跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 958 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持海宁市尖山新区开发有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并将“13海宁新区债/13海新区”的信用等级由AA^{+}上调至AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十七日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

海宁市尖山新区开发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	存续额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 海宁新区债/13 海新区	13 亿元	2013/11/4-2020/11/4	AAA	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	10.37	9.32	6.31
资产总额(亿元)	94.06	103.62	110.03
所有者权益(亿元)	58.53	60.70	62.00
短期债务(亿元)	7.68	3.18	12.03
全部债务(亿元)	33.34	41.67	39.64
营业收入(亿元)	5.61	4.50	4.29
利润总额 (亿元)	2.21	1.73	1.24
EBITDA(亿元)	2.50	1.84	1.35
经营性净现金流(亿元)	-3.77	-5.26	-4.59
营业利润率(%)	8.96	6.38	2.84
净资产收益率(%)	3.77	2.83	1.99
资产负债率(%)	37.78	41.42	43,65
全部债务资本化比率(%)	36.29	40.70	39.00
流动比率(%)	757.04	1816.02	461.24
全部债务/EBITDA(倍)	13.34	22.65	29.42
经营现金流动负债比(%)	-38.24	-120.89	-25.41

分析师

崔俊凯　赵起锋
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

跟踪期内，海宁市尖山新区开发有限公司（以下简称“公司”）作为海宁市政府针对海宁市经济开发区和尖山新区建设重点构建的综合性投资、建设主体，在代建项目回购和补贴收入等方面持续获得海宁市政府的有力支持，公司资产规模稳步增长；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，海宁市地方政府可控财力快速下降，地方政府债务率上升；公司收入及利润规模有所下滑、安置房板块毛利率下降及担保比率高等因素可能对公司经营及信用水平造成的不利影响。

“13海宁新区债/13海新区”第3年起至第7年分期等额偿还本金，有助于分散集中偿付压力；2015年，公司经营活动现金流入量对分期偿还本金的保障能力较高；中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”） 为“13海宁新区债/13海新区”提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，且2016年中投保主体长期信用级别经联合资信评定由AA^+上调至AAA，显著增强“13海宁新区债/13海新区”本息偿付的安全性。

综合分析，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，并将“13海宁新区债/13海新区”的信用等级由AA^+上调至AAA。

优势

1. 跟踪期内，公司在代建项目回购和补贴收入等方面持续获得海宁市政府的有力支持。
2. 公司获得的土地净收益对“13 海宁新区债/13 海新区”分期偿还本金保障能力较强。
3. 中投保为“13 海宁新区债/13 海新区”提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“13 海宁新区债/13 海新区”本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，受安置房收入大幅下滑影响，公司整体盈利能力有所下滑。
2. 跟踪期内，公司短期债务大幅上升，公司面临一定的短期支付压力，间接融资渠道有待拓宽。
3. 受往来款规模较大影响，公司近年来经营活动现金流持续表现为净流出。
4. 公司担保比率高，存在一定的或有负债风险

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）与海宁市尖山新区开发有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与海宁市尖山新区开发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，未因海宁市尖山新区开发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海宁市尖山新区开发有限公司提供，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 12 个月内有效；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海宁市尖山新区开发有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

海宁市尖山新区开发有限公司（以下简称“公司”）的前身是由海宁市治江围垦管理委员会于1998年12月30日投资1.50亿元设立的有限责任公司，原名称为海宁市尖山治江围垦开发有限公司，初始注册资本1.50亿元。2002年11月19日，经股东海宁市治江围垦管理委员会增资，公司注册资本增至3.66亿元。2008年6月10日，经海宁市人民政府《关于同意增加海宁市资产经营公司授权投资管理企业的批复》（海政函（2008）73号）文件，海宁市尖山治江围垦开发有限公司划转至海宁市资产经营公司。2012年6月，经海宁市政府授权，海宁市财政局以21429.30万元价格取得海宁市资产经营公司持有的公司58.55%的股权。股权转让后，公司股权结构为海宁市财政局持股58.55%，海宁市资产经营公司持股41.45%。根据2012年8月22日签订的《企业国有资产委托管理责任书》，自2012年1月1日起，委托海宁市尖山新区管理委员会对公司进行代管，期限为5年，到期后续签。截至2015年底，公司实收资本为3.66亿元，其中海宁市财政局持股58.55%，海宁市资产经营公司持股41.45%。公司实际控制人为海宁市财政局。

公司经营范围为：尖山段滩涂治江围垦、涂地开发、投资开发、房地产开发经营。

截至2015年底，公司纳入合并范围内的子公司共4家，分别为浙江钱塘江投资开发有限公司（以下简称“钱塘江公司”）、海宁半岛广告传媒有限公司、海宁市尖山新区物业管理有限公司和海宁市铁北新城有机更新有限公司。

截至2015年底，公司本部下设办公室、计划财务科、投资发展科、工程管理科和资产管理科5个职能部门。

截至2015年底，公司合并资产总额110.03亿元，所有者权益（含少数股东权益0.20亿元）62.00亿元；2015年公司实现营业收入4.29亿元，利润总额1.24亿元。

公司注册地址：浙江省海宁市尖山围垦区；法定代表人：王云开[1]。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产

[1] 公司法定代表人已于 2016 年 2 月变更为王云开。

开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业分析及区域经济环境

1. 行业分析

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

目前，公司经营与投资的项目主要集中在海宁市经济开发区和尖山新区，其经营范围、投资方向及融资能力直接受海宁地区经济实力以及尖山新区、经济开发区发展潜力的影响。

海宁市位于长江三角洲杭嘉湖平原南缘，钱塘江北岸，属嘉兴市下属县市，是全国百强县。海宁市全市总面积668平方公里，辖4个街道、8个镇。

2015年，海宁市实现生产总值700.23亿元，按可比价计算，比上年增长6.7%。其中，第一

产业实现增加值 21.79 亿元，下降 2.5%；第二产业实现增加值 384.29 亿元，增长 5.0%；第三产业实现增加值 109.20 亿元，增长 8.3%。三次产业结构比为 3.1:54.9:42.0，第三产业增加值占 GDP 比重同比提高 2.2 个百分点。

2015 年，海宁市完成固定资产投资 514.49 亿元，比上年增长 14.8%，非国有投资 349.04 亿元，增长 8.1%，占固定资产投资的 67.8%，其中民间投资 316.14 亿元，增长 10.4%，占固定资产投资的 61.4%。固定资产投资中，第一产业投资 5.91 亿元，增长 48.0%；第二产业投资 227.18 亿元，增长 13.2%，其中工业生产性投资 227.01 亿元，增长 13.3%；第三产业投资 281.39 亿元，增长 15.6%。三次产业投资比重由 0.89:44.80:54.31 调整为 1.15:44.16:54.69。

2015 年，受国有土地所有权出让快速下滑的影响，海宁市地方政府可控财力为 117.10 亿元，同比下降 25.90%；其中，国有土地所有权出让收入为 20.08 亿元，同比下降 71.67%。海宁市全年一般预算收入为 69.12 亿元，同比上升 15.14%，其中税收收入占比高，且逐年上升，是海宁市地方政府财政收入的重要保障。

表 1　2013~2015 年海宁市财政收支数据（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
地方可控财力	1417044	1580536	1171046
一般预算收入	524888	600260	691221
其中：税收收入	498623	583528	643457
非税收收入	26265	16732	47764
上级补助收入	178449	174658	192495
其中：返还性收入	56792	57904	59618
一般性转移支付收入	47733	63766	53370
专项转移支付收入	73924	52988	79507
政府性基金收入	685443	775916	254377
其中：国有土地所有权出让收入	616117	708903	200819
预算外财政专户收入	28264	29702	32953
财政支出	1216985	1416928	1092161
其中：一般预算支出	511850	606845	765627
政府基金支出	673868	783425	297640
预算外支出	31267	26658	28894

资料来源：海宁市财政局；
注：地方可控财力=一般预算收入+基金收入+上级补助收入+预算外财政专户收入。

财政支出方面，2015 年海宁市地方财政支 109.22 亿元。从收支平衡来看，海宁市的财政平衡率（财政预算收入/财政预算支出）为 107.21%，预算收入对支出的覆盖能力较好。

海宁市地方政府债务主要由直接债务构成，担保债务余额较小。截至 2015 年底，海宁市政府全部债务余额 112.03 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 96.25%，总体债务水平高。

表 2　2015 年海宁市地方政府债务及地方财力（单位：万元）

地方债务（截至 2015 年底）	金额（万元）	地方财力（2015 年）	金额
（一）直接债务余额	1116174.22	（一）地方一般预算收入	691221
1、外国政府贷款		1．税收收入	643457
2、国外金融组织贷款		2．非税收入	47764

（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	192495
3、国债转贷资金		1．一般性转移支付收入	53370
4、农业综合开发借款		2．专项转移支付收入	79507
5、解决地方金融风险专项借款		3．税收返还收入	59618
6、国内金融机构借款	561671.16	（三）国有土地使用权出让收入	210634
（1）政府直接借款		1．国有土地使用权出让金	200819
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	561671.16	2．国有土地收益基金	8422
7、债券融资	535720.00	3．农业土地开发资金	1393
（1）中央代发地方政府债券		4．新增建设用地有偿使用费	0
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	535720.00	（四）预算外财政专户收入	32953
8、粮食企业亏损挂账		（五）其他基金收入	36682
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	18783.06		
（二）担保债务余额	8266.73		
1、政府担保的国内金融机构借款	8266.73		
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融组织机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	**1120307.59**	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**1163985**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**96.25%**	

资料来源：海宁市财政局

总体来看，跟踪期内，受国有土地所有权出让的快速下降影响，海宁市地方政府可控财力快速下滑，地方政府债务率高。

五、基础素质分析

1．产权状况

公司为海宁市财政局和海宁市资产经营公司（海宁市财政局下属独资公司）共同持股的国有公司。海宁市财政局对公司持股58.55%，海宁市资产经营公司对公司持股41.45%，公司实际控制人为海宁市财政局。根据《企业国有资产委托管理责任书》，公司由海宁市尖山新区管理委员会（以下简称“尖山新区管委会”）进行管理。

2．企业竞争实力

公司是海宁市经济开发区和尖山新区投资及建设的唯一运营主体，负责海宁经济开发区和尖山新区的基础设施开发建设以及项目的投资、开发和资产管理。

3．人员素质

截至2015年底，公司在职人员53人，其中本科及以上学历46人，占总人数的86.79%，大专学历5人，占总人数的9.43%，高中、中专学历2人，占总人数的3.78%；职工中具有技术职称的有39人，其中高级职称3人，中级职称36人，合计占总人数的73.58%；从年龄结构来看，50岁以上占3.77%，30~50岁占67.92%，30岁以下占28.31%。

总体看，跟踪期内，公司人员减少1人，人员构成情况几乎无变动。

4．政府支持

长期以来，海宁市政府在财政、税收多方面给予公司大力支持。2015年，公司获得补贴收入13000万元，主要是政府部门财政性质拨款，用于公司承担的市政工程日常管理、维护用资金。

2015年，海宁市财政向公司支付委托代建项目回购款及土地开发款4.30亿元。

跟踪期内，公司持续获得海宁市政府在政府补助、代建项目回购方面的支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和公司管理体制无重大变化。

七、经营分析

1．经营现状

公司是海宁市政府明确定位于承担尖山新区和海宁经济开发区城市基础设施建设和土地整理的投融资主体，具体负责尖山新区开发资金的融通、投入和偿还，吸引境内外资金参与开发建设；承担经济开发区和尖山新区的基础设施建设、政府安置房和公租房的建设任务，代建其他政府性投资项目；承担成片改造地块开发建设的前期工作，负责市政府授权地块的土地整理等。公司在海宁市经济开发区（含尖山新区）的基础设施建设领域处于垄断地位。

2015年，公司实现营业收入42908.98万元，同比下降4.55%，主要由于安置房业务收入大幅下降所致，其收入占比下降至1.53%；2015年，安置房板块实现收入657.73万元，毛利率-341.39%，主要系公司安置房板块由下属子公司钱塘江公司具体实施，建设成本约为4000元/平方米，实际安置房价500元/平方米，2015年出售的主要是安置房部分，且安置房实现销售大部分已在2014年完成，故该板块营业收入和毛利率均大幅下滑。

2015年，公司受托代建工程业务收入快速增长至3.99亿元，同比上升64.01%，主要系公司大部分受托代建工程项目在2015年竣工，与尖山新区管委会进行结算确认所致。受托代建工程业务按回购协议所约定，毛利率维持稳定为8.26%。

整体看，跟踪期内，受安置房收入大幅下滑的影响，公司营业收入有所下滑，受托代建工程板块是公司收入的主要组成部分。

表3　公司各板块经营情况（单位：万元、%）

业务板块	2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
受托代建工程	24307.72	54.07	8.26	39867.50	92.91	8.26
物业管理	425.04	0.95	54.63	731.14	1.70	66.63
安置房	18773.07	41.76	10.74	657.73	1.53	-341.39
其他业务	1449.62	3.22	46.84	1652.60	3.86	26.32
合计	**44955.45**	**100.00**	**10.98**	**42908.98**	**100.00**	**4.59**

资料来源：公司提供

2．受托代建工程

公司主要业务收入来自受托代建工程业务，尖山新区、经济开发区分别由公司本部和子公司钱塘江公司负责建设、运营和管理。

海宁市财政局与公司签订了《海宁经济开发区基础设施建设项目委托代建协议》，市财政局授予公司对海宁经济开发区（含尖山新区）基础设施项目进行投资、融资和施工建设，按规定使用项目建设用地，并独家享有代建项目管理费收益权。市财政局支付公司投资项目

所发生的实际支出成本，并支付上述投资成本的9%作为管理服务费。

海宁市政府委托公司实施的重大市政和公建项目采取“公司垫款、资产移交、分期偿还”的委托代建操作模式，由公司先期垫付建设款项，项目建成后移交市政府，海宁市政府再予以分期偿还。公司在完成开发区内相关基础设施建设项目后向海宁市财政结算代建业务，继而实现收入。2015 年，公司受托代建工程业务收入快速上升至 3.99 亿元，同比上升64.01%，主要系主要系公司大部分受托代建工程项目在 2015 年竣工，与尖山新区管委会进行结算确认所致。2015 年，根据委托代建协议的约定，毛利率维持在 8.26%。

政府拨付公司委托代建项目的资金来源：公司对海宁经济开发区和尖山新区授权的土地进行整理，土地出让后企业上交土地出让金给海宁市财政局，海宁市财政局在扣除相关税费后，余下的土地出让金净收益作为海宁市财政局与公司结算土地开发业务及委托代建业务的收入，公司根据代建业务的进度和完成情况，向财政要求代建业务拨款。一般情况下，工业用地净收益占土地出让金总价的50%左右；房地产和其他商业用地的净收益占土地出让金总价的70%左右，不足部分资金来源为财政税收分成和历年留成。

2015年，海宁经济开发区和尖山新区实现土地出让收入4.10亿元，出让土地净收益为2.50亿元，财政用上述资金向公司支付2015年回购代建工程款和土地整理款以及用于向公司拨付财政专项补贴。

截至 2015 年底，公司主要在建的受托代建项目（基建）包括闻澜路项目、尖山新区公租房项目、新月路、鸣鹤路和滨江路等项目，计划总投资合计 11.78 亿元，截至 2015 年底已投资 1.32 亿元，公司未来仍面临一定的项目资金支出压力。

3．安置房

公司安置房业务由钱塘江公司负责，业务模式为公司出资购买土地，自主投资进行安置房建设，待项目建成后，针对超出安置面积部分、超出安置数量部分和商业配套进行出售，并获取收入。公司对安置房项目的建设成本计入存货科目，收入体现在现金流量表销售商品、提供劳务收到的现金中。

2015年，安置房板块实现收入657.73万元，毛利率-341.39%，主要系公司安置房板块由下属子公司钱塘江公司具体实施，建设成本约为4000元/平方米，实际安置房价500元/平方米，2015年出售的主要是安置房部分，且安置房实现销售大部分已在2014年完成，故该板块营业收入和毛利率均大幅下滑。

公司在建的安置房项目为硖仲路安置房，该项目计划总投资2.00亿元，截至2015年底已投资1.68亿元，未来公司安置房板块收入可形成一定规模并获得改善。

4．物业管理

公司物业管理收入包括物业管理、区内道路养护、绿化养护、土地出让前期土方平整工程等业务，2015 年为 731.14 万元，同比增长72.01%，毛利率快速上升至 66.63%，处于较高水平。

5．其他业务

公司其他业务板块包括广告费、土地租赁、房屋租赁、工程安装和劳务派遣等，2015年，公司其他业务板块实现收入 1652.60 万元，同比增长 14.00%，2015 年，其他业务毛利率下降至 26.32%。

八、财务分析

1．财务概况

公司提供的2015年合并财务报表已经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015年，公司合并范围无变化。

截至2015年底，公司合并资产总额110.03亿元，所有者权益（含少数股东权益0.20亿元）62.00亿元；2015年公司实现营业收入4.29亿元，利润总额1.24亿元。

2．盈利能力

公司营业收入主要来自委托代建工程，2015 年公司实现营业收入 42908.98 万元，同比下降 4.55%，主要由于安置房业务收入大幅下降所致；同期，公司营业成本同比上升 2.30%，2015 年为 4.09 亿元。

跟踪期内，公司期间费用持续下降，2015 年为 0.23 亿元，利润总额 1.24 亿元，期间费用占营业收入的比重为 5.42%，占比较上年下降 3.46 个百分点。公司期间费用控制能力有所改善。

2015 年，公司实现营业利润-0.07 亿元。补贴收入对公司利润贡献较大，2015 年，公司营业外收入为 1.32 亿元，主要是政府部门财政性质拨款，用于公司承担的市政工程日常管理、维护用资金。

从盈利指标来看，由于净利润下降，跟踪期内，公司各项盈利指标均有所下降，2015 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 2.84%、1.22%和 1.99%，同比分别下降 3.54 个百分点、0.52 个百分点、和 0.84 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司营业收入小幅下降，盈利能力有所下滑，政府补贴收入对公司利润贡献较大。

3．现金流及保障

2015 年，公司销售商品、提供劳务收到现金 4.37 亿元，同比下降 25.87%，主要由于安置房销售收入大幅下降所致；同期公司收到其他与经营活动有关的现金快速下降至 5.82 亿元，同比下降 28.65%，主要为公司获得的财政补贴、与关联方的往来款等。公司经营活动现金流入呈下降趋势，2015 年为 10.18 亿元。经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金及支付其他与经营活动有关的现金（主要是往来款）。经营活动现金净流量持续净流出，2015 年为-4.59 亿元。

从收入实现质量看，跟踪期内，公司现金收入比较上年有所下降，2015 年 101.79%。

投资活动方面，2015 年，公司购建固定资产、无形资产支付的现金 0.28 亿元。2015 年，公司投资活动现金净流量为-0.28 亿元。

筹资活动方面，跟踪期内，公司筹资活动现金流入 11.14 亿元，主要系取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金，其中，收到其他与筹资活动有关的现金 4.34 亿元，同比增长 767.03%，主要由公司收回质押的货币资金 2.05 亿元、铁北定向融资计划借款 1.96 亿元和财政专项资金 0.32 亿元构成；筹资活动现金流出为 7.24 亿元，较上年同比下降 44.23%，主要系偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金下降所致。2015 年，公司筹资活动现金流净额为 3.90 亿元，从公司承担的经营职能和委托代建项目看，公司存在对外融资需求。

整体来看，跟踪期内，公司收入实现质量有所下降，经营活动和投资活动均表现为现金净流出，公司外部融资需求较大。

4．资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 110.03 亿元，同比增长 6.19%。资产构成中流动资产占 75.69%，非流动资产占 24.31%，跟踪期内，流动资产占比同比小幅下降，但公司资产仍以流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产合计83.29亿元，同比增长5.46%，主要来自其他应收款和存货的增长。流动资产构成中，货币资金占7.57%，其他应收款占16.18%，存货占75.56%。

跟踪期内，公司货币资金快速下降，2015年底为6.31亿元，同比下降32.37%，主要为银行存款6.31亿元。

跟踪期内，公司其他应收款快速增长，2015 年底为 13.47 亿元，同比增长 51.20%，主要为往来款。截至 2015 年底，公司计提坏账准备 653.50 万元。公司其他应收款前五名单位分别为海宁农业对外综合开发区管理委员会、海宁皮都投资开发有限公司、海宁市城北水环境治理有限公司、海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司和黄湾镇工业投资有限公司，占公司其他应收款总额的 93.02%，集中度高，但考虑到欠款单位主要为海宁市投融资主体，其他应收账款发生坏账的可能性较低，但对公司资金形成一定占用。

跟踪期内，公司存货小幅增长，2015 年底为 62.93 亿元，同比增长 6.17%，存货构成中主要为开发产品、围垦土地成本、安置房开发成本和土地征迁整理成本，公司未计提存货跌价准备。其中，开发产品主要为海宁市财政局对公司注入的土地，围垦土地成本主要系公司在尖山新区土地整理过程中发生的土地围垦成本和土地整治成本，土地征迁整理成本主要系公司在海宁经济开发区土地开发过程中发生的成本（尚未完工结算）及政府注入的土地。截至 2015 年底，公司账上拥有的土地面积约 1166 亩，账面价值为 28.02 亿元，均为商业或住宅用地。公司拥有的土地使用权中已抵押金额占全部土地金额的比重为 41.01%。

截至2015年底，公司非流动资产合计26.75亿元，构成主要以长期股权投资（占10.81%）、在建工程（占37.34%）和其他非流动资产（占39.91%）为主。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 2.89 亿元，同比小幅增长 4.67%，主要系当期追加对上海漕河泾新兴技术开发区海宁分区经济发展有限公司的投资 663.19 万元所致。被投资单位包括海宁市科创中心投资有限公司（公司持股比例 40%）、上海漕河泾新兴技术开发区海宁分区经济发展有限公司（公司持股比例 45%）、浙江江南新城投资开发有限公司（公司持股比例 30%）以及海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司（公司持股比例 50%，因该公司尚未产生经营收入，公司未将其纳入合并范围）。

跟踪期内，公司在建工程有所下降，2015 年底为 9.99 亿元，同比下降 9.47%，主要为正在建设尚未完工的受托代建市政工程，包括房屋建筑物、道路桥梁、基础设施、河道河岸等工程。公司受托承建的市政工程项目，未完工前列示在“在建工程”科目下核算。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产 10.68 亿元，同比小幅增长 5.53%，均为已完工尚未进行竣工决算的受托代建市政工程，主要包括道路桥梁、基础设施、房屋建筑物、供水工程、围垦道路以及土地二次开发资产等。上述非流动资产是根据政府授权，由公司投资建设，在办理完毕全部竣工验收决算手续后一定期限内移交有关政府主管部门，此部分资产不计提折旧和摊销。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳步增长，资产构成比较稳定。流动资产中，存货占比很大，存货规模受土地出让的进度影响较大，变现能力偏弱，公司整体资产质量一般。

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长 2.14%，2015 年底为 62.00 亿元，归属于母公司所有者权益合计 61.80 亿元，其中，实收资本（占 5.92%），资本公积（占 79.75%），盈余公积（占 0.56%），未分配利润（占 12.92%）和其他综合收益（占 0.85%）权益构成较 2014 年底变动不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性较好。

负债

随着公司规模扩大，公司负债也呈现相应不断增长态势，2015年底为48.03亿元，同比增长11.91%。其中，流动负债合计占37.60%，非流动负债占62.40%，跟踪期内，公司流动负债占比大幅上升，债务结构仍处于合理范围内。

跟踪期内，公司其他应付款大幅增长，截

至 2015 年底，其他应付款为 5.66 亿元，同比增长 550.79%，主要为 2015 年海宁市财政局与公司债务置换借款 5.02 亿元。从账龄看，主要集中在 1 年以内占比 98.38%，账龄较短。其他应付款主要包括海宁市财政局、海宁经济开发区管理委员会、海州水利工程公司、海宁市海泰建设有限公司承保户，前五名单位合计占总额的 94.53%，集中度高。

跟踪期内，公司长期借款快速下降，2015年底为14.70亿元，同比下降42.49%，主要为抵、质押借款和保证借款。

跟踪期内，公司一年到期的非流动负债大幅上升至12.03亿元，同比上升278.30%，全部为一年内到期的长期借款。

跟踪期内，公司全部债务有所下降，2015年底为 39.64 亿元，同比下降 4.87%；其中，短期债务占 30.35%，长期债务占 69.65%，公司短期债务增长快，主要由于一年内到期的非流动负债规模大幅上升所致。

从债务指标看，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均呈现下降趋势，2015 年底分别为 30.81%、39.00%和 43.65%。总体看，公司整体债务呈上升趋势，其中短期债务大幅上升，公司未来存在一定的短期支付压力。

跟踪期内，公司负债结构中流动负债占比大幅上升，公司未来存在一定的短期支付压力，但整体债务负担可控。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至2015年底，公司流动比率和速动比率分别为461.24%和112.71%，较2014年底大幅下降，主要由于2015年底公司流动负债大幅增加所致；公司存货中土地规模较大，变现较慢，公司实际短期偿付能力弱于指标值。2015年，公司经营活动产生的现金流量净额为-4.59亿元，对流动负债不具备保障能力。总体看，公司短期有息债务规模较大，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2015年，公司EBITDA为1.35亿元，同比下降26.75%；全部债务/EBITDA指标值为29.42倍，跟踪期内，EBITDA对全部债务的保障能力减弱。考虑到公司存量土地规模较大且存在一定升值空间，海宁市政府财政实力较强、对公司支持力度较大，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年底，公司合并口径共获得银行授信 22.10 亿元，已使用 16.80 亿元，尚未使用 5.30 亿元，公司间接融资渠道仍需拓宽。

或有负债方面，截至2015年底，公司对外担保金额为20.81亿元，担保比率为33.56%，担保比率高，对外担保单位中的上海漕河泾新兴技术开发区海宁分区经济发展有限公司和海宁市尖山新区现代服务业综合开发有限公司为公司长期股权投资单位，海宁市临杭新市镇开发建设有限公司、海宁市交通投资集团有限公司、海宁紫光水务有限责任公司、海宁市水利建设投资开发有限责任公司和海宁市黄湾镇新市镇投资开发有限公司均为海宁市投融资类公司，目前，被担保方经营情况正常，公司存在一定的或有负债风险。

表4　截至2015年底公司对外担保情况

被担保方	担保金额（万元）	担保终止日期
上海漕河泾新兴技术开发区海宁分区经济发展有限公司	1620.00	2022-08-01
上海漕河泾新兴技术开发区海宁分区经济发展有限公司	5000.00	2020-12-01
海宁水利建设投资开发有限责任公司	26000.00	2019-12-01
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	25000.00	2017-11-12
海宁市交通投资集团有限公司	19000.00	2017-11-26
海宁市交通投资集团有限公司	15000.00	2019-11-09
海宁紫光水务有限责任公司	10000.00	2019-09-24
海宁市城南建设开发有限公司	18500.00	2017-09-28
海宁市黄湾新市镇投资开发有限公司	17000.00	2017-10-19
海宁市黄湾新市镇投资开发有限公司	2500.00	2017-12-05
海宁市首创水务有限公司	10000.00	2021-02-07
海宁市海昌新市镇建设有限公司	14000.00	2018-7-20
海宁市尖山区新区现代服务业综合开发有限公司	24500.00	2018-11-25

海宁市城北水环境治理有限公司	20000.00	2018-04-11
合计	**208120.00**	---

资料来源：公司提供

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为G1033048100030950E），截至2016年5月19日，公司有5笔已结清关注类贷款，均与银行认定有关，公司已正常偿还银行贷款。

7. 抗风险能力

近年来，海宁市经济不断增长，为公司提供了良好的外部经营环境。公司作为代表海宁市政府在尖山新区和经济开发区整合运作中的唯一投融资主体，得到海宁市政府多方面的支持。

总体看，公司整体抗风险能力强。

九、债券偿债能力分析

1. “13海宁新区债/13海新区”概况

公司于2013年11月发行13亿元公司债券，债券简称“13海宁新区债/13海新区”（以下简称“待偿还债券”），发行期限为7年。

中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”）为公司待偿还债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，2016年中投保主体长期信用等级由AA^+上调至AAA，评级展望为稳定，其担保有效提升了“13海宁新区债/13海新区”本息偿付的安全性。

2. 募投项目进展情况

“13海宁新区债/13海新区”募集资金13亿元，其中9亿元用于海宁市尖山新区西北区块路网及配套项目，3亿元用于海宁市尖山新区西南区块路网及配套项目，1亿元用于海宁市城市主干道杭州湾大道项目。截至2015年底，债券募投项目建设情况详见下表。

表5 截至2015年底债券募投项目建设情况表（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	截至2015年底已投入资金金额	截至2015年底已使用募集资金金额	项目进度
海宁市尖山新区西北区块路网及配套项目	16.75	13.40	7.20	已完成投资80%
海宁市尖山新区西南区块路网及配套项目	7.00	5.25	2.25	已完成投资75%
海宁市城市主干道杭州湾大道项目	3.25	2.28	0.70	已完成投资75%
合计	**27.00**	**20.93**	**10.15**	--

资料来源：公司提供

3. “13海宁新区债/13海新区”偿债能力分析

2015年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为1.35亿元和10.18亿元，分别“13海宁新区债/13海新区”发行额度（13亿元）的0.10倍和0.78倍。公司EBITDA和经营活动现金流入量对“13海宁新区债/13海新区”发行额度保障能力较弱。

“13海宁新区债/13海新区”设置本金提前偿还条款，在存续期内后5年分期等额偿还本金：即在第3年至第7年每年分别偿还“13海宁新区债/13海新区”发行总额的20%（2.60亿元/年）。

2015年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为待偿还债券分期偿还本金2.60亿元的0.52倍和3.92倍。经营活动现金流入量对待偿还债券分期偿还本金的保障能力较好。2015年公司经营活动现金流量净额为负值，对待偿还债券不具备保障能力。考虑到公司持续获得政府的有力支持，以及公司持有的较大规模的土地使用权，整体看，公司对待偿还债券的保障能力较好。

海宁市人民政府于2012年9月21日发布《海宁市人民政府关于尖山新区西部区块基础设施工程项目成本补偿的通知》[海政发（2012）56号]，明确海宁市城市主干道杭州湾大道项目、海宁市尖山新区西北区块路网及配套项目、海宁市尖山新区西南区块路网及配套项目建设过程中道路周边土地出让后扣减规费和相关平整成本后的土地净收益逐年返还公司，作为项目建造成本的补偿。目前在项目附近区域合计有28850亩可供开发土地，预计未来可带来超过57.70亿元的土地出让收益。根据国家土地审批政策和海宁市土地出让总体规划，海宁市计划分批完成该区域土地的拍卖出让。2013~2015年，公司共获得出让净收益8.83亿元，分别为“13海宁新区债/13海新区”发行额度13亿元的0.68倍和待偿还债券分期偿还本金2.60亿元3.40倍，土地净收益对“13海宁新区债/13海新区”分期偿还保障能力较强。2016~2020年，预计合计完成净收益17亿元，市政府拟将上述土地净收益逐年平均返还至公司。

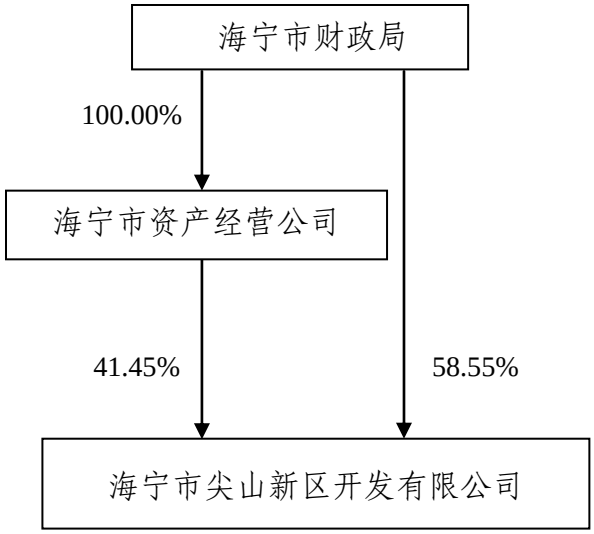
根据2015年6月海宁市财政局和海宁市尖山新区管委会出具的《关于募投项目工程成本补偿方案的情况说明》，由于2013~2014年募投项目均处于建设过程中，无法结转营业成本、确认营业收入。根据三个募投项目的建设进度，预计在2015年底政府会对部分完工的募投项目子项目列入2015年度委托代建回购计划。海宁市财政局将根据海宁市政府海政发〔2011〕19号《关于进一步完善国有土地使用权出让收入分配政策的通知》，对上述土地出让净收益予以全额返回给海宁市尖山新区管委会，由海宁市尖山新区管委会拨付至公司。截至2015年底，公司收到土地出让金返还2.50亿元，根据回购凭证已足额到账。

如未来土地市场发生波动，相关土地不能按照上述计划出让的情况，海宁市政府将根据当年土地实际出让情况，协调其他资金解决当年资金缺口。该通知安排有助于公司在未来几年实现持续的现金流入，该部分现金流有效覆盖了“13 海宁新区债/13 海新区”待偿还本息，但联合资信也关注到在本期债券本金偿还初期可能存在本息偿付的不匹配情况。

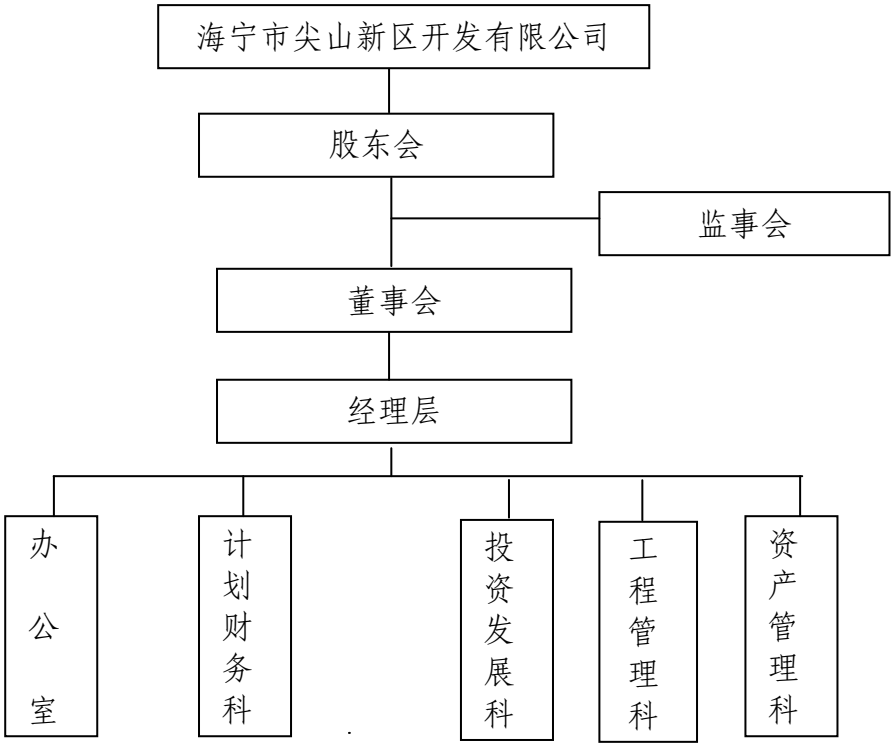
十、结论

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，并将“13 海宁新区债/13海新区”的信用等级由 AA^{+}上调至 AAA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.37	9.32	6.31
资产总额(亿元)	94.06	103.62	110.03
所有者权益(亿元)	58.53	60.70	62.00
短期债务(亿元)	7.68	3.18	12.03
长期债务(亿元)	25.66	38.49	27.61
全部债务(亿元)	33.34	41.67	39.64
营业收入(亿元)	5.61	4.50	4.29
利润总额(亿元)	2.21	1.73	1.24
EBITDA(亿元)	2.50	1.84	1.35
经营性净现金流(亿元)	-3.77	-5.26	-4.59
财务指标			
销售债权周转次数(次)	153.81	194.27	224.36
存货周转次数(次)	0.09	0.07	0.07
总资产周转次数(次)	0.07	0.05	0.04
现金收入比(%)	117.94	131.06	101.79
营业利润率(%)	8.96	6.38	2.84
总资本收益率(%)	2.65	1.74	1.22
净资产收益率(%)	3.77	2.83	1.99
长期债务资本化比率(%)	30.48	38.80	30.81
全部债务资本化比率(%)	36.29	40.70	39.00
资产负债率(%)	37.78	41.42	43.65
流动比率(%)	757.04	1816.02	461.24
速动比率(%)	176.72	452.96	112.71
经营现金流动负债比(%)	-38.24	-120.89	-25.41
全部债务/EBITDA(倍)	13.34	22.65	29.42
EBITDA 利息倍数(倍)	1.46	0.86	0.44

附件 3　有关计算指标的计算公式（新准则）

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，银行间债券市场中长期债券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。

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。