信用等级公告

联合[2018] 1042 号

联合资信评估有限公司通过对济南西城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，确定维持济南西城投资开发集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“17 济西城投 CP001”信用等级为 A-1，“14 济西城投 MTN001”、“17 济西城投 MTN001”和“17 济西城投 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月十九日

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

济南西城投资开发集团有限公司
跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日[1]	跟踪评级结果	上次评级结果
14 济西城投 MTN001	15 亿元	2019/10/30	AAA	AAA
17 济西城投 MTN001	8 亿元	2022/06/14	AAA	AAA
17 济西城投 MTN002	5 亿元	2022/08/18	AAA	AAA
17 济西城投 CP001	7 亿元	2018/08/11	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 19 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	42.95	72.93	54.14	43.29
资产总额(亿元)	765.57	898.01	931.78	946.14
所有者权益(亿元)	267.05	280.31	310.87	322.08
短期债务(亿元)	68.58	18.02	47.08	58.06
长期债务(亿元)	213.27	275.14	293.53	264.39
全部债务(亿元)	281.85	293.16	340.61	322.46
营业收入(亿元)	47.78	41.10	33.51	25.74
利润总额(亿元)	3.18	1.30	16.50	11.18
EBITDA(亿元)	6.72	3.88	21.73	--
经营性净现金流(亿元)	-54.13	-58.52	-14.82	15.79
营业利润率(%)	10.62	5.56	40.98	45.26
净资产收益率(%)	1.18	0.42	5.28	--
资产负债率(%)	65.12	68.79	66.64	65.96
全部债务资本化比率(%)	51.35	51.12	52.28	50.03
流动比率(%)	293.32	607.14	488.74	401.88
经营现金流动负债比(%)	-40.95	-77.72	-15.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	41.96	75.52	15.67	--

注：2018 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

闫 蓉 张婷婷

评级观点

跟踪期内，济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）与济南滨河新区建设投资集团（以下简称“滨河集团”）合并组建成为济南城市建设集团有限公司（以下简称“建设集团”）；在保留原有职能的前提下，公司被赋予了负责济南市全市建筑安装、市政建设、城市道路、桥隧建设的职能。公司在经营环境、业务专营性等方面具备显著优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内，公司营业收入同比有所下滑、应收款项及在建工程对资金形成占用、未来投资压力较大等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。随着西部新城区域经济的发展，公司负责一级开发的存量土地存在较大升值空间。加之随着建筑安装等新职能的履行，公司未来业务规模有望扩大。

综合分析，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“17 济西城投 CP001”的信用等级为 A-1，维持“14 济西城投 MTN001”、“17 济西城投 MTN001”和“17 济西城投 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司与滨河集团合并组建成为建设集团；在保留原有职能的前提下，被赋予了负责济南市全市建筑安装、市政建设、城市道路、桥隧建设的职能；公司业务规模有望进一步扩大。

[1] “17 济西城投 MTN001”、“17 济西城投 MTN002”为永续中票，期限均为 5+N（N 为续期数），假设兑付日为第五个计息年度末。

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

2. 跟踪期内，济南市经济保持较快发展，为公司经营提供了良好的外部环境。
3. 公司现金类资产对未来一年内待偿还债券本金合计保障能力尚可。

关注

1. 公司基础设施建设投资规模大，跟踪期内债务规模持续增长，资金需求压力较大。此外，由于承担政府性项目的投资建设，公司经营决策对政府依赖程度较高。
2. 公司营业收入受土地市场波动影响较大，盈利水平具有一定不确定性。
3. 公司在建工程及应收款项对资金形成一定占用。

声　明

一、本报告引用的资料主要由济南西城投资开发集团有限公司（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。

济南西城投资开发集团有限公司
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济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“济南西城”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，济南市政府对济南市政府平台进行整合，济南西城与济南滨河新区建设投资集团合并组建成济南城市建设集团有限公司（由济南市人民政府国有资产监督管理委员会100%控股，以下简称“建设集团”），公司股东由济南市财政局变更为建设集团。建设集团注册资本 450 亿元，股东为济南市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“济南市国资委”）。跟踪期内，公司注册资本和实收资本未发生变化，为 50 亿元，实际控制人为济南市人民政府。

跟踪期内，济南西城在保留原有职能前提下，被赋予负责济南市全市建筑安装、市政建设、城市道路及桥隧建设的职能；公司未来定位为济南市城市开发、建设与经营主体，以建安和市政建设、城建路桥为主业。

截至 2018 年 3 月底，公司本部设人力资源部、财务部、规划开发部、建设管理部、工程事业部等 10 个职能部门；拥有全资及控股一级子公司 16 家；公司合并口径拥有在职职工 504 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 931.78 亿元，所有者权益合计 310.87 亿元（含少数股东权益 33.22 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 33.51 亿元，利润总额 16.50 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 946.14 亿元，所有者权益合计 322.08 亿元（含少数股东权益 33.19 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 25.74 亿元，利润总额 11.18 亿元。

公司注册地址：济南市长清区大学科技园大学路 4366 号；法定代表人：李培杰。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2018 年 5 月底，联合资信所评公司存续期内相关债券余额 35 亿元。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，既往付息情况良好。2018 年 6 月 6 日，公司提前兑付“14 济西投债/PR 济西投”剩余本金 16 亿元。2018 年 6 月 15 日，公司兑付“15 济西城投 MTN001”本金 2 亿元。截至报告出具日，存续债券募集资金已按指定用途全部使用完毕；“14 济西城投 MTN001”、“17 济西城投 CP001”、“17 济西城投 MTN001”、“17 济西城投 MTN002”募集资金已被用于偿还公司债务。

“17 济西城投 MTN001”、“17 济西城投 MTN002”附发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点；2017 年 12 月，公司上缴国有资本收益 586.56 万元，根据上述中票发行条款，公司在分红 12 个月内不得递延当期利息以及按照本条已经递延的所有利息及其孳息，因此上述债券不会递延支付利息。

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 济西城投 MTN001	15	15	2014/10/30	5 年
17 济西城投 MTN001	8	8	2017/06/14	5+N 年
17 济西城投 MTN002	5	5	2017/08/18	5+N 年
17 济西城投 CP001	7	7	2017/08/11	365 日
合计	**35**	**35**	--	--

注：N 为续期数
资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投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

2. 区域经济

目前，公司经营与投资的项目主要集中在济南市西部新城区，其经营范围、投资方向及融资能力直接受济南地区经济增长和城市建设水平影响。

跟踪期内，济南市经济保持了较快的增长势头，区域经济结构得到逐步调整；固定资产及基础设施投资增速较快，投资规模较大。

近年来济南市经济总量持续增长，2015~2017 年，全市地区生产总值分别为 6100.23 亿元、6536.12 亿元和 7201.96 亿元；其中 2017 年全市地区生产总值比上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 317.40 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 2569.22 亿元，增长 8.4%；第三产业增加值 4315.34 亿元，增长 8.2%。三次产业构成由 2016 年的 4.9：36.2：58.9 调整为 4.4：35.7：59.9。

固定资产投资方面，近年来，济南市固定资产投资保持较快增长趋势。2017 年，全市固定资产投资 4363.6 亿元，增长 13.5%。分产业看，第一产业投资 97.5 亿元，增长 6.4%；第二产业投资 1441.8 亿元，增长 16.4%；第三产业投资 2824.2 亿元，增长 12.6%。房地产投资低速增长。全年房地产开发完成投资 1232.6 亿元，增长 5.9%。

2017 年，济南市全年社会消费品零售总额 4146.1 亿元，比上年增长 10.1%。全年货物进出口总额 708.1 亿元，比上年增长 10.5%。其中，出口 451.0 亿元，增长 10.5%；进口 257.1 亿元，增长 10.5%。

2018 年 1~2 月，济南市全市固定资产投资同比增长 14.3%；进出口总额同比增长 21.0%；

限额以上单位零售额同比增长 9.9%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东由济南市财政局变更为建设集团，建设集团为济南市国资委 100%控股的国有独资企业。公司实际控制人为济南市人民政府。

2. 外部支持

济南市政府为公司实际控制人，跟踪期内，其财政收入保持较快增长。公司在财政补贴以及土地出让收益返还等方面持续获得支持。

2017 年，济南市地方公共财政预算收入 677.2 亿元，同比增长 10.5%，同比增速较 2016 年小幅提升。2018 年 1~2 月，济南市一般公共预算收入同比增长 19.0%至 142.4 亿元。支出方面，2017 年，一般公共预算支出 834.1 亿元，同比增长 12.6%。基金收支方面，2017 年，济南市基金收入 889.23 亿元，同比增长 16.0%；支出 933.24 亿元，同比增长 21.6%。2017 年，济南市财政自给率 81.19%。总体来看，济南市财政实力较强，但自给率水平一般。

2017 年，公司收到项目建设专项资金 1.10 亿元，另外获得政府补贴 523.01 万元。

截至 2018 年 3 月底，公司剩余待置换政府性债务（全部为一类债务）42.00 亿元，计划于 2018 年 8 月之前全部置换完毕。

2017 年及 2018 年 1 季度，公司分别获得土地出让金返还 1.31 亿元、35.69 亿元。

3. 企业信用记录

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基本信用信息报告（机构信用代码为：G9937011300585450E），截至 2018 年 6 月 12 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 5 月底，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司内部管理体制、管理制度等方面无重大变化。

跟踪期内，根据济南市人民政府批准，公司股东由济南市财政局变更为建设集团。由建设集团行使决定公司经营方针和投资计划，任命和更换董事、监事，审议批准董事会及监事会的报告，审议批准公司年度财务预算、决算方案等职权。公司董事会成员由 8 人变更为 5 人，分别为李培杰、史海成、徐文东、段辉文、郝艳艳；监事会成员由 2 人变更为 3 人。

上述变动对公司正常运营未产生重大影响。

七、经营分析

2017年，受土地出让进度及房地产结算项目规模下降影响，公司主营收入同比有所减少；毛利率水平在土地整理熟化板块带动下有所上升。

2017年，公司实现主营业务收入32.62亿元，同比下降19.32%。土地整理熟化收入、售房收入仍为公司主要收入来源，2017年各占主营业务收入的70.14%、19.10%。其中，土地整理熟化收入22.88亿元，同比下降11.32%；售房收入同比下降43.52%。毛利率方面，2017年，公司毛利率同比升至42.55%。

2018 年 1~3 月，公司营业收入 25.74 亿元，由于土地整理板块收入有所增长，较 2017 年同期增幅较大；同期，公司营业毛利率 45.80%。

表 3　2016~2018 年 1 季度公司主营业务收入情况

项目	主营业务收入（亿元）			主营业务成本（亿元）			主营业务毛利率（%）		
	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
土地整理熟化收入	25.80	22.88	24.50	25.80	10.81	12.92	0.00	52.73	47.29
售房收入	11.03	6.23	0.28	9.78	4.99	0.24	11.33	19.84	14.29
油品收入	1.23	1.22	0.31	0.92	0.90	0.25	25.20	25.99	19.35
租赁及物业费收入	0.48	0.51	0.14	0.33	0.29	0.06	31.25	44.17	58.70
其他收入	1.89	1.79	0.51	0.96	1.75	0.48	49.21	2.31	5.88
合计	**40.43**	**32.62**	**25.74**	**37.80**	**18.74**	**13.95**	**6.50**	**42.55**	**45.80**

注：上表各板块收入及成本合计数误差系四舍五入所致；2018 年 1 季度合计数为营业收入。
资料来源：公司财务报告

跟踪期内，公司土地整理熟化板块业务模式未发生变化，收入受土地市场行情及政府规划出让进度影响波动较大；待整理土地面积较大，业务持续性良好。

公司受济南市国土资源局委托，负责西部新城区建设项目范围内涉及的国有土地整理、熟化和一级开发工作。公司将西部新城区重点项目范围内的土地进行征收、熟化后，由济南市国土资源局通过济南市土地储备交易中心公开招、拍、挂等方式出让，所得收入上缴济南市财政局，市财政局根据市场情况将出让价款返还给公司用于平衡公司前期投入。

跟踪期内，公司出让土地均集中在西客站片区。出让规模和收入受土地市场行情及政府规划出让进度影响较大，具体出让情况见表4。其中，2017年土地出让金回款规模小，主要系当年土地集中于年底出让，出让收入到账时间延后至2018年所致（截至报告出具日已全部返还）。

受土地出让规模以及出让单价的影响，2017年，公司确认土地整理收入同比下降11.32%至22.88亿元。同期，该板块毛利率大幅升至52.73%，主要系土地出让价格较高所致。2018年1季度，公司土地出让规模同比增幅较大，确认收入24.50亿元，毛利率由于出让土地平均单价降低而较2017年全年有所下降。

目前，公司进行一级开发的土地主要分布在西客站片区和大学科技园片区。截至2018年3月底，公司剩余待整理可出让土地约5510亩，其中大学科技园片区3369亩，西客站片区2141亩。2018年4~12月，公司计划出让土地190亩。参照目前市场土地价格，公司未来几年土地一级开发收入较为充裕。较大规模的整理范围为公司未来收入形成一定支撑。

表 4　2016～2018 年 3 月公司土地出让情况（单位：亩、万元）

年份	出让面积	政府出让收入	公司回款
2016 年	1369.61	332486.34	342913.40
2017 年	300.36	284800.00	13071.00
2018 年 1~3 月	358.75	306272.75	356900.40

注：“公司回款”是指公司当年从财政部门收到的土地返还款，较当年土地出让收入确认时点存在滞后性。
资料来源：公司提供

公司资产运营业务经营较为稳健；随着济南市政府逐步整合西部新城区域内国有经营性资产，并授予公司相关经营权，公司未来经营性业务收入有望得到进一步拓展。

公司资产运营板块主要包括：油品业务、租赁及物业、餐饮业务、园博园（含主展馆、科技馆、世博山东馆、园博园改造提升等）、济西湿地、西城大厦（东广场南综合体）等资产项目的运营。

（a）油品业务

公司与中国石油化工股份有限公司共同投资成立济南西城石化有限公司（以下简称“石

化公司”）负责公司的油品业务，公司出资 1530 万元，占石化公司 51%的股份。截至 2018 年 3 月底，石化公司账面资产总额 6272.52 万元，净资产 4558.94 万元，在营加油站 8 座（其中自投 3 座，投资额 1537.03 万元），在建 2 座，投资额 232.32 万元。2017 年，公司油品收入同比基本持平，共计 1.22 亿元；毛利率小幅升至 25.99%。2018 年 1 季度，该板块收入 0.31 亿元，毛利率 19.35%。该板块毛利率受成本及油价变动差额影响有所波动。

（b）租赁及物业管理

截至 2018 年 3 月底，公司运营资产主要包括数娱广场、紫薇阁、西客站场站一体化南综合体、大剧院、三馆、园博园度假酒店、绿地缤纷城商业项目等 27 个项目，资产面积约 106.80 万平方米。

2017 年，公司实现租赁及物业管理收入合计 0.51 亿元，同比上升 6.25%；毛利率较 2016 年上升至 44.17%，主要系部分空置项目招商落实所致。2018 年 1 季度，公司租赁及物业收入 0.14 亿元，毛利率 58.70%。

除上述业务外，公司资产运营业务收入还包括餐饮、济南园博园、济南名仕学府酒店的客房、餐饮收入、济西湿地、会展中心等资产的运营收入等；目前该部分收入规模较小。

跟踪期内，公司房地产开发业务收入同比下降幅度较大；毛利率水平受项目类型及区位影响有所上升；较大规模的在建项目有望对未来收入形成支撑。

2017 年，公司通过济水上苑（南区）等项目实现售房收入 6.23 亿元，同比下降 43.52%；毛利率由于确认收入项目售价上升有所增长。2018 年 1 季度，公司通过济水上苑（南区）、善信大厦等项目实现房地产收入 0.28 亿元；毛利率 14.29%。

表 5　截至 2018 年 3 月底公司在建房地产项目投资、销售明细（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目类型	总开发面积（预估）	总投资额（预估）	已投资额	计划完工时间	已销售额	合规情况
汇金国际	商业	9.60	7.80	3.50	2019 年	--	五证齐全
总部基地项目	商业	43.17	42.15	16.50	2019 年	0.52	五证齐全
济水别院、天风云墅	住宅	91.00	38.80	7.80	--	0.00	五证齐全
济水上苑(北区)	住宅	31.21	25.00	18.77	--	0.60	五证齐全
合计	--	**174.98**	**113.75**	**46.57**	--	**1.12**	--

注：部分项目总投资额根据实际情况有所变动；汇金国际计划全部自持出租，其余项目预计总销售额基本与总投资额持平。
资料来源：公司提供

公司目前在建房地产项目主要有总部基地项目、汇金国际及济水别院等项目，投资总额超过 110 亿元，上述项目将于未来 3~5 年内持续投入并产生收入。其中，总部基地项目 2018 年计划销售 3 亿元，2018 年 1 季度已销售 0.52 亿元；济水别院、天风云墅项目 2018 年计划销售 7 亿元，1 季度尚未实现销售。济水上苑（北区）项目计划销售 13 亿元，截至 2018 年 3 月底已销售 0.60 亿元。另外，公司房地产板块目前拥有储备土地 173 亩，位于济南市长清区，计划于 2019 年启动开发。

公司作为济南西部新城区基础设施项目的建设主体，跟踪期内，对承接项目持续投入；未来较大的投资规模给公司带来一定筹资压力。

公司目前主要在建项目基本通过土地资源开发产生的收入进行资金平衡，包括西客站片区道路及绿化工程、安置房、济西湿地公园等。上述项目计划总投资316.28亿元。

截至2018年3月底，上述项目已完成投入219.46亿元，未来投资规模超过90亿元。

表 6　截至 2018 年 3 月底公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

在建项目	预计总投资金额	截至 2018 年 3 月底已投入金额	资金来源
西客站市政道路	87.50	43.53	自筹
西客站安置三区	35.75	50.50	自筹
西客站站区配套设施	17.48	17.48	自筹
济西湿地	13.98	28.28	自筹
会展中心	74.08	16.03	自筹
西客站安置一区	11.99	15.51	自筹
大学科技园安置房三期	10.13	13.81	自筹
腊山河综合治理	15.00	8.77	自筹
大庙屯棚户区改造	5.19	5.81	自筹
西客站安置二区	3.26	4.65	自筹
东彩石安置房	5.81	4.60	自筹
西城健康养老中心	7.42	5.05	自筹
首农项目	0.70	0.76	自筹
三馆二期	27.99	4.68	自筹
合计	**316.28**	**219.46**	--

注：上述项目预计总投资额来自项目可研等材料，小于实际投资额，后期待调整。西客站市政道路部分投入已经从“在建工程”转入“存货”或“固定资产”，表中已投资额为“在建工程”余额。
资料来源：公司提供

金融板块收入对公司收益形成补充；跟踪期内，公司金融业务投资持股情况未发生重大变化，投资收益规模较为稳定。

公司通过参股齐鲁银行、中泰证券等金融机构获得投资收益，2017 年为 2.01 亿元，同比基本持平。

另外，公司营业收入中还包括酒店收入、委托合作经营收入、大宗贸易收入等，规模较小。

八、财务分析

公司提供了2017年财务报告，中天运会计事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并均出具了标准无保留意见审计报告；公司2018年1季度财务报表未经审计。

2017年，公司通过新设、非同一控制企业合并方式获得纳入合并范围的子公司2家，通过股权转让失去控制权的子公司1家。上述变动对公司财务数据可比性影响较小。2018年1季度，公司合并范围未发生变化。截至2018年3月底，公司旗下拥有一级子公司16家。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；应收款项及在建工程占比高。公司整体资产质量一般。

截至2017年底，公司资产总额931.78亿元，同比增长3.76%。主要来自应收账款、存货、投资性房地产、其他非流动资产等科目的增长。资产构成与2016年底基本一致。

表7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	72.93	8.12	54.14	5.81	43.29	4.58
应收账款	2.24	0.25	24.59	2.64	13.39	1.42
其他应收款	33.43	3.72	39.38	4.23	44.30	4.68

存货	296.98	33.07	333.46	35.79	342.08	36.16
流动资产	**457.14**	**50.91**	**473.50**	**50.82**	**467.47**	**49.41**
固定资产	102.39	11.40	104.44	11.21	104.35	11.03
长期股权投资	89.67	9.99	68.01	7.30	67.56	7.14
其他非流动资产	17.00	1.89	38.86	4.17	39.31	4.15
在建工程	213.46	23.77	209.13	22.44	229.54	24.26
非流动资产	**440.87**	**49.09**	**458.28**	**49.18**	**478.67**	**50.59**
资产总额	**898.01**	**100.00**	**931.78**	**100.00**	**946.14**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动资产合计473.50亿元，同比增长3.58%；主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2017年底，公司54.14亿元货币资金中3.19亿元使用受限；受土地出让金返还时间滞后影响，公司应收账款大幅增至24.59亿元，1年以内的应收账款占比为92.96%，公司未计提坏账准备。公司存货规模同比增长12.28%至333.46亿元，系土地整理项目的开发投入增多所致。公司存货中价值17.67亿元的土地使用权及账面价值17.80亿元的印象济南项目处于抵押状态。公司其他应收款余额39.38亿元，同比增长17.79%，主要系非关联公司往来款增加所致。公司预付账款同比减少18.92亿元至6.11亿元，主要系资产重分类至其他非流动资产所致。公司非流动资产同比增长3.95%，合计458.28亿元；构成较上年底变化不大。公司长期股权投资68.01亿元（主要为金融机构、房地产项目的股权投资），同比减少24.16%，主要系公司对部分参股房地产项目公司投资到期退出所致。公司购入商业地产项目导致其投资性房地产增至15.14亿元；其他非流动资产同比增加128.62%，主要系部分预付账款资产重分类计入该科目所致；在建工程同比减少2.03%，主要系项目结转或转固所致。

2018 年 3 月底，公司资产总额 946.14 亿元，较 2016 年底增长 1.54%，主要来自存货、在建工程的增加。公司预付账款较 2017 年底增长 115.89%，主要系预付土地保证金增加所致；应收账款由于土地出让金的返还较 2017 年底大幅下降至 13.39 亿元。资产结构较 2017 年底无重大变化。资产受限情况较 2017 年底无变化。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益构成基本维持稳定。公司负债规模同比基本持平；以非流动负债为主，债务负担偏重。

2017 年底，公司所有者权益规模同比增长 10.90%至 310.87 亿元，主要来自其他权益工具和未分配利润的增长。其中，其他权益工具为企业 2017 年发行的两期永续中票（“17 济西城投 MTN001”和“17 济西城投 MTN002”）。2018 年 3 月底，公司所有者权益较 2017 年底增长 3.61%至 322.08 亿元，全部来自未分配利润的增长。

2017 年底，公司负债合计 620.91 亿元，同比小幅增长 0.52%。负债结构方面，公司仍以非流动负债为主。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	12.73	1.42	11.32	1.21	15.32	1.62
预收款项	9.02	1.00	18.31	1.97	19.32	2.04
其他应付款	26.78	2.98	9.82	1.05	16.53	1.75

一年内到期的非流动负债	16.10	1.79	45.42	4.87	51.06	5.40
流动负债	**75.29**	**8.38**	**96.88**	**10.40**	**116.32**	**12.29**
长期借款	150.41	16.75	161.55	17.34	133.32	14.09
应付债券	124.73	13.89	131.98	14.16	131.07	13.85
长期应付款	261.45	29.11	223.89	24.03	236.75	25.02
非流动负债	**542.41**	**60.40**	**524.02**	**56.24**	**507.74**	**53.66**
负债总额	**617.71**	**68.79**	**620.91**	**66.64**	**624.06**	**65.96**
实收资本	50.00	5.57	50.00	5.37	50.00	5.28
资本公积	126.72	14.11	127.72	13.71	127.72	13.50
未分配利润	66.79	7.44	81.62	8.76	92.85	9.81
少数股东权益	33.07	3.68	33.22	3.57	33.19	3.51
所有者权益合计	**280.31**	**31.21**	**310.87**	**33.36**	**322.08**	**34.04**
负债和所有者权益合计	**898.01**	**100.00**	**931.78**	**100.00**	**946.14**	**100.00**

注：上表合计数为四舍五入值。

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债合计 96.88 亿元，同比增长 28.67%，主要系预收账款和一年内到期的非流动负债增加。公司预收账款 18.31 亿元，同比增长 103.00%，主要为房地产板块中预收房款增长，1 年以内的占 71.44%。公司一年内到期的非流动负债 45.42 亿元，同比增长 182.08%；全部由一年内到期的长期借款及长期应付款构成。公司非流动负债同比下降 3.39%至 524.02 亿元，主要系长期应付款减少所致。公司长期应付款 223.89 亿元，同比减少 14.36%，系公司偿还部分有息债务所致。长期应付款中政府置换债券 187 亿元，其他有息债务金额 25.58 亿元。

2018 年 3 月底，公司负债规模及负债结构较 2017 年变化不大。

2017 年底，公司全部债务 340.61 亿元（其中长期债务占比 90.35%），同比增长 16.19%；将其他流动负债、其他应付款以及长期应付款中有息债务考虑在内，公司调整后全部债务 560.18 亿元，同比增长 3.73%。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率同比小幅降至 66.64%、64.31%、61.95%。考虑到公司发行的共计 13.00 亿元的永续中票计入其他权益工具，公司实际债务水平高于指标值。2018 年 3 月底，公司调整后全部债务规模及结构较 2017 年底变化不大；公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率较 2017 年底均小幅下降，分别为 65.96%、63.04%和 60.06%，债务负担重。

3. 盈利能力

2017年，公司营业收入受土地整理收入影响有所减少；同时受土地整理板块毛利水平及投资收益增长影响，公司盈利水平有所提升。

2017年，公司营业收入同比下降18.46%至33.51亿元；营业成本相应下降49.71%至19.03亿元；营业利润率由2016年5.56%升至40.98%；盈利水平有所提升但稳定性较弱。

2017年，公司期间费用与营业收入比上升至18.81%，主要系财务费用和管理费用增幅较大，且营业收入下降所致；公司费用控制能力有待提升。

2017年，公司投资收益同比增长95.86%至8.98亿元，主要来自权益法核算的房地产板块及金融板块长期股权投资收益增长。公司投资收益对利润总额的贡献较大。

从盈利指标看，2017年，公司营业利润率受土地整理板块盈利增大影响由2016年5.56%升至40.98%；调整后总资本收益率与净资产收益率也因主营业务利润及投资收益的增长而出现较大幅度上升。

2018 年 1 季度，公司实现营业收入 25.74 亿元，相当于 2017 年全年的 76.79%，主要系土地整理收入大幅增长所致；营业利润率受毛利率较高的土地整理收入占比提升影响较 2017 年升至 45.26%；公司实现 0.65 亿元投资收益，主要来自房地产板块投资业务；当期利润总额 11.18 亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，受土地市场行情等影响，公司经营活动产生的现金流入波动起伏较大，对投资所需资金不具备覆盖能力，公司对外部融资有较强依赖性。

公司经营活动现金流主要由经营业务收支及往来（拆借）款流入/出构成。2017 年，公司经营活动现金流入 27.57 亿元，同比下降 76.28%；2017 年公司土地出让集中在四季度，部分土地整理收入未于当年返还导致营业收入现金回笼减少；收到与支付其他与经营活动有关的现金均大幅下降原因为计入该科目下的拆借款减少所致。公司经营活动现金流出受购买商品、接受劳务支付的现金以及支付其他与经营活动有关的现金减少影响大幅减少。公司现金收入比受济南市财政局土地相关返还款及时性和土地招拍挂时点的影响，由 2016 年的 131.38%降至 58.31%。

投资活动现金流入来自收回投资收到的现金（主要包括购买理财收回的本金）以及收到其他与投资活动有关的现金（主要包括出让国债产品收回资金），2017 年同比减少 90.85%至 67.43 亿元。受投资规模（理财支出）大幅缩减影响，2017 年，公司投资活动现金流出同比下降 89.33%至 88.68 亿元。公司投资活动现金净流出由 2016 年的 94.48 亿元缩减至 21.25 亿元。

2017年，公司筹资活动现金流入同比减少68.50%至114.36亿元。主要来自借款及发行债券。筹资活动现金流出主要以偿还债务及分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主，2017年共计115.06亿元，同比下降29.50%；筹资活动现金流量净额由正转负，为-0.70亿元。

2018年1~3月，公司经营活动的现金流净额由负转正，共计15.79亿元，主要系当期土地回款规模较大所致；现金收入比141.55%。公司投资活动现金流净额为-15.46亿元，资金缺口同比有所扩大，主要系在建项目投入导致构建固定资产、无形资产等支付的现金规模较大所致。收回投资收到的现金与投资支付的现金主要来自理财产品赎回及购买。同期，公司筹资现金流量净额为-11.18亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司间接融资渠道较为畅通，短期偿债能力一般；长期偿债能力受利润规模增长带动有所增强；考虑到公司待整理土地可形成较大规模的预期收益，公司整体偿债能力强。

受流动负债增幅较大影响，公司 2017 年流动比率和速动比率均有下降，分别由 2016 年的 607.14%和 212.71%降至 488.74%和 144.55%。2017 年，公司经营性现金流净额对公司流动负债无保障能力。2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率较 2017 年底有所下降，分别为 401.88%和 107.80%。公司短期偿债能力一般。

2017 年，公司 EBITDA 由 2016 年的 3.88 亿元增至 21.73 亿元；同期，公司调整后全部债务/EBITDA 大幅降至 25.78 倍。考虑到公司存量土地可形成较大规模的预期收益，公司整体偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得国内各家银行授信额度 237.76 亿元，已使用 159.76 亿元，尚未使用额度 78 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 47.56 亿元，担保比率为 14.77%；被担保对象均为济南市主要平台企业，目前经营正常。总体看，公司或有负债风险相对可控。

九、存续债券偿还能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额超过130亿元，存续债券的短期偿债压力较大，未来存在一定集中兑付压力。

截至2018年3月底，公司一年内到期（截至2018年底）兑付债券余额32.00亿元，2019年将达到存续债券待偿本金峰值40.00亿元。2018年3月底，公司现金类资产43.29亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为27.57亿元、-14.82亿元和21.73亿元。公司现金类资产对一年内到期债券余额覆盖能力尚可，经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对集中兑付债券金额保障能力较弱；具体情况如下表：

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

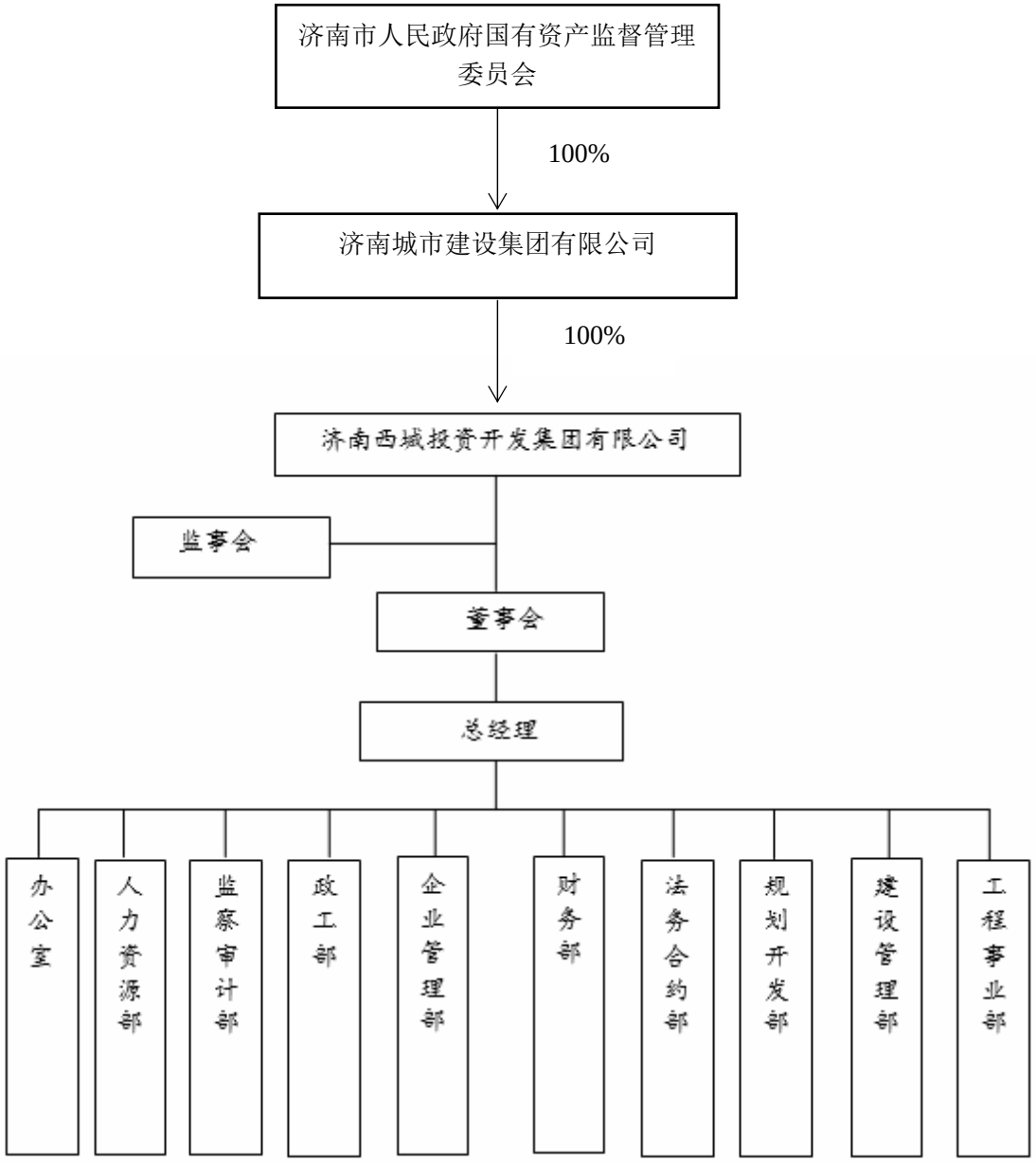
项 目	2018 年 3 月
一年内到期债券余额	32.00
未来待偿债券本金峰值	40.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.35
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.69
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.37
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.54

注：表中债券余额包含私募债及非标产品。
资料来源：联合资信整理

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“17济西城投CP001”的信用等级为A-1，维持“14济西城投MTN001”、“17济西城投MTN001”和“17济西城投MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权及组织结构图



附件 1-2　济南西城子公司构成

子公司名称	业务性质	持股比例（%）	取得方式
山东西进城市发展咨询有限公司	城市规划咨询服务；设计管理与咨询服务；房地产管理与咨询服务等。	100.00	投资设立
山东西进融资担保有限公司	贷款担保，票据承兑担保，贸易融资担保，项目融资担保。	100.00	非同一控制下企业合并
济南西投城镇化建设投资有限公司	城市建设与开发投资；实业投资；房地产经营。	51.00	投资设立
济南西区建设工程项目管理有限公司	建设工程项目管理，工程招标代理、工程监理、工程造价咨询。	100.00	投资设立
济南西客站交通运输有限公司	客运站（场）经营。	65.00	投资设立
济南西城资产管理有限公司	停车场管理；物业管理；房屋修缮、卫生保洁、园林绿化；工程项目管理等。	100.00	投资设立
济南西城置业有限公司	房地产开发与经营；房地产营销策划等。	100.00	投资设立
济南西城投资发展有限公司	企业以自有资产对外投资；投资信息咨询；股权投资及管理等。	100.00	投资设立
济南西城天一置业有限公司	房地产开发与经营；房屋租赁、营销策划。	100.00	投资设立
济南西城石化有限公司	润滑油、润滑脂、化工产品、针纺织品、日用百货、汽车用品及饰品等。	51.00	非同一控制下企业合并
济南西城健康产业投资发展有限公司	对健康产业、养老项目的投资、开发、建设、运营。	100.00	投资设立
济南西部旅游开发有限公司	造林苗、城镇绿化苗、花卉的种植、批发、零售；旅游项目开发等。	60.00	投资设立
济南四季村宾馆	宾馆，中型餐馆，零售卷烟、雪茄烟等。	100.00	非同一控制下企业合并
济南国际文化旅游投资发展有限公司	文化产业区的开发、建设、经营和管理；资产管理、规划开发和招商服务等。	100.00	投资设立
华谊兄弟（济南）电影城投资开发有限公司	以自有资金投资及其对投资项目进行资产管理、投资管理、投资咨询影视制作；旅游项目开发、经营等。	90.00	非同一控制下企业合并
山东济西湿地生态农场有限公司	稻谷、小麦、玉米、其他谷物、豆类、油料的种植、销售；中药材料的种植等。	100.00	投资设立

附件 2　济南西城主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	42.95	72.93	54.14	43.29
资产总额(亿元)	765.57	898.01	931.78	946.14
所有者权益(亿元)	267.05	280.31	310.87	322.08
短期债务(亿元)	68.58	18.02	47.08	58.06
长期债务(亿元)	213.27	275.14	293.53	264.39
全部债务(亿元)	281.85	293.16	340.61	322.46
调整后全部债务(亿元)	421.15	540.04	560.18	549.29
营业收入(亿元)	47.78	41.10	33.51	25.74
利润总额(亿元)	3.18	1.30	16.50	11.18
EBITDA(亿元)	6.72	3.88	21.73	--
经营性净现金流(亿元)	-54.13	-58.52	-14.82	15.79
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.29	1.51	1.16	--
存货周转次数(次)	0.21	0.15	0.06	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.05	0.04	--
现金收入比(%)	79.74	131.38	58.31	141.55
营业利润率(%)	10.62	5.56	40.98	45.26
总资本收益率(%)	1.09	0.54	3.11	--
调整后总资本收益率(%)	0.87	0.38	2.32	--
净资产收益率(%)	1.18	0.42	5.28	--
长期债务资本化比率(%)	44.40	49.54	48.57	45.08
调整后长期债务资本化比率(%)	56.24	64.85	61.95	60.06
全部债务资本化比率(%)	51.35	51.12	52.28	50.03
调整后全部债务资本化比率(%)	61.20	65.83	64.31	63.04
资产负债率(%)	65.12	68.79	66.64	65.96
流动比率(%)	293.32	607.14	488.74	401.88
速动比率(%)	133.83	212.71	144.55	107.80
经营现金流动负债比(%)	-40.95	-77.72	-15.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	41.96	75.52	15.67	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	62.70	139.11	25.78	--

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款、其他流动负债以及其他应付款中的有息债务；2018年1季度财务数据未经审计。

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	
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

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　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 4-3　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。

附件 4-4　短期债券信用等级的设定及其定义

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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息