跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2948 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“15洞庭新城债” AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年十二月三十日

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

岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司
公司债跟踪评级报告

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	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 洞庭新城债	10 亿元	2015/3/20-2022/3/20	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 12 月 30 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	1.93	5.12	8.57
资产总额(亿元)	56.79	67.13	88.82
所有者权益(亿元)	47.76	48.67	52.19
短期债务(亿元)	3.80	3.80	3.10
长期债务(亿元)	4.80	13.40	30.83
全部债务(亿元)	8.60	17.20	33.93
营业收入(亿元)	2.90	3.82	11.84
利润总额(亿元)	1.17	1.08	2.37
EBITDA(亿元)	1.18	1.09	2.39
经营性净现金流(亿元)	-1.78	-4.39	-11.97
营业利润率(%)	14.13	14.09	15.24
净资产收益率(%)	2.15	1.97	3.70
资产负债率(%)	15.90	27.49	41.24
全部债务资本化比率(%)	15.26	26.11	39.40
流动比率(%)	1338.45	1324.52	1520.95
经营现金流动负债比(%)	7.26	15.72	14.22
全部债务/EBITDA(倍)	-41.98	-86.91	-206.32

分析师

周海涵　王 康
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

岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司（以下简称“公司”）是岳阳市洞庭新城项目基础设施建设、拆迁项目和土地一级开发投融资的唯一运营主体，在区域经济、经营专营性、土地资产、政府支持等方面具备突出优势。跟踪期内，岳阳市财政收入持续增长，政府对公司支持力度持续。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司土地整治和基础设施建设业务前期投入大，项目回款受政府拨付效率影响大，公司未来资本性支出压力较大等因素对公司经营及财务状况带来的不利影响。

未来，公司将继续加大对洞庭新城项目范围内基础设施建设、拆迁项目和土地开发的投入，随着区域内基础设施水平的不断提升，区域内环境有望改善。同时，考虑到岳阳市政府出让较大规模土地用于公司在建项目的平衡，并通过注入土地偿付应收款项，对于公司获得资金用于建设及还款起到较强支撑作用。联合资信对公司评级展望为稳定。

综上所述，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15洞庭新城债”信用等级为AA。

优势

1. 跟踪期内，岳阳市经济与财政实力的稳步增强为公司提供了良好的外部环境。
2. 公司为岳阳市洞庭新城项目基础设施建设、拆迁项目和土地一级开发投融资的唯一运营主体，业务具有区域专营性。
3. 岳阳市政府出让较大规模土地用于公司在建项目的平衡，并通过注入土地偿付应收款项，对于公司获得资金用于建设及还款起到较强支撑作用。

关注

1. 公司资产以土地及项目投入为主，对资产流动性造成一定影响。
2. 跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量不足，收入实现能力弱，资金平衡压力较大。
3. 土地转让业务规模受宏观经济及国家政策影响大，收益具有不确定性。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至相关存续债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司主体长期信用及存续期内相关债券（“15 洞庭新城债”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司（以下简称“公司”），系经岳阳市人民政府办公室《关于沿湖风光带三期项目开发建设公司组建及运作方案等问题的会议纪要》（岳府阅〔2010〕129号）批准，由岳阳市国有资产经营有限责任公司（以下简称“市国资公司”）和岳阳市岳阳楼区城市建设投资有限公司（以下简称“区城建公司”）共同出资，于2010年12月24日在岳阳市工商行政管理局注册成立，初始注册资本100000万元，实收资本为20000万元。2011年5月8日，市国资公司将其股份49000万元中的32000万元、区城建公司将其股份51000万元中的6000万元一并转让给湖南路桥建设集团公司（以下简称“省路桥集团”）。股权变更后，市国资公司、区城建公司和省路桥集团分别持有公司45%、17%和38%的股份。2015年9月，由于政府规划原因，省路桥集团把所持全部公司股权转让给云南省城市建设投资集团有限公司（以下简称“云南建投”），股权变更后，市国资公司、区城建公司和云南建投分别持有公司45%、17%和38%的股份。截至2015年底，公司注册资本100000万元，实收资本100000万元，市国资公司持有公司45%股权，为公司第一大股东，岳阳市国资委为实际控制人。

公司经营范围：凭资质证从事城市基础设施建设；凭资质证从事房地产的开发与经营；投资与资产管理；土地开发；环境综合治理；特色文化、休闲、商贸、旅游的开发。（以上所有项目涉及国家法律法规禁止或需前置审批的除外）。

截至2015年底，公司内部下设成本控制部、土地征拆部、建设管理部、财务管理部、融资管理部、行政管理部、人力资源部、法律事务部、项目开发部、规划设计部、运营管理部、内控部、董事会办公室和党群工作部14个职能部门，拥有全资、控股子公司3家。

截至2015年底，公司资产总额88.82亿元，所有者权益52.19亿元。2015年公司实现营业收入11.84亿元，利润总额2.37亿元。

公司注册地址：岳阳市岳阳楼区云梦南路南津港1号；法定代表人：张向东。

三、债券与募集资金使用情况

公司于 2015 年 3 月 20 日公开发行“15 洞庭新城债”，募集资金 10.00 亿元，全部用于洞庭新城北区棚户区改造一期项目，项目的实施涉及区域内建筑物拆除、土地平整、道路工程、其他市政公用工程等相关配套设施建设。截至 2016 年 9 月底，募集资金中 10.00 亿元用于征地拆迁；募投项目已累计投资 17.60 亿元，占投资总额的 60.27%。

根据海通证券股份有限公司于 2016 年 10 月 24 日披露的《2015 年岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司公司债券 2015 年度债券代理事务报告》，公司已于 2016 年 3 月足额偿付当年应付利息。

四、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下

行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，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，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长10.4%，保持稳健增长，对GDP增长的贡献率达到71%，是2009年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016年前三季度，我国进出口总值17.53万亿元人民币，较上年同期下降1.9%，降幅比上半年收窄1.7个百分点；其中，出口下降1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在2016年前三季度经济运行总体平稳的态

势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度GDP将保持稳定增长。

五、行业及区域经济环境

1．行业分析

（1）行业概况

城市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物质基础，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，全国各地区城建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。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。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财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银

行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43 号文》）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济概况

公司位于岳阳市，重点从事其核心区5900亩洞庭新城项目的征地拆迁、土地平整和城市基础设施建设等工作；履行项目融资、资本运营、经营城市资源的职责，其发展与岳阳市区域经济的发展紧密相关。

岳阳市经济发展状况

岳阳市位于湖南东北部，环抱洞庭，濒临长江，东临江西、湖北两省，北与江汉平原隔江相望，西与湖北石首毗邻，区位优势独特。岳阳市区纵向有京广铁路、107 国道、京珠高速公路和建成的武广高速铁路四大动脉平行穿越；横向有长江黄金水道、洞庭湖大桥等相互

贯通。

近年来，岳阳市国民经济持续稳定增长，据岳阳市统计局公报显示，2015 年，岳阳市全年 GDP 达到 2886.28 亿元，较上年增长 8.7%。其中，第一产业增加值 317.16 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 1446.83 亿元，增长 7.8%；第三产业增加值 1122.29 亿元，增长 11.6%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 11.0%，第二产业增加值比重为 50.1%，第三产业增加值比重为 38.9%。。

2015 年岳阳市完成固定资产投资 2154.71 亿元，比上年增长 20.4%。其中，第一产业投资 90.4 亿元，比上年增长 38.2%；第二产业投资 1077.4 亿元，增长 18.1%；第三产业投资 986.9 亿元，增长 21.4%。民间固定资产投资 1169.0 亿元，增长 15.5%，占固定资产投资的比重为 54.3%。

岳阳市财政收入及地方债务水平

2015年，岳阳市经济保持稳定增长，GDP较上年增长8.7%，为其财政实力的增强提供了较强支撑。

财政收入方面，2015年，岳阳市一般预算收入较2014年增长5.2%；国有土地使用权出让收入大幅增长，较2013年增长37.9%；2015年，岳阳市地方可控财力为413.91亿元，同比增长11.75%；其中，一般预算收入为128.02亿元，国有土地使用权出让收入为56.12亿元。

表 1　2014~2015 年岳阳市财力状况（单位：亿元、%）

科目	2014 年	2015 年	增长率
GDP	2669.39	2886.28	8.7%
地方可控财力	370.39	413.91	11.75%
（一）一般预算收入	121.74	128.02	5.2%
税收收入	57.78	61.39	6.2%
非税收入	63.96	66.63	4.2%
（二）国有土地使用权出让收入	40.69	56.12	37.9%

资料来源：公司提供

总体看，岳阳市近年经济持续增长，地方可控财力受一般预算及国有土地使用权出让收入规模增长影响大幅增长，地方综合财力较强。

洞庭新城介绍

“洞庭新城”项目是岳阳市“十二五”规划重点项目和岳阳市“四三六”工程重点项目。“洞庭新城”项目是对洞庭湖畔、岳阳市中心城区西部的老旧城区进行升级改造，将其打造成为岳阳市休闲商务新区和城市升级的引擎型核心功能区。

洞庭新城项目位于岳阳市的中心老城区，项目范围为“东抵云梦西路、南抵南津港大堤、西抵洞庭湖、北抵巴陵西路”，总规划面积占岳阳城区面积五分之一。岳阳市委、市政府专门成立了以黄兰香市长为政委、主管副市长韩建国为指挥长的洞庭新城建设项目指挥部。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年底，公司注册资本 100000 万元，其中市国资公司持有公司 45%股权，为公司第一大股东，岳阳市国资委为公司实际控制人。

2. 公司竞争力

岳阳市共有 8 家大型基础设施建设和实业投资型企业，分布在城市建设投资、产业投资、临港产业新区建设、交通投资、水务投资等，公司是岳阳市重要的投资主体，是洞庭新城项目的唯一投融资建设主体，区域垄断地位突出。

洞庭新城项目规划范围为东临云梦路、西南临洞庭湖、北抵巴陵西路，面积约5400亩，以及洞庭湖大桥东引桥南北两侧面积约500亩，共计规划面积约5900亩，该区域为岳阳市老城区。公司负责规划面积内的基础设施建设、安置房建设和一级土地开发等工作，在该区域具有垄断地位。

3. 政府支持

公司是岳阳市城市建设开发、基础设施建设、环境综合治理的重要主体。根据岳阳市人民政府签发的《关于沿湖风光带三期项目开发建设公司组建及运作方案等问题的会议纪要》（岳府阅【2010】129 号），公司承担洞庭新城的开发职能。岳阳市政府及岳阳楼区政府在各个方面均给予公司较大程度的支持。

跟踪期内，政府对公司的支持方式主要体现在财政补贴及税收优惠方面。

（1）资金补贴

在获得资产注入的同时，鉴于公司的特殊经营职能，政府在资金上也给予公司支持。具体表现在财政补贴方面。

2015 年，岳阳市人民政府对公司给予财政补贴资金共 0.26 亿元，用于补贴公司棚户区改造一期工程项目的资金投入。

（2）资金支持及债务本息偿还

根据《岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司运行机制及工作方案》，政府各类资本投入实行“专户储存、专账核算”，项目建成，全额偿还借款本息。目前，该支持仅有框架性文件，本息偿债安排细则尚待完善。

（3）回购款来源保障

根据《岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司运行机制及工作方案》，洞庭新城范围内实现土地出让收入后，除必须上缴中央、省级部分外，其余部分在 15 个工作日内由市财政全额返还公司作为回款。实际操作中，岳阳市政府回款基本按照上述工作方案执行。

根据《岳阳市人民政府关于同意洞庭新城北棚户区改造一期项目周边部分土地开发、出让计划批复》（岳政函【2014】18 号），岳阳市将按计划出让土地，用于平衡该项目资金缺口；2015 年 1 月，公司通过与恒大地产签订协议，将公司名下位于南津港的土地进行转让，所转让的土地性质为商服、住宅用地，出让面积为 201004.00 平方米，形成土地出让收入 8.08 亿元。

（4）应收款项偿还及土地资产注入

根据 2015 年 12 月 10 日由岳阳市人民政府出具的《关于给予岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司土地资产注入得到批复（岳政函[2015]45 号）》文件，岳阳市政府将位于岳阳市湖滨周边的 1 宗土地（面积为 107.96 万平方米）的土地使用权划转至公司；土地经评估后的价值入账，其中 13.48 亿元用于偿还公司与岳阳市政府部门形成的应收账款及其他应收款，剩余部分作为国有资本增加公司的资本公积；截至报告出具日，上述土地的土地证正在办理过程中。根据岳阳明达土地评估咨询有限公司 2015 年 4 月 13 日出具的评估报告，该宗土地的评估价值为 15.06 亿元，超过偿还应收账款和其他应收款的 1.59 亿元计入“资本公积”。

七、管理分析

跟踪期内，由于政府规划原因，省路桥集团把所持全部公司股权转让给云南建投，股权变更后，市国资公司、区城建公司和云南建投分别持有公司 45%、17%和 38%的股份，公司实际控制人仍为岳阳市国资委，上述股权变动对公司管理体制影响较小。

跟踪期内，公司管理体制、管理制度、控股股东、公司高管人员均未变化。

八、经营分析

1. 经营现概况

2015 年，公司实现营业收入 11.84 亿元，

较上年增长 210.14%；其中工程收入 3.32 亿元，占收入总额的 28.03%；其他业务收入 8.09 亿元，占收入总额的 68.34%，主要为 2015 年新增的土地转让收入。从毛利率来看，2015 年公司工程收入毛利率小幅下降，为 15.00%；土地转让收入毛利率为 18.07%；公司主营业务综合毛利率较 2014 年有所上升，为 19.74%。

表 2　2013~2015 年公司主营业务收入构成情况（单位：万元，%）

项　目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1．主营业务小计	28916.60	99.77	14.73	38091.83	99.81	17.15	37478.70	31.66	23.17
劳务收入	406.13	1.40	52.06	1071.66	2.81	2.10	4305.09	11.49	86.12
工程收入	28510.46	98.37	14.20	37020.16	97.00	17.65	33173.61	88.51	15.00
2.其他业务收入	65.72	0.23	-8.51	74.19	0.19	28.32	80890.96	68.34	18.15
其他收入	65.72	100.00	-8.51	74.19	100.00	28.32	121.96	0.15	71.96
土地转让收入	--	--	--	--	--	--	80769.00	99.85	18.07
总计	**28982.32**	**100.00**	**14.68**	**38166.02**	**100.00**	**17.16**	**118369.65**	**100.00**	**19.74**

资料来源：公司提供

2. 业务运营

工程收入板块

公司工程业务收入主要来自从事市政工程施工的收入，公司根据项目计划安排相应的融资。

表 3　截至 2016 年 9 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	预计总投资金额	项目进展安排	截至 2016 年 9 月底完成投资情况
岳阳市东风湖安置小区建设工程	湖东路与岳城路交汇处（原颜氏燃烧器厂地段）	74375.00	2012.6.11-2017.12.31	42978.00
岳阳市鱼巷子改扩建工程	巴陵广场以南，街河口路以北，洞庭南路以西	23612.50	2012.12.9-2017.12.31	39940.00
岳阳市沿洞庭湖治理一期建设工程	沿洞庭湖东南岸线至南津港北岸区域	25375.00	2013.6.13-2017.12.31	30009.00
合计		**123362.50**		**112927.00**

资料来源：公司提供

2015 年公司工程项目投入资金为 2.82 亿元，实现营业收入 3.32 亿元。公司项目工程合同均规定了总投资与总回款数，公司投入资金先计入存货中核算，在每一个会计年度末按照项目进度确认收入，并确认成本，并将收入与成本之差计入存货工程毛利中。当工程全部完工后，将存货中工程毛利、工程施工和工程结算同时结转。根据公司与岳阳市岳阳楼区政府签订的项目建设合同约定：岳阳市岳阳楼区政府在建设期内，按约定的工程节点进行结算，岳阳市岳阳楼区政府向公司支付相应比例的工程价款，并从结算之日起开始支付工程款。由于不同项目利润率水平不同，因此工程项目毛利存在差异。

现金支付方面，由于付款以新城范围内土地出让为基础，而目前洞庭新城内土地开发尚未完成挂牌出让，公司收到项目回款很少，导致公司现金收入比低。

劳务收入板块

公司劳务收入主要是从事相应地块的拆迁获得的收入。拆迁费用由政府自行承担，但目前由公司垫资，并根据公司拆迁安置、土地平

整实际发生款项的一定比例加成作为公司拆迁劳务报酬费用。公司拆迁项目支出认定为政府借款，放入“其他应收款”科目，2015 年底为 6.67 亿元。公司该板块签订的劳务合同中对于工程进度和验收时点方面没有规定，但市政府已出具岳政函【2014】14 号文件，规定其他应收款于 2015 年前全部支付给公司。根据 2015 年 12 月 10 日由岳阳市人民政府出具的《关于给予岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司土地资产注入得到批复（岳政函[2015]45 号）》文件，岳阳市政府将位于岳阳市湖滨周边的 1 宗土地（面积为 107.96 万平方米）的土地使用权划转至公司；土地经评估后的价值入账，其中 13.48 亿元用于偿还公司与岳阳市政府部门形成的应收账款及其他应收款，剩余部分作为国有资本增加公司的资本公积；截至报告出具日，上述土地正在办理划转手续过程中。根据岳阳明达土地评估咨询有限公司 2015 年 4 月 13 日出具的评估报告，该宗土地的评估价值为 15.06 亿元，超过偿还应收账款和其他应收款的 1.59 亿元计入“资本公积”。

劳务收入板块业务利润为总投资的 15%，公司将利润计入收入中，将相关人员杂费计入成本。由于劳务板块成本核算问题，公司劳务收入板块毛利率波动较大。

表 4　截至 2016 年 9 月底公司劳务收入板块项目情况

（单位：亿元）

地块名称	拆迁工作总投入	应获得劳务报酬金额	签订时间
岳阳市泰格林纸集团股份有限公司地块（南津港）	4.08	0.61	2011.11.15
岳阳市教育建设投资有限公司地块	0.34	0.05	2011.11.17
岳阳市新泰化肥有限公司地块（原氮肥厂）	3.13	0.47	2011.12.14
合计	7.55	1.13	

资料来源：公司提供

土地转让收入板块

根据《岳阳市人民政府关于同意洞庭新城北棚户区改造一期项目周边部分土地开发、出让计划批复》（岳政函【2014】18 号），岳阳市将按计划出让土地，用于平衡洞庭新城北棚户区改造一期项目资金缺口。

2015 年 1 月，公司通过与恒大地产签订协议，将公司名下位于南津港的土地进行转让，所转让的土地性质为商服、住宅用地，出让面积为 201004.00 平方米，形成土地出让收入 8.08 亿元。

表 5　公司 2016~2018 年土地出让计划

（单位：亩、万/亩、亿元）

	2016 年	2017 年	2018 年	合计
购买方	恒大、万达	恒大	绿地、华润	--
转让面积	293.80	280.00	300.00	873.80
转让面积单价	300	300	300	--
转让价格	8.81	8.40	9.00	26.21

资料来源：公司提供

未来三年，公司计划出让土地合计 873.80 亩（公司已与恒大地产签订初步合作框架协议），按照预计出让价格 300 万/亩计算，用于平衡资金的土地有望形成 26.21 亿元收入，上交规费比例约为 5%，其余全部返还公司。整体来看，棚户区改造一期项目具有投资回收能力。同时，联合资信注意到，土地出让价格具有一定不确定性，未来整体可实现出让收入可能低于预估值。

3. 未来发展

作为岳阳市洞庭新城项目的唯一实施主体和岳阳市城市基础设施建设的重要主体，公司在计划未来五年内，将完善洞庭新城项目范围内的基础设施建设、棚户区改造以及相关环境综合治理，同时进一步完善公司治理结构、提高业务水平，以此不断扩大公司规模和效益，进一步加强公司核心竞争力、投融资实力以及资本运作能力，实现产业优化和效益最大化。

截至 2016 年 9 月底，公司主要的在建项目主要为洞庭新城北区棚户区改造一期工程和白水、磨子山片区棚改工程。上述 2 个项目总投资为 47.25 亿元，2016～2017 年公司拟投资金额分别为 9.00 亿元和 10.00 亿元。未来几年，公司对外投资规模较大，将面临较大的资金压力。

表 6　截至 2016 年 9 月底公司已投项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方式	2016 年	2017 年
洞庭新城北区棚户区改造一期	岳阳市吕仙亭路以北，京广铁路以西，洞庭湖以东，街河口路以南	29.20	自筹	7.00	4.00
白水、磨子山片区棚改工程	京广铁路以东，求索西路以南，岳铁南路两侧	18.05	自筹	2.00	6.00
合计		47.25		9.00	10.00

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司 2013~2015 年财务报告由中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计。中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）出具了标准无保留意见的审计结论。跟踪期内，公司报表合并范围无变化。

截至2015年底，公司资产总额为88.82亿元，所有者权益为52.19亿元；2015年公司实现营业收入11.84亿元，利润总额2.37亿元。

1. 盈利能力

2015年公司实现营业收入合计11.84亿元，较 2014 年增长 210.14%，主要系公司 2015 年新增土地转让收入所致。

2015 年公司营业成本合计 9.50 亿元，较 2014 年增长 191.66%，小于营业收入的增速。营业利润率方面，2015 年公司营业利润率为 15.24%，较 2014 年上升 1.15 个百分点。期间费用方面，2015 年公司期间费用为 0.04 亿元，较 2014 年下降 11.63%；同期公司期间费用占营业收入比重大幅下降，为 1.32%，公司期间费用控制能力仍较好。

2015 年公司实现投资收益 0.36 亿元，主要系对金瑞置业的投资收益。营业外收入方面，根据岳政函[2013]107、62、51 号专项补贴文件，2015 年公司补贴收入合计 0.26 亿元，占利润总额的 10.97%，对公司盈利影响较弱。

从主要盈利指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率较上年有所增长，2015年上述两项指标分别为2.24%和3.70%，较2014年分别增长0.78个百分点和1.73个百分点。

整体看，跟踪期内公司营业收入大幅增长，营业利润率水平较为稳定，公司整体综合毛利率有所提升，利润主要来自工程收入和土地转让收入，相对于公司资产规模，公司整体盈利能力仍偏弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，公司的客户单一且为政府，且在政府土地出让之后，才会支付工程回款，政府的土地出让情况决定了公司当年实现现金回流的情况。2015年，公司经营活动现金流入为13.43亿元，主要为销售商品、提供劳务所收到的现金（4.20亿元）和收到其他与经营活动相关的现金（9.23亿元）。收到其他与经营活动相关的现金主要反映为政府财政补贴收入和关联方往来借款，其中，2015年公司与关联方往来借款大幅增长。2015年公司现金收入比为35.50%，较2014年的0.86%大幅增长，但收入质量仍较差。2015年公司经营活动现金流出量为25.40亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金

（6.27亿元）及支付其他与经营活动有关的现金（19.06亿元）为主；其中，支付其他与经营活动有关的现金主要为关联方往来款。2015年，公司经营活动现金流量净额持续为负，为-11.97亿元，公司经营活动产生的现金流量不足，平衡压力较大。

投资活动方面，2015年公司投资活动产生的现金流入较小；投资活动现金流出量为3.08亿元，主要为投资支付的现金，系购买交易性金融资产以及收购参股公司金瑞置业36%的股东权益。公司投资活动现金净流量仍表现为净流出，为-3.08亿元。

筹资活动方面，2015年公司筹资活动产生的现金流入量为26.25亿元，全部为借款所收到的现金。2015年公司筹资活动现金流出为10.46亿元，以偿还债务所支付的现金为主（9.52亿元）。由于经营活动现金流对自身资金需求保障能力弱，公司现金流对筹资活动依赖程度较高，2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额为15.79亿元。

整体看，受收现质量限制，经营活动产生的现金流量不足，无法满足其投资需求，公司现金流主要依靠外部筹资活动支撑。未来随着洞庭新城项目的不断推进，公司资金压力较大。

3. 资产及债务结构

截至 2015 年底，公司资产规模合计 88.82 亿元，较上年底增长 32.31%，主要源于货币资金、应收账款、存货及其他应收款的增加。

从资产构成来看，截至 2015 年底，公司流动资产占 99.32%，较上年底下降 0.44 个百分点；非流动资产占 0.68%。公司资产以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 88.22 亿元，较 2014 年底增长 31.74%，主要来自货币资金、应收账款、存货和其他应收款的增长，结构以存货为主（占 62.97%），其次为其他应收款（占 15.33%）、货币资金（占 9.71%）和应收账款（占比 8.58%）。

截至 2015 年底，公司货币资金合计 8.57 亿元，较 2014 年底增长 67.19%，主要系公司银行借款的增加所致。公司货币资金以银行存款为主，占比 68.49%，其余为定期存款。

截至 2015 年底，公司应收账款为 7.57 亿元，较上年底增长 59.18%，主要为应收岳阳市岳阳楼区征收安置工作局铁西棚户区改造项目指挥部的 3.68 亿元工程款和应收岳阳市土地储备中心、金瑞置业的土地转让款项 3.89 亿元。公司未对应收账款计提坏账准备。根据 2015 年 12 月 10 日由岳阳市人民政府出具的《关于给予岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司土地资产注入得到批复（岳政函[2015]45 号）》文件，岳阳市政府将位于岳阳市湖滨周边的 1 宗土地（面积为 107.96 万平方米）的土地使用权划转至公司；土地经评估后的价值入账，其中 13.48 亿元用于偿还公司与岳阳市政府部门形成的应收账款及其他应收款，剩余部分作为国有资本增加公司的资本公积；截至报告出具日，上述土地正在办理划转手续过程中。根据岳阳明达土地评估咨询有限公司 2015 年 4 月 13 日出具的评估报告，该宗土地的评估价值为 15.06 亿元，超过偿还应收账款和其他应收款的 1.59 亿元计入“资本公积”。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额为 13.53 亿元，较上年底增长 46.14%。从按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款来看，1 年以内的占 16.91%， 1~2 年的占 79.35%，2 年以上的占 3.74%；共计提坏账准备 163.79 万元,。截至 2015 年底，公司不计提坏账准备的其他应收款欠款单位主要为政府部门和关联方，主要为应收岳阳市土地储备中心保证金 6.83 亿元，应收金瑞置业借款 5.33 亿元，应收路桥集团往来款 1.00 亿元。截至 2015 年底公司其他应收款前五名欠款单位金额合计 13.36 亿元，占其他应收款账面余额的 98.78%。公司其他应收款集中度高。

表 7　2014 年底前五名其他应收款情况

（单位：亿元，%）

欠款单位	欠款余额	账龄	占比
岳阳市土地储备中心	6.83	1 年以内	50.50
岳阳金瑞置业有限公司	5.33	1 年以内	39.40
湖南路桥建设集团有限公司	1.00	3 年以上	7.39
岳阳市人民政府机关事务管理中心	0.10	2~3 年	0.74
岳阳市教育建设投资有限公司	0.10	1~2 年	0.74
合计	**13.36**	**--**	**98.78**

数据来源：公司审计报告

截至2015年底，公司存货55.55亿元，同比增长16.15%，主要系工程施工成本和待开发土地增长所致。截至2015年底，公司存货中工程施工8.24亿元，待开发土地43.38亿元，待开发土地的变动主要来自新划入土地和结转土地转让成本的差额。

截至2015年底，公司非流动资产0.60亿元，较2014年底增长266.08%，主要由长期股权投资和固定资产，2015年新增长期股权投资系对金瑞置业的投资。

截至2015年底，公司所有者权益（少数股东权益为0.00）52.19亿元，较2014年底增长7.22%。所有者权益中，实收资本仍为10.00亿元；资本公积为37.12亿元，增长来源于政府划拨土地；盈余公积为0.51亿元、未分配利润为4.56亿元。从权益结构来看，实收资本和资本公积合计占所有者权益的90.28%，所有者权益稳定性较好。

截至2015年底，公司负债合计36.63亿元，较上年底增长98.48%；其中流动负债占15.83%；非流动负债占84.17%。2015年底公司流动负债为5.06亿元，以应交税费（占25.31%）、应付利息（占12.77%）和一年内到期的非流动负债（占53.45%）为主。

截至2015年底，公司一年内到期非流动负债3.10亿元，主要为即将到期的长期借款。

2015年底公司非流动负债为30.83亿元，较上年底增长130.08%，其中长期抵押借款11.07亿元，应付债券19.76亿元为公司发行的“15洞庭新城债”（7年期）和“15洞庭新城PPN”（3年期）各10亿元。

公司负债以有息债务为主，截至2015年底，公司全部债务33.93亿元，其中短期债务3.10亿元，长期债务为30.83亿元，从债务结构来看，公司债务以长期债务为主，2015年由于长期债务大幅增长，占比有所上升。20154年公司长期债务占全部债务的比重为90.86%，较2014年的97.27%大幅上升。

从公司债务负担来看，由于有息债务增长较快，2015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较2014年底均有所上升，分别为41.24%、39.40%和37.14%。

总体看，跟踪期内公司资产规模持续增长，以存货、货币资金、应收账款和其他应收款为主，应收账款和其他应收款对公司资金形成一定占用，整体资产流动性较弱。跟踪期内公司债务规模快速增长，债务负担有所加重。

4.　偿债能力

从短期偿债指标来看，2015年底公司流动比率和速动比率分别为1520.95%和563.17%，较2014年底分别上升196.43个百分点和184.66个百分点。公司经营性净现金流持续为负，2014年经营现金流动负债比为-206.32%。总体看，考虑到公司短期债务规模较小，短期债务偿还能力尚可。

从长期偿债能力来看，2015年公司EBITDA较2014年有所上升，为2.39亿元，公司全部债务/EBITDA2015年为14.22倍。受公司经营模式影响，公司经营性指标对全部债务的保障能力一般；但考虑到岳阳市财政实力不断增强，政府对公司支持力度较大，公司有望获得持续稳定的财力支持和资产注入。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至2016年9月底，公司无对外担保。

截至2016年9月底，公司共获得银行授信额度合计24亿元，尚有3.01亿元授信额度未使用。公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 存续期债券保障能力分析

公司于2015年3月发行企业债“15洞庭新城债”10.00亿元，期限为7年。2015年，公司经营活动现金流入量是“15洞庭新城债”本金的1.34倍；经营活动现金净流量对“15洞庭新城债”本金保障能力弱。2015年，公司EBITDA为“15洞庭新城债”本金的0.24倍。公司经营活动现金流入量对“15洞庭新城债”的保障能力一般。

6. 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：G1043060200135570L），截至 2016 年 12 月 6 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

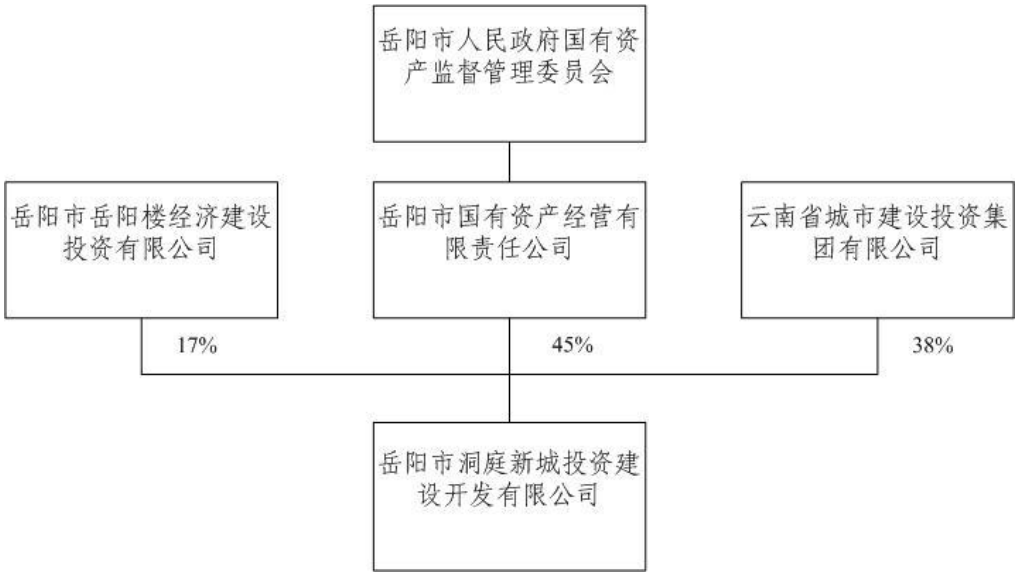
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及岳阳市区域及财力状况、岳阳市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较强。

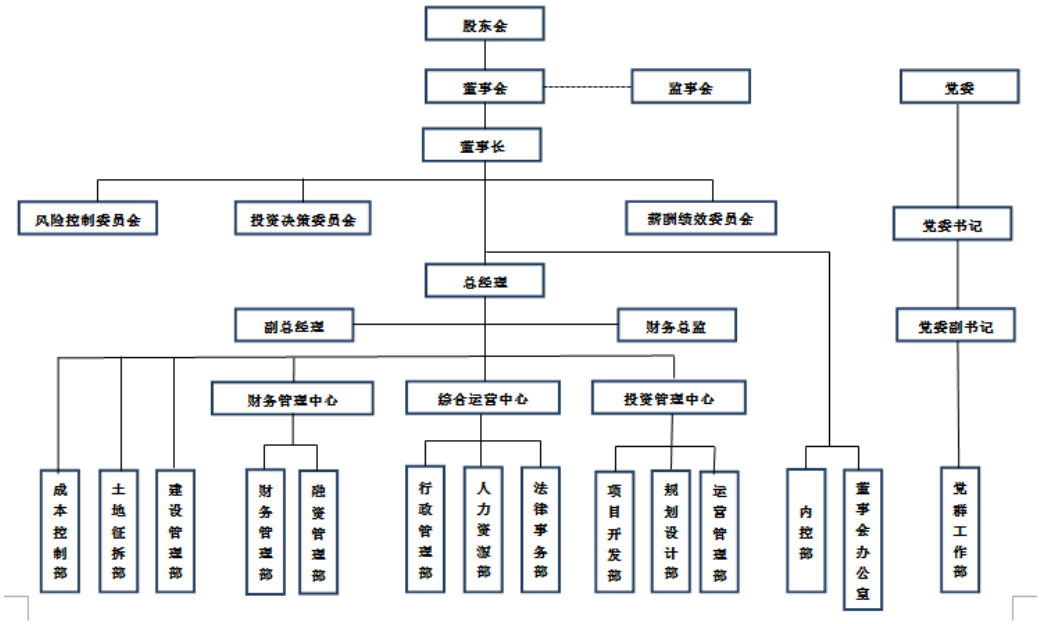
十、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15洞庭新城债”信用等级为AA。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图



岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1.93	5.12	8.57
资产总额(亿元)	56.79	67.13	88.82
所有者权益(亿元)	47.76	48.67	52.19
短期债务(亿元)	3.80	3.80	3.10
长期债务(亿元)	4.80	13.40	30.83
全部债务(亿元)	8.60	17.20	33.93
营业收入(亿元)	2.90	3.82	11.84
利润总额(亿元)	1.17	1.08	2.37
EBITDA(亿元)	1.18	1.09	2.39
经营性净现金流(亿元)	-1.78	-4.39	-11.97
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4.80	1.47	1.92
存货周转次数(次)	0.05	0.07	0.18
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.15
现金收入比(%)	11.95	0.86	35.50
营业利润率(%)	14.13	14.09	15.24
总资本收益率(%)	1.82	1.46	2.24
净资产收益率(%)	2.15	1.97	3.70
长期债务资本化比率(%)	9.13	21.59	37.14
全部债务资本化比率(%)	15.26	26.11	39.40
资产负债率(%)	15.90	27.49	41.24
流动比率(%)	1338.45	1324.52	1520.95
速动比率(%)	210.06	378.51	563.17
经营现金流动负债比(%)	-41.98	-86.91	-206.32
全部债务/EBITDA(倍)	7.26	15.72	14.22

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

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。