信用等级公告

联合〔2019〕2165 号

联合资信评估有限公司通过对西安世园投资（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，确定维持西安世园投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 西安世园 MTN001”“18 西安世园 MTN001”和“19 西安世园 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

二〇一九年七月二十三日

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

西安世园投资（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 西安世园 MTN001	5 亿元	2019/09/07	AA	AA
18 西安世园 MTN001	6 亿元	2021/06/29	AA	AA
19 西安世园 MTN001	4 亿元	2022/04/30	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 23 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.72	23.26	38.96	26.03
资产总额(亿元)	166.13	188.23	261.89	262.16
所有者权益(亿元)	61.83	58.92	94.64	94.67
短期债务(亿元)	20.35	19.92	31.53	30.04
长期债务(亿元)	53.71	76.95	89.79	92.14
全部债务(亿元)	74.06	96.87	121.32	122.18
营业收入(亿元)	11.36	11.76	11.47	3.73
利润总额(亿元)	0.93	0.96	1.74	0.04
EBITDA(亿元)	1.38	1.53	2.31	--
经营性净现金流(亿元)	-1.79	-9.66	-16.65	-3.89
应收类款项/资产总额(%)	37.75	40.22	27.37	26.97
营业利润率(%)	8.17	7.30	1.22	6.22
净资产收益率(%)	1.08	1.17	1.17	--
资产负债率(%)	62.78	68.70	63.86	63.89
全部债务资本化比率(%)	54.50	62.18	56.18	56.35
流动比率(%)	454.40	495.40	340.27	343.31
经营现金流动负债比(%)	-5.54	-28.73	-29.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	53.77	63.22	52.44	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计

分析师 喻宙宏 楚方媛

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

西安世园投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为西安浐灞生态区管理委员会（以下简称“浐灞管委会”）下属国有企业，是西安市浐灞生态区重要的基础设施建设主体。跟踪期内，公司继续保持其在外部运营环境及外部支持方面的优势；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司应收类款项占比较高，资产流动性较弱，盈利能力仍弱，担保比率较高等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，浐灞生态区经济快速增长，公司外部发展环境较好。未来随着公司自营性项目逐渐实现收益，公司业务收入规模有望提升。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“16西安世园MTN001”“18西安世园MTN001”和“19西安世园MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，浐灞生态区经济快速增长，公司外部发展环境较好。
2. 跟踪期内，公司持续获得有力的外部支持。
3. 跟踪期内，公司自营性项目产生较大规模预收款项，公司收现质量有所改善。

关注

1. 公司存货和应收款项规模大，对资金占用较为严重，应收类款项账龄偏长，回款受浐灞管委会及土储中心资金拨付情况影响大，联合资信将持续关注公司应收类款项的回款情况。

2．跟踪期内，公司利润总额主要来源于资产处置收益，该部分收益不具备持续性，公司盈利能力仍弱。
3．公司对外担保规模大，面临一定或有负债风险。
4．公司自营性商业项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由西安世园投资（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。

西安世园投资（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”）关于西安世园投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“西安世园”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东西安浐灞生态区管理委员会（以下简称“浐灞管委会”）通过货币和股权方式向公司增资 18.52 亿，增加公司注册资本；截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均增至 71.52 亿元。受浐灞管委会增资影响，跟踪期内，公司股东持股比例有所调整，其中，浐灞管委会持股增至 85.45%；西安浐灞城市投资建设有限公司和西安市浐灞河发展有限公司持股分别下降至 11.19%和 3.36%。跟踪期内，公司业务范围和经营区域未发生重大变化，公司仍作为西安市浐灞生态区（以下简称“浐灞生态区”）重要的基础设施建设主体，受管委会委托，承担浐灞规划区域内的基础设施、配套设施的建设任务。

截至 2018 年底，公司资产总额 261.89 亿元，所有者权益 94.64 亿元（其中少数股东权益 0.04 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 11.47 亿元，利润总额 1.74 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 262.16 亿元，所有者权益 94.67 亿元（其中少数股东权益 0.04 亿元）；2019 年 1~3 月公司实现营业收入 3.73 亿元，利润总额 0.04 亿元。

公司住所：西安市浐灞生态区浐灞大道一号浐灞商务中心7B03-26室；法定代表人：樊彦平。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年6月底，联合资信所评公司发行债券余额合计15.00亿元（详见表1）。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，公司既往还本付息情况良好。

表1　截至2019年6月底联合资信所评公司存续债券

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 西安世园 MTN001	5.00	5.00	2016/09/07	3 年
18 西安世园 MTN001	6.00	6.00	2018/06/29	3 年
19 西安世园 MTN001	4.00	4.00	2019/4/30	3 年
合计	**15.00**	**15.00**	--	--

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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资

平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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,《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性

	〔2018〕101 号	银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济

公司是浐灞生态区重要的基础设施建设主体，受浐灞管委会委托，承担浐灞规划区域内的基础设施、配套设施的建设任务。西安市及浐灞区的社会经济发展状况对公司具有较大影响。

跟踪期内，西安市经济持续增长，产业结构持续优化，固定资产投资保持快速增长；浐灞区经济快速增长，为公司发展创造良好的外部环境。

2018 年，西安市地区生产总值（GDP）8349.86 亿元，较上年增长 8.2%。其中，第一产业增加值 258.82 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 2925.61 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 5165.43 亿元，增长 8.3%。三次产业构成为 3.1:35.0:61.9。按常住人口计算，全年人均生产总值 85114 元，比上年增长 5.2%。全年全部工业增加值 1874.36 亿元，比上年增长 9.0%。规模以上工业增加值增长 9.4%。在规模以上工业中，轻工业增加值增长 8.4%；重工业增加值增长 9.6%。

2018 年，西安市全社会固定资产投资比上年增长 8.4%，其中，固定资产投资（不含农户）增长 8.5%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资比上年增长 20.8%；第二产业投资增长 28.6%，其中，工业投资增长 28.7%；第三产业投资增长 5.4%。民间固定资产投资比上年增长 20.3%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 45.8%。

2018 年，浐灞生态区地区生产总值 141.74 亿元，按可比价格计算，增长 15.1%。浐灞生态区产业结构以第三产业为主；2018 年，第三产业实现增加 99.15 亿元，同比增加 18.3%。2018 年，固定资产投资 489.18 亿元，同比增长 9.2%。整体看，跟踪期内，浐灞生态区经济快速增长，为公司发展创造良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权结构发生变化，浐灞管委会持股比例增加，其他股东持股比例有所下降，截至 2019 年 3 月底，浐灞管委会持股增至 85.45%；西安浐灞城市投资建设有限公司和西安市浐灞河发展有限公司持股分别下降至 11.19%和 3.36%；公司实际控制人仍为浐灞管委会。

2. 外部支持

跟踪期内，西安市浐灞生态区财政收入持续增长，财政自给能力较弱；股东在资本金注入和股权注入方面给予公司良好外部支持。

2018 年，全区一般公共预算收入 18.51 亿元，比上年增长 17.22%。其中税收收入 16.10 亿元，占一般公共预算收入的 86.98%，一般公共预算收入质量较好；同期，实现政府性基金收入 119.22 亿元，同比增长 192.76%，主要是国有土地使用权出让收入；财政自给率为 63.33%，财政自给能力较弱。

跟踪期内，公司获得股东浐灞区管委会货币增资 12.50 亿元，股权增资 6.02 亿元，共计增加公司实收资本 18.52 亿元。其中股权增资方面，浐灞管委会将其持有西安金融控股有限公司 40%股权以 6.01 亿元作价对公司增资，将其持有西安浐灞国际会展有限责任公司 20%股权以 100.00 万元作价对公司增资；公司对以上两家公司经营管理均具有重大影响，公司采用权益法核算共计溢价 2.22 亿元，溢价部分计入公司资本公积。

跟踪期内，公司获得政府旅游汽车补助资金 0.14 亿元，在其他收益科目反映。

3. 企业信用情况

跟踪期内，公司无新增未结清和已结清不良信贷记录；总体来看，公司既往履约情况良好，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10610111013428706），截至 2019 年 6 月 28 日，公司无未结清信贷信息记录，已结清信贷信息中存在 21 笔关注类贷款。根据西安市灞桥区农村信用合作联社和长安信用联社营业部出具的说明，上述关注类款项主要系操作失误造成，公司还款付息正常，不存在欠息情况，并于 2015 年将以上关注类贷款全部结清，自此公司无新增关注类或不良类已结清/未结清信贷信息记录；总体来看，公司既往履约情况良好。

截至2019年7月17日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受土地出让业务未实现收入影响，公司营业收入小幅下降；公司收入结构有所变化，代建工程收入占比有所上升；受收入结构变化影响，公司 2018 年综合毛利率同比大幅下降。

2018 年，公司实现营业收入 11.47 亿元，较上年小幅下降；构成以代建工程收入为主，公司当年未实现土地出让收入。毛利率方面，受当年未实现土地出让收入影响，2018 年，公司综合毛利率较上年快速下降至 3.32%。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.73 亿元，为 2018 年全年的 32.52%，毛利率为 7.00%。

表 3　公司 2017-2019 年 3 月营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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
代建工程收入	6.08	51.73	4.49	7.76	67.66	5.04	3.31	88.64	7.00
园区运营收入	1.05	8.97	31.11	0.93	8.13	30.00	0.09	2.52	10.00
土地出让收入	2.99	25.47	17.17	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
其他收入	1.63	13.83	4.04	2.78	24.21	-10.44	0.33	8.84	11.00
合计	**11.76**	**100.00**	**10.05**	**11.47**	**100.00**	**3.32**	**3.73**	**100.00**	**7.00**

资料来源：公司提供

2.　业务经营分析

跟踪期内，代建工程业务收入有所增长；公司在建和拟建的代建项目主要是安置房和廉租房项目，未来投资规模一般。

跟踪期内，公司仍为浐灞区管委会授权在世园会会址及周边范围内进行基础设施建设的重要主体，公司业务范围和业务内容未发生变化。跟踪期内，公司业务模式未发生变化；根据公司与浐灞生态区土地储备中心（以下简称“浐灞区土储中心”）签订的委托代建协议，公司按照委托方审定的工程进度确认代建工程成本，并在成本基础上加计 7%作为代建管理费收入。对于廉租房项目，根据公司与浐灞区土储中心签订的《西安浐灞生态区集中配建廉租房项目委托建设协议书》，公司受托对浐灞生态区廉租房项目进行代建，建设资金（建成的廉租房建筑面积*3700 元/平方米+建设补助资金）由浐灞区土储中心按约定拨付给公司。公司按照工程进度结转成本。2018 年，公司实现代建工程收入 7.76 亿元，同比增长 27.59%；代建收入全部来源于世园会会址及基础设施配套项目；同期，实现回款约 5 亿元；公司代建工程业务毛利率 5.04%，毛利率同比变动不大。截至 2019 年 3 月底，公司代建项目主要是廉租房和安置房项目，计划总投资 22.51 亿元，已投资 13.50 亿元，后续尚需投资 9.01 亿元；整体看，公司未来投资压力一般。

表 4 截至 2019 年 3 月底公司主要在建、拟建代建项目（单位：亿元）

项目名称	总投资额	累计投资
浐灞廉租房项目	10.00	8.08
郭渠村安置房建设项目	6.78	4.87
灞桥堡村安置房建设项目	0.73	0.55
冯家滩集中配建租赁型保障房	5.00	0.00
合计	**22.51**	**13.50**

注：总投资根据项目实际情况可能会有所调整

资料来源：公司提供

公司土地出让收入波动较大，未来收入持续性存在一定不确定性。

公司通过招拍挂方式市场化方式或划拨方式取得土地。公司不进行土地一级开发，具体开发任务由园区内政府单位负责。会计处理上，公司购买土地计入“存货”，待明确使用方式时，调至持有待售土地，转入“投资性房地产”。若土地被浐灞区土储中心收储用于政府类项目建设，则公司仅确认收益部分，计入“资产处置收益”；若被其他市场需求者购入，公司结转土地出让成本和收入。2018 年，公司未确认土地出让收入。

截至2018年底，公司存货科目中尚有土地使用权账面价值24.72亿元，均通过招拍挂方式取得；投资性房地产土地16.87亿元（购买时成本）。

跟踪期内，公司园区运营业务收入保持稳定，主要为园区内房屋的出租收入，为公司营业收入提供了有力的支撑；随着公司其他自营性商业项目建设完成，未来该板块收入有望提升。

公司园区运营收入包括园区管理收入和园区租赁收入两部分，其中园区租赁收入主要是园区房屋、设备租赁所产生的收入，属于公司自营性项目，园区管理收入即浐灞管委会委托公司管理、维护世园会所产生的收入。2018年公司实现园区运营收入0.93亿元，同比小幅下降，主要系公司对部分项目进行扩建，造成运营场地缩减所致；毛利率同比保持相对稳定，2018年为30.00%。2019年1~3月，公司实现园区运营收入0.09亿元，该板块毛利率为10.00%。

公司未来计划进一步扩张自营商业项目规模，目前在建拟建项目主要包括自贸商务中心、滨河酒店项目以及世园樾府项目等，2018年，公司预收世园樾府项目和丝路国际创意梦工厂项目购房款共计7.81亿元，在“预收款项”科目反映。

公司自营性商业项目投资规模较大，总投资61.60亿元，截至2019年3月底，已投资22.34亿元，公司面临一定的资本支出压力。

表5　截至2019年3月底公司自营性商业项目在建情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	累计投资
丝路国际创意梦工厂（一期）项目	8.00	5.78
世园樾府项目	7.50	4.17
西安浐灞生态区自贸中心项目	19.50	3.87
世园滨河精品酒店项目	9.80	2.90
滨河酒店配套二期项目	5.80	2.62
世园锦绣建设项目	11.00	3.00
合计	**61.60**	**22.34**

资料来源：企业提供

公司其他业务主要为交通运输、会展、酒店管理等，2018年其他业务收入2.78亿元，同比增幅较大，主要系公司新增公交路线、物业、养护等收入所致。公司其他业务收入中物业管理收入0.91亿元，交通运输收入0.28亿元，园林绿化、酒店经营和会展业务收入分别维持在0.20亿元左右。公司交通运输公益性强，由子公司西安世园旅游汽车有限公司（以下简称“旅游汽车公司”）负责，包括出租车营运业务和公交运输业务两部分。旅游汽车公司成立于2011年，主要在西安市范围内开展出租车运营、公交运输等业务。截至2018年底，旅游汽车公司共拥有出租车300辆；公交线路6条、公交车71辆。由于该板块公益性强，且2018年公司投入公交车成本较高，公司该业务毛利率为-10.22%。

公司未来仍将以代建业务和园区运营业务为主。公司目前在建自营性项目较多，预计未来公司自营业务能给公司营业收入带来较大贡献，公司主营业务的持续性较好。

根据公司及浐灞生态区未来规划，公司将大力发展以世园会为核心的复合型旅游产业，将该区域打造成以世园会园区为核心，集休闲娱乐、生态观光、创意产业、地产开发为主的生态休闲聚集区。公司未来还将以世园会及周边为核心区域进行项目投资建设，加大规划区域内配套设施建设力度。

八、财务分析

公司提供了2018年度财务报告，希格玛会计师事务所（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审计结论。公司提供的2019年一季度财务报表未经审计。

2018年~2019年3月，公司合并范围未发生变化；截至2019年3月底，公司合并范围内子公司8家，均为投资设立；公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，受投资性房地产溢价增值，政府股权划拨等因素影响，公司资产规模快速增长；资产结构仍然以流动资产为主；资产中存货和应收账款占比高；应收类款项规模仍较大，且受浐灞区管委会及浐灞区土储中心资金拨付情况影响较大，对公司资金占用较为严重；总体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 261.89 亿元，较上年底增长 39.13%，增速较快。公司资产结构仍以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23.26	12.36	38.96	14.88	26.03	9.93
应收账款	60.46	32.12	63.13	24.11	63.68	24.29
预付款项	2.13	1.13	19.18	7.32	26.46	10.09
其他应收款	15.25	8.10	8.56	3.27	7.04	2.69
存货	65.14	34.61	62.08	23.70	68.68	26.20
流动资产	**166.60**	**88.51**	**192.43**	**73.48**	**192.71**	**73.51**
可供出售金融资产	8.00	4.25	8.00	3.05	8.00	3.05
长期股权投资	1.57	0.83	14.24	5.44	14.24	5.43
投资性房地产	0.00	0.00	35.36	13.50	35.36	13.49
固定资产	9.17	4.87	9.22	3.52	9.24	3.52
非流动资产	**21.63**	**11.49**	**69.46**	**26.52**	**69.45**	**26.49**
资产总额	**188.23**	**100.00**	**261.89**	**100.00**	**262.16**	**100.00**

注：各项目数值加总与合计数不一致系四舍五入所致
资料来源：根据公司财务报告及2019年1季报整理

截至 2018 年底，公司流动资产 192.43 亿元，较上年底增长 15.51%，主要系货币资金和预付款项增加所致。截至 2018 年底，公司货币资金 38.96 亿元，较上年底增长 67.54%，主要系公司 2018 年发行较大规模债券资金到账所致；公司货币资金受限 30.00 万元，受限规模小。应收账款 63.13 亿元，较上年底增长 4.42%，主要系应收代建工程款增加所致；应收账款期末余额前五名占比 99.88%，集中度高，主要是应收代建项目委托方浐灞区土储中心（57.15 亿元）和浐灞区管委会（4.54 亿元）；账龄在 1~4 年均有分布，总体账龄偏长；截至 2018 年底，公司应收账款计提坏账准备 0.06 亿元。公司其他应收款 8.56 亿元，较上年底下降 43.87%，主要系与浐灞区土储中心往来款大幅下降所致；其他应收款应收对象主要包括浐灞区土储中心（3.14 亿元）和浐灞区管委会（2.61 亿元）；截至 2018 年底，其他应收款计提坏账准备 0.02 亿元。公司预付款项 19.18 亿元，较上年底大幅增长，主要系公司预付西安丝路国际会展中心有限公司（系公司 2018 年新追加长期股权投资对象，截至 2018 年底，公司对其持股 30%）施工工程款（17.50 亿元）所致；预付规模波动较大系公司与施工方约定按时间节点支付工程款。公司存货 62.08 亿元，较上年底下降 4.70%，主要系当期代建项目投入成本结转规模较大所致；公司存货中主要由开发成本构成，包括代建项目投入成本 31.23 亿元、自营性项目投入成本和土地使用权，其中土地使用权账面价值 24.72 亿元（2018 年公司处置 180 亩土地，同时新购入约 180 亩土地，整体土地使用权账面价值变动不大）；公司存货-开发成本未计提跌价准备。

受应收浐灞区土储中心往来款实现回款和

公司资产规模扩大影响所致，跟踪期内公司应收类款项/资产总额比例有所下降，截至2018年底为27.37%，仍保持较高水平，对资金形成较为严重占用；总体来看，公司应收类款项规模大，应收对象主要是浐灞区政府部门，回收风险可控，但由于规模较大，且账龄偏长，回款受浐灞区管委会及浐灞区土储中心资金拨付情况影响大，联合资信将持续关注公司应收类款项的回款情况。

截至2018年底，公司非流动资产69.46亿元，较上年底大幅增加，主要系投资性房地产和长期股权投资大幅增加所致。截至2018年底，公司投资性房地产35.36亿元，较上年底大幅增加，主要系公司存货中待售土地转入并采用公允价值方式核算所致。2018年12月，经公司董事会决议，将公司作为存货的土地使用权转至投资性房地产项目核算，并采取公允价值计量，该部分资产原账面价值16.87亿元，评估增值18.49亿元，公司以增值后评估价35.36亿元入账。同期，公司长期股权投资14.24亿元，较上年底大幅增加，主要系公司追加对西安丝路国际会展中心有限公司和西安金融控股有限公司（政府以增加实收资本形式注入）等股权投资所致。公司可供出售金融资产8.00亿元，同比保持相对稳定，系对西安浐灞河发展有限公司股权投资。公司固定资产9.22亿元，较上年底保持稳定，主要为房屋建筑物，截至2018年底，固定资产累计计提折旧2.34亿元，较上年底增加0.48亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额262.16亿元，较上年底保持稳定。其中流动资产占73.51%，公司资产结构仍以流动资产为主。其中，货币资金有所减少，预付款项有所增加，其他科目变动不大。

截至2019年6月底，公司受限资产规模5.00亿元，全部系存货中土地使用权受限。

2. 资本结构

跟踪期内，受公司股东注资和投资性房地产公允价值变动影响，公司所有者权益规模快速增加。

截至2018年底，公司所有者权益合计94.64亿元，较上年底增长60.61%，主要系实收资本和其他综合收益增加所致。截至2018年底，公司实收资本71.52亿元，较上年底增长18.52亿元，主要系股东区管委会对公司增资所致；其中以货币增至12.50亿元，以股权注入增资6.01亿元（西安金融控股有限公司40%股权和西安浐灞国际会展有限责任公司20%股权，增加公司长期股权投资）。公司资本公积增至2.26亿元，系公司持有西安金融控股有限公司40%股权采用权益法核算，产生溢价部分计入所致。公司其它综合收益增至13.87亿元，主要系公司存货转至投资性房地产的项目采用公允价值计量，产生大规模评估增值，确认所得税影响后剩余部分计入其他综合收益。

截至2019年3月底，公司所有者权益94.67亿元，较2018年底变化不大。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	7.47	5.78	8.72	5.21	6.95	4.15
预收款项	0.73	0.56	9.89	5.91	11.62	6.94
其他应付款	4.01	3.10	4.19	2.51	7.44	4.44
一年内到期的非流动负债	19.92	15.40	31.53	18.85	30.04	17.93
流动负债	**33.63**	**26.01**	**56.55**	**33.81**	**56.13**	**33.51**
长期借款	52.75	40.79	40.60	24.28	42.95	25.64
应付债券	24.20	18.71	49.19	29.41	49.19	29.37
长期应付款	18.48	14.29	15.97	9.55	14.48	8.64

非流动负债	**95.68**	**73.99**	**110.70**	**66.19**	**111.36**	**66.48**
负债合计	**129.31**	**100.00**	**167.25**	**100.00**	**167.50**	**100.00**
实收资本	53.00	89.95	71.52	75.57	71.52	75.55
资本公积	0.04	0.07	2.26	2.39	2.26	2.39
未分配利润	4.81	8.16	5.75	6.08	5.79	6.12
其它综合收益	0.00	0.00	13.87	14.66	13.87	14.65
所有者权益合计	**58.92**	**100.00**	**94.64**	**100.00**	**94.67**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告及2019年1季报整理

跟踪期内，随着部分长期借款和应付债券一年内到期，公司短期债务规模增速较快；有息债务规模有所增长；受权益增长影响，公司债务负担有所减轻。

截至2018年底，公司负债167.25亿元，较上年底增长29.34%，主要系预收款项、一年内到期非流动负债和应付债券增加所致。其中流动负债占33.81%，公司负债结构仍以非流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债56.55亿元，较上年底增长68.16%，主要系预收购房款和一年内到期非流动负债大幅增加所致。截至2018年底，公司预收款项9.89亿元，其中预收购房款7.81亿元，预收浐灞区土储中心款项1.88亿元。一年内到期的非流动负债31.53亿元，较上年底增长58.26%，主要系一年内到期长期借款和应付债券快速增长所致；公司一年内到期的非流动负债中应付债券11.40亿元，长期借款11.13亿元，长期应付款8.99亿元。公司应付账款8.72亿元和其他应付款4.19亿元，分别是应付施工款和往来款，规模相对较小，总体同比变化不大。

截至2018年底，公司非流动负债110.70亿元，较上年底增长15.70%。主要是应付债券大幅增加所致。截至2018年底，公司长期借款40.60亿元，较上年底下降23.03%；长期借款中质押和保证借款占比66.67%，剩余部分为信用借款。同期，公司应付债券49.19亿元，较上年底增长103.26%，主要系公司新增美元债20.59亿元（美元计价为3.00亿美元）、非公开定向债务9.80亿元及规模6.00亿元的“18西安世园MTN001”。长期应付款15.97亿元，较上年底下降13.61%，主要系部分融资租赁款到期所致，公司长期应付款全为有息债务。

有息债务方面，截至2018年底，公司全部债务121.32亿元，较上年底增长25.24%，主要系应付债券增加所致；有息债务中短期债务31.53亿元，同比增加58.27%，增速较快，主要为部分长期借款和应付债券等一年内到期；债务结构以长期债务为主。从债务指标上看，跟踪期内，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均有所下降，2018年底分别为63.86%、56.18%、48.69%；主要系受权益增加所致，公司债务负担有所减轻。若将长期应付款调整长期债务中核算，公司调整后全部债务同比有所增长，截至2018年底，公司调整后全部债务137.29亿元，较上年底增长19.01%，债务结构仍以长期债务为主。从债务指标上看，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59.20%和52.78%。

截至2019年3月底，公司负债总额167.50亿元，较2018年底小幅增加，具体科目变化较2018年底变化不大。有息债务方面，截至2019年3月底，公司调整后有息债务136.67亿元，较2018年底小幅下降，其中短期债务30.04亿元。公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为63.89%、52.97%和59.08%。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司未实现土地出让收入，公

司营业收入小幅下降；受当年资产处置收益规模较大影响，公司利润总额大幅增长；公司盈利能力仍弱。

2018 年，公司营业收入 11.47 亿元，同比下降 2.44%。同期，公司营业成本 11.09 亿元，同比增长 4.85%，高于营业收入增幅。2018 年，公司营业利润率快速下降至 1.22%，主要系毛利率较高的土地出让业务当年未确认收入所致。2018 年，公司期间费用 1.44 亿元，较同比增长 76.51%，主要系 2018 年公司预收商品房所产生的营销费用较多所致；公司期间费用以销售费用和管理费用为主。2018 年，公司利润总额 1.74 亿元，较上年增长 81.85%，主要系 2018 年公司实现资产处置收益 3.07 亿元（处置之前年度收储土地形成的处置收益）。2018 年，公司收到垃圾分类项目扶持资金、公交扶持运营补贴等共计 0.14 亿元，对公司的利润总额影响较小。公司资产处置收益对利润总额贡献很大。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.58%和 1.17%，同比变动不大，公司整体盈利能力仍弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.73 亿元，相当于 2018 年营业收入的 32.52%，同期实现利润总额 0.04 亿元，公司营业利润率 6.22%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司预收购房款规模较大，整体收现质量有所改善；受预付施工款规模较大和项目持续投入影响，公司经营活动产生的现金流量净额缺口进一步扩大；投资活动规模相对较小，投资活动现金流由净流出转为净流入；跟踪期内，公司筹资活动现金流入渠道多元，且规模较大，筹资活动现金流净流入规模扩大。

经营活动方面，跟踪期内，受收到廉租房项目购房款（9.89 亿元）和与浐灞区土储中心往来款回款影响，公司经营活动现金流入同比快速增加；同期，由于公司项目持续投入及预付施工款规模较大，公司经营活动现金流出规模同比快速增加，2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-16.65 亿元，流出缺口金额同比进一步扩大。2018 年，公司现金收入比为 133.31%，同比大幅增加，主要系受预收购房款影响所致，公司收现质量有所改善。

投资活动方面，2018 年，公司处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 9.12 亿元，主要系公司被浐灞区土储中心收储产生约 6 亿元收入及公司之前土地整理收入于 2018 年回款；同期，公司投资活动现金流出主要系支付西安丝路国际会展中心有限公司股权投资款，公司投资活动产生的现金流量净额由负转正，2018 年为 4.30 亿元。

筹资活动方面，跟踪期内，受股东资本金注入及发行债券规模较大影响，2018 年，公司筹资活动现金流入大幅增加至 62.37 亿元，同比筹资规模大幅增加；同期公司偿债本息现金流出 34.32 亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为 28.06 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营、投资和筹资活动现金流规模均较小。其中，经营活动产生的现金流量净额为-3.89 亿元，投资活动现金流净额为-7.11 亿元，筹资活动现金流净额为-1.93 亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力偏弱，长期偿债能力弱，考虑到公司持续获得有力外部支持，公司整体偿债能力强。

从短期偿债能力看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所下降，截至 2018 年底分别下降至 340.27%和 230.50%；同期，经营活动产生的现金流量净额仍为负，对流动负债无保障；截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产 26.03 亿元，对短期债务覆盖倍数为 0.87 倍；总体来看，公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力看，2018 年公司 EBITDA 为 2.31 亿元，调整后全部债务/EBITDA 为 59.34

倍，公司长期偿债能力弱。考虑到公司持续获得的有力外部支持，公司整体偿债能力强。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行授信额度为 139.68 亿元，未使用额度为 64.84 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 27.12 亿元，相当于 2019 年 3 月底净资产的 28.65%；担保对象为西安市浐灞河发展有限公司，为浐灞管委会下属平台企业，公司担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

6. 母公司财务分析

公司合并口径业务主要集中在母公司，截至2018年底，母公司资产规模233.42亿元，所有者权益合计88.90亿元，2018年，实现营业收入7.97亿元，利润总额2.22亿元。母公司主要财务状况与合并口径差异不大。

九、存续债券偿债能力分析

截至 2019 年 6 月底，公司存续债券余额 64.59 亿元，一年内到期的应付债券 11.40 亿元，存续债券的短期偿债压力一般，未来或将面临较重的集中偿债压力。

截至2019年6月底，公司一年内到期（以2019年7~12月到期测算）的债券余额11.40亿元。公司将于2021年达到存续债券代偿本金峰值33.09亿元（包含20.59亿元美元债券）。截至2018年底，公司现金类资产38.96亿元，对一年内到期的债券余额保障倍数为3.42倍；2018年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为22.38亿元、-16.65亿元和2.31亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	11.40
未来待偿债券本金峰值	33.09
现金类资产/一年内到期债券余额	3.42
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.68
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.50
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.07

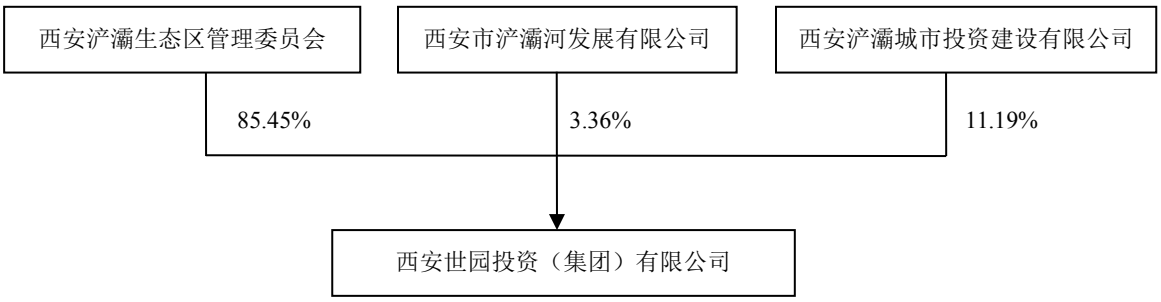
资料来源：联合资信整理

整体看，公司存续债券短期兑付压力一般，未来或将面临较重的集中偿债压力。

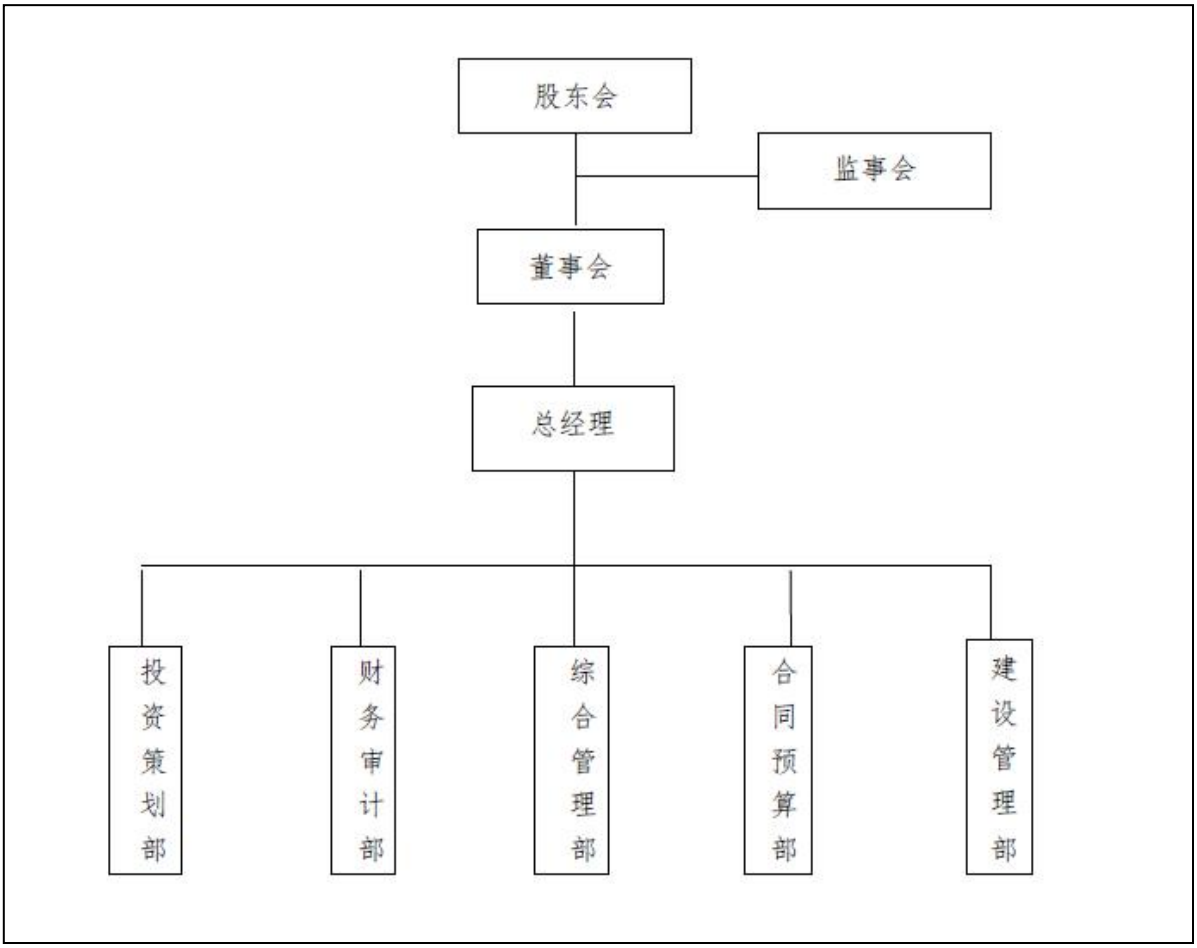
十、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“16西安世园MTN001”“18西安世园MTN001”和“19西安世园MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.72	23.26	38.96	26.03
资产总额(亿元)	166.13	188.23	261.89	262.16
所有者权益(亿元)	61.83	58.92	94.64	94.67
短期债务(亿元)	20.35	19.92	31.53	30.04
长期债务(亿元)	53.71	76.95	89.79	92.14
调整后长期债务(亿元)	71.72	95.43	105.76	106.62
全部债务(亿元)	74.06	96.87	121.32	122.18
调整后全部债务(亿元)	92.08	115.35	137.29	136.67
营业收入(亿元)	11.36	11.76	11.47	3.73
利润总额(亿元)	0.93	0.96	1.74	0.04
EBITDA(亿元)	1.38	1.53	2.31	--
经营性净现金流(亿元)	-1.79	-9.66	-16.65	-3.89
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.23	0.21	0.19	--
存货周转次数(次)	0.17	0.17	0.17	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.05	--
现金收入比(%)	38.15	56.54	133.31	132.67
应收类款项/资产总额(%)	37.75	40.22	27.37	26.97
营业利润率(%)	8.17	7.30	1.22	6.22
总资本收益率(%)	0.51	0.50	0.58	--
净资产收益率(%)	1.08	1.17	1.17	--
长期债务资本化比率(%)	46.48	56.64	48.69	49.32
调整后长期债务资本化比率(%)	53.70	61.83	52.78	52.97
全部债务资本化比率(%)	54.50	62.18	56.18	56.35
调整后全部债务资本化比率(%)	59.83	66.19	59.20	59.08
资产负债率(%)	62.78	68.70	63.86	63.89
流动比率(%)	454.40	495.40	340.27	343.31
速动比率(%)	262.07	301.70	230.50	220.96
经营现金流动负债比(%)	-5.54	-28.73	-29.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	53.77	63.22	52.44	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	66.85	75.28	59.34	--

注：调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息债务；公司 2019 年第一季度财务数据未经审计

附件 3　有关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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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　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 4-3　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