

信用等级公告

联合[2018] 1129 号

联合资信评估有限公司通过对泰州凤城河建设发展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，确定将泰州凤城河建设发展有限公司主体长期信用等级由 AA 上调为 AA⁺，“18 凤城河 MTN001”、“17 凤城河债 01/17 凤建 01”的信用等级由 AA 上调为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。



泰州凤城河建设发展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
18 凤城河 MTN001	5.00 亿元	2021/2/9	AA ⁺	AA
17 凤城河债 01/17 凤建 01	5.00 亿元	2024/12/29	AA ⁺	AA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2018 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.44	14.90	18.42	24.27
资产总额(亿元)	128.06	142.83	230.55	247.31
所有者权益(亿元)	71.60	74.92	110.32	110.26
短期债务(亿元)	17.71	23.01	11.00	29.38
长期债务(亿元)	33.30	39.84	76.51	84.19
全部债务(亿元)	51.01	62.85	87.51	113.57
营业收入(亿元)	9.26	9.31	10.63	0.11
利润总额(亿元)	3.28	3.28	6.08	-0.06
EBITDA(亿元)	3.29	3.39	6.12	--
经营性净现金流(亿元)	0.04	1.12	-15.44	12.16
营业利润率(%)	10.91	11.52	34.25	53.77
净资产收益率(%)	4.30	4.17	4.78	--
资产负债率(%)	44.09	47.55	52.15	55.41
全部债务资本化比率(%)	41.60	45.62	44.23	50.74
流动比率(%)	388.70	491.58	469.77	387.21
经营现金流动负债比(%)	0.18	4.03	-45.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.53	18.56	14.31	--

注: 2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

分析师

张婷婷 朱煜

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, 泰州市区域经济快速发展, 泰州凤城河建设发展有限公司(以下简称“公司”)作为泰州市旅游基础设施建设主体, 在资产注入、财政补贴和专项款方面获得有力的外部支持; 公司营业收入和利润水平不断增长, 资产规模快速提升。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 公司利润总额对政府补贴依赖性强、有息债务规模快速增加、资产流动性弱等因素给公司信用水平带来的不利影响。目前, 公司承建的泰州市级重点项目已开工建设, 随着未来公司业务范围的拓展, 公司经营性收入有望增长。

“17 凤城河债 01/17 凤建 01”设置了分期偿还本金安排, 将在一定程度上降低该债券本息的集中偿付压力。

综合评估, 联合资信确定将公司的主体长期信用等级由 AA 上调为 AA⁺, “18 凤城河 MTN001”和“17 凤城河债 01/17 凤建 01”的信用等级由 AA 上调为 AA⁺, 评级展望为稳定。

优势

- 2017 年泰州市经济增速居江苏省首位, 为公司发展提供了良好的外部环境。
- 跟踪期内, 公司在资本注入、财政补贴及专项款方面得到了有力的外部支持。
- 跟踪期内, 公司营业收入和利润水平不断增长; 资产规模快速提升。
- 公司成为泰州市文化旅游基础设施建设的重要主体; 公司的业务范围由凤城河景区扩大到泰州市, 并参与泰州市重大项目建设。

关注

- 公司存货占流动资产比重高, 应收类账款增长较快, 对公司形成一定的资金占用, 资产流动性弱。
- 跟踪期内, 公司有息债务规模快速增长, 债务负担有所加重。

声 明

一、本报告引用的资料主要由泰州凤城河建设发展有限公司（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。

泰州凤城河建设发展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”）关于泰州凤城河建设发展有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东由泰州市凤城河风景区管理委员会（以下简称“凤城河管委会”）变更为泰州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泰州市国资委”）：2017年9月，泰州市人民政府同意公司股东变更为泰州市国资委。2018年2月23日，泰州市国资委同意将公司注册资本金增至57.88亿元；2018年5月14日，泰州市国资委委托泰州市财政局对公司以货币形式增资10.00亿元；2018年5月25日，公司股东决定于2018年底前以货币形式完成剩余增资。截至2018年5月28日，公司注册资本57.88亿元，实收资本为37.88亿元。

跟踪期内，公司经营范围发生变化，不再从事房地产开发业务，变更后公司的经营范围为：资产经营运作、建设工程管理服务、旅游项目经营管理服务、物业管理、房地产中介服务（不含评估）。（依法经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2018年3月底，公司内设行政办公室、投资发展部、财务部、规划建设部和企划部等8个职能部门；公司合并范围内有子公司6家。

截至2017年底，公司（合并）资产总额230.55亿元，所有者权益110.32亿元（其中少数股东权益0.03亿元）；2017年公司实现营业收入10.63亿元，利润总额6.08亿元。

2018年3月底，公司（合并）资产总额247.31亿元，所有者权益110.26亿元（其中少

数股东权益0.03亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入0.11亿元，利润总额-0.06亿元。

公司注册地址：泰州市东南园10号，法定代表人：马文宁。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年5月底，联合资信所评“18凤城河MTN001”、“17凤城河债01/17凤建01”尚需偿还债券余额10.00亿元。

截至2018年5月底，“18凤城河MTN001”募集资金已使用5.00亿元，全部用于偿还金融机构借款；“17凤城河债01/17凤建01”募集资金已使用5.00亿元，用于古城河生态修复及旅游提升工程及补充运营资金。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 凤 城 河 MTN001	5.00	5.00	2018/2/9	3 年
17 凤城河债 01/17 凤建 01	5.00	5.00	2017/12/29	7 年
合计	10.00	10.00		

资料来源：联合资信整理

截至2018年5月底，“17凤城河债01/17凤建01”募投项目累计完成投资5.39亿元，占项目总投资的29.54%。目前项目主体工程有序开展，项目完工进度占整体完工量的30%。

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，但在其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以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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。特别是随着《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

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）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性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 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
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品

2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	(1) 项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目,如土地储备、政府收费公路等,在发行上需严格对应项目,偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入,不得通过其他项目对应的收益偿还。(2) 项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排,包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。(3) 项目收益专项债严格对应项目发行,还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观,严控地方政府债务增量,终身问责,倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为,严格规范金融市场交易行为,规范金融综合经营和产融结合,加强互联网金融监管,强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目,实施负面清单管理,各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目库清理工作逾期未完成整改或整改不到位的,将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革,开好规范举债的“前门”,建立地方政府债务应急处置机制
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2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面,包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作(PPP)示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息,实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况,强化风险预警与早期防控。

资料来源:联合资信综合整理

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2017年底,中国城镇化率为58.52%,较2016年提高1.17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。2018年3月5日,中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署,中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间。

综上,在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下,随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来,城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体,其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

公司是泰州市从事旅游市政基础设施建设的重要主体,泰州市的经济水平对公司发展影响较大。

跟踪期内,泰州市经济快速发展,产业结构不断优化。未来泰州市城市综合实力将有望增强,发展前景良好。

根据《2017年泰州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示,泰州市全年实现地区生产总值为4744.53亿元,同比增长8.2%,增速居全省首位。2017年,泰州市第一产业增加值264.08亿元,增长2.8%;第二产业增加值2238.13亿元,增长7.3%;第三产业增加值2242.32亿元,增长10.0%。2017年,泰州市三

次产业结构调整为5.6:47.1:47.3。按常住人口计算，2017年，泰州市人均地区生产总值为102058元，增长8.1%。2017年，泰州市三大战略性新兴产业产值增长16.1%，其中生物制药及高性能医疗器械产值增长18.4%，高端船舶及海工装备产值增长3.9%，新能源和节能环保产值增长25.5%。

2017年，泰州市规模以上工业增加值增长9.3%，规模以上工业总产值增长17.9%。分轻重工业看，轻工业产值增长19.1%，重工业产值增长17.5%。2017年，泰州市完成固定资产投资3623.33亿元，增长14.5%。其中一产投资5.50亿元，下降19.6%；二产投资2310.71亿元，增长17.7%；三产投资1307.12亿元，增长9.4%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东变更为泰州市国资委。截至2018年3月底，公司注册资本57.88亿元，实收资本37.88亿元，由泰州市财政局全额出资。

2. 外部支持

泰州市国资委作为公司实际控制人，2017年泰州市财政收入持续增长，财政支出弹性尚可；跟踪期内，公司在资本注入、专项款和财政补贴方面继续获得有力的外部支持。

2017年，泰州市地方一般预算收入343.97亿元，同比增长7.10%；国有土地使用权出让收入175.41亿元，同比增长6.98%。同期，泰州市一般公共预算支出467.79亿元，同比增长4.2%。其中公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出、医疗卫生与计划生育支出合计195.36亿元，占一般公共预算支出的41.76%，财政支出弹性较好。泰州市财政自给率为73.53%，较上年的71.54%有所提高，财政支出弹性尚可。截至2017年底，泰州市本级地方政府一般债务余额89.46亿元，占当年地方政府一般债务余额限额的84.87%。

资金注入方面，2018年2月23日，泰州市国资委同意将公司注册资本金增至57.88亿元。2018年5月14日，泰州市国资委委托泰州市财政局对公司以货币形式增资10.00亿元；剩余增资于2018年底之前完成。

专项款及补贴方面，2017年，公司获得泰州南山寺文化包装资金278.97万元、旅游项目专项基金314.17万元。2017年，公司收到泰州市政府拨付的政府补贴3.02亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，除两笔欠息外，公司过往债务均正常履约；未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（银行版）》，（机构信用代码：G1032120200141970C），截至2018年6月15日，公司共有2笔欠息记录。第一笔欠息日期为2014年9月22日，金额为159.03万元，根据中国银行股份有限公司泰州海陵支行出具的说明，该笔欠息系经办客户经理疏忽，在系统维护时未将自动扣款帐号录入完整，造成付息日未扣款，后续已完成扣款。第二笔欠息日期为2017年1月21日，金额为429.78万元，该笔欠息主要系结息日为周六，银行网点对公业务不开，无法手工扣款，导致企业付息不成功，次日银行正常营业，企业成功付息，中国建设银行股份有限公司泰州海陵支行已出具书面说明。除此之外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。

截至2018年6月14日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司进一步完善了法人治理结构，增设监事会，增加了董事会成员；管理制度等方面无重大变化。

跟踪期内，公司新增1名职工代表董事，由职工大会（或职工代表大会）民主选举产生

或更换。变更后董事会由 4 名董事组成。

公司新设监事会，成员 5 名，由出资人委派或更换，但监事会成员中的职工代表由公司职工大会（或职工代表大会）选举产生或更换，任期三年，董事、高级管理人员不得兼任监事。每届监事会的职工代表比例由出资人决定，但不得低于监事人数的三分之一（实际任命 2 人）。监事会主席由出资人在监事中指定或罢免。监事对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正。

目前公司上述高管人员已经全部到位。

七、经营分析

跟踪期内，公司负责泰州市凤城河风景区基础设施投资建设和景区运营管理，主营业务收入增长明显，但工程收入有所下降，新增项目管理服务费收入。

2017 年，公司实现营业收入 10.63 亿元，同比增长 14.16%。从收入构成来看，公司委托代建收入、项目管理服务费收入和旅游服务收入占比分别为 67.89%、13.46%和 10.87%。其中委托代建收入呈下降趋势，项目管理服务费收入为新增，旅游服务收入快速增长。

2017 年，公司综合毛利率快速增长。其中，根据签订的 12%成本加成协议，公司基础设施委托代建业务毛利率未变化；房屋租赁实现盈利；旅游服务业务毛利率进一步增长。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.11 亿元，相当于 2017 年全年的 1.06%。综合毛利率-62.49%，主要受代建收入成本倒挂影响。

表 3 2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入构成及毛利率（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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
代建收入	87986.63	94.52	10.71	72154.62	67.89	10.71	102.75	9.09	-1539.12
房屋租赁	1066.68	1.15	-33.51	8258.86	7.77	78.83	428.17	37.87	75.86
旅游服务	4028.23	4.33	53.66	11548.56	10.87	75.49	599.83	53.05	91.70
项目管理服务费	--	--	--	14309.88	13.46	99.28	--	--	--
其他	10.88	0.01	65.42	6.50	0.01	100.00	--	--	--
合计	93092.42	100.00	12.07	106278.43	100.00	35.83	1130.75	100.00	-62.49

注：公司主营业务收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司主要在建项目进展情况基本正常，当年结算收入较少，在建项目剩余投资规模较小；公司与泰州市旅游局重新签订代建协议。

公司受管委会委托进行凤城河景区建设，按当年认定的投资额加上管理费（12%）对当年完工进度进行结算。2017 年，公司代建项目当年确认结算金额为 7.22 亿元，同比下降

17.99%；毛利率 10.71%，同比保持稳定。

2017 年，凤城河管委会撤销。2018 年 5 月，公司与泰州市旅游局重新签署《市政基础设施项目集中委托建设协议》，公司负责承建文化旅游类市政基础设施项目，委托建设酬劳不低于委托建设资金的 10%，具体比例双方另行约定。凤城河管委会撤销后，泰州市旅游局继承凤城河管委会在代建协议项下的全部权

利义务，包括公司对凤城河管委会的应收款项。

截至 2018 年 3 月底，公司主要完工代建项目总投资额 33.43 亿元，累计已回款 28.48 亿元。

表 4 截至 2018 年 3 月底公司主要完工代建项目情况
(单位：亿元)

序号	项目名称	拟回购金额	已回款金额
1	滕坝街改造	4.48	4.48
2	济川路安置区	6.20	6.20
3	鲍坝安置区	3.53	3.53
4	老高桥	7.88	7.88
5	柳园（5 批次）	2.39	2.39
6	18 批 4 号地块项目	8.95	4.00
	合计	33.43	28.48

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司主要在代的代建项目涉及景区规划红线范围内的道路修建、景观打造、绿化养护等，总投资 46.39 亿元，已完成投资 41.13 亿元，尚需投资 5.26 亿元。

表 5 截至 2018 年 3 月底公司主要在代建项目情况
(单位：亿元)

序号	项目名称	总投资额	已投资金额	拟回购金额
1	凤城河整治	34.43	15.64	38.56
2	凤城河二期		1.03	
3	凤城河三期		3.08	
4	西南城河综合整治		12.26	
5	三水湾二期	8.47	7.30	9.49
6	南山寺修复	3.49	1.82	3.91
	合计	46.39	41.13	51.96

资料来源：公司提供

2017 年，由于当年结算项目金额较少，公司实现代建收入 7.22 亿元，同比有所下降。公司每年年底对代建项目进行结算，故 2018 年 1 季度仅实现代建收入 102.75 万元，同时按照实际发生的代建项目确认成本，成本收入倒挂使得毛利率较低。

公司负责凤城河景区的运营。跟踪期内，公司旅游收入规模和盈利能力进一步提升。公司目前正在建的古城河生态修复及旅游提升工程投资压力较大，项目完工后将进一步提升旅游业务收入水平。

公司旅游业务收入主要来源凤城河景区门票、游船、餐饮服务和旅游纪念品销售等。2017 年，公司旅游服务收入为 1.15 亿元，同比增长 0.75 亿元。随着凤城河旅游项目建设的逐步完善、旅游业务的逐步展开，旅游业务毛利率进一步提高，至 75.49%。

公司目前正在进行的古城河（即凤城河）生态修复及旅游提升工程，该项目由公司自行筹资建设，旨在美化凤城河及其沿岸景区形象，完善景区旅游配套设施。项目建设内容包括环境整治与生态修复、景区功能完善与提升和配套酒店建设，总投资 20.58 亿元。截至 2018 年 5 月底，已投资 4.86 亿元。项目计划于 2018 年内完成投资，剩余投资 15.19 亿元，投资压力较大，存在对外融资需求。

表 6 截至 2018 年 5 月底公司主要自建项目情况
(单位：亿元)

项目名称	建设时间	总投资额	已投金额
古城河生态修复及旅游提升工程	2016~2018 年	20.58	5.39

注：古城河生态修复及旅游提升工程为凤城河景区提升工程的一部分。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司租赁收入显著增长；新增项目管理业务，对当年利润贡献较大。

公司租赁收入主要来源于老街、三水湾街区以及柳园街区商铺出租，可出租面积分别为 1.37 万平方米、1.53 万平方米和 3.68 万平方米。2017 年，公司实现租赁收入 0.83 亿元，同比增长 0.72 亿元，毛利率为 78.83%，同比大幅提升，主要系公司租赁价格提升所致。

公司与项目业主签订合同，按照合同规定派出满足工程服务需要的机构和人员，开展项

目建设管理工作，包括办理工程施工有关手续、实行投标成本控制、组织工程验收等。2017年，公司为江苏金领建设发展有限公司提供项目管理服务，实现项目管理服务收入 1.43 亿元，毛利率 99.28%。

跟踪期内，公司新增重大拟建项目，并与兴化市签署代建协议。公司成为泰州市文化旅游基础设施建设重要主体，未来建设项目投资规模大，存在对外融资需求。

根据泰州市 2018 年市级政府投资项目建设计划，公司未来拟参与的代建项目主要为泰州市凤城河景区提升工程和海军文化园项目，上述项目被泰州市委、市政府列为十大重点工程。2018 年，公司参与的上述项目总投资 66.78 亿元，2018 年计划投资 32.02 亿元。公司拟建项目投资规模大。

表 7 2018 年公司拟建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	总投金额 (估算)	2018年 计划投资	截至2018年 5月底已投 资额
1	桃园提升改造工程	2	1	0.6
2	环河内环游步道工程	2	1.5	1
3	环河亮化工程	1.5	0.8	0.3
4	桥梁文化提升工程	1.3	0.4	0.2
5	盐税博物馆二期	2	1	0.6
6	滨河绿地广场提升改造	0.5	0.3	0.1
7	滨河城市建筑外立面改造	2.5	2	1.2
8	海军诞生地旧址恢复	2.6	1	0.6
9	海军文化园	30	4.5	0.9
10	南山寺建设工程	1.5	0.5	0.5
11	净因寺立面改造及配套提升	0.3	0.3	0.1
12	古城河生态修复及旅游提升工程	20.58	18.72	5.39
	合计	66.78	32.02	11.49

资料来源：公司提供

为进一步促进泰州市旅游业的发展，同时拓展公司业务范围，跟踪期内，公司与兴化市政府签署《战略协议书》，公司参与兴化市文化旅游产业项目建设开发，自 2018 年起，公司每年在兴化市投资 6 亿元，总投资规模不低于 50 亿元，投资项目包括自营、代建项目，项目代建收益不低于 12%。

整体看，公司的业务范围由凤城河景区扩大到泰州市，未来投资规模大。公司成为泰州市文化旅游基础设施建设的重要主体。

八、财务分析

公司提供了 2015~2017 年度三年连审财务报告，中兴华会计师事务所（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。2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

2017 年~2018 年 3 月，公司合并范围有所变动，即 2017 年泰州市田园牧歌景区管理有限公司不再纳入合并范围，上述子公司资产规模较小，对公司财务数据可比性影响小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模大幅增长，资产中应收类款项和投资性房地产占比大，资产流动性弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额合计 230.55 亿元，同比增长 61.41%，主要系应收类款项和投资性房地产增长所致。公司资产结构以流动资产为主，流动资产占比较上年有大幅下降。

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	14.90	10.43	18.42	7.99	24.27	9.82
应收账款	14.01	9.81	27.78	12.05	27.75	11.22
其他应收款	14.95	10.46	78.78	34.17	69.90	28.26
存货	92.25	64.59	32.82	14.23	43.67	17.66
流动资产	137.19	96.05	158.70	68.84	166.51	67.33

投资性房地产	3.98	2.79	68.73	29.81	68.73	27.79
非流动资产	5.64	3.95	71.85	31.16	80.80	32.67
资产总额	142.83	100.00	230.55	100.00	247.31	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产为 158.70 亿元，同比增长 15.68%，主要系应收类款项增长所致。2017 年底，公司货币资金为 18.42 亿元，较 2016 年底增长 23.61%。其中银行存款占 78.61%，其余为库存现金和其他货币资金。2017 年底公司因其他抵押、质押或冻结等对使用有限制、或有潜在回收风险的资金规模 3.94 亿元。

2017 年，公司应收账款为 27.78 亿元，同比大幅增长 98.34%，主要受凤城河管委会拨付代建资金进度滞后影响。其中应收凤城河管委会代建回购款占 97.04%。从账龄分布来看，均在 3 年以内，未计提坏账准备。2017 年底，公司其他应收款 78.78 亿元，较 2016 年底增长 427.08%，主要系与凤城河管委会往来款大幅增加。公司其他应收款未计提坏账准备。公司其他应收款前 5 名合计金额占其他应收款的 84.43%，集中度较高。凤城河管委会撤销后，泰州市旅游局将承接凤城河管委会对公司的应收类款项。

表 9 截至 2017 年底其他应收款前 5 名
(单位：亿元、%)

往来单位	金额	占比	与公司关系	款项性质
泰州市凤城河景区管理委员会	38.48	48.84	非关联方	往来款
江苏水城园林绿化工程有限公司	10.23	15.78	非关联方	往来款
兴化市财政局	7.17	11.06	非关联方	往来款
泰州市公共资源交易中心	2.88	4.45	非关联方	往来款
泰州市凤城河风景区建设指挥部	2.78	4.30	非关联方	往来款
小计	61.54	84.43	--	--

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司存货 32.82 亿元，较 2016 年底下降 64.43%，主要系 20.98 亿元转出划入

投资性房地产所致。存货中拟开发土地占 21.97%，为拟开发的泰地储告[2017]7-2 号、7-3 号两块土地，其权证尚未办妥；开发成本占 78.01%，系公司代建项目成本。

2017 年底，公司非流动资产总额 71.85 亿元，同比大幅增长 66.21 亿元，系投资性房地产增长所致。2017 年底，公司投资性房地产为 68.73 亿元，较 2016 年底增长 64.75 亿元，一方面系公司对投资性房地产中的房屋及建筑物和土地使用权进行了重新评估导致的公允价值变动；一方面系从存货转入 20.98 亿元。公司投资性房地产为用于出租的商铺和土地，其中 31.06 亿元用于抵押。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 247.31 亿元，较 2017 年底小幅增长。其中，货币资金 24.27 亿元，增长 31.81%，主要新发行债券资金；随着代建项目的投入，公司存货为 43.67 亿元，同比增长 33.06%；其他应收账款 69.90 亿元，较 2017 年底下降 11.28%，主要是往来款减少。2018 年 3 月底，在建工程大幅增长至 10.81 亿元，主要系公司年初将代建、自建项目全部计入该科目所致，公司于每年年底将代建成本调整至存货。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益增长较快。跟踪期内公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底，公司所有者权益为 110.32 亿元，同比增长 47.25%，主要系其他综合收益增长所致。公司所有者权益主要包括实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润。

2017 年，公司实收资本未发生变动，为 27.88 亿元；2017 年公司资本公积为 39.17 亿

元，同比增长 1.88%，主要系投资性房地产中的土地评估增值所致。2017 年底，公司新增其他综合收益 29.40 亿元，系投资性房地产公允价值变动。

截至2018年3月底，公司所有者权益110.26 亿元，较2017年底小幅下降0.05%，系未分配利润和少数股东权益变动引起。其中实收资本

和资本公积较2017年底均没有变化。2018年5月14日，泰州市国资委委托泰州市财政局对公司以货币形式增资10.00亿元，公司实收资本增至37.88亿元。

2017 年底，公司负债总额 120.23 亿元，同比增长 77.03%，系长期借款大幅增长所致。

表10 公司主要负债和所有者权益构成情况（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	10.35	7.25	6.90	2.99	23.58	9.54
其他应付款	3.46	2.42	20.25	8.78	7.92	3.20
流动负债	27.91	19.54	33.78	14.65	43.00	17.39
长期借款	39.84	27.89	67.09	29.10	74.69	30.20
应付债券	0.00	0.00	9.42	4.09	9.50	3.84
非流动负债	40.00	28.01	86.45	37.50	94.04	38.03
负债总额	67.91	47.55	120.23	52.15	137.05	55.41
实收资本	27.88	19.52	27.88	12.09	27.88	11.27
资本公积	38.44	26.92	39.17	16.99	39.17	15.84
未分配利润	7.71	5.40	12.50	5.42	12.44	5.03
所有者权益合计	74.92	52.45	110.32	47.58	110.26	44.59
负债和所有者权益合计	142.83	100.00	230.55	100.00	247.31	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 33.78 亿元，同比增长 21.05%。其中，公司其他应付款 20.25 亿元，同比增长 484.64%，主要系往来款增长所致。从账龄来看，1 年以内的占 91.36%，账龄较短。公司其他应付款欠款金额前 5 名占比 48.44%，欠款单位集中度较 2016 年底有较大增长。

表 11 截至 2017 年底其他应付款前 5 名
(单位：亿元、%)

往来单位	金额	占比	款项性质
泰州凤城河旅游管理有限公司	4.47	22.07	往来款
江苏水城园艺营造有限公司	1.82	8.99	往来款
泰州凤城河建筑风水文化有限公司	1.71	8.44	往来款
泰州市城市建设投资集团有限公司	1.00	4.94	往来款
泰州市凤城河风景区管理委员会	0.81	4.00	往来款
合计	9.81	48.44	--

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司非流动负债 86.45 亿元，受长期借款增长影响，较 2017 年底增长 116.09%。2017 年底，公司长期借款 67.09 亿元，同比增长 68.40%，以抵押借款（占 30.71%）和保证借款（占 34.57%）为主。2017 年底，公司应付债券 9.42 亿元，为新发行的两期 PPN，期限分别为 5 年和 2 年。2017 年底，公司当年新增递延所得税负债 9.80 亿元，系投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异确认的递延所得税负债。

截至2018年3月底，公司负债总额137.05 亿元，较2017年底增长13.99%，主要系长期、短期借款增长，负债结构未发生较大变化。公司短期借款和长期借款分别为23.58亿元和 74.69 亿元，较2017年底分别增长241.90%和 11.32%。公司其他应付款7.92亿元，较2017年底下降60.89%，系应付往来款下降。

2017 年底，公司全部债务 87.51 亿元（其中长期债务占 87.43%），同比增长 39.24%。2017 年底，公司资产负债率和长期债务资本化率持续上升，全部债务资本化率有所下降，分别为 52.15%、40.95%和 44.23%。2018 年 3 月底，公司全部债务增长至 113.57 亿元，债务指标较上年底增长较快。未来两年，公司共需偿付债券金额 12 亿元。整体看，公司债务规模快速增长，以长期债务为主。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入增长较快，主营业务利润率显著增长，利润总额对财政补贴依赖较大，整体盈利能力依然较弱。

2017 年，公司实现营业收入 10.63 亿元，同比增长 14.16%；同期，由于代建项目结算成本减少，公司营业成本下降 16.68%。营业利润率 34.25%，较上年保持稳定。

公司期间费用以管理费用和销售费用为主，财务费用以利息收入为主，2017 年期间费用 0.57 亿元，同比增长 20.19%，主要系销售费用增长所致。2017 年公司期间费用率小幅上升，为 5.38%。整体看，公司期间费用控制能力较好。

2017 年，政府补助由营业外收入科目调整至其他收益，为 3.02 亿元，是公司利润的重要补充，公司利润总额 6.08 亿元。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.67%和 4.78%，较 2016 年有所上升，公司盈利能力有所增强。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.11 亿元，相当于 2017 年全年的 1.06%，主要系年初代建业务收入较少。公司利润总额-0.06 亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，由于往来款流出规模较大，经营活动产生的现金净流量表现为大额净流出。为平衡代建项目投资资金需求，公司筹资活动产生的现金流入量明显扩大。

2017 年，公司经营活动现金流入量小幅增长，仍以收到其他与经营活动有关的现金为主，为 12.18 亿元，主要系与泰州市财政局等单位之间的往来现金流入等；销售商品、提供劳务收到的现金为 5.96 亿元，同比增长 5.40 亿元，系工程代建及房屋租赁、旅游服务等经营相关现金流。2017 年，由于往来款支出规模较大，支付其他与经营活动有关的现金大幅增长，经营活动现金流出增至 33.58 亿元。受此影响，公司经营活动现金流量净额由正转负，为 -15.44 亿元。2017 年，公司现金收入比为 56.06%，同比增长 50.01 个百分点，收现质量提高。

2017 年，公司投资活动现金流由净流入转为净流出。同期，公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出为 1.51 亿元，包括购建固定资产、无形资产等支付的现金 1.31 亿元（主要为代建项目资金投入和购买土地支出）和投资支付的现金 0.21 亿元（系理财产品投资）。

2017 年，公司筹资力度明显加大。公司通过发行债券和银行借款共获得筹资活动现金流入 48.10 亿元，同比增长 71.88%。同期，公司筹资活动现金流出主要是偿还当年借款本息，此外分配股利、利润或偿付利息支付的现金 5.07 亿元。公司筹资活动现金流量净额 20.02 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动主要以往来款和代建项目投入为主，经营活动现金流量净额 12.16 亿元，公司现金收入比增至 143.45%。公司投资活动现金流量净额为 -2093.16 元。公司筹资活动为取得银行借款、偿还债务本息和长期股权投资收益，筹资活动现金流量净额 -2.75 亿元。

5. 偿债能力

公司短期债务支付能力一般；由于近几年公司有息债务规模增长较快，长期偿债能力较弱，但考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

2017年底，公司流动比率有所下降，速动比率均有所增长，分别为469.77%和372.62%，2018年3月底上述指标分别下降至387.21%和285.67%。2017年公司现金类资产18.42亿元，能够覆盖当年短期债务；但2018年1季度公司短期债务增长较快，现金类资产无法覆盖。公司短期偿债能力一般。

2017年，公司EBITDA为6.12亿元；由于公司EBITDA增长，全部债务/EBITDA倍数下降至14.31倍。公司长期偿债能力较弱。

公司与各大银行具有良好的合作关系，截至2018年3月底获得的各银行授信总额为86.10亿元，已使用授信额度82.30亿元，尚未使用额度为3.80亿元。

截至2018年3月底，公司对外担保余额为13.46亿元，担保比率为12.21%。公司担保比率较低，担保期限较短。被担保企业主要是当地国有企业，其中泰州市第一交通物资有限公司为民营企业。目前被担保公司均正常运营，公司或有负债风险一般。

表12 截至2018年3月底公司对外担保明细
(单位：亿元)

被担保公司	金额	担保期限
泰州市城市建设投资集团有限公司	4.00	2015.1.4~2019.12.30
泰州市建业投资建设集团有限公司	4.20	2016.10.30~2018.12.20
泰州鑫泰集团有限公司	1.50	2017.1.16~2022.1.16
泰州鑫泰集团有限公司	3.00	2017.2.8~2022.2.8
泰州市第一交通物资有限公司	0.28	2017.10.23~2018.10.23
泰州市第一交通物资有限公司	0.13	2017.12.26~2018.12.26
泰州市第一交通物资有限公司	0.34	2017.4.5~2018.4.5
合计	13.46	

资料来源：公司提供

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额27.00亿元，一年内到期的应付债券7.50亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

截至2017年底，公司无一年内到期兑付债券，2018年将达到存续债券待偿本金峰值7.50亿元。2017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18.14亿元、-15.44亿元和6.12亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表13 公司存续债券保障情况(单位：亿元、倍)

项目	2017年
未来待偿债券本金峰值	7.50
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.42
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-2.06
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.82

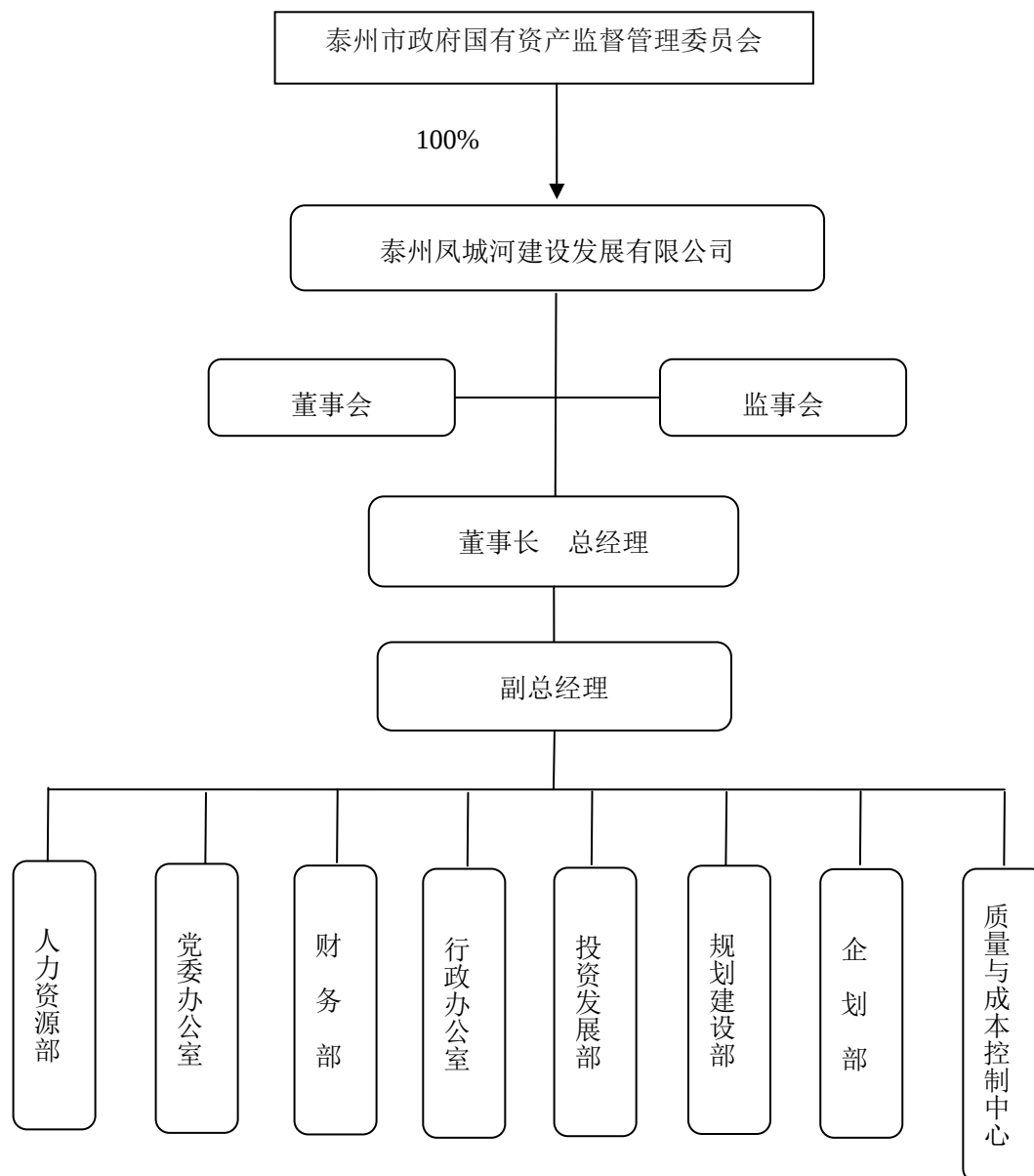
资料来源：联合资信整理

跟踪期内，公司存续债券的短期偿债压力较小，未来集中偿付压力一般。

十、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA上调为AA⁺，“18凤城河MTN001”和“17凤城河债01/17凤建01”的信用等级由AA上调为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 合并范围内子公司（截至 2018 年 3 月底）

子公司名称	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例 (%)	享有的 表决权 (%)	取得 方式
泰州祥泰老行当文化 开发有限公司	1000.00	礼仪庆典活动策划，企业形象设计，商务信息咨询，工艺品销售（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	100.00	100.00	设立
泰州市古城河旅游产 品销售有限公司	100.00	投资管理，资产管理，房屋租赁。机电设备销售，建材批发，设计、制作、代理、发布国内各类广告（固定形式印刷品广告除外）	100.00	100.00	划拨
泰州市导游服务中心 有限公司	50.00	导游管理服务，礼仪服务，庆典活动策划，组织旅游文化交流活动，旅游信息咨询，旅行社管理咨询服务，会议及展览服务。	95.00	100.00	设立
泰州市凤城河旅游管 理服务有限公司	20100.00	旅游景区、景点经营管理，旅游工艺品开发、销售，物业管理，房屋租赁，会议接待，展览及商务礼仪服务，设计、制作、发布、代理国内各类广告，自行车租赁服务，市政工程建设及管理。	100.00	100.00	设立
泰州东南国际旅行社 有限公司	500.00	国内旅游业务，入境旅游业务，出境旅游业务，旅游咨询服务，工艺品制作、销售，票务服务。	49.00	100.00	设立
泰州古城河投资管理 有限公司	1000.00	投资管理，资产管理，房屋租赁。机电设备销售，建材批发，设计、制作、代理、发布国内各类广告（固定形式印刷品广告除外）。	100.00	100.00	设立

资料来源：公司审计报告

附件 3 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)	14.44	14.90	18.42	24.27
资产总额(亿元)	128.06	142.83	230.55	247.31
所有者权益(亿元)	71.60	74.92	110.32	110.26
短期债务(亿元)	17.71	23.01	11.00	29.38
长期债务(亿元)	33.30	39.84	76.51	84.19
全部债务(亿元)	51.01	62.85	87.51	113.57
营业收入(亿元)	9.26	9.31	10.63	0.11
利润总额(亿元)	3.28	3.28	6.08	-0.06
EBITDA(亿元)	3.29	3.39	6.12	--
经营性净现金流(亿元)	0.04	1.12	-15.44	12.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.51	0.82	0.51	--
存货周转次数(次)	0.16	0.11	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.06	--
现金收入比(%)	2.59	6.05	56.06	143.45
营业利润率(%)	10.91	11.52	34.25	53.77
总资本收益率(%)	2.51	2.27	2.67	--
净资产收益率(%)	4.30	4.17	4.78	--
长期债务资本化比率(%)	31.74	34.72	40.95	43.29
全部债务资本化比率(%)	41.60	45.62	44.23	50.74
资产负债率(%)	44.09	47.55	52.15	55.41
流动比率(%)	388.70	491.58	469.77	387.21
速动比率(%)	138.86	161.02	372.62	285.67
经营现金流动负债比(%)	0.18	4.03	-45.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.53	18.56	14.31	--

注：1. 2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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
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 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。