信用等级公告

联合〔2019〕1571号

联合资信评估有限公司通过对威海市文登区城市资产经营有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持威海市文登区城市资产经营有限公司主体长期信用等级为AA，“19文登专项债/19文停债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十日

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

威海市文登区城市资产经营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	跟踪评级结果	上次评级结果
19 文登专项债 /19 文停债	10 亿元	2029/3/4	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	18.80	18.67	7.61
资产总额(亿元)	325.10	338.92	320.62
所有者权益(亿元)	238.27	242.59	247.03
短期债务(亿元)	7.81	8.90	10.22
长期债务(亿元)	74.86	79.19	55.97
全部债务(亿元)	82.67	88.09	66.19
营业收入(亿元)	25.82	25.68	27.34
利润总额(亿元)	4.01	4.33	4.43
EBITDA(亿元)	8.41	8.66	8.57
经营性净现金流(亿元)	-8.19	6.43	6.84
营业利润率(%)	7.97	3.58	10.63
净资产收益率(%)	1.68	1.78	1.79
资产负债率(%)	26.71	28.42	22.95
全部债务资本化比率(%)	25.76	26.64	21.13
流动比率(%)	1826.46	1432.95	1315.00
经营现金流动负债比（%）	-57.97	33.35	34.62
全部债务/EBITDA(倍)	9.83	10.17	7.72
EBITDA 利息倍数(倍)	1.60	1.66	1.76

注：已将其他应付款中有息部分计入长期债务核算

分析师：赵起锋　车兆麒
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

威海市文登区城市资产经营有限公司（以下简称“公司”）是威海市文登区重要的基础设施建设及国有资产经营主体，跟踪期内，文登区地方经济和一般预算收入平稳增长，公司在政府补助和政府债务置换方面得到了威海市文登区政府的持续支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司未来投资规模较大、存货及其他应收款规模大、利润总额对政府补贴依赖性较强、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。

公司作为威海市文登区重要的基础设施建设及国有资产经营主体，未来随着文登区及南海新区城镇化建设的稳步推进，公司经营前景较好，联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“19 文登专项债/19 文停债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 2018 年文登区地方经济和一般预算收入平稳增长，公司外部发展环境良好。
2. 公司作为威海市文登区重要的基础设施建设及运营主体，跟踪期持续获得政府在债务置换和财政补贴方面有力的外部支持。

关注

1. 公司在建及拟建项目规模较大，存在一定投资压力。
2. 公司存货和其他应收款规模较大，对公司资金形成明显占用。
3. 公司盈利能力较弱，利润总额对财政补贴依赖性较强。
4. 公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由威海市文登区城市资产经营有限公司（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。

威海市文登区城市资产经营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威海市文登区城市资产经营有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化。截至2018年底，公司注册资本和实收资本均为10亿元，威海市文登区公有资产经营公司（以下简称“公有资产公司”）100%持股，为公司唯一股东。公司实际控制人为文登区人民政府。

截至2018年底，公司资产总额320.62亿元，所有者权益247.03亿元；2018年公司实现营业收入27.34亿元，利润总额4.43亿元。

公司注册地址：山东省威海市文登区峰山路6号（天福办）；法定代表人：石友财。

三、存续期内债券及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信所评存续债券为“19文登专项债/19文停债”，债券余额为10.00亿元，详情见表1。跟踪期内，“19文登专项债/19文停债”尚未到付息日。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
19文登专项债/19文停债	10.00	2019/3/4	5+5	7.50

资料来源：联合资信整理

“19文登专项债/19文停债”于2019年3月4日公开发行，募集资金10.00亿元，按年付息，分期还本，附设第5年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。截至报告出具日，“19文登专项债/19文停债”募集资金已按计划使用6.00亿元，其中4.00亿元用于威海市文登区城市停车场建设项目，2.00亿元用于补充营运资金。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动

地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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

面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1．城市基础设施建设行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投

资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，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的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别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。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2　2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险””
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
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》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

2．区域经济环境

公司是威海市文登区重要的基础设施建设和国有资产经营主体，威海市文登区经济及财力状况对公司日常经营影响很大。

根据《2018年文登区国民经济和社会发展统计公报》，2018年文登区地区生产总值852.47亿元，按可比口径计算，同比增长6.0%。其中，第一产业增加值同比增长3.0%；第二产业增加值同比增长4.6%；第三产业增加值同比增长8.0%；三次产业结构调整为8.1:44.5:47.4。

固定资产投资方面，2018年文登区固定资产投资总量持续增长，规模以上固定资产投资比上年同期增长5.5%。在规模以上固定资产投资中，第一产业投资同比增长7.2%，占总投资的比重1.71%；第二产业投资同比增长6.8%，占总投资的比重57.91%；第三产业投资同比增长3.6%，占总投资的比重为40.38%。

从财政实力看，2018年文登区一般公共预算收入53.76亿元，同比增长4.0%；政府性基金

预算收入104.97亿元，增长0.5%，主要为土地出让金。

政府债务方面，2018年上级核定文登区政府债务限额126.80亿元，政府债务余额118.80亿元，其中一般债务35.23亿元、专项债务83.57亿元。

总体看，跟踪期内，威海市文登区经济稳定增长，地方财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

公司是文登区重要的基础设施建设和国有资产经营主体，承担了城区和南海新区部分基础设施投资建设任务，在区域内具有重要地位。威海市文登区目前有三家规模较大的基础设施建设企业，包括公司、威海市文登区蓝海投资开发有限公司（以下简称“蓝海投资”）和文登金滩投资管理有限公司（以下简称“金滩投资”）。其中，蓝海投资主要承担文登区保障房项目建设和基础设施工程的施工管理；金滩投资主要承担南海新区和文登经济开发区的基础设施建设任务。各公司分工各有侧重，南海新区项目建设任务根据区政府安排开展。

跟踪期内，公司在政府债务置换和财政补贴方面获得文登区政府的大力支持。政府债务置换方面，2018年，公司利用政府债务置换资金将“11文登债”、“13文登债”、“14文登债”剩余本金及应付利息提前兑付，公司获得政府债务置换资金26.41亿元，全部用于偿还以上债券本金，同时冲减对区财政局的其他应收款，现金流反映在“收到其他与经营活动有关的现金”。财政补贴方面，2018年，根据威文财预指〔2018〕196号文，公司获得政府补贴4.60亿元，反映在“其他收益”中。

根据企业基本信用信息报告（机构代码：G1037108100013100P），截止2019年5月13日，公司有5笔已结清的关注类贷款，根据银行出具的说明，其中文登农村信用合作社联社的1笔关注类贷款系信贷员操作失误；工商银行文登支行的4笔贷款系银行将县域平台中项目预期收入小于贷款本金的保证类贷款纳入关注类贷款所致。上述5笔关注类贷款均已正常偿还。公司有1笔已结清的欠息记录，目前公司不存在未结清的不良信贷记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主要业务板块没有变化，仍主要从事文登城区和南海新区的基础设施建设、土地转让以及政府划入房产的租赁业务。

2018年公司实现营业收入27.34亿元，同比增长6.48 %，其中基础设施项目的工程转让收入仍为公司收入的最主要来源。同期土地转让收入较上年增长193.08%，主要系国土资源局回收土地规模较大所致。

从毛利率看，工程转让毛利率同比下降0.27个百分点至11.63%，主要系项目约定价格略低所致；土地转让业务毛利率由负转正，主要系国土资源局回收补偿价格提高所致。受土地转让毛利率大幅增长的影响，公司综合毛利率增长至17.39%。

表 3　2017—2018 年公司收入构成和毛利率情况

（单位：亿元，%）

收入构成	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程转让	23.19	90.29	11.90	22.10	80.84	11.63
土地转让	1.42	5.54	-5.00	4.17	15.25	41.48
房租收入	1.07	4.17	42.43	1.07	3.91	42.43
合计	**25.68**	**100.00**	**12.24**	**27.34**	**100.00**	**17.39**

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

基础设施建设业务

公司作为文登区重要的基础设施建设主体，参与了文登区城区和南海新区的部分基础设施建设任务。公司的基础设施建设项目主要采用代建模式。公司与文登区政府签订项目代建协议，文登区政府按实际发生成本加上一定的利润（10%~25%）支付代建资金，公司确认营业收入。2018年公司与文登区政府确认工程转让收入3.35亿元，全部来自山东省文登市杜营河下游河段综合治理工程项目，资金已全部到位。

此外，公司投资兴建的文登圣经山旅游开发建设项目原定通过自身经营收入进行平衡，因圣经山旅游景区被划入生态红线，投资开发面临严格限制，项目的经营及后续建设存在较大不确定性。为收回投资，公司于2018年1月17日与威海金峰旅游开发有限公司（以下简称“金峰旅游”，该公司的实际控制人为威海市文登区政府投融资管理中心，主要负责开发和运营文登区旅游项目）签订转让协议，将已建成的文登圣经山旅游开发建设项目以19.11亿元的含税价格转让给金峰旅游。2018年，该项目确认投资成本16.62亿元，回款17.45亿元。

账务处理上，公司将项目投资计入“在建工程”，待在建基础设施项目完工后由“在建工程”转至“存货”。截至2018年底，公司存货中已完工代建项目78.18亿元，未来政府或当地国有企业将逐年回购代建项目。

截至2018年底，公司在建的代建基础设施项目预计总投资36.09亿元，已累计完成投资22.74亿元，2019年计划投资13.34亿元。

截至2018年底，公司暂无拟建的基础设施代建项目。

其他业务

公司其他业务包括停车场建设项目开发、土地转让业务和房屋租赁业务。

威海市文登区停车场设施建设项目是“19文登专项债/19文停债”的募投项目，将依靠项目自身经营收入进行资金平衡。截至2018年底，项目已累计完成投资8.95亿元，预计全部完工时间由2019年9月延后至2020年5月。

公司土地转让收入系公司将 “招拍挂”或政府划拨所得的土地进行转让获得的收入。对于获得的土地，公司无土地平整投入，直接通过土储进行出让，土地出让金由文登区财政局返还给公司，公司土地转让收入由土地出让返还构成。2018年，公司共转让7宗土地，账面平均单价为528元/平方米，收回价格为902元/平米，确认土地转让收入4.17亿元，返还资金已全部到位。截至2018年底，公司拥有可供出售的土地约22784.77亩，土地资产账面价值合计108.47亿元，其中存货中22292.13亩，账面价值102.26亿；投资性房地产中492.64亩，账面价值6.21亿元。返还比例的变化可能对公司盈利能力产生影响。

房租收入是政府划入的房产租金收入，公司根据区财政局的每年下发的结算文件确定收入金额。2018 年，公司确认的不含税房租收入为 1.07 亿元，与上年持平。

截至2018年底，公司主要拟建的自营项目为西洋参产业园项目，预计总投资15.05亿元，计划于2019年8月开工建设并于2021年7月竣工投入运营。根据项目可研报告初步测算，2022—2026年，该项目可实现销售收入21.46亿元，其中初加工车间及仓储物理库的销售收入11.20亿元，深加工车间销售收入4.50亿元，交易展示及科创中心销售收入5.76亿元。公司未来存在一定的投资支出压力。

表 4　截至 2018 年底公司在建项目构成（单位：亿元）

在建项目名称	类型	总投资	截至 2018 年底已投资	2019 年计划投资	预计完工时间
文登圣经山旅游基础设施建设项目	代建	6.62	3.84	2.77	2019 年 12 月
文登区农村河流环境整治工程一期项目	代建	14.28	3.76	10.52	2019 年 7 月

文登区农村道路改建一期工程	代建	15.19	15.14	0.05	2019 年 3 月
代建项目合计	**代建**	**36.09**	**22.74**	**13.34**	--
威海市文登区停车场设施建设项目	自营	18.69	8.95	8.00	2020 年 5 月
自营项目合计	**自营**	**18.69**	**8.95**	**8.00**	--
合计	--	**54.78**	**31.69**	**21.34**	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来几年，公司将重点开展以下工作：第一、以市政建设为基础，保持市政建设收入的持续稳定增长；第二，开展多元化经营；第三，优化融资结构，拓宽融资渠道，完善融资管理；第四，加强日常管理，依法经营，规范运作。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年财务报告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

截至2018年底，公司纳入合并范围的子公司共2家，较2017年底无变化。

截至 2018 年底，公司资产总额 320.62 亿元，所有者权益 247.03 亿元；2018 年公司实现营业收入 27.34 亿元，利润总额 4.43 亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额320.62亿元，同比下降5.40 %，公司资产结构以流动资产为主。

表5　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.67	5.51	7.61	2.37
其他应收款	74.46	21.97	69.79	21.77
存货	183.07	54.02	180.88	56.42
流动资产	**276.20**	**81.49**	**259.93**	**81.07**
投资性房地产	26.82	7.91	26.20	8.17
在建工程	27.06	7.98	31.69	9.88
非流动资产	**62.72**	**18.51**	**60.69**	**18.93**
资产总额	**338.92**	**100.00**	**320.62**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2018年底，公司流动资产259.93亿元，同比下降5.89%，主要系货币资金大幅减少所致。

2018年底，公司货币资金7.61亿元，较上年底下降59.27%，主要系购买土地和偿还债务所致。

2018年底，公司应收账款1.66亿元，较上年底增加1.66亿元，主要系公司应收金峰旅游的转让款。

2018年底，公司存货180.88亿元，同比变化不大，其中开发产品为78.18亿元、土地使用权为102.26亿元。2018年，公司土地使用权较上年底净增长9.42亿元。当期，公司土地增加25.64亿元，全部为公司购买所得，上述土地未来用途尚未确定；同时，公司土地减少16.22亿元，其中包括转让土地2.44亿元和政府回收土地13.78亿元。根据威文财预指〔2018〕197号文件，文登区财政局对公司被收回的24宗出让土地进行补偿，补偿金额为13.78亿元，同时公司增加对区财政局的其他应收款。

2018年底，公司其他应收款69.79亿元，同比下降6.27%，主要系政府债务置换冲减公司应收威海市文登区财政局的款项所致。从应收对象来看，公司其他应收款前5名的账面余额占总额的88.27%，集中度较高，但由于前5名均为政府机构及政府下属国有企业，收回风险较低，未计提坏账准备。

2018年底，公司非流动资产60.69亿元，同比下降3.23%，主要系其他非流动资产减少所致。

2018年底，公司其他非流动资产较上年底减少6.00亿元，主要系理财产品提前赎回所致；公司投资性房地产26.20亿元，同比下降2.30%。2018年底，公司在建工程31.69亿元，同比增长17.12%，主要系新增威海市文登区停车场设施建设项目所致。

2018年底，公司受限资产合计22.58亿元，占资产总额的7.04%，其中用于抵押借款的土地使用权22.27亿元、用于抵押借款的投资性房地产0.30亿元。

跟踪期内，公司资产规模有所下降，以流动资产为主，其中存货占比最大，主要为土地和已完工代建项目成本；其他应收款规模较大，对公司资金形成明显占用；资产流动性较弱，资产质量一般。

3. 所有者权益和负债

所有者权益

2018年底，公司所有者权益247.03亿元，同比增长1.83%；所有者权益主要由实收资本（占4.05%）、资本公积（占82.17%）和未分配利润（占12.40%）构成。

跟踪期内，公司所有者权益保持相对稳定，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

2018年底，公司负债总额73.60亿元，同比下降23.59%，主要系长期借款和应付债券下降所致，负债结构以非流动负债为主。

2018年底，公司流动负债19.77亿元，同比增长2.55%，主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2018年底，公司其他应付款5.90亿元，同比增长49.71%，主要系公司和威海瑞海建设发展有限公司及威海市文登区财政局的往来款增加所致；同期，一年内到期的非流动负债10.22亿元，同比增长14.82%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

2018年底，公司非流动负债53.83亿元，同比下降30.13%，主要系长期借款和应付债券下降所致。

2018年底，公司长期借款30.83亿元，同比下降21.05%，主要为保证借款；同期，公司应付债券23.00亿元，同比下降39.47%，主要系提前偿还“11文登债”、“13文登债/PR文城资”和“14文登债/PR文登债”全部剩余本金所致。

从有息债务看，公司债务以长期债务为主，截至2018年底，公司全部债务66.19亿元，同比下降24.86%，主要系债券提前偿还所致。从债务指标看，2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为22.95%、21.13%和18.47%，分别较上年底下降5.47、5.51和6.14个百分点。公司2019年至2021年到期债务分别为10.22亿元、14.29亿元和18.18亿元。

表6 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年
短期债务	8.90	10.22
长期债务	79.19	55.97
全部债务	88.09	66.19
长期债务资本化比率	24.61	18.47
全部债务资本化比率	26.64	21.13
资产负债率	28.42	22.95

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司债务规模下降明显，整体债务负担处于较低水平。未来随着在建项目的持续投入，预计公司负债水平将有所上升。

4. 盈利能力

2018年公司实现营业收入27.34亿元，同比增长6.48%；同期，营业成本同比增长0.23%。2018年，受营业收入增长影响，公司营业利润率10.63%，较上年增加7.05个百分点。

2018年公司期间费用3.23亿元，以财务费用为主，同比下降9.77%，主要系利息费用减少所致。同期，公司期间费用在营业收入中占比为11.80%，较上年下降2.13个百分点，公司期间费用控制能力有所提升。

2018年，公司获得政府补助4.60亿元，计入其他收益科目。2018年公司利润总额4.43亿元，同比增长2.40%，公司利润对政府补助依赖程度高。

表7　2017—2018年公司盈利情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年	2018 年
营业收入	25.68	27.34
营业成本	22.54	22.59
其他收益	7.19	4.60
营业利润	4.33	4.43
利润总额	4.33	4.43
营业利润率	3.58	10.63
总资本收益率	2.43	2.54
净资产收益率	1.78	1.79

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2018 年公司总资本收益率2.54%，较上年有所增长；净资产收益率 1.79%，较上年保持相对稳定。

总体看，跟踪期内，公司营业收入和营业利润率有所增长，公司期间费用控制能力有所提升，公司利润总额对财政补贴依赖性强。

5. 现金流

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2018年，公司经营活动现金流入84.95亿元，同比增长16.75%，主要为公司和文登区财政局及威海瑞海建设发展有限公司的往来资金和收到的政府债券置换资金；同期，公司现金收入比为95.44%，较上年下降6.69个百分点，公司收入实现质量尚可。2018年，公司经营活动现金流出78.11亿元，同比增长17.75%，主要系购买土地支付的资金规模较大所致。受往来资金净流入和政府债券置换资金增加的影响，2018年公司经营活动现金流量净额为6.84亿元，同比增长6.45%。

表8　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入小计	72.76	84.95
经营活动现金流出小计	66.34	78.11
经营活动产生的现金流量净额	6.43	6.84
投资活动产生的现金流量净额	-6.06	6.16
筹资活动产生的现金流量净额	-0.24	-24.06
现金收入比	102.13	95.44

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018年，公司投资活动现金流量净额由负转正，主要系公司2017年购买的理财产品于2018年赎回所致。

2018年，公司筹资活动现金流入15.98亿元，同比下降12.31%，主要系取得借款收到的现金减少所致；同期，筹资活动现金流出40.04亿元，同比增长116.94%，主要系公司利用政府债券置换资金对债券进行提前偿还所致。受筹资活动现金流出大幅增加影响，2018年公司筹资活动现金流量净额为-24.06亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流净额有所增长，公司投资活动较少。但考虑到公司未来投资及还款的资金需求，公司仍存在一定的外部筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年底，公司流动比率和速动比率分别为1315.00%和399.92%，较上年分别下降117.95和83.24个百分点。2018年公司经营现金流动负债比为34.62%。2018年底，公司现金类资产7.61亿元，相当于短期债务的0.74倍。总体看，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA为8.57亿元，较上年下降1.03%；全部债务/EBITDA为7.72倍，较上年大幅下降，EBITDA对公司全部债务保护能力较弱。

截至2018年底，公司对外担保余额72.11亿元，担保比率为29.19%，被担保对象大多为文登区政府下属企事业单位，目前经营正常。除对国有企业进行担保外，公司还对3家民营企业进行了担保，担保余额合计1.06亿元。总体看，公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

表 9　2018 年底公司对外担保明细（单位：亿元）

担保对象	担保余额	企业性质
威海市文登区蓝海投资开发有限公司	34.00	国企

威海市文登区水利建设开发有限公司	21.50	国企
威海蓝创建设投资有限公司	5.00	国企
威海市文登区交通建设开发有限公司	4.70	国企
文登金滩投资管理有限公司	3.00	国企
文登进马绿化工程有限公司	0.49	国企
威海创文建设工程有限公司	0.49	国企
文登市园林绿化工程处	0.49	国企
威海思源农业科技服务有限公司	0.46	民营企业
威海富德装饰工程有限公司	0.45	国企
威海市文登区市政工程管理处	0.44	国企
威海市文登热电厂有限公司	0.34	国企
威海市厚德科技孵化器有限公司	0.30	民营企业
山东众音化学科技有限公司	0.30	民营企业
威海市文登区妇幼保健院	0.15	国企
总计	**72.11**	--

资料来源：公司审计报告

根据威海市文登区人民法院（以下简称“文登区法院”）的民事裁定书，2018 年 6 月 25 日，公司向文登区法院申请诉前财产保全，请求查封被申请人山东艺达家纺有限公司的房产及土地使用权等财产。2018 年 6 月 28 日，公司以双方和解为由，撤回保全申请。截至 2018 年 10 月 31 日，公司与山东艺达家纺有限公司已经结清相关款项。

2018年底，公司共获得银行授信额度为42.35亿元，已使用授信额度39.05亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

考虑到公司是威海市文登区重要的基础设施建设及国有资产经营主体，文登区政府在资金划入和财政补贴等方面给予公司持续的支持，公司整体偿债能力很强。

7. *母公司财务分析*

截至 2018 年底，母公司资产规模为 304.56 亿元，同比下降 5.86%。母公司资产占合并口径资产总额的 94.99%。其中，流动资产为 252.86 亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款和存货构成。非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和在建工程构成。

截至 2018 年底，母公司所有者权益为 247.03 亿元，同比增长 1.81%。其中，实收资本占 4.05%，资本公积占 82.17%，未分配利润占 12.40%。公司所有者权益较为稳定。

截至 2018 年底，母公司负债规模较上年下降 28.89%，主要由非流动负债构成。其中，非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。母公司 2018 年资产负债率为 18.89%，同比下降 6.12 个百分点，整体债务压力减小。

2018 年，母公司营业收入为 27.34 亿元，占合并口径营业收入的 100.00%。营业成本为 22.59 亿元。母公司 2018 年净利润为 4.40 亿元，同比增长 1.67%。

总体看，母公司资产和负债总额占合并口径的比例大，对合并口径营业收入和净利润的贡献高。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司存续债券“19 文登专项债/19 文停债”债券余额 10.00 亿元。“19 文登专项债/19 文停债”设分期偿付条款，附设第 5 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。若投资者在第 5 年末选择行权，则公司当年最高需偿付本金 8 亿元。2018 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流量净额分别为“19 文登专项债/19 文停债”债券余额的 0.86 倍、8.50 倍和 0.68 倍；EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流量净额分别为“19 文登专项债/19 文停债”单年最高偿付本金 8 亿元的 1.07 倍、10.62 倍和 0.86 倍。公司经营活动现金流入量对“19 文登专项债/19 文停债”债券余额和单年最高偿付本金的覆盖能力较强。

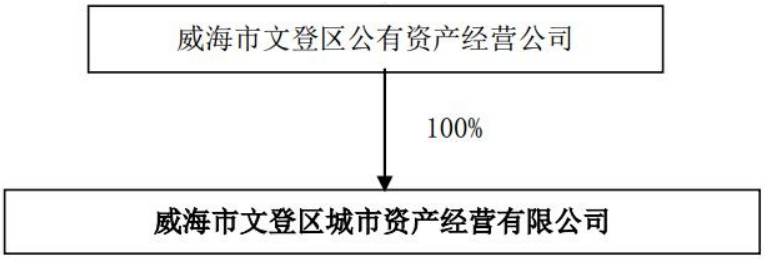
总体看，分期偿付条款设置有效降低了公司的集中偿付压力，但若投资者在债券存续期第 5 年末行权，公司将会存在一定集中偿付压力。公司经营活动现金流入量对“19 文登专项债/19 文停债”债券余额的保障能力较强。

十一、结论

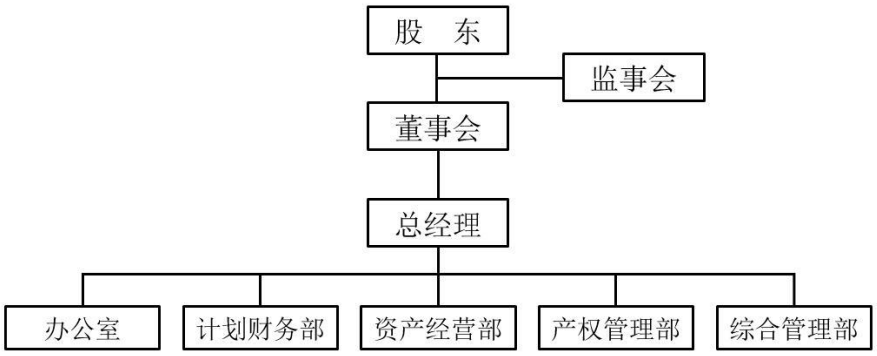
综合评估，联合资信确定维持公司主体长

期信用等级为 AA，“19 文登专项债/19 文停债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2018 年底公司子公司情况

序号	被投资单位名称	主营业务	成立日期	注册资本	直接持股比例（%）
1	威海汇昌建设发展有限公司	土木工程、房屋建筑工程、市政工程、路面路基工程、棚户区改造工程、水利工程、桥梁工程、室内外装饰工程施工；土地开发整理和经营。	2016-6-13	71400 万元	70.03
2	威海泰宏实业有限公司	防腐、保温、输气、输油、排水用管道生产销售；管道工程、给排水工程、暖通工程、水电暖工程施工；土地开发整理和经营；市政工程、路面路基工程施工；房地产开发、经营；室内外装饰工程施工；水利工程施工；旅游景区开发、经营、管理。	2016-4-29	50000 万元	100.00

资料来源：公司审计报告

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	18.80	18.67	7.61
资产总额(亿元)	325.10	338.92	320.62
所有者权益(亿元)	238.27	242.59	247.03
短期债务(亿元)	7.81	8.90	10.22
长期债务(亿元)	74.86	79.19	55.97
全部债务(亿元)	82.67	88.09	66.19
营业收入(亿元)	25.82	25.68	27.34
利润总额(亿元)	4.01	4.33	4.43
EBITDA(亿元)	8.41	8.66	8.57
经营性净现金流(亿元)	-8.19	6.43	6.84
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	32.95
存货周转次数(次)	0.11	0.12	0.12
总资产周转次数(次)	0.08	0.08	0.08
现金收入比(%)	101.38	102.13	95.44
营业利润率(%)	7.97	3.58	10.63
总资本收益率(%)	2.49	2.43	2.54
净资产收益率(%)	1.68	1.78	1.79
长期债务资本化比率(%)	23.91	24.61	18.47
全部债务资本化比率(%)	25.76	26.64	21.13
资产负债率(%)	26.71	28.42	22.95
流动比率(%)	1826.46	1432.95	1315.00
速动比率(%)	466.36	483.16	399.92
经营现金流动负债比(%)	-57.97	33.35	34.62
EBITDA 利息倍数(倍)	1.60	1.66	1.76
全部债务/EBITDA(倍)	9.83	10.17	7.72

注：已将其他应付款中有息部分计入长期债务核算

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　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。

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