信用等级公告

联合〔2020〕1450 号

联合资信评估有限公司通过对阜阳投资发展集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持阜阳投资发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“19 阜阳投资 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月五日

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

阜阳投资发展集团有限公司跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA+	稳定	AA+	稳定
19 阜阳投资 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

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
19 阜阳投资 CP001	10.00 亿元	10.00 亿元	2020/12/13

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 5 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信用评级模型	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	B	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	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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：

阜阳投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）是阜阳市（除城南新区）唯一的城市基础设施建设主体，公司业务多元化发展。跟踪期内，阜阳市经济持续发展，公司持续获得政府在财政补贴及政府资金拨付等方面的大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司债务负担较重、基建项目未来投资支出较大和对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

跟踪期内，阜阳市经济持续快速发展，城市基础设施建设发展空间较大，公司经营前景良好且业务多元化发展，公司有望保持稳健经营。

综合分析，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA+，维持“19 阜阳投资 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1.**跟踪期内，公司外部发展环境良好。**2019 年，阜阳市地区实现生产总值 2705.0 亿元，同比增长 9.0%，经济持续保持高速增长，公司外部发展环境良好。

2.**公司业务保持区域专营优势。**跟踪期内，公司仍是阜阳市（除城南新区）唯一的城市基础设施建设主体，在阜阳市范围内业务专营性和重要性突出。

3.**跟踪期内，公司持续获得政府大力支持。**2019 年，公司在财政补贴及政府资金拨付等方面得到了政府的大力支持。

关注

1.**土地整理收入具有不稳定性。**土地整理收入规模受宏观政策、市场波动和政府结算等影响具有不稳定性，对公司整体收入规模造成一定影响。

2.**公司债务负担进一步加重。**由于公司工程建设资金投入较大且均由公司自行垫资，目前债务负担较重。公司未来面临较大的资金支出压力，预计未来负债水平将进一步上升。

3.**公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年底，公司对

分析师：兰 迪 吕泽峰 郑 重
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

外担保金额 244.69 亿元，担保比率 48.78%，对外担保规模较大，公司存在一定或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	175.11	192.31	168.97	176.04
资产总额(亿元)	1320.99	1457.25	1380.30	1380.36
所有者权益(亿元)	491.41	557.77	501.65	505.76
短期债务(亿元)	80.03	88.50	116.74	112.73
长期债务(亿元)	639.45	688.78	658.96	685.18
全部债务(亿元)	719.48	777.28	775.70	797.90
营业收入(亿元)	68.96	67.12	74.38	9.55
利润总额(亿元)	12.41	13.88	5.67	4.15
EBITDA(亿元)	25.65	30.06	26.15	--
经营性净现金流(亿元)	-138.87	-50.89	-16.17	-9.61
营业利润率(%)	25.26	34.68	33.14	37.69
净资产收益率(%)	2.45	2.38	0.85	3.24
资产负债率(%)	62.80	61.72	63.66	63.36
全部债务资本化比率(%)	59.42	58.22	60.73	61.20
流动比率(%)	703.38	705.97	649.98	785.46
经营现金流动负债比(%)	-81.11	-26.85	-8.31	--
现金短期债务比(倍)	2.19	2.17	1.45	1.56
全部债务/EBITDA(倍)	28.06	25.85	29.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.49	1.20	0.59	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	366.84	469.66	518.10	511.47
所有者权益(亿元)	204.40	205.04	199.72	199.72
全部债务(亿元)	157.20	250.74	305.29	300.52
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.01	0.00
利润总额(亿元)	-1.23	0.64	-5.52	0.00
资产负债率(%)	44.28	56.34	61.45	60.95
全部债务资本化比率(%)	43.47	55.01	60.45	60.07
流动比率(%)	2501.07	1103.14	390.53	443.55
经营现金流动负债比(%)	3.67	4.02	0.51	0.00

注：2020 年一季度财务数据未经审计

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+	稳定	2019/10/30	兰迪 张铖	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	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阜阳投资发展集团有限公司（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，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。

阜阳投资发展集团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（以下简称“联合资信”）关于阜阳投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）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，公司股权结构未发生变化。截至2020年3月底，公司注册资本11.00亿元，实收资本10.00亿元，阜阳市国资委和农发基金分别持有公司90.91%和9.09%的股份，阜阳市国资委为公司实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，仍主要从事阜阳市土地整理和基础设施建设的投融资主体，同时经营酒业、生化制药等业务，并且公司还从事工程施工、公交运输等业务。

截至2020年3月底，公司本部内设人力资源部、财务部、融资部等8个部门；合并范围拥有5家一级子公司。

截至2019年底，公司合并资产总额1380.30亿元，所有者权益501.65亿元（含少数股东权益92.39亿元；2019年，公司实现营业收入74.38亿元，利润总额5.67亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额1380.36亿元，所有者权益505.76亿元（含少数股东权益92.35亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入9.55亿元，利润总额4.15亿元。

公司注册地址：阜阳市颍州区淮河路2000号；法定代表人：丁志凯。

一、宏观经济和政策环境

截至2020年5月底，联合资信所评公司存续期内债券为“19阜阳投资CP001”。“19阜阳投资CP001”募集资金10.00亿元，截至2020年3月底已全部使用，用于偿还到期债务。

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
19阜阳投资CP001	10.00	10.00	2019/12/13	1年

资料来源：联合资信整理

三、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。

2019 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

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。

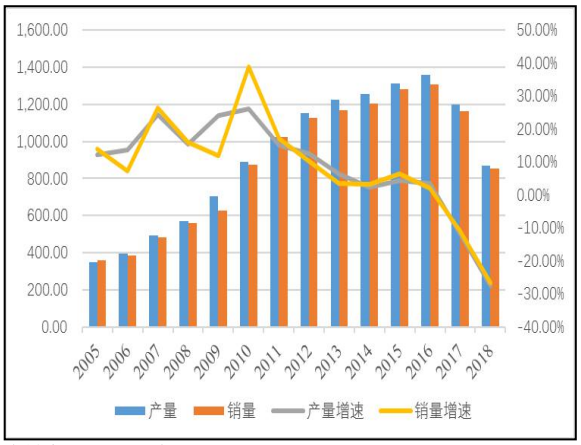
2．白酒行业分析

（1）行业概况

白酒制造行业经过“黄金十年”高速发展期，2013 年起受到国家一系列限制“三公”消费的政策的影响，行业进入深度调整期，高档白酒产品的销量快速下降，价格体系受到较大冲击。2017 年以来，白酒行业整体呈现量价逆向变动的局面，中高端白酒复苏回暖较为显著，产品价格不断提升，行业逐步向头部集中。同时，受环保限制、产业整合等多方面影响，中国白酒产量近两年来持续走低，中小型酒企经营陷入困局，规模以上酒企仍保持高速增长，高端白酒市场份额迅速提高。未来，大众市场消费观念的改变和消费档次的提升是白酒行业发展的主要推动力量。

从产销率来看，中国白酒供给和需求长期处于波动平衡状态，2004—2018 年产销率均值为 99.61%，主要由于白酒制造企业通常结合市场供需、经销商反馈、库存水平等提前安排生产及销售计划，使得产销率保持一定平衡。2012—2014 年，在限制“三公”消费政策影响下，产品滞销、渠道库存积压导致白酒产品产销率持续下滑并在低位徘徊。2016 年以来，在行业基本面改善带动下，产销率波动复苏，并于 2019 年 6 月底回升至 101.10%。

图 1　中国白酒产销量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind 资讯

从经营效益来看，白酒制造企业经营效益变化趋势与行业趋势基本相符。2016 年以来，行业内企业经营情况明显改善，其中营业收入增速同比止跌回升，利润总额增速实现由负转正。2018 年，纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业 1445 家，同比减少 148 家，近十年来企业数量首次减少，亏损企业增加 55 家至 183 家，亏损面为 12.66%。同期，规模以上白酒企业累计完成销售收入 5363.83 亿元，同比增长 12.86%；累计实现利润总额 1250.50 亿元，同比增长 29.98%。

总体看，近年来白酒行业产销量下滑，产品结构不断调整，行业集中度不断提升，中高端白酒市场进一步扩大。

（2）行业关注

自 1999 年起，国家对白酒制造行业实施生产许可证制度；《白酒生产许可证审查细则

（2006 版）》明确规定白酒制造企业必须满足生产场所、工艺设备、产品标准、检验设备、质量安全等多方面条件，规模以上（年销售额 500 万元以上）白酒制造企业才能取得生产许可证并从事生产经营；2013 年 2 月，国家发改委公布实施的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（2013 年第 21 号令），继续将“白酒生产线”“酒精生产线”等列入“限制类”；2019 年 11 月 6 日，国家发改委公布了《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，自 2020 年 1 月 1 日起施行，“白酒生产线”“酒精生产线”等不再列入国家限制类产业。此次产业政策调整，行业优势资源将发挥积极作用，在扩大规模，异地发展方面，有利于优势资源、资本进入白酒行业，有利于建立起良性的竞争机制，扶优限劣，使无证小作坊受到限制，有利于使白酒市场进入良性竞争，对白酒市场秩序形成正面影响。

2015 年，国家税务总局发布关于白酒消费税最低计税价格核定有关事项的新通知：白酒制造企业申报的销售给销售单位的消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70%以下、年销售额 1000 万以上的各种白酒，消费税最低计税价格调整为由各省、自治区、直辖市和计划单列市国家税务局核定，并要求省国税局每季度都要进行审核和上报。根据 2019 年 12 月 3 日财政部与国家税务总局联合下发的《中华人民共和国消费税法（征求意见稿）》，酒类消费税率未发生改变。

消费税政策的实施对不同定位的白酒制造企业影响有差异，其中高端白酒制造企业凭借其品牌溢价具备很强的定价权，税负转移空间相较低端白酒制造企业大，普遍通过终端产品价格的上涨将税负转移至流通端及消费端，对生产端盈利水平影响有限，而低端白酒制造企业由于消费者价格敏感度高、品牌溢价低以及竞争激烈等因素，多通过降低出厂价承担更多消费税，以减轻流通端及消费端承担税负的比例，进而导致低端白酒制造企业盈利水平出现弱化。

3．区域经济环境

跟踪期内，阜阳市地区经济持续快速增长，产业结构有所优化，工业快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

2019年，阜阳市地区生产总值2705.0亿元[1]，按可比价格计算，同比增长9.0%；分产业看，其中，第一产业350.4亿元，增长3.5%；第二产业1033.2亿元，增长10.3%；第三产业1321.3亿元，增长9.6%。分季度看，阜阳市GDP增速已经连续9个季度保持9%以上，全市经济发展提速增效特征更加明显。

2019年，阜阳市产业结构有所优化，全市三次产业结构由上年的12.9:38.4:48.7调整为13.0:38.2:48.8。其中，一产占比回落4.7个百分点，二产回落3.7个百分点，三产提高8.8个百分点。转型步伐加快，工业化率稳步提升，达到36.3%，同比提高1.3个百分点。全市战略性新兴产业产值增长21.2%，居全省第2；产值占全市规上工业比重提高7.5个百分点；高新技术产业增加值增长23.2%，居全省第3位，增加值占全省比重提高2.6个百分点。现代服务业发展迅速，总量占服务业比重首超45%。

2019 年，阜阳市全年规模以上工业增加值比上年增长 10.4%，高于全省 3.1 个百分点，居全省第 4 位。

表 3　2019 年安徽省主要地级市 GDP 及财力情况

（单位：亿元）

排名	地级市	GDP	一般公共预算收入
1	合肥	9622.7	745.99
2	芜湖	3751.9	321.80
3	滁州	2638.9	214.60
4	**阜阳**	**2705.0**	**200.60**
5	安庆	2268.5	137.00
6	马鞍山	2180.1	144.07
7	蚌埠	2009.9	163.28

资料来源：联合资信整理

[1] 2019 年对地区生产总值、三次产业增加值等相关指标的历史数据进行修订，与 2018 年披露数据没有可比性。

2019年，阜阳市全年固定资产投资增长13.9%，增幅高于全省4.7个百分点，居全省第3位。全年规模以上工业增加值比上年增长10.4%，增幅高于全省3.1个百分点，居全省第4位。

四、基础素质分析

1. 股东状况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化，控股股东和实际控制人仍为阜阳市国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，阜阳市一般预算收入持续增长，但阜阳市财政自给能力差；公司在财政补贴及政府资金拨付等方面持续获得股东大力支持。

2019年，阜阳市一般公共预算收入200.6亿元，同比增长7.2%。；一般公共预算支出655亿元，增长14%，财政自给率为30.63%，财政自给能力差。2019年，阜阳市全年财政收入352.3亿元，高于全省2.0个百分点，总量增幅均居全省第4位。

在股东支持方面，2019年，公司获得政府补助7.73亿元；2020年1—3月，公司获得政府补助2.10亿元。

2019年，公司收到颍上县财政局拨付的地方政府专项债券资金10.41亿元。上述拨款计入“专项应付款”，待财政局批准转入“资本公积”。

3. 企业信用记录

公司跟踪期内无新增不良信用记录，过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1034120200229020K），截至2020年4月15日，公司已结清和未结清信贷记录中无关注类或不良类信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

截至2020年5月31日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

跟踪期内，公司高管人员发生变化，均为正常变动，未对公司经营造成重大影响。

跟踪期内，公司高管人员发生变化，王刚不再担任公司董事长兼法人代表，虢磊不再担任公司总经理，由丁志凯担任公司董事长兼总经理，上述变动均为正常变动，未对公司经营产生重大影响。

丁志凯先生，汉族，1977年4月生，本科学历，1996年12月参加工作，1999年3月入党，省委党校函授法律专业毕业。1996年12月至1999年4月任颍东区插花镇农经站农经员；1999年4月至2001年4月任颍东区插花镇农经站副站长；2001年4月至2005年11月任颍东区插花镇农经站站长；2005年11月至2007年1月任颍东区老庙镇党委委员（其间：2006年8至2008年12月省委党校本科函授法律专业学习）；2007年1月至2009年4月任颍东区老庙镇副镇长；2009年4月至2010年11月任颍东区老庙镇党委副书记；2010年11月至2010年12月任太和县人民政府党组成员、副县长候选人；2010年12至2015年11月任太和县人民政府副县长、党组成员；2015年11月至2016年7月任太和县县委常委；2016年7月至2019年10月任太和县县委常委、县政府常务副县长、党组副书记。2019年10月至今任公司董事长、总经理，子公司阜阳市建设投资控股集团有限公司（以下简称“阜阳建投”）董事长、总经理，子公司阜阳交通能源投资有限公司（以下简称“阜阳交投”）董事长。

跟踪期内，公司法人治理结构和主要管理制度未发生重大变化。

六、经营分析

1. 经营概况

公司经营范围呈多元化发展，跟踪期内受自身规模扩大影响，公司收入规模有所增长，主营业务毛利率有所下降。

公司主要从事阜阳市基础设施建设项目，并在阜阳市开展土地整理业务。同时，还开展工程施工、酒类销售和生化制药业务。此外，公司还经营代理佣金、公交运输业务等，公司业务多元化发展。

2019年，公司主营业务收入规模有所增长，为73.35亿元，主要来自土地整理业务、城市基础设施建设业务（包括工程管理和工程建设）、酒类销售业务和工程施工业务。其中，土地整理收入大幅增长，2019年为33.59亿元，在主营业务收入中占比对最大，为45.79%；基础设施业务收入同比下降63.93%至3.42亿元，在主营业务收入中占比4.66%；酒类销售收入同比下降41.62%至5.11亿元；工程施工收入同比增长30.76%至17.77亿元，在主营业务收入中占比增至24.23%。

毛利率方面，受土地整理业务和工程施工业务毛利率下降影响，2019年公司主营业务毛利率有所下降，为35.28%。

2020年1—3月，公司主营业务收入为9.27亿元，相当于2019年的12.64%，主要来自土地整理、酒类销售和工程施工业务。毛利率方面，公司主营业务毛利率为40.79%，较2019年有所增长，主要系土地整理业务毛利率增长所致。

表4 公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	245185.54	37.52	41.34	335910.68	45.79	34.14	51802.97	54.26	61.39
城市基础设施	94794.42	14.51	45.21	34195.66	4.66	100.00	--	--	--
其中：工程建设	62294.42	9.53	16.63	1695.66	0.23	100.00	--	--	--
工程管理	32500.00	4.97	100.00	32500.00	4.43	100.00	--	--	--
房款收入	46562.98	7.13	75.88	85524.64	11.66	78.67	--	--	--
代理佣金	35.76	0.01	100.00	46.13	0.01	100.00	--	--	--
酒类	87574.90	13.40	61.42	51124.32	6.97	57.30	19357.13	20.28	42.70
生化制药	33088.93	5.06	11.18	38967.48	5.31	11.40	2992.81	2.13	3.52
利息	1839.03	0.28	10.00	1764.58	0.24	100.00	--	--	--
旅游	1216.31	0.19	7.74	961.25	0.13	14.12	--	--	--
工程施工	135908.04	20.80	9.23	177716.16	24.23	8.35	17673.40	18.51	6.80
公交运输	7201.34	1.10	-105.15	7331.92	1.00	-106.91	909.52	0.95	-278.13
主营业务合计	**653407.25**	**100.00**	**37.34**	**733542.82**	**100.00**	**35.28**	**92735.83**	**100.00**	**40.79**

资料来源：公司提供

2. 业务经营

（1）土地整理

2019年，公司土地整理业务收入有所增长，毛利率有所下降。目前公司存量土地规模大，但土地出让计划需根据市场情况变化而定，未来该业务收入存在不稳定性。

公司土地整理业务主要由下属子公司阜阳建投承担。跟踪期内，公司土地整理业务模式未发生变化。公司投入资金对划入的土地（一般为生地）进行整理开发，达到可出让状态后由土地储备中心以招拍挂形式进行出让，出让后政府逐年支付土地整理成本和一定土地整理管理费。公司按照实际收到政府资金时确认收入，并结转相应成本。

2018-2019年，公司分别实现土地整理收入24.52亿元和33.59亿元，对应土地整理成本

分别为14.38亿元和22.12亿元。2019年，公司毛利率有所下降，主要系土地出让受市场影响以及政府结算的管理费比例波动所致。

截至2020年3月底，阜阳市政府共向阜阳建投注入土地21076.87亩，加上阜阳建投通过招拍挂流程取得的土地，扣除已出让土地和置换土地，公司共有存量土地资产21472.36亩，其中划拨性质土地有9704.81亩，账面价值47.13亿元，出让性质土地有11767.55亩，账面价值135.53亿元。公司存量土地以商住用地为主。截至2019年底，公司已整理待出让土地面积为1946.66亩。

2018—2019年，公司分别出让土地1406.96亩和689.54亩，出让单价分别为311.74万元/亩和421.20万元/亩。截至2020年3月底，公司主要正在整理的土地总面积937.61亩，总投资额47.41亿元，已投资额30.72亿元，尚需投资规模一般。

2020年和2021年，公司预计分别出让土地面积为937.61亩和451.00亩，但具体出让计划需根据市场情况变化而定，土地出让存在不确定性。

（2）城市基础设施

公司作为阜阳市城市基础设施建设投融资主体，承担了大量城市路网改造、环境综合治理及棚户区改造等市政工程项目，该业务主要由下属子公司阜阳建投承担。跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变化。

公司在建BT代建项目较少，尚需投资规模不大，工程管理业务毛利率高，未来该业务收入具有不确定性。

公司与阜阳市政府针对部分项目签订BT协议，具体业务模式为：BT项目建设资金由公司自筹，阜阳市政府按照协议约定内容对该项目进行收购，收购价款包括项目建设投资额及按协议约定分期支付公司的投资回报。

会计处理方式为：公司前期项目投入计入“存货”；在项目建设期间阜阳市政府分期对项目实施回购，公司将政府回购款中的投资回报部分确认“工程管理收入”，投资成本仍挂在“存货”，因此该业务毛利率为100%。待项目竣工验收完成后对成本进行总体结算。BT代建采取净额结算，对业务成本不进行结转，以政府回款冲抵成本。

截至2020年3月底，公司承接BT项目仅有2个，分别是沙颍河三角洲环境综合治理项目（已完工）和阜阳城区棚户区改造项目（在建）。沙颍河三角洲环境综合治理项目回购金额23.96亿元，实际共收到回款9.96亿元；阜阳城区棚户区改造项目回购金额36.39亿元，已收到13.55亿元。总体来看，政府回款存在滞后情况。因政府回款滞后产生的融资费用由公司自行承担。

表5 截至2020年3月底公司BT项目情况 （单位：万元）

协议名称	预计总投资	已完成投资	工程进度	应收回购金额
沙颍河三角洲环境综合治理项目	162319.00	162319.00	100.00%	239600.00
阜阳城区棚户区改造	313892.00	284169.00	90.53%	363900.00
合计	**476211.00**	**446488.00**	-	**603500.00**

资料来源：公司提供

2019年，由于公司转变工程建设收入确认方式，工程建设收入大幅下降，毛利率大幅增长。目前公司直接委托代建项目未来尚需投资规模较大，垫资情况严重，面临较大的资金支出压力。

公司承接基础设施、环境综合治理等委托代建项目，与政府签订代建协议，待项目完工结算后由政府进行回购，公司按照项目总造价

的10%收取代建管理费。

具体会计处理方式为：公司前期项目投入计入“存货”；同时，公司将每年工程投资额的10%确认“工程建设收入”。2018年，公司工程建设收入中包含阜阳建投子公司界首市发展建设投资有限责任公司（以下简称“界首建投”）确认的收入，界首建投代建项目根据项目建设合同采取逐年全额确认收入及成本。2018年公司确认工程建设收入6.23亿元，毛利率为16.63%。2019年，界首建投转变收入确认方式，转为仅确认代建管理费为工程建设收入模式，与其他子公司确认收入方式保持一致。公司工程建设收入下降至0.17亿元，同时界首建投代建业务确认收入规模较小，毛利率为100%。

截至2020年3月底，公司在建委托代建项目总投资431.63亿元，已完成投资335.46亿元，由于项目完工结算后再由政府进行回款，公司前期垫资严重，且未来尚需投资金额较大，公司面临较大的资金支出压力。

表6　截至2020年3月底公司在建委托代建项目情况　（单位：万元、%）

协议名称	预计总投资	已完成投资	工程进度	计划完工时间
经济适用房/安置房	1342686.44	1216184.43	90.57	2020年
农村及开发区路网工程	511524.19	304825.46	59.59	2020年
城市路网工程	1339760.82	1114786.45	83.21	2020年
阜阳城区棚户区改造	313885.90	245396.00	78.18	2020年
颍泉区集中安置区	55997.88	55421.10	98.97	2020年
阜地河工程	91258.02	47578.74	52.14	2020年
颍泉河环境综合治理项目	91599.90	64869.61	70.82	2020年
濠阜铁路	50000.00	39021.07	78.04	2020年
颍上外城河治理	86125.95	36103.68	41.92	2020年
植物园综合治理工程	28951.06	16134.91	55.73	2020年
界洪河环境综合治理工程	54821.06	7819.88	14.26	2020年
其他项目	349679.48	206503.86	59.06	--
合计	**4316290.70**	**3354645.19**	--	--

资料来源：公司提供

（3）安置房销售

2019年，公司售房收入快速增长。由于公司仅将拆迁户补交房款部分确认为收入，该业务毛利率较高。

公司受市政府委托承接安置房建设任务，拆迁户按照实际分房面积与按标准应分房面积之间相差部分补交房款，房款由政府按照周边房价制定。安置房建设成本部分全部由政府直接回购，建设成本体现在“存货”中，政府回款后直接冲减存货，公司仅将拆迁户补交房款部分确认为房款收入，由于该部分收入未对应结转建设成本，因此房款收入毛利率较高。2018年，公司开始出售安置房，2018—2019年分别确认房款收入4.66亿元和8.55亿元，毛利率分别为75.88%和78.67%。

截至2020年3月底，公司在售安置房项目总可售面积79.90万平方米，已售面积54.79万平方米。

截至2020年3月底，公司在建保障房项目总投资50.01亿元，已投资额9.73亿元，未来待投资规模40.28亿元。

表7　截至2020年3月底公司在建安置房项目

（单位：万元）

项目	总投资额	累计投资额	工程进度
莲花路安置区	156000	37440	ABC地块：1#-7#楼收尾修补，8#楼装饰装

			修；DE地块：9#-18#楼主体结构完成65%，二次结构开始施工。
资福寺安置区	82530	10316	1#区完成70%，2#区完成25%
职教园二期安置区	179886	31174	B16、B17、C1、C7、农贸超市、二次结构完成。
沐春苑安置区	81703	18383	1号楼4层，2号楼5层，3号楼4层，5号楼4层粉刷
合计	**500119**	**97313**	--

资料来源：公司提供

（4）工程施工

2019年，阜阳交投工程施工收入有所增长，新签合同金额有所下降，在手合同金额较大，该业务的持续性较强。公司承接政府PPP项目建设工程，未来建设规模有较大幅度提升，同时公司面临较大资金支出压力。

工程施工业务主要由阜阳交投的子公司安徽省新路建设工程集团有限责任公司（以下简称“新路集团”）负责，业务主要是公路施工，承接项目大部分位于安徽省及阜阳市内。新路集团具有公路工程施工总承包一级、市政工程总承包一级、桥梁工程专业承包一级、公路路面工程专业承包一级、公路路基工程专业承包一级等多项资质。跟踪期内，新路集团的业务模式和资质未发生变化

2018－2019年，公司实际投入金额分别为12.34亿元和16.71亿元，分别确认工程施工收入13.59亿元和17.77亿元，实际收到工程款分别为13.30亿元和14.23亿元。同期，该业务毛利率有所下降，分别为9.23%和8.35%，主要系中标价格以及原材料价格的波动所致。由于项目业主方主要为政府相关部门，因此在合同价款沟通上公司相对弱势。

2019年，公司新签合同金额有所下降，截至2020年3月底公司在手未完工合同金额42.70亿元，在手合同金额较大。

表8　公司工程施工合同情况表　（单位：亿元、个）

项目	2018年	2019年	2020年1－3月
新签合同数	8	16	3
新签合同金额	16.50	13.45	0.82
在手未完工合同数	10	20	18
在手未完工合同金额	49.25	41.88	42.70

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司中标4个PPP项目，均列入省级PPP项目库并纳入当地财政预算，总投资金额为30.56亿元，公司作为社会资本方出资成立项目公司。在PPP项目建设期间项目业主不支付工程款（目前由项目公司进行融资，支付新路建设工程款），待项目完工后政府于运营期内分期付款，公司建设期面临较大资金支出压力。

表9　截至2020年3月底公司PPP项目情况　（单位：万元、%）

项目	项目业主	总投资额	合同期限（建设期间+运营期间）	公司前期参股项目公司比例	已投资额
怀远县X046道路升级改建PPP项目	怀远县交通运输局	34200.00	2+8	95	17051.28
阜阳市颍东新区棚改及园区配套工程PPP项目	阜阳市颍东区住房与城乡建设局	89445.00	2+10	95	25004.25
阜阳市颍州经济开发区PPP项目	阜阳市颍州经济技术开发区	81944.00	2+10	100	4369.80
阜南县内外环路网建设PPP项目	阜南县重点工程建设管理局	100000.00	2+10	49	2125.81
合计		**305589.00**	--	--	**48551.14**

资料来源：公司提供

公司工程施工的原料主要为油层石料、沥青、钢材、水泥等，大多通过招标方式购买，招标的对象一般为公司设立的合格供应商名录下的公司，2019年，公司前五大供应商占比28.15%，集中度较低。公司采购合同一般由公司统一签订，并根据工程需要分时分批由供应商运抵项目现场。公司采购结算一般采取现金支付，其中钢材采购一般采取现款现货的结算

方式。

（5）公交运输

跟踪期内，阜阳交投公交运营业务由于其公益性对政府财政补贴依赖程度大。

公司公交运输由阜阳交投下属子公司阜阳市公共交通总公司（以下简称“阜阳公交”）负责。阜阳公交拥有阜阳市市区范围内的公交运营权，在阜阳市区具有专营优势。

截至2020年3月底，阜阳公交共拥有公交车辆533辆，运行公交线路49条。近年来，公交运营业务收入基本保持稳定。

公司公交业务收入的主要来源为公交票款，公交票价由阜阳市物价局定价，跟踪期内，阜阳市收费标准未发生变化，未来上调或下降空间不大。

公交运营业务持续亏损，公交运营的主要成本包括人工成本、燃料成本、折旧、修理费用等。由于公交业务的公益性，2018－2019年阜阳公交分别获得财政补贴0.90亿元和1.63亿元，2020年1－3月收到政府补贴0.23亿元，补贴可以弥补亏损。

表10　公交运营情况

时间	公交线路（条）	公交车辆（辆）	客运量（万人次）	营运里程（万公里）	公交车票款收入（亿元）	盈亏金额（亿元）
2018年	39	646	6000	3380	0.72	-0.43
2019年	49	594	6100	3412	0.73	0.27
2020年1—3月	49	533	572	440	0.09	-0.20

资料来源：公司提供

（6） 酒类

受白酒行业景气度下滑影响，跟踪期内公司业务收入规模同比有所下降，未来收入规模存在一定不确定性。

公司酒类业务由金种子酒业负责。原材料采购方面，金种子酒业的原料供应商较为分散，2019年度前五大供应商采购额占采购总额的17.41%，不存在单独供应商采购比例超过原材料采购总额的10%的情况。

公司白酒产品生产包括基酒生产、包装物生产、勾调及灌装生产。目前，公司的优质基酒产能为6115吨/年，拥有基酒总储存能力为2.23万吨。成品酒生产根据市场需求分解测算所需成品酒的品种和数量，生产部门根据不同产品及其不同生产需求安排相应的车间组织实施生产。

受近年来白酒行业景气度下滑影响，2019年，公司酒类销售收入持续下滑，为5.11亿元，毛利率也有所下降，为57.30%，主要系酿酒的材料成本和人工成本上升所致。2020年1—3月，公司酒类销售收入1.94亿元，毛利率42.70%，较上年大幅下降，主要系原材料和包装成本上升以及部分成本提前确认所致。

2019年及2020年1－3月，公司白酒产量分别为0.61万吨和0.12万吨；同期，公司白酒销售量分别为0.59万吨和0.14万吨。

（7）生化制药

跟踪期内，公司生化制药业务收入有所增长，未来该业务持续性较强。

公司生化制药业务由金种子酒业负责，生化药品品种主要是针剂、片剂及原料药中间体，业务模式为生产加贸易模式，主要由子公司安徽金太阳生化药品有限公司（以下简称“金太阳药业”，金种子酒业持股92%）经营。2019年，公司生化制药收入有所增长，为3.90亿元；2020年1—3月，该业务收入0.30亿元，毛利率42.70%。

3. 未来发展

未来，公司将继续不断丰富、优化业务结构，实现公益性项目与经营性项目之间的平衡。公司围绕城市资源的核心要素以及自身的积累和优势，实施基础设施建设、房产置业、资产运营、酒业、金融服务、能源交通、农业开发、文化旅游八大产业板块布局，在现有业

务的基础上重点探索产业地产、产业基金、贷款担保等业务，提高公司整体经营效益，逐步向多元化企业集团方向发展。

七、财务分析

公司提供了2019年合并财务报告，容诚会计师事务所（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。公司提供的2020年一季度财务报告未经审计。

从合并范围来看，2019 年，公司一级子公司未发生变化，阜阳市国资委将阜阳建投持有的阜阳市颍州区城市建设投资有限责任公司（以下简称“颍州建投”）、阜阳市东兴建设投资有限责任公司（以下简称“东兴建投”）股权及临泉县城市建设投资有限公司（以下简称“临泉建投”）股权分别无偿划转给颍州区人民政府国有资产监督管理委员会、颍东区人民政府国有资产监督管理委员会及临泉县财政局，上述三家孙公司均为以前年度政府无偿注入，实际业务很小，此次划转对公司权益造成一定影响，对公司经营无实质性影响；2020 年 1－3 月，公司合并范围一级子公司未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司一级子公司 5 家。

1. 资产质量

跟踪期内，受孙公司股权划转影响，公司资产规模有所下降；公司存货及应收类款项规模较大，对资金形成较大占用；公司整体资产流动性一般、资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额为1380.30亿元，较上年底下降5.28%，主要系孙公司股权划转所致。其中流动资产占91.63%，非流动资产占8.37%，公司资产以流动资产为主。

表11　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	190.71	13.09	168.59	12.21	175.80	12.74
应收账款	31.54	2.16	54.71	3.96	53.50	3.88
其他应收款	135.71	9.31	155.82	11.29	131.29	9.51
存货	968.31	66.45	877.02	63.54	891.58	64.59
流动资产	**1337.82**	**91.80**	**1264.78**	**91.63**	**1257.99**	**91.13**
可供出售金融资产	42.95	2.95	36.91	2.67	38.93	2.82
长期股权投资	21.89	1.50	23.17	1.68	25.33	1.84
固定资产	7.82	0.54	8.26	0.60	10.40	0.75
在建工程	3.56	0.24	4.37	0.32	4.38	0.32
无形资产	17.16	1.18	19.56	1.42	19.58	1.42
非流动资产	**119.44**	**8.20**	**115.52**	**8.37**	**122.37**	**8.87**
资产总额	**1457.25**	**100.00**	**1380.30**	**100.00**	**1380.36**	**100.00**

注：其他应收款不包括应收利息和应收股利
资料来源：根据公司审计报告及2020年一季度财务报表整理

截至 2019 年底，公司流动资产为 1264.78 亿元，较上年底下降 5.46%，主要系货币资金、存货减少所致。其中，货币资金 168.59 亿元，较上年底下降 11.60%，主要系银行存款，其中 500.33 万元因诉讼事项被冻结；此外，受限的保证金共 2.99 亿元。公司应收账款为 54.71 亿元，较上年底增长 73.46%，主要系本期出让土地的部分款项未收回所致。公司应收账款前五名金额合计 49.91 亿元，占比 89.62%，集中度高，主要系应收阜阳市财政局、阜阳市城南新区建设投资有限公司和界首市财政局的项目工程款。其中，对阜阳市财政局应收账款规模

36.41 亿元，占应收账款比重为 65.38%。公司其他应收款为 155.82 亿元，较上年底增长 14.82%，主要由往来款、保证金等构成。按账龄分析法计提坏账准备的款项 19.63 亿元，账龄主要在 1 年以内，共计提坏账准备 5.58 亿元。公司其他应收款前五名金额合计 89.38 亿元，占比 55.75%，集中度较高，主要系应收政府单位往来款，回收风险相对可控。

表 12　2019 年底公司其他应收款前五名单位情况

（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	金额	账龄	占比
阜阳市铁路建设协调领导小组	往来款	25.98	4 年以内	16.20
阜阳市财政局	往来款	22.35	2－5 年	13.94
阜南县利民发展有限公司	往来款	17.86	4 年以内	11.14
阜阳市颍州区城市建设投资有限责任公司	往来款	11.68	4 年以内	7.29
界首市城乡建设有限公司	往来款	11.51	3 年以内	7.18
合计	--	**89.38**	--	**55.75**

资料来源：审计报告

截至 2019 年底，公司存货为 877.02 亿元，较上年底下降 9.43%，主要系土地资产和开发成本降低所致。公司存货主要由土地资产（占 21.29%）、开发成本（占 17.83%，主要系安置房建设项目）和代建工程（占 56.04%，主要系经济适用房/安置房、城市路网工程、颍河治理项目等委托代建投入）构成。

截至 2019 年底，公司非流动资产为 115.52 亿元，较上年底下降 3.28%。其中，可供出售金融资产为 36.91 亿元，较上年底下降 14.06%，主要系处置阜阳徽银城镇化一号基金、阜阳颍州城镇化一号基金和阜阳翰林苑项目投资管理有限公司等公司的股权所致。公司可供出售金融资产按成本计量，被投资单位较多，主要为阜阳徽银城镇化一号基金（有限合伙）、颍上县徽银城镇化建设一号基金（有限合伙）和阜阳市浦银城市发展基金合伙企业等。公司长期股权投资为 23.17 亿元，较上年底增长 5.86%，主要系追加对阜阳南城投资控股有限公司的投资所致。公司无形资产为 19.56 亿元，较上年底增长 13.97%，主要系土地使用权和专利权增加所致。

截至 2019 年底，公司受限资产 51.66 亿元，占资产总额 3.74%。其中，受限货币资金 3.04 亿元，用于抵押的存货 39.02 亿元，产权未办理和用于融资租赁的固定资产 2.49 亿元，用于抵押的无形资产 4.94 亿元，质押的长期应收款 2.17 亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额1380.36亿元，与上年底基本持平。其中，货币资金175.80亿元，较上年底增长4.28%；存货891.58亿元，较上年底增长1.66%。其中，土地资产21472.36亩，其中划拨性质土地有9704.81亩，账面价值47.13亿元，出让性质土地有11767.55亩，账面价值135.53亿元。公司存量土地以商住用地为主。

2．资本结构

跟踪期内，受孙公司股权划转影响，公司所有者权益规模有所下降；少数股东权益占比较高，权益稳定性一般。

截至2019年底，公司所有者权益为501.65亿元（含少数股东权益92.39亿元），较上年底下降10.06%。其中，实收资本保持稳定，为10.00亿元；资本公积较上年底下降9.53%至330.57亿元，主要系阜阳建投持有的颍州建投、东兴建投和临泉建投股权划出导致资本公积减少所致。同时，孙公司股权划出导致少数股东权益较上年底下降24.52%至92.39亿元。

截至2020年3月底，公司所有者权益505.76亿元，较上年底小幅增长0.82%，主要系未分配利润增加所致。

表13　公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	10.00	1.79	10.00	1.99	10.00	1.98

资本公积	365.37	65.51	330.57	65.90	330.57	65.36
未分配利润	59.79	10.72	68.48	13.65	72.64	14.36
少数股东权益	122.40	21.94	92.39	18.42	92.35	18.26
所有者权益合计	**557.77**	**100.00**	**501.65**	**100.00**	**505.76**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季度财务报表整理

跟踪期内，公司债务规模较上年底基本保持稳定，债务负担较重；考虑到公司建设项目未来投资规模较大且项目前期均由公司自行垫资，公司对外融资压力较大，预计负债水平将进一步上升。

截至 2019 年底，公司负债总额为 878.65 亿元，较上年底下降 2.32%，其中流动负债占 22.15%、非流动负债占 77.85%，以非流动负债为主。

表14　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.20	1.02	12.59	1.43	15.00	1.72
应付账款	10.01	1.11	16.66	1.90	14.92	1.71
预收款项	10.66	1.19	10.02	1.14	11.40	1.30
其他应付款	71.68	7.97	48.21	5.49	18.82	2.15
一年内到期的非流动负债	78.22	8.70	102.75	11.69	96.50	11.03
流动负债	**189.50**	**21.07**	**194.59**	**22.15**	**160.16**	**18.31**
长期借款	595.78	66.24	546.76	62.23	538.98	61.63
应付债券	93.00	10.34	112.20	12.77	146.20	16.72
非流动负债	**709.98**	**78.93**	**684.07**	**77.85**	**714.43**	**81.69**
负债总额	**899.48**	**100.00**	**878.65**	**100.00**	**874.59**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季度财务报表整理

截至 2019 年底，公司流动负债为 194.59 亿元，较上年底增长 2.68%，主要系短期借款和应付账款增加所致。其中，公司短期借款 12.59 亿元，较上年底增加 3.39 亿元。其中保证借款 3.89 亿元、信用借款 8.70 亿元。公司应付账款为 16.66 亿元，较上年底增长 66.41%，主要系子公司益民安置房和阜阳交投期末结算的工程款增加所致。从账龄来看，无超过 1 年的重要账款。预收款项为 10.02 亿元，较上年底下降 5.97%。其中预收销售房款 5.84 亿元，预收货款 3.25 亿元。公司其他应付款为 48.21 亿元，较上年底下降 32.74%，主要系往来款减少所致。公司一年内到期的非流动负债为 102.75 亿元，较上年底增长 31.35%，其中一年内到期的长期借款 64.23 亿元、一年内到期的应付债券 35.00 亿元、一年内到期的长期应付款 3.52 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 684.07 亿元，较上年底下降 3.65%，主要系长期借款减少所致。其中，公司长期借款为 546.76 亿元，较上年底下降 8.23%，主要由保证借款 149.75 亿元、质押借款 239.45 亿元、抵押借款 4.75 亿元和信用借款 152.81 亿元构成。应付债券为 112.20 亿元，较上年底增长 20.65%，主要系发行多期私募债、债券融资计划等产品所致。公司长期应付款 21.26 亿元，较上年底大幅增加 125.82 亿元，主要系公司将专项应付款统一计入长期应付款所致。其中，长期应付款 7.35 亿元，主要为融资租赁款，为有息债务，计入调整后长期债务核算；专项应付款 13.91 亿元，主要为政府拨付的政府债务置换款、政府专项债券资金等。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 874.59 亿元，较上年底下降 0.46%，仍以非流动负债

为主。其中，短期借款 15.00 亿元，较上年底增长 19.17%；其他应付款 18.82 亿元，较上年底下降 60.97%，主要系往来款大幅下降所致；一年内到期的非流动负债 96.50 亿元，较上年底减少 6.09%；长期借款 538.98 亿元，较上年底下降 1.42%；应付债券 146.20 亿元，较上年底增长 30.30%，主要系公司发行“20 阜阳投资 PPN001”10.00 亿元、子公司阜阳建投发行“20 阜阳建投 PPN001”14.00 亿元和“20 阜阳建投 MTN001”15.00 亿元所致。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务为 775.70 亿元，较上年基本保持稳定。其中短期债务 116.74 亿元（占 15.05%）、长期债务 658.96 亿元（占 84.95%），以长期债务为主。考虑到公司长期应付款融资租赁中的有息部分，公司调整后全部债务为 783.06 亿元，其中调整后长期债务 666.31 亿元（占 85.09%）。债务指标方面，2019 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化率和调整后长期债务资本化比率分别为 63.66%、60.95%和 57.05%。

截至 2020 年 3 月底，公司调整后全部债务 809.14 亿元，较上年底增长 3.29%，其中短期债务 112.73 亿元（占 13.93%）、调整后长期债务 696.41 亿元（占 86.07%）；2020 年下半年、2021 年和 2022 年，公司需分别偿还有息债务 72 亿元、145 亿元和 145 亿元，集中偿还压力较大。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 63.36%、61.54%和 57.93%，公司债务负担较重。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长；期间费用规模较大且同比有所增长，对利润侵蚀较大，公司期间费用控制能力有待提高；公司利润总额对政府补助依赖程度很大，整体盈利能力一般。

2019年，公司实现营业收入74.38亿元，同比增长10.82%，主要系土地出让收入、房款收入和工程施工收入增加所致。2019年，公司营业成本48.08亿元，同比增长15.26%。2019年，公司营业利润率33.14%，较上年基本保持稳定。

从期间费用来看，公司期间费用规模较大且同比有所增长，2019 年为 23.56 亿元。其中，销售费用有所下降，2019 年为 3.13 亿元，主要系子公司金种子酒业的广告费和促销费下降所致；管理费用（含研发费用）增长较快，主要系新增子公司所致，2019 年为 4.07 亿元，以职工薪酬等支出为主；受融资规模增加影响，公司财务费用快速增长，2019 年为 16.36 亿元。2019 年，公司期间费用率（期间费用/营业收入×100%）较上年增加 2.86 个百分点至 31.67%，公司期间费用对利润总额侵蚀较大。

公司获得的政府补助主要系专项资金、建设补助资金、返还收入等。2019 年，公司获得政府补助 7.73 亿元，实现利润总额 5.67 亿元，利润总额对政府补助依赖程度很大。

从盈利能力指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 1.82%和 0.85%。公司整体盈利能力一般。

2020 年 1–3 月，公司实现营业收入 9.55 亿元，相当于 2019 年的 12.84%；公司期间费用率 17.11%，较上年有所下降；公司获得政府补助 2.10 亿元，实现利润总额 4.15 亿元，相当于 2019 年的 73.19%。

4．现金流分析

跟踪期内，受主营业务支出影响，公司经营活动资金缺口规模大，收现质量一般，同时，公司投资活动资金缺口较大，公司对外筹资活动依赖程度较大。

经营活动方面，2019年，受主营业务回款以及收到往来款、政府补助规模以及银行冻结款的影响，公司经营活动现金流入量快速下降至66.31亿元。2019年，公司现金收入比为

69.48%，较上年下降15.39个百分点，公司收现质量一般。同期，公司经营活动现金持续净流出但有缩小趋势，为-16.17亿元，资金缺口逐渐缩小。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入量为 7.21 亿元，主要系赎回理财产品以及处置股权投资形成收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金（利息收入）；投资活动现金支出 41.63 亿元，较上年大幅增长 398.14%，主要系当年无偿划转子公司导致现金流出 30.88 亿元。2019 年，公司投资活动现金流量净额持续净流出，为-34.42 亿元。

鉴于公司经营活动和投资活动资金缺口大，公司需通过大规模的筹资活动弥补资金缺口。2019 年，公司筹资活动现金流入 177.24 亿元，主要为吸收投资收到的现金、取得借款的现金，其中吸收投资收到的现金主要系部分政府债务置换款以及存款、委托贷款利息收入。2019 年，公司筹资活动现金流出 149.81 亿元，主要系偿还债务本息支付的现金，此外，支付其他与筹资活动有关的现金有所下降，主要系支付票据、质押保证金所致。当年，公司筹资活动现金流量净额为 27.43 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额-9.61 亿元，主要系主营业务的收支以及往来款的收支；公司投资活动现金流量净额-5.62 亿元；公司筹资活动现金流量净额 22.44 亿元。

5．偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较强，间接融资渠道畅通，长期偿债能力较弱。公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。考虑到公司土地储备较为充足且获得政府支持力度大，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2019 年，公司流动比率和速动比率分别为 649.98%和 199.28%。2020 年 3 月底，上述指标有所上升，分别为 785.46%和 228.78%。2019 年底和 2020 年 3 月底，公司现金类资产分别为 168.97 亿元和 176.04 亿元，为同期短期债务的 1.45 倍和 1.56 倍，保障能力较强。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 较上年下降 3.91 亿元至 26.15 亿元；调整后公司全部债务/EBITDA 有所增长，为 29.95 倍；EBITDA 利息倍数为 0.59 倍，公司长期偿债能力较弱。

截至 2019 年底，公司对外担保金额 244.69 亿元，占净资产的 48.78%，被担保单位以政府的行政事业单位或者地方国有企业为主，经营情况正常。总体看，公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）共获得银行授信额度合计 1027.89 亿元，已使用额度 810.52 亿元，尚未使用额度 217.37 亿元，公司间接融资渠道畅通。

考虑到公司土地储备较为充足且获得政府支持力度大，公司整体偿债能力很强。

6．母公司财务概况

公司业务主要集中在子公司阜阳建投、阜阳交投和金种子集团，母公司资产和收入占合并口径比重很小。跟踪期内，母公司资产总额有所增长；所有者权益保持相对稳定，变动不大；收入规模仍很小。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 518.10 亿元，较上年底增长 10.31%，占合并口径的 37.54%，主要系货币资金其他应收款增加所致。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 199.72 亿元，占合并口径的 39.81%，较上年底保持相对稳定，主要由资本公积和实收资本构成。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 318.37 亿元，占合并口径的 36.23%，较上年底比增长 20.31%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增加所致。

2019 年底，母公司资产负债比率、全部债

务资本化比率和长期债务资本化比率分别为61.45%、60.45%和53.72%，母公司债务负担加重。

母公司营业收入规模很小，2019年实现营业收入70.28万元，占合并口径的0.01%，利润总额-5.52亿元。

八、存续债券偿债能力分析

截至2020年5月底，公司存续债券本金75.00亿元，现金类资产对公司一年内待偿债券本金保障程度较强。

截至2020年5月底，公司存续债券尚需偿还债务规模75.00亿元（未包含子公司发行债券）。其中，一年内待偿还债券本金为30.00亿元，为存续债券待偿本金峰值。截至2019年底，公司现金类资产168.97亿元；2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为51.68亿元、-16.17亿元和26.15亿元。公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对集中兑付债券金额保障能力具体情况如下表：

表15　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	30.00
未来待偿债券本金峰值	30.00
现金类资产/一年内到期债券余额	5.63
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.72
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.87

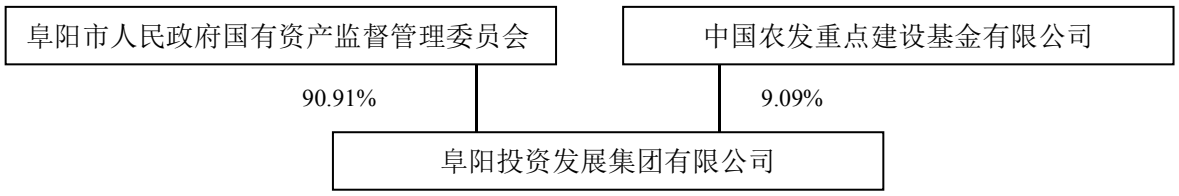
资料来源：联合资信整理

截至2020年3月底，公司现金类资产对公司一年内待偿债券本金保障程度较强，经营活动现金流入量对未来代偿债券本金峰值（和一年内待偿债券本金一致）保障程度尚可。

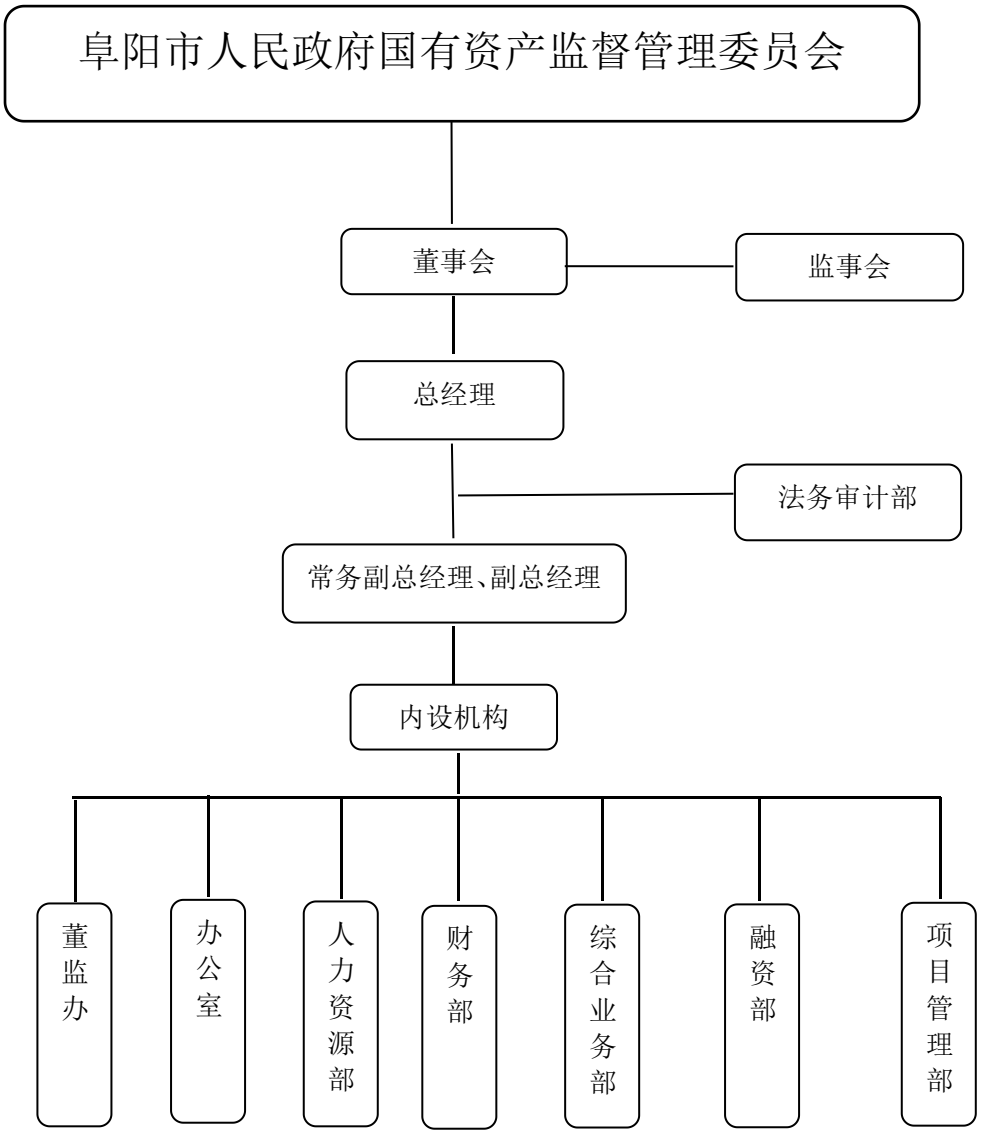
九、结论

综合分析，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA^{+}，维持“19阜阳投资CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 5 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 5 月底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2020 年 3 月底公合并范围子公司情况

序号	子公司名称	注册资本（万元）	业务性质	持股比例（%）	级次
1	阜阳市建设投资控股集团有限公司	200000.00	城市投资建设	100	一级
2	安徽金种子集团有限公司	26800.00	国有资产管理	100	一级
3	阜阳市全兴科技产业投资有限公司	12000.00	产业投资	100	一级
4	阜阳交通能源投资有限公司	300000.00	城市投资建设	100	一级
5	阜阳市颍科创新投资有限公司	100000.00	投资管理	100	一级

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	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	175.11	192.31	168.97	176.04
资产总额(亿元)	1320.99	1457.25	1380.30	1380.36
所有者权益(亿元)	491.41	557.77	501.65	505.76
短期债务(亿元)	80.03	88.50	116.74	112.73
长期债务(亿元)	639.45	688.78	658.96	685.18
调整后长期债务(亿元)	647.04	698.20	666.31	696.41
全部债务(亿元)	719.48	777.28	775.70	797.90
调整后全部债务(亿元)	727.07	786.70	783.06	809.14
营业收入(亿元)	68.96	67.12	74.38	9.55
利润总额(亿元)	12.41	13.88	5.67	4.15
EBITDA(亿元)	25.65	30.06	26.15	--
经营性净现金流(亿元)	-138.87	-50.89	-16.17	-9.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.80	2.22	1.69	0.70
存货周转次数(次)	0.08	0.05	0.05	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.05	0.03
现金收入比(%)	105.90	84.87	69.48	127.04
营业利润率(%)	25.26	34.68	33.14	37.69
总资本收益率(%)	1.97	2.09	1.82	1.26
净资产收益率(%)	2.45	2.38	0.85	3.24
长期债务资本化比率(%)	56.55	55.25	56.78	57.53
调整后长期债务资本化比率(%)	56.84	55.59	57.05	57.93
全部债务资本化比率(%)	59.42	58.22	60.73	61.20
调整后全部债务资本化比率(%)	59.67	58.51	60.95	61.54
资产负债率(%)	62.80	61.72	63.66	63.36
流动比率(%)	703.38	705.97	649.98	785.46
速动比率(%)	197.21	194.99	199.28	228.78
现金短期债务比(倍)	2.19	2.17	1.45	1.56
经营现金流动负债比(%)	-81.11	-26.85	-8.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	28.06	25.85	29.67	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	28.35	26.17	29.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.49	1.20	0.59	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分；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	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.32	14.29	27.94	22.21
资产总额(亿元)	366.84	469.66	518.10	511.47
所有者权益(亿元)	204.40	205.04	199.72	199.72
短期债务(亿元)	4.77	18.23	73.42	66.72
长期债务(亿元)	152.43	232.51	231.87	233.79
全部债务(亿元)	157.20	250.74	305.29	300.52
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.01	0.00
利润总额(亿元)	-1.23	0.64	-5.52	0.00
EBITDA(亿元)	0.00	0.64	-5.52	0.00
经营性净现金流(亿元)	0.24	0.98	0.41	0.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	--	--	100.00	100.00
营业利润率(%)	--	--	4.92	-51.08
总资本收益率(%)	0.00	0.14	-1.09	0.00
净资产收益率(%)	-0.60	0.31	-2.76	0.00
长期债务资本化比率(%)	42.72	53.14	53.72	53.93
全部债务资本化比率(%)	43.47	55.01	60.45	60.07
资产负债率(%)	44.28	56.34	61.45	60.95
流动比率(%)	2501.07	1103.14	390.53	443.55
速动比率(%)	2500.80	980.04	353.08	400.08
现金短期债务比(倍)	3.63	0.78	0.38	0.33
经营现金流动负债比(%)	3.67	4.02	0.51	0.00
全部债务/EBITDA(倍)	-128.27	392.61	-55.33	0.00
EBITDA 利息倍数(倍)	-13.06	1.46	--	0.00

注：2020 年一季度财务数据未经审计

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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
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+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

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　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-3　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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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