后全部债务(亿元)	9.70	8.30	6.82
营业收入(亿元)	4.54	4.47	4.48
利润总额(亿元)	1.48	1.15	1.15
EBITDA(亿元)	2.02	2.30	2.11
经营性净现金流(亿元)	-7.62	-4.75	0.92
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.09	3.04	3.05
存货周转次数(次)	0.14	0.11	0.10
总资产周转次数(次)	0.08	0.06	0.06
现金收入比(%)	100.00	102.91	103.07
营业利润率(%)	13.39	11.94	11.29
总资本收益率(%)	5.28	6.03	5.60
净资产收益率(%)	5.99	4.60	4.42
长期债务资本化比率(%)	17.76	15.35	12.05
调整后长期债务资本化比率(%)	25.21	21.88	16.73
全部债务资本化比率(%)	21.94	19.00	16.51
调整后全部债务资本化比率(%)	28.68	25.00	20.74
资产负债率(%)	65.75	64.69	69.90
流动比率(%)	213.34	176.64	143.40
速动比率(%)	94.79	63.14	61.98
经营现金流动负债比(%)	-27.95	-14.38	1.77
现金短期债务比(倍)	7.40	3.21	2.58
全部债务/EBITDA(倍)	3.36	2.54	2.44
调整后全部债务/EBITDA(倍)	4.81	3.60	3.23
EBITDA 利息倍数(倍)	2.58	1.40	1.16

注：1、调整后长期债务=长期债务+长期应付款；2、调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.06	4.09	3.96
资产总额(亿元)	69.05	69.37	85.49
所有者权益(亿元)	23.89	25.12	26.40
短期债务(亿元)	1.47	0.50	0.80
长期债务(亿元)	4.63	4.00	3.20
全部债务(亿元)	6.10	4.50	4.00
营业收入(亿元)	4.44	4.34	4.37
利润总额(亿元)	1.64	1.23	1.28
EBITDA(亿元)	1.64	1.23	1.28
经营性净现金流(亿元)	-4.72	-5.41	0.68
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.02	2.95	2.97
存货周转次数(次)	0.14	0.11	0.10
总资产周转次数(次)	0.08	0.06	0.06
现金收入比(%)	100.00	103.00	103.00
营业利润率(%)	13.04	13.04	13.04
总资本收益率(%)	5.36	4.16	4.21
净资产收益率(%)	6.73	4.91	4.85
长期债务资本化比率(%)	16.24	13.74	10.81
全部债务资本化比率(%)	20.34	15.19	13.16
资产负债率(%)	65.40	63.79	69.12
流动比率(%)	186.32	163.79	139.15
速动比率(%)	81.73	57.94	59.84
经营现金流动负债比(%)	-15.29	-15.29	1.27
现金短期债务比(倍)	7.52	8.18	4.95
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--

附件 4　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%
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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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 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 5-3 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