

信用评级公告

联合〔2023〕3929号

联合资信评估股份有限公司通过对烟台蓝天投资开发集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持烟台蓝天投资开发集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“22 烟台蓝天 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月二十六日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

烟台蓝天投资开发集团有限公司 2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
22 烟台蓝天 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
22 烟台蓝天 MTN001	10 亿元	10 亿元	2025/07/07

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：2023 年 6 月 26 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	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	2
			行业风险	3
		自身 竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务 风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		4
		指示评级		
个体调整因素:				
个体信用等级			a ⁻	
外部支持调整因素: 政府支持			+6	
评级结果			AAA	

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

烟台蓝天投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）是烟台市市级重要的城市开发建设运营服务和国有资产投资管理主体，承担市级重点项目投资任务，区域地位很高。公司外部发展环境良好，天然气销售业务在市辖区具备特许经营权，土地整理及安置房业务区域专营性较强。跟踪期内，公司在地方政府专项债资金获取、资产划拨和政府补贴等方面持续获得政府的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司在建项目未来投资规模大、面临较大融资压力，金融资产面临减值风险及涉诉风险，债务快速增长、存在较大的短期偿债压力等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将在保持现有业务板块发展的同时积极承接市级重点项目建设，进一步拓宽业务范围，提升综合竞争力；同时，公司天然气销售业务持续性强，未来公司收入有望持续增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“22 烟台蓝天 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 外部发展环境良好。2022 年，烟台市地区生产总值 9515.86 亿元，同比增长 5.1%，增速居全省第一，经济发展水平在山东省各地级市中位居前列。
2. 天然气业务具备特许经营优势。公司具有烟台市辖区内管道燃气特许经营权，业务持续性强，收现质量好。
3. 业务区域专营性较强。公司系烟台市重要的城市开发建设主体，承担市级重点项目投资任务，区域地位很高；土地整理业务及保障房业务在芝罘区、莱山区及市本级专营性较强。
4. 持续获得政府的有力支持。公司在地方政府专项债资金获取、资产划拨、政府补贴等方面持续获得政府的有力支持。

关注

1. 公司在建项目未来融资压力较大。公司芝罘仙境等主要在项目未来尚需投资规模大，公司面临较大融资压力。
2. 公司持有的恒丰银行股份有限公司股权等有关资产减

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
数据时间	2022	2021	2021	2022
GDP (亿元)	9515.86	11432.22	14136.46	12027.5
一般公共预算收入 (亿元)	635.40	1007.61	1368.29	1000.21
资产总额 (亿元)	476.12	1207.59	4468.97	2027.13
所有者权益 (亿元)	212.21	336.81	1640.61	520.04
营业总收入 (亿元)	48.29	67.88	402.46	112.07
利润总额 (亿元)	4.31	1.11	9.79	12.15
资产负债率 (%)	55.43	72.11	63.29	74.35
全部债务资本化比率 (%)	46.31	58.84	58.82	65.95
全部债务/EBITDA (倍)	24.59	98.53	15.49	48.93
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.18	0.17	1.62	0.48

注: 公司 1 为济南西城投资开发集团有限公司, 公司 2 为青岛城市建设投资(集团)有限责任公司, 公司 3 为济南城市投资集团有限公司

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

分析师: 马玉丹 杨依水

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

值及涉诉风险值得关注。

3. **投资回收周期长。**公司自主开发项目如文旅开发项目的投资回收周期长, 投资收益面临不确定性。
4. **债务快速增长, 存在较大的短期偿债压力。**截至 2023 年 3 月底, 公司全部债务 208.32 亿元, 较 2021 年底增加 84.65 亿元; 公司短期债务 39.11 亿元, 现金短期债务比为 0.37 倍。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.09	8.75	13.29	14.58
资产总额(亿元)	368.29	413.22	476.12	493.97
所有者权益(亿元)	177.26	183.90	212.21	211.92
短期债务(亿元)	22.07	43.70	58.21	39.11
长期债务(亿元)	62.06	79.97	124.86	169.22
全部债务(亿元)	84.13	123.67	183.07	208.32
营业总收入(亿元)	25.15	32.37	48.29	10.90
利润总额(亿元)	1.62	1.85	4.31	-0.31
EBITDA(亿元)	4.48	4.49	7.44	--
经营性净现金流(亿元)	-4.45	-49.19	-29.74	-4.47
营业利润率(%)	25.05	14.13	12.29	11.29
净资产收益率(%)	0.36	0.49	1.50	--
资产负债率(%)	51.87	55.50	55.43	57.05
全部债务资本化比率(%)	32.19	40.21	46.31	49.57
流动比率(%)	193.78	213.33	198.31	229.11
经营现金流动负债比(%)	-5.22	-52.57	-28.13	--
现金短期债务比(倍)	0.87	0.20	0.23	0.37
EBITDA 利息倍数(倍)	0.97	1.17	1.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.76	27.54	24.59	--

公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	93.22	122.26	176.28	200.88
所有者权益(亿元)	55.45	56.72	57.37	57.29
全部债务(亿元)	23.00	42.78	106.05	127.15
营业总收入(亿元)	0.00	0.00	0.09	0.00
利润总额(亿元)	-0.31	-0.23	0.06	-0.08
资产负债率(%)	40.52	53.61	67.46	71.48
全部债务资本化比率(%)	29.32	43.00	64.90	68.94
流动比率(%)	169.95	158.14	201.60	325.81
经营现金流动负债比(%)	55.05	-0.93	1.54	--
现金短期债务比(倍)	0.28	0.01	0.10	0.29

注: 1、将其他应付款和其他流动负债中有息债务调整至短期债务; 2、将长期应付款中有息债务调整至长期债务; 3、2023 年一季度财务报表未经审计; 3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币

资料来源: 公司提供

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 烟台蓝天 MTN001	AAA	AAA	稳定	2022/07/29	马玉丹 杨小玥	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
22 烟台蓝天 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/10/27	马玉丹 张 铨	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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受烟台蓝天投资开发集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

烟台蓝天投资开发集团有限公司 2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于烟台蓝天投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）及其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，公司注册资本和经营范围未发生变化。2022 年 3 月 31 日，烟台市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“烟台市国资委”）将公司 10.00% 股权无偿划拨至山东财欣资产运营有限公司（以下简称“山东财欣资产”）。截至 2023 年 3 月底，公司注册资本 30.00 亿元，实收资本 29.80 亿元，其中烟台市国资委持股 90.00%，山东财欣资产持股 10.00%，公司控股股东、实际控制人仍为烟台市国资委。

跟踪期内，公司职能定位及主营业务未发生变化，公司仍是烟台市市级重要的城市开发与运营服务和国有资产投资管理主体，主要从事烟台市市辖区城市开发建设、天然气供应、股权投资及金融服务等业务。

截至 2023 年 3 月底，公司本部设办公室、财务部、投资运营部、审计法务部、人力资源部、党群部、安全管理部和采购管理部共 8 个职能部门；拥有实际控制权并纳入合并报表范围的一级子公司 13 家。

截至 2022 年底，公司资产总额 476.12 亿元，所有者权益 212.21 亿元（含少数股东权益 28.62 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 48.29 亿元，利润总额 4.31 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额 493.97 亿元，所有者权益 211.92 亿元（含少数股东权益 28.66 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 10.90 亿元，利润总额 -0.31 亿元。

公司注册地址：山东省烟台市芝罘区南山路 53 号 25 层；法定代表人：李永乐。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至评级报告出具日，联合资信所评公司公开发行存续债券为“22 烟台蓝天 MTN001”，余额 10.00 亿元，募集资金已使用完毕。跟踪期内，“22 烟台蓝天 MTN001”尚未到首个付息日。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限
22 烟台蓝天 MTN001	10.00	10.00	2022/07/07	3

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和

消费增长,同时积极扩大就业,促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下,外需放缓叠加基数抬升的影响,中国出口增速或将回落,但消费仍有进一步恢复的空间,投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续,内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看,当前积极因素增多,经济增长有望延续回升态势,全年实现5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报\(2023年一季度\)》](#)。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础,对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008年后,城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后,国家出台了一系列政策,规范了地方政府和城投企业的融资行为,建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022年以来,宏观经济下行压力加大,“稳增长”压力凸显。同时,监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控,城投企业融资监管政策“有保有压”。2023年,在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下,城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体,将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低,评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧,仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见[《2023年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2. 区域经济环境

2022年,烟台市地区生产总值稳定增长,经济发展水平在山东省各地级市中位居前列;一般公共预算收入维持较高水平。公司发展的外部环境良好。

烟台市地处中国华东地区、山东半岛东北部,东连威海,西接潍坊、青岛,南邻黄海,北

濒渤海,是环渤海经济圈内重要的港口城市、山东半岛蓝色经济区骨干城市及中国首批14个沿海开放城市之一。烟台市总面积1.37万平方公里,辖5区、6个县级市和国家级经济技术开发区、高新技术产业开发区、招远经济技术开发区、综合保税区、昆嵛山自然保护区、长岛海洋生态文明综合试验区。截至2022年底,烟台市常住人口705.87万人。

烟台市自然禀赋优越,工业基础良好,产业门类齐全,现代海洋、装备制造、电子信息、高端化工等产业发展良好,落有万华化学集团股份有限公司(股票代码:600309.SH,以下简称“万华化学”)、山东南山铝业股份有限公司(股票代码:600219.SH)、烟台艾迪精密机械股份有限公司(股票代码:603638.SH)、烟台正海磁性材料股份有限公司(股票代码:300224.SZ)、山东招金集团有限公司和烟台张裕集团有限公司等行业龙头企业。2022年,烟台市规模以上高新技术产业产值占规模以上工业总产值的比重为62.90%。

根据《2022年烟台市国民经济和社会发展统计公报》,2022年,烟台市实现地区生产总值9515.86亿元,同比增长5.1%(按可比价格计算),经济总量绝对值居山东省第3,经济增速居全省第1。其中,第一产业实现增加值662.53亿元,增长5.1%;第二产业实现增加值4022.24亿元,增长6.5%,其中,全部工业增加值3481.35亿元,增长6.8%,规模以上采矿业增加值增长125.7%,制造业增长7.3%,电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.4%;第三产业增加值4831.09亿元,增长4.0%;2022年三次产业构成调整为6.9:42.3:50.8。

2022年,烟台市固定资产投资总额较上年增长8.5%。其中,第一产业投资比上年下降5.8%;第二产业投资增长22.9%,其中工业投资增长22.3%;第三产业投资下降0.8%。2022年,烟台市基础设施投资增长13.4%,占固定资产投资的比重为25.1%;民间投资增长1.4%,占固定资产投资的比重为70.1%。

根据《关于烟台市2022年预算执行情况和

2023 年预算草案的草案》，2022 年，烟台市一般公共预算收入为 635.40 亿元，剔除留抵退税影响，较上年同期同口径增长 7.3%，其中，税收收入 426.21 亿元，占一般公共预算收入的比重为 67.08%。2022 年，烟台市一般公共预算支出为 923.47 亿元，财政自给率为 68.81%，财政自给能力一般。同期，烟台市政府性基金收入 390.51 亿元，较上年下降 7.2%，主要系国有土地使用权出让收入减少所致。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司职能定位及业务范围未发生变化，债务履约情况良好。

跟踪期内，公司的职能定位、业务范围未发生变化。公司是烟台市市级重要的城市开发与运营服务和国有资产投资管理主体，地位很高；公司在市辖区具备天然气供应特许经营权，土地整理和保障房开发等业务区域专营性较强。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91370600587155422L），截至 2023 年 6 月 5 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。公司本部无不良信贷信息记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：913706005992899037），截至 2023 年 6 月 5 日，烟台市城市建设投资有限责任公司（以下简称“烟台城投”）本部无不良信贷信息记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91370600165014777K），截至 2023 年 6 月 5 日，蓝天燃气控股有限公司（以下简称“蓝天燃气”）本部无不良信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2023 年 6 月 19 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司监事、高级管理人员，法人治理结构和管理制度等无重大变化。公司的董事会成员变更为 9 名，其中包括外部董事 5 名及职工董事 1 名。。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事烟台市市辖区城市开发建设、天然气销售、股权投资及金融服务等业务。2022 年，受安置房结转规模较大影响，公司主营业务收入大幅增长，毛利率有所下降。

2022 年，公司营业总收入同比增长 49.21%，主要系公司当年结转安置房收入较多所致；同期，天然气销售、房屋销售及安置房结转收入合计占比 88.91%，仍是主营业务收入的主要构成部分。2022 年，公司天然气销售收入有所增长，主要系当年天然气销售价格上升所致；2022 年，公司房屋销售收入小幅增长，主要为南山嘉园、建城西府、建城丽都、蓝天壹号等房产销售收入；金融服务收入小幅增长，主要来源为融资租赁和典当收入；2022 年，公司将用于安置部分的安置房项目收入确认为安置房结转收入。

毛利率方面，2022 年天然气销售毛利率水平整体较为稳定；天然气管网建设毛利率水平有所恢复；房屋销售毛利率上升 14.48 个百分点，主要系 2022 年公司将用于安置部分的安置房收入调整到安置房结转收入所致；金融服务毛利率仍处于较高水平，公司安置房业务所获政府补助计入其他收益，导致毛利润为负。受到上述因素综合影响，2022 年公司主营业务毛利率有所下降。

2023 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 10.90 亿元，相当于 2022 年的 23.02%，综合毛利率为 11.91%。

表 2 公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
天然气销售	14.32	49.11	12.42	16.98	35.86	12.87	4.18	38.36	12.25
天然气管网建设	3.04	10.42	55.01	2.57	5.43	66.23	0.17	1.53	44.23
房屋销售	10.23	35.07	11.34	12.05	25.45	25.82	2.49	22.89	26.82
金融服务	0.74	2.55	69.79	0.85	1.79	86.13	0.27	2.51	73.91
安置房结转	-	-	-	13.07	27.60	-12.45	2.71	24.90	-15.06
其他	0.83	2.85	40.00	1.83	3.87	32.24	1.07	9.81	23.26
合计	29.16	100.00	18.68	47.36	100.00	14.14	10.90	100.00	11.91

注：尾差系数据四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

(1) 城市开发建设

城市开发建设为公司重要职能之一，主要包括烟台市保障房建设、土地整理、基础设施建设及重大文旅项目开发。

土地整理

公司土地整理业务在芝罘区、莱山区及市本级具有较强专营性，公司土地整理业务回款有所滞后；在整理土地项目尚需投资规模较小，无拟整理土地项目，业务可持续性有待观察。

公司土地整理业务由烟台城投负责，其主要承担烟台市芝罘区、莱山区及市本级的征地拆迁和平整工作。公司与烟台市国土资源局签订《土地熟化项目框架协议书》，按照委托方的规划范围，公司自筹资金对相应的地块进行平整清理，完成土地征收（用）、拆迁、安置、“三通一平”建设等工作，待土地完成熟化整理后，烟台市国土资源局按照公司土地熟化整理成本加成一定比例向公司支付费用，公司据此确认收入。崆峒岛陆上土地项目由子公司烟台蓝天建设有限公司（以下简称“蓝天建设”）作为开发整理单位，蓝天建设与烟台市芝罘区人民政府签订协议，约定蓝天建设作为开发整理单位负责筹集资金，在整理完成公开出让土地并收到市土地储备中心拨付的宗地土地整理费后，由芝罘区财政局将收到款项拨付给公司，并将差额计入公司收入。烟台海洋渔业公司造船厂南、北厂区项目由子公司蓝天建设作为开发整理单位，与烟台市土地储备和利用中心（以下简

称“烟台土储中心”）签订协议，土地开发整理费用由公司垫付，烟台土储中心按照年度计算开发管理费，待完成土地收储后将土地开发整理成本及开发管理费一次性拨付。

截至 2023 年 3 月底，公司已完成土地整理项目包括白石区片一期项目、成东宝、东盛及中际区片项目、崆峒岛陆上土地项目等，已完成投资 16.47 亿元，累计回款 11.44 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司在整理土地项目为马山寨区片项目，该项目计划总投资 14.07 亿元，已投资 13.18 亿元，已回款 2.44 亿元。烟台海洋渔业公司造船厂南、北厂区项目目前垫付补偿费 0.56 亿元。公司暂无拟整理土地项目。

保障房建设

公司保障房建设业务在芝罘区、莱山区及市本级具有较强的专营性，目前公司保障房项目均已完工，安置部分易受政府结算进度影响，尚有一定规模对外可售面积。

公司为烟台市芝罘区、莱山区及市本级重要的保障性住房建设主体。具体业务主要由烟台城投、子公司烟台蓝天实业发展有限公司及烟台市宏丰置业发展有限责任公司（以下简称“宏丰置业”）负责。对于自建安置房项目，公司通过招拍挂获得项目建设用地，并负责项目的前期融资和建设管理；待项目建设后，完工安置房项目优先面向片区内居民进行回迁安置，在满足安置前提下，将剩余房源对外出售。其中，实物安置部分由烟台市政府及其委托单位具体负责，根据实际安置房产情况进行成本

审计并与公司结算，公司据此确认收入。同时，2018 年底划入宏丰置业的保障房资产由其委托专业资产评估公司进行价值评估，分批次打包在烟台联合产权交易中心公开挂牌转让，截至 2023 年 3 月底，上述划拨安置房已累计销售 661 套，2022 年实现销售收入 3737.00 万元。

截至 2023 年 3 月底，公司已完工保障房项目主要包括建城丽都、峰山怡景、南山嘉园、锦绣家园、锦绣新园及锦绣新天地，上述项目均位于芝罘区。经主管部门研究决定，建城丽都、峰山怡景、南山嘉园项目仍按原有模式优先面向片区内居民回迁安置，在满足安置前提下，可将剩余房源对外市场化出售；并将锦绣家园、锦绣新园和锦绣新天地项目作为共有产权房项目对外销售。对于共有产权房项目，承购人可根据自身住房支付能力，自行选择按 60%、70%和 80%的比例购买不动产份额，剩余的不动产份额由公司持有，承购人自缴纳契

税完税之日起 5 年后，可以向公司增购不动产份额；共有产权住房的销售价格由发展改革部门会同住房城乡建设、财政部门以与其相同或相近地段的同类型普通商品住房上一季度平均成交价格为基准下浮 10%的原则核定，若前述的普通商品住房平均成交价格无法测算的，委托有资质的房地产价格评估机构评估确定。

2022 年及 2023 年 1—3 月，公司分别实现安置房结转收入 13.07 亿元和 2.71 亿元，主要源自公司自建已完工的南山嘉园、建城丽都、峰山怡景、锦绣家园、锦绣新园和锦绣新天地六个安置房项目；同期，公司收到政府补助 2.72 亿元，计入其他收益。2022 年及 2023 年 1—3 月，公司安置房市场化销售部分实现收入 4.26 亿元及 2.49 亿元。截至 2023 年 3 月底，除建城丽都、锦绣家园、锦绣新园、峰山怡景及南山嘉园尚有一定规模可售面积外，其余项目已经基本对外销售完毕。

表3 2023年3月底公司主要自建保障房投资及销售情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总投资	已投资	安置面积	可售面积	已售面积	累计对外销售金额	已回款金额
建城西府	13.00	12.60	1.54	11.36	10.00	7.98	7.63
建城丽都	23.60	24.50	15.46	20.33	11.02	12.37	12.05
建城颐苑	2.66	2.87	-	3.39	2.15	2.17	2.07
芝罘仙境配套—南山嘉园	23.26	23.26	10.82	10.02	4.57	7.45	7.81
芝罘仙境配套—峰山怡景	20.47	20.47	16.25	0.66	-	-	-
锦绣家园	12.54	12.54	-	38.10	26.41	7.14	7.14
锦绣新园	2.29	2.29	-	5.47	1.98	0.80	0.80
锦绣新天地	12.73	12.73	-	51.99	49.99	14.00	14.00
合计	110.55	111.26	44.07	141.32	106.12	51.91	51.50

资料来源：公司提供

商品房开发

公司主要选择合作开发方式开展房地产开发业务，开发项目去化情况较好。公司土地储备规模较大，未来存在一定投资需求。

公司商品房开发业务的经营主体主要是烟台城投下属子公司烟台瑞邦置业有限公司（以下简称“烟台瑞邦”），业务于 2019 年开展，目前经营的项目为融创蓝天壹号，项目总投资 27.67 亿元，项目位于烟台市莱山区，采

用合作开发模式，公司和融创房地产集团有限公司子公司烟台融安房地产开发有限公司分别持有 60%和 40%项目股权，项目收益按照持股比例分配。

截至 2023 年 3 月底，融创蓝天壹号项目累计投资 19.60 亿元，完成签约销售金额 22.87 亿元，已回款 22.69 亿元；平均销售价格约为 1.28 万元/平方米。公司暂无其他在建和拟建商品房开发项目。

土地储备方面，截至 2023 年 3 月底，公司储备土地一共 7 块，土地属性为商服用地、住宅用地，均位于莱山区、芝罘区，土地面积合计 55.43 万平方米，购置金额 48.32 亿元，计入“存货-在建房地产开发产品”科目，未来公司将继续采取与国内一线城市综合运营商合作方式进行项目开发，具体开发计划尚未拟定。

表 4 截至 2023 年 3 月底公司土地储备情况
(单位: 万平方米、亿元)

项目	土地面积	规划建筑面积	购置金额
白石 G 地块	5.93	22.16	7.86
大郝家南宗地	20.00	59.20	19.67
姜家疃北侧中间及西南侧地块 A 宗地	5.30	7.31	3.15
塔山南路以南, 区公安技术用房西北侧宗地	1.90	2.60	1.28
芝罘区社会福利中心东侧、西侧 A1、A2、B 宗地	16.90	36.68	8.59
竹林路以南、福临街安置房以西 A1 宗地	3.40	7.38	6.39
胜利南路以东、卧龙中路以南宗地	2.00	3.22	1.38
合计	55.43	138.55	48.32

资料来源：公司提供

基础设施建设

公司对于部分存量基础设施建设项目暂不继续投入，未来资金平衡方案需关注。

公司基础设施建设业务主要由烟台城投负责经营。烟台城投划入公司之前，作为烟台市重要的基础设施建设主体，承担了烟台市住建局委托的城市科技广场、一突堤地下综合管廊等城市基础设施项目建设，具体模式为主管部门交办任务，项目建成后烟台市财政局按成本加成模式统筹结算，未签订代建协议。2018 年底烟台城投划入公司后，市政府尚未明确存量政府基础设施建设项目具体的资金平衡方案，烟台城投暂不继续投入，已投入部分暂时在“预付账款”科目体现，此类项目已完成投资 9.44 亿元，后续项目推进及结算将协调市政府及有关主管部门明确解决路径及渠道。

2020 年起，烟台城投开始进行市场化转型，通过市场化方式参与烟台市重要基础设施建设项目，部分项目由公司自主运营。截至 2023 年

3 月底，公司基础设施在建项目主要有山海步道环线项目起步区、马山寨世界设计公园——烽火公园等。其中山海步道环线项目起步区项目计划总投资 1.50 亿元，约 20 公里，建设内容为防火道路新建、改造，含两侧绿化小品、防火设施及沿路配套等。马山寨世界设计公园——烽火公园项目计划总投资 1.60 亿元，占地面积约 31.41 万平米，为新建公园景观绿化。总体看，公司在建基础设施项目总投资额约 3.10 亿元，已投资 0.39 亿元，尚需投资 2.71 亿元，公司暂无拟建基础设施建设项目。

文旅开发

公司承担的芝罘仙境文旅开发项目为市级重大项目，项目未来投资规模大，资金平衡方案尚未全部拟定，公司面临较大的融资压力。

2018 年，公司承担烟台市委市政府交办的大型文旅开发项目芝罘仙境项目及配套的建设开发任务，主要由子公司蓝天建设负责。

芝罘仙境项目是烟台市政府在建设宜居宜游城市发展战略指引下推出的集民生保障、综合配套、文旅开发为一体的综合项目，是烟台市重点项目，涵盖“一岛一山一湾一街一城”五部分及配套，即崆峒岛、烟台山、芝罘湾、朝阳街和所城里，建设文旅特色经济、商业区，项目建成后可形成景区运营、物业、商铺租售收入。芝罘仙境项目总投资约 180 亿元，项目分阶段进行开发，主要包括民生保障配套部分及后续文旅开发。其中南山嘉园和峰山怡景为芝罘仙境项目配套安置项目，主要用于安置朝阳街和所城里征拆用户，投资额分别为 23.26 亿元和 20.47 亿元，均以实物安置方式，剩余部分可以对外销售。

芝罘仙境项目中“一街、一城、一山、一湾”及配套项目由子公司蓝天建设负责投资建设，“一岛”项目开发未来计划由公司与无锡灵山文化旅游集团有限公司组建合资公司烟台崆峒胜境文化旅游发展有限公司进行开发投资。

资金平衡方面，芝罘仙境项目及配套安置房项目建设过程中，政府分期给予公司部分项目资本金支持，其他通过公司融资解决，未来通

过项目运营、市政府统筹安排土地收益等方式实现资金平衡，具体方案未确定，根据项目进展一事一议。根据 2020 年 4 月 20 日《市区城建重点项目专题会议纪要》（第 33 号），政府将给予公司资金、资产（土地等）、政策等支持，以保障项目推进，包括返还公司每年上缴的国有资产收益，划拨芝罘仙境项目范围内有助于项目开发运营的国有资产，适当减免行政事业性收费，项目资金不足部分，由市政府按照“一事一议”原则统筹解决。截至 2023 年 3 月底，公司累计收到政府注入项目资本金 6.00 亿元，政

府债专项资金 7.22 亿元，后期将根据项目支付进度逐年申请。

截至 2023 年 3 月底，芝罘仙境项目中朝阳街和所城里部分已开工建设，完成投资 31.32 亿元；崆峒胜境项目计划总投资 43.00 亿元，位于烟台芝罘区东北部海域崆峒岛，规划用地面积约 590.40 亩，已投资 2.02 亿元。截至 2023 年 3 月底，公司文旅开发板块尚需投资 89.45 亿元，项目未来投资规模大，资金平衡方案尚未全部拟定，公司面临较大的融资压力。

表 5 截至 2023 年 3 月底公司文旅开发板块主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划建设周期	总投资	已投资	尚需投资
朝阳街（一期）历史文化街区保护性改造	2020-2024	55.90	31.32	48.47
所城里历史文化街区改造提升建设	2020-2024	23.89		
崆峒胜境	2022-2025	43.00	2.02	40.98
合计	--	122.79	33.34	89.45

资料来源：公司提供

（2）天然气销售

公司天然气业务具备特许经营优势，2022 年，销售价格提升带动天然气业务收入有所增长，毛利率保持稳定。

公司负责烟台市市辖区天然气供应，具备特许经营优势。公司天然气销售业务主要为管道天然气供应业务，管道天然气主要用作居民生活燃料以及用于工商企业能源供应和发电等用途。该业务由公司孙公司烟台新奥燃气发展有限公司（以下简称“新奥燃气”）负责。公司全资子公司蓝天燃气和新奥（中国）燃气投资有限公司（以下简称“新奥（中国）”）均持有新奥燃气 50% 股权，公司对其具有控制权。新奥燃气获得烟台市五个行政区域（现已调整为市六区，和原规划区域不变）管道燃气规划供气范围内的独家燃气特许经营权，期限 30 年（2004 年底至 2034 年底）。公司从供应商处购入天然气后，经燃气储配、运输、气化、加臭、调压、输送等环节后销售给终端用户，并根据终端用户实际使用量收取相应的售气费用。燃气销售价格由市场价格管理部门根据行业平均成本兼顾

企业合理利润，即“成本+税费+合理利润”原则确定。管道天然气价格方面，居民用户管道天然气价格执行政府定价政策，工商业用户用气价格实行政府制定的最高限价管理，具体销售价格由供应双方在不超过政府要求的最高限价为内协商制定。

截至 2023 年 3 月底，公司已建成并投入使用的城市燃气管道长度及管输能力持续增长；公司拥有城市供气门站 2 座和市内调压站 1857 座，服务面积保持不变。

表 6 公司输气管网情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
管网长度（公里）	3386	3531	3574
管输能力（亿立方米/年）	6.00	11.39	11.39
服务面积（平方公里）	13654	13654	13654

资料来源：公司提供

公司天然气气源主要为管道天然气，同时，建立了储气能力 120 万立方米的应急气源。天然气采购方面，主要供应商包括山东中世天然气有限公司（以下简称“中世公司”）和中国

石油天然气股份有限公司天然气销售山东分公司（以下简称“中石油公司”）。为保障稳定供应，公司 2005 年和中世公司签订长期购销合同，除特殊情况供气量按需求确定，中世公司的气源来自中国海洋石油集团有限公司，采购价格是双方商谈确定；公司与中石油公司的购销合同一年一签，每年供气量由中石油公司根据前一年的用量确定，采购价格执行国家发改委政策，采购结算采用银行履约保函和预付款等方式。2022 年公司采购均价较上年明显提升，采购量较上年小幅增长。

表 7 公司主要天然气单位成本及采购情况
(单位: 元/立方米、亿立方米)

采购方	项目	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
中世公司	采购量	1.88	2.03	0.66
	采购均价	2.37	3.47	3.67
中石油公司	采购量	0.83	0.95	0.38
	采购均价	2.08	2.67	2.93

注：表内单价为不含税单价
资料来源：公司提供

公司的天然气业务客户分为居民用户和工商业用户。针对居民用户，公司通过对新开发房地产项目配套建设管道燃气及老旧小区管道改造的方式获得客户；针对工商业用户，公司通过自有销售团队，根据工商业用户的需求设计供气方案以获取客户。

结算方面，公司与下游客户采用先使用后结算的方式结算，次月的十个工作日进行结算。

表 8 公司天然气销售情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
管道天然气销售量(亿立方米)	3.76	3.89	1.10
其中：居民(亿立方米)	0.97	1.01	0.28
工商户(亿立方米)	2.79	2.88	0.82
居民用户量(万户)	85	90	91
工商户数量(户)	2015	2032	2048

资料来源：公司提供

天然气销售价格方面，跟踪期内，公司居民用天然气价格未发生变化，2021 年，公司非居民用天然气销售价格为 3.16 元/立方米，2022

年 1-10 月，公司非居民用天然气销售价格为 4.21 元/立方米，2022 年 11-12 月，变更为 4.86 元/立方米，公司非居民用天然气销售价格 2022 年明显上升。

为满足环境治理政策要求，公司实施了环城高压管线项目，管线总长度为 127.13 公里，主要供应发电厂、热力公司等大型用户，项目总投资 5.60 亿元，2023 年 3 月底已完成投资 1.30 亿元。该项目建成后，近期年输气能力可达 15.27 亿立方米，远期年输气能力可提升至 30 亿立方米，可实现多气源互联互通，提高城市供气稳定可靠性。未来随着在建项目完工，公司输气能力将大幅提升，公司天然气销售收入有望保持增长。

(3) 天然气管网建设

公司天然气管网建设业务在烟台市市辖区市场占有率很高，但整体规模不大。

公司天然气管网建设业务主要为天然气管道施工及燃气接驳业务，具体为将高、中压管输线铺设到各小区或各道路，再从高、中压管输线向各天然气用户接低压庭院管网，输送至各住宅用户、工商业用户，业务专业性要求高。公司在烟台市市场占有率达 95%。公司通过市场化方式获取合同，为客户提供方案设计、现场工程施工，验收通气合同完工后，一次性结算。2022 年，公司新签天然气安装施工合同额有所下降。

表 9 公司天然气管网建设合同签订情况

(单位: 个、万元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
新签合同数量	80	60	8
新签合同金额	25000	20000	0.5
合同完工数量	76	56	3
合同完工金额	24500	19000	0.3

资料来源：公司提供

(4) 金融板块

公司金融板块主要包括股权投资、融资租赁和典当业务；2022 年，金融板块业务收入小幅增长，但规模仍较小，对公司收入贡献有限。

公司根据自身业务特点及政府主导产业发展方向进行股权投资，主要由烟台蓝天投资控股有限公司（以下简称“蓝天投资”）和烟台蓝天新能源发展有限公司等子公司负责，投资方向主要涉及能源、金融、新兴产业等。能源方面，公司主要投资了山东核电有限公司（以下简称“山东核电”）、山东省天然气管网投资有限公司、中核台海清洁能源（山东）有限公司及中核山东核能有限公司，截至 2023 年 3 月底，公司分别累计出资 14.72 亿元、0.80 亿元、0.10 亿元和 0.60 亿元，持股比例分别 10.00%、8.71%、15.00%和 10.00%。2022 年，山东核电获得股利收入 6791.12 万元。

金融领域，公司主要投资了恒丰银行股份有限公司（以下简称“恒丰银行”）、烟台银行股份有限公司和中泰证券股份有限公司（以下简称“中泰证券”）。截至 2023 年 3 月底，公司对上述企业分别累计出资 37.80 亿元、0.70 亿元和 0.98 亿元，持股比例分别为 2.07%、2.64%和 0.62%。其中，2022 年，公司获得中泰证券股利收入 273.80 万元。

新兴产业方面，公司投资了中航民用航空电子有限公司，该公司为国产大飞机 C919 项目提供综合模块化航电系统，截至 2023 年 3 月底，公司投资 1.08 亿元（持股比例 2.40%）；公司投资了东方蓝天钛金科技有限公司（以下简称“钛金科技”），钛金科技是山东省省内唯一一家为航空、航天高端装备开展高性能紧固件及结构件配套的高科技企业，承担了 C919 大型客机钛合金紧固件国产化项目，截至 2023 年 3 月底，公司投资 0.64 亿元（持股比例 13.36%）。其中，2022 年，公司获得钛金科技获得股利收入 156.92 万元。

公司融资租赁业务由子公司烟台蓝天宏创融资租赁有限公司（以下简称“蓝天宏创”）经营。目前公司按照市场化原则，为轨道交通、电力、热力、环保、高新技术产业等行业提供融资租赁服务，前期以售后回租、直接租赁等融资性租赁业务为主，后期逐步形成融资性租赁和经营性租赁等多业并举的业务模式。

截至 2023 年 3 月底，蓝天宏创累计开展 18 笔融资性售后回租业务，客户主要为国有企业，累计投放金额 18.30 亿元，累计收到回款 9.82 亿元（其中利息收入 1.31 亿元）。2022 年和 2023 年 1—3 月，蓝天宏创分别实现融资租赁收入 5920.88 万元和 2214.09 万元。

3. 未来发展

未来，公司将围绕城市开发与运营服务和（金融、能源和重点产业）投资运营两大主业进行展业。城市资产运营方面，随着天然气环城高压管线建设项目完工，未来天然气输气能力有望稳步提升；城市开发建设方面，公司将重点推进市级重大文旅开发项目投资开发，以及烟台文化旅游中心、白石片区土地整理等项目；金融板块，公司将结合自身业务优势，匹配区域产业发展，强化能源、金融、新兴产业的投资以及优化金融服务的布局。同时，公司将围绕与城市开发和区域发展战略相匹配的发展思路，发挥国有资本投资运营集团公司平台作用，强化融资及资本放大功能，提高国有资本配置和运营效率，致力于区域产业结构调整，助力城市改造升级，服务地方经济建设。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 年合并财务报告，山东健诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2023 年 1—3 月财务数据未经审计。

2022 年，公司合并范围一级子公司未发生变化；2023 年 1—3 月，公司合并范围无变动。截至 2023 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司 13 家。整体看，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，构成以存货、投资性房地产及股权投资等资产为主。存货中在建项目开发成本占比高，投资性房地产未来收益实现情况存在不确定性，持有的恒

丰银行股权减值风险及涉诉风险值得关注。

长15.22%，流动资产占比有所下降。。

截至2022年底，公司资产总额较上年底增

表 10 公司资产主要构成

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	199.64	48.31	209.64	44.03	188.47	38.16
货币资金	8.67	2.10	13.13	2.76	14.49	2.93
预付款项	33.00	7.99	29.94	6.29	29.86	6.05
其他应收款（合计）	11.83	2.86	8.11	1.70	8.80	1.78
存货	136.70	33.08	145.29	30.52	126.65	25.64
非流动资产	213.59	51.69	266.48	55.97	305.49	61.84
其他权益工具投资	63.55	15.38	66.06	13.88	66.19	13.40
长期应收款	5.46	1.32	18.52	3.89	38.45	7.78
投资性房地产	121.06	29.30	121.08	25.43	121.08	24.51
固定资产	14.39	3.48	16.20	3.40	16.64	3.37
其他非流动资产	--	--	33.67	7.07	33.67	6.82
资产总额	413.22	100.00	476.12	100.00	493.97	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2022年底，公司货币资金较上年底增长51.51%，主要系公司融资力度增加所致，以银行存款（占93.46%）为主。货币资金中受限资金1.32亿元，受限比例为10.04%，主要为公积金、贷款保证金、履约保证金及商品房预售监管户资金。

截至2022年底，公司预付款项较上年底下降9.26%，主要系公司取得马山寨酒店的房产并抵消预付土地整理业务工程款所致，公司预付款项主要是预付征收补偿款和预付工程款。

截至2022年底，公司其他应收款（合计）较上年底下降31.44%，主要系向烟台市国土资源局缴纳的土地保证金转为存货所致，公司其他应收款主要系往来款。从账龄分布来看，公司其他应收款1年以内的占15.32%，1至2年的占36.15%，3年以上的占48.54%，累计计提坏账准备1.75亿元，整体账龄较长。公司前五大客户其他应收款账面余额合计为4.70亿元，占比为52.12%，应收对象主要为政府单位及国有企业，集中度较高。

截至2022年底，公司存货较上年底增长6.29%，主要系项目持续投入所致。公司存货主要由已完工的保障房44.66亿元及在建文旅开发项目和商品房土地储备构成，累计计提跌价准

备0.12亿元。

截至2022年底，公司其他权益工具投资规模较为稳定，主要系公司投资的股权。其中，对山东核电投资账面价值19.99亿元，持股比例10.00%；对恒丰银行投资账面价值37.80亿元，截至2022年底，恒丰银行总股本为1112.10亿元，未分配利润为-351.87亿元，所有者权益为1272.98亿元，公司持有恒丰银行股份有限公司23.08亿股，面临减值风险。公司将所持有的山东核电10%的股权在2017年7月31日至2022年7月30日期间的收益权转让给中国建设银行股份有限公司烟台分行，股权收益权转让价款7.00亿元人民币；同时双方签订《股权收益权收购协议》，约定公司在支付收购基本价款及收购溢价款后（按同期银行基准利率上浮15.7894%计息）自中国建设银行股份有限公司烟台分行回购上述股权收益权，截至2022年底，相关股权已完成回购。公司将所持有的恒丰银行股权中的7%的股权收益权在2018年2月12日至2023年2月12日期间转让给中国工商银行股份有限公司烟台开发区支行，股权收益权转让价款10亿元人民币，双方签订《债权投资协议》和《股权收益权转让和回购协议》，截至2022年底，公司已提款5亿元，归还3.5亿元。按协议约定“若

最终提款金额未达到审批金额 10 亿元，标的股权收益权的比例按最终提款金额与审批金额 10 亿元的占比确定”。

截至 2022 年底，公司长期应收款较上年底增长 239.21%，主要系公司增加保交楼贷款所致。

截至 2022 年底，公司投资性房地产较上年底变化不大。公司投资性房地产主要以商铺、住宅和商业为主，其中住宅共计 4724 套，所占建筑面积 24.38 万平方米，合计 32.24 亿元；商铺 774 套，所占建筑面积 22.34 万平方米，合计 84.16 亿元；商业 19 套，所占建筑面积 4.63 万平方米，合计 4.67 亿元。投资性房地产中所涉房屋所处地段均为烟台市中心城区，且部分房屋地处学区、综合医院、商场附近，周边配套较为齐备，如房产未出现特殊情况，出租率基本保持在 100%。上述房产中，因历史原因共有 1267 套暂未办理产权登记手续，账面价值合计 24.61 亿元，占比 21.42%。政府正协调相关部门研究解决方案。公司计划通过对上述投资性房地产进行对外销售或出租以补充流动性，未来收益情况面临不确定性。

截至 2022 年底，公司固定资产较上年底增长 12.52%，主要系房屋及建筑物、机器设备及管网设备增加所致。其中，管网设备增加 1.05 亿元，主要系在建工程转入，房屋及建筑物增加 2.06 亿元，主要系企业合并增加所致。固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备及管网设备构成，累计计提折旧 8.00 亿元。

截至 2022 年底，公司其他非流动资产 33.67 亿元，主要系对烟台海上世界投资开发集团有限公司（以下简称“烟台海上世界”）的投资额，烟台海上世界为市管企业，公司对烟台海上世界不具有控制或重大影响。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额较上年底变化不大，非流动资产占比上升较快。2023 年 3 月底，公司长期应收款较上年底增长 107.67%，

主要系保交楼贷款增加所致。截至 2023 年 3 月底，公司存货较上年底下降 12.83%，主要系安置房收入结转及市场化销售、公司将部分项目从存货调整至在建工程所致。

截至 2023 年 3 月底，公司受限资产 35.59 亿元，占资产总额的比重为 7.21%。根据公司提供资料，受限资产中，由公司子公司蓝天投资持有的恒丰银行股权（11.70 亿股，账面价值 24.00 亿元）因涉及他人债权债务纠纷诉讼被冻结，蓝天投资已在执行过程中提出案外人异议并获得法院支持。截至本报告出具日，基于终审判决，上述股权仍处于冻结状态。

3. 资本结构

2022 年底，公司所有者权益小幅增长，以公允价值计量的投资性房地产形成的资本公积为主，权益稳定性一般。

截至 2022 年底，公司所有者权益 212.21 亿元，较上年底增长 15.40%，主要系少数股东权益规模上升所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 86.52%，少数股东权益占比为 13.48%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 14.04%、60.58%、2.46% 和 6.12%。2022 年底，公司资本公积增加 2.13 亿元，主要系冲回前期未发放的“工效挂钩”工资、公司以股权投资烟台海上世界及资产划转所致。公司其他综合收益增长 1.24 亿元，主要系其他权益工具投资公允价值变动所致。公司少数股东权益增加 23.50 亿元，主要系子公司销售收入的增加所致。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 211.92 亿元，较上年底变化不大。

跟踪期内，公司有息债务规模大幅增长，整体债务负担一般；债券融资占比较高，未来面临较大的集中偿付压力。

截至 2022 年底，公司负债总额较上年底增长 15.08%，负债结构较上年底变化不大。

表11 公司流动负债构成

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	93.58	40.81	105.71	40.06	82.26	29.19
短期借款	25.95	11.31	37.14	14.07	37.51	13.31
应付账款	14.37	6.27	14.29	5.41	12.41	4.40
其他应付款 (合计)	21.84	9.53	9.59	3.63	10.93	3.88
一年内到期的非流动负债	7.24	3.16	10.86	4.12	1.50	0.53
合同负债	14.66	6.39	18.66	7.07	14.15	5.02
非流动负债	135.75	59.19	158.19	59.94	199.54	70.81
长期借款	34.47	15.03	48.87	18.52	72.80	25.83
应付债券	39.18	17.08	69.16	26.21	84.18	29.87
长期应付款 (合计)	41.42	18.06	37.51	14.21	40.13	14.24
其他非流动负债	16.18	7.06	0.27	0.10	0.06	0.02
负债总额	229.33	100.00	263.91	100.00	281.81	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年底，公司短期借款较上年底增长43.14%，主要包括抵押借款（占9.69%）、信用借款（占30.98%）及保证借款（占59.32%）。

截至2022年底，公司应付账款较上年底变化不大。从账龄来看，公司应付账款中1年以内占60.01%、1~2年占10.38%、2~3年占18.04%、3年以上占比11.56%。

截至2022年底，公司其他应付款（合计）较上年底下降56.11%，主要系往来款及借款规模下降所致，公司其他应付款主要包括往来款7.66亿元、押金及保证金0.41亿元、代收维修基金0.54亿元。

截至2022年底，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，占比为99.99%。

截至2022年底，公司合同负债较上年底增长27.34%，主要系预收的安置房预收款项。

截至2022年底，公司长期借款较上年底增长41.77%，长期借款主要由保证借款（占比61.70%）及信用借款（占比34.88%）构成，长期借款利率区间为2.8%到6.3%之间。

截至2022年底，公司应付债券较上年底增长76.54%，主要系公司2022年新发行了中期票据“22烟台蓝天 MTN001”“22烟台蓝天 MTN002”及公司债券“22蓝天01”所致，应付债券利率区间为2.84%~4.00%。

表12 截至2023年5月底公司应付债券情况

（单位：亿元）

债券名称	发行利率 (%)	起息日	债券余额	到期/回售日期
21蓝天01	3.56	2021/12/28	10.00	2024/12/28
22烟台蓝天 MTN001	3.10	2022/07/07	10.00	2025/07/07
22 蓝天 01	3.50	2022/03/18	10.00	2025/03/18
22 烟台蓝天 MTN002	2.84	2022/09/07	10.00	2025/09/07
20 烟台 01	4.00	2020/07/14	29.30	2023/07/14

资料来源：公司提供

截至2022年底，公司长期应付款较上年底下降9.45%，主要包括应付烟台国丰投资控股集团有限公司往来款24.00亿元和应付朝阳、所城项目产权调换涉及房屋评估价值6.51亿元（朝阳、所城项目产权调换涉及房屋主要为公司芝罘仙境项目计划拆迁房屋，涉及货币补偿及产权调换，其中产权调换的房屋置换价值为估算值）及政府专项债款项6.82亿元。

截至2022年底，公司其他非流动负债0.27亿元，较上年底下降98.34%，主要系安置房结转及销售冲减预售销售款所致。

截至2023年3月底，公司负债总额较上年底变化不大，非流动负债占比明显上升，主要系长期借款及应付债券规模上升所致。

截至2022年底，公司全部债务较上年底增长48.03%，其中，短期债务占31.80%。融资渠道方面，银行借款占比为52.92%，债券融资占比为46.97%。截至2023年3月底，公司全部债务

较上年底增长13.79%。

表 13 公司债务构成及债务负担情况

项目	2021年底	2022年底	2023年3月底
短期债务（亿元）	43.70	58.21	39.11
长期债务（亿元）	79.97	124.86	169.22
全部债务（亿元）	123.67	183.07	208.32
资产负债率（%）	55.50	55.43	57.05
全部债务资本化比率（%）	40.21	46.31	49.57
长期债务资本化比率（%）	30.31	37.04	44.40

资料来源：联合资信根据审计报告、财务报表及提供资料整理

从债务指标来看，跟踪期内，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均呈上升态势。

截至2022年底，公司有息债务183.07亿元，剔除计提利息及不计息的应付票据，同时考虑长期债务利息调整项后，公司有息债务183.03亿元，公司1年以内到期的有息债务57.96亿元，1~2年到期的有息债务24.96亿元，2~3年到期的有息债务81.73亿元，公司面临较大的集中兑付压力。

4. 盈利能力

2022年，公司营业总收入持续增长，利润总额受非经常性损益影响较大。

2022年，公司实现营业总收入同比增长49.21%，营业成本同比增长55.90%，主要系2022年公司安置房结转收入及成本规模较大所致；营业利润率同比下降1.84个百分点，整体变化不大。

表 14 公司盈利能力情况

项目	2021年	2022年	2023年1—3月
营业收入（亿元）	32.37	48.29	10.90
营业成本（亿元）	26.48	41.29	9.60
期间费用（亿元）	5.09	5.74	1.52
投资收益（亿元）	1.03	1.23	0.00
利润总额（亿元）	1.85	4.31	-0.31
营业利润率（%）	14.13	12.29	11.29
总资本收益率（%）	0.90	1.38	--
净资产收益率（%）	0.49	1.50	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022年，公司费用总额同比增长12.64%，主要系销售费用及财务费用规模上升所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为23.68%、39.64%和36.68%，期间费用以管理费用和财务费用为主。2022年，公司期间费用率为11.88%，同比下降3.86个百分点，仍对利润有一定侵蚀。

2022年，公司投资收益同比增长18.89%，主要系来自于公司股权投资分红，投资收益占营业利润比重为28.82%；其他收益同比增长111.13%，主要包括公司收到的安置房及共有产权房建设补贴2.72亿元及保障性安居工程补贴0.40亿元等，其他收益占营业利润比重为74.95%，公司利润总额受非经常性损益影响较大。

2022年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所提升。

2023年1—3月，公司实现营业总收入10.90亿元，营业成本9.60亿元，实现利润总额-0.31亿元。

5. 现金流

2022年，公司经营活动和投资活动现金均呈净流出；公司加大筹资力度，筹资活动现金净流入规模同比明显增加。随着公司有息债务偿付和项目建设持续推进，公司仍存在较大的筹资需求。

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入同比下降29.90%，销售商品、提供劳务收到的现金27.17亿元，主要为天然气销售回款及收到的预售房款；收到其他与经营活动有关的现金主要为收到的财政及土储拨款、往来款项等。同年，经营活动现金流出同比下降33.95%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金45.89亿元，主要为天然气采购款及项目投入款等；支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款支出。2022年，公司经营活动现金仍表现为净流出，主要系土地整理、项目建设及储备土地支付的现金规模较大所致。2022年，公司现金收入比为56.27%，同比下降65.66个百分点。

表15 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	67.96	47.64	7.57
经营活动现金流出小计	117.15	77.38	12.05
经营活动现金流量净额	-49.19	-29.74	-4.47
投资活动现金流入小计	6.45	4.00	-0.02
投资活动现金流出小计	4.22	21.14	18.24
投资活动现金流量净额	2.24	-17.14	-18.25
筹资活动现金流入小计	127.56	150.45	48.81
筹资活动现金流出小计	92.73	97.46	23.41
筹资活动现金流量净额	34.82	52.99	25.41
现金收入比	121.93	56.27	38.65

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入主要系投资收益、处置资产所收回的现金以及收到其他与投资活动有关的现金；投资活动现金流出21.14亿元，同比增长401.26%，主要系公司增加对外投资支付的现金及公司支付的“保交楼”专项借款所致。2022年，公司投资活动现由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入同比增长17.94%，主要为银行借款或发行债券取得的现金。筹资活动现金流出同比增长5.10%，主要为偿还债务支付的现金。2022年，公司筹资活动现金净流入规模同比明显增加。

2023年1—3月，公司实现经营活动现金净流出4.47亿元，投资活动现金净流出18.25亿元，筹资活动现金净流入25.41亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债能力指标较弱，长期偿债能力指标一般，间接融资渠道有待拓宽。

从短期偿债能力指标看，2022 年底，公司流动比率与速动比率均较 2021 年底有所下降，现金短期债务比有所提升；2023 年 3 月底，公司流动比率、速动比率均较上年底有所提升，公司现金短期债务比 0.37 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。

表 16 公司偿债能力指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率（%）	213.33	198.31	229.11
速动比率（%）	67.25	60.87	75.15
现金短期债务比（倍）	0.20	0.23	0.37
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数（倍）	1.17	1.18	--
全部债务/EBITDA（倍）	27.54	24.59	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

从长期偿债能力指标看，2022年，公司 EBITDA 为 7.44 亿元，公司 EBITDA 利息倍数变动不大，全部债务/EBITDA 有所下降。整体看，公司长期偿债能力表现一般。

截至2023年3月底，公司对外担保31.20亿元，担保比率为14.72%，公司对外担保规模较大，被担保企业均为国有企业，整体或有负债风险可控。

表 17 截至 2023 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保起始日	担保到期日
烟台海上世界投资开发集团有限公司	1.68	2022/11/08	2028/02/02
烟台海上世界投资开发集团有限公司	1.00	2022/11/10	2026/11/09
烟台海上世界投资开发集团有限公司	4.00	2022/11/18	2027/12/11
烟台市金孚置业有限公司	2.00	2022/11/11	2027/11/10
烟台海上世界投资开发集团有限公司	3.31	2022/12/09	2028/01/05
烟台市福山区国有控股集团有限公司	19.22	2022/11/15	2026/11/30
合计	31.20	--	--

资料来源：公司提供

银行授信方面，截至2023年3月底，公司共获得各家银行授信额度132.66亿元，未使用额度23.64亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 公司本部财务分析

公司各项业务主要由于子公司开展，公司本部主要承担管理职能，营业总收入规模较小。跟踪期内，公司本部债务规模大幅增长，债务负担较重，存在较大的短期偿债压力。

截至2022年底,公司本部资产总额176.28亿元,较上年底增长44.18%。其中,流动资产占比62.89%,非流动资产占比37.11%。从构成看,期末公司本部资产总额主要由其他应收款(合计)106.69亿元及长期股权投资50.60亿元构成。

截至2022年底,公司本部所有者权益为57.37亿元,较上年底变化不大;在所有者权益中,实收资本为29.80亿元、资本公积10.69亿元、未分配利润9.83亿元、盈余公积7.05亿元。公司本部所有者权益稳定性较好。截至2022年底,公司本部负债总额118.91亿元,较上年底增长81.42%。其中,流动负债占比46.24%,非流动负债占比53.76%。截至2022年底,公司本部全部债务106.05亿元。同期末,公司本部全部债务资本化比率64.90%,现金短期债务比为0.10倍,公司本部债务负担较重。

2022年,公司本部实现营业总收入893.32万元,利润总额为644.28万元。

截至2023年3月底,公司本部资产总额200.88亿元,所有者权益为57.29亿元,负债总额143.59亿元;公司本部资产负债率71.48%。截至2023年3月底,公司全部债务127.15亿元,较上年底增长19.89%;公司本部全部债务资本化比率68.94%,现金短期债务比为0.29倍。

十、外部支持

1. 支持能力

烟台市是环渤海经济圈内重要的港口城市、山东半岛蓝色经济区骨干城市及中国首批14个沿海开放城市之一,2022年,烟台市经济稳定增长,经济总量居山东省第三。截至2022年底,烟台市政府债务余额为1815.70亿元,政府债务率144.13%。烟台市政府支持能力非常强。

2. 支持可能性

公司是烟台市市级重要的城市开发与建设与运营服务和国有资产投资管理主体。烟台市国资委为公司控股股东、实际控制人。跟踪期内,公司持续在地方政府专项债资金、资产划拨和政府补贴等方面获得有力的外部支持。地方政

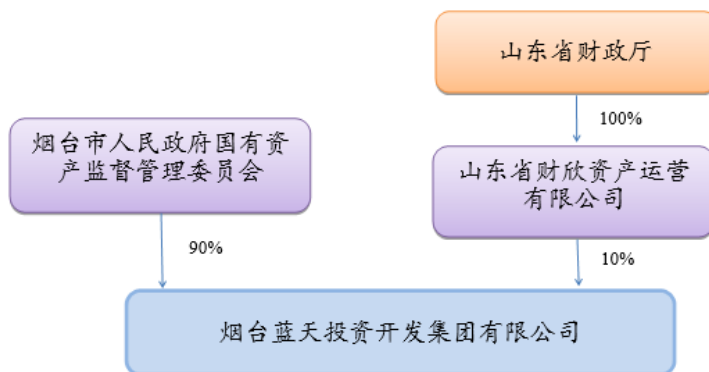
府专项债资金获取方面,截至2023年3月底,公司承担的芝罘仙境文旅开发项目累计收到政府注入项目资本金6.00亿元,政府债专项资金7.22亿元,后期将根据项目支付进度逐年申请。资产划拨方面,2022年,根据烟台市财政局《关于同意无偿划转烟台市科学技术宣传馆原办公楼(胜利路付302号)的函》,将烟台市科技馆原办公楼(胜利路付302号)产权无偿划转至公司子公司蓝天建设,增加资本公积4632.14万元。政府补贴方面,2022年,公司获得安置房及共有产权房建设补贴2.72亿元,获得保障性安居工程补贴0.40亿元。

公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持,且公司在地方政府专项债资金获取、资产划拨和政府补贴等方面获得有力的政府支持,公司未来获取政府支持的可能性非常大。

十一、结论

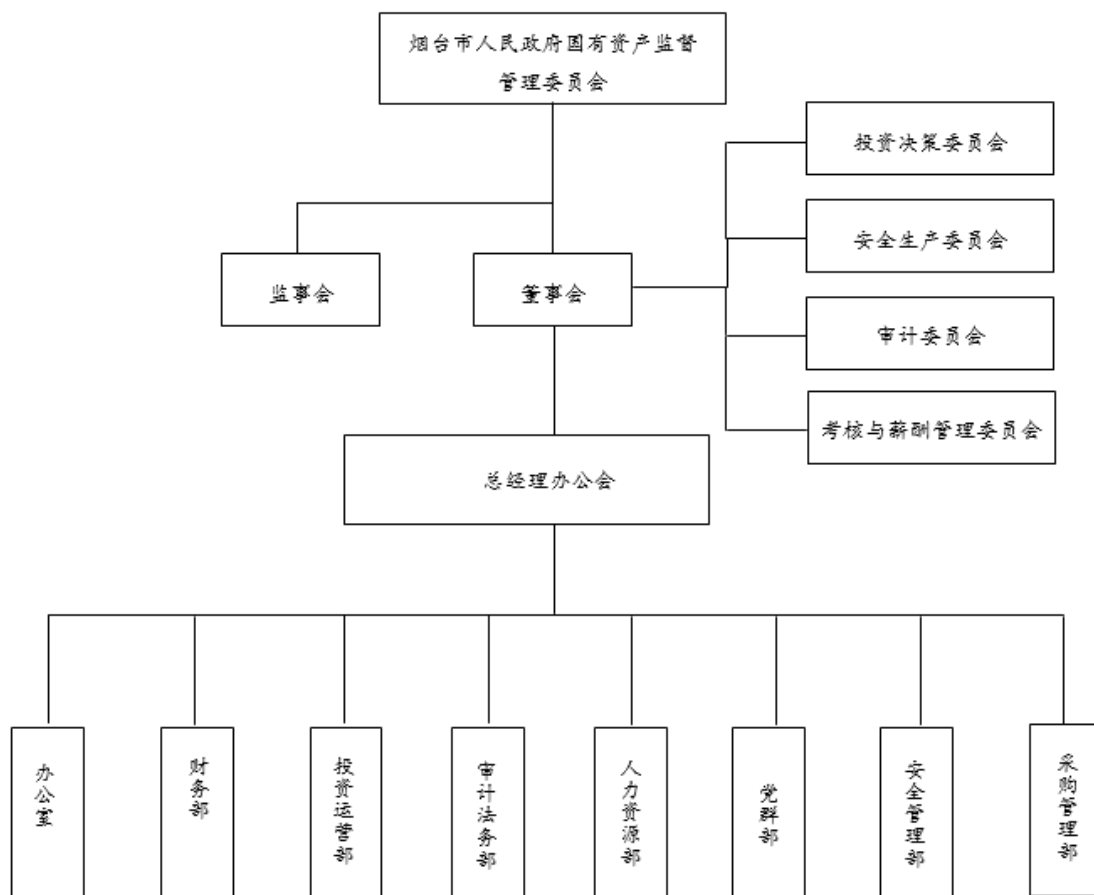
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA,维持“22烟台蓝天MTN001”的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底公司一级子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例（%）	取得方式
烟台蓝天投资控股有限公司	产业投资及经营管理	100.00	其他
烟台蓝天实业发展有限公司	咨询服务等	100.00	投资设立
蓝天燃气控股有限公司	管道安装、维修服务	100.00	其他
烟台蓝天国际投资有限公司	投资、咨询服务	100.00	投资设立
烟台蓝天新能源发展有限公司	投资、投资管理、技术咨询	100.00	投资设立
烟台蓝天投资管理有限公司	股权投资管理	100.00	投资设立
烟台蓝天建设有限公司	房地产开发、城市基础设施建设	100.00	投资设立
烟台蓝天宏创融资租赁有限公司	融资租赁、商业保理	100.00	投资设立
烟台蓝天文旅管理有限公司	文化场馆管理服务	100.00	投资设立
烟台市城市建设投资有限责任公司	房地产开发、销售	100.00	其他
烟台联合产权交易服务有限公司	建筑材料批发零售	50.00	划转
烟台蓝天港口开发有限公司	港口经营、传播运输	90.00	投资设立
烟台蓝天宏源商业保理有限公司	商业保理	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.09	8.75	13.29	14.58
资产总额（亿元）	368.29	413.22	476.12	493.97
所有者权益（亿元）	177.26	183.90	212.21	211.92
短期债务（亿元）	22.07	43.70	58.21	39.11
长期债务（亿元）	62.06	79.97	124.86	169.22
全部债务（亿元）	84.13	123.67	183.07	208.32
营业收入（亿元）	25.15	32.37	48.29	10.90
利润总额（亿元）	1.62	1.85	4.31	-0.31
EBITDA（亿元）	4.48	4.49	7.44	--
经营性净现金流（亿元）	-4.45	-49.19	-29.74	-4.47
财务指标				
现金收入比（%）	127.00	121.93	56.27	38.65
营业利润率（%）	25.05	14.13	12.29	11.29
总资本收益率（%）	1.07	0.90	1.38	--
净资产收益率（%）	0.36	0.49	1.50	--
长期债务资本化比率（%）	25.93	30.31	37.04	44.40
全部债务资本化比率（%）	32.19	40.21	46.31	49.57
资产负债率（%）	51.87	55.50	55.43	57.05
流动比率（%）	193.78	213.33	198.31	229.11
速动比率（%）	63.75	67.25	60.87	75.15
经营现金流动负债比（%）	-5.22	-52.57	-28.13	--
现金短期债务比（倍）	0.87	0.20	0.23	0.37
EBITDA 利息倍数（倍）	0.97	1.17	1.18	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.76	27.54	24.59	--

注：将其他应付款和其他流动负债中有息债务调整至短期债务；将长期应付款中有息债务调整至长期债务；2023 年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.27	0.34	4.15	7.35
资产总额（亿元）	93.22	122.26	176.28	200.88
所有者权益（亿元）	55.45	56.72	57.37	57.29
短期债务（亿元）	11.70	23.40	42.13	25.00
长期债务（亿元）	11.30	19.38	63.92	102.15
全部债务（亿元）	23.00	42.78	106.05	127.15
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.09	0.00
利润总额（亿元）	-0.31	-0.23	0.06	-0.08
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	14.57	-0.43	0.84	0.32
财务指标				
现金收入比（%）	*	*	100.28	*
营业利润率（%）	*	*	-4.88	*
总资本收益率（%）	-0.39	-0.23	0.04	--
净资产收益率（%）	-0.55	-0.41	0.11	--
长期债务资本化比率（%）	16.93	25.47	52.70	64.07
全部债务资本化比率（%）	29.32	43.00	64.90	68.94
资产负债率（%）	40.52	53.61	67.46	71.48
流动比率（%）	169.95	158.14	201.60	325.81
速动比率（%）	169.95	158.14	201.60	325.81
经营现金流动负债比（%）	55.05	-0.93	1.54	--
现金短期债务比（倍）	0.28	0.01	0.10	0.29
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：将其他流动负债中有息债务调整至短期债务；公司本部 2023 年一季度财务数据未经审计；公司未提供本部折旧摊销等数据，EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”标示；部分数据分母为 0，无意义，用“*”标示

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100%
盈利指标	
营业利润率	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 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 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据

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 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

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 + 使用权资产折旧 + 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持