信用等级公告

联合[2018] 1191 号

联合资信评估有限公司通过对益阳市交通发展投资有限责任公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持益阳市交通发展投资有限责任公司主体长期信用等级为 AA，“14 益阳交投债/PR 益交投”、“16 益阳交通 MTN001”和“18 益阳交通 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

二零一八年六月二十二日

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

益阳市交通发展投资有限责任公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

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 益阳交通 MTN001	3.00 亿元	2021/11/30	AA	AA
14 益阳交投债/PR 益交投	8.40 亿元	2021/4/21	AA	AA
18 益阳交通 MTN001	7.00 亿元	2023/4/25	AA	AA

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 22 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	2.61	9.79	5.21	8.32
资产总额(亿元)	84.17	113.90	156.11	157.40
所有者权益(亿元)	60.03	78.49	80.86	83.43
短期债务(亿元)	1.83	6.90	13.11	12.86
长期债务(亿元)	16.57	16.50	49.50	47.77
全部债务(亿元)	18.39	23.40	62.61	60.64
营业收入(亿元)	4.53	7.82	8.53	0.10
利润总额(亿元)	1.47	2.20	1.26	2.57
EBITDA(亿元)	3.04	3.83	6.64	--
经营性净现金流(亿元)	1.53	3.19	0.12	5.21
营业利润率(%)	31.97	18.68	10.59	73.68
净资产收益率(%)	2.31	2.52	1.29	--
资产负债率(%)	28.68	31.09	48.20	46.99
全部债务资本化比率(%)	23.45	22.97	43.64	42.09
流动比率(%)	1199.08	628.42	411.93	404.73
经营现金流动负债比(%)	26.02	25.38	0.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.06	6.11	9.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.00	1.30	1.44	--

注：公司 2018 年一季度财务报告未经审计。

分析师

李海宸　李 衡

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

益阳市交通发展投资有限责任公司（以下简称“公司”）是益阳交通领域基础设施的重要主体。跟踪期内，益阳市政府在政府债券置换和财政补贴方面给予公司持续支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司有息债务规模增幅大、存在较大短期支付压力及收入实现质量差等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着益阳市经济稳步发展，当地道路基础设施建设逐步推进，公司整体收入规模有望得到提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“14益阳交投债/PR益交投”、“16益阳交通MTN001”和“18益阳交通MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，益阳市经济持续发展，为公司发展营造了良好的外部环境。
2. 公司是益阳市交通产业主要的建设和运营主体，在交通基础设施建设方面具有较强的垄断优势。跟踪期内，益阳市政府在债券置换和财政补助等方面给予公司持续支持。

关注

1. 跟踪期内，公司因收购湖南铁投银城高速公路有限公司股权，导致融资规模大幅上升。
2. 公司资产以应收账款、在建工程和土地使用权为主，资产流动性弱。
3. 跟踪期内，受项目回购资金时滞影响，公司应收账款规模大，收入实现质量差。

声　明

一、本报告引用的资料主要由益阳市交通发展投资有限责任公司（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。

益阳市交通发展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”）关于益阳市交通发展投资有限责任公司主体长期信用及其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

跟踪期内，益阳市交通发展投资有限责任公司（以下简称“公司”）的股权结构以及经营范围未发生变化。截至2018年3月底，公司注册资本为10亿元，实收资本为3亿元，公司股东和实际控制人为益阳市财政局。

截至 2017 年底，公司资产总额 156.11 亿元，所有者权益 80.86 亿元。2017 年，公司实现营业收入 8.53 亿元，利润总额 1.26 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 157.40 亿元，所有者权益 83.43 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.10 亿元，利润总额 2.57 亿元。

公司注册地址：湖南省益阳市高新区益阳大道东 1089 号世纪大厦 12 楼；法定代表人：彭建忠。

三、存续债券及其募集资金使用情况

截至2018年3月底，公司存续债券分别为：“14 益阳交投债/PR 益交投”、“16 益阳交通 MTN001”和 18 益阳交通 MTN001”，合计债券余额 18.40 亿元。

公司于 2014 年 4 月发行的“14 益阳交投债/PR 益交投”，募集资金 14 亿元，已经全部用于募投项目，其中益阳绕城高速东线连通工程、益阳绕城高速西线连通工程建设进度分别为 85.35%和 88.51%；益阳市 S308 柘溪至马路口公路改建工程、益阳市 S206 灰山港至宁益桥公路改建工程和益阳市茅坪至东坪公路改建工程已于 2017 年完工，分别确认收入 0.46 亿元、0.87 亿元和 1.96 亿元。根据“14 益阳交投债/PR 益交投”设置的本金分期偿付条款，该债券已完成两次本金分期偿付，截至目前，该债券余额为 8.40 亿元。

公司于 2016 年 11 月发行的“16 益阳交通 MTN001”，募集资金 3 亿元，已按照募集资金用途全部使用完毕。

公司于 2018 年 4 月发行的“18 益阳交通 MTN001”，募集资金 7 亿元，已按照募集资金用途全部使用完毕。

表 1　公司存续债券情况

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
16 益阳交通 MTN001	3.00 亿元	2021/11/30	4.48%
14 益阳交投债/PR 益交投	8.40 亿元	2021/4/21	7.70%
18 益阳交通 MTN001	7.00 亿元	2023/4/25	6.30%

资料来源：联合资信根据公开市场信息整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防

范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，

进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（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。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

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 年以来与城投债券相关的主要政策

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. 益阳市经济情况

公司作为益阳市交通行业投融资主体，主要承担当地交通基础设施建设、高速公路运营等职能，业务范围集中益阳市内。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受益阳市经济增长、财政收支状况的影响，并与益阳市交通发展规划密切相关。

根据《益阳市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年全市实现地区生产总值（GDP）1665.41 亿元，比上年增长 8.4%。其中第一产业增加值为 286.12 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 647.11 亿元，增长 7.1%；第三产业增加值 732.18 亿元，增长 11.6%。第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为 8.3%、34.1%和 57.6%。按常住人口计算，人均 GDP 37745 元，折合 5590 美元,增长 8.6%。全市三次产业结构由上年的 18.2：39.8:42 调整为 17.2:38.8:44.0，第三产业比重提高 2 个百分点。2017 年，益阳市全年完成固定资产投资 1499.85 亿元，同比增长 14.0%。

2017 年益阳市实现一般公共预算收入 116.8 亿元，比上年增长 9.0%。其中：地方财政收入 69.64 亿元，比上年增长 2.4%；上划省级收入 9.01 亿元，增长 9.8%；上划中央收入 38.15 亿元，增长 23.4%。全年一般公共预算支出 336.11 亿元，增长 8.3%。一般公共预算收入中税收收入 90 亿元，增长 14.8%，税收所占比重为 77.1%，上升 3.9 个百分点。

总体看，益阳市经济和财政实力持续增强，为公司创造良好的发展环境。

六、基础素质分析

公司是益阳市交通基础设施投融资建设的最重要主体。跟踪期内，益阳市政府在财政补贴和债务置换方面给予公司大力支持，2017年公司共收到政府补助3.68亿元，包括政府土地出让金返还3.37亿元、公路建设补助资金0.15亿元、安置保障资金0.13亿元和企业扶持、发展资金0.02亿元计入“其他收益”科目。根据《2017年，湖南省益阳市本级政府债券公开发行方式置换存量债务协议》（编号2017-GK-1号协议）文，公司收到益阳市本级政府债券存量债务置换款0.60亿元，计入“长期应付款”科目。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码 G10430901000714006），截至 2018 年 5 月 23 日，公司无未结清不良信贷信息记录，已结清的信贷记录中有一笔欠息记录，根据中国银行益阳分行出具的说明，由于贷款展期造成欠息记录，截至目前该贷款已本息结清。

七、管理分析

根据益阳市人民政府办公室2017年6月出具的《关于调整益阳市交通发展投资有限责任公司董事会和监事会组成人员的通知》益政办函【2017】41号文，公司对董事会和监事会及高管人员进行了调整。杨跃涛、陈佑才、熊寿林不再担任公司董事，杨跃涛不再担任公司法定代表人；曾烈辉、胡光华、詹佩君不再担任公司监事；熊寿林不再担任公司总经理。根据公司股东会决议，新任命彭建忠、王新春、周卫星为公司董事，其中彭建忠任公司董事长、法定代表人，周卫星为公司总经理、王锟为公司副总经理；陈伟志、黄新初、周斌为公司监事。

公司新任董事长、法人代表彭建忠，1964年出生，本科学历。曾任桃江县县委常委；益阳市粮食局局长；安化县人民政府县长；中共

安化县委书记；益阳市人民政府市长助理；益阳市人民政府副市长；现任益阳市委常委、益阳市人民政府副市长，公司董事长。

公司新任总经理周卫星，本科学历。曾任桃江经济开发区任工委书记、管委主任；桃江县政府办任党组书记、主任；桃江县人民政府副县长；中共桃江县委常委、桃江县人民政府党组副书记、常务副县长；现任公司总经理，公司董事。

公司本次高管变更为正常换届所致，对公司经营管理等方面无重大影响。跟踪期内，公司其他管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务板块未发生变化，以路桥回购收入为主。2017年，公司实现主营业务收入8.03亿元，同比增长10.30%，其中路桥回购7.40亿元、路桥维修养护收入0.63亿元。

从毛利率看，2017 年受营改增影响，公司路桥回购业务毛利率小幅下降。公司主营业务综合毛利率为 12.08%，较 2016 年基本保持稳定。

表3　2016~2017年公司主营业务收入及毛利率分类情况　（单位：亿元、%）

行业名称	2016 年			2017 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
路桥回购	6.73	92.52	13.04	7.40	92.15	12.30
路桥维修养护	0.55	7.48	10.71	0.63	7.85	9.52
合计	**7.28**	**100.00**	**12.87**	**8.03**	**100.00**	**12.08**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

2011年5月之前，公司建成路桥可以通过公路收费获取回报。2011年5月份，湖南省取消二级公路收费，公司不再享有公路收费的权益。为对公司的经济利益进行补偿，益阳市财政局与公司签订回购协议，以成本加投资收益的方式对公司投资建成并享有收费权的公路进行回购。公司的收益为总建设成本的15%。

2017年，公司完成建设并移交S206灰宁线、S308柘马路、茅东线、宁朱线、益南高速大通湖至河坝工程和沙头大桥等项目，合计确认收入7.40亿元，毛利率为12.30%，较2016年略微有所下降，主要系营改增影响所致。

表 4　2017 年公司路桥回购业务结转收入情况
（单位：万元）

项目	结转收入
S206 灰宁线	8660.96
S308 柘马路	4588.42
茅东线	19630.76
宁朱线	16236.11
交通局农村公路补助资金	8677.76
沙头大桥项目	10582.08
S313 S221 益南高速大通湖至河坝工程项目	5600
合计	**73976.09**

资料来源：公司提供

对于以前已完工的 17 个项目，益阳市财政局安排资金进行回购，应回购总金额为 32.23 亿元，截至 2017 年底实际收到回款 11.89 亿元。项目具体回购安排参见表 5。2017 年公司实际收到项目回购款 5.56 亿元。

表5　公司已确认收入项目回购安排（单位：亿元）

项目名称	应回购金额	实际回款	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
小马公路	25726.78	25726.78	0.64	--	--	--
茅草街大桥	56957.61	42757.61	1.42	1.42	--	--
沅茅公路	9176.41	4600.00	0.23	0.23	0.23	--
麻河口大桥	6053.89	3000.00	0.15	0.15	0.15	--
益桃公路	26201.93	13000.00	0.65	0.65	0.65	--
白沙大桥	20575.70	10200.00	0.51	0.51	0.51	--
益沅公路。	25894.67	6400.00	0.64	0.64	0.64	0.64
赤山大桥	18707.12	4600.00	0.46	0.46	0.46	0.46
西姚公路	15591.42	3800.00	0.38	0.38	0.38	0.38

沅茅公路	19435.86	4800.00	0.48	0.48	0.48	0.48
金桃公路	15738.07	--	--	--	0.39	0.39
进港公路	14863.59	--	--	--	0.37	0.37
G207 国道安化一期	17397.57	--	--	--	--	0.43
G207 国道安化二期	11208.77	--	--	--	--	0.28
华茅公路	19879.49	--	--	--	--	0.50
G207 国道桃江段	12264.39	--	--	--	--	0.31
兴丰公路	6630.90	--	--	--	--	0.17
合 计	**322304.17**	**118884.39**	**5.56**	**4.92**	**4.26**	**4.41**

资料来源：公司提供

此外公司存货中账面价值 28.13 亿元待开发土地，投资性房地产中有 20.15 亿元的土地使用权。公司账面土地基本为出让类型的商住用地。目前，公司正积极推进土地征迁进度，未来 5 年计划每年出让 2~3 宗土地。公司土地出让业务受拆迁进度和当地土地出让行情影响，具有不确定性。

截至 2018 年 3 月底，公司主要建设的道路项目包括益阳绕城高速西线通工程和益阳绕城高速东线通工程，总投资 28.04 亿元，已完成投资 24.24 亿元，未来尚需投资 3.80 亿元。公司其他在建项目有金汇物流园项目和七里桥城中村改造金桥广场建设项目，总投资 19.34 亿元，已投资 9.28 亿元，未来需投入资金 10.06 亿元。

总体看，公司项目建设仍需持续投资，项目建设期投入所需资金须依靠外部融资，存在一定对外融资压力

表 6　截至 2018 年 3 月底公司在建道路建设项目（单位：万元、%）

项目名称	总投资	截至 2018 年 3 月底累计完成投资	工程进度	2018 年 4~12 月拟投资额	2019 年拟投资额	2020 年拟投资额
益阳绕城高速西线连通工程	100137.02	88584.18	88.51	6526.00	5027.02	2020.00
益阳绕城高速东线连通工程	180231.39	153800.00	85.35	6000.00	15000.00	5431.39
合 计	**280368.41**	**242384.18**	**--**	**12526.00**	**20027.02**	**7451.39**

资料来源：公司提供
注：工程已完成投资额大于在建科目中金额主要系项目中部分子项目已结转收入所致。

表7　2018年3月底公司其他在建项目情况（单位：亿元、年）

项目名称	项目建设内容	总投资	建设期	已投资	未来需投入资金
七里桥城中村改造金桥广场建设项目	安置房、公租房以及商业开发和小区附属设施的建设等	6.54	3	1.45	5.09
金汇物流园项目	物流园建设	12.80	3	7.83	4.97
合 计	--	**19.34**	--	**9.28**	**10.06**

资料来源：公司提供
注：工程已完成投资额大于存货科目中金额主要系项目中土地使用权部分计入存货-开发成本所致。

路桥维修养护

公司负责已建成公路的运营、管理，包括日常养护、绿化、清洁等。

根据公司与益阳市财政局签订的《益阳市道路维修养护工程结算书》，公司负责筹措益阳市行政区划范围内的各级公路养护工程的资金，财政局根据工程支出情况确认对公司的结算金额（道路维修总成本加12%的回报收益），工程计算期为一个会计年度。2017年，公司道路养护业务收入为0.63亿元，主要为国省干道

大中修及养护等项目收入。

3. 未来发展

公司作为益阳市最重要的交通基础设施建设投融资平台，未来在持续推进交通基础设施建设项目建设的同时，将围绕银城高速积极拓展经营性项目，加强公司的盈利能力。

九、财务分析

公司提供了2017年财务报表，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018年一季度财务数据未经审计。

截至2017年底，公司合并范围内由8家子公司，公司清理撤销一家项目公司；同期，新增全资子公司湖南铁投银城高速公路有限公司（以下简称“银城高速”）。因控股合并银城高速，对公司财务报告合并范围有一定影响，本报告财务数据分析以2017年数据为主。

截至 2017 年底，公司资产总额 156.11 亿元，所有者权益 80.86 亿元。2017 年，公司实现营业收入 8.53 亿元，利润总额 1.26 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 157.40 亿元，所有者权益 83.43 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.10 亿元，利润总额 2.57 亿元。

1. 资产质量

2017年底，公司资产总额156.11亿元，同比增长37.06%。其中流动资产占49.26%，非流动资产占50.74%，跟踪期内公司非流动资产增长较快。主要资产构成详见表6。

表8 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	9.79	8.60	5.21	3.34	8.32	5.29
应收账款	29.87	26.22	31.78	20.36	28.78	18.28
存货	29.71	26.08	30.31	19.42	30.31	19.26
其他应收款	5.93	5.21	9.03	5.78	9.15	5.81
流动资产	**79.01**	**69.37**	**76.90**	**49.26**	**77.36**	**49.15**
投资性房地产	20.01	17.57	20.40	13.07	20.40	12.96
固定资产	0.01	0.01	26.94	17.26	26.93	17.11
在建工程	11.99	10.53	24.11	15.44	24.94	15.84
非流动资产	**34.89**	**30.63**	**79.21**	**50.74**	**80.03**	**50.84**
资产总额	**113.90**	**100.00**	**156.11**	**100.00**	**157.40**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

流动资产

2017年底，公司流动资产合计76.90亿元，同比下降2.68%，主要受货币资金减少影响。

2017年底，公司货币资金为5.21亿元，同比下降46.75%，主要系公司项目投资增加所致。2017年底，公司应收账款为31.78亿元，同比增长6.41%，全部为应收益阳市财政局的路桥回购款，从账龄来看，一年以内的占25.79%，1~2年的占21.51%，2~3年的占14.13%，3~4年的占38.57%。公司应收账款账龄较长，对公司资金形成占用。

2017年底，公司存货为30.31亿元，同比增长2.04 %，其中开发产品0.11亿元，开发成本为30.21亿元。开发成本主要由拟开发土地28.13亿元、金汇物流园项目1.12亿元和金桥广场项目0.95亿元构成。

2017年底，公司其他应收款为9.03亿元，同比大幅增长52.25%。2017年计提2363.20万元

坏账准备，计提比例2.55%，主要是与益阳市政府下属部门及区县交通投资公司之间的往来款。从账龄上看，1年以内的占93.94%，1年以上的占6.06%，综合账龄较短。

非流动资产

2017年底，公司非流动资产为79.21亿元，同比大幅增长127.05%，增长主要来自银城高速投资所致。

2017年底，公司投资性房地产20.40亿元，同比增长1.94%，主要系公司土地公允价值变动所致。

2017年底，公司固定资产为26.94亿元，同比大幅增长，主要系新增子公司银城高速账面价值为25.90亿元的南线高速路桥设施所致。公司在建工程为24.11亿元，同比增长100.97%，主要系城市道路工程（包括益阳绕城高速西线和东线连通工程）持续投入所致。公司新增商誉7.70亿元，主要系公司合并湖南铁投银承高速公路有限公司形成的商誉所致。

2017年底，公司受限资产账面价值合计8.19亿元，占公司总资产5.25%。

2018年3月底，公司资产总额157.40亿元，较上年末基本保持一致。

总体看，跟踪期内公司资产中应收账款、存货和在建工程占比较大，流动性偏弱，资产质量一般。

2. 资本结构

所有者权益

2017年底，公司所有者权益为80.86亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占3. 71%、75.63%和15. 65%。其中资本公积增加1.50亿元，主要为公司下属各子公司收到财政拨付，建设资金转入导致。2018年3月底，公司所有者权益83.43亿元，较2017年底基本保持一致。

跟踪期内，公司所有者权益中，实收资本和资本公积占比高，所有者权益稳定性好。

负债

2017年底，公司负债总额为75.25亿元，同比增长112.52%，主要系跟踪期内公司合并银城高速带来的债务所致。其中，流动负债占24.81%，非流动负债占75.19%，公司非流动负债占比有所提高。

表9 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务	6.90	13.11	12.86
长期债务	16.50	49.50	47.77
全部债务	**23.40**	**62.61**	**60.64**
长期债务资本化比率	17.37	37.97	36.41
全部债务资本化比率	22.97	43.64	42.09
资产负债率	31.09	48.20	46.99

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动负债为18.67亿元，同比增长48.47%，主要系短期借款增长所致。公司短期借款8.20亿元，全部为抵押借款；一年内到期的非流动负债为4.91亿元，其中长期借款2.11亿元，应付债券2.80亿元；

2017年底，公司非流动负债56.58亿元，同比增长147.78%，主要系公司长期借款增长所致。长期借款为37.50亿元，主要为公司新增子公司银城高速的长期项目贷款；应付债券为12.00亿元，系公司发行的面值为14亿元的“14益阳交投债/PR益交投”和面值3亿元的“16益阳交通MTN001”，其中2.80亿元计入一年内到

期非流动负债，公司长期应付款6.50亿元为政府债券置换款项。

从有息债务来看，截至2017年底公司全部债务为62.61亿元，同比大幅增长，其中短期债务占24.81%，长期债务占75.19%，公司债务结构以长期债务为主。2017年底，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分别为48.20%、43.64%和37.97%，公司有息债务指标较2016年底大幅增长，债务负担有所加重。2018年3月底，公司全部债务较2017年底下降至60.64亿元。上述三项指标均有所下降，分别为46.99 %、42.09%和36.41%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模大幅增长，整体债务水平适中。

3. 盈利能力

公司营业收入主要来源于路桥回购业务。跟踪期内，公司营业收入有所增长，2017年实现营业收入8.53亿元，同比增长9.09%。2017年，公司营业利润率为10.59%，较2016年下降了8.09个百分点，主要系公司成本增幅大于收入增幅所致。

期间费用方面，跟踪期内，公司期间费用大幅上升，2017年为3.55亿元，同比上升108.42%，主要系财务费用大幅增长所致。同期，公司期间费用率为41.67%，较上年上升19.86个百分点，主要系跟踪期内公司债务规模大幅增长导致利息支出增长所致。跟踪期内，公司期间费用对利润侵蚀进一步加重。

跟踪期内，政府对公司补助3.68亿元，计入其他收益。2017年，公司利润总额为1.26亿元。总体看，政府补助对公司利润总额贡献较大

从盈利能力指标看，跟踪期内公司盈利能力指标维持在较低水平。2017年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为3.14%和1.29%。

2018年1~3月，公司实现收入0.10亿元，利润总额2.57亿元，主要系公司收到财政补贴所致。

总体看，跟踪期内公司营业收入主要仍依靠路桥项目回购，且随着大量公路项目结转收入，2017 年公司营业收入持续增长；公司自身盈利能力较弱，公司的利润总额对政府补助依赖大。

4. 现金流分析

从经营活动来看，2017年公司经营活动现金流入量29.55亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金5.67亿元，收到其他与经营活动有关的现金23.88亿元，同比增长9.66%，主要为公司与益阳市财政局、益阳市征地拆迁管理处、益阳市公路管理局等单位的借入前期周转资金款；经营活动现金流出29.43亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金0.70亿元，公司支付其他与经营活动相关的现金28.67亿元，同比增长30.26%，主要是公司支付的工程建设款及往来资金。2017年公司经营活动产生的现金流量净额为0.12亿元；公司现金收入比为66.45%，收入实现质量较差。

从投资活动来看，2017年公司投资活动无现金流入量。投资活动现金流主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金2.93亿元和投资支付的现金5.68亿元。2017年公司投资活动心经净流量为-8.62亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自取得借款收到的现金，2017年为18.16亿元，同比增长9.12%，主要系公司扩大长短期借款规模所致。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金11.34亿元和分配股利、利润和偿付利息支付的现金3.64亿元。2017年，公司筹资活动现金流量净额为3.92亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流净流入5.21亿元；筹资活动现金流净额为-1.73亿元。

表10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

现金流	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
经营活动现金流入	25.90	29.55	7.08
经营活动现金流出	22.71	29.43	1.87
经营活动产生的现金流量净额	3.19	0.12	5.21

投资活动产生的现金流量净额	-5.11	-8.62	-0.37
筹资活动产生的现金流量净额	9.09	3.92	-1.73
现金收入比	52.71	66.45	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

总体看，跟踪期内公司经营活动收现质量仍较差，经营活动现金流中往来款规模较大；未来公司投资规模大，公司对外融资压力较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2017年底公司流动比率和速动比率分别为411.93%和249.56%，同比均有所下降；2017年底，公司现金类资产5.21亿元，为公司短期债务的0.40倍。公司短期偿债能力一般，公司存在较大短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2017年公司债务规模和EBITDA均迅速增长。公司EBITDA6.64亿元，同比增长73.26%。公司全部债务/EBITDA同比有所增长，为9.43倍；2017年公司EBITDA利息倍数为1.44倍，较2016年有所增长。公司长期偿债能力较2016年有所减弱。考虑到公司获得政府支持力度较大、土地储备较为充足、未来在建项目进入回购期可形成现金回流，公司整体偿债能力尚可。

截至2018年3月16日，公司对外担保余额2.43亿元，担保比率为3.01%。主要被担保方为益阳市两型建设投资有限公司（1.82亿元）和益阳市帮助困难职工续保缴费协会（0.38亿元）。公司担保比率较低，或有负债风险较小。

截至2017年底，公司共获得银行授信额度87.01亿元，已使用额度60.99亿元，尚未使用额度为26.02亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

十、存续债券偿还能力分析

公司目前存续债券“14益阳交投债/PR益交投”、“16益阳交通MTN001”和“18益阳交通MTN001”剩余本金合计18.40亿元。

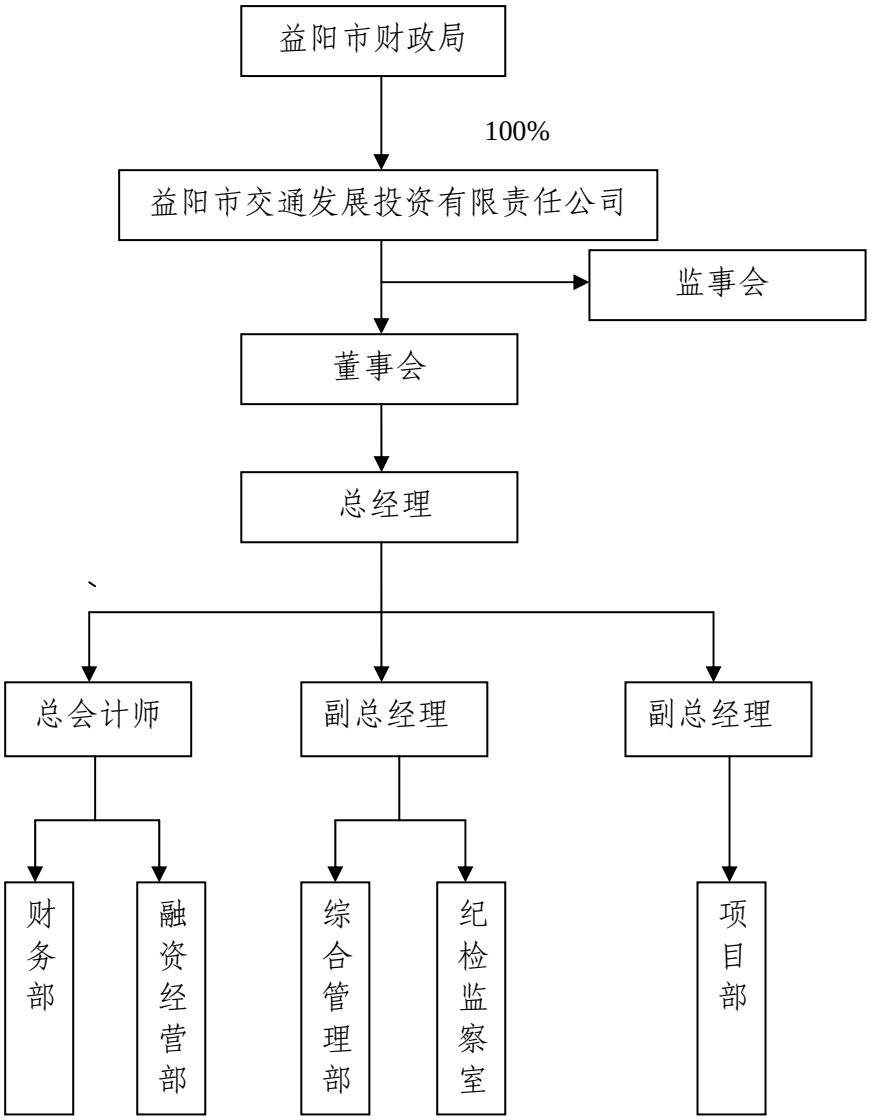
2017年，公司EBITDA、经营活动现金流入量分别为6.64亿元和29.55亿元，分别为公司存续债券合计本金的0.36倍和1.61倍；经营活动现金流入量对公司存续债券保障程度良好。

根据2018年6月15日，公司出具的关于“14益阳交投债/PR益交投”提前兑付兑息公告，公司将于2018年6月27日提前兑付剩余本金并支付本期债券的应计利息。

十一、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，“14益阳交投债/PR益交投”、“16益阳交通MTN001”和“18益阳交通MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.61	9.79	5.21	8.32
资产总额(亿元)	84.17	113.90	156.11	157.40
所有者权益(亿元)	60.03	78.49	80.86	83.43
短期债务(亿元)	1.83	6.90	13.11	12.86
长期债务(亿元)	16.57	16.50	49.50	47.77
全部债务(亿元)	18.39	23.40	62.61	60.64
营业收入(亿元)	4.53	7.82	8.53	0.10
利润总额(亿元)	1.47	2.20	1.26	2.57
EBITDA(亿元)	3.04	3.83	6.64	--
经营性净现金流(亿元)	1.53	3.19	0.12	5.21
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.17	0.27	0.28	--
存货周转次数(次)	0.12	0.23	0.25	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.08	0.06	--
现金收入比(%)	60.31	52.71	66.45	100.00
营业利润率(%)	31.97	18.68	10.59	73.68
总资本收益率(%)	3.75	3.54	3.14	--
净资产收益率(%)	2.31	2.52	1.29	--
长期债务资本化比率(%)	21.63	17.37	37.97	36.41
全部债务资本化比率(%)	23.45	22.97	43.64	42.09
资产负债率(%)	28.68	31.09	48.20	46.99
流动比率(%)	1199.08	628.42	411.93	404.73
速动比率(%)	759.98	392.15	249.56	246.16
经营现金流动负债比(%)	26.02	25.38	0.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.00	1.30	1.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.06	6.11	9.43	--

注：公司 2018 年一季度财务报告未经审计。

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	
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

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 4-1　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。