

跟踪评级公告

联合[2017] 871 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持石家庄滹沱新区投资开发有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15正定棚改项目债/15正棚改”的信用等级为AA⁺。

特此公告。



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>

2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期 项目收益债券跟踪评级报告

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

债券名称	债券余额	起息日	期限	差额补偿人评级结果	跟踪评级结果	上次评级结果
15 正定棚改项目债/15 正棚改	18 亿元	2015/12/24	10	AA ⁺ _{pi}	AA ⁺	AA ⁺

评级时间：2017年6月14日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	9.74	47.40	25.63
资产总额(亿元)	181.53	218.16	211.26
所有者权益(亿元)	74.65	84.26	90.02
短期债务(亿元)	17.32	13.86	6.26
长期债务(亿元)	67.24	88.27	84.39
全部债务(亿元)	84.56	102.13	90.65
营业收入(亿元)	23.27	25.82	36.73
利润总额(亿元)	3.35	3.68	5.35
EBITDA(亿元)	4.36	4.78	6.36
经营性净现金流(亿元)	-9.67	-31.82	7.51
营业利润率(%)	9.60	10.35	10.12
净资产收益率(%)	4.04	3.87	5.02
资产负债率(%)	58.88	61.37	57.39
全部债务资本化比率(%)	53.11	54.79	50.17
流动比率(%)	237.96	365.96	406.51
经营现金流动负债比(%)	-24.73	-71.42	21.09
全部债务/EBITDA(倍)	19.40	21.38	14.24

分析师

王 康 周海涵

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

跟踪期内，石家庄市正定新区建设发展较快，财政实力不断增强，石家庄滹沱新区投资开发有限公司（以下简称“公司”）作为石家庄市正定新区重要的基础设施建设和安置房建设投融资主体，在资金注入及政府补贴等方面获得石家庄市和正定新区政府的大力支持；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内，公司资产流动性一般；土地类资产价值易受房地产市场波动影响等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

“15 正定棚改项目债/15 正棚改”（以下简称“本期债券”）偿债来源主要为项目收益，不足部分可先由公司其他收益进行补足；同时，本期债券设置了差额补偿机制，差额补偿人为石家庄国控投资集团有限责任公司（以下简称“国控集团”），其有义务按约定的时间对本期债券偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分进行补足，并承担连带责任，国控集团是石家庄市重要的城市投融资建设统一运作主体，跟踪期内发展稳定，差额补偿能力很强。

综合评估，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 正定棚改项目债/15 正棚改”信用等级为**AA⁺**。

优势

1. 跟踪期内，石家庄市正定新区建设不断推进，财力逐步增强，为公司营造了良好的外部发展环境。
2. 公司业务在正定新区具有区域专营优势，获得政府多方面的支持，且公司具有丰富的土地资源。
3. 差额补偿人国控集团经营稳定，差额补偿

能力很强；本期债券设置分期还款安排，有效降低了公司的集中偿付压力。

关注

1. 公司无形资产中土地类资产规模较大，土地变现受市场景气度影响大，资产流动性偏弱。
2. 由于本期募投项目所处正定新区尚处于前期建设阶段，募投项目预期收入规模的实现可能存在不确定性。
3. 在项目建设阶段，募投项目自身不产生收益，利息偿还对财政补贴等外部支持依赖程度较高。

声 明

一、本报告引用的资料主要由石家庄滹沱新区投资开发有限公司（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。

2015年石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期 项目收益债券跟踪评级报告

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关于石家庄滹沱新区投资开发有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于2010年，母公司为石家庄市财贸投资开发有限责任公司（石家庄国控投资集团有限责任公司）的子公司，截至2016年底，公司注册资本50000万元。公司实际控制人为石家庄国控投资集团有限责任公司（以下简称“国控集团”）。

公司经营范围：以自有资金对国家非禁止或非限制的项目进行投资；市政工程施工，土地整理，房屋拆除（以上不含爆破拆除，不含需前置许可项目），物业管理，会议及展览服务。

截至2016年底，公司合并范围内无子公

司存在。公司设置办公室、财务部、融资发展部和人力资源部合计4个职能部门。

截至2016年底，公司资产总额211.26亿元，所有者权益90.02亿元，2016年实现营业收入36.73亿元，实现利润总额5.35亿元。

公司住所：石家庄市正定县诸福屯镇政府院内；法定代表人：赵夕军。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2017年3月底，公司存续期内债券为“15正定棚改项目债/15正棚改”（以下简称“本期债券”），募投项目为石家庄正定新区棚户区改造常山社区一期工程，公司负责募投项目的投资、建设及运营管理。募投项目计划总投资26.48亿元，已投资26.10亿元，已使用募集资金16.52亿元。募投项目已于2013年10月开工，按计划应于2016年10月完工，项目延期系河北省冬季环境整治导致工程停工。2016年募投项目未确认收入。

跟踪期内，公司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2017年3月底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
15正定棚改项目债/ 15正棚改	18	2015/12/24	10	18	每年付息一次，在本期债券存续期的第2至第10个计息年度末分别偿还债券本金的10%、15%、12.5%、7.5%、10%、10%、10%、15%，到期利息随本金一起支付

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但

下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%

以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），

增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区

域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、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政府的高度重视。近些年，全国各地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

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出

处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25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。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府

工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济与地方财力情况

石家庄市

根据《石家庄市2016年国民经济和社会发展统计公报》，据初步核算，2016年石家庄市生产总值完成5857.8亿元，同比增长6.8%；人均生产总值54526元，同比增长5.9%。

从产业结构看，2016年，石家庄市三次产业结构由去年的9.1:45.1:45.8变为8.2:45.0:46.8，其中，第一产业增加值480.9亿元，增长0.9%；第二产业增加值2638.0亿元，增长4.4%；第三产业增加值2738.9亿元，增长10.3%。

从区域投资情况看，2016年，石家庄市全社会固定资产投资完成5957.6亿元，同比增长4.0%，其中，固定资产投资（不含农户）5916.0亿元，同比增长5.4%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资275.6亿元，同比增长61.6%；第二产业投资2664.5亿元，同比增长6.4%；第三产业投资2975.9亿元，同比下降1.3%。

从人口、人民生活方面看，2016年末，石

家庄常住人口 1078.46 万人，同比增长 8.3 万人，自然增长率 6.32%，常住人口城镇化率 59.96%。2016 年，全年居民人均可支配收入 22652 元，同比增长 9.1%。

从财政收入看，2016 年石家庄市全年全部财政收入完成 847.4 亿元，同比增长 9.1%。其中，一般公共预算收入 410.7 亿元，同比增长 9.5%。

总体看，跟踪期内，石家庄市区域经济保持稳定增长，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

石家庄市正定新区

2016 年，正定新区公共财政预算收入 5.05 亿元，同比增长 39.89%，其中税收收入 2.55 亿元，受营改增的影响同比减少 5.46%，非税收入 2.50 亿元，同比增长 272.43%，主要系新区陆续有居民入住产生的行政事业性收费收入和政府住房基金收入。2016 年，正定新区国有土地使用权出让收入 28.22 亿元，同比增长 67.81%。

总体看，正定新区处于成立初期，财政收入总量较小，主要以国有土地出让权收入为主。随着正定新区基础设施的快速发展以及居民、企业的不断进驻，当地政府财政收入有望快速增长。

六、基础素质分析

1. 股权概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生重大变化，仍为国控集团。截至 2016 年底，公司注册资本 5.00 亿元，实收资本 5.00 亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高层管理人员、员工情况方面未发生重大变化。

截至 2016 年底，公司共有 51 人，其中 45 岁以上的 3 人，30-45 岁的 14 人，30 岁以下的 34 人。

3. 政府支持

公司作为石家庄市正定新区基础设施建设和安置房建设的重要投融资主体，在正定新区起步区建设中地位显著，不断获得政府多方面的支持。

2016 年，公司在资金注入、财政补助等方面获得了石家庄市及正定新区政府的大力支持。

2016 年，石家庄正定新区财政局共计向公司注入资金 1.24 亿元，计入资本公积；石家庄市财政局向公司转拨来自中央基建投资预算拨款共计 0.16 亿元，用于建设正定新区内的水务设施。

2016 年，石家庄正定新区财政局，向公司拨付财政补助 2.00 亿元，计入营业外收入。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码证为：G10130123015119206），截至 2017 年 3 月 3 日，滹沱公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷信息记录中有一笔欠息记录，系还本付息过程中操作失误造成。公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构以及管理制度等方面未发生重大变化。

八、经营分析

公司的业务经营主要分为两个板块：第一板块是正定新区范围内的基础设施建设、土地拆迁、平整等。公司与石家庄正定新区财政局签订了《石家庄正定新区起步区工程建设项目框架协议》，协议约定公司作为石家庄正定新区主要的建设融资主体，具体负责项目的投融资、建设开发、土地整理的运营，拆迁、开发建设前期阶段资金由滹沱公司自筹。在正定新

区起步区工程建设项目全部完成之前，正定新区财政局每年对起步区工程建设投资成本经过评审后，加成12%固定收益整体确认为“正定新区起步区工程建设收入”、同时结转成本和毛利。正定新区财政局根据资金情况每年和滹沱公司结算并拨付工程款，完工后五年内支付全额工程款。

会计处理方面，公司正定新区起步区项目开发建设投资成本计入“存货-正定新区起步区项目-累计已发生成本”，固定收益计入“存货-正定新区起步区项目-累计已发生毛利”；公司每年经评审后从中确认部分收入；政府每年结算并拨付工程款后对累计成本和毛利进行冲减，余额为“建造合同形成的已完工未结算资产”。“建造合同形成的已完工未结算资产”中包括部分未确认收入的项目成本、利润以及部分已确认收入但未收到回款的成本、利润。

2016年，公司正定新区起步区工程建设收入（营业收入）36.73亿元，毛利率10.15%，较上年的毛利率10.71%下降0.56个百分点，主要系营改增影响当年毛利扣除增值税；当年公司共计政府结算拨付的工程款14.85亿元，回款质量一般。截止2016年底，公司正定新区起步区项目累计已发生成本和毛利合计158.19亿元，累计已收到回款101.28亿元，建造合同形成的已完工未结算资产期末共计56.91亿元。

第二板块是公司自营项目建设，正定新区财政局不对其进行结算回购。

1) 包括本期债券募投项目在内的安置房项目，相关投入计入存货-开发成本。2016年底公司安置房项目总投资合计58.38亿元，完成投资42.71亿元。截至2017年3月底，由于河北省冬季环境整治导致工程停工，公司安置房项目暂未实现收入，后期将通过住宅销售、商业配套销售、商业配套出租、停车位销售收入、财政补贴、停车位出租的方式实现回款。

2) 正定新区青少年宫、石家庄市图书馆和石家庄市规划馆项目，计入存货-开发项目。以上三个项目总投资合计14.20亿元，2016年底

完成投资3.27亿元，项目尚处于建设期，待投资总额较大。以上项目未产生收入，盈利模式待确定。

3) 市商务中心项目，项目投入计入在建工程，项目预计投资总额12.43亿元，2016年底完成投资9.53亿元。截至2017年3月底，项目尚处于建设期，未产生收入，后续计划通过向石家庄市各政府部门及事业单位出租、出售等方式实现资金回流，目前具体方案尚未确定。

未来发展方面，公司是正定新区基础设施建设和安置房建设的重要投融资主体，在正定新区起步区建设中地位显著。正定新区建设尚处于初期阶段，固定资产投资总额较大，公司待投资总额预计将不断扩大。

总体看，跟踪期内，公司基础设施建设规模大，毛利率稳定，正定新区起步区项目待回款总量较大；公司自营业务待投资规模较大，尚未产生收入，具体经营模式尚不明确。

九、财务分析

公司提供了2016年度合并财务报告，利安达会计师事务所（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结论。跟踪期内，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

截至2016年底，公司资产总额211.26亿元，所有者权益90.02亿元，2016年实现营业收入36.73亿元，实现利润总额5.35亿元。

1. 资产质量

2016年底，公司资产总额合计211.26亿元，同比减少3.16%，主要系货币资金、预付账款的减少。2016年底，公司资产负债率68.55%，较去年下降6.19个百分点，公司资产结构仍以流动资产为主。

2016年底，公司流动资产合计144.82亿元，同比减少11.18%，主要系货币资金、预付账款的减少。2016年底公司流动资产中货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款以及存

货的占比分别为 17.70%、4.45%、0.06%、6.75% 和 71.04%。

2016 年底,公司货币资金合计 25.63 亿元,同比减少 45.93%,内容主要由银行存款 25.30 亿元(占比 98.67%)及受限制的贷款保证金 0.33 亿元组成。

2016 年底,公司应收账款合计 6.45 亿元,同比减少 0.10%,全部为应收石家庄正定新区财政局的工程结算款,账龄在 1 年以内,未计提坏账准备。

2016 年底,公司预付款项由去年底的 25.90 亿元下降 99.65%。公司将正定想去起步区工程以及安置房等自营项目委托给其他建筑公司实施建造,相关投入计入预付款项,2016 年内随着相关工程陆续达到工程结算条件,公司预付账款结转至存货及在建工程。

2016 年底,公司其他应收款合计 9.77 亿元,同比增长 153.02%,主要内容为应收政府机关及公司关联方的款项,均未计提坏账准备,2016 年底公司其他应收款前五名占当期总额的 99.91%。

表2 2016年底公司其他应收款前五名情况

(单位:亿元、%)

单位名称	额度	占比	性质
石家庄正定新区管委会	5.27	53.94	往来款
石家庄正源房地产开发有限公司	1.81	18.51	往来款
石家庄国控投资集团有限责任公司	1.03	10.58	往来款
石家庄市财贸投资开发有限责任公司	1.30	13.30	往来款
石家庄正定新区投资建设开发有限责任公司	0.35	3.58	往来款
总计	9.76	99.91	—

资料来源:审计报告

2016 年底,公司存货合计 102.89 亿元,同比增长 23.44 亿元,随着区域基础设施建设的逐步推进和完善,公司工程量不断增多;存货主要为“建造合同形成的已完工未结算资产”、“开发成本”以及“开发项目”三项。2016 年底,公司“建造合同形成的已完工未结算资产”主要为石家庄正定新区起步区工程,公司基础设施建设业务投入计入该科目,2016

年底合计 56.91 亿元,同比增长 1.01 亿元;“开发成本”主要为正阳小区和募投项目常山社区两个安置房建设项目,2016 年底合计 42.71 亿元,同比增长 19.16 亿元;“开发项目”为当年新增的未确认收入的基础设施建设项目,包括正定新区青少年宫工程项目、石家庄市图书馆建设项目以及石家庄市规划馆项目,2016 年底合计 3.27 亿元。

2016 年底,公司非流动资产合计 66.44 亿元,同比增长 20.58%,主要系新增可供出售金融资产 11.00 亿元,可供出售金融资产、在建工程以及无形资产的占比分别为 16.56%、14.34% 和 69.09%。

2016 年公司新增可供出售金融资产 11.00 亿元,系公司对石家庄正定新区光大兴鸿建设发展基金合伙企业(有限合伙)的投资。石家庄正定新区光大兴鸿建设发展基金合伙企业(有限合伙)是由石家庄滹沱新区投资开发有限公司出资 11 亿元,光大银行给予 46 亿元理财风险限额,共同出资 57 亿元成立的“正定新区建设基金”,该基金用于投资正定新区范围内基础设施建设项目。

2016 年底,公司在建工程合计 9.53 亿元,同比增长 16.39%,全部为市商务中心项目,公司对该项目的未来经营模式尚未明确。

2016 年底,公司无形资产合计 45.90 亿元,全部为公司名下的土地使用权;同比减少 2.15%,系当期摊销所致。

2016 年底,公司资产抵押情况为货币资金中存在 0.33 亿元质押保证金,在建工程中存在 1.52 亿元土地使用权抵押,公司受限资产占比很小。

总体看,跟踪期内,公司资产中基础设施建设项目及土地类资产占比较大,资产流动性较弱;土地类资产价值易受房地产市场波动的影响,公司整体资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

2016年底，公司所有者权益合计90.02亿元，同比增长6.83%，主要系未分配利润的增长，实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为5.55%、75.48%和17.07%。

2016年底，公司资本公积67.95亿元，同比增长1.86%，当期增长1.24亿元，系石家庄正定新区财政局及石家庄正定新区管委会向公司拨付的资本金。整体看，公司未分配利润占比高，所有者权益稳定性一般。

负债

随着公司债务陆续到期偿付，公司负债规模有所减少，2016年底合计121.24亿元，同比减少9.45%，其中非流动负债合计85.61亿元，占比70.61%，较去年底增长3.89个百分点，公司整体负债结构以非流动负债为主。

2016年底，公司流动负债合计35.63亿元，同比减少20.04%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。

2016年底公司其他应付款合计25.42亿元，同比减少5.63%；公司其他应付款前五名合计25.23亿元，主要为往来款。

表3 2016年底公司其他应付款前五名情况
(单位：亿元)

公司名称	余额	账龄
石家庄市保障性安居工程投资管理有限公司	21.76	1年以内、1-2年
石家庄市金昆仑房地产开发有限公司	1.67	1年以内、1-2年
石家庄正定新区三里屯街道办事处	1.20	3年以上
石家庄浩运建设投资有限公司	0.46	1年以内、1-2年
石家庄正定新区褚福屯街道办事处	0.14	3年以上
合计	25.23	--

资料来源：审计报告

2016年底，公司一年内到期的非流动负债6.26亿元，较2015年底减少7.60亿元，全部为金融机构借款。

2016年底，公司非流动负债合计85.61亿元，同比减少4.17%，长期借款、应付债券以

及专项应付款占比分别为77.70%、20.87%和1.43%。

2016年底，公司长期借款合计66.52亿元，同比减少5.54%，主要为对各金融机构的质押借款38.12亿元、保证借款5.00亿元和信用借款23.40亿元；其中质押借款的质押物来自于政府配备相应土地的出让收入，公司不享受相应土地的收益权及处置权。用于抵押的土地为正定新区国用（2014）第4、第9以及第12~17号土地，账面价值6.94亿元；此外，根据《石家庄正定新区管委会支持石家庄滹沱新区投资开发有限公司融资贷款的决定》（石新管[2010]68号）文件，为保证公司为新区建设融资贷款工作的顺利进行，将根据贷款需要配备相应价值土地使用权证过户至公司专项用于融资贷款之抵押物，但公司不享有该土地使用权的收益权及处置权，待完成新区建设工作并归还新区建设所用贷款后，该土地使用权证根据新区建设需要另行处理，此类用于公司抵押借款但未入公司账的土地共17块。

2016年底，公司应付债券合计17.86亿元，全部为本期债券“15正定棚改项目债/15正棚改”。

2016年底，公司专项应付款合计1.23亿元，全部为上级政府向公司拨付的市政基础设施建设拨款。

从债务结构看，2016年底，公司全部债务合计90.65亿元，同比减少11.25%；短期债务合计6.26亿元，同比减少54.83%；长期债务合计84.39亿元，同比减少4.40%，长期债务占比由2015年底的86.43%上升至93.09%。

从债务指标看，2016年底，随着公司债务陆续到期偿付以及所有者权益的增长，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为48.38%、50.17%和57.39%，较2015年底分别下降2.78、4.62和3.99个百分点。

整体看，跟踪期内，公司负债规模有所减少，负债结构仍以长期债务为主，债务负担有所减轻。

2. 盈利能力

2016年，公司营业收入合计36.73亿元，同比增长42.26%，全部由正定新区起步区工程代建项目收入构成。同期，公司期间费用合计0.81亿元，同比减少19.25%，主要系公司有息债务减少。2016年，公司期间费用率2.20%，较去年下降1.67个百分点，跟踪期内公司期间费用得到有效控制。

2016年，公司营业外收入2.00亿元，根据《关于对石家庄市滹沱新区投资开发有限公司予以财政补贴的决定》，石家庄正定新区财政局于2016年内拨付公司财政补贴2.00亿元。2016年，公司利润总额5.35亿元。政府补贴是公司利润的重要补充。

从盈利指标看，2016年，公司营业利润率为10.12%，较去年下降2.3个百分点，主要系公司当期毛利率略有下降；2016年公司总资本收益率及净资产收益率分别为2.50%和5.02%，较去年分别上升0.70和1.15个百分点。

整体看，跟踪期内，公司营业收入快速增长，政府补贴收入是公司利润总额的重要补充，公司盈利能力一般。

3. 现金流

从经营活动看，2016年，公司经营活动现金流入合计42.52亿元，同比增长145.32%，其中销售商品、提供劳务收到的现金14.85亿元，主要为正定新区起步区项目的回款，同比增长22.87%；收到其他与经营活动有关的现金合计27.67亿元，同比增长22.43亿元，其中20.00亿元为公司收到正定新区财政局退回的2015年度公司预付土地款。2016年，公司经营活动现金流出合计35.01亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金28.07亿元，主要为当年支付以及预付的工程支付款项；支付其他与经营活动有关的现金6.88亿元，主要为公司与正定新区财政局等单位的往来款项。2016年，公司经营活动现金流净额为7.51亿元，由去年的-31.82亿元大额净流出转为净流入。

从投资活动看，2016年，公司投资活动现金流入总额较小，合计0.83亿元，主要为当期收回的理财产品等；较2015年大幅下降系公司将正定新区财政局划至公司名下的综合管沟项目出售收到的现金35.05亿元。2016年公司投资活动现金流出12.67亿元，主要为投资光大兴鸿建设发展基金的11.00亿元以及构建固定资产、无形资产支付的现金1.28亿元。2016年公司投资活动现金流量净额为-11.84亿元，较2015年大幅下降50.24亿元。

2016年，公司筹资活动前净现金合计-4.32亿元，较2015年的-6.58亿元有所增加。公司仍存在一定的对外融资压力。

从筹资活动看，2016年公司筹资活动现金流入6.63亿元，同比减少58.54亿元，主要借款取得的资金；筹资活动现金流出24.15亿元，同比减少29.69%，主要为偿还债务支付的现金17.46亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金6.69亿元。2016年公司筹资活动现金流净额为-17.53亿元，较2015年的30.82亿元减少48.35亿元，系公司当年融资规模大幅减少。

总体来看，跟踪期内，公司作为石家庄市正定新区重要的建设及投融资主体，项目资金收支规模较大，仍存在一定的融资压力。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2016年底，公司流动比率为406.51%，较2015年底上升40.55个百分点；扣除存货增长的影响，公司速动比率为117.71%，较2015年底下降69.95个百分点，系公司货币资金和预付账款快速减少所致；公司2016年经营活动现金流量净额由2015年的-31.82亿元升至7.51亿元，对流动负债的覆盖倍数由负上升至21.09%，覆盖能力一般。总体看，跟踪期内，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2016年，公司全部债务/EBITDA由去年的21.38倍下降至14.24倍，EBITDA对全部债务的保护能力有所提升；同时，考虑到公司的偿债资金将主要来自政府拨

付的代建项目收入款，公司债务偿还能力得到一定程度的增强。

截至2016年底，公司共获得各商业银行累计授信总额94.40亿元，已全部使用，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2016年底，公司对外担保合计32.10亿元，全部为对石家庄浩运建设投资有限公司的担保，担保比率为35.66%。石家庄浩运建设投资有限公司负责正定新区内的部分土地整理及房屋建设业务，股东为正定新区建设与房产中心。总体看，公司或有负债风险尚可。

十、存续期内债券偿债能力

1. 募投项目收益偿债能力分析

本期债券还本付息的首要资金来源主要为募投项目自身产生的运营收入，包括：住宅、配套商业、停车位等的销售和出租收入以及财政补贴。项目产生的运营收入将全部划入项目收入归集专户，截至2017年3月底，募投项目尚未产生收益。募投项目收益中售房部分易受房地产行业整体波动影响；商业部分易受区域内商业入驻情况的影响，募投项目收入实现具有一定的不确定性，联合资信将持续关注募投项目收益情况。

2. 项目实施主体偿债能力分析

公司是本期债券募投项目实施主体，是保证债券还本付息的第一责任人。如果偿债资金专户余额不足以支付本期债券当期本息时，公司应用自身其他资金或收益不足偿债资金专户余额与当年应付本息的差额部分。

公司存续期内债券共计18.00亿元，2017年待偿还本金1.80亿元，2016年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为待偿还债券本金的23.62倍和4.17倍；2016年底公司EBITDA为2017年待偿还债券本金1.80亿元的3.53倍，为本期债券余额18.00亿元的0.35倍。公司经营性现金流以及EBITDA对本期债券2017年待偿还本金及债券余额的

覆盖能力较好。

3. 差额补偿人偿债能力分析

当募投项目产生收益及公司其他经营收益仍未补足本期债券当期本息时，则启动差额补足机制。

为了保证按时偿还本期债券到期本金和利息，差额补偿人国控集团同意为本期债券到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任，差额补偿人对本期债券承担连带偿还责任。

国控集团由石家庄市财政局出资，截至2016年底注册资本合计63.75亿元人民币，唯一股东及实际控制人为石家庄市财政局。国控集团是石家庄市政府性投资项目的投融资统一主体，2016年，石家庄区域经济保持稳定增长，财政实力不断增强，为国控集团的发展提供了良好的外部环境，国控集团也受到石家庄市政府在资产注入、财政补贴等方面的大力支持。

经营方面，2016年，国控集团营业收入58.75亿元，同比增长28.86%，当期毛利率-2.99%，较2015年-6.23%有所回升，国控集团主营业务中公益性及准公益性业务占比大，盈利能力弱。2016年国控集团营业收入包括代建项目收入、运输业务收入、水务业务收入以及以房屋租赁、工程安装、售卖房屋、供热等为主的其他业务收入。

财务方面，公司2016年财务报表经由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计并出具了标准无保留审计意见。2016年，国控集团合并范围未发生重大变化。2016年底，国控集团资产总额1687.36亿元，所有者权益613.50亿元；2016年国控集团实现营业收入58.75亿元，利润总额5.66亿元。

2016年国控集团资产流动性有所减弱，整体资产质量一般；所有者权益构成上以资本公积为主，结构稳定性好；债务方面，国控集团建设项目投入规模大，对外部融资有较大依赖性，债务负担一般。

盈利能力方面，2016年，国控集团营业收

入较去年快速增长、期间费用得到有效控制，盈利能力仍较弱，利润仍对政府补助有较强的依赖性。

现金流方面，2016年，国控集团收入实现质量有所下降，筹资活动前净现金流缺口进一步扩大至，筹资活动现金流呈现大规模净流入，国控集团作为石家庄市政府主要的建设及投融资主体，需要大量资金进行项目建设投资，存在较大资金压力。

偿债能力方面，国控集团现金类资产充裕，短期偿债能力一般；长期偿债指标较差，长期偿债能力一般。

2016年底，国控集团对外担保合计69.35亿元，担保比率为11.30%。被担保单位集中在国有企业和事业单位，公司或有负债风险较低。根据公开市场公布的信息，截至2017年4月底，未发现国控集团存在不良信贷信息。

经联合资信综合评定，国控集团有限责任公司主体长期信用等级为AA⁺_{pi}，评级展望为稳定。

2016年，国控集团营业收入58.75亿元，是本期债券18亿元的3.26倍，经营活动现金流入量以及净流量分别为286.17亿元和52.80亿元，分别是本期债券本金18亿元的15.90倍和2.93倍；近三年，国控集团经营活动现金流对本期债券保障能力较好。整体看，国控集团营业收入和经营活动现金流对本期债券覆盖能力较强，同时本期债券设置了分期偿还本金的条款，缓解了集中偿付本金的压力。

总体看，本期债券设置了差额补偿机制，差额补偿人对本期债券的偿还承担连带责任，以上增信措施有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

十一、结论

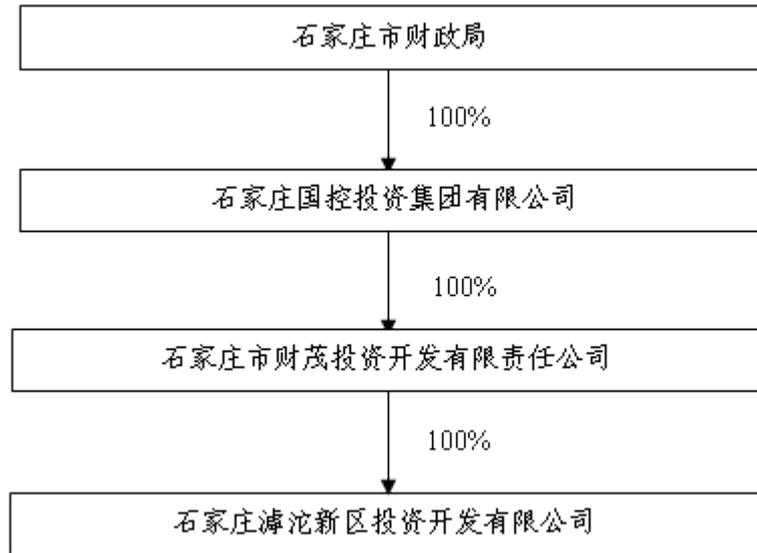
石家庄市正定新区作为石家庄市重点发展的新兴区域，是石家庄省会城市的重要组成部分，拟成为市级行政、文化中心和现代服务

业基地和科教创新区。跟踪期内，正定新区建设发展较快，财政实力不断增强，为公司发展和募投项目的开发建设提供了良好的外部环境。公司作为石家庄市正定新区基础设施建设和安置房建设的重要投融资主体，在正定新区起步区建设中地位显著，跟踪期内陆续确认大额基础设施建设收入，同时获得了政府在资金注入、财政补助等方面的支持。

本期债券差额补偿人经营稳定，差额补偿能力很强。

综合考虑，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15正定棚改项目债/15正棚改”的信用等级为AA⁺。

附件 1 滹沱公司股权结构图



附件 2 滹沱公司主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.74	47.40	25.63
资产总额(亿元)	181.53	218.16	211.26
所有者权益(亿元)	74.65	84.26	90.02
短期债务(亿元)	17.32	13.86	6.26
长期债务(亿元)	67.24	88.27	84.39
全部债务(亿元)	84.56	102.13	90.65
营业收入(亿元)	23.27	25.82	36.73
利润总额(亿元)	3.35	3.68	5.35
EBITDA(亿元)	4.36	4.78	6.36
经营性净现金流(亿元)	-9.67	-31.82	7.51
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.32	4.34	5.70
存货周转次数(次)	0.47	0.33	0.36
总资产周转次数(次)	0.15	0.13	0.17
现金收入比(%)	95.75	46.81	40.43
营业利润率(%)	9.60	10.35	10.12
总资本收益率(%)	1.89	1.80	2.50
净资产收益率(%)	4.04	3.87	5.02
长期债务资本化比率(%)	47.39	51.16	48.38
全部债务资本化比率(%)	53.11	54.79	50.17
资产负债率(%)	58.88	61.37	57.39
流动比率(%)	237.96	365.96	406.51
速动比率(%)	85.79	187.66	117.71
经营现金流流动负债比(%)	-24.73	-71.42	21.09
全部债务/EBITDA(倍)	19.40	21.38	14.24

附件 3 国控集团主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	216.18	228.25	189.14
资产总额(亿元)	1443.55	1548.77	1687.36
所有者权益(亿元)	546.78	565.84	613.50
短期债务(亿元)	110.85	86.51	86.69
长期债务(亿元)	557.79	642.59	654.76
全部债务(亿元)	668.64	729.10	741.45
营业收入(亿元)	42.34	45.60	58.75
利润总额(亿元)	5.63	6.38	5.66
EBITDA(亿元)	11.57	26.20	28.19
经营性净现金流(亿元)	-157.62	-33.74	52.80
销售债权周转次数(次)	0.70	0.74	1.02
存货周转次数(次)	0.28	0.29	0.31
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.04
现金收入比(%)	103.38	73.92	69.70
营业利润率(%)	-1.43	-7.80	-3.82
总资本收益率(%)	0.42	1.84	1.35
净资产收益率(%)	0.93	0.91	0.74
长期债务资本化比率(%)	50.50	53.18	51.63
全部债务资本化比率(%)	55.01	56.30	54.72
资产负债率(%)	62.12	63.47	63.64
流动比率(%)	367.48	405.96	295.07
速动比率(%)	303.18	316.31	216.56
经营现金流动负债比(%)	-66.59	-16.58	20.21
全部债务/EBITDA(倍)	57.77	27.83	26.30

附件 4 主要财务指标的计算公式（新准则）

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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 5-1 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 5-2 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 5-3 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 6-1 主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAApi、AApi、Api、BBBpi、BBpi、Bpi、CCCpi、CCpi、Cpi。除AAApi级，CCCpi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：

级别设置	含义
AAApi	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
AApi	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
Api	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
BBBpi	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
BBpi	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
Bpi	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
CCCpi	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
CCpi	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
Cpi	不能偿还债务

附件 6-2 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