

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1018 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持嘉兴城市建设投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“08嘉城投/08嘉城投债”的信用等级为AA⁺。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

嘉兴城市建设投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
08 嘉城投/08 嘉 城城投债	17 亿元	2008/8/27- 2015/8/27	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 26 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	9.58	8.87	22.02
资产总额(亿元)	124.06	133.25	162.07
所有者权益(亿元)	45.75	47.36	50.37
短期债务(亿元)	13.80	10.08	22.68
全部债务(亿元)	43.12	51.94	60.92
营业收入(亿元)	1.70	1.75	3.46
利润总额(亿元)	0.02	1.57	3.00
EBITDA(亿元)	1.13	2.53	4.29
经营性净现金流(亿元)	5.72	6.33	17.84
营业利润率(%)	53.90	48.09	37.75
净资产收益率(%)	0.04	3.31	5.79
资产负债率(%)	63.12	64.46	68.92
全部债务资本化比率(%)	48.52	52.31	54.74
流动比率(%)	135.19	149.37	110.43
全部债务/EBITDA(倍)	38.17	20.52	14.19
经营现金流动负债比率(%)	11.83	14.58	24.53

分析师

陈 茜 叶 青

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

嘉兴城市建设投资有限公司(以下简称“公司”或“嘉兴城投”)作为嘉兴本级重要的城市基础设施项目代建主体,具有垄断性经营优势。跟踪期内,嘉兴市区域经济与财政实力稳步增强,公司继续得到嘉兴市政府在土地出让收益金返还、贷款利息补贴方面的支持,公司资产总额较快增长、收入及利润规模快速增加、经营性净现金流大幅上涨。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司其他应收款持续增长,对公司资金形成占用,短期债务规模大幅上涨,存在一定短期支付压力,债务负担有所加重等因素对公司信用基本面可能带来不利影响。

“08 嘉城投/08 嘉城投债”由嘉兴市高等级公路投资有限公司(以下简称“嘉兴高投”)提供全额无条件不可撤销的连带责任担保;同时,嘉兴市政府根据与公司签署的代建回购协议,安排专项资金用于回购募集资金投资项目,该项资金进入偿债基金专户管理,偿债基金专户余额符合相关约定,执行情况良好,且嘉兴市政府承诺如出现“08 嘉城投/08 嘉城投债”未能按时、全额兑付债券利息或者本金的情况,则由嘉兴市财政以财政资金或其他资金代为偿还,嘉兴市财政实力强劲,对“08 嘉城投/08 嘉城投债”本息保障强。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA,评级展望为稳定,并维持“08 嘉城投/08 嘉城投债”AA⁺的信用等级。

优势

1. 跟踪期内,嘉兴市整体经济和财政实力稳步增强,公司外部经营环境良好。
2. 2014年,公司作为嘉兴本级重要的城市基础设施项目代建主体,在政府代建项目资金补贴、贷款贴息方面持续得到嘉兴市政府有

力支持。

3. 公司制定了多项有效措施保障“08嘉城投/08嘉城投债”的偿还，其中嘉兴市政府的偿债安排进一步降低了“08嘉城投/08嘉城投债”的偿债风险。

关注

1. 公司土地收入返回受财政资金拨付效率影响，具有不确定性，同时房地产市场下行以及土地市场景气度下滑影响公司存量土地出让业务。
2. 受公用事业经营性质所限，公司盈利能力持续较弱，对政府补贴的依赖性强。
3. 公司流动资产中存货和其他应收款规模大，资产流动性偏弱。
4. 公司对外担保比例较高，存在一定或有负债风险。
5. 受 17 亿元规模的“08 嘉城投/08 嘉城投债”一年内到期影响，公司短期债务大幅增长，公司短期存在一定支付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与嘉兴城市建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与嘉兴城市建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因嘉兴城市建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由嘉兴城市建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“08 嘉城投/08 嘉城投债”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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嘉兴城市建设投资有限公司主体长期信用及存续期内“08 嘉城投/08 嘉城投债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

嘉兴城市建设投资有限公司(以下简称“公司”或“嘉兴城投”)系经嘉兴市人民政府“嘉政发【1999】58号”文件批准，于2000年5月在嘉兴市工商行政管理局注册成立，注册资本为21322.26万元，同时公司吸收合并了嘉兴市城建开发有限公司、嘉兴市城市建设发展公司。2003年4月，根据嘉兴市国有资产监督管理委员会(以下简称“嘉兴市国资委”)“【2003】4号”文件，嘉兴市国资委以公司全部股权投资组建了嘉兴市城市发展投资集团有限公司，并将公司所有股权划拨给嘉兴市城市发展投资集团有限公司。2007年1月，根据嘉兴市国资委“【2007】2号”文件，嘉兴市城市发展投资集团有限公司更名为嘉兴市文化名城投资集团有限公司(以下简称“文化名城公司”)，文化名城公司是嘉兴市政府直属的投资型国有独资企业集团，2009年，文化名城公司将公司全部股权转让予公司嘉兴市城市投资发展集团有限公司(以下简称“嘉城集团”)。截至2014年底，公司注册资本21322.26万元，母公司为嘉城集团，嘉兴市国资委为公司实际控制人。

公司经营范围：对城市基础设施及相关行业进行投资、开发及经营管理；市场经营管理；房屋拆迁；房地产开发与经营(上述凭资质证经营)；经济信息查询。

截至2014年底，公司(合并)资产总额162.07亿元，所有者权益50.37亿元；2014年公司合并口径实现营业收入3.46亿元，利润总额3.00亿元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市环城西路

2418号；法定代表人：陈士洪。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%(扣除价格因素实际增长10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005亿元，比上年名义增长15.7%(扣除价格因素实际增长15.1%)。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入(本级)75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098

亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增加 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右,居民消费价格涨幅 3%左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5%以内,进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

20 世纪 90 年代末期以来,国家为推动城市基础设施建设领域的改革,出台了一系列相关政策,主要着眼于确立企业的投资主体地位,支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年,在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升,2010 年以来,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,国家相继出台了一系列清理及监管政策,严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预【2012】463 号,通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月,银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路,以降旧控新为重点,以风险缓释为目标,继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底,国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文,支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用,创新点在于银行的引入,一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持;另一方面银行作为综合融资协调人,在债券存续期内通过动态长效监控,强化包括贷债在内的整体债务风险管理,为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境,迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次,《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策,对国家鼓励的项目继续进行信贷支持,这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初,国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称“《43 号文》”)。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制,建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制:首先,明确了政府性债务举债主体,且规定融资平台公司不得新增政府债务,地方政府性债务采取政府债券形式;其次,地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理,地方政府债务只能用于公益性资本支出和

适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未

来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济环境

嘉兴市位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹心地带，东临上海、西南连杭州、北部与苏州相接，与三大城市形成了一小时交通圈，铁路、公路、水路四通八达，是长江三角洲的重要城市之一，区域经济发达。

2014 年，嘉兴市经济综合实力稳定增长，实现地区生产总值 3352.80 亿元，比上年增长 7.5%。其中第一产业增加值 145.14 亿元，下降 0.2%；第二产业增加值 1811.31 亿元，增长 7.8%；第三产业增加值 1396.35 亿元，增长 8.0%。按常住人口计算，人均生产总值为 73462 元（按年平均汇率折算为 11959 美元），增长 7.2%。三次产业结构调整为 4.3:54.1:41.6。

2014 年，嘉兴市工业生产持续较快增长，但增速有所上升，全市工业增加值 1633.84 亿元，比上年增长 7.9%，占全市生产总值 48.7%。规模以上（主营业务收入 2000 万元以上）工业企业数 4623 家，工业增加值 1328.26 亿元，增长 7.7%，其中重工业增加值 734.34 亿元，增长 8.4%；轻工业增加值 593.92 亿元，增长 6.8%。

2014 年嘉兴市地区经济的持续增长，推动嘉兴市固定资产投资规模继续扩张，其中基础设施投资增速较快。2014 年，嘉兴市全社会固定资产投资 2221.21 亿元，比上年增长 16.3%；其中，基础设施投资额 434.36 亿元，增长 51.1%。

2014 年，嘉兴市财政收入持续增长，地方财政实力进一步增强。全市财政一般公共预算收入达 568.09 亿元，比上年增长 9.8%，其中公共财政预算收入 307.07 亿元，增长 8.8%。

总体来看，跟踪期内，嘉兴市区域经济保持稳定增长，财政实力继续增强，为企业发展提供了良好的发展环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年底，公司注册资本为21322.26万元，母公司为嘉城集团，公司实际控制人是嘉兴市国资委。

2. 政府支持

2014年，公司继续得到政府在土地出让收益返还、贷款利息补贴等方面的大力支持。

土地出让收益返还

公司收到嘉兴市政府返还的土地出让金。2013年公司收到2012年和2013年度土地出让净收益返还额为2.05亿元，2014年收到2014年度的土地出让金2.50亿元，均已计入“营业外收入—财政补助”科目。

贷款利息补贴

根据嘉兴市人民政府办公室2004年9月20日下达的“嘉办【2004】88号”抄告单以及嘉兴市人民政府嘉政企【2007】97号文件，公司每年都会收到一定金额的财政补贴资金，用于银行还贷付息。公司在进行土地开发项目过程中将专项贷款的利息费用加以资本化确认，在收到财政专项补贴时予以冲减。2014年，公司收到该笔贷款利息补贴资金8000万元，与2013年相同。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要运营的业务包括土地开发、工程代建、宾馆餐饮服务业、资产经营租赁等。公司是嘉兴市土地开发的主要经营主体，虽然土地出让后，公司能获得较大的资金流入，但由于出让土地获得的整理成本冲减“在建工程”，出让金净收益返还主要在“营业外收入—财政补助”中反映，因此该部分资金流入未在营业收入中体现。

2014年，公司营业收入主要包括商品房销售收入、工程结算收入、酒店餐饮收入以及出租物管收入。2014年公司实现营业收入3.46亿元，同比增长97.51%，主要是新增南都苑等商品房销售收入以及嘉兴银泰梅湾新天地投资管理有限公司（以下简称“银泰管理公司”）纳入合并范围导致租金收入快速增长。毛利率方面，受房地产市场行情影响公司商品房毛利率持续下降，此外由于代建管理费收入增长，但公司成本较上年变动较小，工程结算板块毛利率快速上升。

表1 2012~2014年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

科目	2012 年度			2013 年度			2014 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程结算	1752.58	10.25	16.43	1792.76	10.25	13.39	2627.30	7.60	29.33
商品房	9062.51	53.02	72.20	9455.66	54.04	61.80	22689.28	65.65	44.98
酒店餐饮	3298.50	19.30	70.07	3017.50	17.24	72.89	2667.35	7.72	67.97
出租物管	2611.09	15.28	46.64	2540.79	14.52	36.67	5710.58	16.52	39.70
停车场管理	261.99	1.53	72.90	263.36	1.51	100.00	242.75	0.70	100.00
其他	1.06	0.02	98.97	427.98	2.44	76.34	623.08	1.81	89.71
合计	16987.73	100.00	62.34	17498.05	100.00	56.62	34560.34	100.00	45.88

资料来源：公司审计报告

（1）土地开发

根据嘉兴市人民政府办公室2004年9月20

日下达的“嘉办【2004】88号”抄告单规定，为了保证城市建设资金来源，平衡城市基础设

施建设成本，公司开发范围内土地挂牌出让所获得的收益由市财政局和公司之间进行分配。土地收益金的具体分配方案为：土地成功出让后，收益金直接进入财政专户，市财政局按照土地开发项目核定的成本金额返回给公司，补偿公司开发支出，公司也将冲回工程成本；剩余的出让净收益，剔除需要上缴的各类规费后（占比大约为20%），再返还给公司，作为公司今后城市开发项目的资金（但返还资金与土地转让实现存在一定的时间差异）。

截至2014年底，公司拥有储备地28.75万平方米，价值17.43亿元，计入“存货—储备土地”。此外，公司土地平整形成的可供出让土地共计1308.41亩。2012~2014年，公司应享有的土地出让收入返还分别为2.72亿元、13.89亿元和5.00亿元；2012年末收到相关资金，2013~2014年分别收到2.05亿元和2.50亿元返还资金计入“营业外收入—补贴收入”，分别收到3.98亿元和3.51亿元返还资金冲减“在建工程”。对于未收到的土地出让款，尚未在报表反应，未来公司土地出让收入的返回，受财政拨付效率的影响，具有不确定性。

（2）其他业务

公司代建工程业务

公司代建工程业务主要由下属子公司嘉兴市嘉城建设发展有限公司（以下简称“嘉城建设公司”）负责。

公司受市规划与建设局委托负责建设的城市基础设施，市建设局在项目竣工验收合格之后支付回购价款，市财政局提供连带责任保证，在未付清回购资金时，项目所有权归公司所有，公司前期投入资金在“在建工程”科目核算，完工后体现为在“其他非流动资产”（截至2014年底，公司挂账在该科目已完工的项目合计金额为20.06亿元，预计政府于2017年开始陆续回购）和“在建工程”。2014年公司共获得回购资金0.81亿元，冲减“在建工程”，在“收到其他投资活动有关现金”科目中体现。

同时根据公司和市规划与建设局每年提取

公司投资额的1%的管理费收入。公司每年确认1%的管理费收入，对应成本主要包括当年人工成本、办公租赁费等相关费用，项目实际建设支出不结转成本，实际建设成本待政府返还后直接冲减。公司2014年实现工程结算的代建管理费收入为0.26亿元，较2013年有所增长，同时由于代建管理费收入增长，但公司成本较上年变动较小，公司毛利率快速增长，2014年为29.33%。

截至2014年底，公司已完工的基础设施建设且尚未回购的项目主要为：荷花堤地块改造工程、城中村拆迁工程、花园路拓宽改造工程等项目，合计投资金额为20.06亿元，目前全部在“其他非流动资产”科目核算。

宾馆餐饮服务业及出租物管

公司宾馆餐饮服务业的主要经营主体为下属子公司嘉兴市嘉城月河客栈有限公司（以下简称“月河客栈”）及嘉兴市真如乡村餐饮有限公司（以下简称“真如餐饮”）。其中，月河客栈是公司于2011年投资1000万新设立的全资子公司，公司旗下的嘉兴市月河客栈位于浙江省嘉兴市中心月河历史街区，是一个集休闲旅游、度假体验、商务会议等多功能于一体，按五星标准建造的主题酒店。月河客栈占地40余亩，建筑面积3万余平方米，其中地上约2万余平方米，地下约0.9万平方米，总投资2.07亿元，月河客栈的运营收入为公司餐饮客房版块收入的主要来源。2014年酒店餐饮收入2667.35万元，同比下降11.60%，主要是受2014年度餐饮行业中高端消费需求减少影响。

2014年，公司出租及物业管理费收入5710.58万元，同比增长124.76%，主要是受银泰管理公司纳入合并范围，带来租金收入快速增长影响。

商品房销售业务

公司商品房销售方面主要包括安置房余房销售和商品房销售。2014年，公司商品房销售收入有所增加，为2.27亿元，同比增长139.95%，主要是新增南都苑等商品房销售收入。

安置房余房销售方面，2014年公司共销售府南、禾东、姜家村公寓、农翔苑等安置房小区共计1.36万平方米；房屋建筑面积1.2万平方米，跃层面积335.73平方米，车库面积1201.04平方米，共实现销售收入0.85亿元。

商品房销售方面，2014年以前，公司商品房销售收入均为安置房余房经政府批准后转为商品房销售，2014年以后公司开始实现自建商品房销售。2014年，公司共销售南都苑等商品房2.22万平方米，房屋建筑面积1.97万平方米，车库面积2512.82平方米，共实现销售收入1.42亿元。2014年，公司主要开发了南都苑、南湖商务中心及南苑商厦等商业项目，可销售面积分别为63000平方米、59000平方米、23000平方米，已投资金额分别为1.40亿元和1.90亿元、0.86亿元，预计总售价分别为4.10亿元、4.70亿

元、1.60亿元，整体销售收入为10.40亿元。

2. 未来发展

公司在建项目包括土地开发和代建工程项目，主要有：城东路华梦及万众通讯地块其周边拆迁改造、第一医院区域旧城改造、湖滨区域拆迁项目、民丰冶金片区有机更新项目等工程，总投资额为91.72亿元，截至2015年3月底已完成投资73.51亿元，预计未来三年将投资16.42亿元。公司目前拟建项目包括土地开发和代建工程项目，主要有：冶金厂地块有机更新项目、文生修道院片区有机更新项目、中山东路桥改造工程等项目，规划总投资额为22.45亿元，预计未来三年将投资9.35亿元。总体看，随着项目的推进，公司存在一定融资压力。

表2 截至2014年底，公司在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目状态	项目名称	总投资	截至2015年3月底已投资额	未来三年投资计划
在建项目	城东路华梦及万众通讯地块其周边拆迁改造	49925.57	36752.92	13172.65
	第一医院区域旧城改造	57848.38	51216.14	6632.24
	湖滨区域拆迁项目	108770.35	91991.89	16778.46
	月河客栈西侧	11020.00	8794.02	2225.98
	民丰冶金片区有机更新项目	92683.20	47829.40	27000.00
	城北路中环西北路地块房屋征收项目	41267.10	1000.00	40267.10
	子城片区姚家埭南侧地块	13789.40	11468.55	2320.85
	章基浜棚户区整治	50901.59	13511.51	37390.08
	中山路(中环西路-秀州路)综合整治工程	5938.35	3911.51	2026.84
	中环南路(中环西路-新气象路)公交专用道和开口归并改造	1337.98	1221.78	116.20
	禾平街(二环北路-城北路)建设工程	1831.00	1768.83	62.17
	其他市政项目	481896.83	465657.40	16239.43
	小计	917209.75	735123.95	164232.00
拟建项目	文生修道院片区有机更新项目	94488.38	--	30000.00
	冶金厂地块有机更新项目	92683.20	--	27000.00
	中山东路桥改造工程	10209.60	--	10000.00
	庆丰路(广益路-长水路)工程	8916.90	--	8100.00
	文贤路(泰宁路-庆丰路)工程	6614.20	--	6600.00
	朝阳路(文贤路-南江路)工程	6426.00	--	6600.00
	三水湾区域交通综合整治工程	3500.00	--	3500.00
	嘉兴市第二医院周边交通综合整治工程	1000.00	--	1000.00
	周安路改造工程	700.00	--	700.00
	小计	224538.28	--	93500.00
合计	--	1141748.03	735123.95	257732.00

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于2008年8月27日发行人民币债券17亿元，债券期限为7年（5+2年）。“08嘉城投/08嘉城投债”2013年未发生回售，债券余额和利率无变化。“08嘉城投/08嘉城投债”由嘉兴高投提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。

“08嘉城投/08嘉城投债”募集资金拟全部用于污水处理及水务项目和城市基础设施建设项目。截至2014年底，债券募集资金已全部使用完。其中，嘉兴市污水处理二期工程投入4.59亿元，该项目已完成投资总额的98.21%，项目已完工，但尚未竣工结算；嘉兴市南郊水厂一期工程投入1.99亿元，该项目已经完工；嘉兴市区惠民安居工程投入7.06亿元，该项目已完工；嘉兴市市政基础设施工程投入3.37亿元，该项目已完工。

表3 截至2014年底债券募集资金使用情况表

投资项目	投资总额 (万元)	已完成投 资额 (万元)	债券资金 使用额 (万元)
嘉兴市污水处理二期工程	110182.00	108210.00	45855.00
嘉兴市南郊水厂一期工程	19945.00	19945.00	19945.00
嘉兴市区惠民安居工程	195776.52	195776.52	70550.00
嘉兴市市政基础设施工程	61699.79	61699.79	33650.00
合计	387603.31	385631.31	170000.00

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的2012~2014年财务报表，其中2012年度经中磊会计师事务所有限责任公司¹审计，2013~2014年度经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留

¹中磊会计师事务所在万福生科发行上市审计和2011年年度报告的审计中，未勤勉尽责，审计程序缺失，在审计证据的获取以及审计意见的形成方面存在不当行为，所出具的审计报告存在虚假记载。该所的上述行为，违反了《证券法》等法律法规的相关规定，构成《证券法》第223条等法律法规所述情形。拟对中磊会计师事务所没收业务收入138万元，并处以2倍的罚款，撤销其证券服务业务许可。

意见的审计结论。2014年，公司合并范围新增银泰管理公司1家子公司，公司合并范围变动小，财务可比性强。

截至2014年底，公司资产总额162.07亿元，所有者权益50.37亿元；2014年公司合并口径实现营业收入3.46亿元，利润总额3.00亿元。

1. 盈利能力

2014年，公司营业收入快速增长，同比增长97.51%，主要是商品房销售收入和出租物管收入规模的快速扩张。同时受房地产行情影响，商品房销售毛利率下降，2014年公司营业成本同比增幅高于营业收入。导致2014年公司营业利润率由2013年的48.09%下降至37.75%。

从期间费用看，2014年受财务费用和营业费用增长影响，期间费用同比增长20.62%，但受营业收入快速增长影响，2014年期间费用率快速下降，由2013年的74.81%下降至45.69%，但期间费用仍对公司营业利润侵蚀严重，2014年期间费用和营业利润分别为1.58亿元和0.51亿元。

2014年公司在收购银泰管理公司股权时产生投资收益0.81亿元。2014年，公司营业外收入中政府补助2.50亿元，主要是土地出让返还款。财政补贴仍是公司利润的重要来源，2014年公司利润总额为3.00亿元。

从盈利指标看，受商品房销售规模增加、投资收益大幅增长、财政补贴收入增长带动净利润快速增长影响，公司总资产收益率和净资产收益率分别由2013年的2.44%和3.31%上升至3.50%和5.79%。但受公司主营业务性质影响，公司盈利能力仍处于较弱水平。

整体来看，跟踪期内，受商品房销售收入和投资收益快速增长影响，公司收入规模和营业利润规模较快增长，但受公司业务性质影响，自身盈利能力较弱，补贴收入是公司利润的主要来源。

2. 现金流

从经营活动看, 2014年, 受往来款快速增长影响, 公司收到其他与经营活动有关的现金大幅增长, 带动公司经营活动现金流入快速增长, 为27.93亿元, 同比增长94.01%。2014年, 公司销售商品提供劳务收到的现金3.23亿元, 公司现金收入比为93.49%, 较2013年快速下降, 主要是因为2013年收到的预收房款于2014年确认营业收入, 未产生现金流入。2014年, 公司经营活动现金流出为10.08亿元, 同比增长25.05%, 主要是支付其他与经营活动有关的现金(主要为往来款)。2014年, 公司经营活动现金流净额为17.84亿元, 同比增长181.83%。

从投资活动看, 2014年, 公司投资活动产生的现金流入为4.33亿元, 主要为回购资金和冲减在建工程的土地返还款, 体现为收到其他与投资活动有关的现金。2014年, 投资活动现金流出12.76亿元, 主要由购买固定资产、无形资产等支付的现金为主(9.94亿元, 主要为城市基础建设项目所支付的现金)。2014年, 公司投资活动现金流净额为-8.43亿元。

从筹资活动看, 2014年公司筹资活动产生的现金流入量为23.97亿元, 全部来自银行借款; 筹资活动现金流出20.39亿元, 主要为偿还借款本金及利息支出; 筹资活动现金流量净额为3.58亿元, 同比增长106.31%。

综合来看, 跟踪期内, 受往来款大幅增长影响, 公司经营活动现金流净额快速增长; 投资活动规模有所下降; 公司筹资活动现金流规模仍较大, 同时考虑到公司短期债务规模大幅增长, 公司存在较大融资压力。

3. 资本及债务结构

资产

2014年, 公司资产总规模较快增长。截至2014年底, 公司资产总额162.07亿元, 同比增长21.63%, 主要是货币资金、投资性房地产和在建工程的增长; 其中, 流动资产占49.57%, 非流动资产占50.43%。

截至2014年底, 公司流动资产80.33亿元, 同比增长23.84%, 主要是受债务融资带动货币资金增长影响; 从构成看, 流动资产以货币资金、其他应收款和存货为主, 分别占流动资产的27.42%、26.88%和45.60%。

截至2014年底, 公司货币资金22.02亿元, 同比增长148.41%, 其中3.05亿元资金使用受限, 受限资金占比13.85%。

截至2014年底, 公司其他应收款21.59亿元, 同比增长12.84%, 主要为公司往来款; 从集中度看, 公司其他应收款前五名余额18.72亿元, 占其他应收款的84.81%, 集中度高, 分别为应收嘉兴市南湖名胜发展有限公司(8.44亿元)、嘉兴湘家荡投资有限公司(3.80亿元)、浙江省嘉兴湘家荡开发建设有限公司(2.53亿元)、嘉兴市文化名城投资集团有限公司(2.34亿元)和嘉兴市沙龙国际宾馆有限公司(1.61亿元), 账龄均在1年以内; 公司累计计提坏账准备0.47亿元。

截至2014年底, 公司存货账面余额36.63亿元, 较上年保持稳定; 公司存货以储备土地和开发产品为主, 占存货账面余额的90.41%; 公司土地储备占比47.59%, 为嘉兴市国资委无偿划拨给公司的土地使用权和地面建筑物资产; 开发产品和开发成本占比52.12%, 主要为土地开发过程中土地开发成本、安置房和商品房建造成本; 其余存货为委托加工产品、与工程施工相关的原材料、库存商品等。整体看, 公司存货构成结构与上年相比变化不大。

截至2014年底, 公司非流动资产81.74亿元, 同比增长19.53%, 主要是投资性房地产和在建工程的增长; 非流动资产结构以在建工程和其他非流动资产为主, 占非流动资产的比重分别为65.27%和24.54%。

2014年, 公司新增投资性房地产5.57亿元, 主要子公司银泰管理公司纳入合并范围所致。

截至2014年底, 公司在建工程余额53.35亿元, 同比增长20.82%, 主要是受民丰冶金片区有机项更新项目和第一医院建设投资增加的影

响。

截至2014年底，公司其他非流动资产20.06亿元，同比增长1.50%。公司其他非流动资产核算公司受托建设的嘉兴市区部分基础设施建设项目，项目竣工后由市规划与建设局分期回购，在未付清回购款前由于项目所有权归公司所有，在其他非流动资产中反映。

总体来看，跟踪期内，公司流动资产中其他应收款规模继续增长，对公司资金形成一定占用；非流动资产以在建工程和待回购的其他非流动资产为主。整体看，公司资产质量一般，流动性偏弱。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计50.37亿元，同比增长6.37%，主要系未分配利润的增长；从构成看，公司实收资本、资本公积在所有者权益中分别占4.23%和69.64%，盈余公积和未分配利润分别占2.72%和23.41%，公司所有者权益结构与上年基本一致。所有者权益稳定性较好。

负债

截至2014年底，公司负债总额111.70亿元，同比增长30.04%，主要是其他应付款和长期借款的增长；从构成看，流动负债占65.13%，非流动负债占34.87%，受17亿元的“08嘉城投/08嘉城投债”一年内到期影响，公司流动负债占比较2013年底大幅增长。

截至2014年底，公司流动负债合计72.74亿元，同比增长67.50%，主要受其他应付款的增长以及一年内到期的非流动负债增长影响；从构成看，流动负债以其他应付款（占63.95%）、短期借款（占4.65%）、应付账款（占2.77%）和一年内到期的非流动负债（占26.29%）为主。截至2014年底，公司其他应付款46.52亿元，同比增长56.82%，主要由往来款构成；从账龄看，1年以内的占86.35%、1~2年的占比9.00%、2~3年的占3.84%、3年以上的占0.81%；从集中度看，其他应付款前五名余额41.08亿元，分别为公司与嘉兴市城市投资发展集团有限公司（公司直

接控股母公司，23.80亿元）、嘉兴市天然气管网建设管理有限公司（9.49亿元）、嘉兴市旧城改造指挥部（1.25亿元）、土储中心（5.56亿元）、嘉兴市房屋拆迁有限公司（0.99亿元）等部门及关联公司之间的往来款。截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债19.13亿元，主要是17亿元的“08嘉城投/08嘉城投债”于一年内到期。

截至2014年底，公司非流动负债合计38.95亿元，同比下降8.27%；从构成看，以长期借款为主，占比98.19%。其中，长期借款38.25亿元，同比增长53.86%。另外，公司专项应付款2014年底为0.71亿元，同比增长16.24%，公司的专项应付款主要为由财政直接拨款委托公司建设的项目，最终冲减代建工程成本，不构成公司的实际债务。

截至2014年底，公司全部债务60.92亿元，其中短期债务占37.22%，长期债务占62.78%，短期债务占比较2013年底较快增长，主要是受“08嘉城投/08嘉城投债”一年内到期影响，同时受债务规模增长影响，公司资产负债率和全部债务资本化比率有所增长、长期债务资本化比率有所下降，2014年底分别为68.92%、54.74%和43.16%。

总体看，跟踪期间，公司债务规模持续增长，整体债务负担有所加重；同时受17亿元规模的“08嘉城投/08嘉城投债”一年内到期影响，公司短期债务大幅增长，公司短期存在一定支付压力。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014年底，受流动负债快速增长影响，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为110.43%和60.07%；跟踪期内，由于经营活动现金流量净额快速增长，公司经营现金流动负债比由上年的14.58%上升至24.53%。截至2014年底，公司现金类资产22.02亿元，对短期有息债务的保障倍数为0.97倍，剔除受限资金3.05亿元，公司非受限的现金类

资产对短期有息债务的保障倍数为0.84倍。公司短期偿债能力一般，同时考虑到2014年底短期债务规模大幅增长，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014年，由于公司利润总额的明显上升，公司EBITDA较快增长，同比增长率为69.57%，为4.29亿元；同期，公司全部债务/EBITDA为14.19倍，较上年的20.52倍有所下降，公司整体偿债能力有所上升，但指标仍较低。另考虑到公司土地资源与投融资规模动态平衡的运作模式、嘉兴市政府对“08嘉城投/08嘉城投债”本息偿还的保障意愿和能力，以及公司自营能力的大幅提高，公司长期债务的偿还具有较强的保障。

2014年，公司EBITDA是“08嘉城投/08嘉城投债”的0.25倍，经营活动现金流入量为“08嘉城投/08嘉城投债”的1.64倍，经营活动现金净流量为“08嘉城投/08嘉城投债”的1.05倍，现金类资产为“08嘉城投/08嘉城投债”的1.30倍。整体看，现金类资产和经营活动现金流入量对“08嘉城投/08嘉城投债”保障程度一般。

截至2014年底，公司对外担保余额为20.84亿元，担保比率为41.37%。被担保方主要为嘉兴市国资委下属的各关联公司（详情见表5），目前经营情况正常。整体看，公司对外担保比率较大，存在一定或有负债风险。

表4 截至2014年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	金额
嘉兴经济技术开发区投资发展集团有限责任公司	90000
嘉兴市高等级公路投资有限公司	20000
嘉兴市国鸿运输有限公司	2000
嘉兴市嘉通客运场站投资开发有限公司	14080
嘉兴市嘉源给排水有限公司	16377
嘉兴市交通投资集团有限责任公司	10000
嘉兴市联合污水处理有限责任公司	2000
嘉兴市南湖迎宾馆投资开发有限责任公司	930
浙江嘉兴港物流有限公司	3000
嘉兴市国际商务区投资建设有限公司	50000
合计	208387

资料来源：公司提供

公司与各大商业银行建立了良好的合作关

系。截至2014年底，公司共获得授信额度总量为70.48亿元，尚未使用的额度约10.00亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码：G1033040200303500P），截至2015年6月5日，公司存在35笔已结清的关注类贷款，根据银行提供的证明，因银行政策原因将上述已正常收回的款项列为关注类贷款。此外公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及嘉兴市区域经济与财力状况、嘉兴政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、债权保护情况分析

第三方担保

“08嘉城投/08嘉城投债”由嘉兴市高等级公路投资有限公司（以下简称“嘉兴高投”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

嘉兴高投系经嘉兴市人民政府“嘉政发【1998】57号文”批准，于1998年5月注册成立的国有企业，当年注册资本为1.05亿元。经过多次增资，截至2014年底，嘉兴高投注册资本增至11.13亿元，嘉兴市交通投资集团有限责任公司（以下简称“高投集团”或“母公司”，为国有独资公司，嘉兴市国有资产管理委员会是其唯一股东）为第一大股东，占比86.72%。

截至2014年底，嘉兴高投合并资产总额324.48亿元，所有者权益142.48亿元（其中少数股东权益22.93亿元），2014年嘉兴高投实现营业收入17.28亿元，实现利润总额1.20亿元。

本期17亿元公司债券占嘉兴高投2014年底资产总额的5.24%、所有者权益的11.93%，对其财务状况存在一定影响；本期17亿元公司债券

占嘉兴高投2014年底全部债务的10.18%，对其现有债务有一定影响。

经联合资信 2015 年跟踪评级评定，嘉兴高投主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”，其担保提升了“08 嘉城投/08 嘉城投债”本息偿还的安全性。

专项偿债基金

除嘉兴高投的担保外，嘉兴市政府根据与公司签署的代建回购协议，安排专项资金用于回购募集资金投资项目，该项资金进入偿债基金专户管理。偿债基金分为利息偿债基金和本金偿债基金两部分。利息偿债基金按年计提，公司在相应年度的付息首日之前的第十个工作日，将本年度约定计提金额的资金划入偿债基金专户；本金偿债基金从第四年开始计提。

根据公司与中国工商银行股份有限公司嘉兴分行签订的专项偿债基金账户监管协议，工商银行嘉兴分行应于每年首月的前五个工作日内，向公司和主承销商出具专项基金监管报告。

2014年度“08嘉城投/08嘉城投债”应付利息公司已按时偿付。根据“08嘉城投/08嘉城投债”专项偿债基金专户监管协议规定，经公司和主承销商同意，监管银行本期未出具监管报告，而由浙江中铭会计师事务所有限公司出具的浙中会专[2014]第3012号专项审计报告代替，该报告显示截至2014年8月18日，嘉兴城市建设投资有限公司已计提“08嘉城投/08嘉城投债”本金专项偿债基金人民币11.91亿元，符合第五个付息日前提取金额不低于本金的20%（累计不低于45%）的规定，缴存在公司在中国工商银行股份有限公司嘉兴分行开立的人民币存款账户1204060029000006106账号内。

根据嘉兴市规划与建设局和公司签订的《嘉兴市区2008年度基础设施工程项目委托建设和回购合同》，该代建回购合同总额为38.76亿元。回购资金的支付方法是从各项目竣工验收合格之日起，五年内（由于各项目竣工时间不一致，实际支付款项的时间长于5年）按回购总价分年等额向公司支付。此外，嘉兴市财政

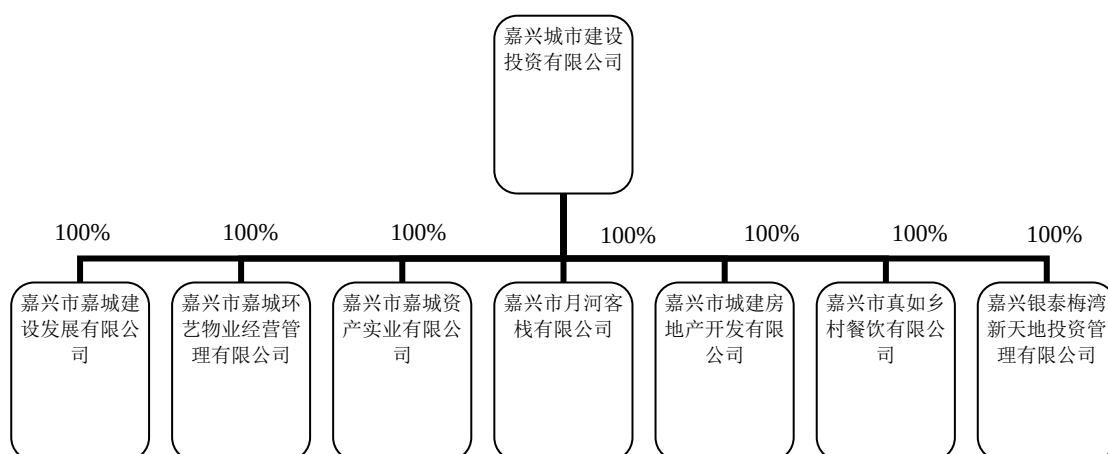
局提供回购资金支付的连带保证责任担保。该回购协议已经“嘉人大常发【2008】3号”文批准同意。截至2014年底，公司应收到回购资金27.37亿元，实际收到22.38亿元，其中2014年收到0.81回购资金。截至2015年6月20日，公司实际收到回购资金27.37亿元。

根据“嘉人大常发【2008】3号”和“嘉政【2008】44号”文件精神，如出现“08嘉城投/08嘉城投债”未能按时、全额兑付债券利息或者本金的情况，则由嘉兴市财政以财政资金或其他资金代为偿还，嘉兴市财政实力强劲，对“08嘉城投/08嘉城投债”本息保障较强。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“08嘉城投/08嘉城投债”AA⁺的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.58	8.87	22.02
资产总额(亿元)	124.06	133.25	162.07
所有者权益(亿元)	45.75	47.36	50.37
短期债务(亿元)	13.80	10.08	22.68
长期债务(亿元)	29.32	41.86	38.25
全部债务(亿元)	43.12	51.94	60.92
营业收入(亿元)	1.70	1.75	3.46
利润总额(亿元)	0.02	1.57	3.00
EBITDA(亿元)	1.13	2.53	4.29
经营性净现金流(亿元)	5.72	6.33	17.84
财务指标			
销售债权周转次数(次)	20.18	5.36	75.78
存货周转次数(次)	0.02	0.02	0.05
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.02
现金收入比(%)	116.28	145.07	93.49
营业利润率(%)	53.90	48.09	37.75
总资本收益率(%)	1.11	2.44	3.50
净资产收益率(%)	0.04	3.31	5.79
长期债务资本化比率(%)	39.06	46.92	43.16
全部债务资本化比率(%)	48.52	52.31	54.74
资产负债率(%)	63.12	64.46	68.92
流动比率(%)	135.19	149.37	110.43
速动比率(%)	61.74	65.31	60.07
经营现金流动负债比(%)	11.83	14.58	24.53
全部债务/EBITDA(倍)	38.17	20.52	14.19

附件 3 有关计算指标的计算公式

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	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。