

信用等级公告

联合[2018] 1992 号

联合资信评估有限公司通过对中国水利水电第十四工程局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，确定维持中国水利水电第十四工程局有限公司的主体长期信用等级为 AA⁺，维持“15 水利十四 MTN001”、“16 水利十四 MTN001”、“16 水利十四 MTN002”、“17 水利十四 MTN001”和“17 水利十四 MTN002”的信用等级为 AA⁺，维持“17 水电十四 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月二十六日



中国水利水电第十四工程局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 ¹	跟踪评级结果	上次评级结果
15 水利十四 MTN001	2 亿元	2020/12/09	AA ⁺	AA ⁺
16 水利十四 MTN001	5 亿元	2021/03/02	AA ⁺	AA ⁺
16 水利十四 MTN002	5 亿元	2021/07/04	AA ⁺	AA ⁺
17 水电十四 CP002	4 亿元	2018/09/20	A-1	A-1
17 水利十四 MTN001	5 亿元	2020/08/15	AA ⁺	AA ⁺
17 水利十四 MTN002	5 亿元	2022/09/15	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.73	36.78	40.43	43.87
资产总额(亿元)	186.10	244.69	311.96	324.78
所有者权益(亿元)	37.12	49.98	78.85	80.38
短期债务(亿元)	19.07	22.86	19.59	34.06
长期债务(亿元)	18.16	33.29	44.26	48.86
全部债务(亿元)	37.24	56.15	63.85	82.92
营业收入(亿元)	206.57	200.76	214.86	40.61
利润总额(亿元)	4.02	8.25	7.79	1.65
EBITDA(亿元)	13.00	18.62	15.92	--
经营性净现金流(亿元)	4.60	8.79	9.55	-7.18
营业利润率(%)	6.80	10.69	10.38	11.26
净资产收益率(%)	9.29	14.31	7.79	--
资产负债率(%)	80.05	79.57	74.72	75.25
全部债务资本化比率(%)	50.08	52.91	44.75	50.78
流动比率(%)	104.36	106.43	99.40	101.78
经营现金流流动负债比(%)	3.70	6.28	5.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.86	3.02	4.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	5.37	2.69	--

注: 2018 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

闫蓉 张龙景

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 “16 水利十四 MTN001”和“17 水利十四 MTN002”为永续中票, 期限均为 5+N (N 为续期数), 假设到期兑付日为首个行权日。

评级观点

跟踪期内, 中国水利水电第十四工程局有限公司 (以下简称“公司”) 业务规模持续增长, 水利水电及基础设施建设有序进行, 公司业务结构逐步调整和优化, 综合实力进一步增强。同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到建筑施工行业竞争激烈、公司海外业务经营风险大和债务规模增速较快等因素对公司经营带来的不利影响。

随着新型城镇化建设的进一步推进以及“一带一路”战略的提出, 公司各板块业务发展外部环境向好。另外, 随着公司业务结构逐步优化, 且订单充足, 公司业务规模和营业收入有望持续增长。

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“15 水利十四 MTN001”、“16 水利十四 MTN001”、“16 水利十四 MTN002”、“17 水利十四 MTN001”、“17 水利十四 MTN002”的信用等级为 AA⁺, 维持“17 水电十四 CP002”的信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内, 公司业务结构逐步优化, 且订单充足; 公司营业收入实现增长, 收入实现质量有所提升。
2. 跟踪期内, 公司对存续债券偿还债能力强。

关注

1. 跟踪期内, 公司海外新中标合同集中在南美及东南亚地区, 面临较大的政治、法律风险, 对公司运营管理和风险控制提出了更高的要求。
2. 随着业务规模的扩大, 公司对外融资需求上升, 债务规模有所增长。
3. 跟踪期内, 公司长期应收款项规模进一步扩大, 对资金形成一定占用。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国水利水电第十四工程局有限公司（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。

中国水利水电第十四工程局有限公司跟踪评级报告

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”）关于中国水利水电第十四工程局有限公司（以下简称“十四局”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，十四局股东未发生变化，仍为中国电力建设股份有限公司（以下简称“中国电建”）。中国电建以货币形式向公司注资 2.61 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 18.61 亿元。2018 年 5 月，中国电建以货币形式向公司注资 1.39 亿元，截至报告出具日，公司注册资本及实收资本均为 20 亿元。

跟踪期内，公司营业范围新增“高等级公路的开发、经营和管理”。2018 年 5 月，公司经营期限由“2008 年 7 月 11 日至 2028 年 7 月 10 日”变更至“2008 年 7 月 11 日至长期”。

截至 2018 年 3 月底，公司下设总经理工作部、人力资源部、经营管理部、工程科技部、资金管理部、财务部、海外事业部、基础设施部等 17 个部门；公司拥有 7 家一级控股子公司。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 311.96 亿元，所有者权益 78.85 亿元（其中少数股东权益 8.39 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 214.86 亿元，实现利润总额 7.79 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 324.78 亿元，所有者权益 80.38 亿元（含少数股东权益 8.54 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 40.61 亿元，利润总额 1.65 亿元。

公司注册地址：昆明市环城东路 192 号；法定代表人：洪坤。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评公司存续期内债券未偿还本金合计 26 亿元；募集资金均已按照募集用途使用完毕。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息。公司既往付息情况良好。

表 1 截至报告出具日联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限	资金用途
15 水利十四 MTN001	2	2	2015/12/09	5 年	偿还银行贷款及补充营运资金
16 水利十四 MTN001*	5	5	2016/03/02	5+N	补充营运资金
16 水利十四 MTN002	5	5	2016/07/04	5 年	偿还银行贷款
17 水电十四 CP002	4	4	2017/09/20	1 年	偿还金融机构借款及补充营运资金
17 水利十四 MTN001	5	5	2017/08/15	3 年	偿还银行借款及补充营运资金
17 水利十四 MTN002*	5	5	2017/09/15	5+N	偿还银行借款及补充营运资金
合计	26	26	--	--	--

注：标*债券附永续条款，N 为可续期数。

资料来源：联合资信整理

四、行业分析

公司业务性质为建筑施工，主要业务涉及国内水电市场、国际水电市场与基础设施建设

市场。

1. 建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之

一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010 年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持增长态势。2017 年，全社会建筑业增加值 55689 亿元，比上年增长 4.3%；增速同比有所下降。

图 1 2013~2017 年中国建筑业增加值及其增长速度
(单位：亿元、%)



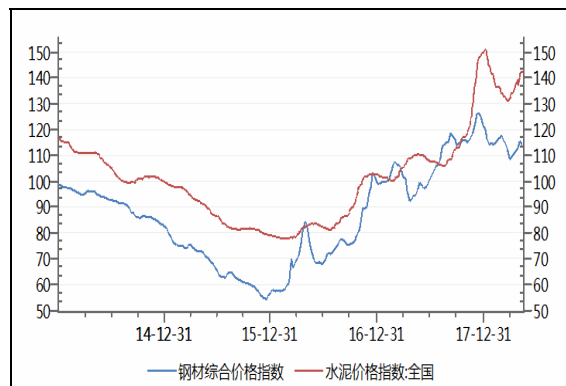
资料来源：国家统计局

2. 上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2016 年以来，钢材和水泥价格呈现波动上升态势。尤其是 2017 年 8 月下旬开始，水泥价格出现了与产能过剩相背离的罕见现象。其主要原因一方面是随着华东消费量增加产生了较大市场需求；另一方面则是受大气污染指标考核等因素影响，水泥供给被大幅压减。短期来看，受供需等因素影响，水泥价格将保持高位小幅波动。同样受环境治理、钢企错峰生产、供需等因素综合影响，钢材价格从 2016 年后半年开始持续攀升，并于 2017 年 12 月初达到峰值，之后价格小幅回落。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态，有望支撑钢材价格维持高位。

图 2 近年全国水泥、钢材价格指数



资料来源：中国水泥网、中国钢铁工业协会网

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但同时，精准扶贫、棚改、环保及公共基础设施建设等惠民工程以及“一带一路”战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

2017 年全社会固定资产投资 641238 亿元，扣除价格因素，实际增长 7.2%，较上年回落 1.4 个百分点；全国基础设施建设投资 17.3 万亿元，同比增长 14.9%，增速较 2016 年（15.7%）小幅下降；全国房地产开发投资 10.98 万亿元，比上年增长 7.0%，增速较上年增长 0.1 个百分点，各类投资增速均呈现回落态势。

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业 2017 年投资增速均在 20% 以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2017 年，我国企业在“一带一路”沿线的 61 个国家新签对外承包工程项目合同额 1443.2 亿美元，同比增长 14.5%；完成营业额 855.3 亿美元，同比增长 12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达 10.6 万亿美元。

3. 建筑行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资

质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 2 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

4. 建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 项目规模迅速扩张导致现金流压力进

一步增大

建筑行业具有高负债运营的特点，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

在城镇化和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP 模式被大力推广。近年来，建筑施工企业 PPP 协议总额呈现爆发式增长。PPP 项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

5. 建筑行业发展趋势

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

五、基础素质分析

1. 股东背景

公司是中国电建全资子公司，截至 2018 年 3 月底，国务院国有资产监督管理委员会间接持有中国电建 69.51%的股权。

2. 技术水平及竞争力

跟踪期内，公司无新增建筑资质，已持有资质齐全且等级较高，在水利水电市场竞争力强。

公司现拥有水利水电工程施工总承包特级资质、市政公用工程、公路工程施工总承包和土石方工程、隧道工程专业承包一级资质，地铁工程施工专业资质、工程设计水利行业甲级及承包经营国外工程资质、房屋建筑工程施工总承包壹级、机电安装工程施工总承包贰级、电力工程施工总承包叁级三项资质，建筑实力较强。在市场营销商业模式方面，公司已从单一的施工承包模式发展成为“工程承包、投融资总承包、EPC工程总承包”，承包项目竞争能力、投融资发展能力、总承包管理能力不断加强。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员及人员构成等未发生重大变化。

4. 股东支持

跟踪期内，股东在项目承接方面持续给与公司支持。

公司股东中国电建为国内水利水电施工行业的龙头企业，股东较强的综合实力及品牌影响力为公司业务承接，尤其是海外市场的开拓提供了有力支持。

截至 2018 年 3 月底，公司国际工程合同量 564.66 亿元，已完工 65.21%，合同存量 196.46 亿元，为公司未来收入提供了保障。

5. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用证代码：G1053011100294560Y），截至 2018 年 7 月 9 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中存在一笔已结清不良保函，已于 2009 年结清，公司并无垫款。公司过往债

务履约情况良好。

截至跟踪日，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，公司在法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入同比实现增长，毛利率水平小幅下降。目前订单充裕，整体经营状况良好。

2017 年，公司实现主营业务收入 214.44 亿元，同比增长 7.10%，主要系国内非水利水电业务收入增长所致。建筑工程承包业务实现收入同比增长 7.24%，占当年主营业务收入的 97.57%，为公司收入主要来源。

公司建筑工程承包业务包括国内水利水电业务、国内非水电业务和国际工程业务三类。

跟踪期内，公司继续调整业务结构，在稳定国内水利水电施工市场份额的基础上，重点开拓以基础设施建设为主的国内非水电业务市场。2017 年国内水电、国内非水电、国际工程业务收入在建筑工程承包总收入中分别占比 20.08%、56.38%、23.54%，国内非水电业务收入占比同比增长 7.15 个百分点。

电力投资与运营、其他业务（包括设备制造和租赁、勘察设计等）是公司主营业务收入的重要补充，2017 年实现营业收入同比基本持平。

毛利率方面，2017 年，公司主营业务毛利率小幅降至 10.57%，与建筑工程承包毛利率变化趋势一致。公司电力投资运营业务毛利率相对较高，但业务规模较小。其他业务主要为设备制造与租赁，毛利率为负。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 40.52 亿元，同比增长 28.39%，主要系国内外非水电业务收入同比增长所致。其中国内非水电占建筑工程承包收入超过 50%。2018 年一季度公司整体毛利率 11.43%，同比基本持平。

表 3 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务类别	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
建筑施工承包	195.10	10.32	209.22	9.85	39.25	9.95
电力投资与运营	3.03	69.42	3.06	67.80	1.05	73.13
其他	2.09	-0.16	2.16	-0.97	0.22	-14.16
合计	200.22	11.10	214.44	10.57	40.52	11.43

注：其他收入来源于设备制造和租赁、勘测设计等业务。

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）建筑施工承包

跟踪期内，公司建筑施工新签合同额实现同比增长；非水利水电业务成为公司业务增长

主要动力。

公司建筑工程承包业务主要分为国内水利水电工程业务、国内非水利水电工程业务和国际工程业务三类。

表 4 公司建筑工程承包业务新签合同情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内建筑工程	259.13	83.86	230.69	73.87	99.55	94.26

其中：国内水利水电	78.59	11.71	33.12	10.61	1.37	1.3
国内非水利水电	180.54	72.15	197.57	63.27	98.18	92.96
国外承包工程	49.86	16.14	81.59	26.13	6.06	5.74
其中：国外水利水电	3.04	0.98	10.15	3.25	0	0
国外非水电	46.82	15.15	71.44	22.88	6.06	5.74
合计	308.99	100.00	312.28	100.00	105.61	100.00

资料来源：公司提供

2017 年，公司新签建筑承包业务合同总额同比小幅上升至 312.28 亿元，充足的业务订单为公司后期经营目标的实现打下了良好基础。2017 年，公司加大海外市场的开拓力度，新签合同额同比增长 63.64%至 81.59 亿元；国内水利水电新签合同额受市场规模影响同比减少 57.86%至 33.12 亿元。2018 年 1~3 月，公司新签建筑承包业务合同总额 105.61 亿元，同比增幅较大，主要系国内非水利水电新签合同额带动所致。

存量合同方面，截至 2018 年 3 月底，公司建筑施工承包未完成合同存量为 730.71 亿元，较去年同期增长 4.39%。其中，国内水利电力、国内非水利水电、国际业务合同存量占合同存量总额的比重分别为 12.37%、60.75%、26.89%。公司国内非水利水电业务存量合同额占比延续上升态势。

在公司“保增长，调结构”的经营方针下，公司传统的国内水利水电业务在建筑施工承包收入占比呈下降趋势。

公司的国内水利水电工程主要集中在长江、黄河、金沙江、雅砻江、澜沧江、岷江、嘉陵江、大渡河和红水河等流域，2017 年实现收入 42.01 亿元，同比下降 12.13%；在建筑施工承包收入中占比下降至 20.08%。2018 年 1~3 月，国内水利水电工程实现收入 7.59 亿元，同比下降 1.94%，主要系公司调整投资力度所致。

截至 2018 年 3 月底，国内水利水电工程合同余额 90.37 亿元，同比基本持平。

跟踪期内，公司继续开拓以基础设施项目为主的国内非水电工程业务，国内非水电工程收入占比及签订合同额均实现增长。

跟踪期内，公司非水电建设工程业务仍主要集中在公路、铁路、市政等领域。

2017 年，国内非水电工程业务收入 117.96 亿元，同比增长 22.82%，占公司建筑施工承包营业收入的 56.38%，已成为公司业务的主要组成部分。2018 年 1~3 月，公司国内非水电业务实现营业收入 19.89 亿元，同比增长 30.43%。

表 5 国内非水电工程新签合同业务结构

(单位：亿元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
公路、铁路与桥梁	98.50	174.65	98.04
市政	78.77	21.15	0.00
其他	3.27	1.77	0.14
合计	180.54	197.57	98.18

资料来源：公司提供

国内非水电建设工程市场容量较大，随着公司加大该领域的项目承接力度，2017 年公司新中标工程总金额 197.57 亿元；2018 年 1~3 月，公司新签约工程合同总金额 98.18 亿元，较上年同期增幅达 2 倍以上。新签合同同比大幅增长得益于 PPP 项目的增加。

截至 2018 年 3 月底，公司在建（包含已完工部分）铁路项目合同金额 161.67 亿元，公路项目合同金额 547.55 亿元，市政项目合同金额 124.05 亿元，房建及其他工程合同金额 89.13 亿元；主要在建项目见下表：

表 6 截至 2018 年 3 月底公司主要在建国内非水利水电项目（单位：亿元）

序号	项目名称	项目类型	合同金额	已完成合同额
1	宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段项目	PPP	118.69	10.39
2	云南晋宁至红塔区高速公路	EPC	66.53	66.52
3	贵州双龙航空港基础设施建设	PPP	37.23	26.73
4	广东佛（山）清（远）从（化）高速公路	EPC	49.27	4.34
5	贵州省凯里环城高速公路北段项目	PPP	42.70	5.55
6	云南省江川至通海高速公路工程	EPC	36.95	18.46
7	铜仁市“十三五”农村公路“建养一体化”	EPC	28.10	17.85
8	陕西西成铁路工程	EPC	22.36	22.10
9	昆明市周家营城中村改造项目	EPC	20.60	3.09
合计		--	422.43	175.03

注：部分项目总合同额根据实际情况有所调整；合同金额仅为施工合同额；已完成合同额与已确认施工收入规模由于确认时点等原因存在偏差。

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司国内在建非水利水电业务中，包含三个重大 PPP 项目：（1）贵州双龙航空港经济区龙水路、建设大道基础设施 PPP 项目（以下简称“贵州双龙项目”），项目总投资 57.81 亿元，其中项目建安费 37.23 亿元，项目建设工期两年。截至 2018 年 3 月底，项目完成投资约 46.33 亿元（计入“长期应收款”），已确认 27.04 亿元工程收入。（2）宜宾至昭通高速公路彝良至昭通段 PPP 项目（以下简称“宜昭高速项目”），项目总投资约为 151.75 亿元，其中项目建安费 118.69 亿元，项目建设工期三年（2017 至 2020 年）。截至 2018 年 3 月底，宜昭高速项目已投资超过 15 亿元（部分计入“无形资产”，部分计入“存货”），已确认 10.69 亿元工程收入。（3）贵州省凯里环城高速公路北段项目（以下简称“凯里高速项目”）总投资 110.29 亿元，其中项目建安费约 80 亿元，项目建设工期三年（2017 至 2020 年）。截至 2018 年 3 月底，项目已投资 7.80 亿元（计入“无形资产”），已确认 5.55 亿元工程收入。

针对上述 PPP 项目，十四局对项目公司（并表）投资一定比例资本金（20%~50%不等）；并对建安工程部分总承包（其中，针对凯里高速项目按照出资比例承包约 43 亿元的施工合同；剩余项目施工部分全部由十四局负

责）。施工期内，公司按照施工进度确认建筑施工收入，运营期内按合同约定逐年获得现金流入。

2017 年，国际工程业务收入同比小幅下降；但快速增加的合同额为该板块未来收入增长提供支撑。公司国际项目多数位于非洲、南美等区域，部分国家政治经济形势不稳定，对于建设周期较长，需要当地政府支持的大型水电建设项目存在一定的地缘政治及法律风险。

2017 年公司国际工程业务实现收入 49.25 亿元，同比下降 3.90%，主要系 2016 年新签合同额下降导致后续完工量小幅下降所致。2017 年公司国际工程新签合同额 81.59 亿元，同比增长 63.64%，占当年新签合同额的 26.13%。其中水利水电合同额 2.90 亿元，基础设施合同额 28.21 亿元。新增项目主要分布在南美和东南亚区域。

2018 年 1~3 月，公司国际工程业务收入 11.77 亿元，同比增长 65.31%。截至 2018 年 3 月底，公司国际工程合同量 564.66 亿元，已完工 65.21%，合同存量 196.46 亿元，同比增长 15.91%。

（2）电力投资与运营

跟踪期内，公司发电业务维持稳定，收入及毛利水平同比变动不大。

公司电力开发以风电为主，截至 2018 年 3

月底，公司已投产总装机容量 26.375 万千瓦，权益装机容量 18.463 万千瓦。

表 7 公司电力装机容量（单位：万千瓦）

项目名称	电源类型	装机容量	权益装机容量
者磨山风电场	风力发电	4.575	3.203
巨龙山风电场	风力发电	4.95	3.465
晴云山风电场	风力发电	4.95	3.465
斗顶山风电场	风力发电	4.95	3.465
九龙坡风电场	风力发电	4.95	3.465
干海子光伏电站	光伏发电	2.00	1.40
总计	--	26.375	18.463

资料来源：公司提供

2017 年，公司实现发电量 6.25 亿千瓦时，同比减少 12.71%，实现营业收入 3.06 亿元，同比基本持平。其中巨龙山风电场、晴云山风电场于 2014 年投入运营，斗顶山风电场、九龙坡风电场和干海子光伏电站于 2015 年投入运营，云南大理州者磨山风电场于 2016 年投入运营。2018 年 1~3 月，实现发电量 2.43 亿千瓦时，同比基本持平。

毛利率方面，2017 年及 2018 年 1 季度，该板块毛利率同比小幅上涨，分别为 67.80% 和 73.13%。

截至 2018 年 3 月底，公司无在建电力项目，拟建项目一个：云南省大理州五顶山风电场，总投资预计 10.55 亿元左右，装机容量预计 10.20 万千瓦，项目目前处于前期筹划阶段。

（3）其他业务

跟踪期内，公司其他业务收入维持稳定，毛利率受成本及出租率等因素影响持续为负。

公司主营业务中的其他业务主要包括设备制造和租赁业务，具体为销售闸门、压力钢管、钢模及大型设备的销售、安装等，其中大型设备主要是公司内部租赁。2017 年公司其他

业务实现营业收入 2.16 亿元，同比小幅增长。2014 年以来该业务亏损，主要因为材料、人工和运输成本大幅上升以及公司积极开拓国内基础设施建设业务，部分大型设备出租率受到施工进度影响而存在诸多不确定因素。该业务占公司营业收入比例也有所下降。

3. 经营效率

跟踪期内，公司销售债权周转次数和总资产周转次数同比有所下降，存货周转次数同比增长，2017 年分别为 4.66 次、0.77 次和 5.87 次。总体看，公司经营效率尚可。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报表，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。2018 年一季度财务数据未经审计。

2017 年，公司投资并入三家子公司，分别为昭通市宜昭高速公路投资开发有限公司、中电建黔东南州高速公路投资有限公司、刚果（金）国际 141 联营体有限责任公司。上述子公司规模相对小，近两年公司财务数据可比性强。2018 年 1 季度，公司合并范围未发生变化。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，结构仍以流动资产为主，应收类款项及存货规模持续扩大，对资金形成了一定的占用，资产质量尚可。

截至 2017 年底，公司资产总额 311.96 亿元，同比增长 27.49%；主要来自应收账款、长期应收款及无形资产等增长所致。流动资产比重较 2016 年底有所减少。

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	36.28	14.83	39.63	12.70	43.32	13.34

应收账款	42.75	17.47	48.18	15.44	52.68	16.22
预付款项	6.61	2.70	11.47	3.68	12.52	3.86
其他应收款	27.24	11.13	17.44	5.59	13.56	4.17
存货	30.96	12.65	34.49	11.05	37.98	11.69
流动资产合计	149.00	60.89	159.48	51.12	168.10	51.76
可供出售金融资产	6.37	2.60	10.69	3.43	10.69	3.29
长期应收款	39.17	16.01	72.15	23.13	75.83	23.35
长期股权投资	17.42	7.12	22.32	7.16	22.57	6.95
固定资产	28.78	11.76	26.46	8.48	25.85	7.96
无形资产	2.81	1.15	19.85	6.36	20.65	6.36
非流动资产	95.69	39.11	152.47	48.88	156.68	48.24
资产总额	244.69	100.00	311.96	100.00	324.78	100.00

资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2017 年底，公司流动资产合计 159.48 亿元，同比增长 7.04%；主要来自应收账款、预付账款、存货等增长。其中，货币资金 39.63 亿元，同比增长 9.22%，受限资金 800 万元。期末应收账款净额 48.18 亿元，同比增长 12.69%，其中质保金占比 23.79%、关联方欠款占比 50.01%、应收第三方欠款占比 26.20%（计提坏账准备 0.73 亿元）；应收第三方欠款中 1 年以内应收款占比 90.93%，账龄短；前五名欠款方应收账款合计占总额 30.63%，集中度一般。公司其他应收款净额 17.44 亿元，同比减少 35.97%，主要系关联方往来款及保证金减少所致。其中工程投标保证金、履约保证金和其他保证金 10.45 亿元，公司与集团内部关联方往来款 2.45 亿元，其余为代收代垫款等非关联方往来。整体账龄较短，坏账计提比例 1.91%。同期，公司存货净值 34.49 亿元，同比增长 11.39%；其中原材料占 21.43%、已完工未结算工程款占 71.86%。公司 2017 年针对已完工未结算款计提跌价准备 0.78 亿元。

截至 2017 年底，公司非流动资产 152.47 亿元，同比增长 59.34%，主要来自长期应收款与无形资产的增长。其中，公司长期应收款主要包括 PPP 项目投入以及其他分期劳务合同投入，期末余额 72.15 亿元，同比增长 84.18%。无形资产同比增长 17.04 亿元，主要来昭通高速及凯里环城高速 PPP 项目投入。公司长期股

权投资 22.32 亿元，同比增长 18.17%，主要是增加了对联营企业的投资，其中对玉溪市晋红高速公路投资发展有限公司增加 1.17 亿元的投资，对中电建路桥集团重庆江习高速公路投资发展有限公司增加投资 1.50 亿元、对玉溪市江通高速公路有限公司增加投资 1.03 亿元（十四局为以上公司投资项目部份标段的施工方）。公司可供出售金融资产 10.69 亿元，同比增长 67.91%，主要为对中国电建旗下子公司等企业的股权投资。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 324.78 亿元，较 2017 年底增长 4.11%；构成较上年底变化不大。

受限资产方面，截至 2017 年底，公司 7.95 亿元固定资产、0.36 亿元无形资产由于借款处于抵押状态。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，未分配利润和少数股东权益占比较大，权益稳定性一般。

截至 2017 年底，公司所有者权益 78.85 亿元，同比增长 57.75%，主要来自新增其他权益工具（5 亿元长期限含权中期票据以及 10 亿元永续贷款）、少数股东权益等增长。其中，实收资本同比增长 16.31%至 18.61 亿元，来自股东货币注资；少数股东权益增长主要来自并表 PPP 项目公司获得其他股东注资。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 80.38 亿元（含少数股东权益 8.54 亿元），

较上年底增加 1.95%，主要来自未分配利润的增长；构成基本保持不变。

表9 公司所有者权益主要构成情况（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
实收资本	16.00	32.01	18.61	23.60	18.61	23.15
其他权益工具	8.00	16.01	23.00	29.17	23.00	28.61
未分配利润	17.83	35.68	21.53	27.31	22.92	28.51
少数股东权益	1.54	3.08	8.39	10.64	8.54	10.63
所有者权益合计	49.98	100.00	78.85	100.00	80.38	100.00

资料来源：根据公司财务报告整理

跟踪期内，随着项目的持续投入，公司利息债务规模呈增长态势，债务负担仍较重。

元，同比增长 19.72%。流动负债比重较上年底有所下降但仍相对较高。

截至 2017 年底，公司负债总额 233.11 亿

表10 公司主要负债构成情况（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
短期借款	18.25	9.37	15.39	6.60	29.55	12.09
应付账款	62.89	32.30	70.47	30.23	59.25	24.25
预收款项	14.53	7.46	19.52	8.37	17.72	7.25
其他应付款	22.54	11.58	35.36	15.17	38.97	15.94
流动负债合计	140.00	71.90	160.45	68.83	165.15	67.58
长期借款	26.29	13.50	32.26	13.84	36.86	15.08
应付债券	7.00	3.60	12.00	5.15	12.00	4.91
其他非流动负债	17.68	9.08	25.15	10.79	26.94	11.03
非流动负债合计	54.71	28.10	72.65	31.17	79.24	32.42
负债总额	194.70	100.00	233.11	100.00	244.39	100.00

资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2017 年底，公司流动负债 160.45 亿元，同比增长 14.61%；主要来自应付账款及其他应付款的增长。公司短期借款同比减少 15.67%至 15.39 亿元，全部为信用借款。公司应付账款主要是应付的未结算工程款和材料款。2017 年底，公司应付账款快速增长 12.05%至 70.47 亿元。公司预收款项 19.52 亿元，同比增长 34.32%，主要为预收工程款。公司其他应付款主要为项目保证金以及往来款等。截至 2017 年底，公司其他应付款 35.36 亿元，同比增长 56.88%，主要系集团公司内部资金调剂、代扣代缴款、暂扣款等增加所致。另外，公司

其他流动负债中包括 8 亿元短期融资券，为有息债务。

截至 2017 年底，公司非流动负债同比增长 32.81%至 72.65 亿元，增长主要来自长期借款、应付债券及其他非流动负债。其中，公司长期借款同比增长 22.71%。公司长期借款由抵押借款（9.12 亿元）和保证借款（23.14 亿元）构成；公司长期应付款 0.90 亿元，全部为公司分期付款购入固定资产。同期，公司应付债券同比增长 5 亿元至 12 亿元，来自“17 水利十四 MTN002”的发行。2017 年，公司其他非流动负债同比增长 42.24%至 25.15 亿元，主要

为融资租赁等有息债务。

截至2018年3月底，公司负债总额244.39亿元，较2017年底增长4.84%，增长主要来自长、短期借款。负债结构及科目构成较2017年底变动不大。

有息债务方面，2017年底，公司全部债务63.85亿元，同比增长13.71%；将其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债有息部分调入全部债务后，有息债务规模同比增长16.24%至98.63亿元。调整后短期债务占比由2016年的38.71%降至28.71%。2018年3月底，公司调整后全部债务119.49亿元，其中调整后短期债务较2017年底增长51.07%至42.78亿元，调整后长期债务增长9.09%至76.71亿元。

2017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同比下降至74.72%、55.57%和47.14%。2018年3月底，上述比率分别为75.25%、59.78%和48.83%。考虑到公司发行的永续中票计入“其他权益工具”，公司实际有息债务水平高于上述测算值。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司的收入受施工业务带动有所增长；受期间费用增长影响，利润规模有所减小。整体来看，公司盈利能力一般。

公司营业收入主要来自建筑工程业务。2017年，公司营业收入同比增长7.02%至214.86亿元；同期公司营业利润率较上年基本持平，为10.38%。

随着公司业务规模的扩大，相关的职工薪酬、研发费等管理费用相应增长。2017年，公司期间费用14.61亿元，同比增长11.07%；同期，期间费用占营业收入比6.80%，同比基本持平。从期间费用结构看，管理费用占77.09%、财务费用占22.91%。跟踪期内，公司费用整体控制情况尚可。

2017年，公司利润总额同比下降5.58%至7.79亿元，主要为经营性业务利润；下降主要

系期间费用的增长。公司营业外收入0.21亿元，主要来自政府补助及资产处置利得。

从盈利指标来看，2017年，公司调整后总资产收益率和净资产收益率分别5.43%和7.79%，同比分别下降2.45个百分点和6.52个百分点，公司整体盈利指标有所弱化。

2018年1~3月，公司实现营业收入40.61亿元，同比增长28.39%；利润总额同比增长21.32%至1.65亿元；营业利润率同比基本持平，为11.26%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入量有所增长，现金收入实现质量有所提升。公司扩大的投资规模给其带来较大融资压力。

2017年，公司经营活动现金流仍表现为净流入，且规模同比增长8.62%至9.55亿元。其中，公司经营活动产生的现金流入量229.63亿元，同比增长21.14%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。从收入实现质量指标看，2017年公司现金收入比较上年同期增长7.90个百分点至93.47%，收入实现质量有所提升。2017年，公司经营活动流出规模同比增长21.74%至220.08亿元。公司收到及支付的其他与经营活动有关的现金主要是政府补助及经营往来款。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-36.20亿元，持续表现为净流出，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金；吸收投资收到的现金主要为合并范围非全资子公司获得的其他股东注资；新增收到与支付其他与投资活动有关的现金主要为通过公司对关联企业暂借款项及利息的收支（余额在“其他应收款”）。

2017年，公司筹资规模同比增长20.35%至100.92亿元，筹资现金流入主要来自借款、债券融资、融资租赁款及关联企业融资款项等；筹资活动现金流出同比小幅增长49.86%至70.08亿元，主要包括偿还债务以及关联企

业融资款支付的现金；同期，公司筹资活动现金流量净额 30.83 亿元，同比下降 16.86%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动、筹资活动产生的现金流量净额分别为-7.18 亿元、-6.72 亿元和 17.95 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司整体偿债指标有所下滑，但考虑到公司间接融资渠道畅通，且充足的合同量可形成较大规模的预期收益，公司整体偿债能力较强。

从短期偿债能力指标看，2017 年底，公司的流动比率及速动比率受流动负债增幅较大影响，同比分别降至 99.40%和 77.90%。2018 年 3 月底，公司流动比率及速动比率分别为 101.78%和 78.79%。2017 年公司经营现金流动负债比由 2016 年的 6.28%降至 5.95%。跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所下滑，同时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，2017 年，公司 EBITDA 规模同比下降 14.51%至 15.92 亿元，公司调整后全部债务/EBITDA 由 4.56 倍升至 6.20 倍。公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司共获银行授信额度 206.20 亿元，其中未使用额度 121.88 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2018年3月底，公司无对外担保。

九、存续债券偿还能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额26亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来存在一定集中兑付压力。

截至2018年3月底，公司一年内到期兑付债券余额4亿元，2021年将达到存续债券待偿本金峰值10.00亿元。2018年3月底，公司现金类资产43.87亿元；2017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

229.63亿元、9.55亿元和15.92亿元。公司现金类资产对一年内到期债券余额覆盖能力强，经营活动现金流入量对集中兑付债券金额保障能力强；具体情况如下表：

表11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

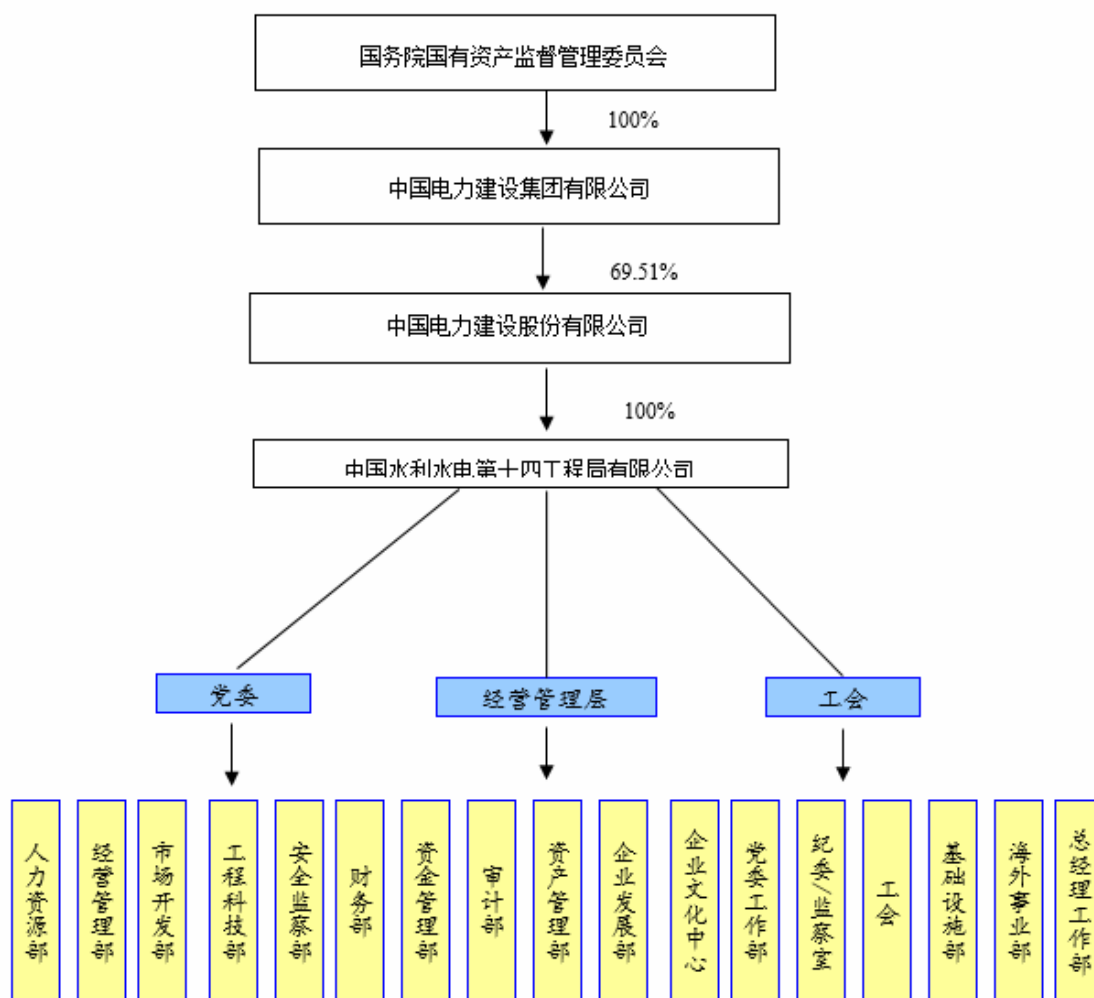
项 目	2018 年 3 月
一年内到期债券余额	4.00
未来待偿债券本金峰值	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	10.97
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	22.96
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.96
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.59

资料来源：联合资信整理

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“15水利十四MTN001”、“16水利十四MTN001”、“16水利十四MTN002”、“17水利十四MTN001”、“17水利十四MTN002”的信用等级为AA⁺，维持“17水电十四CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.73	36.78	40.43	43.87
资产总额(亿元)	186.10	244.69	311.96	324.78
所有者权益(亿元)	37.12	49.98	78.85	80.38
短期债务(亿元)	19.07	22.86	19.59	34.06
调整后短期债务(亿元)	23.08	32.85	28.32	42.78
长期债务(亿元)	18.16	33.29	44.26	48.86
调整后长期债务(亿元)	21.63	52.00	70.31	76.71
全部债务(亿元)	37.24	56.15	63.85	82.92
调整后全部债务(亿元)	44.70	84.85	98.63	119.49
营业收入(亿元)	206.57	200.76	214.86	40.61
利润总额(亿元)	4.02	8.25	7.79	1.65
EBITDA(亿元)	13.00	18.62	15.92	--
经营性净现金流(亿元)	4.60	8.79	9.55	-7.18
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.84	5.55	4.66	--
存货周转次数(次)	4.50	4.76	5.87	--
总资产周转次数(次)	1.20	0.93	0.77	--
现金收入比(%)	79.00	85.57	93.47	104.02
营业利润率(%)	6.80	10.69	10.38	11.26
总资本收益率(%)	9.02	10.01	6.76	--
调整后总资本收益率(%)	8.20	7.88	5.43	--
净资产收益率(%)	9.29	14.31	7.79	--
长期债务资本化比率(%)	32.85	39.98	35.95	37.80
调整后长期债务资本化比率(%)	36.81	50.99	47.14	48.83
全部债务资本化比率(%)	50.08	52.91	44.75	50.78
调整后全部债务资本化比率(%)	54.63	62.93	55.57	59.78
资产负债率(%)	80.05	79.57	74.72	75.25
流动比率(%)	104.36	106.43	99.40	101.78
速动比率(%)	68.96	84.32	77.90	78.79
经营现金流动负债比(%)	3.70	6.28	5.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.86	3.02	4.01	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	3.44	4.56	6.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	5.37	2.69	--

注：1. 2018 年 1 季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债、融资租赁款及分期付款购入固定资产、长期应付款、其他非流动负债计入调整后全部债务核算。

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%

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

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。

附件 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调，详见下表。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息