信用等级公告

联合[2018] 1752 号

联合资信评估有限公司通过对池州建设投资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，确定维持池州建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 池州城投 MTN001”和“17 池州城投 MTN001”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

二零一八年七月二十日

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

池州建设投资集团有限公司跟踪评级报告

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
16 池州城投 MTN001	3 亿元	2019/3/29	AA	AA
17 池州城投 MTN001	6.5 亿元	2020/6/16	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 20 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.15	9.12	9.90	10.16
资产总额(亿元)	202.15	202.48	204.88	208.72
所有者权益(亿元)	108.37	111.71	114.38	115.61
短期债务（亿元）	8.29	4.92	4.56	4.56
长期债务(亿元)	20.07	23.72	27.15	29.15
全部债务(亿元)	28.36	28.64	31.71	33.71
营业收入(亿元)	6.61	9.05	10.29	3.03
利润总额(亿元)	3.58	3.56	3.61	1.23
EBITDA(亿元)	6.26	5.99	6.47	--
经营性净现金流(亿元)	21.99	0.71	1.67	0.42
营业利润率(%)	81.22	54.75	44.00	10.62
净资产收益率(%)	3.35	3.19	3.14	--
资产负债率(%)	46.39	44.83	44.17	44.61
全部债务资本化比率(%)	20.98	20.41	21.70	22.57
流动比率(%)	246.20	306.08	398.12	400.15
经营现金流动负债比(%)	35.09	1.59	4.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.53	4.79	4.90	--

注：2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

分析师

张婷婷　宋金玲

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

池州建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是池州市重要的基础设施建设和国有资产运营主体。跟踪期内，池州市经济保持增长，公司在财政补贴方面获得股东的持续支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到，公司资产质量一般、未来筹资压力较大等因素可能给公司信用基本面造成不利影响。未来，随着池州市基础设施建设项目的稳步推进及公司储备项目的落地，公司经营收入有望保持增长，公司经营前景良好。

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“16 池州城投 MTN001”和“17 池州城投 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为池州市基础设施建设和国有资产运营主体，在财政补贴方面获得股东的持续支持。
2. 跟踪期内，公司营业收入持续增长，项目储备较为丰富，后续业务发展较有保障。

关注

1. 公司应收类款项规模较大，对公司资金形成占用，大部分土地资产已用于抵押，公司资产流动性较弱，资产质量一般。
2. 公司代建项目资金主要由公司自筹，未来随着在建及拟建项目的持续投入，公司面临一定的筹资压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由池州建设投资集团有限公司（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。

池州建设投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于池州建设投资集团有限公司（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，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）于 2017 年 12 月对公司出资 0.85 亿元，其中 0.05 亿元计入实收资本、0.80 亿元计入资本公积，在 20 年投资期限内及投资期限到期后，国开基金有权分期行使投资回售选择权，并要求池州市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“池州市国资委”）对国开基金所持股权进行回购。2018 年 4 月，公司更名为“池州建设投资集团有限公司”，池州市国资委对公司增加注册资本 23.37 亿元，增资款将在 2020 年 12 月 31 日前以货币出资的形式完成实缴。截至 2018 年 5 月底，公司注册资本为 30.00 亿元，实收资本为 6.63 亿元，全部为货币出资；池州市国资委和国开基金分别持股 99.83%和 0.17%，公司实际控制人为池州市国资委。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，仍为池州市重要的基础设施建设和国有资产运营主体。经营范围变更为：城市基础设施及其配套项目投资、开发、建设、经营；交通基础设施及其配套项目投资、开发、建设、经营；土地开发、水务开发、旅游开发、港口开发、房地产开发经营；国有资产管理，广告经营，以及其他城市公共资源开发经营；投资、规划设计、咨询服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内 4 家控股子公司。公司本部内设党群工作部（综合事务部）、计划财务部、投资规划部和资产运营部 4 个职能部门。

截至 2017 年底，公司资产总额 204.88 亿元，所有者权益 114.38 亿元；2017 年实现营业收入 10.29 亿元，利润总额 3.61 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 208.72 亿元，所有者权益 115.61 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.03 亿元，利润总额 1.23 亿元。

公司注册地址：安徽省池州市池阳路 58 号，法定代表人：唐曙明。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2018年4月底，联合资信所评的公司发行并存续债券包括“16池州城投MTN001”和“17池州城投MTN001”，债券余额合计9.5亿元。跟踪期内，公司均已按期支付债券利息。截至2018年4月底，“16池州城投MTN001”募集资金已全部用于偿还银行贷款；“17池州城投MTN001”募集资金已使用10551.00万元用于偿还银行贷款。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 池州城投 MTN001	3.0	3.0	2016/3/29	3 年
17 池州城投 MTN001	6.5	6.5	2017/6/16	3 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

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

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

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。

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。

4. 区域经济

公司是池州市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，主要从事池州全市范围内的土地开发整理和基础设施建设业务。池州市经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，池州市经济保持增长，产业结构较为合理，工业和建筑业稳步发展、固定资产投资较快增长，为公司创造了良好的外部环境。

2017 年池州市实现地区生产总值 654.1 亿元，按可比价格计算，比上年增长 5.5%。分产业看，第一产业增加值 72.7 亿元，增长 3.4%；第二产业增加值 297.3 亿元，增长 5.8%，其中全部工业增加值 246.2 亿元，增长 6.2%；第三产业增加值 284.1 亿元，增长 5.8%。三次产业结构由上年的 12.1：43.8：44.1 调整为 11.1：45.5：43.4，其中工业增加值占 GDP 比重为 37.6%。

分行业来看，2017年池州市规模以上工业增加值比上年增长6.0%；全社会建筑业增加值

51.6亿元，按可比价格计算，比上年增长4.0%；全社会固定资产投资714.6亿元，比上年增长9.5%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年5月底，公司注册资本30.00亿元，实收资本为6.63亿元，全部为货币出资，剩余注册资本计划于2020年底之前缴足。池州市国资委持股99.83%，为公司的实际控制人。

2. 外部支持

跟踪期内，池州市一般公共预算收入有所下滑，政府债务负担加重，池州市国资委作为公司实际控制人，继续给予了公司财政补贴支持。

2017 年，池州市全市财政总收入完成 102.10 亿元，同比增长 2.00%。其中地方一般公共预算收入完成 65.20 亿元，同比下降 8.80%。2017 年，池州市一般公共预算支出完成 142.00 亿元，同比下降 4.70%。财政自给率为 45.92%，财政自给能力低。

根据池州市财政局提供的数据，2017 年池州市市本级地方综合财力 77.04 亿元，较上年下降 22.87%，主要是由于土地出让金下降所致。2017 年池州市市本级一般预算收入 27.19 亿元，较上年（30.09 亿元）小幅下降。其中税收收入和非税收入分别占 41.60%和 58.40%，非税收入占比较大。2017 年，池州市转移支付和税收返还收入 19.86 亿元，较上年（20.85 亿元）略有下降；政府性基金收入 14.48 亿元，同比下降 21.09%，占地方综合财力的 18.80%。

2017 年池州市市本级地方债务余额 78.36 亿元，同比下降 7.13%。2017 年池州市市本级债务率[1]为 101.71%，较 2016 年上升 17.23 个百分点，债务负担重。

资本金投入

2018 年 4 月，池州市国资委认缴公司注册资本 233680.00 万元，将以货币出资的方式于 2020 年底之前分期完成实缴。

财政补贴

2017 年及 2018 年一季度，根据池州市政府国有资本经营预算支出安排，池州市财政局拨付公司国有资本经营预算补贴 4700 万元和 12000 万元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司未发生贷款本息逾期情况，未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码为：G1034170200012300Q），截至 2018 年 5 月 7 日，公司有未结清关注类贷款 2 笔合计 0.85 亿元，已结清关注类贷款 28 笔，均系国家开发银行根据其贷款分类标准将相关项目贷款列入关注类所致；目前公司能按时偿还贷款本息，未发生逾期情况，相关贷款执行正常。

截至 2018 年 5 月 29 日，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，公司增设党委和股东会，法人治理结构进一步完善，部分高管人员调整属于正常换届，管理制度方面无重大变化。

法人治理结构方面，跟踪期内，公司增设党委和股东会。

公司党委参与重大问题决策，董事会、经理层拟决策的重大问题应事先提交党委会研究讨论。在公司组织架构上，实行“双向进入、交叉任职”的领导体制。符合条件的党委委员可以通过法定程序进入董事会、监事会、经理层，董事会、监事会、经理层成员中符合条件的党员可以依照有关规定和程序进入党委；原则上，党委书记兼任董事长，总经理兼任党委副书记。党委参与的重大问题决策主要包括公司发展战略、中长期发展规划、生产经营方针、年度计划及财务预决算和重大投融资方案等内

[1] 债务率=地方政府债务余额/地方综合财力×100%

容。

公司设股东会，由全体股东组成，是公司的权力机关，股东会行使下列职权：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会和监事会的报告等。对上述事项股东以书面形式一致表示同意的，可以不召开股东会会议，直接做出决定，并由全体股东在决定文件上签名、盖章。

此外，跟踪期内，公司高管人员有所变更，董事长由蒋海曙先生变更为唐曙明先生，同时兼任公司党委书记，总经理暂时空缺，公司日常经营管理工作暂由常务副总经理刘俊先生代为执行。公司管理制度未发生重大变化，管理制度执行情况良好。

公司党委书记兼董事长唐曙明先生，1970年3月出生，本科学历，中共党员；曾任池州市国资办副主任，市银通担保公司任董事长、总经理，公司副董事长兼总经理。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司负责的池州市土地开发和基础设施建设业务正常开展，营业收入较快增长，基础设施建设业务占比持续上升，收入实现质量依然较差。

2017年，公司实现营业收入10.17亿元，同比增长13.65%，主要是委托代建收入较快增长。其中委托代建收入和土地开发收入占比分别为46.61%和51.76%，委托代建收入占比持续上升；2017年，上述业务共回款6.88亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入3.03亿元，基本为委托代建业务。公司其他收入主要为招标代理收入。

毛利率方面，由于公司近年来开发整理的土地无拆迁安置成本导致开发成本较小，公司近年来土地开发业务毛利率保持较高水平，2017年为77.96%，较上年下降6.15个百分点。2017年公司委托代建业务毛利率为14.00%，较2016年下降3.48个百分点。受土地开发和委托代建业务毛利率下滑的影响，2017年公司综合毛利率下降至44.26%，但整体毛利水平仍然较高。2018年1~3月，公司未实现毛利率较高的土地开发收入，当期综合毛利率较低，为14.26%。

表3　2016~2017年及2018年1~3月公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项　目	2016年			2017年			2018年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发收入	5.07	56.48	84.11	4.74	46.61	77.96	--	--	--
委托代建收入	3.90	43.41	17.48	5.26	51.76	14.00	3.01	99.34	14.26
其他	0.01	0.12	68.52	0.17	1.63	41.54	0.02	0.66	50.00
合　计	**8.98**	**100.00**	**55.17**	**10.17**	**100.00**	**44.26**	**3.03**	**100.00**	**14.26**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地开发业务

公司负责池州市土地开发整理业务，跟踪期内，公司土地出让规模大幅下降，出让均价有所上升，收入规模同比小幅下降。

2017年公司土地开发业务模式未发生变化，公司受池州市政府委托，对政府存量建设用地进行开发整理，土地开发成本由公司先行垫付，开发完成后进行出让。由于公司近年来整理的土地均无地上附着物，无拆迁和安置成本，因此土地开发成本均较低（均在土地出让收入总额的25%以内），池州市财政局扣除相关规费后将土地收益划转至公司，公司根据土地开发实际支出确认土地开发业务成本，根据实

际收到的财政局划转的土地出让金额确认收入。

2017 年公司开发并出让土地合计 259.00 亩，较上年大幅下降 69.35%，出让土地用途包括工业用地和商业用地，受出让的部分商业用地单价相对较高的影响，出让均价较上年明显上升，约 226.87 万元/亩，出让总价款 5.88 亿元，扣除相关规费后公司实际收到出让返还 4.74 亿元，较上年小幅减少。

表 4　2016~2017 年公司土地出让情况

项目	2016 年	2017 年
出让土地面积（亩）	844.90	259.00
平均出让价（万元/亩）	75.07	226.87
出让总价（万元）	63430.00	58760.00
确认收入（万元）	50744.00	47400.00

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司存量土地 3531.13 亩，账面价值 84.41 亿元（除 2014 年和 2015 年公司分别购买价值为 3.02 亿元和 30.68 亿元的土地外，其他基本为 2013 年以前收储的净地）。存量土地绝大部分为出让性质的商住用地，已达到可出让状态，计划未来陆续出让。但受池州市财政政策和土地市场情况影响，公司未来土地收益受土地出让进度和土地市场的影响较大。

（2）基础设施建设

跟踪期内，公司基础设施代建业务模式未发生变化，主要在建项目顺利开展；在建项目未来剩余投资规模不大，将陆续在 1 年内完成。

公司受池州市政府委托代建城市基础设施建设项目，公司根据市政府当年认定的投资额加上 15%的收益确认收入。2017 年，公司完工的项目包括秋浦河平天湖防洪工程、清溪河安置房、白沙安置点二期等，完成投资 12.14 亿元，实现委托代建收入 5.26 亿元，较 2016 年增长 34.91%，毛利率为 14.00%，较上年小幅下降。2018 年 1~3 月，公司实现委托代建收入 3.01 亿元，毛利率较 2017 年小幅上升至 14.26%。

2018 年 3 月底，公司在建项目总投资 9.10 亿元，资金来源均为公司自筹，已投资 6.43 亿元，后续待投资的 2.60 亿元将于 1 年内完成。

表 5　截至 2018 年 3 月底公司代建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2018 年 3 月底已投资	后续计划投资	项目类型
升金湖路延伸工程	0.50	0.41	0.09	道路
南外环公路项目	0.40	0.33	0.07	道路
平天湖大道	0.10	0.10	0.00	道路
市政路网	4.00	2.60	1.40	道路
安置房项目	2.50	2.07	0.43	安置房
智慧警务	0.50	0.34	0.16	其他
其他项目	1.10	0.58	0.52	其他
合计	**9.10**	**6.43**	2.60	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来公司仍将以土地开发整理和委托代建业务为主，目前拟建项目全部为基础设施代建项目，未来投资规模较大，公司存在一定的筹资压力。

公司拟建项目均为委托代建项目，包括海绵城市水治理、九华山机场改扩建等项目，计划于 2018 年下半年开工，建设期均在 3 年以内，预计总投资 19.65 亿元。公司未来基础设施建设具有一定的项目储备，但代建资金主要由公司自筹，公司面临一定的筹资压力。

表 6　截至 2018 年 3 月底公司拟建项目情况

项目	投资金额（亿元）	计划建设期（年）
海绵城市水治理项目	12.80	2018~2019
砂场集散中心	0.50	2018
市“一宫两中心”	0.40	2018
九华山机场改扩建项目	5.95	2018~2020
合计	**19.65**	--

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 年度合并财务报告，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的

审计结论。公司 2018 年一季度财务报表未经审计。

2017 年及 2018 年 1~3 月，公司合并范围未发生变动，财务数据可比性强。

1．资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持小幅增长；资产中应收类款项和存货（主要是土地）占比较大，且存货中大部分土地已用于抵押，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 204.88 亿元，同比小幅增长 1.19%。其中流动资产和非流动资产分别占 68.14%和 31.86%，公司资产以流动资产为主。

表7　公司主要资产构成情况（单位：亿元；%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
存货	90.89	44.89	86.88	42.41	86.88	41.63
其他应收款	31.99	15.80	31.04	15.15	31.30	15.00
货币资金	9.12	4.50	9.90	4.83	10.16	4.87
流动资产	**137.22**	**67.77**	**139.61**	**68.14**	**137.04**	**65.66**
固定资产	36.93	18.24	41.43	20.22	41.27	19.77
可供出售金融资产	9.98	4.93	9.41	4.59	9.41	4.51
长期应收款	9.74	4.81	10.18	4.97	12.18	5.84
在建工程	6.90	3.41	0.91	0.44	3.96	1.90
非流动资产	**65.26**	**32.23**	**65.27**	**31.86**	**71.68**	**34.34**
资产总额	**202.48**	**100.00**	**204.88**	**100.00**	**208.72**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

2017 年底，公司流动资产 139.61 亿元，同比小幅增长 1.75%。公司货币资金为 9.90 亿元，较 2016 年底增长 8.53%，主要为银行存款，货币资金中无使用受限的情况。其他应收款为 31.04 亿元，同比减少 2.96%，主要为应收池州市财政局的公益性项目回购款（18.98 亿元，占 58.97%）、借出款（7.27 亿元，占 22.58%）及未收回的土地款（5.23 亿元，占 16.25%）等，2017 年按协议需由池州市财政局回购 3.35 亿元上述公益性项目，公司当年未实际收到款项，而是冲抵“其他应付款-未结算财政拨付资金”。其他应收款欠款前五位金额合计占总额的 92.19%，集中度高；2017 年公司对其他应收款累计计提坏账准备 1.15 亿元，主要是对非政府单位的应收款计提的坏账准备。存货 86.88 亿元，同比小幅下降 4.41%，其中 2.47 亿元为受托建设项目投入成本，剩余 84.41 亿元均为土地资产，其中账面价值 80.02 亿元（面积合计为 3084 亩）的土地已用于抵押，抵押率为 94.80%。

2017 年底，公司非流动资产 65.27 亿元，与上年基本持平。公司可供出售金融资产为 9.41 亿元，较上年下降 5.71%，主要是对池州市土地整治投资发展有限公司、合肥中安招商股权投资合伙企业（有限合伙）等公司的投资。长期应收款为 10.18 亿元，同比小幅增长 4.49%，主要为公司对池州金桥投资集团有限公司等的转贷款；固定资产账面价值 41.43 亿元，以市政设施（39.29 亿元，占 94.83%）为主，累计计提折旧 2.50 亿元，固定资产中无抵押受限的情况；随着清溪河安置房项目、秋浦河平天湖防洪工程等项目完工转固，公司在建工程大幅减少至 0.91 亿元。其他非流动资产 1.43 亿元，较上年增加 0.64 亿元，主要为预付的投资款和购房款。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 208.72 亿元，较上年底小幅增长 1.87%。受公司代建项目持续投入影响，公司在建工程持续增长。

2．资本结构

跟踪期内，公司所有者权益变动不大，未分配利润占比仍较高，所有者权益稳定性较弱。

2017 年底，公司所有者权益 114.38 亿元，同比小幅增长 2.39%。公司实收资本和资本公

积的增加，是由于原计入“其他权益工具-优先股”的国开基金投资款中的 0.85 亿元投资款转增公司资本（其中 0.05 亿元计入实收资本，0.80 亿元计入资本公积），剩余 0.52 亿元投资款由国开基金收回。2018 年 3 月底，公司所有者权益规模与结构较 2017 年底保持稳定。所有者权益中，未分配利润占比较高，稳定性较弱。

表8 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	6.58	5.89	6.63	5.80	6.63	5.74
其他权益工具-优先股	1.37	1.23	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	69.54	62.25	70.33	61.49	70.33	60.84
未分配利润	30.56	27.36	33.40	29.20	34.63	29.95
所有者权益合计	**111.71**	**100.00**	**114.38**	**100.00**	**115.61**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

跟踪期内，随着代建项目持续投入，公司有息债务规模较快增长，债务结构合理，目前债务负担较轻；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底，负债总额 90.50 亿元，较上年略有下降。其中流动负债 35.07 亿元，同比下降 21.78%，主要为其他应付款中池州市财政局预拨待结算财政资金的减少。其他应付款 29.23 亿元，主要为应付池州市财政局预拨待结算财政资金（5.78 亿元）和公司向池州市清溪城镇化投资发展有限公司等公司的借款（17.42 亿元，无需公司付息）。

2017 年底，公司非流动负债 55.43 亿元，同比增长 20.68%。长期借款 15.51 亿元，同比下降 8.60%，主要为国开行的抵质押贷款；应付债券 11.64 亿元，较上年底增长 72.25%，主要是由于公司 2017 年发行的“17 池州城投 MTN001”（本金 6.50 亿元）所致；长期应付款 27.74 亿元，同比增长 28.08%，全部为公司收到的地方政府债券款项，专项用于置换公司一类债务（包括银行贷款和企业债券），该部分无需公司支付利息。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	39.89	43.95	29.23	32.30	28.38	30.48
一年内到期的非流动负债	4.92	5.42	4.56	5.04	4.56	4.90
流动负债	**44.83**	**49.39**	**35.07**	**38.75**	**34.25**	**36.78**
长期应付款	21.66	23.86	27.74	30.65	29.17	31.32
长期借款	16.97	18.70	15.51	17.14	17.51	18.81
应付债券	6.75	7.44	11.64	12.86	11.64	12.50
非流动负债	**45.94**	**50.61**	**55.43**	**61.25**	**58.86**	**63.22**
负债总额	**90.76**	**100.00**	**90.50**	**100.00**	**93.11**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

2018 年 3 月底，公司负债合计 93.11 亿元，较上年底增长 2.88%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。公司长期借款 17.51 亿元，较 2017 年底增长 12.89%，系国开行贷款的增加；长期应付款 29.17 亿元，较上年底增长 5.15%，为收到的地方政府置换债券款项的增加。

2017 年底，公司全部债务为 31.71 亿元，

同比增长 10.68%，以长期债务为主，债务结构较为合理。从财务构成指标看，2017 年底，公司资产负债率为 44.17%，与 2016 年底（44.83%）基本持平，受“17 池州城投 MTN001”发行影响，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别小幅上升至 19.18%和 21.70%，整体看公司债务负担较轻。2018 年 3 月底，公司全部债务 33.71 亿元，较上年底增长 6.31%，债务指标率较上年底均略有上升。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入较快增长，营业利润率有所下降但仍然处于较高水平；期间费用控制能力仍有待加强，公司盈利能力仍较弱。

2017 年，公司营业收入为 10.29 亿元，较 2016 年增长 13.65%；同期营业成本增至 5.76 亿元，同比增长 40.72%。2017 年公司营业成本增幅明显大于营业收入增幅，导致当期营业利润率较 2016 年下降 10.75 个百分点，至 44.00%。

公司期间费用由管理费用和财务费用构成，2017 年期间费用 2.29 亿元，占营业收入的 22.26%，占比较上年略有上升，公司期间费用控制能力仍有待加强。

2017 年，公司营业外收入为 0.47 亿元，主要为公司获得的政府补助金，金额较 2016 年的 0.73 亿元有所减少。

2017 年公司利润总额 3.61 亿元，较上年略有上升。盈利指标方面，2017 年公司总资本收益率为 4.02%，同比略有上升，净资产收益率为 3.14%，同比略有下降，整体盈利能力仍较弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.03 亿元，营业利润率为 10.62%。公司当期收到财政补贴 1.20 亿元，实现利润总额 1.23 亿元。

4．现金流分析

跟踪期内，公司整体现金流对外部融资的依赖较大，考虑到后续拟建项目待投资规模较大，公司融资压力或将加大。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、财政补贴和保证金等。2017 年公司经营活动现金流入 7.48 亿元，同比增长 35.71%，主要系公司土地开发收入和代建业务收入回款资金增加；同期，随着公司代建项目投入的增大，公司经营活动现金流出 5.81 亿元，同比增长 21.10%。2017 年，公司经营活动产生的现金净流入 1.67 亿元，较上年（0.71 亿元）有所增长。公司现金收入比由 2016 年的 49.11%上升至 66.93%，公司获现能力仍较差。

公司投资活动现金流入主要为理财产品到期收到的现金，2017 年为 7.89 亿元，较上年（0.53 亿元）明显增加；投资活动现金流出主要为购买的理财产品及对池州市天堂湖建设发展公司和池州市金桥投资集团公司等的长期债权投资，2017 年为 15.62 亿元，同比增长 8.22%。2017 年公司投资活动产生的现金持续呈现净流出，为-7.73 亿元。2017 年公司筹资活动前现金流量净额为-6.06 亿元，公司对外融资需求较大。

2017 年，公司银行贷款等间接融资力度有所收缩，公司通过发行债券和银行借款等共获得筹资活动现金流入 14.87 亿元，同比下降 25.60%；公司筹资活动现金流出主要是偿还当年借款本息，此外支付其他与筹资活动有关的现金较 2016 年明显下降主要为暂借款及代收代付款的下降。2017 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 6.83 亿元。

2018年1~3月，公司经营活动主要表现为往来款收回和代建项目投入为主，经营活动现金流量净额为0.42亿元，公司现金收入比上升至99.99%。投资活动现金流入主要为理财产品到期收到的现金；投资活动现金流出主要为2016年以前承揽的代建项目投入及购买理财产品支出；投资活动现金流净额-3.40亿元。公司筹资活动表现为取得银行借款和偿还债务本息，筹资活动现金流量净额3.25亿元。

5. 偿债能力

相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产较充裕，短期债务支付能力较好；由于公司整体有息债务规模不大，长期偿债能力良好，公司整体偿债风险较小。

2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 398.12%和 150.37%，较 2016 年底均大幅上升，2018 年 3 月底，流动比率进一步上升至 400.15%，速动比率小幅下降至 146.46%。2017 年，经营现金流动负债比小幅增长至 4.76%。2018 年 3 月底，公司现金类资产为 10.16 亿元，为同期短期债务的 2.23 倍，公司短期债务支付能力较好。

2017 年，公司 EBITDA 为 6.47 亿元，全部债务/EBITDA 倍数为 4.90 倍，均较上年略有上升。公司长期偿债能力良好。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 8.12 亿元，担保比率[2]为 7.02%。被担保单位为池州市清溪城镇化投资发展有限公司、池州市交通投资有限公司、池州市天堂建设发展有限公司等池州市的国有企业，经营状况良好。总体看，公司或有负债风险可控。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信 27.31 亿元，已使用额度为 20.20 亿元，未使用额度为 7.11 亿元，公司对外融资渠道尚可。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额13.10亿元，一年内到期的应付债券规模较小，存续债券的短期偿债压力小，未来集中偿付压力一般。

截至2017年底，公司一年内到期需兑付债券本金1.80亿元，2020年将达到存续债券待偿本金峰值6.50亿元。2017年底，公司现金类资产9.90亿元；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7.48亿元、1.67亿元和6.47亿元，对公司存续债券保障情况如下表。公司现金类资产对一年内到期需兑付债券本金保障程度较高，经营活动现金流入量和EBITDA对未来待偿债券本金峰值的保障能力尚可。

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	1.80
未来待偿债券本金峰值	6.50
现金类资产/一年内到期债券余额	5.50
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.15
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.26
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.00

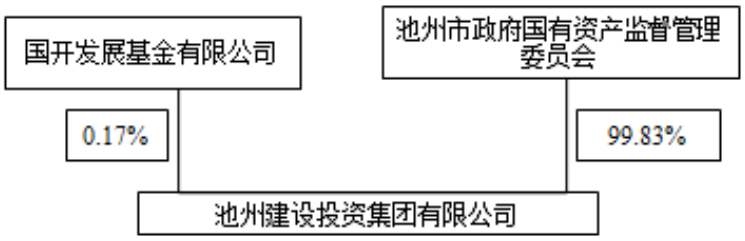
资料来源：联合资信整理

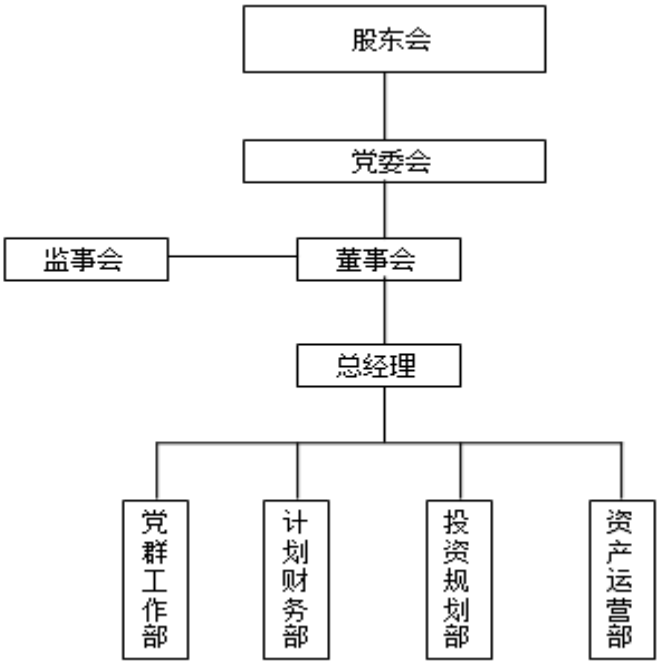
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，并维持“16 池州城投 MTN001”和“17 池州城投 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

[2] 担保比率=2018 年 3 月底公司对外担保余额/2018 年 3 月底所有者权益*100%

附件 1-1　公司股权和组织结构图





附件 1-2　截至 2017 年底公司存量土地明细表

土地证编号	坐落	使用权类型	面积	账面价值	抵押情况
池土国用（2007）第 CHZ-221/2007 号	池州市贵池区齐山大道	出让	53.14	2700.00	未抵押
池土国用（2007）149 号	池州市九华山大道西侧	划拨	129.62	18777.23	未抵押
池土国用（2008）第 CHZ-214/2008 号	池州市九华山大道以东、秋浦东路以北	出让	130.00	30700.00	抵押
池土国用（2008）第 CHZ-345/2008 号	池州市秋浦东路	出让	170.38	20000.00	未抵押
池土国用（2008）第 CHZ-342/2008 号	池州市原水泥厂齐山地块	出让	174.85	28900.00	抵押
池土国用（2012）第 CHZ-044/2012 号	池州市池口原池州港 A 地块	出让	194.22	73216.00	抵押
池土国用（2012）第 CHZ-045/2012 号	池州市池口原池州港 B 地块	出让	205.94	75504.00	抵押
池土国用（2012）第 CHZ-046/2012 号	池州市池口原池州港 C 地块	出让	206.71	73528.00	抵押
池土国用（2012）第 CHZ-047/2012 号	池州市清溪办事处	出让	258.91	76544.00	抵押
池土国用（2012）第 CHZ-130/2012 号	贵池区马衙街道	出让	207.80	52520.00	抵押
池土国用（2012）第 CHZ-129/2012 号	贵池区马衙街道	出让	204.86	58656.00	抵押
池土国用（2012）第 CHZ-131/2012 号	贵池区马衙街道	出让	231.36	51792.00	抵押
池土国用（2013）第 CHZ-010/2013 号	池州市九华山大道东侧	划拨	32.64	2067.38	未抵押
池土国用（2013）第 CHZ-011/2013 号	池州市九华山大道东侧	划拨	3.18	201.69	未抵押
池土国用（2014）第 121 号	池州市站前区齐山大道以南 A 地块	出让	85.95	15600.00	抵押
池土国用（2014）第 122 号	池州市站前区齐山大道以南 B 地块	出让	80.97	14560.00	抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000066 号	池州市站前区永明路以南、管委会以东	出让	133.12	33280.00	抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000068 号	池州市九华山机场南侧	出让	169.68	21840.00	抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000070 号	池州市九华山机场东南	出让	197.62	24960.00	抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000072 号	池州市九华山机场南侧	出让	140.22	19760.00	抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000076 号	池州市沿江路以南、东湖路以东	出让	101.12	35464.00	抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000098 号	池州市天堂湖新区升金湖路以西、祥云大道以南	出让	46.62	11440.00	抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000080 号	池州市天堂湖新区通湖路以南、滨湖东路以东	出让	170.13	57200.00	抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000096 号	池州市天堂湖新区升金湖路以西、祥云大道以南	出让	54.93	19240.00	抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000100 号	池州市天堂湖新区升金湖路以西、祥云大道以南	出让	11.64	2496.00	抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000102 号	池州市天堂湖新区升金湖路以西、祥云大道以南	出让	48.97	16224.00	抵押
皖 2016 池州市不动产权第 0000142 号	池州市天堂湖新区升金湖路以西、祥云大道以南	出让	29.02	6757.22	抵押
池土国用（2007）第 CHZ-305/2007 号	池州市工人路	划拨	35.01	109.59	未抵押
池土国用（2007）第 CHZ-307/2007 号	池州市杜邬路 001 号	划拨	22.52	102.37	未抵押

附件 2　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)	19.15	9.12	9.90	10.16
资产总额(亿元)	202.15	202.48	204.88	208.72
所有者权益(亿元)	108.37	111.71	114.38	115.61
短期债务(亿元)	8.29	4.92	4.56	4.56
长期债务(亿元)	20.07	23.72	27.15	29.15
全部债务(亿元)	28.36	28.64	31.71	33.71
营业收入(亿元)	6.61	9.05	10.29	3.03
利润总额(亿元)	3.58	3.56	3.61	1.23
EBITDA(亿元)	6.26	5.99	6.47	--
经营性净现金流(亿元)	21.99	0.71	1.67	0.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.16	3.64	--	--
存货周转次数(次)	0.01	0.05	0.06	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.04	0.05	--
现金收入比(%)	120.34	49.11	66.93	99.99
营业利润率(%)	81.22	54.75	44.00	10.62
总资本收益率(%)	4.28	2.54	4.02	--
净资产收益率(%)	3.35	3.19	3.14	--
长期债务资本化比率(%)	15.82	17.52	19.18	20.13
全部债务资本化比率(%)	20.98	20.41	21.70	22.57
资产负债率(%)	46.39	44.83	44.17	44.61
流动比率(%)	246.20	306.08	398.12	400.15
速动比率(%)	102.26	103.34	150.37	146.46
经营现金流动负债比(%)	35.09	1.59	4.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.53	4.79	4.90	--

注：2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

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 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。