信用等级公告

联合〔2020〕1756号

联合资信评估有限公司通过对济宁市市中区城建投资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，确定维持济宁市市中区城建投资有限公司主体长期信用等级为AA，维持“15中区城建债/PR中区债”的信用等级为AA，并维持“16济宁市中专项债/PR济市中”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十四日

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

济宁市市中区城建投资有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
济宁市市中区城建投资有限公司	AA	稳定	AA	稳定
15中区城建债/PR中区债	AA	稳定	AA	稳定
16济宁市中专项债/PR济市中	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15中区城建债/PR中区债	15.00亿元	6.00亿元	2022/01/29
16济宁市中专项债/PR济市中	9.00亿元	7.20亿元	2023/09/14

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；到期兑付日为上述债券最后一期还本日

评级时间：2020年6月24日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

济宁市市中区城建投资有限公司（以下简称“公司”）是济宁市任城区重要的基础设施建设和经营实体。跟踪期内，任城区经济持续增长，公司在政府注资和财政补贴方面持续获得政府支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性仍较弱、对外担保快速增长、存续债券若回售将面临较大的短期偿付及未来集中偿付压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。随着济宁市任城区基础设施建设的不断推进，公司经营前景良好。

“16济宁市中专项债/PR济市中”由中合中小企业融资担保股份有限公司（简称“中合担保”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中合担保主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，其担保显著提升了“16济宁市中专项债/PR济市中”本息偿还的安全性。

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“15中区城建债/PR中区债”的信用等级为AA，并维持“16济宁市中专项债/PR济市中”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**跟踪期内，济宁市市中区经济总量及一般公共预算收入有所增长，2019年分别为533.44亿元和68.20亿元，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. **持续获得外部支持。**公司是济宁市任城区基础设施建设的重要主体。跟踪期内，公司在政府注资和财政补贴方面持续获得有力的外部支持。
3. **担保方增信。**中合担保为“16济宁市中专项债/PR济市中”提供不可撤销连带责任保证担保，有效提升了债券本息偿付的安全性。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		4
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：唐立倩 张 铖 郑 重
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

关注

1. **资产流动性较弱。**公司资产以存货和应收类款项为主，跟踪期内应收类款项增长较快，公司资产流动性仍较弱。
2. **对外担保快速增长。**截至 2019 年底，公司对外担保余额较上年底增长 52.12%至 68.85 亿元，对外担保比率升至 73.12%。公司对外担保规模较大且与区域内城投企业互保情况明显，存在一定或有债务风险。
3. **面临较大的短期偿付及未来集中偿付压力。**公司存续债券若于首个行权日回售，将分别于 2020 年及 2022 年到期 34.80 亿元和 49.20 亿元，面临较大的短期偿付及未来集中偿付压力。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	29.22	28.01	16.62
资产总额(亿元)	262.64	282.86	288.72
所有者权益(亿元)	83.40	86.29	94.16
短期债务(亿元)	19.14	31.05	35.56
长期债务(亿元)	152.65	151.92	146.08
全部债务(亿元)	171.79	182.97	181.64
营业收入(亿元)	15.38	18.35	18.58
利润总额(亿元)	3.43	3.16	2.11
EBITDA(亿元)	4.29	4.75	5.16
经营性净现金流(亿元)	-60.81	-0.34	-6.55
营业利润率(%)	20.01	16.60	17.45
净资产收益率(%)	3.53	3.38	2.21
资产负债率(%)	68.25	69.49	67.39
全部债务资本化比率(%)	67.32	67.95	65.86
流动比率(%)	946.48	588.56	563.75
现金短期债务比(倍)	1.53	0.90	0.47
经营现金流动负债比(%)	-229.59	-0.77	-13.53
EBITDA 利息倍数(倍)	0.43	0.44	0.48
全部债务/EBITDA(倍)	40.03	38.48	35.20

注：公司 2020 年一季报未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 济宁市中专项债/PR 济市中	AAA	AA	稳定	2019/6/20	唐立倩 张铖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
15 中区城建债/PR 中区债	AA	AA	稳定	2019/6/20	唐立倩 张铖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 济宁市中专项债/PR 济市中	AAA	AA	稳定	2016/3/22	王康 王治	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
15 中区城建债/PR 中区债	AA	AA	稳定	2014/3/5	李钇汭 过国艳	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由济宁市市中区城建投资有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

济宁市市中区城建投资有限公司 2020 年跟踪评级报告

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”）关于济宁市市中区城建投资有限公司（以下简称“公司”）及其相关债项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，公司股东济宁市任城区国有资产投资管理中心更名为济宁市任城区国有资产运营服务中心（以下简称“任城区国资中心”）。截至 2019 年底，公司实收资本和注册资本均为 18.50 亿元，其中任城区国资中心出资 17.00 亿元，持股 91.89%，国开基金出资 1.50 亿元，持股 8.11%，公司实际控制人仍为任城区国资中心。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2019 年底，公司内设 9 个职能部门，合并范围内子公司 1 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 288.72 亿元，所有者权益 94.16 亿元（其中少数股东权益 0.03 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 18.58 亿元，利润总额 2.11 亿元。

公司注册地址：市中区太白东路64号（市中区财政局）。法定代表人：孔祥春。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2020 年 5 月底，联合资信所评“15 中区城建债/PR 中区债”和“16 济宁市中专项债/PR 济市中”尚需偿还债券余额 13.20 亿元。跟踪期内，上述债券均已足额支付债券利息及分期本金，公司既往付息情况良好。

截至 2019 年底，上述债券募集资金已全部使用完毕，募投项目均已完成投资，相关情况见表 2。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 中区城建债/PR 中区债	15.00	6.00	2015/01/29	7 年
16 济宁市中专项债/PR 济市中	9.00	7.20	2016/09/14	7 年
合计	**24.00**	**13.20**	-	-

资料来源：联合资信整理

表 2　截至 2019 年底募投项目进展情况

（单位：亿元、%）

债项	项目名称	项目总投资	已投资	建设进度	使用募投资金
15 中区城建债/PR 中区债	王母阁片区棚户区改造项目	35.90	35.90	100.00	14.00
	运河佳园二期乔庄、狄林（棚户区）改造项目	3.60	3.60	100.00	1.00
16 济宁市中专项债/PR 济市中	金宇路地下综合管廊建设工程项目	13.60	13.60	100.00	9.00
合计		**53.10**	**53.10**	**100.00**	**24.00**

资料来源：公司提供

四、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

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经

济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水

利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

跟踪期内，济宁市任城区经济有所增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

公司是济宁市任城区[1]基础设施建设的重要主体，任城区经济水平及未来发展规划对公司发展影响较大。任城区是济宁市核心区，是济宁市政治、经济、文化中心。2019 年，任城区全区实现地区生产总值 533.44 亿元，按可比价格计算，同比增长 3.3%。[2]三次产业结构由 3.9：36.2：59.9 调整为 4.6：29.2：66.2，服务业占比进一步提升；任城区固定资产投资同比增长 2.5%，增长速度有所放缓。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化。截至 2019 年底，公司实收资本和注册资本均为 18.50 亿元，任城区国资中心和国开基金分别持股 91.89%和 8.11%，公司实际控制人仍为任城区国资中心。

2. 外部支持

公司为任城区基础设施投资和建设的重要主体。2019 年，任城区一般公共预算收入有所增长，财政平衡能力强；跟踪期间，公司在政府注资及补贴方面持续得到有力的外部支持。

2019 年，任城区完成一般公共预算收入 68.20 亿元，同比增长 3%；一般公共预算收入中税收收入占 68.8%，财政收入质量一般。任城区一般公共预算支出 64.89 亿元，地方财政自给率为 105.10%，财政自给能力强。2019 年，任城区实现政府性基金收入 55.52 亿元，同比下降 15.7%，主要系国有土地使用权出让收入减少所致。任城区暂未披露截至 2019 年底政府债务情况，截至 2018 年底任城区政府债务余额 66.72 亿元，政府债务风险相对可控。

2019 年，公司获得政府注资 5.80 亿元，

[1]根据 2013 年 11 月 20 日公布的《山东省人民政府关于调整济宁市部分行政区划的通知》（鲁政字〔2013〕226 号文），撤销济宁市市中区、任城区，设立新的济宁市任城区，以原市中区、任城区的行政区域为新设任城区的行政区域。

[2] 根据第四次经济普查结果，济宁市统计局对 2018 年各县市区生产总值进行了修订，修订后任城区 2018 年生产总值由 645.33 亿元调整为 529.59 亿元。

同时获得 2.00 亿元财政补贴。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良信贷记录，未发现公司其他不良信用记录。

根据《企业信用报告》（银行版，机构信用代码为：G1037080200135790T），截至 2020 年 6 月 12 日，公司无未结清不良信贷信息记录。跟踪期间，公司无新增不良信贷记录。

截至 2020 年 6 月 13 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。但 2019 年度，公司因擅自占用国有土地进行违规建设，被济宁市自然资源局处以 141.26 万元罚款。

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，各项管理制度执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入略有增长，收入主要来自于代建业务，毛利率相对稳定。

公司作为济宁市任城区基础设施建设的重要主体，主要从事区域内基础设施代建及房地产开发业务。

2019 年，公司实现营业收入 18.58 亿元，同比增长 1.29%，主要来自代建业务。公司代建业务板块 2019 年实现收入 18.56 亿元，占比进一步提升至 99.88%；房产板块仅余部分尾盘尚在销售，当年未确认收入。2019 年公司主营业务毛利率 17.99%，受项目加成比例不同影响略有增长。

表 4 公司营业收入情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建业务	152436.23	99.13	20.39	183197.78	99.86	17.00	185590.60	99.88	17.88
房地产	1139.97	0.74	19.58	--	--	--	--	--	--
租赁	205.47	0.13	100.00	259.98	0.14	100.00	229.29	0.12	100.00
合计	**153781.67**	**100.00**	**20.49**	**183457.36**	**100.00**	**17.11**	**185819.89**	**100.00**	**17.99**

资料来源：根据公司审计报告整理

2. 业务分析

跟踪期内，公司代建业务持续推进，任城区近年来处于大规模棚改阶段，相关项目主要由公司和融鑫发展承接，未来整体收入规模有望保持稳定。

公司代建业务包括基础设施项目代建和棚改项目代建。公司受政府委托，作为项目主体，承担济宁市任城区基础设施建设工作。前期公司基础设施及棚改项目主要采取委托代建模式，与济宁市任城区人民政府或相关部门及单位签订委托代建协议，委托方每年年底以监理核定的项目投入成本和一定加成比例与公司进行费用结算，项目加成比例约在 20%左右。2016 年起，济宁市任城区开启新一轮棚户区改造工程，棚改项目建设期集中在 2017－2019 年，预计投资总规模 300 亿元左右，相关项目主要由公司和任兴集团有限公司（以下简称“任兴集团”，区划调整前原任城区下属平台）的子公司山东任城融鑫发展有限公司（以下简称“融鑫发展”）承接。目前公司承接棚改项目均纳入山东省棚户区改造计划，项目融资约 50%来自于国开行贷款，贷款期限 10－15 年，剩余部分主要通过银行借款、信托融资或发债筹措。

2016 年起，公司通过公开招投标方式获取棚改项目，项目采用政府购买服务模式，资金分年度纳入任城区政府预算，成本加成比例在 6%左右。

2019 年，公司代建业务确认收入 18.56 亿元，收入主要来自于王母阁片区棚改及金宇路开发项目，当年实际收到回款 13.33 亿元，现金回流情况较此前有所弱化。

表 5　2019 年公司代建业务收入确认及回款情况

（单位：亿元）

项目名称	截至 2019 年底已投资	当年确认收入	实际回款
王母阁片区棚户区改造项目	38.84	6.35	4.57
金宇路开发项目	26.18	12.20	8.77
合计	**65.02**	**18.56**	**13.33**

资料来源：公司提供

2019 年，公司房地产板块未产生收入。未来随着公司棚改项目配建商业房地产完工销售，房产收入有望逐步恢复增长。公司租赁收入规模目前相对较小，未来将出现快速增长。

公司房地产业务的经营模式为，在公司代建项目的周边进行配套商业房地产开发，项目完成后进行出售，或者将保障房安置回迁户后的剩余房源推向市场进行销售。截至2019年底，公司房地产板块仅余少部分尾盘在售，可供销售房地产面积约1000平方米，体量很小。2019年，公司房地产板块实现收入未实现收入。总体看，目前公司暂无在建房地产项目且剩余可售面积体量小。公司代建的棚改项目于2020年起陆续完工，未来随着配套商业房地产以及回迁安置后剩余房源销售的推进，公司房地产收入有望逐步恢复增长。

公司租赁收入主要系金宇路地下综合管廊项目中电力管线、通讯管线、给水管道、燃气管道、热力管道及雨污水管道等设施使用产生的租金收入，目前收入规模相对较小。金宇路地下综合管廊完工后转入固定资产。跟踪期内，公司与山东智慧城市运营管理有限公司签订综合管廊租赁协议，将位于任城区金宇路 19.80 公里的综合管廊进行出租，年租金 1.29 亿元，租金按年度结算，于次年 3 月底前付款，2020 年起将产生稳定的租金收入。

3. 未来发展

公司未来发展定位仍以代建业务为主，侧重于棚户区改造和保障房建设工作；公司在建项目投资规模大，存在一定的筹资压力。

公司目前在建项目集中于棚户区改造和旧城改造领域，主要在建项目如下表所示，总投资 119.25 亿元，尚需投资 50.17 亿元；预计公司在建项目 2020－2021 年投资规模分别为 25.40 亿元和 15.23 亿元。整体看，公司代建业务持续性好，但项目未来投资额仍较大，面临一定融资压力。

表 8　截至 2019 年底公司主要在建项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	建设期	回购期	总投资	已投资	拟回购	计划投资	
						2020 年	2021 年
南池公园南片区旧城改造项目	2016－2020 年	2018－2024 年	4.50	3.60	4.77	0.81	--
八里庙棚户区改造	2016－2021 年	2018－2024 年	7.03	6.74	7.45	0.20	0.09
前、中营片区棚户区改造项目	2016－2021 年	2018－2024 年	17.96	9.75	19.04	3.50	3.30
大三角（八铺）片区棚户区改造项目	2016－2021 年	2018－2024 年	19.57	9.70	20.74	4.20	3.85
仙营北片区棚户区改造项目	2016－2021 年	2018－2024 年	15.86	10.76	16.81	2.80	2.30
西红庙旧村棚户区改造项目	2016－2021 年	2018－2024 年	13.65	11.33	14.47	0.65	0.61
南杨庄片区保障房	2016－2021 年	2018－2024 年	15.68	10.44	16.62	3.50	1.74
西门大街棚户区拆迁工程项目	2017－2020 年	2018－2020 年	3.00	1.11	3.18	1.74	--
永东村拆迁工程项目	2017－2019 年	2018－2021 年	3.60	2.95	3.82	--	--
杜庙棚户区改造项目	2018－2021 年	2020－2026 年	18.41	2.71	19.51	8.00	3.34
合计	--	--	**119.26**	**69.09**	**126.41**	**25.40**	**15.23**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017－2019 年三年连审财务报告，中审亚太会计师事务所（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。

跟踪期内，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。截至 2019 年底，公司合并范围内仅 1 家子公司，为济宁龙城投资有限公司。公司子公司基本未实际开展业务，体量很小，母公司资产、负债及权益占合并口径的比重均在 99.60%以上，合并口径收入及利润均由母公司创造。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长；存货及其他应收款占比高，资产流动性仍较弱。

截至 2019 年底，公司资产总额 288.72 亿元，较上年底增长 2.07%，主要系其他应收款和存货增长所致。公司资产中流动资产占 94.46%，资产仍以流动资产为主。

表 7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
货币资金	29.22	11.13	28.01	9.90	16.62	5.76
应收账款	9.99	3.80	9.98	3.53	15.44	5.35
其他应收款	67.64	25.75	59.68	21.10	67.96	23.54
存货	143.84	54.77	164.49	58.15	172.21	59.65
流动资产	**250.69**	**95.45**	**262.16**	**92.68**	**272.72**	**94.46**
固定资产	0.00	0.00	13.71	4.85	13.05	4.52
在建工程	11.48	4.37	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	**11.95**	**4.55**	**20.69**	**7.31**	**16.00**	**5.54**
资产总额	**262.64**	**100.00**	**282.86**	**100.00**	**288.72**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司流动资产 272.72 亿元，较 2018 年底增长 4.03%，主要系存货及应收类款项增长所致。公司货币资金 16.62 亿元，其中受限资金 3.50 亿元，包括 2.50 亿元定期存单和 1.00 亿元票据保证金。公司存货 172.21 亿元，较 2018 年底增长 4.69%，主要系棚改项目建设投入增长所致，公司存货中开发成本及土地分别为 121.41 亿元和 50.80 亿元，土地主要为棚改项目用地。公司其他应收款 67.96 亿元，同比增长 13.87%，主要系工程垫款增长所致；其他应收款前五名欠款单位包括济宁市任城区财政局（27.26 亿元）、济宁滨河开发建设投资有限公司（原为公司子公司，2018 年划出，占款 11.55 亿元）、济宁市市中区新农村建设投资有限公司（7.90 亿元）、济宁唐口开发建设投资有限公司（原为公司子公司，2018 年划出，占款 5.50 亿元）和山东中科智慧城市运营管理有限公司（5.50 亿元），前五名欠款单位合计占其他应收款余额的 84.92%，集中度较高；账龄方面，1 年以内的占 18.75%，1~2 年的占 54.05%，2~3 年的占 18.35%，3 年以上的占 8.85%。公司应收账款 15.44 亿元，较 2018 年底大幅增长 54.63%，其中 99.51%为对济宁市任城区财政局的代建业务应收款，账龄主要集中在 1 年以内。

截至 2019 年底，公司非流动资产 16.00 亿元，较 2018 年底下降 22.67%，主要系可供出售金融资产下降所致。公司可供出售金融资产 2.83 亿元，较 2018 年底下降 59.07%，系赎回资管计划、信托计划等产品所致。公司固定资产 13.05 亿元，主要为金宇路地下综合管廊（暂未办妥权证），同比下降主要系折旧计提所致。

截至 2019 年底，公司资产受限规模 3.59

亿元，包括受限货币资金及 0.10 亿元可供出售金融资产中的股权质押。

跟踪期内，公司所有者权益随政府注资而有所增加；公司权益中未分配利润占比仍较高，稳定性一般。

2. 资本结构

表 8 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
实收资本	18.50	22.18	18.50	21.44	18.50	19.65
资本公积	45.63	54.71	45.63	52.88	51.43	54.62
盈余公积	1.93	2.31	2.22	2.57	2.43	2.58
未分配利润	17.32	20.77	19.91	23.07	21.78	23.13
少数股东权益	0.03	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03
所有者权益合计	**83.40**	**100.00**	**86.29**	**100.00**	**94.16**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 94.16 亿元，较 2018 年底增长 9.13%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。截至 2019 年底，公司资本公积 51.43 亿元，同比增长 5.80 亿元，系获得政府注资所致。公司未分配利润 21.78 亿元，较 2018 年底增长 9.38%，未分配利润占所有者权益的 23.13%，占比较高，公司权益稳定性一般。

跟踪期内，公司负债及有息债务规模略有下降，但目前债务负担仍重。

表 9 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
短期借款	0.50	0.28	0.00	0.00	1.95	1.00
其他应付款	2.02	1.13	7.65	3.89	6.81	3.50
一年内到期的非流动负债	18.61	10.38	30.05	15.29	29.66	15.24
流动负债	**26.49**	**14.78**	**44.54**	**22.66**	**48.38**	**24.87**
长期借款	92.15	51.41	76.27	38.80	90.07	46.29
应付债券	60.51	33.76	75.66	38.49	56.01	28.79
非流动负债	**152.76**	**85.23**	**152.03**	**77.34**	**146.18**	**75.13**
负债合计	**179.24**	**100.00**	**196.57**	**100.00**	**194.56**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司负债总额 194.56 亿元，较 2018 年底下降 1.02%。截至 2019 年底，公司流动负债 48.38 亿元，较 2018 年底增长 8.61%，主要系应付票据及短期借款增长所致。公司短期借款 1.95 亿元，其中抵押借款和质押借款分别占 51.22%和 48.78%；公司应付票据 3.95 亿元，均为新增；公司其他应付款 6.81 亿元，主要为往来款，较 2018 年底下降 10.98%；公司一年内到期的非流动负债 29.66 亿元，包括一年内到期的长期借款 14.88 亿元、应付债券 14.78 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债 146.18 亿元，较上年底下降 3.84%，主要系应付债券减少所致。公司长期借款余额 90.07 亿元，其中质押借款、质押并保证借款、保证借款、信用借款和抵押并保证借款分别占 28.93%、10.47%、37.11%、15.89%和 7.60%。公司质押借款的质押物为对任城区财政局的应收账款，

保证借款保证人主要为任兴集团和融鑫发展，公司和任兴集团是任城区最重要的两家城投类企业，双方互保情况较为普遍。公司长期借款中信托类借款余额 31.76 亿元，借款利率在 4.75%~10.00%。公司应付债券 56.01 亿元，同比下降 25.97%，系发行 10 亿元非公开公司债及偿还部分债券的综合影响。

截至 2019 年底，公司全部债务 181.64 亿元，同比微降 0.73%；公司长期债务占 80.42%，与公司项目投资期限相匹配；公司需于一年内偿付债务规模 35.56 亿元。截至 2019 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同比均有所下降，分别为 67.39%、65.86%和 60.80%。整体看，跟踪期内，公司有息债务规模略有收缩，但债务负担仍重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入略有增长，期间费用受折旧计提影响快速增长；公司利润总额对政府补贴依赖大，整体盈利能力一般。

2019 年，公司营业收入同比略增至 18.58 亿元；同期，公司营业成本微涨至 15.24 亿元。公司营业利润率 17.45%，较上年增长 0.85 个百分点。

2019 年，公司期间费用 2.91 亿元，同比增长 40.44%，主要系折旧计提带动管理费用增长所致；公司管理费用 0.74 亿元、财务费用 2.16 亿元，期间费用占营业收入的 15.64%，同比增长 4.36 个百分点，期间费用整体控制能力有所下降。

作为济宁市任城区基础设施建设的重要主体，公司持续获得地方政府的有力支持，2019 年，公司获得政府补贴 2.00 亿元。公司利润总额 2.11 亿元，净利润 2.08 亿元，公司利润总额对政府补贴依赖大。

从盈利指标来看，2019 年，公司总资本收益率同比增长 1.14 个百分点至 2.81%，净资产收益率下降 1.17 个百分点至 2.21%。整体看，公司盈利能力一般。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动仍呈净流出状态，投资活动现金净流量随理财产品赎回而由负转正。为配合项目投资及债务偿还需求，公司筹资活动仍保持一定力度。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与政府相关单位和关联方的往来款等。2019年，公司经营活动现金流入100.36亿元，其中销售商品、提供劳务收到现金13.36亿元，同比下降29.29%，主要系代建项目回款弱化所致，公司现金收入比由2018年的102.96%下降至71.88%。公司购买商品、接受劳务支付现金15.36亿元，同比下降47.77%，主要系任城区此前年度棚改项目货币化安置支出规模大，目前棚改项目主要采用实物安置形式，投入规模趋于平缓所致。公司收到其他与经营活动有关现金87.00亿元，支付其他与经营活动有关现金91.34亿元，主要为往来款项。2019年，公司经营活动净流出-6.55亿元。

2019 年，公司投资活动现金净流入 6.52 亿元，主要系赎回资管产品等回款 6.50 亿元，投资活动现金流出 2.42 亿元，主要系购入资产管理计划产品、投资济宁银行等所致。公司投资活动现金净流量 4.10 亿元。

为配合项目投资及债务偿还需求，公司筹资活动仍保持一定力度。2019 年，通过银行借款、发行债券等债务筹资方式获得现金 43.96 亿元，吸收投资获现 5.80 亿元，偿还债务及利息等支出 59.83 亿元。公司筹资活动现金净流量-10.07 亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力偏弱，长期偿债能力弱；跟踪期间，公司对外担保快速增长，与任兴集团互保规模大，存在一定或有债务风险。考虑到公司获得的外部支持，整体偿债能力很强。

截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率略有下降，分别 563.75%和 207.77%。2018－2019 年，公司经营活动现金净流量均为负值，对流动负债无保障能力。截至 2019 年底，公司货币资金为同期短期债务的 0.47 倍，公司短期偿债能力偏弱。

2019 年，公司 EBITDA 为 5.16 亿元（利润总额 2.11 亿元、费用化利息 2.38 亿元、折旧 0.67 亿元），全部债务对 EBITDA 的覆盖倍数降至 35.20 倍，公司长期偿债能力仍弱。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信额度 110.92 亿元，未使用额度为 30.63 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 68.85 亿元，同比增长 52.12%，担保比率由 2018 年底的 52.46%增长至 73.12%。公司对外担保企业均为区域内国有企业，对外担保主要包括任兴集团 16.61 亿元、融鑫发展 43.50 亿元、济宁市惠达投资有限公司 2.31 亿元、济宁市房屋建设综合开发公司（全民所有制）4.00 亿元、济宁融矿运输有限公司 1.23 亿元、济宁祥顺运输有限公司 0.63 亿元和山东中科智慧城市运营管理有限公司 0.58 亿元，目前被担保企业经营及财务状况正常，但公司对外担保规模较大且集中度高；同时，公司与任兴集团互保情况明显，存在一定或有负债风险。

考虑到公司持续获得政府的注资及补贴等各项支持，公司整体偿债能力很强。

九、存续期内债券偿债能力

截至 2020 年 5 月底，公司存续债券余额 87.60 亿元，需于一年内偿付本金 34.80 亿元，于 2022 年达到债券偿还峰值 49.20 亿元，公司面临较大的短期偿付及未来集中偿付压力。

截至2020年5月底，公司需于一年内偿付债券分期本金34.80亿元（假设“18中区01”投资者于首个行权日赎回20.00亿元），于2022年达到债券偿还峰值49.20亿元（假设“20中区01”投资者于首个行权日赎回7.50亿元）。截至2019年底，公司现金类资产16.62亿元；2019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100.36亿元、-6.55亿元和5.16亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表10　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年
一年内到期债券余额	34.80
未来待偿债券本金峰值	49.20
现金类资产/一年内到期债券余额	0.48
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.04
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.10

资料来源：联合资信整理

整体看，若投资者选择集中回售，则公司存续债券短期偿付压力较大，存续债券于 2022 年到期规模大，面临较大的集中偿付压力。

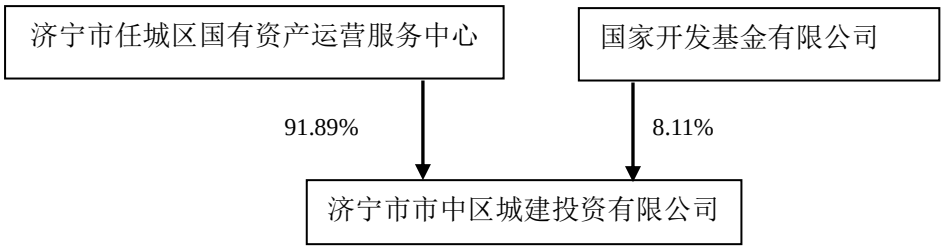
此外，“16 济宁市中专项债/PR 济市中”由中合担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保。中合担保资本实力位于国内担保行业前列，担保业务主要以城投债为主，规模较大，具有一定行业地位和系统重要性；中合担保是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其多元化的股权结构有助于其市场化的运营；由于监管政策调整，中合担保投资策略有所转变，投资业务结构变化较为明显，高流动性资产占比的上升带动资产流动性水平有所提升。另一方面，中合担保担保业务以直接融资担保业务为主，城投类项目担保占比高，且单笔规模较大，担保业务客户及行业相对集中；中合担保担保代偿规模上升较为明显，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，需关注相关风险；中合担保投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且投资资产和委托贷款出现多笔违约，涉及金额较大，需关注相关违约资产后续处置及资金回收情况；受担保业务收入增速放缓、投资收益下降、资产减值损失增加等多重因素影响下，需关注中合担保投资资产结构调整及担保业务代偿风

险对其未来盈利的影响。综上，联合资信评定中合担保有限公司主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，其担保有效增强了“16 济宁市中专项债/PR 济市中”本息偿还的安全性。

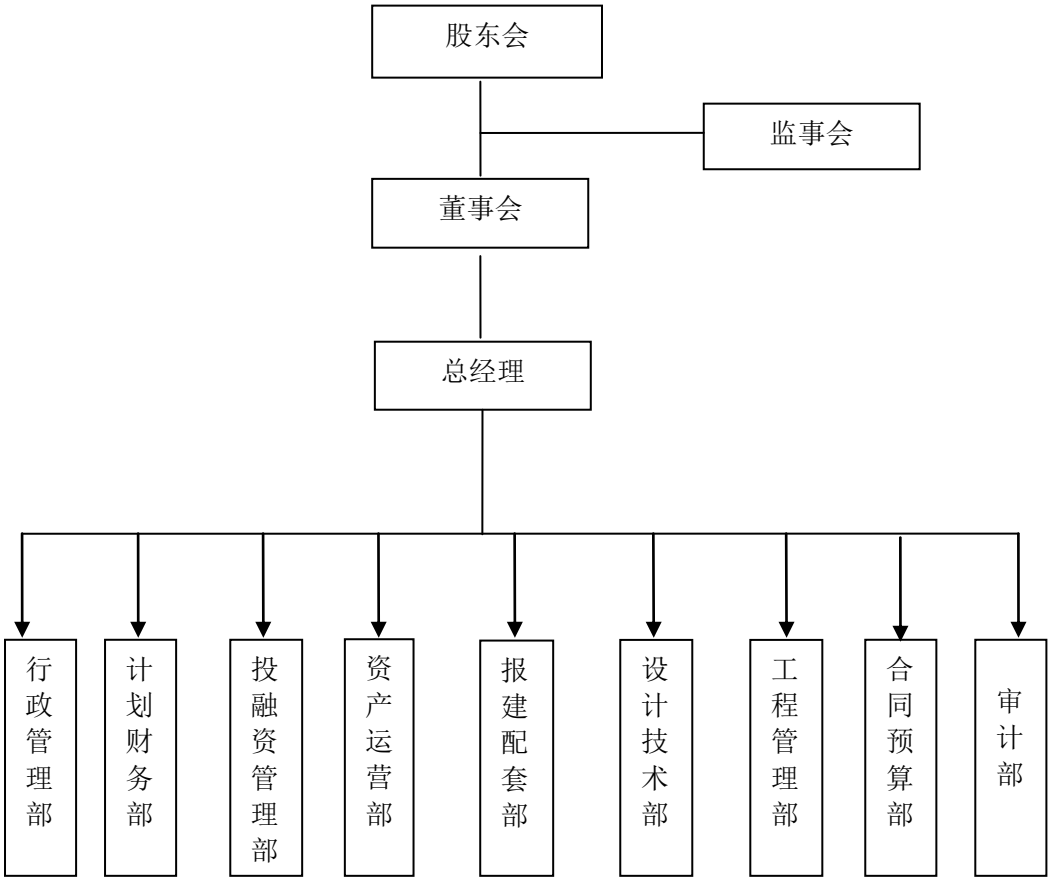
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 中区城建债/PR 中区债”的信用等级为 AA，并维持“16 济宁市中专项债/PR 济市中”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	29.22	28.01	16.62
资产总额(亿元)	262.64	282.86	288.72
所有者权益(亿元)	83.40	86.29	94.16
短期债务(亿元)	19.14	31.05	35.56
长期债务(亿元)	152.65	151.92	146.08
全部债务(亿元)	171.79	182.97	181.64
营业收入(亿元)	15.38	18.35	18.58
利润总额(亿元)	3.43	3.16	2.11
EBITDA(亿元)	4.29	4.75	5.16
经营性净现金流(亿元)	-60.81	-0.34	-6.55
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.70	1.84	1.46
存货周转次数(次)	0.09	0.10	0.09
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.07
现金收入比(%)	92.24	102.96	71.88
营业利润率(%)	20.01	16.60	17.45
总资本收益率(%)	1.49	1.68	2.81
净资产收益率(%)	3.53	3.38	2.21
长期债务资本化比率(%)	64.67	63.78	60.80
全部债务资本化比率(%)	67.32	67.95	65.86
资产负债率(%)	68.25	69.49	67.39
流动比率(%)	946.48	588.56	563.75
速动比率(%)	403.41	219.29	207.77
经营现金流动负债比(%)	-229.59	-0.77	-13.53
现金短期债务比(倍)	1.53	0.90	0.47
全部债务/EBITDA(倍)	40.03	38.48	35.20
EBITDA 利息倍数(倍)	0.43	0.44	0.48

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
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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+费用化利息

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