信用等级公告

联合[2018] 2375 号

联合资信评估评估有限公司通过对阜新市城市基础设施建设投资有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持阜新市城市基础设施建设投资有限责任公司主体长期信用等级为 AA，维持“14 阜新城投债 02/PR 阜新 02”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

二零一八年八月十七日

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
网址：www.lhratings.com

阜新市城市基础设施建设投资有限责任公司
跟踪评级报告

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
14 阜新城投债 02/PR 阜新 02	6.40 亿元	2022/03/18	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 8 月 17 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	21.71	24.04	15.11
资产总额(亿元)	215.58	198.45	176.51
所有者权益(亿元)	96.12	93.88	87.70
短期债务（亿元）	3.99	10.60	10.41
长期债务(亿元)	102.00	84.82	62.06
全部债务(亿元)	105.98	95.42	72.47
主营业务收入(亿元)/营业收入（亿元）	11.94	6.10	7.12
利润总额（亿元）	1.05	0.68	1.41
EBITDA(亿元)	5.49	4.47	4.41
经营性净现金流(亿元)	-19.03	2.72	21.52
应收类款项/资产总额(%)	34.74	36.17	41.60
主营业务利润率/营业利润率（%）	10.92	19.04	36.33
净资产收益率(%)	1.11	0.61	1.61
资产负债率(%)	55.46	52.69	50.31
全部债务资本化比率(%)	52.47	50.40	45.24
流动比率(%)	671.12	577.84	437.58
经营现金流动负债比(%)	-108.49	13.77	101.94
全部债务/EBITDA(倍)	19.29	21.33	16.42

注：2015 年财务数据采用会计旧准则编制，2017 年数据采用新会计准则编制，2016 年财务数据采用 2017 年年初数。

分析师

竺文彬　王　超

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

阜新市城市基础设施建设投资有限责任公司（以下简称“公司”）是阜新市重要的基础设施建设主体，跟踪期内，阜新市经济稳步发展，公司在基础设施建设、公用事业方面具有一定区域专营性，公司持续获得资产划拨、财政补贴等有力的外部支持，债务规模进一步减小，债务负担有所下降。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，阜新市政府整体债务负担仍重，政府占用公司资金较大、公司盈利能力仍较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司获得募投项目回购款对“14阜新城投债02/PR阜新02”债券保障程度较高，同时“14阜新城投债02/PR阜新02”设立本金提前分期等额偿还条款，有助于减轻公司的集中偿付压力。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“14 阜新城投债 02/PR 阜新 02”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为阜新市重要的基础设施建设主体，持续得到资产划拨、财政补贴等方面的有力支持。
2. 跟踪期内，公司获得募投项目回购款对债券保障程度较高，同时，分期偿还本金有利于减轻集中偿付压力。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金流量净额规模较大，公司经营活动收现质量有所改善。

关注

1. 跟踪期内，公司存量代建在建项目较少，未来代建业务收入持续性存在一定不确定性。

2. 跟踪期内，公司代建业务回款滞后，政府未按计划偿付应收类款项，公司应收类款项占比进一步增长，土地资产受限比例高，整体资产流动性弱。
3. 公司利润总额对政府补贴依赖高，盈利能力仍弱。

声　明

一、本报告引用的资料主要由阜新市城市基础设施建设投资有限责任公司（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。

阜新市城市基础设施建设投资有限责任公司
跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于阜新市城市基础设施建设投资有限责任公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司新增股东国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”），并对公司增资 1.31 亿元（其中 0.01 亿元计入“实收资本”，1.30 亿元计入“资本公积”）。公司实际控制人未发生变化，仍为阜新市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称"阜新国资委"），持股比例为 98.48%。2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 0.71 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。2017 年底，公司拥有 4 家子公司。跟踪期内，原划拨出公司的阜新市水务有限公司（以下简称"水务公司"）和阜新市热力有限公司 （以下简称"热力公司"）由全民所有制改制为有限责任公司，政府将上述两公司重新划拨至公司，公司新增 2 家一级子公司。公司内设项目管理部、财务管理部、办公室、融资咨询部和工程管理部 5 个职能部门（详见附件 1）。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 176.51 亿元，所有者权益合计为 87.70 亿元；2017 年，公司实现营业收入 7.12 亿元，利润总额 1.41 亿元。

公司注册地址：阜新市海州区西山路 17 号；法定代表人：胡国勇。

三、债券概况与募集资金使用情况

2018 年 4 月 27 日，公司提前兑付联合资信所评的“14 阜新城投债 01/14 阜新 01”的本息。截至 2018 年 6 月底，联合资信所评的公司存续债券为"14 阜新城投债 02/PR 阜新 02"，尚需偿还债券本金合计 6.40 亿元，募集资金已全部按要求用于阜新市第四期棚户区改造建设项目（以下简称“募投项目”）。跟踪期内，公司已按期支付利息。2017 年底，募投项目已于 2017 年按计划建设完成，总投资额 40.50 亿元。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14 阜新城投债 02/14 阜新 02	8.00	6.40	2015/3/18	7 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1、基础设施建设行业

（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，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。

（2）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年以来与城投企业相关的主要政策

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

（3）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

跟踪期内，阜新市地区生产总值实现略有增长，固定资产投资对经济增长贡献较大，其中基础设施建设投资大幅增长，公司外部发展环境良好。

公司作为阜新市重要的基础设施建设投融资主体，承担阜新市城市基础设施建设投融资和国有资产运营职能，公司的经营范围、投资方向与阜新市经济增长及阜新市发展规划密切相关。

根据2017年《阜新市国民经济和社会发展统计公报》数据，全年地区生产总值（GDP）421.70亿元，比上年增长0.5%。其中，第一产业增加值101.4亿元，增长3.0%；第二产业增加值110.3亿元，下降4.6%；第三产业增加值210.0亿元，增长2.3%。三次产业结构由2016年的23.8:27.0:49.2调整为24.0:26.2:49.8。人均地区生产总值23815元，比上年增长0.9%。

2017年，全年规模以上工业实现增加值70.9亿元，同比下降5.0%。实现工业出口交货值11.5亿元，同比增长150.4%，占工业销售产值的4.7%。全年规模以上工业企业实现主营业务收入244.3亿元，产品销售率达97.9%，实现税金9.7亿元，实现利润总额10.1亿元。

2017年，全年固定资产投资110.1亿元，比上年增长23.7%。其中建设项目投资86.6亿元，增长36.7%。分产业看，第一产业投资3.6亿元，下降28.6%；第二产业投资52.5亿元，增长80.7%；第三产业投资54.0亿元，下降1.7%。工业、基础设施和房地产开发是阜新市投资的主

体。工业投资完成51.7亿元，增长80.9%；基础设施投资完成45.2亿元，增长76.3%；房地产开发投资完成23.5亿元，下降8.4%。

五、基础素质分析

1．股权状况

跟踪期内，公司新增股东国开基金；2017年底，国开基金和阜新国资委对公司持股比例分别为1.52%和98.48%，公司实际控制人未发生变化，仍为阜新国资委，公司注册资本和实收资本均为0.71亿元。

2．外部支持

跟踪期内，阜新市地方可控财力保持稳定，上级补助收入仍为阜新市政府财政收入的主要来源，财政自给能力弱；阜新市政府整体债务负担重。公司主要承担着政府基础设施建设工作，持续获得在资产划拨、财政补贴、债务置换等方面的支持。

2017年，阜新市政府财政收入有所上升，地方可控财力207.28亿元，同比增长2.90%，主要由一般预算收入、基金收入和上级补助收入构成。

根据《关于阜新市2017年预算执行情况和2018年预算草案的报告》，2017年阜新市实现一般公共预算收入38.2亿元，同比增长6.5%。其中，税收收入26.3亿元，同比增长1.2%，占一般公共预算收入68.85%，一般公共预算收入质量一般。一般公共预算支出144.8亿元，其中社会保障就业、农林水事务、教育、医疗卫生支出合计101亿元，占公共预算支出69.75%，财政自给率为26.38%，自给能力弱。2017年，阜新市获得上级补助收入135.3亿元，实现政府性基金收入8.9亿元，阜新市政府财政收入对上级补助收入依赖高。2017年底，阜新市地方政府债务以直接债务为主。阜新市政府债务余额142.63亿元，包括一般债务113.26亿元和专项债务29.37亿元，地方政府债务负担重。

2017年，根据《阜新市财政局关于市城投公司申请变更出资人的批复》（阜财产复[2017]868号），政府将2016年划出的水务公司及热力公司重新划入公司，增加资本公积2.28亿元。

2016~2017年公司分别获得财政补贴3.07亿元和2.50亿元。

2017年，公司获得15.72亿元政府债务置换资金，用于偿还国开银行长期贷款（相应减少“其他应收款”）。2018年，公司获得11.20亿元政府债务置换资金，偿还了公司存续债券“12阜新债/PR阜城投”（4.80亿元）和“14阜新城投债01/PR阜新01”（6.40亿元）。

3．企业信用情况

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（机构信用代码为：G1021090200071510G），截至2018年7月19日，公司无未结清不良贷款记录，已结清贷款记录中有3笔关注类贷款，主要系公司提前还款，公司过往信贷记录良好。

截至2018年8月11日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，由于新增股东国开基金，公司设立股东会，由全体股东组成，是公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换董事、监事；对公司增加或者减少注册资本作出决定；对发行公司债券作出决定等。国开基金不参与公司日常经营，未派驻董事。跟踪期内，公司按章程要求召开1次股东会，多次召开董事会，治理结构执行情况正常。

跟踪期内，公司两名职工监事由凌华威和刘艳调整为赵游、白石，公司高管及管理制度未发生重大变化，公司管理体制运行情况正常。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受益于代建业务结转收入规模较大，公司营业收入增长，毛利率水平较高的工程管理费用在收入中占比增长以及水价调升等因素带动公司主营业务毛利率同比大幅增长。

2017 年，公司实现营业收入为 7.12 亿元，同比增长 16.81%，主要系工程管理费收入大幅增长，供热、供水板块收入小幅减少。新增工程业务收入为统计口径调整所致，原部分其他业务板块收入在此核算，主要为水务公司和热力公司下属子公司形成的工程施工收入。

毛利率方面，2017 年，公司综合毛利率为 37.10%，较 2016 年度增长 17.24 个百分点，主要由于毛利率水平较高的工程管理费用占比大幅增长以及水费收入毛利率水平有所增长的共同影响。其中水费收入毛利率水平增长主要系跟踪期水价调升，工程收入毛利率大幅增长主要系业务板块统计口径调整。

表 3　公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程管理费用	5500	9.02	100.00	14900.26	20.92	100.00
供热收入	29345.13	48.12	9.93	29284.39	41.11	8.02
水费收入	19558.45	32.07	10.39	19013.83	26.69	30.80
工程收入	--	--	--	4929.39	6.92	34.62
其他	4121.18	6.76	-19.23	284.94	0.40	46.87
其他业务收入	2456.55	4.03	100.00	2821.16	3.96	52.57
合计	**60981.31**	**100.00**	**19.86**	**71233.97**	**100.00**	**37.10**

资料来源：公司提供

2. 经营分析

（1）基础设施代建业务

跟踪期内，公司基础设施代建收入投资额较大，结转收入项目较多，工程管理费用大幅增长，但目前在建代建项目较少，未来收入持续性存在一定不确定性。

根据公司和阜新市人民政府签订的《阜新市基础设施建设项目、棚户区改造建设项目委托代建协议书》，阜新市人民政府支付项目建设成本和管理服务费（按照不低于公司建设支出成本的 7%支付）。公司直接将扣除成本后的收益计为收入。公司负责项目招投标、征地拆迁和现场管理等工作。项目成本等前期费用在“存货”中核算，结算后尚未收到的返还款项在“应收账款”中体现。但受财政拨付效率影响，公司代建项目回购期限具有不确定性。

2017 年，公司确认工程费用的项目较多，主要为阜新市老城区改造项目（“12 阜新债募投项目”）、保障性安居工程（棚户区改造）和阜新市第四期棚户区改造建设项目（“14 阜新城投债 01/PR 阜新 01”和“14 阜新城投债 02/PR 阜新 02”募投项目）等项目，2017 年确认阜新市基础设施建设项目工程管理费收入 14900.26 万元，同比大幅增长 170.91%，未收到相关回款。由于公司对确认的阜新市基础设施建设项目不参与建设服务，此收入按管理费用方式确认，毛利率为 100%。

截至 2017 底，公司承揽的未完工代建项目较少，主要为玉龙新城土地储备整理项目，项目周期为 2010~2020 年，建设内容为整理玉龙新城土地 1600 公顷。该项目总投资 45.36 亿元，已投资 13.60 亿元，未来仍需投资 31.76 元，尚需投资额较大。

（2）供暖业务

跟踪期内，公司供暖业务经营稳定，收入随着供热面积扩大稳步增长。

取暖费收入主要来自公司下属子公司热力公司，于 2016 年 12 月 23 日划出完成改制后于 2017 年 12 月 28 日重新划入公司。公司负责阜新市 70%面积的供热业务，随着管网建设的完善，公司供热面积及供热收入稳步增长。截至 2017 年底，公司供热入网面积 1620 万平方米，同比增长 15.22%，以工业供热面积增长为主。2017 年实现供热收入 2.93 亿元，同比小幅下降，主要系部分工业企业拖欠供热费用，业务经营较为稳定。

表 4　2016~2017 年公司供暖板块经营概况

项目	2016 年	2017 年
设计供热能力（MW）	980	980
管网长度（米）	800000	800000
供热入网面积（万平方米）	1406	1620
实际供暖面积（万平方米）	1161	1395
其中：居民供面积（万平方米）	822	906
工业供面积（万平方米）	339	488

资料来源：公司提供

（3）供水业务

跟踪期内，受益于阜新市水价调升，公司水费收入有所增长，毛利率水平大幅提升，未来经营发展向好。

水费收入主要来自公司下属子公司水务公司，于 2016 年 12 月 23 日划出完成改制后于 2017 年 12 月 28 日重新划入公司。2017 年底，水务公司的供水业务范围和产能未发生变化，覆盖阜新市 5 个城区，共有水源井 33 多座，设计生产能力 50 万吨/日；生产水厂 7 个，年供水 7237 万吨；拥有四个售水分公司、一个抢修分公司、一个水源建设公司，年纳税各类税金 3556 万元，共有固定资产 3.17 亿元。

根据 2017 年 3 月，阜新市发展和改革委员会（物价局）通知，居民用水价格由每立方米 2.56 元上调到每立方米 2.98 元；非居民用水价格由现行每立方米 4.31 元上调到每立方米 4.76 元，2017 年 3 月 1 日开始执行。2017 年公司实际供水量小幅减少 1.51%，主要为工业供水下降较多，为 7237 万立方米。受水价调升和工业供水量占比减少的综合影响，水费收入同比小幅减少 2.78%，为 1.90 亿元，毛利率为 30.80%，同比增长 17.35 个百分点。随着水价调升，公司供水业务整体发展较为稳定。

表 5　公司近三年供水板块经营概况

项目	2016 年	2017 年
设计日供水能力（万立方米）	50	50
管网总长度（万米）	2195	2230
实际年供水量（万立方米）	7348	7237
供水收入（万元）	19767	21066
自来水均价（元/吨）	2.69	3.68
居民自来水价格（元/吨）	2.56	2.98
工业自来水价格（元/吨）	4.31	4.76

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来公司承接阜新市基础设施建设及项目的同时将逐步推进经营转型，联合资信将持续关注公司市场化经营多元化业务发展情况。

未来，公司将继续承担阜新市的基础设施建设工作，同时，将逐步推进经营转型，由原以政府相关项目为主，转变为以市场为导向，以投融资为主营业务，以城市基础设施建设、环境生态工程建设、乡村振兴项目建设为主要市场目标的现代化企业。

根据阜新市规划，公司计划推进海州矿灾害治理项目，项目总投资 20.00 亿元，资金来源为自筹和银行贷款，项目周期计划为 6 年，目前尚处于立项阶段。同时，公司计划承担三个产业特色小镇基础设施工程建设，总投资约 6 亿元，工期 3 年。此外，受市政府政策支持，公司将投资风电、光伏等新能源产业，主要以入股方式购买新建或已投产的项目部分股权，预计未来三年内投资 3 亿元左右。

八、财务分析

公司提供了 2017 年合并财务报表，采用新会计准则编制报表。2017 年，公司会计师事务所由原来的中审华寅会计师事务所（特殊普通合伙）变更为利安达会计师事务所（特殊普

通合伙），利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对公司合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。本报告 2016 年财务数据为 2017 年年初数据，均采用会计新准则。

合并范围变化方面，2017 年，阜新市政府将 2016 年底划出的水务公司和热力公司重新划拨入公司，对在建工程科目可比性有一定影响。

1. 资产质量

跟踪期内，受公益性资产剥离影响，公司资产规模有所减少，流动资产中应收类款项占比仍较高，同时，公司无形资产中大部分土地资产受限，资产流动性较弱。整体看，公司资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 176.51 亿元，同比下降 11.05%，其中流动资产占比 52.33%。

2017 年底，公司流动资产 92.37 亿元，同比下降 19.07%，主要系其他应收账款和存货的减少所致。构成以货币资金、应收账款和其他应收款为主。

表 6　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	24.04	12.11	15.11	8.56
应收账款	5.99	3.02	24.02	13.61
其他应收款	65.79	33.15	49.41	27.99
存货	15.79	7.96	0.90	0.51
流动资产合计	**114.13**	**57.51**	**92.37**	**52.33**
固定资产	0.06	0.03	6.29	3.57
在建工程	9.51	4.79	14.20	8.04
无形资产	74.68	37.63	63.47	35.96
非流动资产合计	**84.32**	**42.49**	**84.14**	**47.67**
资产总计	**198.45**	**100.00**	**176.51**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司货币资金 15.11 亿元，同比大幅减少 37.13%，其中绝大部分为银行存款，无使用受限的货币资金。

2017 年底，公司应收账款为 24.02 亿元，同比增长 18.03 亿元，主要系 2017 年代建项目结转规模较大，但未收到政府回款，主要为应收阜新市财政局款项 23.37 亿元。从账龄结构来看，1 年内应收款项占比 72.98%、1~2 年应收款项占比 15.20%，政府机构应收款未计提坏账，其他计提坏账准备 0.73 亿元。

2017 年底，公司其他应收款账面价值 49.41 亿元，同比下降 24.89%，主要系收到阜新市财政债务置换款项抵减所致。公司其他应收款坏账准备 0.42 亿元。前五名应收占比具体如下表，前五名占比 97.57%，集中度高，综合账龄较短。

表 7　2017 年底公司其他应收款前 5 名

（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	金额	账龄	占比
阜新市财政局	代垫工程款、往来款	41.45	0-5 年以上	83.18
阜新银行股份有限公司	受让信贷资产	5.01	2-3 年	10.06
阜新市细河区棚户区改造办公室	代垫工程往来款	1.16	1 年以内	2.33
阜新市细河区财政局	代垫工程往来款	0.64	1 年以内	1.28
阜新市海州区财政局	代垫工程往来款	0.36	1 年以内	0.72
合计		**48.62**		**97.57**

资料来源：公司审计报告

2017 年，公司应收类款项占资产总额的比重进一步增长至 41.60%，政府等部门对公司资金占用严重。根据《阜新市人民政府关于应付阜新市城市基础设施建设投资有限责任公司款项偿还资金安排的通知》，阜新市政府将逐步落实偿付资金，计划从 2014 年至 2017 年分 4 年平均偿还欠公司款项，并指定把阜新海州区矿工大街西、运输路北等 13 宗土地（面积约 1818.6 亩的土地，均为商业用地）出让收益用于应收款项的偿还。按照 2014 年居住用地 140 万元/亩，以后土地价格按照每年 10%递增进行测算，计划出让土地总收入预计为 34.5 亿元，扣除相关规费后预计净收入 28.6 亿元用于归还应付公司款项。截至 2017 年底，公司

累计收到返还款 10.21 亿元，其中 2017 年指定土地未出让，公司未收到相关款项。对此，联合资信将持续予以关注。

2017 年底，由于代建的老项目大部分竣工结算，新承建的代建项目才开始筹建，公司存货大幅下降至 0.90 亿元，主要为 2017 年开发大街北延项目、路灯工程一标段等项目的工程施工成本。

2017 年底，公司非流动资产为 84.14 亿元，同比变化不大，仍以在建工程和无形资产为主。2017 年底，公司固定资产为 6.29 亿元，同比大幅增长 6.23 亿元，主要系两家子公司划入导致房屋及建筑物和机器设备等增加所致。因各项固定资产不存在减值因素，故未计提固定资产减值。公司在建工程为 14.20 亿元，同比增长 49.26%，主要系公司两家子公司划入合并范围变化所致。目前公司在建工程主要为京沈客专拆迁项目（9.51 亿元，建设资金来源于辽宁省和阜新市财政资金）以及管网改造项目、热站项目等。

2017 年底，无形资产 63.47 亿元，同比减少 15.01%，主要系政府收回公益性资产 11.19 亿元，主要为土地使用权（占 99.99%），目前主要土地用途为工业用地。

截至 2017 年底，公司受限资产为 58.32 亿元，全部为无形资产中的抵押土地，占公司总资产的 33.04%，占比较大。

2. 资本结构

跟踪期内，受政府收回公益性资产影响，公司所有者权益规模有所减小；公司债务结构仍以长期债务为主且长期债务规模减少，整体债务负担有所下降。

2017 年底，公司所有者权益合计 87.70 亿元，同比减少 6.58%，主要系公益性资产收回影响，主要由实收资本（占比 0.81%）、资本公积（占比 80.43%）和未分配利润（占 17.50%）构成。

2017 年底，公司资本公积为 70.54 亿元，同比下降 9.73%，主要系政府收回绿化、公园等公益性土地资产 11.18 亿元，同时国开基金投资 1.31 亿元[1]（0.01 亿元计入实收资本，1.30 亿元计入资本公积），划入热力公司及水务公司增加资本公积 2.28 亿元。

2017 年底，公司负债总额 88.81 亿元，同比下降 15.07%，构成仍以非流动负债为主。

2017 年底，公司流动负债合计 21.11 亿元，同比增长 6.87%，主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

表8　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00	4.49	5.05
预收款项	6.88	6.58	1.77	1.99
其他应付款	1.54	1.47	6.63	7.47
一年内到期的非流动负债	10.22	9.77	5.92	6.67
流动负债合计	**19.75**	**18.89**	**21.11**	**23.77**
长期借款	65.62	62.75	48.46	54.57
应付债券	19.20	18.36	13.60	15.31
专项应付款	0.00	0.00	5.64	6.35
非流动负债合计	**84.82**	**81.11**	**67.70**	**76.23**
负债合计	**104.57**	**100.00**	**88.81**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司短期借款新增 4.49 亿元，主要由抵押借款（占比 33.44%）和质押借款（占比 55.07%）构成。2017 年底，公司预收账款合计 1.77 亿元，同比减少 5.11 亿元，主要系预收的京沈客专省补资金用于建设，目前构成主要为未竣工结算的工程预收款。公司主要负责京沈拆迁项目专项款的拨付，不承担项目工作建设，待完工通车后项目将全部交还京沈铁路客运专项辽宁有限责任公司，此项目公司不获得收益。2017 年底，公司其他应付款为 6.63 亿元，同比增长 5.09 亿元，主要是和阜新市财政局往来款增长所致。从账龄结构来看，以 1

[1] 国开基金增资款于 2016 年到位，计入“长期借款”，并在现金流量表中“取得借款收到现金”中体现，2017 年根据签订的投资协议确认为增资款，并做相应会计调整。

年以内和 1~2 年为主，账龄较短。公司一年内到期的长期负债 5.92 亿元，主要为一年内到期的应付债券 5.60 亿元。

2017 年底，公司非流动负债为 67.70 亿元，同比减少 20.18%，主要为长期借款和应付债券构成。2017 年底，公司长期借款为 48.46 亿元，同比下降 26.14%，主要系偿还到期债务，主要由保证借款（占比 25.30%）和信用借款（占比 70.62%）构成。同期，公司应付债券为 13.60 亿元，同比下降 29.17%，主要系 5.60 亿元转入一年内到期的非流动负债所致。

从有息债务情况来看，2017 年底，公司全部债务 72.47 亿元，同比减少 24.05%，其中长期债务占比 85.64%，跟踪期内，债务规模有所减少，结构仍以长期债务为主。

从债务指标来看，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均有所下降，2017 年底分别为 50.31%、45.24%和 41.44%，债务负担有所减轻。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润总额均有所增长，由于期间费用对公司营业利润侵蚀严重，公司利润总额对财政补贴依赖性强，公司整体盈利能力仍较弱。

公司主营业务收入主要来源于基础设施项目、取暖费和水费收入。2017 年公司实现主营业务收入 7.12 亿元，同比增长 16.81%，主要系工程管理费增长。公司期间费用规模减少 4.16%至 3.92 亿元，期间费用占比为 55.03%，同比减少 12.01 个百分点，但期间费用控制能力仍弱，对营业利润侵蚀严重。

公司作为阜新市基础设施建设的重要主体，每年获得一定数额的政府补贴资金，2017 年，公司获得阜新市财政局拨付的补贴款 2.50 亿元。2017 年实现利润总额 1.41 亿元，同比增长 108.25%。公司利润总额对政府补贴依赖仍高。

跟踪期内，由于毛利率水平较高的工程管理费收入占比提高，公司营业利润率上升至 36.33%；公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.39%和 1.61%，均有所提升，但整体盈利能力仍较弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司收到往来款规模较大，经营活动产生的现金流量净额由负转正，筹资活动方面，主要为偿还债务和利息等。未来公司在基础建设项目有限，外部融资压力一般。

经营活动方面，往来款规模仍较大，2017 年，公司经营活动产生的现金流入为 28.56 亿元，其中与阜新市财政局等单位之间的往来款和补贴合计为 22.74 亿元，其余为销售商品、提供劳务收到的现金（5.82 亿元），公司经营活动现金流出为 7.04 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金，及支付的其他与经营活动有关的现金。2017 年，公司经营活动净现金流为 21.52 亿元，2017 年公司现金收入比由 2016 年的 102.75%下降至 81.69%，收入实现质量有所变差。

投资活动方面，2017 年公司投资活动流入现金流规模较小，为 0.68 亿元；投资活动现金流出为 1.02 亿元，全部为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，同期公司投资活动现金流净额为-0.34 亿元，由正转负。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入为 10.09 亿元，全部为借款所收到的现金。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务所支付的现金 37.29 亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的资金 2.52 亿元，公司筹资活动现金流量净额为-29.72 亿元，公司代建在建项目较少，未来外部融资需求一般。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产较充裕，经营性净现金流规模较大，短期偿债能力较好；公司长期债务有所减少，长期偿债能力有所改善，考虑到公司持续获得外部支持，整体偿债

能力尚可。

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司流动负债增长，2017 年底，流动比率和速动比率值分别下降为 437.58%和 433.33%。2017 年，公司现金类资产为 15.11 亿元，为短期债务的 1.45 倍。2017 年公司经营现金流动负债比为 101.94%，同比上升 88.17 个百分点，经营活动产生现金流量净额对流动负债覆盖能力较好。整体看公司现金类资产较为充足，经营活动现金流入规模大，同时短期债务规模小，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，跟踪期内，公司全部债务规模有所下降，2017 年，公司 EBITDA 为 4.41 亿元，全部债务/EBITDA 下降为 16.42 倍，公司长期偿债能力有所改善，同时考虑公司持续得到阜新市政府的资金支持，经营活动现金流入规模较大等因素，公司整体偿债能力尚可。

2017 年底，公司所获银行贷款均采取项目贷款，银行根据项目实际情况给予公司一定额度贷款，合作银行未授予公司流贷额度，目前合作的银行主要为国家开发银行，公司合作银行较单一，融资渠道有待拓宽。

2017年底，公司对外担保同比有所减少，为6.85亿元，公司担保比率为7.81%，担保对象大多为国有企业，或有负债风险小。

表9　2017年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保企业	担保余额	担保期限
阜新市细河城市建设投资有限公司	3.43	2016 年 5 月 20 日至 2028 年 5 月 19 日
阜新市第二中等职业技术学校	0.50	--
阜新市梅雪啤酒有限责任公司	0.19	--
阜新市白石水源开发有限责任公司	0.05	--
阜新市白石水源开发有限责任公司	0.30	2022 年 10 月 31 日至 2024 年 10 月 30 日
阜新市白石水源开发有限责任公司	0.30	2006 年 3 月 31 日至 2023 年 3 月 30 日
阜新市白石水源开发有限责任公司	0.20	2008 年 2 月 19 日至 2025 年 2 月 18 日
阜新市白石水源开发有限责任公司	0.20	2005 年 3 月 9 日至 2022 年 3 月 8 日
阜新市市政工程管理处	0.23	2011 年 11 月 29 日至 2013 年 11 月 28 日
阜新市超煤矸石热电有限公司	1.20	--
阜新市房产经营总公司	0.25	--
合计	**6.85**	

资料来源：公司提供

九、存续期债券偿债能力分析

公司于 2018 年 4 月提前兑付“12 阜新债/PR 阜城投”和“14 阜新城投债 01/14 阜新 01”。截至 2018 年 6 月底，公司存续债券为“14 阜新城投债 02/PR 阜新 02”公司债券，债券余额为 6.40 亿元，其中一年内到期债券金额为 1.60 亿元。“14 阜新城投债 02/PR 阜新 02”在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金，2018~2021 年，单年最高偿还本金为 1.60 亿元，2017 年底，公司现金类资产为 15.11 亿元，2017 年，公司 EBITDA 为 4.41 亿元，经营活动的现金流入量为 28.56 亿元，经营活动现金流净额为 21.52 亿元，对公司存续债券保障情况如下表。现金类资产对一年内到期债券余额保障能力强，公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力强，EBITDA 对未来待偿债券本金峰值保障能力尚可。

表10　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项　目	2017 年
一年内到期债券余额	1.60
未来待偿债券本金峰值	1.60
现金类资产/一年内到期债券余额	9.44
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	17.85
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	13.45
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.76

资料来源：联合资信整理

此外，根据阜新市人民政府与公司签订的《阜新市第四期棚户区改造建设项目投资建

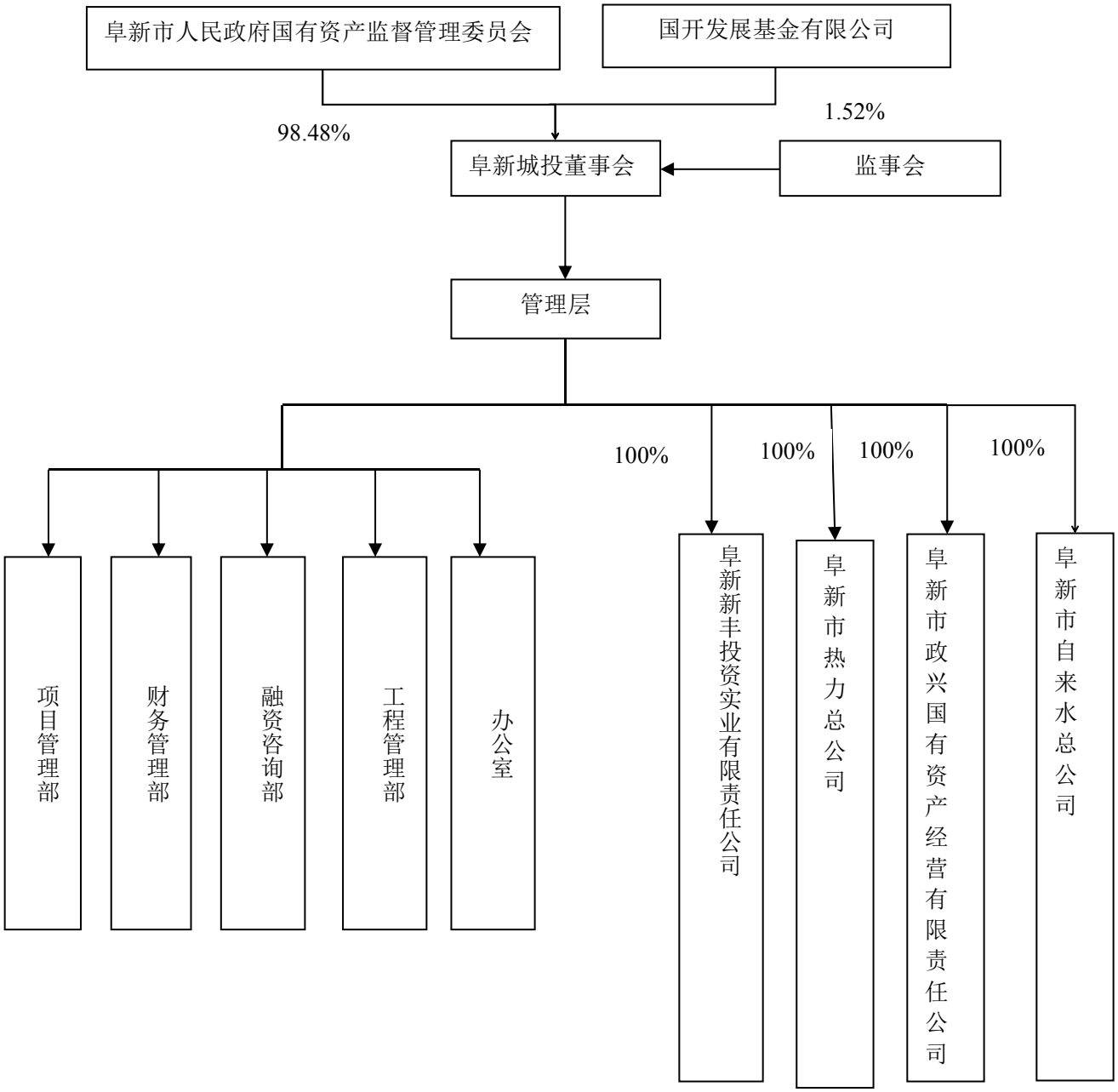
设与转让收购（BT）协议》的相关条款约定，“14 阜新城投债 02/PR 阜新 02”的募投项目将由为阜新市人民政府或政府指定单位进行回购，阜新市人民政府承诺，自 2014 年至 2022 年分期拨付募投项目回购资金。其中：代建投资款自 2014 年至 2017 年分别拨付 2 亿元，自 2018 年至 2021 年分别拨付 5 亿元，2022 年拨付 12.00 亿元。此外，根据协议，政府同意将公司投资成本的 7%，作为管理服务费，最迟于 2022 年与募投项目回购资金一并支付与公司。截至 2017 年底，公司累积收到募投项目代建投资款及利息 11.51 亿元。其中 2017 年收到 3.07 亿元 BT 项目代建投资款及利息，1.60 亿元用于偿还本金，1.47 亿元用于偿还利息费用，建设本金得到了较好的保障建设本金得到了较好的保障。

募投项目回购款金额按投资金额 40.50 亿元测算，为“14 阜新城投债 02/PR 阜新 02”债券余额 6.40 亿元的 6.33 倍，为单年最高偿还本金（1.60 亿元）的 25.31 倍；公司获得募投项目回购款对“14 阜新城投债 02/PR 阜新 02”债券保障程度高。

十、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，维持“14 阜新城投债 02/PR 阜新 02”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权及组织结构图



附件 2　截至 2017 年底公司一级子公司情况

单位名称	实收资本（元）	主要业务	公司持股比例	获得方式
阜新市政兴国有资产经营有限责任公司	500000.00	对市政府授权的国有资产进行经营和管理	100%	划拨
阜新新丰投资实业有限责任公司	30000000.00	城市改造、公用设施、基础设施建设的投资与管理	100%	划拨
阜新市水务有限公司	150570000.00	自来水、管道安装材料	100%	划拨
阜新市热力有限公司	134138000.00	供热	100%	划拨

资料来源：公司审计报告

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)	21.71	24.04	15.11
资产总额(亿元)	215.58	198.45	176.51
所有者权益(亿元)	96.12	93.88	87.70
短期债务(亿元)	3.99	10.60	10.41
长期债务(亿元)	102.00	84.82	62.06
全部债务(亿元)	105.98	95.42	72.47
主营业务收入(亿元)/营业收入（亿元）	11.94	6.10	7.12
利润总额(亿元)	1.05	0.68	1.41
EBITDA(亿元)	5.49	4.47	4.41
经营性净现金流(亿元)	-19.03	2.72	21.52
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.94	2.03	0.47
存货周转次数(次)	0.43	0.62	0.54
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.04
现金收入比(%)	86.41	102.75	81.69
应收类款项/资产总额(%)	34.74	36.17	41.60
主营业务利润率(%)/营业利润率（%）	10.92	19.04	36.33
总资本收益率(%)	2.56	2.01	2.39
净资产收益率(%)	1.11	0.61	1.61
长期债务资本化比率(%)	51.51	47.46	41.44
全部债务资本化比率(%)	52.47	50.40	45.24
资产负债率(%)	55.46	52.69	50.31
流动比率(%)	671.12	577.84	437.58
速动比率(%)	561.58	497.88	433.33
经营现金流动负债比(%)	-108.49	13.77	101.94
全部债务/EBITDA(倍)	19.29	21.33	16.42

注：2015 年财务数据采用会计旧准则编制，2017 年数据采用新会计准则编制，2016 年财务数据采用 2017 年年初数。

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	
主营业务收入（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	主营业务收入（营业收入）/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	主营业务成本（营业收入）/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入（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/主营业务收入×100%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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	
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（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

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