信用等级公告

联合[2018] 1370 号

联合资信评估有限公司通过对绍兴市上虞区交通投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持绍兴市上虞区交通投资有限公司主体长期信用等级为 AA，“07 虞交通债”债券信用等级为 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

绍兴市上虞区交通投资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
07 虞交通债	8 亿元	2022/8/9	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)	13.08	11.35	6.33
资产总额(亿元)	182.78	180.84	179.10
所有者权益(亿元)	95.09	99.55	99.57
短期债务(亿元)	50.66	38.08	34.77
长期债务(亿元)	22.10	32.14	35.11
全部债务(亿元)	72.76	70.22	69.87
营业收入(亿元)	3.79	3.76	4.08
利润总额(亿元)	2.40	4.47	0.03
EBITDA(亿元)	7.51	7.40	1.69
经营性净现金流(亿元)	-9.58	13.28	0.33
营业利润率(%)	31.25	29.74	37.36
净资产收益率(%)	2.52	4.48	0.02
资产负债率(%)	47.97	44.95	44.41
全部债务资本化比率(%)	43.35	41.36	41.24
流动比率(%)	216.79	267.48	285.16
经营现金流动负债比(%)	-17.26	30.39	0.83
全部债务/EBITDA(倍)	9.69	9.49	41.42
EBITDA 利息倍数(倍)	1.54	2.74	1.24

注：1. 公司 2016 年起执行新会计准则，2015 年数据为 2016 年期初数；2. 将其他应付款中的有息债务调整至短期债务核算；3. 将长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算。

分析师

文 中　马 颖
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”）对绍兴市上虞区交通投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级反映了跟踪期内，公司作为上虞区交通基础设施项目的投资建设主体，在财政补贴及政府债务置换等方面获得上虞区政府支持。跟踪期内，上虞区经济稳步增长，公司营业收入有所增加。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、盈利能力较弱及2018年存在集中偿付压力等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着上虞区经济的持续发展，交通基础设施建设投入的增加，公司资产和收入规模有望持续，联合资信对公司的评级展望为稳定。

“07 虞交通债”由中国农业银行股份有限公司（以下简称“中国农业银行”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，中国农业银行主体长期信用等级为AAApi，担保实力极强，其担保显著提升了“07虞交通债”偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“07虞交通债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，绍兴市及上虞区经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为上虞区交通基础设施项目的投资建设主体，跟踪期内获得财政补贴、政府债务置换，外部支持具有一定持续性。
3. 中国农业银行担保实力极强，其担保有效提升了“07虞交通债”偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，政府土地开发专项补贴取消，公司利润总额大幅下降，自身盈利能力弱。

2. 公司在建及拟建项目投资规模较大，未来资本支出压力较大。
3. 公司资产中完工工程项目、其他应收款占比较高，部分土地资产进行了抵押，资产流动性较弱，整体资产质量一般。
4. 公司对外担保规模较大，大部分担保未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。
5. 公司短期债务规模较大，2018年存在集中偿付压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由绍兴市上虞区交通投资有限公司（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。

绍兴市上虞区交通投资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绍兴市上虞区交通投资有限公司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，绍兴市上虞区交通投资有限公司（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，公司注册资本和实收资本均为10000.00万元，唯一股东是绍兴市上虞区交通集团有限公司（以下简称“上虞交通集团”），实际控制人为绍兴市上虞区国有资产监督管理委员会（以下简称“上虞区国资委”）。

截至 2017 年底，公司资产总额 179.10 亿元，所有者权益合计 99.57 亿元（含少数股东权益-1.17 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 4.08 亿元，利润总额 0.03 亿元。

公司注册地址：绍兴市上虞区百官街道市民大道 678 号第八层 811-812 室；法定代表人：朱国彪。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至评级报告出具日，联合资信所评“07虞交通债”尚需偿还债券余额8.00亿元，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
07 虞交通债	8 亿元	2022/8/9	5.73%

资料来源：联合资信整理

“07虞交通债”于2007年8月发行，发行规模为8.00亿元，募集资金全部用于上虞区交通基础设施建设项目，发行期限为15年，采用固定利率，按年付息，到期还本。截至2017年底，募集资金已按约定用途使用完毕；募投项目中，除上虞市虞北运河及码头船闸工程仍处于暂停实施阶段外，其余募投项目均已完工或处于竣工决算阶段。

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中国，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；中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，中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，中国固定资产投资（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，中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，中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. 城市基础设施建设行业

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。

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 2　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）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	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

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

公司作为上虞区交通基础设施项目的投资建设主体，其经营范围、投资方向及融资能力直接受区域经济影响，并与城市基础设施建设、城市发展规划密切相关。

（1）绍兴市概况

根据《2017年绍兴市国民经济与社会发展统计公报》，2017年绍兴市实现地区生产总值5108亿元，位列浙江省第四位，比上年增长7.1%。三次产业结构由上年的4.5：49.2：46.3调整为4.0：48.8：47.2。

2017年，绍兴市财政总收入706亿元，比上年增长12.0%，其中一般公共预算收入431亿元，增长11.9%。绍兴市一般公共预算支出470亿元，比上年增长3.0%。

（2）上虞区概况

根据《2017 年绍兴市上虞区国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，上虞区实现地区生产总值 841.04 亿元，按可比价计算，增长 7.2%。其中，第一产业实现增加值 45.19 亿元，增长 2.3%；第二产业实现增加值 443.86 亿元，增长 6.6%；第三产业实现增加值 351.99 亿元，增长 8.7%。

2017 年，上虞区完成固定资产投资 539.63 亿元，增长 2.6%。其中第一产业投资 10.04 亿元，下降 19.2%；第二产业投资 291.64 亿元，下降 0.7%；第三产业投资 237.95 亿元，增长 8.2%。

根据上虞区财政局提供的数据，2017 年，上虞区一般预算收入为 66.64 亿元，同比增长 11.70%；其中税收收入 58.63 亿元，占比 87.98%，收入质量较好。受国有土地使用权出让收入大幅上涨影响，2017 年上虞区地方综合财力快速增强，为 129.09 亿元，同比增长 59.15%。

总体看，绍兴市及上虞区经济及财政实力均不断增强，公司外部发展环境良好。

六、基础素质分析

公司作为上虞区交通基础设施项目的投资建设主体，承担上虞区主要交通基础设施投资、建设及营运管理的职能。

2017 年，公司土地开发专项补贴取消[1]，但继续获得上虞区政府在财政补贴和政府债务置换方面的支持。其中，财政补贴 2.07 亿元，包括财政贴息 2.00 亿元，公司已冲减“财务费用”，过闸费返还、投资项目专项补贴及税费返还 0.07 亿元，公司计入“其他收益”科目。政府债务置换 1.40 亿元，公司计入“长期应付款”科目，公司将负责对应的政府置换债券的还本付息，政府债务置换一定程度上缓解了公司短期偿债压力，降低了公司的融资成本。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1033068200004650H），截至 2018 年 4 月 28 日，公司无未结清的不良信贷记录，已结清债务中有 3 笔关注类贷款和 4 笔欠息记录，根据公司提供说明上述欠息均系公司财务人员疏忽导致，并非恶意欠息且在发现后第一时间偿还。

七、管理分析

跟踪期内，公司修改了公司章程，并改选了董事会。

2017 年 9 月，公司原董事章剑英、董事兼副总经理郑岳标离职。同时，公司股东委派章梁华先生、叶芷伊女士为新任董事，总经理聘任章梁华先生为公司副总经理。

公司董事兼副总经理章梁华先生，1962 年出生，本科学历，1981 年 2 月参加工作，历任

[1] 土地开发专项补贴为根据虞政办发【2011】331 号文批复，公司每年土地开发出让净收益不足 5 亿元部分，由地方财政予以补足。

上虞市汽运总公司综合市场经理、副总经理、总经理、上虞交通集团副总经理等职务，现任公司董事兼副总经理。

公司董事叶芷伊女士，1988 年出生，本科学历，2011 年 7 月参加工作，历任卧龙地产集团股份有限公司会计、绍兴市上虞区杭甬运河船闸运营有限公司运营部员工、上虞交通集团会计等职务，现任公司董事。

八、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司实现主营业务收入4.07亿元，同比增长8.61%，主要系土地一级开发收入规模增加所致。跟踪期内，土地一级开发业务依然是公司的主要收入来源，其收入占公司主营业务收入的比重由2016年的59.84%上升至2017年的69.87%。受高毛利的土地一级开发收入占比提高以及工程施工业务毛利率小幅上升等因素影响，跟踪期内，公司毛利率有所提升，为37.55%。

表3　2016~2017年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	22513.59	60.10	53.51	28428.05	69.87	52.41
工程施工	13339.76	35.61	4.09	10121.26	24.88	9.01
国道通行费	1435.62	3.83	-135.60	1484.48	3.65	-69.61
检测费收入	172.12	0.46	100.00	181.71	0.45	100.00
过闸费收入	--	--	--	472.51	1.16	67.91
合计	**37461.09**	**100.00**	**29.94**	**40688.01**	**100.00**	**37.55**

资料来源：公司提供
注：跟踪期内公司过闸费业务开始使用增值税发票，过闸费收入由原先的政府补贴收入（过闸费返还）调整计入公司营业收入。

2. 业务经营分析

土地一级开发

土地一级开发是公司核心业务，业务模式为公司将上虞区政府指定地块整理完成后交由国土部门挂牌出让，政府扣除对应规费后的价款全额划给公司。公司收到的土地出让价款计入土地一级开发业务收入，并结转土地开发期间形成的整理成本。2017 年该板块实现收入 2.84 亿元，同比增长 26.27%，系上虞区土地出让行情较好所致；板块毛利率 52.41%，较 2016 年小幅下降 1.10%。

2017年，公司开发并完成出让的土地面积减少0.30万平方米至6.68万平方米，出让地块是滨江新城20号，因上虞区土地出让行情较好，住宅用地资源紧缺，土地出让均价由2016年的4984.60元/平方米上升至2017年的6303.12元/平方米。

2017年，公司土地出让面积变动不大，出让均价明显上涨，土地一级开发收入快速增长。

工程施工

工程施工为公司对外承担交通工程施工业务，业务模式分两类：一类是公司代政府建设的投资项目，此类项目由上虞区政府以政府投资计划表的形式下达，2017年以前公司将投资项目支出计入“其他应收款”或“在建工程”，2017年以后，公司将新建投资项目支出计入“在建工程”科目，待项目完工后将公益性道路资产由“在建工程”转入“其他非流动资产”，目前政府尚未对上述投资项目有回购安排；待项目完工后将公司自用资产（如客运中心、厂房等）转入固定资产；另一类是公司通过招投标等流程中标的项目，此类项目公司将投资支出计入“存货”科目，并根据与业主单位的计量结算单确认收入同时结转成本。

2017年，公司工程施工板块实现收入1.01亿元，全部为公司通过招投标等流程中标的项目收入，同比下降24.13%，系公司中标工程业务量减少所致；毛利率9.01%，较上年提高

4.92%，系虞南大环线工程毛利率较高所致。跟踪期内，公司结算的工程包括虞南大环线工程等。

其他业务

公司通行费业务主要为104国道上虞段收费项目，2017年通行费收入较上年小幅增长3.40%，毛利率仍然为负但有所改善，主要系跟踪期内国道维护成本支出下降所致。公司通行费业务呈现亏损状态，系公司将国道折旧费用计入营业成本所致。

2017年以前，公司过闸费收入开具省港航局事业收费发票，纳入政府预算管理，公司过闸费收入体现为财政补贴收入。2017年下半年，根据国家增值税管理要求，公司开始使用国税增值税发票，将过闸费收入调整计入公司营业收入，2017年公司过闸费收入472.51万元。子公司绍兴市上虞区杭甬运河船闸运营有限公司负责三座船闸的运营管理。截至2017年底，船闸资产未计入固定资产，尚未计提折旧，且船闸投入使用时间不长，相关维修成本投入少，因此该业务毛利率较高，2017年为67.91%。

在建及拟建工程

截至2017年底，公司代政府建设的在建工程合计总投资27.11亿元，已投资11.42亿元，未来仍需支出15.69亿元。

表 4　公司代政府建设的主要在建工程情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	后续投资
群贤路东延工程	12.11	3.20	8.91
百五线改建工程	2.88	1.20	1.68
五长线改建工程	1.90	0.45	1.45
客运中心	5.00	2.68	2.32
孙曹公路上虞段	3.70	3.29	0.41
村村通公交工程	1.52	0.60	0.92
合计	**27.11**	**11.42**	**15.69**

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司通过招投标等流程中标的在建工程总投资4.04亿元，已投资2.44亿元，未来仍需支出1.60亿元。

截至2017年底，公司代政府建设的拟建工程预计总投资100.60亿元，目前均处在前期规划阶段，项目资金平衡方式尚未确定。总体看，公司拟建项目投资压力大。

表 5　公司代政府建设的拟建工程情况（单位：亿元）

项目名称	总投资
104 国道上虞段东关至蒿坝段改建工程	23.50
S310 省道及连接线	38.00
104 国道上虞段功能外移	32.00
绍兴风情旅游新干线（上虞段）环境整治	2.82
104 国道功能外移连接线工程（329 国道-边沥线）	1.90
上虞丰惠至余姚马渚公路建设工程	1.70
群贤路上虞段两侧绿化	0.68
合计	**100.60**

资料来源：公司提供

总体看，公司在建及拟建项目投资规模较大，未来面临较大的融资压力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017年度合并财务报告，立信中联会计师事务所（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6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179.10亿元，所有者权益合计99.57亿元（含少数股东权益-1.17亿元）；2017年，公司实现营业收入4.08亿元，利润总额0.03亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 179.10 亿元，同比略有下降，其中流动资产占 64.05%，公司资产仍以流动资产为主。

表 6　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	**116.88**	**64.63**	**114.71**	**64.05**
货币资金	11.35	6.28	6.33	3.53
其他应收款	34.78	19.23	37.84	21.12
存货	70.27	38.86	70.19	39.19

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
非流动资产	**63.96**	**35.37**	**64.40**	**35.95**
可供出售金融资产	16.35	9.04	16.39	9.15
长期股权投资	13.46	7.45	13.30	7.43
其他非流动资产	63.96	7.46	64.40	11.11
资产合计	**180.84**	**100.00**	**179.10**	**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 114.71 亿元，同比下降 1.86%。流动资产中，货币资金 6.33 亿元，同比下降 44.25%，主要系公司偿付债务本息所致，其中银行存款占 99.82%，受限货币资金 0.01 亿元；其他应收款 37.84 亿元，同比增长 8.77%，前 5 名欠款单位合计占 75.42%，集中度较高，其他应收款多为与上虞区内政府单位或平台公司的往来款，对资金形成较大占用；存货为 70.19 亿元，同比变动不大，其中开发成本 69.89 亿元，主要包括上虞区政府注入的土地资产，存货中受限资产 18.64 亿元，占存货的 26.56%。

2017 年底，公司非流动资产 64.40 亿元，同比增长 0.68%。非流动资产中，可供出售金融资产、长期股权投资分别为 16.39 亿元、13.30 亿元，主要是公司对绍兴市曹娥江大闸投资开发有限公司等企业的股权投资，同比均变动不大；在建工程 5.64 亿元，同比下降 48.87%，系公路养护及改造工程、康庄工程、百悬线百官至梁湖公路工程等项目竣工结转至其他非流动资产所致；无形资产 5.72 亿元，同比下降 2.94%，主要为土地使用权；其他非流动资产 19.91 亿元，同比增长 47.46%，主要包括公司已完工的道路资产等。

跟踪期内，公司资产规模略有下降，资产中存货、其他应收款、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. 负债及所有者权益

所有者权益

2017年底，公司所有者权益99.57亿元，同比变动不大。所有者权益主要由资本公积（占84.88%）和未分配利润（占13.42%）构成。

跟踪期内，公司所有者权益保持稳定，以资本公积和未分配利润为主，权益结构整体稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债总额 79.54 亿元，同比下降 2.16%，其中流动负债占 50.58%，非流动负债占 49.42%，流动负债占比进一步下降。

2017 年底，公司流动负债 40.23 亿元，同比下降 7.94%，以其他应付款（占 67.28%）、短期借款（占 21.09%）和一年内到期的非流动负债（占 9.20%）为主。其中，短期借款 8.49 亿元，主要是保证借款（占 54.21%）和抵押借款（占 45.79%），同比下降 2.67%；其他应付款 27.06 亿元，同比增长 4.64%，系公司与绍兴市上虞区宏达公路建设有限公司借款增加所致；一年内到期的非流动负债 3.70 亿元，包括一年内到期的长期借款 1.70 亿元、应付债券 2.00 亿元（“12 虞交通债”本金）。

2017 年底，公司非流动负债 39.31 亿元，同比增长 4.57%，其中长期借款占 16.79%、应付债券占 35.61%、长期应付款占 36.90%、专项应付款占 10.70%。非流动负债中，长期借款 6.60 亿元，同比下降 6.12%，全部为保证借款（占 66.60%）和抵押借款（占 33.40%）；应付债券增加 2.00 亿元至 14.00 亿元，主要系公司新发行“2017 苏上虞交通 ZR001 债券”（2 年期和 3 年期各 2.00 亿元）所致；公司专项应付款均为基建拨款，2017 年底为 4.20 亿元，同比下降 22.96%；长期应付款 14.50 亿元，同比增长 10.68%，系当期新增政府债务置换资金所致。

2017年底，公司全部债务69.87亿元，同比下降0.49%；其中，短期债务占比较上年底下降4.47个百分点至49.76%，具体见表7。

从债务指标看，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44.41%、41.24%和26.07%，其中资产负债率和全部债务资本化比率较上年底分别下降0.54%和0.12%，长期债务资本化比率则受当期新增政

府债务置换资金和发行债券影响上升1.66%。

表 7　公司债务构成及债务负担情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
短期债务	38.08	34.77
长期债务	32.14	35.11
全部债务	70.22	69.87
资产负债率	44.95	44.41
全部债务资本化比率	41.36	41.24
长期债务资本化比率	24.40	26.07

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从公司债务期限分布来看，2018 年公司需偿付的有息债务规模较大，为 22.53 亿元，存在较大的集中偿付压力。

跟踪期内，公司债务规模略有下降，债务负担略有减轻，但 2018 年存在较大的集中偿付压力。未来随着公司群贤路东延工程等建设项目的逐步推进，公司资金需求增加，债务负担可能有所加重。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 4.08 亿元，同比增长 8.55%，增量主要来自土地一级开发业务；同期，营业成本 2.54 亿元，同比下降 3.60%；受此影响，公司营业利润率为 37.36%，同比上升 7.61 个百分点。

表 8　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	3.76	4.08
政府补助	5.96	2.07
利润总额	4.47	0.03
营业利润率	29.74	37.36
总资本收益率	4.21	0.81
净资产收益率	4.48	0.02

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理
注：2017 年公司收到的财政贴息已冲减“财务费用”。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2017 年公司期间费用为 1.50 亿元，同比下降 47.25%，主要系财政贴息直接冲抵财务费用所致，期间费用占营业收入的比重为 36.76%，较上年下降 38.89 个百分点，公司期间费用控制能力仍有待加强。

2017 年，公司获得政府补助 2.07 亿元，其中 2.00 亿元财政贴息冲抵了财务费用、0.07 亿元计入“其他收益”。跟踪期内，政府取消了对公司的土地开发专项补贴，受此影响，2017 年公司利润总额大幅下降 99.25%至 0.03 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 0.81%和 0.02%，由于净利润大幅下降，同比分别下降 3.40 和 4.46 个百分点。

跟踪期内，土地一级开发业务规模扩张带动公司收入规模增加，但政府土地开发专项补贴的取消导致公司利润总额大幅下降，公司整体盈利能力弱，利润总额对政府补贴依赖程度高。

5. 现金流分析

从经营活动看，2017 年公司经营活动现金流入 6.64 亿元，同比下降 63.80%，主要系政府补助及往来款大幅减少所致；其中收到其他与经营活动有关的现金 2.37 亿元，主要是往来款、收到的保证金及押金。公司经营性净现金流大幅下降至 0.33 亿元。2017 年，公司现金收入比为 104.50%，收入实现质量较好。

表 9　公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入	18.35	6.64
经营活动现金流出	5.07	6.31
经营活动净现金流	13.28	0.33
投资活动净现金流	-2.05	-1.93
筹资活动净现金流	-9.41	-1.43
现金收入比	100.62	104.50

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从投资活动看，2017年公司投资活动现金流入规模小，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2.71亿元，主要是工程施工业务支出，投资性净现金流为-1.93亿元。

从筹资活动看，2017年公司通过发行债券和银行借款共获得现金流入14.58亿元，此外公司收到其他与筹资活动有关的现金12.09亿元，主要是收到的单位借款、财政贴息和承兑保证

金；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9.83亿元，主要是偿还单位借款。筹资性净现金流为-1.43亿元。

跟踪期内，公司经营性净现金流波动较大，现金收入质量较好，未来公司在建和拟建工程投资规模较大，存在一定对外融资压力。

6. 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285.16%和110.67%，分别同比增加17.68个和3.99个百分点。受经营性净现金流大幅减少影响，公司经营现金流动负债比由上年的30.39%下降至0.83%，对短期债务保障能力明显减弱。2017年底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产6.32亿元，相当于短期债务的0.19倍，公司存在较大的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA为1.69亿元，全部债务/EBITDA为41.42倍，较2016年大幅上升31.93倍，公司长期偿债能力明显弱化，但考虑上虞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37.59亿元（担保客户明细参见附件2），担保比率37.75%，被担保单位主要是上虞区内国有企业。截至2018年4月底，公司对绍兴市上虞城中村改造投资开发有限公司及绍兴市公共交通集团上虞有限公司的合计2.90亿元的对外担保已解除。目前大多数被担保企业经营情况正常，部分企业存在收入规模小等情况，大多数未设置反担保措施，公司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24.60亿元，尚未使用的额度合计2.00亿元，公司对外融资渠道亟待拓宽。

十、存续期债券偿债能力分析

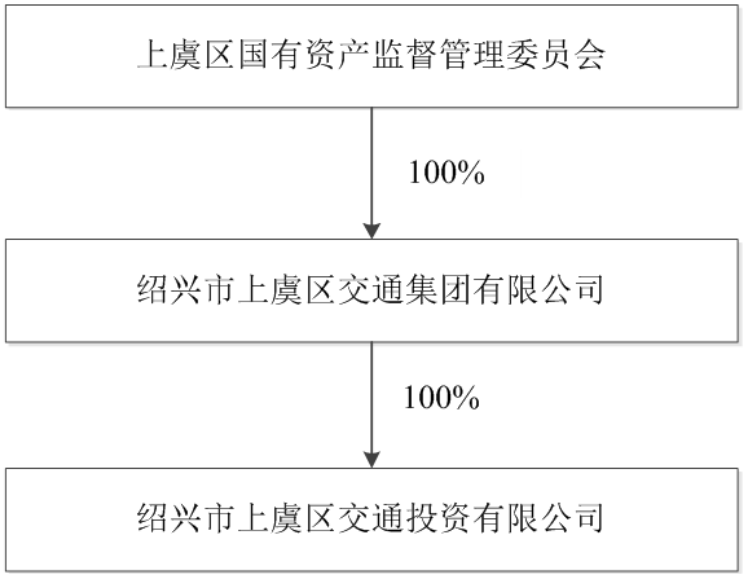
2017年公司经营活动产生的现金流入量为6.64亿元，为“07虞交通债”本金8亿元的0.83倍；经营活动产生的现金流量净额为0.33亿元，为“07虞交通债”本金的0.04倍。2017年公司EBITDA为1.69亿元，是“07虞交通债”本金的0.21倍。总体看，公司经营活动现金流入量和经营活动产生的现金流量净额对“07虞交通债”保障程度较弱。

考虑到公司作为上虞区交通基础设施项目的投资建设主体，外部支持力度较大；同时“07虞交通债”由中国农业银行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中国农业银行主体长期信用等级为AAApi，评级展望为稳定，其对“07虞交通债”的担保显著提升了“07虞交通债”的安全性，其到期不能偿付的风险极低。

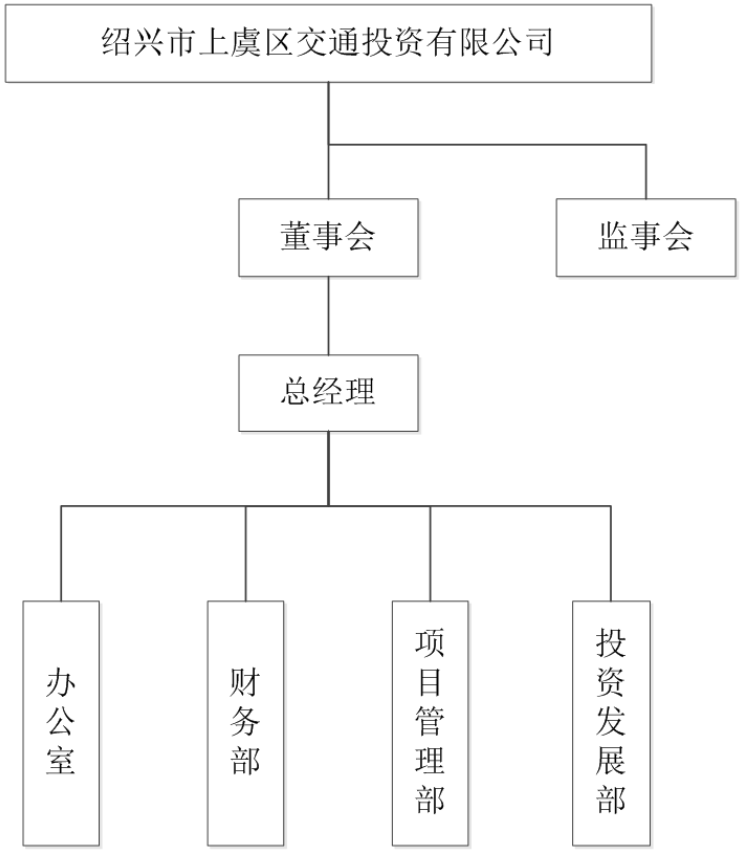
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“07虞交通债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2017 年底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2017 年底纳入公司合并范围子公司情况

企业名称	主要经营地	业务性质	注册资本（万元）	持股比例
绍兴市上虞区交通开发有限公司	浙江绍兴	基础设施	10000.00	100.00
绍兴市上虞区伊林斯国道公路经营有限公司	浙江绍兴	道路经营	1000.00	65.00
浙江金衢交通工程有限公司	浙江绍兴	工程施工	10000.00	89.82
绍兴市上虞区交通资产经营有限公司	浙江绍兴	资产经营	10000.00	100.00
绍兴市上虞区杭甬运河船闸运营有限公司	浙江绍兴	船闸运营	1000.00	100.00
宁波市虞宝贸易有限公司	浙江宁波	贸易	5000.00	100.00

附件 2　2017 年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保期限	是否有反担保
绍兴市上虞区交通集团有限公司	13250	2016.05-2020.05	是
	15000	2016.12-2018.03	是
绍兴市上虞区宏达公路建设有限公司	7000.00	2017.02-2018.01	否
绍兴市上虞区交通油品经营有限公司	4000.00	2017.02-2018.01	否
浙江省上虞汽车运输有限公司	3000.00	2017.08-2019.08	否
绍兴市上虞区交通贸易有限公司	5500.00	2017.08-2018.08	否
绍兴市上虞城中村改造投资开发有限公司[2]	25000.00	2015.04-2018.04	否
	100000.00	2016.05-2019.05	否
	70000.00	2015.12-2020.12	否
绍兴市上虞区舜农建设有限公司	30000.00	2015.11-2020.11	否
绍兴市上虞曹娥江旅游开发投资有限公司	17100.00	2016.01-2021.01	是
绍兴市上虞杭州湾滨海新城投资开发建设有限公司	40000.00	2017.02-2022.02	是
绍兴市上虞区水务集团有限公司	30000.00	2014.12-2019.12	否
绍兴市上虞区职业教育中心	2000.00	2016.09-2019.09	否
绍兴市上虞舜泰市政工程有限公司	10000.00	2017.07-2019.07	是
绍兴市公共交通集团上虞有限公司[3]	4000.00	2016.02-2018.02	--
合计	**375850.00**	--	--

资料来源：公司提供

[2] 截至 2018 年 4 月底，绍兴市上虞城中村改造投资开发有限公司的 2.50 亿元担保已解除。
[3] 截至 2018 年 4 月底，绍兴市公共交通集团上虞有限公司的 0.40 亿元担保已解除。

附件 3　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)	13.08	11.35	6.33
资产总额(亿元)	182.78	180.84	179.10
所有者权益(亿元)	95.09	99.55	99.57
短期债务(亿元)	50.66	38.08	34.77
长期债务(亿元)	22.10	32.14	35.11
全部债务（亿元）	72.76	70.22	69.87
营业收入(亿元)	3.79	3.76	4.08
利润总额(亿元)	2.40	4.47	0.03
EBITDA(亿元)	7.51	7.40	1.69
经营性净现金流(亿元)	-9.58	13.28	0.33
财务指标			
销售债权周转次数(次)	46.33	14.78	11.31
存货周转次数(次)	0.04	0.04	0.04
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02
现金收入比(%)	98.73	100.62	104.50
营业利润率(%)	31.25	29.74	37.36
总资本收益率(%)	4.33	4.21	0.81
净资产收益率(%)	2.52	4.48	0.02
长期债务资本化比率(%)	18.86	24.40	26.07
全部债务资本化比率(%)	43.35	41.36	41.24
资产负债率(%)	47.97	44.95	44.41
流动比率(%)	216.79	267.48	285.16
速动比率(%)	90.75	106.68	110.67
经营现金流动负债比(%)	-17.26	30.39	0.83
全部债务/EBITDA（倍）	9.69	9.49	41.42
EBITDA 利息倍数（倍）	1.54	2.74	1.24

注：1. 公司 2016 年起执行新会计准则，2015 年数据为 2016 年期初数；2. 将其他应付款中的有息债务调整至短期债务核算；3. 将长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算。

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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。