

信用等级公告

联合[2018] 1364 号

联合资信评估有限公司通过对贵州省红果经济开发区开发有限责任公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持贵州省红果经济开发区开发有限责任公司主体长期信用等级为 AA，16 红果小微债/16 红小微”、“17 红果 01/17 红果专项债 01”、“18 红果债/18 红果专项债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十六日



贵州省红果经济开发区开发有限责任公司跟踪评级报告

跟踪评级结果：

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	到期日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 红小微/ 16 红果小微债	12 亿元	2020/1/14	AA	AA
17 红果 01/17 红果 专项债 01	5 亿元	2024/11/24	AA	AA
18 红果债/18 红果专 项债	3.5 亿元	2025/2/8	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 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	2.21	6.97	9.65
资产总额(亿元)	102.98	157.83	180.52
所有者权益(亿元)	75.10	89.11	93.39
短期债务(亿元)	9.72	6.05	1.84
长期债务(亿元)	8.22	24.72	53.98
全部债务(亿元)	17.94	30.77	55.82
营业收入(亿元)	3.30	3.95	4.71
利润总额(亿元)	4.30	4.22	4.28
EBITDA(亿元)	4.59	5.01	6.15
经营性净现金流(亿元)	1.79	-3.90	-15.90
营业利润率(%)	95.45	93.10	81.33
净资产收益率(%)	5.71	4.73	4.58
资产负债率(%)	27.07	43.54	48.27
全部债务资本化比率(%)	19.29	25.66	37.41
流动比率(%)	289.42	211.91	291.68
全部债务/EBITDA(倍)	3.91	6.14	9.08
经营现金流流动负债比(%)	9.11	-8.87	-47.98

注：已将长期应付款调整至有息债务计算。

分析师

厉剑 马玉丹

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

贵州省红果经济开发区开发有限责任公司（以下简称“公司”）是红果经开区基础设施建设及土地开发的唯一主体。跟踪期内，公司在财政补贴、政府性债务置换等方面获得持续的外部支持；公司代建收入保持增长，同时固定资产出租收入大幅上升，对公司收入形成一定补充。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司经营业务单一、资产流动性较弱，债务规模快速上升，对外筹资压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

盘州市经济稳步增长，红果经开区伴随其基础设施建设及招商引资的推进，自身经济实力将得到进一步增强，良好的外部环境为公司未来发展提供了有力支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，“16 红果小微债/16 红小微”、“17 红果 01/17 红果专项债 01”、“18 红果债/18 红果专项债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

- 2017 年盘州市经济稳步增长，盘州市及红果经开区一般公共预算收入保持增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。
- 公司是红果经开区基础设施建设及土地开发的唯一主体，主营业务区域垄断性强。
- 跟踪期内，政府在财政补贴和政府性债务置换方面获得盘州市政府及红果经开区管委会的持续支持。
- 2017 年公司代建收入保持增长，同时随着招商引资的推进，公司固定资产出租收入大幅增长，为未来公司业务板块扩充提供一定支撑。

关注

1. 公司资产中土地资产、投资性房地产、无形资产占比高，且部分已用于抵押，公司整体资产质量一般，流动性较弱。
2. 公司投入的代建项目成本快速增长，多数项目已确认收入，但成本部分并未回款，对公司资金形成较大占用。
3. 跟踪期内，公司债务规模快速上升。
4. 公司在建及拟建项目未来投入规模较大，对外融资压力将有所加大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由贵州省红果经济开发区开发有限责任公司（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。

贵州省红果经济开发区开发有限责任公司跟踪评级报告

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关于贵州省红果经济开发区开发有限责任公司主体长期信用及存续期内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

跟踪期内，贵州省红果经济开发区开发有限责任公司（以下简称“公司”）的股权结构及主营业务未发生变化。截至2017年底，公司注册资本和实收资本为10.00亿元，其中盘州市财政局持股51.00%，红果经开区财政局持股49%，盘州市财政局为公司实际控制人。

截至2017年底，公司资产总额为180.52亿元，所有者权益合计93.39亿元；2017年，公司实现营业收入4.71亿元，利润总额4.28亿元。

公司注册地址：贵州省六盘水市红果经济开发区管委会；法定代表人：李力。

三、募集资金使用情况

2017年底，“16红果小微债/16红小微”、“17红果01/17红果专项债01”、“18红果债/18红果专项债”余额共20.50亿元。

表1 跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
16红小微/ 16红果小微债	12亿元	2020/1/14	6.05%
17红果01/17红果专项 债01	5亿元	2024/11/24	7.80%
18红果债/18红果专项 债	3.5亿	2025/2/8	7.80%

资料来源：联合资信整理

公司2016年1月发行的“16红果小微债/16红小微”，共募集项目资金12亿元，用于向小微

企业发放委托贷款，截至2017年底，募集资金已使用10.28亿元，借款企业经营正常，不存在利息逾期情况。公司已于跟踪期内正常支付“16红果小微债/16红小微”应付利息。

“17红果01/17红果专项债01”、“18红果债/18红果专项债”共募集资金8.50亿元，其中4.25亿元用于贵州红果经济开发区（两河新区）综合养老产业建设项目，剩余4.25亿元用于补充流动资金。截至2018年5月底，募集资金已使用4.25亿元，用于补充流动资金。用于项目的专项资金未拨付，募投项目工程进度已完成80%，公司预计6月将拨付完成用于项目的专项资金部分。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，中国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生

领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模持续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制

造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政

政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、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

域交流与合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。

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 年以来与城投债券相关的主要政策

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集中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。

2. 区域经济

2017 年盘州市经济稳步增长，一般公共预算收入保持增长，为公司的发展提供了良好的外部环境；伴随红果经开区基础设施建设及招商引资的推进，红果经开区税收收入有所增加，但财政收入仍以土地出让收入为主，稳定性较弱。

公司主要从事盘州市及红果经开区基础设施建设和土地一级开发等业务，其经营发展受盘州市及红果经开区经济和财政实力的影响。

根据 2017 年《盘州市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2017 年全县（市）实现地区生产总值（GDP）578.43 亿元，同比增长 12.5%。其中：第一产业增加值完成 53.91 亿元，比上年增长 6.6%；第二产业增加值完成 344.31 亿元，比上年增长 12.4%；第三产业增

加值完成 180.21 亿元，比上年增长 14.5%。

固定资产投资方面，2017 年盘州市 500 万元及以上固定资产投资完成 645.16 亿元，比上年增长 21.9%；按产业分类，其中第一产业完成 37.33 亿元，增长 31.9%；第二产业完成 159.01 亿元，下降 10.1%；第三产业完成 448.82 亿元，增长 38.4%。

财政收支方面，2017 年盘州市全年完成财政总收入 115.9 亿元，增长 53.96%。一般公共预算收入完成 50.53 亿元，增长 2.73%。一般公共预算支出 94.22 亿元，下降 5.46%。

从红果经开区财政收入来看，2017 年红果经开区实现公共财政一般公共预算收入 2.27 亿元，同比增幅较大，其中税收收入 2.10 亿元；土地出让金 17.68 亿元，2017 年随着入园企业的增多，红果经开区税收收入有所增加，但财政收入仍以土地出让收入为主，稳定性较弱。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司在财政补贴、政府债务置换等方面持续获得有力的外部支持。

公司作为红果经开区唯一的基础设施建设和土地开发主体，跟踪期内，获得政府持续支持。2017 年红果经开区管委会给予公司基础设施代建工程补助 1.30 亿元，计入“其他收益”科目。2017 年公司收到政府性债务置换资金 3.30 亿元，计入公司其他应付科目，本息无需公司偿还。截至 2017 年底，公司无待置换的政府性债务。

根据中国人民银行企业信用报告，截至 2018 年 5 月 18 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

跟踪期内，公司主营业务仍以基础设施代建管理为主，随着红果经开区开发规模的扩大，公司收入规模保持较快增长。但公司投入的代建项目成本快速增长，且多数项目已确认收入，但成本部分并未回款，对公司资金形成较大占用。

公司主要从事红果经开区内的基础设施建

设及土地开发与整理等业务。跟踪期内，随着红果经开区开发规模的扩大，公司收入规模保持较快增长，2017 年实现营业收入 4.71 亿元，同比增长 19.08%，其中主营业务收入 4.21 亿元，同比增长 8.79%。从主营业务收入构成看，代建工程管理费收入仍为主要来源，在公司主营业务收入中占比 97.58%。从毛利率情况来看，因公司只将管理费确认为收入，成本不计收入，故综合毛利率仍为 100%。

表 3 2016~2017 年公司主营业务收入构成及毛利率情况表（单位：万元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建工程管理	37803.09	97.63	100.00	41103.88	97.58	100.00
土地开发管理	917.36	2.37	100.00	1017.81	2.42	100.00
合计	38720.45	100.00	100.00	42121.69	100.00	100.00

资料来源：公司审计报告

公司是红果经开区基础设施建设及土地开发的唯一主体，跟踪期内公司主要业务模式未发生变化。具体模式为，根据红果经开区管委会与公司子公司贵州省盘县红腾开发投资有限公司（以下简称“红腾公司”）就城市基础设施建设和土地开发整理签订的《委托代建框架性协议》以及《补充协议》，公司按结算价款的 10%（2015 年以前开工项目）或 15%（2015 年及以后开工项目）计提工程代建管理费，每个会计年度结算一次，由红果经开区管委会向公司支付。公司基础设施建设及土地开发整理业务在形式上基本一致。自 2012 年下半年红腾公司划入公司以来，公司承担的红果经开区内基础设施项目逐步开始由红腾公司自主融资建设，由公司支付的代建成本及资本化利息计入其他非流动资产科目，公司只确认管理费收入，毛利率为 100%。

2017 年，经红果经开区管委会确认，同意公司确认 2017 年度 LED 办公楼等 25 个项目结算新增投资额 27.40 亿元，公司确认代建管理费 4.11 亿元，确认土地整理结算新增投资 11078.10 万元，确认营业收入 1017.81 万元。

联合资信关注到，公司已投入未回款的代建项目成本快速增长，2017 年底为 39.29 亿元，多数项目已确认收入，但成本部分并未回款，对公司资金形成较大占用，且对比红果经开区自身财政收入，其回款支付压力较大。

跟踪期内，随着招商引资的推进，以及免租期逐步结束，公司固定资产出租收入大幅增长，对公司收入形成一定补充。

2013 以来，红果经开区管委会将位于贵州红果经济开发区（两河新区）多栋厂房、办公楼划入公司，用于经营出租。截至 2017 年底，上述资产入账原值为 21.44 亿元，可供出租面积约 53 万平方米，已出租面积约 53 万平方米，租金价格为 8 元/平米/每月，为配合招商引资，公司给予新租户一定免租期。2017 年公司实现固定资产出租收入 1648.08 万元（计入其他业务收入），同比增长 101.53%，系出租面积增加以及部分物业免租期结束所致。

红果经开区处于起步阶段，园区基础设施建设具有一定持续性和发展空间，上述因素将有利于公司持续经营，但公司在建、拟建工程规模较大，存在对外融资压力。

在建基础设施代建方面，公司先后承接了红果经开区内两河新区、红果体育中心、东湖公园、老机场安置区等多项基础设施建设工程项目的代建管理任务。截至 2017 年底，公司在

代建项目总投资 44.19 亿元，已完成投资合计 37.84 亿元，2018 年和 2019 年分别计划投资 5.05 亿元和 1.31 亿元。

表 4 截至 2017 年底公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	项目性质	投资计划	
				2018 年	2019 年
大樱桃树公租房	6906.82	6906.82	代建	0.00	0.00
旧铺棚户区改造	12926.35	12926.35	代建	0.00	0.00
沙坡片区棚改	8000.00	7500.00	代建	500.00	0.00
老机场棚改	43300.00	36934.14	代建	3365.00	3000.86
西红公租房	8500.00	8500.00	代建	0.00	0.00
1#地块厂房	26800.00	26800.00	代建	0.00	0.00
LED 办公楼、科研楼	4000.00	3986.00	代建	14.00	0.00
沙坡 1#路建设（东西 1#路）	7216.01	7216.01	代建	0.00	0.00
标准化厂房建设	2981.98	2981.98	代建	0.00	0.00
两河棚户区改造	8993.87	8993.87	代建	0.00	0.00
工业园区 1#地块公租房	25703.41	24417.85	代建	1285.56	0.00
打浪棚户区改造	8586.12	8529.00	代建	57.12	0.00
西红公路路口城市棚改	3800.00	2752.84	代建	1047.16	0.00
3#地块标准厂房工程	63800.00	41800.00	代建	22000.00	0.00
冯家庄（龙脖子）棚户区改造	7760.06	6968.00	代建	792.06	0.00
红腾公司公寓楼及写字楼项目	1263.01	1263.01	代建	0.00	0.00
LED 园区建设	17241.00	17241.00	代建	0.00	0.00
50 米快速通道	95000.00	85500.00	代建	9500.00	0.00
电力装置安装工程	25004.77	7500.00	代建	7504.77	10000.00
紫森源	6000.00	6000.00	代建	0.00	0.00
富士康	2000.00	1815.17	代建	184.29	0.00
3#地块公租房	7500.00	6205.00	代建	1295.00	0.00
南北 5 号路公租房	7187.00	7183.00	代建	0.00	0.00
红沙 I、II 回沙鲁平李线等建设移交工程	500.00	400.00	代建	100.00	0.00
东西 2 号路	2000.00	1089.48	代建	910.52	0.00
开发区中心小学（盘县第六小学）	2800.28	1821.44	代建	900.00	78.56
2 号地块标准厂房	29817.28	29817.28	代建	0.00	0.00
大樱桃树棚户区改造项目	6328.97	5329.00	代建	999.97	0.00
合计	441916.93	378377.24	--	50455.45	13079.42

资料来源：公司提供

注：部分项目已完工未决算

从拟建项目看，根据红果经开区计划建设项目清单，公司将承接贵州红果经济开发区（两河新区）全民健身中心及山地体育设施配套建设项目、贵州红果经济开发区（两河新区）盘州颐养健康中心建设等项目（自建，“17 红果 01/17 红果专项债 01”、“18 红果债/18 红果专项债”募投项目）等，项目投资 37.46 亿元，2018 年计划投资 12.79 亿元。

九、财务分析

公司提供了 2017 年合并财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。

截至 2017 年底，公司合并范围子公司 6 家，合并范围较 2016 年减少 1 家，但其规模小，公司财务数据可比性强。

截至 2017 年底，公司资产总额 180.52 亿元，所有者权益合计 93.39 亿元；2017 年，公司实现营业收入 4.71 亿元，利润总额 4.28 亿元。

跟踪期内，代建项目投入的增加，带动公司资产规模快速增长，但流动资产中存货、非流动资产中投资性房地产、无形资产、其他非流动资产（委托代建工程）占比高，且上述资产中抵押规模较大，公司整体资产质量一般，流动性较弱。

2017 年底，公司资产总额为 180.52 亿元，

同比增长 14.38%，其中流动资产占 53.56%，非流动资产占 46.44%，流动资产占比较 2016 年底有所下降。公司资产构成情况见下表。

表 5 2016~2017 年底公司主要资产构成情况

(单位: 亿元、%)

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.97	4.41	9.65	5.35
预付款项	5.95	3.77	9.92	5.50
其他应收款	16.46	10.43	13.76	7.62
存货	61.92	39.23	62.36	34.54
流动资产	93.24	59.08	96.69	53.56
投资性房地产	21.44	13.58	20.77	11.50
无形资产	17.77	11.26	20.22	11.20
其他非流动资产	21.88	13.86	39.29	21.77
非流动资产	64.59	40.92	83.83	46.44
资产总额	157.83	100.00	180.52	100.00

资料来源: 联系资信根据公司审计报告整理

2017 年底, 公司流动资产为 96.69 亿元, 同比增长 3.69%, 主要系货币资金、预付款项增长所致。其中货币资金 9.65 亿元, 同比增长 38.52%。其中受限货币资金 1.20 亿元, 为银行三年定期存单。公司预付账款 9.92 亿元, 同比增长 66.85%, 主要为预付工程款, 其中一年期以内的占 60.72%。公司其他应收款为 13.76 亿元, 同比下降 16.39%, 构成主要为与贵州红果经济开发区管理委员会 (5.82 亿元, 1 年以内) 的往来款, 其他应收款前五名合计 9.16 亿元, 占比 66.60% (剩余主要为小微债放贷资金), 公司其他应收款集中度一般。2017 年底, 公司存货为 62.36 亿元, 同比略增 0.71%, 全部为开发成本 (以土地为主)。

2017 年底, 公司非流动资产 83.83 亿元, 同比增长 29.80%。其中, 投资性房地产为 20.77 亿元, 同比下降 3.14%, 主要系摊销所致; 无形资产 20.22 亿元, 同比增长 13.78%, 系新购置土地使用权, 公司无形资产全部为土地使用权。公司其他非流动资产为 39.29 亿元, 同比增长 79.59%, 为委托代建工程投入。

2017 年底, 公司受限资产合计 61.16 亿元, 占公司资产总额的 33.88%。

表 6 2017 年底公司受限资产情况 (单位: 亿元)

项 目	期末账面价值	受限原因
存货	38.29	借款抵押担保
投资性房地产	8.14	借款抵押担保
固定资产	1.91	借款抵押担保
无形资产	11.61	借款抵押担保
其他货币资金	1.20	三年定期存单
合计	61.16	--

资料来源: 公司审计报告

公司权益主要由实收资本和资本公积构成, 稳定性较好。跟踪期内, 随着公司代建业务规模的扩大, 各项投入增加, 公司债务规模快速增长, 但整体债务负担尚可。

2017 年底, 公司所有者权益 93.39 亿元, 同比增长 4.80%。其中实收资本占 10.71%、资本公积占 71.36%。2017 年底, 公司资本公积为 66.64 亿元, 同比无变化。

2017 年底, 公司负债总额 87.13 亿元, 同比增长 26.79%, 其中流动负债占 38.04%, 非流动负债占 61.96%, 公司负债结构同比变化较大。

2017 年底, 公司流动负债 33.15 亿元, 同比下降 24.66%, 主要系其他应付款减少所致, 构成主要以应付账款 (占 33.70%)、其他应付款 (占 59.69%) 为主。2017 年底公司应付账款 11.17 亿元, 同比增长 137.24%, 主要是应付工程款。其他应付款 19.79 亿元, 同比下降 40.05%, 主要系归还财政的往来款, 构成主要是与贵州宏财投资集团有限责任公司、贵州宏科建设工程有限公司、大庆建筑安装集团有限责任公司、盘县星泓置业有限公司、贵州盛红科技有限公司的往来款。

2017 年底, 公司非流动负债为 53.98 亿元, 同比增长 118.40%。其中, 长期借款 26.85 亿元, 同比增长 104.08%, 主要系新增项目贷款、信托借款; 应付债券 18.96 亿元, 同比增长 64.02%, 主要系发行的“17 红果 01/17 红果专项债 01”, 以及子公司红腾公司发行可转债所致; 长期应付款 8.17 亿元, 全部为 2017 年新增融资租赁款, 已调整至有息债务计算。

跟踪期内, 随着公司基础设施建设投入的

增加，公司有息债务规模快速增长，2017 年底，公司全部债务 55.82 亿元，同比增长 81.43%，其中长期债务 53.98 亿元(占 96.70%)，长期债务占比显著上升。债务指标方面，2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 48.27%、37.41%和 36.63%，分别同比上升 4.73 个、11.75 个、14.92 个百分点。跟踪期内，公司债务规模，特别是长期债务规模快速较快，但整体债务负担尚可。

跟踪期内，受代建业务规模增加影响，公司营业收入快速增长，整体盈利能力一般，政府补助对公司利润总额有一定贡献。

2017 年，公司实现营业收入 4.71 亿元，同比增长 19.08%，系代建工程量增加所致。

表 7 公司盈利情况(单位: 亿元、%)

科目	2016 年	2017 年
营业收入	3.95	4.71
营业成本	0.27	0.69
其他收益	--	1.30
营业利润	3.12	4.29
营业外收入	1.10	--
利润总额	4.22	4.28
营业利润率	93.10	81.33
总资本收益率	3.67	3.51
净资产收益率	4.73	4.58

资料来源: 审计报告

期间费用方面，2017 年公司期间费用构成仍主要为管理费用和财务费用，分别为 0.70 亿元和 0.13 亿元，期间费用占营业收入比为 17.83%，同比上升 3.11 个百分点。

2017 年，公司利润总额 4.28 亿元，同比增长 1.44%；获得的政府补助 1.30 亿元，占同期利润总额 30.37%，政府补助对公司利润总额有一定贡献。

从盈利指标看，2017 年公司营业利润率、净资产收益率、总资本收益率均有所下降，2017 年分别为 81.33%、4.58%和 3.51%。

跟踪期内，随着公司业务规模的逐步扩大，公司对外融资压力将进一步扩大。

2017 年，公司经营活动现金流入量 21.85 亿元，同比下降 62.21%，系收到其他与经营活动有关的现金大幅减少所致；2017 年收到其他

与经营活动有关的现金 17.06 亿元，主要为红果经开区财政局、管委会往来款；同期公司现金收入比为 101.71%，公司收现质量较好。经营活动现金流出方面，2017 年购买商品、接受劳务支付的现金为 17.38 亿元；同期支付其他与经营活动有关的现金 20.09 亿元，主要为对红果经开区管委会和红果经开区财政局的往来款和退回的工程保证金、支付的政府置换资金。2017 年公司经营活动现金流量净额-15.90 亿元。

从投资活动来看，2017 年公司收回投资收到的现金 1.90 亿元，为收回购买理财资金；购建固定资产、无形资产支付的现金 2.73 亿元，主要为购买土地；2017 年公司投资支付的现金 2.26 亿元，主要是购买理财资金和长期股权投资。2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额-3.91 亿元。

表 8 公司现金流情况(单位: 亿元、%)

科目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	57.80	21.85
经营活动现金流出量	61.71	37.75
经营活动产生的现金流量净额	-3.90	-15.90
现金收入比(%)	147.17	101.71
投资活动产生的现金流量净额	-2.37	-3.91
筹资活动产生的现金流量净额	11.03	21.29

资料来源: 审计报告

2017 年，筹资活动前公司现金流净额为 -19.81 亿元，公司存在较大的对外筹资需求。筹资活动方面，2017 年公司通过发行债券、项目贷款、融资租赁、信托借款等方式逐渐加大融资力度，筹资活动现金流入 31.44 亿元；同期，公司筹资活动现金流量净额 21.29 亿元。

从短期偿债能力指标来看，2017 年公司流动比率和速动比率分别为 291.68%和 103.57%。同比分别增加 79.77 个和 32.37 个百分点；公司经营现金流流动负债比为-47.98%，对短期债务无保障能力。考虑到 2017 年底公司现金类资产较为充裕，现金类资产/短期债务为 5.24 倍，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 6.15 亿元，同比增长 22.60%；公司

全部债务/EBITDA 分别为 9.08 倍，公司有息债务上升较快，EBITDA 对全部债务保障能力有

所弱化。但考虑到公司获得的外部支持力度较大，公司整体偿债能力尚可。

表 9 截至 2017 年底公司对外担保明细（单位：万元）

类型	被担保人	企业性质	担保期	担保金额	担保形式
保证	贵州盛红科技有限公司	民营	2017.12.21-2018.12.21	3000.00	单人担保
保证	贵州红腾劳务咨询服务有限公司	国有	2017.7.20-2019.7.26	460.00	单人担保
保证	贵州缔谊健康制药有限公司	民营	2016.9.30-2021.9.29	5013.37	抵押物担保
保证	贵州盘北致远实业有限责任公司	国有	2017.1.18-2027.1.18	18260.00	单人担保
保证	贵州盘北经济开发区投资有限公司	国有	2016.12.20-2018.12.19	9512.00	单人担保
保证	贵州瑞成荣辉建筑工程有限公司	民营	2017.6.27-2020.6.26	5600.00	质押物担保
保证	贵州得成商贸有限责任公司	民营	2016.3.11-2018.3.1	200.00	单人担保
合计				42045.37	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司对外担保余额 4.20 亿元，担保比率 4.50%，部分被担保企业为红果经开区内中小民营企业，目前被担保企业经营正常。2016 年 6 月 7 日，贵州宏财投资集团有限责任公司（原：盘州市宏财投资有限责任公司）发行了 15 亿元 16 盘州市棚改项目债，公司作为债券的差额补偿人，需在债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付上述债券当期本息时，按《差额补偿协议》约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付债券本息的差额部分。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2017 年底，公司共获得银行授信额度为 25.09 亿元，已使用额度 20.70 亿元，未使用额度 4.39 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

十、本期债券偿债能力分析

公司经营活动现金流入量对存续债券的保障程度一般。联合资信关注到，当“16 红果小微债/16 红小微”放款的小微企业经营清偿贷款不利，且相关基金吸收损失效用有限时，公司面临一定代偿风险，若发生代偿，公司集中偿付压力大。同时 2020 年为公司债券兑付高峰，公司存在集中兑付压力。

公司 2016 年 1 月发行的“16 红果小微债

/16 红小微”，共募集项目资金 12 亿元，用于向小微企业发放委托贷款。

当小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）、风险储备基金、政府风险缓释基金不足以清偿时，公司将以自有资金还本付息。2017 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额对“16 红果小微债/16 红小微”的覆盖倍数分别为 0.51 倍、1.82 倍和-1.33 倍。公司经营活动现金流入量对“16 红果小微债/16 红小微”保障能力一般。

“17 红果 01/17 红果专项债 01”、“18 红果债/18 红果专项债”，共募集资金 8.50 亿元，两期债券分别在 2024 年底和 2025 年初兑付，兑付期接近，2017 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额，分别为两期债券合计金额的 0.72 倍、2.57 倍和-1.87 倍，公司经营活动现金流入量对“17 红果 01/17 红果专项债 01”、“18 红果债/18 红果专项债”保障能力一般。

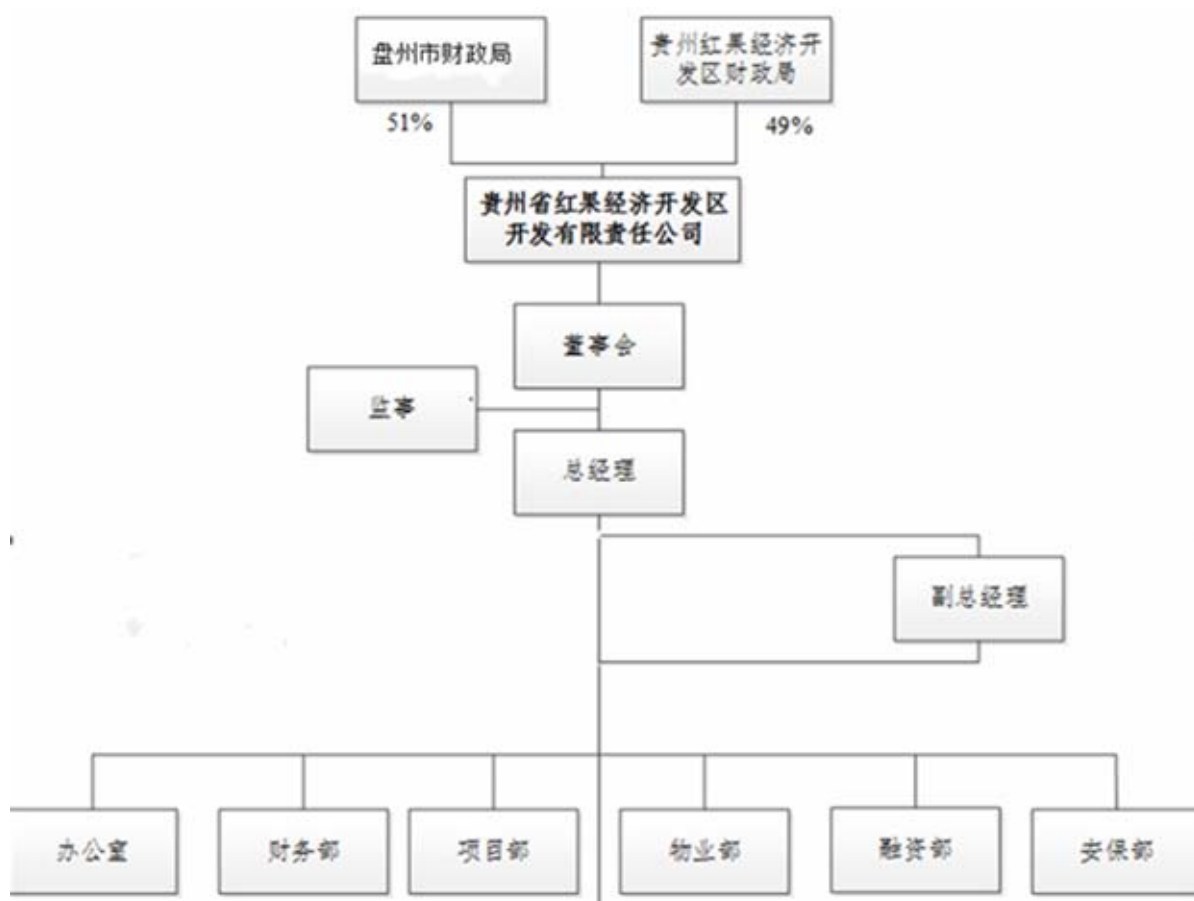
“17 红果 01/17 红果专项债 01”、“18 红果债/18 红果专项债”，均设置本金分期还本条款，在存续期的 3~7 年分别偿付本金的 20%，在 2020 年，公司将迎来债券兑付高峰，“17 红果 01/17 红果专项债 01”分期还本以及 16 红果小微债/16 红小微”还本合计兑付 13.00 亿元，公

司 EBITDA、经营活动现金流入量分别为合计金额的 0.47 倍、1.68 倍。

十一、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，“16 红果小微债/16 红小微”、“17 红果 01/17 红果专项债 01”、“18 红果债/18 红果专项债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 2017 年底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 2017 年底公司合并范围情况

企业名称	注册地	主要经营地	实收资本	持股比例	享有的表决权	投资额
贵州省盘县红腾开发投资有限公司	六盘水市	六盘水市	50000 万元	100%	100%	50000 万元
贵州睿耀产业发展有限公司	六盘水市	六盘水市	5000 万元	100%	100%	5000 万元
贵州红腾文化传媒有限公司	六盘水市	六盘水市	100 万元	100%	100%	100 万元
贵州富景房地产开发有限公司	六盘水市	六盘水市	2000 万元	100%	100%	2000 万元
贵州红腾劳务咨询服务有限公司	六盘水市	六盘水市	200 万元	100%	100%	200 万元
贵州泰达汽车租赁有限公司	六盘水市	六盘水市	1000 万元	100%	100%	1000 万元

资料来源：公司审计报告

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.21	6.97	9.65
资产总额(亿元)	102.98	157.83	180.52
所有者权益(亿元)	75.10	89.11	93.39
短期债务(亿元)	9.72	6.05	1.84
长期债务(亿元)	8.22	24.72	53.98
全部债务(亿元)	17.94	30.77	55.82
营业收入(亿元)	3.30	3.95	4.71
利润总额(亿元)	4.30	4.22	4.28
EBITDA(亿元)	4.59	5.01	6.15
经营性净现金流(亿元)	1.79	-3.90	-15.90
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.75	4.15	203.40
存货周转次数(次)	0.00	0.01	0.01
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03
现金收入比(%)	66.23	147.17	101.71
营业利润率(%)	95.45	93.10	81.33
总资本收益率(%)	4.77	3.67	3.51
净资产收益率(%)	5.71	4.73	4.58
长期债务资本化比率(%)	9.87	21.71	36.63
全部债务资本化比率(%)	19.29	25.66	37.41
资产负债率(%)	27.07	43.54	48.27
流动比率(%)	289.42	211.91	291.68
速动比率(%)	82.25	71.20	103.57
经营现金流动负债比(%)	9.11	-8.87	-47.98
全部债务/EBITDA(倍)	3.91	6.14	9.08

注：已将长期应付款调整至有息债务计算。

附件 3 主要计算指标的计算公式

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。