跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1050 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持泉州台商投资区开发建设有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“14泉州台商债/PR泉投建”AA^{+} 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十四日

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

泉州台商投资区开发建设有限责任公司
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	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 泉州台商债/PR 泉投建[1]	10 亿元	2014/2/25~2021/2/25	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2017 年 6 月 24 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	9.17	11.08	14.26
资产总额(亿元)	216.11	234.75	263.67
所有者权益合计(亿元)	151.47	153.51	157.25
短期债务(亿元)	3.85	6.39	10.10
全部债务(亿元)	40.87	50.95	76.09
调整后全部债务(亿元)	40.87	53.39	78.48
营业收入(亿元)	10.79	13.53	14.94
利润总额(亿元)	2.26	2.42	2.25
EBITDA(亿元)	2.44	2.65	3.09
经营性净现金流(亿元)	-10.17	-3.89	-20.79
营业利润率(%)	11.14	11.87	13.84
净资产收益率(%)	1.38	1.37	1.20
资产负债率(%)	29.91	34.61	40.36
全部债务资本化比率(%)	21.25	24.92	32.61
调整后全部债务资本化比率(%)	21.25	25.81	33.29
流动比率(%)	870.79	713.04	700.91
经营现金流动负债比(%)	-41.36	-11.91	-55.72
全部债务/EBITDA(倍)	16.73	19.19	24.60
调整后全部债务/EBITDA(倍)	16.73	20.11	25.38
EBITDA 利息倍数(倍)	19.47	16.30	4.03

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息部分。

分析师

李苏磊　任黛云

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

[1]截至跟踪评级时点，“14 泉州台商债/PR 泉投建”已偿还本金 2.00 亿元，余额 8.00 亿元。

评级观点

泉州台商投资区开发建设有限责任公司（以下简称“公司”）是泉州市台商投资区（以下简称“投资区”）的基础设施及保障性住房投资建设主体，区域垄断优势显著。跟踪期内，泉州市财政实力有所增长，市、区两级政府给予公司持续稳定的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内受政府性基金收入和上级补助收入减少影响，投资区综合财力下滑，公司未来融资压力较大、应收类款项大且回款慢、收入获现质量差等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着泉州台商投资区建设任务的展开，公司代建项目建设推进并陆续进入回购款支付期，公司获现能力或有所提高。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“14 泉州台商债/PR 泉投建”以土地使用权进行抵押担保，跟踪期内，抵押土地评估值为 22.90 亿元，抵押比率为 2.67 倍，具有增信作用。

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，并维持“14 泉州台商债/PR 泉投建”AA^+的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，泉州市经济实力和财政实力有所增长，为公司提供良好的外部环境。
2. 公司是投资区从事城市基础设施和保障性住房的投资建设主体，区域垄断优势明显。
3. 跟踪期内，泉州市财政局和投资区管委会在流动性支持和财政补贴等方面对公司支持的持续性好。
4. “14 泉州台商债/PR 泉投建”设立抵押的土地使用权抵押比率为 2.67 倍，有助于更好

地保障“14 泉州台商债/PR 泉投建”的偿付安全。

关注

1. 跟踪期内，受土地市场和政策波动影响，投资区综合财力有所下滑，泉州市和投资区政府债务负担重。
2. 公司在建和拟建的项目对资金需求多，未来面临较大的融资压力。
3. 公司存货和应收类款项占比较大，资产流动性弱。
4. 跟踪期内，公司收现质量差。
5. 公司经营活动现金净流出金额大，对外拆借金额高。

声　明

一、本报告引用的资料主要由泉州台商投资区开发建设有限责任公司（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。

泉州台商投资区开发建设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关于泉州台商投资区开发建设有限责任公司主体长期信用及“14 泉州台商债/PR 泉投建”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

泉州台商投资区开发建设有限责任公司（以下简称“公司”）是经泉州市人民政府《泉州市人民政府关于成立泉州台商投资区开发建设有限责任公司的通知》（泉政函【2009】144 号）批准，由泉州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“泉州市国资委”）和惠安县国有资产投资经营有限公司（以下简称“惠安国投”）共同出资组建，于 2009 年 9 月 23 日注册登记成立的国有公司。2011 年 4 月 12 日，根据《惠安县财政局关于同意转让泉州台商投资区开发建设有限责任公司股权的批复》（惠财办【2011】25 号），惠安国投将其持有的股权转让给泉州台商投资区管理委员会。截至 2016 年底，公司实收资本 10.00 亿元，其中泉州市国资委出资 5.00 亿元，占注册资本的 50%；泉州台商投资区管理委员会（以下简称“投资区管委会”）财政局出资 5.00 亿元，占注册资本的 50%。跟踪期内，公司股权结构无变化。

公司主要经营范围：从事泉州台商投资区管委会国有资产管理部门授权委托经营的国有资产的资本权益管理和资产产权处置；从事泉州台商投资区的开发、建设、受托国有资产的投资等经营活动；代表管委会管理和行使受托经营的对外投资项目；土地综合开发；土地一级开发；房地产开发经营；销售建筑材料（不含危险化学品）（以上经营范围涉及许可经营项目的，应取得相关部门的许可后方可经营）。

跟踪期内，公司组织结构无变化，本部设有规划发展部、房建部和经营部等 8 个职能部门。截至 2016 年底，公司拥有子公司 8 家，分别为泉州市洛秀开发建设有限公司（以下简称“洛秀公司”）、泉州台商投资区市政管理有限责任公司、泉州台商投资区城市建设发展有限公司（以下简称“城发公司”）、泉州台商投资区水务投资经营有限公司（以下简称“水务公司”）、泉州台商投资区劳务派遣有限公司（以下简称“劳务公司”）、泉州台商投资区商务有限公司、泉州台商投资区物业管理有限责任公司和泉州台商投资区惠南污水处理有限公司（以下简称“污水处理公司”）。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 263.67 亿元，所有者权益合计 157.25 亿元（少数股东权益 2.00 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 14.94 亿元，利润总额 2.25 亿元。

公司住所：泉州市惠安县东园镇群青村惠南工业区服务大楼；法定代表人：傅鸿清。

三、债券与募集资金使用情况

公司发行的“14 泉州台商债/PR 泉投建”，期限 7 年，募集资金 10.00 亿元，起息日为 2014 年 2 月 25 日，按年付息。该债券设有分期偿付本金条款，即在存续期的后 5 年每年偿付本金的 20%。公司已于 2017 年 2 月偿还 2.00 亿元本金，并按期支付当期利息，“14 泉州台商债/PR 泉投建”剩余待偿还本金为 8.00 亿元。

募集资金全部用于投资区锦厝棚户区改造及保障性住房建设项目和投资区玉坂棚户区改造及保障性住房建设项目。截至 2016 年底，“14 泉州台商债”已全部使用完毕并投入项目建设。公司就两个棚户区改造项目与投资区管委会签订了 BT 回购协议，成本加成率为

20%，回购款在工程竣工验收并经审计确认投资总额之日起7年内付清。由于工程尚未完工，公司目前尚未收到回购款。截至 2016 年底，公司已投入项目17.78亿元，建设进度80.13%，项目预计在2017年完工。

表 1　截至 2016 年底募集资金使用情况

（单位：%，亿元）

项目名称	投资总额	已使用募集资金金额	已投资额
锦厝棚户区改造及保障性住房建设项目	11.17	5.00	8.50
玉坂棚户区改造及保障性住房建设项目	11.02	5.00	9.28
合计	**22.19**	**10.00**	**17.78**

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模

快速攀升。2010 年之后，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。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称《351 号文》）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称《88 号文》），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称《152 号文》），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业政策

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 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 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。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济和财政实力

（1）泉州市经济概况

泉州是中国著名的侨乡和台胞祖籍地，地处福建东南部，北接福州，南毗厦门，与台湾隔海相望。

《2016 年泉州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2016 年全市地区生产总值 6646.63 亿元，比上年增长 8.0%。按常住人口计算，人均地区生产总值 77784 元，同比增长 7.1%。第一、二、三产业增加值分别为 198.41 亿元、3903.85 亿元和 2544.37 亿元，第三产业同比增速最高（9.5%）。全市三次产业结构为 3.0:58.7:38.3，第一、二、三产业对经济增长的贡献率分别为 0.8%、55.2%和 44%。

固定资产投资方面，2016 年，全市固定资产投资 3748.01 亿元，比上年增长 10.0%。其中，工业投资 1355.22 亿元，增长 18.0%，占固定资产投资的比重为 36.2%；基础设施投资 1090.27 亿元，增长 18.8%，占固定资产投资的比重为 29.1%；高技术产业投资 146.45 亿元，增长 104.9%，占固定资产投资的比重为 3.9%。

整体看，跟踪期内，泉州市良好的经济发展态势为台商投资区招商引资和产业布局奠定了良好的外部环境。

（2）泉州市财政实力及债务情况

2016 年，泉州市可控财力 725.18 亿元，同比增长 4.89%，主要由一般预算收入、基金收入和上级补助收入构成。2016 年，泉州市一般预算收入实现 424.08 亿元，同比增长 9.21%，其中税收收入占 75.51%。总体看，泉州市财政实力有所提升。

表 2 泉州市财力情况（单位：亿元）

编号	科目	2014 年	2015 年	2016 年
1	一般预算收入	380.11	388.30	424.08
	税收收入	304.26	306.85	320.23
	非税收入	75.85	81.45	103.85
2	基金收入	370.56	140.13	148.82
	土地出让金	329.35	116.33	130.62
	其他	41.21	23.80	18.20
3	上级补助收入	113.15	144.45	137.75
	返还性收入	18.92	18.92	22.70
	一般性转移支付	41.10	60.66	62.90
	专项转移支付	53.12	64.87	52.15
4	财政专户资金收入	18.26	18.52	14.53
6=1+2+3+4	**地方可控财力**	**882.07**	**691.40**	**725.18**

资料来源：泉州市财政局

泉州市地方政府债务主要由直接债务构成，截至2016年底，泉州市地方政府债务1195.04亿元，其中负有偿还责任的债务余额1179.24亿元。泉州市地方政府债务率（（地方政府直接债务余额+地方政府担保债务余额×50%）÷地方综合财力×100%）146.03%，同比下降31.82个百分点，泉州市地方政府债务负担重。

（3）泉州台商投资区财力及债务情况

投资区为国家级开发区，跟踪期内，全区

一般预算收入小幅增长，实现 7.84 亿元，主要系非税收入增长所致。受宏观经济下行和“营改增”影响，2016 年投资区税收收入 6.90 亿元，同比下降 1.71%。跟踪期内，投资区基金收入持续下滑，主要系土地市场波动影响，可控财力亦持续下滑。

表 3　泉州台商投资区财力情况（单位：亿元）

	科目	2014 年	2015 年	2016 年
1	一般预算收入	7.48	7.73	7.84
	税收收入	5.81	7.02	6.90
	非税收入	1.67	0.71	0.94
2	基金收入	14.81	5.49	2.77
	土地出让金	13.38	4.84	2.66
	其他	1.43	0.65	0.11
3	上级补助收入	2.88	3.93	2.58
	返还性收入	0.02	0.02	0.02
	一般性转移支付	1.24	2.07	1.24
	专项转移支付	1.61	1.83	1.32
4	财政专户资金收入	0.08	0.08	0.12
5=1+2+3+4	**地方可控财力**	**25.25**	**17.23**	**13.31**

资料来源：泉州台商投资区财政局

地方政府债务方面，投资区地方政府债务主要由直接债务构成。截至 2016 年底，投资区地方政府债务 26.90 亿元，地方政府债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力×100%）202.10%，同比上升 28.80 个百分点，投资区地方政府债务水平高，债务负担重。

总体来看，2016 年泉州市可控财力有所提高，投资区综合财力受基金收入和上级补助收入影响有所下滑，同时，两级政府债务负担重。

六、基础素质分析

1. 产权状况

泉州市国资委和泉州台商投资区管理委员会财政局为公司股东，分别持有公司 50%的股份。跟踪期内，公司股权结构无变化。

2. 外部支持

公司是投资区基础设施及保障性住房的投资建设主体，跟踪期内，泉州市政府和投资区管委会对公司在财政补贴和流动性方面的支持持续且稳定。

财政补贴方面，投资区管委会每年根据公司实际经营情况向公司拨入财政补贴，2016 年，公司确认并收到管委会拨付的运营补贴等补贴收入 1.53 亿元，计入当年“营业外收入”。

流动性支持方面，根据泉财函【2012】68 号文，对于公司代建的公益或准公益项目，若投资区财政局回购资金不足，差额部分由市财政局代为支付。

总体看，跟踪期内，泉州市政府和投资区管委会给予公司的支持持续且稳定。

七、管理分析

2016 年，公司高级管理人员、治理结构与管理制度无重大变化。2017 年 5 月，公司法人代表、董事长和总经理由叶赞清变更为傅鸿清。

傅鸿清：男，1969 年出生，中共党员，研究生学历，历任泉州洛江区环境监测站站长、洛江区万安自来水厂厂长和泉州台商投资区水务投资经营有限公司总经理。公司高管变更对公司经营管理影响不大。

八、经营分析

1. 经营现状

公司是投资区基础设施及保障性住房建设的投资建设主体，受管委会委托从事园区内基础设施和保障性住房投资建设，回购收入（即下表 BT 项目建设业务收入）为公司营业收入的主要来源，其他业务主要为污水处理收入和提供劳务（派遣）收入，占比很小。2016 年，公司营业收入 14.94 亿元，同比上升 10.46%，系管委会回购的基础设施和保障性住房项目增加所致。

毛利率方面，2016 年，公司综合毛利率和 BT 项目建设业务板块毛利率分别为

14.36%和14.39%，较2015年变化不大。其他业务中的污水处理业务因处于运营初期，来水量不大，固定资产折旧高导致毛利率较低，劳务派遣业务毛利率一直较低。

表4 近三年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元，%）

业务类别	营业收入			毛利率		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
BT项目建设业务	107524.58	134396.49	149006.64	14.47	15.22	14.39
其他	393.28	885.06	430.22	4.95	3.14	2.86
合 计	**107917.86**	**135281.54**	**149436.86**	**14.43**	**15.14**	**14.36**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2．BT项目建设业务

城市基础设施项目建设

公司是园区内唯一的基础设施建设主体，具体建设业务由子公司洛秀公司和城发公司负责，根据政府安排进行基础设施建设。

目前，公司主要建设的基础设施项目均与管委会财政局签订代建回购协议（成本加成率视项目不同而略有波动，约为20%），项目资金来源主要是政府建设资金拨款（拨付时不分配到具体项目，公司计入“其他应付款”）和银行贷款，未来通过政府回购资金进行平衡。业务模式方面，公司作为项目投资主体对承建项目出资建设，投资支出计入“存货”科目，按项目建设进度确认代建成本与代建收入。自工程竣工验收并经审计确认投资总额之日起计算，管委会财政局在7年内支付全部项目回购款。

表5 截至2016年底主要在建及拟建基础设施项目

（单位：亿元）

项目名称	预计投资额	已投资额
南北主干道二期	8.20	2.51
东经二路南北延伸段	5.61	1.50
东西主干道二期	2.97	1.49
海江大道一期工程(后渚大桥东桥头互通)	16.38	--
泉东大道（杏秀路-南北大道）	7.68	--
滨湖东路（滨湖南路至杏秀路）	1.50	--
海城大道（海山大道至张纬四路）	2.50	--
合 计	**44.84**	**5.50**

资料来源：公司提供

目前，公司主要在建及拟建基础设施项目计划总投资合计44.84亿元，截至2016年底，已完成5.50亿元投资，尚需投资39.34亿元，公司未来基础设施建设项目存在较大的融资压力。

保障性住房项目建设

公司建设的保障性住房项目均与投资区管委会签订了BT回购协议，成本加成率视项目不同而略有波动，约为20%，回购款在工程竣工验收并经审计确认投资总额之日起7年内付清。

目前，公司主要在建保障性住房项目建设资金主要来源于政府拨款、银行借款和发行债券，未来通过政府回购实现资金平衡。

表6 截至2016年底在建保障性住房项目情况

（单位：亿元）

项目名称	投资总额	已投资额
凤浦小区一期工程建设项目	2.98	2.93
溪庄小区一期项目建设项目	1.99	2.70
锦厝安置小区	11.17	8.50
玉坂安置小区	11.02	9.28
金屿大桥安置小区	17.19	1.99
湖东安置小区	9.96	1.81
区职工宿舍大楼（公租房）	2.09	1.26
合 计	**56.40**	**28.47**

资料来源：公司提供

目前，公司在建保障性住房项目计划投资总额合计56.40亿元，截至2016年底，已完成28.47亿元投资，尚需投资27.93亿元，未来计划投资规模较大。因上述项目均未竣工验收，尚未进入回购款支付阶段，截至2016

年底，公司暂未收到保障性住房项目代建回购款。

跟踪期内，公司确认 BT 项目建设收入 14.90 亿元，其中确认基础设施建设项目收入 4.62 亿元（所有在建基础设施项目均根据跟踪期内新增项目进度确认了收入），确认保障性住房项目建设收入共 10.28 亿元。收入获现方面，因公司收入确认与回购款支付存在时间错配，目前，只有东西主干道一期工程、亚洲艺术园等少数项目已竣工达到回购款支付条件，其余项目暂未达到回购款支付条件，跟踪期内，公司实际收到回购款 6.20 亿元，收现质量差。

整体看，跟踪期内，公司基础设施和保障性住房项目仍处于建设期，公司存在较大的融资压力；未来随着代建项目建设完成并进入回购款支付期，公司收现能力或有所提升。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016 年合并财务报告，中审亚太会计师事务所有限公司对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2016 年公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 263.67 亿元，所有者权益合计 157.25 亿元（少数股东权益 2.00 亿元）。2016 年公司实现营业收入 14.94 亿元，利润总额 2.25 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总计 263.67 亿元，同比增长 12.32%，流动资产占 99.20%，非流动资产占 0.80%，以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产 261.55 亿元，同比增长 12.37%，主要系货币资金、应收类款项和存货增长较快所致。截至 2016 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 5.45%）、应收账款（占 20.33%）、其他应收款（占 13.46%）和存货（占 60.55%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 14.26 亿元，同比增长 28.72%。2016 年底，公司货币资金中无使用权受限资金。

截至 2016 年底，公司应收账款 53.17 亿元，同比增长 13.65%，主要系应收投资区管委会财政局代建工程款增长所致。公司应收账款账龄在 3 年以上，公司未计提坏账准备。截至 2016 年底，公司通过质押应收账款共取得 24.18 亿元银行借款。

截至 2016 年底，公司其他应收款 35.19 亿元，同比增长 57.25%。欠款方较为集中，主要为投资区管委会财政局（欠款 29.90 亿元，账龄在 2 年以内），前五大欠款方欠款总额占其他应收款总额的 84.90%。

总的来看，公司应收类款项欠款方为政府部门，不能收回的风险较低。但应收类款项快速增长，对公司资金形成较大占用。

截至 2016 年底，公司存货账面价值 158.36 亿元，其中 134.82 亿元为土地使用权，其余部分为工程施工、低值易耗品、原材料和产成品，公司未对存货计提跌价准备。公司土地未来主要用于保障性住房建设或商业综合体、住宅用地出让。截至 2016 年底，评估价值 51.76 亿元的土地使用权已抵押，受限土地使用权占存货账面价值的 32.69%。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 2.12 亿元，同比上升 5.94%，主要系长期股权投资增长所致。截至 2016 年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 54.06%）、长期股权投资（占 30.17%）和固定资产（占 11.68%）构成。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产均系对投资区内企业股权投

资，被投资企业行业涵盖装备、粮油、房地产和银行等；公司长期股权投资为对泉州台商投资区自来水有限公司和泉州湾港口发展股份有限公司的股权投资；公司固定资产主要为房屋建筑物、机械设备和运输工具。

整体看，跟踪期内，公司流动资产占比高，其中以应收类款项和土地使用权资产为主，公司资产流动性弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益157.25亿元（少数股东权益2.00亿元），同比增长2.44%，主要由实收资本（占 6.36%）和资本公积（占83.28%）构成，公司权益稳定性好。跟踪期内，公司实收资本无变化。截至2016 年底，公司资本公积 130.96 亿元，同比减少 0.03%，主要系国开基金和农发基金对子公司城发公司股权投资，按持股比例分摊资本公积计入少数股东权益所致；公司少数股东权益2.00亿元，主要为国开基金和农发基金投入的资本金，其中农发基金于2015年投入资本金，工商变更于2016年完成。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 106.41亿元，同比增长30.99%，主要系非流动负债快速增长所致。截至 2016 年底，公司流动负债和非流动负债分别占负债总额的35.07%和64.93%。

截至2016年底，公司流动负债37.32亿元，同比增长14.32%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增长较快所致。截至2016年底，公司非流动负债主要由应付账款（占 33.55%）、其他应付款（32.02%）和一年内到期的非流动负债（占27.06%）构成。

截至2016年底，公司应付账款12.52亿元，同比上升48.79%，主要为暂估工程款。

截至2016年底，公司其他应付款11.95亿元，同比下降12.27%，主要为与投资区土地储备中心和投资区财政局等单位的往来款。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 10.10 亿元，主要包括一年内到期的银行借款和应付债券的一年内到期部分（“PR 泉台商/12 泉州台商债”和“PR 泉投建/14 泉州台商债”）

截至2016年底，公司非流动负债69.10亿元，同比增长42.19%，主要系长期借款和应付债券快速增长所致，长期借款和应付债券分别占非流动负债总额的 63.77%和31.73%。

截至2016年底，公司长期借款44.06亿元，同比增长54.29%，以抵押借款为主。

截至2016年底，公司应付债券21.93亿元，同比增长37.05%，主要系公司跟踪期内发行5年期10亿元“16泉州台商 PPN001”、偿付“PR 泉台商/12 泉州台商债”2.00亿元本金且调整“PR 泉台商/12 泉州台商债”和“PR 泉投建/14 泉州台商债”一年内到期本金共4.00亿元至流动负债所致。

截至 2016 年底，公司调整后全部债务78.48亿元，同比增长46.99%，公司调整后短期债务占 13.50%，调整后长期债务占86.50%。从债务指标看，2016年底，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分别为 40.36%、33.29%和30.14%，同比均有所上升。

总体看，公司负债构成仍以非流动负债为主，符合公司业务特点，跟踪期内，公司债务规模增长较快，债务负担上升但仍处于适宜水平。

4. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入14.94亿元，同比增长10.46%，系确认代建工程收入增加所致，同期，公司营业利润率 13.84%，较2015年提高1.97个百分点。

从期间费用看，公司期间费用仍主要由管理费用和财务费用构成，跟踪期内，公司期间费用 1.30 亿元，期间费用率 8.73%，同比上升 3.33 个百分点，主要系随着债务规模增长，公司财务费用增加较快所致。

跟踪期内，公司实现营业利润 0.74 亿元，同比下降 17.47%，系公司 2016 年财务费用增加较快所致。受限于公司建设项目主要为公益性项目影响，公司盈利能力弱。

2016 年，公司获得营业外收入合计 1.53 亿元，主要为投资区管委会拨付公司的运营补贴，财政补贴对公司盈利形成了有力的补充。

跟踪期内，公司实现利润总额 2.25 亿元，同比下降 6.81%，补贴收入占利润总额比重大。

从盈利指标方面，2016 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.14%和 1.20%，同比变动不大，公司资产盈利能力较弱。

总体看，跟踪期内，受制于公司经营业务的公益性质影响，公司靠自身经营业务盈利能力弱，但投资区管委会拨付公司的运营补贴持续且稳定，对公司整体盈利能力形成有力支撑。

5. 现金流及保障

经营活动现金流入方面，2016 年，公司销售商品、提供劳务收到现金 6.20 亿元，现金收入比为 41.47%，同比上升 15.13 个百分点，仍处于较低水平，公司获现能力弱主要系公司确认收入按工程进度，代建款由管委会财政局在工程完工后逐年拨付所致。公司将代建项目支出在购买商品、接受劳务支付的现金反映。2016 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 25.12 亿元，主要为与投资区财政局和土储中心拆借资金；公司支付其他与经营活动有关的现金 33.06 亿元，主要为与投资区财政局和土储中心拆借资金。2016 年公司经营活动产生现金净额-20.79 亿元。

投资活动方面，跟踪期内，公司投资活动现金流入较少，投资活动现金流出 0.31 亿元，投资活动现金净流量-0.30 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要由吸收投资（国开基金对城发公司的股权投资）、取得借款和发行债券收到的现金构成。筹资活动现金流出主要系偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2016 年，公司筹资活动现金流量净额 24.28 亿元。

总体看，跟踪期内，公司承担的基础设施和保障性住房建设项目仍需大量的资金投入，但仅有少部分代建项目回购实现现金流入，公司收现质量差、经营活动现金净流出金额大，对外拆借金额高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 700.91%和 276.54%，流动比率同比有所下降，速动比率同比有所上升，流动比率和速动比率均处于较高水平主要系公司应收类款项规模较大；经营现金流动负债比为-55.72%；现金类资产/短期债务比率为 1.41 倍。总体看公司资产整体流动性弱，经营活动现金净流出金额大，但考虑到公司现金类资产较为充足，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，跟踪期内，公司 EBITDA 为 3.09 亿元，同比增长 16.50%；调整后全部债务/EBITDA 倍数为 25.38 倍，同比有所上升，主要系公司债务规模快速增长所致。综合考虑公司在投资区基础设施和保障性住房建设中的重要地位，泉州市政府和投资区管委会对公司持续且稳定的支持，公司整体偿债能力强。

截至 2016 年底，公司共获得银行授信 86.15 亿元，其中已使用额度 53.75 亿元，公

司间接融资渠道较畅通。

截至 2016 年底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1035052100258170 9），截至 2017 年 4 月 28 日，公司无“未结清不良信贷”、“已结清不良信贷”、“不良及关注类贷款”和“欠息”情况发生，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及泉州市和投资区区域经济及财力状况、两级政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续期债券偿债能力分析

公司于 2014 年 2 月 25 日发行了“PR 泉投建/14 泉州台商债”，金额 10.00 亿元，期限 7 年。“PR 泉投建/14 泉州台商债”设置分期偿付条款，在存续期后五年（即 2017~2021 年）每年偿付本金 2.00 亿元。截至本报告出具日，“PR 泉投建/14 泉州台商债”本金余额 8.00 亿元。

2016 年公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为“PR 泉投建/14 泉州台商债”本金余额的 3.92 倍和-2.60 倍；2016 年公司 EBITDA 为“PR 泉投建/14 泉州台商债”本金余额的 0.39 倍。2016 年公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为年均偿还本金金额的 15.66 倍和-10.40 倍；2016 年公司 EBITDA 为年均偿还本金金额的 1.55 倍。总的来看，公司经营活动现金流入量对“PR 泉投建/14 泉州台商债”本金余额的覆盖程度较好，EBITDA 对年均偿还本金金额的覆盖程度较好。考虑到泉州市政府及投资区管委会对公司的支持，公司整体偿债能力较强，“PR 泉投建/14 泉州台商债”到期不能偿还的风险低。

十一、 担保分析

公司于2013年7月22日与兴业银行股份有限公司泉州分行签订了《国有土地使用权抵押担保协议》（以下简称“抵押协议”）。公司将其所持有的8宗国有土地使用权作为抵押（以下简称“抵押资产”），为“PR泉投建/14泉州台商债”提供担保，担保范围包括“PR泉投建/14泉州台商债”的本金和利息。

根据抵押协议，债券存续期内，如果抵押比率[2]低于 1.5 倍，则公司应该追加抵押资产以弥补不足 1.5 倍的价值差额部分。如果抵押比率超过 1.8 倍，则抵押人可以要求对超过 1.8 倍部分的抵押资产进行增值释放。经泉州名城资产评估房地产估价有限公司评估（评估文号泉名城评报字【2017】138 号），以上 8 宗土地使用权面积合计为 43 万平方米，评估价值为人民币 22.90 亿元（评估基准日为2017年6月2日），有效期为2017年 6 月 2 日至 2018 年 6 月 1 日。

截至目前，“PR 泉投建/14 泉州台商债”未偿还本金 8.00 亿元，债券年利率 7.22%，年利息 0.58 亿元，截至目前抵押比率为 2.67 倍，满足担保协议要求，对“PR 泉投建/14 泉州台商债”具有较好的保障能力。

按照《抵押资产监管协议》规定，公司将在“PR泉投建/14泉州台商债”的本息全部清偿完毕之日前聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。“14泉州台商债/PR泉投建”存续期内，当公司偿债资金专项账户资金不足以支付“14泉州台商债/PR泉投建”本息，且自付息日或兑付日起20个工作日内仍不能支付当期本息时，经债券持有人会议表决通过，由受托管理人对抵押的国有土地使用

[2]抵押比率是指抵押资产价值总额和“14 泉州台商债/PR 泉投建”债券未偿还本金及一年未偿还债券利息和的比率。

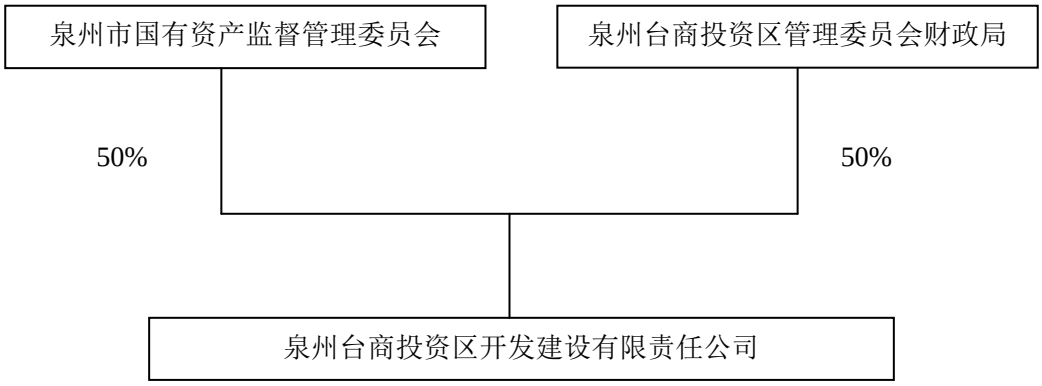
权进行处置，偿还“PR泉投建/14泉州台商债”本息。

总体看，土地使用权抵押担保对“PR泉投建/14泉州台商债”的本息偿付提供有效保障。

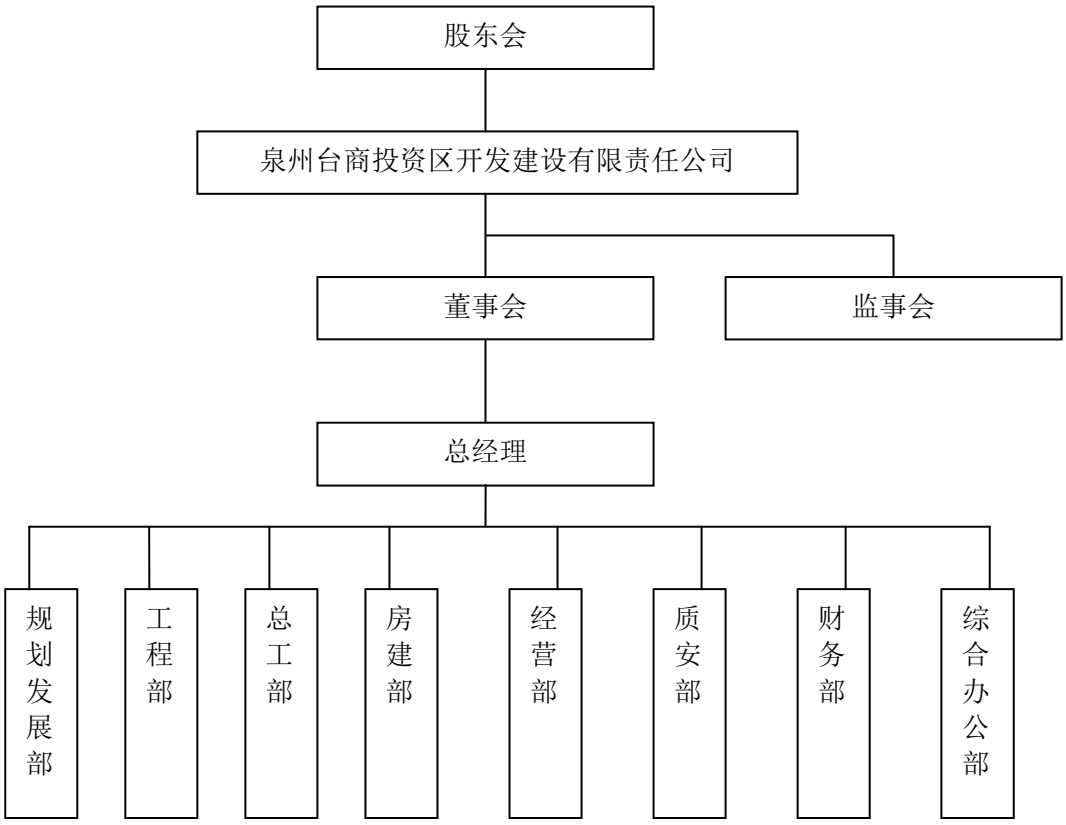
十二、 结论

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，并维持“14泉州台商债/PR泉投建”AA^{+}的信用等级。

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.17	11.08	14.26
资产总额(亿元)	216.11	234.75	263.67
所有者权益(亿元)	151.47	153.51	157.25
短期债务(亿元)	3.85	6.39	10.10
长期债务(亿元)	37.01	44.56	65.99
调整后长期债务(亿元)	37.01	46.45	67.86
全部债务(亿元)	40.87	50.95	76.09
调整后全部债务(亿元)	40.87	53.39	78.48
营业收入(亿元)	10.79	13.53	14.94
利润总额(亿元)	2.26	2.42	2.25
EBITDA(亿元)	2.44	2.65	3.09
经营性净现金流(亿元)	-10.17	-3.89	-20.79
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.29	0.32	0.30
存货周转次数(次)	0.09	0.08	0.08
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.06
现金收入比(%)	53.00	26.34	41.47
营业利润率(%)	11.14	11.87	13.84
总资本收益率(%)	1.15	1.11	1.14
净资产收益率(%)	1.38	1.37	1.20
长期债务资本化比率(%)	19.64	22.50	29.56
调整后长期债务资本化比率(%)	19.64	23.23	30.14
全部债务资本化比率(%)	21.25	24.92	32.61
调整后全部债务资本化比率(%)	21.25	25.81	33.29
资产负债率(%)	29.91	34.61	40.36
流动比率(%)	870.79	713.04	700.91
速动比率(%)	276.94	252.40	276.54
经营现金流动负债比(%)	-41.36	-11.91	-55.72
EBITDA 利息倍数(倍)	19.47	16.30	4.03
全部债务/EBITDA(倍)	16.73	19.19	24.60
调整后全部债务/EBITDA(倍)	16.73	20.11	25.38

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息部分。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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/主营业务收入×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（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

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

注：　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。