信用等级公告

联合[2018] 1384 号

联合资信评估有限公司通过对武汉市黄陂区城建投资开发有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持武汉市黄陂区城建投资开发有限公司主体长期信用等级为AA，“17 黄陂城投债/17 陂城投”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十六日

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

武汉市黄陂区城建投资开发有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

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	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
17 黄陂城投债/17 陂城投	17.30亿元	2024/04/19	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	11.28	25.37	34.36
资产总额(亿元)	168.69	181.51	188.67
所有者权益(亿元)	88.22	90.83	94.67
短期债务(亿元)	0.30	0.30	0.80
长期债务(亿元)	18.12	26.81	35.62
全部债务(亿元)	18.42	27.11	36.42
营业收入(亿元)	8.23	8.47	4.84
利润总额(亿元)	2.58	2.82	3.55
EBITDA(亿元)	2.62	2.89	3.65
经营性净现金流(亿元)	-5.72	-3.66	-2.44
营业利润率(%)	7.39	12.30	12.38
净资产收益率(%)	2.76	2.87	3.67
资产负债率(%)	47.70	49.96	49.82
全部债务资本化比率(%)	17.28	22.99	27.78
流动比率(%)	1109.43	1328.93	1069.81
经营现金流动负债比(%)	-70.77	-43.87	-22.51
全部债务/EBITDA(倍)	7.04	9.37	9.97
EBITDA 利息倍数(倍)	0.43	0.51	0.52

分析师

历 剑　薛琳霞　郝一哲
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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对武汉市黄陂区城建投资开发有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为黄陂区重要的城市基础设施开发建设主体，跟踪期内，在财政补贴方面获得黄陂区政府支持。跟踪期内，黄陂区经济稳步增长，地方财力有所增强，为公司提供了良好的外部环境，同时联合资信关注到，公司资产流动性较弱、利润总额对财政补贴依赖性强及经营性净现金流持续为负等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着武汉市黄陂区开发需求的增大，基础设施建设投资力度将进一步加大，公司发展外部环境良好。随着公司基础设施建设项目的陆续完工以及政府回款安排的逐步落实，未来公司收入规模和利润水平有望改善。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“17 黄陂城投债/17 陂城投”设置了本金分期偿还条款，在一定程度上缓解了公司的集中偿付压力。中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小”）为“17 黄陂城投债/17 陂城投”还本付息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，中合中小主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。中合中小担保实力极强，可有效增强本期债券的偿付保障能力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“17黄陂城投债/17陂城投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，武汉市黄陂区经济及财政实力增长较快，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 公司为黄陂区重要的城市基础设施开发建设主体，跟踪期内获得财政补贴方面的支

持。

3. “17黄陂城投债/17陂城投” 设置本金分期偿还条款，降低了公司集中偿付压力；中合中小为公司提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效增强了“17黄陂城投债/17陂城投”的偿付保障能力。

关注

1. 跟踪期内，公司资产以存货和其他非流动资产为主，存货中部分土地资产进行了抵押，整体看，公司资产质量一般、流动性较弱。
2. 跟踪期内，公司未实现土地整理业务收入，收入规模大幅下降；公司利润总额对政府补助依赖较大，整体盈利能力较弱。经营性净现金流持续为负。
3. 公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由武汉市黄陂区城建投资开发有限公司（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。

武汉市黄陂区城建投资开发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武汉市黄陂区城建投资开发有限公司主体长期信用及“17黄陂城投债/17陂城投”的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，武汉市黄陂区城建投资开发有限公司（以下简称“公司”）的股权结构以及经营范围未发生变化。截至2017年底，公司注册资本及实收资本均为8.36亿元，武汉市黄陂区财政局为公司唯一股东及实际控制人。

截至 2017 年底，公司资产总额 188.67 亿元，所有者权益 94.67 亿元；2017 年，公司实现营业收入 4.84 亿元，利润总额 3.55 亿元。

公司注册地址：黄陂区前川街黄陂大道建设大厦；法定代表人：张道恕。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评“17黄陂城投债/17陂城投”尚需偿还债券余额17.30元。跟踪期内公司已按时付息。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
17 黄陂城投债/17 陂城投	17.30 亿元	2024/04/19	5.48%

资料来源：联合资信整理

“17 黄陂城投债/17 陂城投”募集资金总额为 17.30 亿元，其中 6.30 亿元用于临空产业园空港花园还建小区建设项目、5.00 亿元用于临空产业园后湖人家还建小区建设项目、5.00 亿元用于临空产业园横店街还建小区建设项目、1.00 亿元用于补充公司营运资金。

从募集资金使用情况来看，截至 2017 年底，公司已使用募集资金 13.72 亿元，募集资金余额为 3.58 亿元。其中，3.69 亿元用于临空产业园空港花园还建小区建设项目；4.03 亿元用于临空产业园后湖人家还建小区建设项目；5 亿元用于临空产业园横店街还建小区建设项目；1 亿元用于补充营运资金。

表 2　募集资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	计划使用募集资金	截至 2017 年底使用募集资金
临空产业园空港花园还建小区	6.30	3.69
临空产业园后湖人家还建小区	5	4.03
临空产业园横店街还建小区	5	5
补充营运资金	1	1.00
合计	**17.30**	**13.72**

资料来源：公司提供

从项目建设进度来看，截至 2017 年底，临空产业园空港花园还建小区项目已投资 10.00 亿元；临空产业园后湖人家还建小区项目已投资 7.50 亿元；临空产业园横店街还建小区项目已投资 6.50 亿元。

表 3　截至 2017 年底公司募投项目建设情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	2017 年底完成投资
临空产业园空港花园还建小区	11.24	10.00
临空产业园后湖人家还建小区	8.90	7.50
临空产业园横店街还建小区	7.86	6.50
合计	28.00	24.00

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，

同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较

2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业与区域经济

1. 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 4　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

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	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

	管理的通知》财金【2018】54号	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 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. 区域经济环境

公司是武汉市黄陂区重要的城市开发建设主体，承担着区内基础设施建设以及土地整理开发任务。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受黄陂区经济实力及财政收支状况的影响，并与武汉市黄陂区发展规划密切相关。

根据《2017年黄陂区国民经济与社会发展统计公报》，2017年黄陂区实现地区生产总值702.49亿元，按可比价计算，比上年增长7.8%。三次产业结构为18：46.3：35.7，与上年相比，第一产业下降1.5个百分点，第二产业上升0.4个百分点，第三产业上升1.1个百分点。完成固定资产投资580.96亿元，其中，民间投资400.00亿元，增长7.1%，占全社会固定资产投资的68.9%。

2017年，黄陂区地方可控财力232.78亿元，较2016年增长65.51亿元。地方一般公共预算收入58.26亿元，较2016年增长3.10亿元。其中，税收收入完成39.54亿元，非税收入18.72亿元。国有土地使用权出让收入91.55亿元。从地方债务来看，黄陂区债务全部为直接债务，为84.83亿元，债务率为36.44%。

总体看，黄陂区经济及财政实力不断增强，产业结构不断优化，公司外部环境良好。

六、基础素质分析

作为黄陂区基础设施建设和土地整理的主体，公司近年来在基础设施建设、棚户区改造及安置房建设等方面投入较大，区政府在政府补助方面给予了公司一定的支持。2017 年， 公司收到城建基金补助 0.51 亿元，计入“其他收益”。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G1042011600506500K），截至 2018 年 5 月 10 日，公司有 9 笔已结清关注类贷款，无未结清不良信贷记录。对于上述已结清关注类贷款，根据国家开发银行湖北省分行（以下简称“国开行湖北分行”）于 2016 年 3 月 25 日出具的《关于武汉市黄陂区城建投资开发有限公司贷款项目资产质量分类情况的说明》，由于国开行湖北分行资产质量分类执行标准较为严格，将上述贷款资产划分为关注类，但仍属于国开行湖北分行优良贷款，公司所有项目还本付息情况正常。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长和法定代表人发生变动，公司章程和营业执照相应做出调整。

2017 年 10 月，经中共武汉市黄陂区区委组织部研究，由张道恕先生担任公司董事长兼法定代表人。

公司董事长兼法定代表人张道恕先生，1964 年出生，本科学历，历任黄陂县蔡榨镇镇长、黄陂区粮食局副局长、黄陂区水产中心主任、黄陂区农委副主任等职，2017 年 10 月起担任公司董事长兼法定代表人。

跟踪期内，公司管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司实现营业收入4.84亿元，同比下降42.91%，主要系跟踪期内公司未实现土地整理业务收入，且公司工程结算业务收入下降所致。跟踪期内，工程结算收入依然是公司的主要收入来源，占公司营业收入的比重由2016年的75.99%上升至2017年的95.08%，2017年工程结算收入同比下降28.57%至4.60亿元的原因是部分完工工程尚未完成工程结算。跟踪期内，公司毛利率略有下降，为12.62%。

表5　2016~2017年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程结算	64365.61	75.99	6.03	45979.68	95.08	8.09
土地整理	17938.76	21.18	25.00	--	--	--
租金	2400.24	2.83	100.00	2380.95	4.92	100.00
合计	**84704.61**	**100.00**	**12.71**	**48360.63**	**100.00**	**12.62**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

基础设施建设业务

公司城市基础设施建设业务主要表现为工程结算业务。该业务由公司本部和下属子公司武汉环通路桥工程有限公司（以下简称“环通路桥”）承做，自 2015 年起，依据区政府《关于武汉市黄陂区城建投资开发有限公司城市基础设施投资处理的通知》文件的精神，由区财政局将每年对投入到区旧城改造、安全饮水基础设施建设、棚户区改造及安置房建设等方面的资金，按其相应成本总额的 110.00%返还给公司。公司按投资成本以及加成比例确认工程结算收入。

表 6　2016~2017 年工程结算业务确认收入情况

（单位：万元）

项目名称	2016 年	2017 年
后湖北路道路工程	623.54	--
十素旅游公路改建工程	746.00	--
空港南大街工程	700.00	--
前川六条街刷黑工程	1267.71	--
川龙大道整治刷黑工程	5200.00	--
台创园工程	1421.06	--
黄土改造项目	14134.92	2119.41
新港铁路立交改造工程	3414.45	2723.70
旅游公路大中修	2338.26	5039.88
汉口北大道改造工程	--	11739.12
公交换乘工程	--	4771.62
卓尔至叶店路口刷黑工程	--	3867.97
巨龙大道改造工程	--	3271.17
钓台道京九街至百锦街综合改造	--	2310.68
木兰湖环湖西路工程	--	1288.20
天湖路扩宽工程	--	1259.75
新十公路改扩建工程	--	784.80
城投本部项目	21533.27	--
其他项目	12986.40	6803.38
合计	**64365.61**	**45979.68**

注：城投公司项目具体为区旧城改造、安全饮水基础设施建设、棚户区改造及安置房建设

资料来源：公司提供

2017 年，公司结算收入的项目包括黄土改造项目、新港铁路立交改造工程、旅游公路大中修、汉口北大道改造工程等项目，受项目进度等因素影响，2017 年工程结算收入有所下降，确认收入 45979.68 万元，回款金额为 6.56 亿元。

表 7　截至 2017 年底公司主要在建城市基础设施项目

项目名称	总投资（亿元）	截至 2017 年底完成投资（亿元）
安全饮水工程	6.45	4.78
临空二、三期	7.50	3.23
黄土公路前川至长岭段改造工程	2.50	1.68
汉口北大道改造工程	2.50	1.60
刘店立交桥	5.79	1.18
临空经济五条主干道	5.31	1.12
新河特大桥工程	4.10	0.93
川龙整治工程	4.80	0.82
新港铁路立交改造公司	2.98	0.20
合计	**41.93**	**15.54**

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司在建城市基础设施项目主要有饮水安全工程、临空二、三期项目、黄土公路前川至长陵段改造工程等，总投资41.93亿元，已投资15.54亿元，尚需投资26.39亿元，公司在建城市基础设施项目投资规模较大，存在一定的资本支出压力。

2015 年，公司与黄陂区财政局签订《项目回购协议》，根据协议，区财政局回购公司建设或购买形成的在建资产中城市建设项目366859.21 万元，回购项目包括饮水安全工程、黄陂区前汉大道新改扩建工程、黄陂区川龙大道改造工程、黄武公路及连接线工程等，并根据财政资金安排在 9 年内完成回购资金的支付，2017 年黄陂区财政局回购了 4.40 亿元，直接冲减“专项应付款”。

除基础设施建设业务外，在安置房建设方面，公司在建项目包括临空产业园空港花园环建小区、临空产业园后湖人家还建小区和临空产业园横店街还建小区等安置房项目，上述项目总投资28.00亿元，截至2017年底，已投资24.00亿元，业务模式为项目建成后通过住宅、配套商业和车位的销售获得收益。

土地整理业务

公司土地整理业务主要由公司本部承做。根据 2008 年区政府下发的《关于将黄陂区土地整理相关业务委托黄陂区城建投资开发有限公司经营的通知》，黄陂区国有土地储备中心（以下简称“土储中心”）将土地收购、整理、前期开发利用等相关业务委托给公司经营，公司承担相应的土地业务费、农业开发资金、廉租房保障基金、失地农民保障基金、教育基金和水利建设基金等相关费用；根据黄陂区政府《关于黄陂区土地出让收入处理的通知》的文件，黄陂区财政局将公司土地整理成本的 125.00%作为投资回报支付给公司，加成比例由黄陂区财政局根据每年土地出让情况可适当调整。

截至 2017 年底，公司存货中土地账面价值为 32.51 亿元，取得方式为 2013 年以前由黄陂区政府无偿划拨，2013 年之后通过武汉土地交易中心招拍挂取得。

2017 年，公司土地整理项目未实现收入，未来公司仍然会承接土地整理项目。

租赁业务

公司租赁业务收入主要来自夏家寺水库。2009年，公司将夏家寺水库的水面使用权以包租的方式有偿租赁给水产中心用作水产养殖，该水库水面使用面积约45000亩；2015年公司未签订正式租赁协议，故未收到及确认夏家寺水库租赁业务收入。2016年公司与水产中心重新签订租赁合同，签订的租赁期为5年，自2016年1月1日至2020年12月31日，每年的租金为2500.00万元。由于该业务经营成本由水产中心承担，该业务毛利率为100.00%。

九、财务分析

1.　财务概况

公司提供了2017年度合并财务报告，中审众环会计师事务所（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的审计结论。

截至2017年底，公司纳入合并范围的子公司共2家。跟踪期内，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至2017年底，公司资产总额188.67亿元，所有者权益合计94.67亿元；2017年公司实现营

业收入4.84亿元，利润总额3.55亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 188.67 亿元，同比增长 3.94%，其中流动资产占 61.38%，非流动资产占 38.62%，公司资产仍以流动资产为主。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**110.92**	**61.11**	**115.80**	**61.38**
货币资金	25.37	22.87	34.36	29.67
应收账款	21.00	18.94	9.13	7.88
其他应收款	4.35	3.93	3.54	3.06
存货	58.68	53.81	68.64	59.27
非流动资产	**70.59**	**38.89**	**72.87**	**38.62**
可供出售金融资产	3.04	4.30	9.28	12.74
长期股权投资	3.07	4.35	3.15	4.32
在建工程	23.53	33.33	18.69	25.65
其他非流动资产	39.88	56.50	40.28	55.28
资产合计	**181.51**	**100.00**	**188.67**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017 年底，公司流动资产 115.80 亿元，同比增长 4.40%。流动资产中，货币资金 34.36 亿元，同比增长 35.45%，全部为银行存款，无受限资金。应收账款 9.13 亿元，同比下降 56.54%，主要系公司将应收黄陂区财政局的部分账款冲减其他应付款所致。前五名欠款单位合计占 100.00%，应收账款主要为应收黄陂区财政局和武汉市黄陂区土地储备中心的款项。其他应收款 3.54 亿元，同比下降 18.62%，前 5 名欠款单位合计占 99.75%，集中度高，其他应收款多为与黄陂区内政府单位或平台公司的往来款，对资金形成占用。根据区政府下发的《关于应付武汉市黄陂区城建投资开发有限公司款项有关情况的说明》，政府及相关部门在 2020 年末以前将与公司形成应收账款、其他应收账款和长期应收账款共计 248902.74 万元清偿完毕；其中，2016~2020 年分别计划偿还 3.89 亿元、4.50 亿元、5.00 亿元、5.50 亿元以及 6.00 亿元，2017 年政府回款 6.56 亿元。存货为 68.64 亿元，同比增长 15.01%，其中工程施工 23.62 亿元（为 2015 年公司业务模式变化后，工程项目投入），土地使用权 32.51 亿元，土地代整理成本 12.49 亿元，存货中受限资产 6.75 亿元，占存货的 9.83%。

2017 年底，公司非流动资产 72.87 亿元，同比增长 3.23%。非流动资产中，可供出售金融资产 9.28 亿元，同比增长 6.24 亿元，主要系增加对武汉盘龙城镇建设发展有限公司的投资所致；长期股权投资 3.15 亿元，主要为公司对武汉新港江北铁路有限责任公司的投资。在建工程 18.69 亿元，同比下降 20.57%，系新十公路扩建工程及公交换乘中心已完工验收工程回购减少所致；其他非流动资产 40.28 亿元，同比增长 1.00%，主要包括轻轨一号线汉口北延长线[1]、夏家寺水库使用权、天河机场三期工程和四环线黄陂段征地拆迁项目。

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产中存货、其他非流动资产占比较高，存货中部分土地资产进行了抵押，公司资产质量一般，流动性较弱。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2017年底，公司所有者权益94.67亿元，同比增长4.23%。所有者权益主要由资本公积（占61.20%）和未分配利润（占27.27%）构成。资本公积中水库资产为26.10亿元，占比为45.05%。

跟踪期内，公司所有者权益保持稳定，资本公积中水库资产占比大，权益结构整体稳定性一般。

负债

2017 年底，公司负债总额 94.00 亿元，同比增长 3.66%，其中流动负债占 11.52%，非流动负债占 88.48%。

[1]轻轨一号线汉口延长线及天河机场三期工程系由公司代表黄陂区政府出资，由武汉地铁集团有限公司代建，项目公司为武汉城际铁路投资有限公司（持股比例 13.04%）及湖北城际铁路有限责任公司（持股比例 0.14%），公司将黄陂区政府出资计入专项应付款，将项目投资计入其他非流动资产。

2017 年底，公司流动负债 10.82 亿元，同比增长 29.69%，以短期借款（占 7.39%）、其他应付款（占 9.70%）和预收款项（占 60.60%）为主。其中，预收款项 6.56 亿元，同比大幅增长。其他应付款 1.05 亿元，同比下降 80.37%，主要为往来款。

2017 年底，公司非流动负债 83.18 亿元，同比增长 1.02%，其中长期借款占 11.18%、应付债券占 31.64%、专项应付款占 53.38%。非流动负债中，长期借款 9.30 亿元，同比下降 36.05%，全部为保证借款；应付债券 26.31 亿元，同比增长 114.61%，包括“14 黄陂城投债”9.38 亿元和“17 黄陂城投债”16.94 亿元；公司专项应付款 44.40 亿元，同比下降 9.02%，主要为轻轨一号线出资款、武汉新港江北铁路和武汉城际铁路投资有限公司等投资款项。

2017年底，公司全部债务36.42亿元，同比增长34.35%，主要系应付债券的增长所致。其中，短期债务占2.20%，长期债务占97.80%。

从债务指标看，2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为49.82%、27.78%和27.34%，其中资产负债率同比下降0.14个百分点，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别上升4.55个百分点和4.79个百分点。

表 9　公司债务负担情况（单位：万元）

科目	2016 年	2017 年
短期债务	3000.00	8000.00
长期债务	268074.98	356198.51
全部债务	271074.98	364198.51
资产负债率（%）	49.96	49.82
全部债务资本化比率（%）	22.99	27.78
长期债务资本化比率（%）	22.79	27.34

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从 2017 年底的存量债务来看，2018 年公司需偿付的有息债务规模为 3.20 亿元，同期公司现金类资产为 34.36 亿元，公司短期偿债能力较强。

跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务负担有所加重，但仍处于较低水平。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 4.84 亿元，同比下降 42.91%，主要系跟踪期内公司未开展土地整理业务收入以及工程结算收入下降所致；同期，营业成本 4.23 亿元，同比下降 42.84%；受此影响，公司营业利润率为 12.38%，同比下降 0.08 个百分点。

表 10　2016~2017 年公司盈利能力情况（单位：亿元）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	8.47	4.84
政府补助	1.85	3.00
利润总额	2.82	3.55
营业利润率（%）	12.30	12.38
总资本收益率（%）	7.00	7.99
净资产收益率（%）	2.87	3.67

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

公司期间费用以管理费用为主，2017 年公司期间费用为 0.13 亿元，同比下降 24.81%，主要系财务费用的下降所致，期间费用占营业收入的比重为 2.67%，较上年增加 0.65 个百分点，公司期间费用控制能力尚可。

2017 年，公司获得政府补助 0.51 亿元，计入“其他收益”。营业外收入主要由武汉市黄陂区土地储备中心收储公司两宗土地形成的收入。2017 年，公司利润总额 3.55 亿元。

从主要盈利指标看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 7.99%和 3.67%，同比分别增加 0.99 个和 0.80 个百分点。

跟踪期内，公司收入规模下降较大，公司整体盈利能力弱，利润对政府补贴依赖程度高。

4. 现金流

从经营活动看，2017 年公司经营活动现金流入 10.84 亿元，同比下降 2.24%，销售商品、提供劳务收到的现金 10.24 亿元，同比增长 162.88%，主要系工程结算回款金额增加所致；其中收到其他与经营活动有关的现金 0.60 亿元，主要是政府补助。 2017 年公司经营活动现金流出 13.27 亿元，公司经营性净现金流为 -2.44 亿元。2017 年，公司现金收入比为

211.77%，收入实现质量好。

表 11　公司现金流量表主要构成情况

（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入	11.09	10.84
经营活动现金流出	14.75	13.27
经营活动净现金流	-3.66	-2.44
现金收入比	45.99	211.77
投资活动净现金流	-1.28	-3.67
筹资活动净现金流	19.03	15.11

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从投资活动看，2017年公司无投资活动现金流入，投资性净现金流表现为净流出。2017年，公司投资活动现金流出3.67亿元，主要是投资支付的现金，投资性净现金流为-3.67亿元。

从筹资活动看，2017年公司通过发行债券和借款共获得现金流入17.69亿元，公司收到其他与筹资活动有关的现金9.99亿元，主要是收到的单位借款；筹资活动现金流出主要是偿还债务本息，此外公司支付其他与筹资活动有关的现金3.82亿元，主要是偿还单位借款，筹资性净现金流为15.11亿元。

跟踪期内，公司经营性净现金流为负，现金收入质量好，公司经营活动现金和投资活动现金主要依赖于融资活动获得。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年底公司流动比率和速动比率分别为1069.81%和435.68%，分别同比下降259.12个和178.20个百分点。经营性净现金流持续为负，对公司短期债务无保障能力。公司短期债务规模较小，短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA为3.65亿元，全部债务/EBITDA为9.97倍，但考虑黄陂区政府给予公司的综合支持，公司整体偿债能力一般。

截至2017年底，公司对外担保余额47.92亿元，担保比率50.62%，被担保单位为武汉盘龙城镇建设发展有限公司，为黄陂区负责水务资产建设及经营、市政工程建设的投融资建设主体，目前经营情况良好。武汉盘龙城镇建设发展有限公司注册资本10.00亿元，黄陂区国有资产监督管理办公室持股70%，公司持股30.00%，总体看，公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

截至2017年底，公司共获得各级银行授信合计9.00亿元，已全部使用完毕，公司对外融资渠道亟待拓宽。

十、存续期债券偿债能力分析

“17 黄陂城投债/17 陂城投”设置了分期偿还条款，从债券存续期第三年开始每年偿还本金的20%，即3.46亿元。2017年公司经营活动产生的现金流入量为10.84亿元，分别为“17 黄陂城投债/17 陂城投”本金（17.30亿元）和单年偿付本金（3.46亿元）的0.63倍和3.13倍。2017年公司EBITDA为3.65亿元，分别为“17 黄陂城投债/17 陂城投”本金（17.30亿元）和单年偿付本金（3.46亿元）的0.21倍和1.05倍。2017年公司经营活动产生的现金流量净额为负，对“17 黄陂城投债/17 陂城投”不具有保障能力。

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小”）为“17 黄陂城投债/17 陂城投”的还本付息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金、利息，以及违约金、损害补偿金、实现债券的费用和其他支付的费用。经联合资信评定，中合中小主体长期信用等级为AAA，该评级结论反映了中合中小的综合代偿能力极强，风险极低。中合中小为“17 黄陂城投债/17 陂城投”提供的担保有效增强了“17 黄陂城投债/17 陂城投”偿付的安全性。

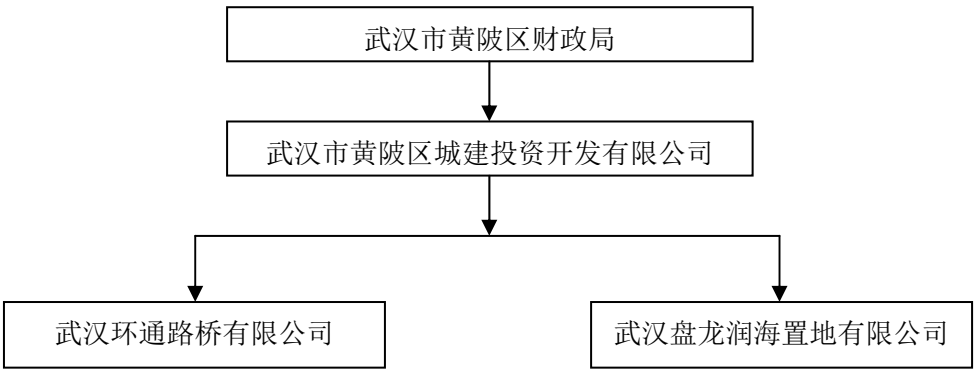
“17 黄陂城投债/17 陂城投”发行规模较大，公司经营活动产生的现金流入及EBITDA对其本金偿还额度的保障能力较弱，但“17 黄陂城投债/17 陂城投”设置分期偿还条款，降低

了集中偿付压力；中合中小的担保实力极强，“17 黄陂城投债/17 陂城投”整体偿债能力极强。

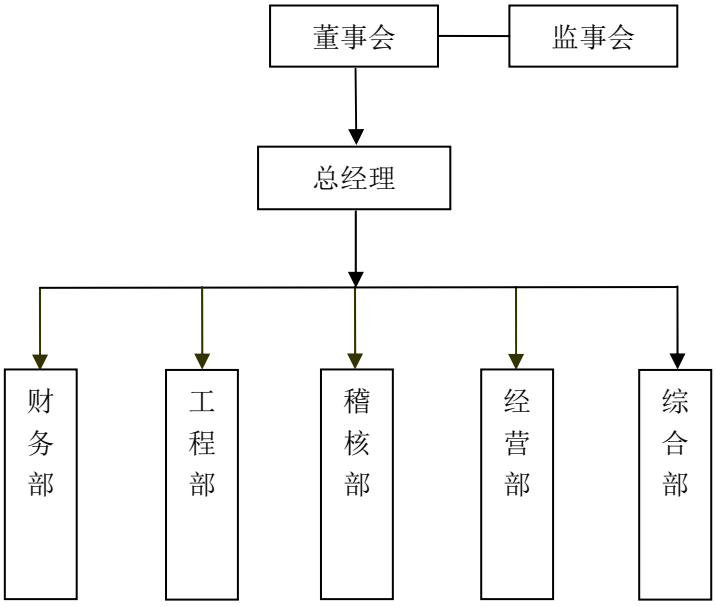
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“17黄陂城投债/17陂城投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　2017 年底公司股权结构图



附件 1-2　2017 年底公司组织架构图



附件 1-3　2017 年底公司下属子公司情况

序号	企业名称	注册资本	持股比例（%）
1	武汉环通路桥工程有限公司	3000.00	61.00
2	武汉盘龙润海置地有限公司	1000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.28	25.37	34.36
资产总额(亿元)	168.69	181.51	188.67
所有者权益(亿元)	88.22	90.83	94.67
短期债务(亿元)	0.30	0.30	0.80
长期债务(亿元)	18.12	26.81	35.62
全部债务（亿元）	18.42	27.11	36.42
营业收入(亿元)	8.23	8.47	4.84
利润总额(亿元)	2.58	2.82	3.55
EBITDA(亿元)	2.62	2,89	3.65
经营性净现金流(亿元)	-5.72	-3.66	-2.44
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.43	0.42	0.32
存货周转次数(次)	0.14	0.13	0.07
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.03
现金收入比(%)	18.61	45.99	211.77
营业利润率(%)	7.39	12.30	12.38
总资本收益率(%)	7.93	7.00	7.99
净资产收益率(%)	2.76	2.87	3.67
长期债务资本化比率(%)	17.04	22.79	27.34
全部债务资本化比率(%)	17.28	22.99	27.78
资产负债率(%)	47.70	49.96	49.82
流动比率(%)	1109.43	1328.93	1069.81
速动比率(%)	464.17	613.88	435.68
经营现金流动负债比(%)	-70.77	-43.87	-22.51
全部债务/EBITDA（倍）	7.04	9.37	9.97
EBITDA 利息倍数（倍）	0.43	0.51	0.52

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%
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	营业利润/营业收入净额×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。