

信用评级公告

联合〔2022〕4093号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏先行建设有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏先行建设有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 先行绿色债/PR 先行”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十三日

江苏先行建设有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
江苏先行建设有限公司	AA	稳定	AA	稳定
18 先行绿色债/PR 先行	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 先行绿色债/PR 先行	3.00 亿元	2.40 亿元	2025/12/20

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	bbb ⁺	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				5

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

江苏先行建设有限公司（以下简称“公司”）是常州市武进区重要的交通基础设施投资建设主体和国有资产运营主体，其污水处理业务区域竞争优势明显，跟踪期内，公司债务规模有所下降，并持续获得政府和股东的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司基础设施建设和土地整理业务持续性有待观察、资产流动性较弱、债务负担较重且存在较大的短期偿债压力、担保比率较高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）为“18 先行绿色债/PR 先行”提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。联合资信评定江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保有效提升了“18 先行绿色债/PR 先行”本息偿付的安全性。“18 先行绿色债/PR 先行”设置分期偿付条款有助于减轻公司集中偿付压力。

未来，随着多元化业务的不断推进，以及公司基础设施建设和土地整理业务逐步与政府结算，公司收入规模有望增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 先行绿色债/PR 先行”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 经营环境良好。**武进区经济和财力持续向好，2021 年武进区（含常州经开区）实现地区生产总值 2951.58 亿元，按可比价格计算增长 9.6%；完成一般公共预算收入 216.20 亿元，增长 10.76%。
- 公司地位重要，持续获得政府和股东的有力支持。**公司是常州市武进区重要的交通基础设施投资建设主体和国有资产运营主体，持续得到政府和股东的有力支持。2021 年，公司收到政府补助 0.87 亿元；截至 2021 年底，江苏先行控股集团有限公司为公司提供担保金额合计 17.86 亿元。

分析师：谢晨 高锐

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

3. **污水处理业务具有区域竞争优势。**2020年1月，公司与武进区水利局签订武进区污水厂网站一体化特许经营项目协议，负责武进区未来30年污水处理设施的建设、管护与运行，该业务区域竞争优势明显。
4. **外部担保提升债券偿付安全性。**江苏再担保为“18先行绿色债/PR先行”提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保有效提升了“18先行绿色债/PR先行”的偿付安全性。

关注

1. **基础设施建设和土地整理业务持续性有待观察。**2021年底，公司账面尚有较大规模待与政府结算的基建和土地整理投入，但基础设施建设和土地整理业务无在建和拟建项目，业务的持续性有待观察。
2. **资产流动性较弱。**公司资产中应收类款项、存货及投资性房地产规模较大，对公司资金形成明显占用，且受限资产规模较大，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。
3. **债务负担较重且短期偿付压力较大。**截至2021年底，公司全部债务资本化比率54.87%，现金短期债务比为0.44倍，存在较大的短期偿债压力。
4. **存在一定或有负债风险。**截至2021年底，公司对外担保余额33.63亿元，担保比率为24.23%，公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

主要财务数据:

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产 (亿元)	65.86	54.41	40.79
资产总额 (亿元)	371.90	366.13	369.87
所有者权益 (亿元)	128.80	137.22	138.78
短期债务 (亿元)	111.95	81.23	92.35
长期债务 (亿元)	96.17	102.08	76.40
全部债务 (亿元)	208.12	183.30	168.75
营业总收入 (亿元)	20.36	18.64	22.18
利润总额 (亿元)	1.37	2.20	1.44
EBITDA (亿元)	4.08	6.61	5.52
经营性净现金流 (亿元)	17.18	14.96	23.82
营业利润率 (%)	21.87	15.72	18.18
净资产收益率 (%)	0.54	1.09	0.56
资产负债率 (%)	65.37	62.52	62.48
全部债务资本化比率 (%)	61.77	57.19	54.87
流动比率 (%)	178.85	207.75	166.69
经营现金流负债比 (%)	12.04	12.21	15.81
现金短期债务比 (倍)	0.59	0.67	0.44
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.48	0.66	0.61
全部债务/EBITDA (倍)	51.02	27.73	30.57
公司本部 (公司本部)			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 (亿元)	164.13	150.44	147.75
所有者权益 (亿元)	47.79	47.94	48.38
全部债务 (亿元)	93.24	81.39	69.26
营业总收入 (亿元)	0.97	0.92	1.05
利润总额 (亿元)	0.15	0.28	0.82
资产负债率 (%)	70.88	68.14	67.25
全部债务资本化比率 (%)	66.11	62.93	58.88
流动比率 (%)	151.01	185.15	114.87
经营现金流负债比 (%)	-17.26	-13.64	22.11

注: 已将公司合并口径长期应付款中有息部分调至长期债务计算

资料来源: 联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 先行绿色债/PR 先行	AAA	AA	稳定	2021/06/07	兰雅 车兆麒	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
18 先行绿色债/PR 先行	AAA	AA	稳定	2018/07/09	张宁 王超	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2017 年) 城投行业企业主体信用评级模型 (2016 年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受江苏先行建设有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

江苏先行建设有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于江苏先行建设有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、注册资本及经营范围未发生变化。截至 2021 年底，公司实收资本和注册资本均为 12.00 亿元，股东仍为江苏先行控股集团有限公司（以下简称“先行控股”），实际控制人仍为常州市武进区国有（集体）资产管理办公室（以下简称“武进区国资办”）。

截至 2021 年底，公司本部设综合管理部、财务部和经营部 3 个部门（见附件 1-2）；合并范围内拥有一级子公司 6 家。

截至 2021 年底，公司资产总额 369.87 亿元，所有者权益 138.78 亿元（少数股东权益 41.35 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 22.18 亿元，利润总额 1.44 亿元。

公司注册地址：武进区延政中大道 18-1 号（水务大厦）；法定代表人：诸小平。

三、存续债券概况及其募集资金使用情况

截至 2021 年底，公司由联合资信评级的存续债券为“18 先行绿色债/PR 先行”，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常还本付息。“18 先行绿色债/PR 先行”设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3~7 个计息年末分别按照发行金额的 20% 偿还债券本金。

表 1 跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
18 先行绿色 债/PR 先行	3.00	2.40	2018/12/20	7 年

资料来源：联合资信整理

“18 先行绿色债/PR 先行”募集资金中 1.50 亿元用于补充公司营运资金，1.50 亿元用于滨湖污水处理厂一期工程（以下简称“募投项目”）的项目建设，项目建成后的主要收入来源分为生活污水处理和工业污水处理两部分。截至 2021 年底，募投项目已正式投入运营；2021 年实现运营收入约 3492 万元，生产负荷率为 80.28%。

“18 先行绿色债/PR 先行”由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的

拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；

进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。

从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发

展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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。

2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资

平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021 年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监发

〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关

注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022 年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

2021 年，常州市武进区经济和财力持续向好，公司经营环境良好。

根据《2021 年常州市武进区国民经济和社会发展统计公报》，2021 年武进区（含常州经开区）实现地区生产总值 2951.58 亿元，按可比价格计算增长 9.6%。其中，第一产业增加值 39.38 亿元，下降 0.6%；第二产业增加值 1614.73 亿元，增长 10.0%；第三产业增加值 1297.47 亿元，增长 9.5%。按常住人口计算人均生产总值为 17.29 万元，按可比价格计算增长 8.7%。三次产业结构调整为 1.3:54.7:44.0。武进区 GDP 在常州市下辖五区一市中排第一。

2021 年常州市武进区固定资产投资比上年增长 1.2%，其中房地产开发投资 177.22 亿元，比上年下降 18.5%。

根据《武进区 2021 年预算执行情况和 2022

年预算草案的报告》，武进区（含常州经开区）2021 年一般公共预算收入 216.20 亿元，增长 10.76%；其中税收收入 185.90 亿元，增长 11.12%，税收占比 85.99%。全年一般公共预算支出 209.05 亿元，财政自给率为 103.42%。2021 年，武进区（含常州经开区）政府性基金收入 280.10 亿元，增长 13.0%。2021 年底，武进区地方政府债务余额预计为 249.93 亿元。

2022 年 1—3 月，武进区规模以上工业总产值 1297.10 亿元，同比增长 11.0%。同期，武进区固定资产投资完成额同比增长 1.3%，其中工业投资同比增长 18.7%。2022 年 1—3 月，武进区实现一般公共预算收入 62.39 亿元，同比增长 3.7%，其中税收收入 52.41 亿元。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司职能定位无重大变化，污水处理业务具有较强区域竞争优势。跟踪期内，公司债务履约情况良好。

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权结构和实际控制人未发生变化。截至 2021 年底，先行控股持有公司 100.00% 股权，公司实际控制人为武进区国资办。

2. 企业规模及竞争力

公司是常州市武进区重要的交通基础设施建设和国有资产运营主体，主要从事交通基础设施建设及施工、电气销售、污水处理及其他国有资产经营等业务，其中污水处理业务具有较强区域竞争优势。

武进区主要有 3 家区级基础设施建设主体和 1 家武进高新区基础设施建设主体，分别为江苏武进经济发展集团有限公司、伟驰控股集团有限公司、先行控股和常州滨湖建设发展集团有限公司。先行控股为公司的唯一股东，大部分业务由公司负责，与公司无竞争关系；其余 3 家企业主营业务与公司基本不构成竞争关系。公司资产、权益、债务规模及利润总额在上述主

体中均最小，武进区主要基建主体债务负担均较重。

表3 截至2021年底武进区主要基础设施建设主体情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	业务职能	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	全部债务	全部债务资本化比率
江苏武进经济发展集团有限公司	武进区国资办	武进区基础设施建设和国有资产经营主体，业务区域主要集中在城区内	1246.95	391.78	50.25	4.87	777.49	66.49%
伟驰控股集团有限公司	武进区国资办	环西太湖（滆湖）片区基础设施建设主体及西太湖产业园综合服务提供商	583.33	242.67	26.36	5.83	299.07	55.21%
先行控股	武进区国资办	武进区交通基础设施建设和国有资产运营主体，业务区域主要集中在城区外围	688.49	259.62	32.62	2.21	369.61	58.74%
常州滨湖建设发展集团有限公司	武进国家高新技术产业开发区管理委员会	武进高新区市政基础设施及配套项目投融资及开发建设主体	429.94	153.47	11.73	1.83	260.76	62.95%
公司	先行控股	武进区重要的交通基础设施建设和国有资产运营主体，业务区域主要集中在城区外围	369.87	138.78	22.18	1.44	168.75	54.87%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：91320412592526769A），截至2022年6月9日，公司本部无未结清的不良信贷记录；跟踪期内无新增已结清不良信贷记录和欠息记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：91320412071082509A），截至2022年6月9日，子公司江苏广湖建设有限公司（以下简称“广湖建设”）无已结清和未结清的不良信贷记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：913204122508518608），截至2022年5月30日，子公司江苏恒基路桥股份有限公司（以下简称“恒基路桥”）无已结清和未结清的不良信贷记录。

截至2022年6月8日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法定代表人、执行董事兼经理发生变更。

诸小平先生，1973年12月生，本科学历，中共党员。曾任武进区建设局财务审计科副科

长，常州市淹城投资发展有限公司财务部经理，武进区住建局财务审计科副科长，常州市淹城投资发展有限公司总经理，现任先行控股董事、副总经理，公司法定代表人、执行董事兼经理。

除上述事项外，跟踪期内公司法人治理结构、管理制度等未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司收入规模保持增长，建筑劳务收入、污水处理收入和电汽销售收入是主要的收入来源；综合毛利率受建筑劳务业务毛利率恢复性增长影响有所提升。

2021年，公司营业总收入保持增长，主要由建筑劳务收入、污水处理收入和电汽销售收入构成。2021年，公司建筑劳务收入有所增长，主要系该板块业务受疫情影响减弱，施工量恢复性增长；同期，公司污水处理收入稳步提升，主要由于当年新增特许权业务中的管网可用性服务及管网运维绩效服务收入；电汽销售收入在需求提升的带动下保持增长；其他业务收入主要来自教育学杂费、租赁及物业管理、贸易、养老代养等业务，同比有所增长。

从毛利率水平来看，2021年，公司综合毛利

率较2020年上升2.34个百分点。其中，建筑劳务业务毛利率恢复至疫情前水平；同期，污水处理业务毛利率有所下降，主要系新增的管网可用性服务及管网运维绩效服务业务毛利率相对偏

低所致；电汽销售业务毛利率同比大幅下降，主要由于煤价大幅上涨，导致生产成本大幅上升，而蒸汽价格增幅相对有限；其他业务毛利率保持增长。

表4 公司营业总收入构成和毛利率情况

项 目	2020 年			2021 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
建筑劳务	10.71	57.47	10.57	12.17	54.85	18.16
污水处理	3.48	18.68	19.44	4.37	19.69	17.35
电汽销售	2.28	12.26	41.83	3.12	14.04	21.87
其他业务	2.16	11.59	15.98	2.53	11.41	22.53
合 计	18.64	100.00	16.68	22.18	100.00	19.02

注：其他收入主要来自教育学杂费、租赁及物业管理、贸易、养老代养业务等；尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

（1）建筑劳务业务

公司建筑劳务业务包括基础设施建设和建筑施工，基础设施建设业务模式有 BT 和委托建设，建筑施工以总承包模式运营。跟踪期内，公司基础设施建设项目均已完工，公司账面尚存大规模已完工未结算的基础设施建设项目，该业务的持续性有待观察；建筑施工项目新签合同金额快速上升，在建及拟建项目后续存在一定投资压力；公司自营项目尚需投资规模较大，项目收益实现存在一定不确定性。

跟踪期内，公司建筑劳务业务仍主要包括由公司本部负责的常州市武进区主要的交通基础设施投融资建设、公司子公司广湖建设负责的武进区湖塘镇范围内的基础设施工程的建设、公司子公司恒基路桥从事的建筑施工业务，其业务建设模式分别为 BT 模式、委托代建模式以及总承包模式。

BT 项目方面，公司本部与子公司恒基路桥组成联合体与常州市武进区公路管理处（现更名为常州市武进区公路事业发展中心，以下简称“武进公路中心”）签订《投资建设移交合同》，项目竣工验收后，由政府组织相关单位按合同约定金额支付项目回购款。截至 2021 年底，公

司承接的 BT 项目累计投资 34.82 亿元，累计确认收入 17.07 亿元²；无在建及拟建 BT 项目。公司将应收武进公路中心的 BT 项目回购款项计入长期应收款中，截至 2021 年底，公司应收 BT 项目款为 9.97 亿元（体现在“长期应收款”和“一年内到期的非流动资产”科目）。

委托代建项目主要由广湖建设子公司常州市武进湖塘集体资产经营有限公司（以下简称“湖塘资产”）负责，湖塘资产与常州市武进区湖塘镇人民政府（以下简称“湖塘镇政府”）签订委托代建协议，主要负责武进区湖塘镇范围内市政设施和安置房的投资建设，项目建设资金由湖塘资产负责筹集，项目建成后，湖塘镇政府根据实际需要及财政资金状况与湖塘资产签订项目结算协议，结算金额为审定项目成本加成一定比例收益。2021 年，湖塘资产结算的安置房项目为湖塘镇三勤新苑安置小区项目、湖塘镇南田家园安置小区项目、湖塘镇采菱家园安置区二期项目，确认回购金额 1.14 亿元并收到全部回款。截至 2021 年底，湖塘资产计入存货科目的安置房项目主要为南田一期、采菱一期、采菱家园二期、南田二期等，账面余额合计 19.07 亿元。随着湖塘镇的基础设施建设已经趋于完善，湖塘资产无在建项目。

² BT 项目累计投资额中包含前期拆迁补偿成本，公司收回拆迁补偿金时，直接冲减成本，未全额确认收入

总承包项目方面，公司下属子公司恒基路桥作为总承包方参与投标取得以公路施工为主的项目。跟踪期内，恒基路桥相关施工资质无重大变化。2021年，公司新签合同数量同比有所下降，但承接的洋通高速二期工程 YR-RD1 标项目、沪陕高速 PGK22 标扩建工程等项目合同金额较大，故当年新签合同额大幅增长。同期，公司新签合同额中武进区外项目占比较 2020 年明显上升，达到 98.92%。2021 年底，恒基路桥在手合同数量 41 个，在手施工合同金额 69.40 亿元。

表5 2020—2021年恒基路桥合同签订情况
(单位：个、亿元)

项目	2020 年		2021 年	
	个数	金额	个数	金额
新签合同	12	8.98	7	19.36
其中：武进区内	4	2.71	1	0.21
武进区外	8	6.27	6	19.15
在手合同	34	50.04	41	69.40
其中：武进区内	9	9.71	10	9.92
武进区外	25	40.33	31	59.48

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司子公司常州市武进天龙设备安装工程有限公司（以下简称“天龙设备”）继续负责经营武进区范围内的自来水管网施工建设，业务模式未发生变化。2021 年，天龙设备实现自来水管网建设收入 1.35 亿元。

表6 截至2021年底公司主要在建施工项目情况（单位：亿元）

项目名称	业主方	计划建设期	总投资	已投资	累计收到回款
235 国道盱眙北段、331 省道盱眙绕城段改扩建工程	盱眙县泗州港务有限公司	2018.7-2023.8	9.36	1.16	0.16
武进河道管护项目	常州市武进区水利局	2018.9-2028.9	3.09	1.58	1.22
泰兴市沿江污水处理及生态环境提升 PPP 项目	泰兴市沿江保护积极和发展办公室	2018.9-2023.5	9.60	1.87	2.20
新长铁路平改立（谭庄道口、杨桥道口）工程施工项目	武进公路中心	2019.11-2020.5	0.15	0.14	0.13
勐满口岸经济区工业园道路工程	勐腊县商务局	2019.10-2024	4.77	0.01	0.01
新孟河延伸拓浚工程武进区太滆运河跨河桥梁施工 II 标	常州市武进区新孟河延伸拓浚工程建设管理处	2020.1-2021.1	0.42	0.26	0.23
白道坪南区市政道路工程	甘肃永坤房地产开发有限公司	2020.5-2020.12	0.36	0.26	0.29
504 省道泰兴段改扩建工程（阳江西路至泰常路）施工项目 S504XD-SG1 标段[1]	泰兴市交通产业（集团）有限公司	2020.12-2021.12	0.77	--	--
花海大道新建工程（南沿江城际铁路段）施工项目	武进公路中心	2020.12-2022.6	1.56	0.45	0.40
沪蓉高速公路青龙互通至焦溪古镇连接线工程施工项目	常州市天宁创新投资发展有限公司	2020.11-2021.8	0.85	0.09	0.04
紫金山路（沪蓉高速-S338）工程项目市政工程一标段	常州黑牡丹建设投资有限公司	2020.9-2021.9	0.80	0.62	0.43
勐腊火车站市政基础设施配套项目	勐腊万鼎城市投资发展有限公司	2020.9-2024	2.92	0.46	0.06
常泰长江大桥接线工程常州段路基借方备土服务采购项目	常州市高速公路建设指挥部	2021.1-2022.6	0.47	0.03	0.05
沪陕高速 PGK22 标扩建工程	南通市沪陕高速公路（平潮至广陵段）扩建工程服务指挥部	2021.3-2023.12	5.10	0.11	0.53
阜溧高速 JHX 一 TZ6 标	江苏省交通工程建设局	2021.1-2022.12	4.62	1.80	3.44
G312 线绕信阳市区段一级公路新建工程	中铁六局集团有限公司	2020.12-2022.12	0.56	0.18	0.11
淮安 348 省道项目	348 省道淮安段建设工程指挥部	2021.5-2021.12	2.37	0.15	--
洋通高速二期工程 YR-RD1 标项目	江苏省交通工程建设局	2021.10-2023.4	6.16	0.23	0.61
新孟河延伸拓浚工程常州市新北区境内桥梁施工 VII 标	常州新美水务集团有限公司	2021.1-2022.6	0.43	0.13	0.11

合计	--	--	54.36	9.53	10.02
----	----	----	-------	------	-------

注：受新冠肺炎疫情、业主规划变更、拆迁等因素影响，部分项目实际工程进度较计划建设期滞后
资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司主要在建施工项目总投资合计 54.36 亿元，已投资 9.53 亿元；主要拟建施工项目为贵州大龙开发区 2018 拟储备 B 块场平工程及致远路（中段）、三寨路工程总承包项目，计划总投资 7.30 亿元，计划建设期 2 年。整体看，公司主要项目未来尚需投资 52.13 亿元，仍面临一定的投资压力。

截至 2021 年底，公司主要在建自营项目 2 个，计划总投资 24.10 亿元，尚需投资 19.36 亿元。其中，南沿江交通运营枢纽项目建设期 3 年，计划总投资 20.60 亿元，已投资 3.47 亿元，项目建成后主要通过社会停车场停车费收入、配套商业出租收入、站区广告收入、旅游大巴车票收入实现资金平衡。科技产业园 D 区建设项目计划总投资 3.50 亿元，已投资 1.27 亿元，主要建设内容为工业厂房 6 幢，建筑面积约 18 万平方米，建成后计划对外出租及出售。

（2）土地开发业务

公司账面存在大量已完工未结算土地整理成本，未来公司土地开发业务受政府规划影响具有一定不确定性。

公司土地开发业务主要由湖塘资产负责，主要为对武进区湖塘镇范围内土地进行前期拆迁、土地平整等。项目前期工作由湖塘镇人民政府协调并协助湖塘资产开展融资工作，湖塘资产对拟出让土地进行征地、拆迁、整理，整理完成并经验收后，湖塘镇人民政府在与湖塘资产签订结算协议，根据不同地块的情况确认土地整理收入及成本。2021 年，湖塘资产结算的土地整理项目（湖塘镇三勤村及周边地块城镇化建设改造工程项目）结算成本 1.35 亿元，确认收入 1.53 亿元（并入建筑劳务板块列报），已全部回款。截至 2021 年底，公司账面存在已完工未结算的土地整理成本规模 38.11 亿元。公司无新增土地开发计划，未来公司开发业务受政府规划影响具有一定不确定性。

（3）污水处理业务

公司污水处理业务区域竞争优势明显；跟踪期内，污水处理收入同比增长，毛利率有所下降；在建污水处理厂项目仍有一定投资压力。

公司污水处理业务主要由公司子公司江苏大禹水务有限公司（以下简称“大禹水务”）以及广湖建设子公司常州市武进区纺织工业园污水处理有限公司（以下简称“工业园污水公司”）负责。

2021 年，大禹水务拥有 7 座污水处理厂，实际日处理量为 27.55 万吨；工业园污水公司拥有 1 座污水处理厂，实际日处理量为 2.80 万吨。

2020 年 1 月，武进区水利局与大禹水务签订了《常州市武进区污水厂网站一体化特许经营项目特许经营协议》，特许经营期限为 30 年，其中包含污水处理特许经营（武进区全域）和雨水管网特许经营（湖塘镇、牛塘镇、高新区北区、高新区南区、西太湖各板块的建成区区域内）。

大禹水务的污水处理业务收入主要分为市场化经营收入和特许经营政府付费两部分。其中：市场化经营收入由大禹水务在特许经营授权范围内自主考虑实施；特许经营政府付费由区级污水处理服务费+乡镇可用性服务费+乡镇运维绩效服务费+雨水管网服务费用组成，根据当年大禹水务实际运营情况综合考虑各期和考虑各服务费类型调价机制后，由武进区财政局统筹安排，武进区水利局付款。跟踪期内，上述两种模式的收费标准均无变化。

跟踪期内，大禹水务的乡镇及区级污水管网特许经营业务（包含在《常州市武进区污水厂网站一体化特许经营项目特许经营协议》内）已完成前期建设并投入运营，2021 年实现管网可用性服务及管网运维绩效服务等收入合计 1.46 亿元。

截至 2021 年底，公司在建污水处理厂项目计划投资合计 11.60 亿元，已投资 2.26 亿元，尚需投资 9.34 亿元。

表 7 截至 2021 年底公司在建污水处理厂情况
(单位: 亿元)

污水处理厂名称	计划建设期	总投资	已投资
武南第二污水处理厂一期	2019-2022	6.00	1.55
湟里污水处理厂扩建改造工程	2019-2022	1.36	0.29
漕桥污水处理厂扩建工程	2019-2022	1.32	0.33
滨湖污水处理厂二期	2020-2024	2.92	0.09
合计	--	11.60	2.26

资料来源: 公司提供

(4) 电汽销售业务

跟踪期内, 公司总上网电量和供汽量均保持增长, 毛利率受煤价大幅上涨影响明显下降。

公司电汽销售业务由二级子公司常州市湖塘热电有限公司(以下简称“湖塘热电”)负责, 采用“热电联产”的工艺, 利用蒸汽锅炉加热产生高温高压蒸汽, 由蒸汽带动汽轮机发电, 完成发电做功后的低品位汽轮机抽气或背压排气用于对纺织工业园区内企业提供蒸汽热供应。

电力业务方面, 湖塘热电与国网江苏省电力有限公司(以下简称“江苏电力”)签订了购售电合同, 其生产的电力产品全部销售给江苏电力。2021 年, 湖塘热电共有 4 台 75t/h(吨/小时)次高温次高压循环流化床锅炉, 1 台 6 兆瓦和 1 台 12 兆瓦背压式供热发电机组, 总装机容量较 2020 年无变化。2021 年实现年发电量 8410 万千瓦时, 较 2020 年增长 16.90%; 总上网电量 5477 万千瓦时, 较 2020 年增长 15.82%。

供热业务方面, 湖塘热电根据供热协议以及各用热企业每月下旬申报的下月用热计划组织生产供应。2021 年湖塘热电供汽量为 128.80 万吨, 较 2020 年增长 17.09%; 供热户数为 48 家, 较 2020 年底减少 6 家; 平均售汽价格由 2020 年的 210 元/吨上升至 240 元/吨。

(5) 其他业务

跟踪期内, 公司其他业务收入稳步增长, 对公司收入形成补充。

公司其他业务包括教育学杂费、租赁及物业管理、贸易、养老代养等。

公司教育学杂费收入来自广湖建设下属武进区湖塘实验中学和常州市武进区新城阳光幼

儿园。2021 年, 公司实现教育学杂费收入 1.05 亿元, 同比增长 18.48%, 主要系实验中学初一新生的学费提升所致; 毛利率为 23.79%, 同比上升 3.90 个百分点。

公司租赁及物业管理收入主要来自对其所拥有的商铺、厂房等资产的招租以及物业管理。截至 2021 年底, 公司可供出租商铺为 3.70 万平方米, 已全部出租; 可供出租标准厂房面积为 34.86 万平方米, 已出租 34.06 万平方米。物业管理收入主要来自由广湖建设负责的湖塘镇晓柳社区、北街社区等安置小区的物业管理服务。2021 年, 公司实现租赁及物业管理收入 0.77 亿元, 毛利率为 20.16%。

公司另有贸易和养老代养等业务, 收入规模较小。

3. 未来发展

公司未来发展方向清晰, 符合自身定位。

公司未来将打造城乡发展综合运营商, 主要目标有: 一是在深化改革转型上实现突破, 协调推进业务发展和增资扩股整合资源。二是持续攻坚污染防治项目, 推进污水处理项目改扩建。三是推动南沿江枢纽项目等重大项目建设。四是在稳固资金链条上实现突破, 提高经营绩效。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年度财务报表, 中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报表进行审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2021 年底, 公司共有纳入合并范围一级子公司 6 家。从合并范围变动来看, 2021 年, 公司合并范围一级子公司无变化。整体看, 公司财务数据可比性较强。

截至 2021 年底, 公司资产总额 369.87 亿元, 所有者权益 138.78 亿元(少数股东权益 41.35 亿元); 2021 年, 公司实现营业总收入 22.18 亿元, 利润总额 1.44 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模略有增长，其中应收类款项、存货及投资性房地产规模较大，对公司资金形成明显占用，且受限资产规模较

大，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

截至2021年底，公司资产总额较2020年底增长1.02%，资产结构以流动资产为主，详见下表。

表8 公司资产主要构成情况

科目	2020 年底		2021 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产合计	254.54	69.52	251.25	67.93
货币资金	53.85	14.71	36.24	9.80
其他应收款	105.65	28.86	114.25	30.89
存货	67.71	18.49	64.31	17.39
非流动资产合计	111.58	30.48	118.63	32.07
投资性房地产	61.45	16.78	55.75	15.07
固定资产	20.21	5.52	20.85	5.64
无形资产	2.92	0.80	15.94	4.31
资产总额	366.13	100.00	369.87	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年底，公司流动资产较2020年底变动不大，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

截至2021年底，公司货币资金较2020年底下降32.70%，主要由于当年新增项目投资大幅增加和偿还债务所致；公司货币资金主要由银行存款（30.93亿元）和其他货币资金（5.31亿元）构成。公司受限货币资金16.97亿元，主要系质押用于开立银票、国内信用证及借款。

截至2021年底，公司应收账款较2020年底增长4.67%，主要为应收常州市武进区公路管理处（1.97亿元）和盱眙县泗州港务有限公司（0.87亿元）等业主的工程款。

截至2021年底，公司其他应收款较2020年底增长8.14%，主要为与当地国有企业、政府单位的往来款及代付项目款。从集中度看，公司其他应收款前五名账面余额合计占比84.22%，集中度高。从账龄看，1年以内的占36.21%、1~2年的占22.76%、2~3年的占35.33%，3年以上的占5.70%，整体账龄一般。公司其他应收款累计计提坏账准备0.19亿元，计提比例低。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成明显占用。

表9 截至2021年底公司其他应收款前五名情况

单位名称	款项性质	账面余额（亿元）	占比（%）
常州市武进交通产业发展有限公司	往来款	68.35	59.73
常州市武进区财政局湖塘分局	土地款、代付拆迁款	16.39	14.32
江苏恒磊建设有限公司	往来款	4.83	4.22
常州市湖塘富民投资有限公司	往来款	3.79	3.31
常州市武进区交通运输局	代付项目款	3.02	2.64
合计	--	96.38	84.22

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2021年底，公司存货较2020年底下降5.03%，主要由合同履行成本63.89亿元构成，包括土地整理拆迁成本、安置房工程和市政工程代建成本以及少量恒基路桥的工程施工成本。

截至2021年底，公司其他流动资产较2020年底变动不大，主要为湖塘镇政府承诺支付的利息。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较2020年底增长6.31%，主要由投资性房地产、固定资产和无形资产构成。

截至2021年底，公司投资性房地产较2020年底下降9.27%，主要系部分土地使用权（5.63

亿元)因计划用于开发而转入无形资产科目所致。公司投资性房地产主要包括持有增值的土地使用权 52.63 亿元和用于出租的标准厂房和商铺 3.13 亿元。

截至 2021 年底,公司固定资产较 2020 年底增长 3.18%,主要由房屋建筑物(10.29 亿元)和专用设备(8.44 亿元)构成,累计计提折旧 13.16 亿元。

截至 2021 年底,公司在建工程较 2020 年底增加 5.63 亿元,主要系新增南沿江交通运营枢纽项目投入所致。公司在建工程主要由南沿江交通运营枢纽(3.47 亿元)和科技产业园 D 区建设项目(1.27 亿元)构成。

截至 2021 年底,公司无形资产较 2020 年底大幅增长 446.64%,主要系子公司大禹水务的乡镇及区级污水管网特许经营业务,前期建设已经完成并投入使用所致,其中由投资性房地产科目转入的土地使用权于当年进行了处置。公司无形资产由特许经营权(14.45 亿元)和土地使用权(1.39 亿元)构成。

截至 2021 年底,公司受限资产占资产总额的 20.08%,受限比例较高。

表 10 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额 比例(%)	受限原因
货币资金	16.97	4.59	质押用于开立银票、国内信用证及借款

表 11 公司主要负债构成情况

项目	2020 年底		2021 年底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动负债合计	122.52	53.52	150.73	65.22
短期借款	27.86	12.17	22.81	9.87
应付票据	24.24	10.59	13.82	5.98
其他应付款	29.92	13.07	45.73	19.79
一年内到期的非流动负债	29.13	12.73	55.72	24.11
非流动负债合计	106.39	46.48	80.37	34.78
长期借款	65.04	28.41	59.50	25.75
应付债券	34.89	15.24	15.93	6.89
负债总额	228.91	100.00	231.10	100.00

资料来源:公司审计报告、联合资信整理

固定资产	0.44	0.12	抵押用于借款
无形资产	14.50	3.92	抵押用于借款
投资性房地产	42.36	11.45	抵押用于借款
合计	74.26	20.08	--

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

3. 资本结构

跟踪期内,公司所有者权益变动不大,少数股东权益占比较高,所有者权益稳定性一般;公司债务规模持续下降,整体债务负担较重,2022 年面临较大集中兑付压力。

(1) 所有者权益

截至 2021 年底,公司所有者权益 138.78 亿元,较 2020 年底增长 1.14%,主要由实收资本(占 8.65%)、资本公积(占 56.35%)和少数股东权益(占 29.79%)构成。

截至 2021 年底,公司实收资本 12.00 亿元,较 2020 年底无变化;资本公积 78.20 亿元,较 2020 年底下降 0.36%,主要系大禹水务改制引入少数股东增资及资产剥离导致资本公积减少 0.29 亿元所致。

(2) 负债

截至 2021 年底,公司负债总额较 2020 年底增长 0.96%,流动负债占比进一步上升,负债结构详见下表。

截至 2021 年底，公司流动负债较 2020 年底增长 23.02%，主要由短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2021 年底，公司短期借款较 2020 年底下降 18.13%，以抵押借款（11.20 亿元）和保证借款（9.92 亿元）为主。

截至 2021 年底，公司应付票据较 2020 年底下降 42.98%，主要系银行承兑汇票减少所致。公司应付票据主要由银行承兑汇票（11.65 亿元）和国内信用证（2.00 亿元）构成。

截至 2021 年底，公司其他应付款较 2020 年底增长 52.83%，主要系往来款增加所致。公司其他应付款主要为与先行控股（占 54.32%）和常州恒博建设有限公司（占 10.90%，该公司系先行控股子公司）的往来款。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债较 2020 年底大幅增长 91.29%；从结构上看，主要由一年内到期的长期借款（28.79 亿元）和一年内到期的应付债券（25.64 亿元）构成。

截至 2021 年底，公司非流动负债较 2020 年底下降 24.45%，主要系应付债券减少所致。

截至 2021 年底，公司长期借款较 2020 年底下降 8.52%；从结构上看，公司长期借款（包含一年内到期部分）由保证借款（46.16 亿元）、抵押借款（24.49 亿元）和质押借款（17.64 亿元）

构成。

截至 2021 年底，公司应付债券较 2020 年底下降 54.33%，主要系部分应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。

表 12 截至 2021 年底公司应付债券（含一年内到期部分）情况

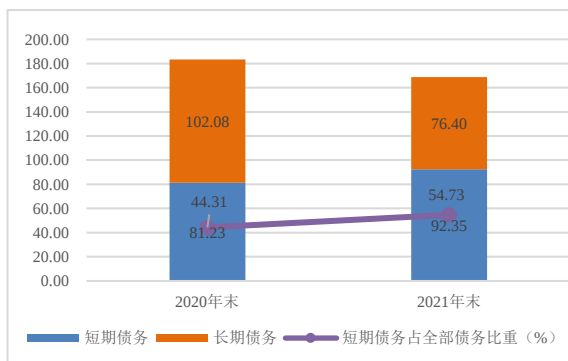
项目	余额（亿元）
江苏广湖建设 2020 年第一期债权融资计划	2.99
19 广湖 01	1.00
19 广湖 02	1.39
19 广湖 04	5.19
无锡农商行理财直接融资工具	2.00
18 先行绿色债	2.38
19 先行建设 ZR001	5.98
19 先行建设 ZR002	4.99
19 先行建设 ZR003	4.98
江南银行债权融资	4.97
19 先行建设 PPN001	5.70
应付债券应付利息	0.81
合计	42.38

注：以上应付债券余额包括溢价和折价摊销

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

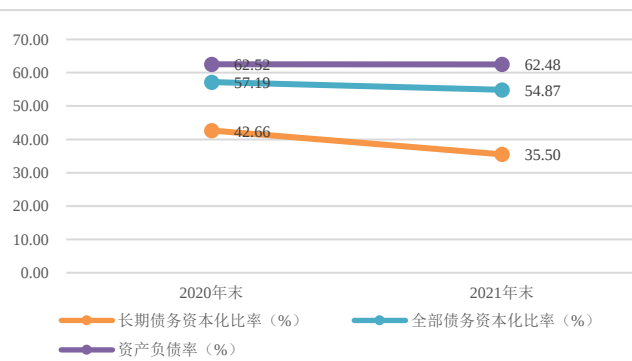
截至 2021 年底，公司长期应付款较 2020 年底下降 52.76%，系融资租赁借款减少所致。本报告已将长期应付款中有息部分调整至长期债务计算。

图 1 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

图 2 公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

有息债务方面，截至 2021 年底，公司全部债务较 2020 年底下降 7.94%，短期债务占比有所上升。截至 2021 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率较 2020

年底分别下降 0.04 个、2.32 个和 7.15 个百分点。

根据公司提供资料，截至 2021 年底，公司于 2022—2024 年到期的债务规模分别为 92.35 亿元、

21.84亿元和3.57亿元。2022年公司集中偿付压力较大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入保持增长，利润总额对政府补助有一定依赖性，整体盈利能力一般。

2021年，公司营业总收入较2020年增长19.03%；同期，公司营业成本较2020年增长15.69%，低于营业总收入增幅。2021年，公司营业利润率较2020年上升2.46个百分点。

2021年，公司期间费用3.70亿元，较2020年下降5.56%，主要系财务费用减少所致。2021年，公司期间费用占营业总收入的比重为16.66%，公司费用控制能力有待提升。

非经常性损益方面，2021年，公司其他收益占利润总额的比重为61.81%，主要为政府补助；同期，投资收益0.09亿元，同比减少0.35亿元，主要系以摊余成本计量的金融资产终止确认收益大幅减少；信用减值损失0.15亿元，主要为应收账款坏账损失。公司利润总额对政府补助有一定依赖性。

从盈利指标上看，2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别较2020年下降0.34个和0.53个百分点。

表13 公司盈利能力变化情况

项目	2020年	2021年
营业总收入（亿元）	18.64	22.18
营业成本（亿元）	15.53	17.97
其他收益（亿元）	0.31	0.89
利润总额（亿元）	2.20	1.44
营业利润率（%）	15.72	18.18
总资本收益（%）	1.18	0.84
净资产收益（%）	1.09	0.56

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

5. 现金流

跟踪期内，受往来款支出规模下降影响，公司经营活动现金净流入规模扩大，收入实现质量有所下滑；投资活动现金流量净额由正转负；筹资活动现金净流出规模有所下降；随着

公司在建项目持续推进及债务到期，公司未来融资需求较大。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入量同比变化不大，主要来自于销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金（主要为往来款）；同期，公司现金收入比有所下降，收入实现质量下滑。2021年，公司经营活动现金流出量同比下降38.90%，主要系支付的往来款减少所致。2021年，公司经营活动现金保持净流入。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入主要为赎回理财产品收到的现金；同期，公司投资活动现金流出量同比增长68.01%，主要系购置污水处理特许经营权和南沿江交通运营枢纽项目投入支付的现金。2021年，公司投资活动现金转为大额净流出。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入量同比下降47.85%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出量同比下降53.50%，主要系偿还债务本息支付的现金。2021年，公司筹资活动现金持续净流出，但缺口有所收窄。

表14 公司现金流量情况

项目	2020年	2021年
经营活动现金流入小计（亿元）	41.56	40.07
经营活动现金流出小计（亿元）	26.60	16.25
经营活动现金流量净额（亿元）	14.96	23.82
投资活动现金流入小计（亿元）	22.47	7.63
投资活动现金流出小计（亿元）	17.37	29.18
投资活动现金流量净额（亿元）	5.11	-21.54
筹资活动前现金流量净额（亿元）	20.07	2.28
筹资活动现金流入小计（亿元）	124.29	64.81
筹资活动现金流出小计（亿元）	158.37	73.64
筹资活动现金流量净额（亿元）	-34.08	-8.82
现金收入比（%）	110.38	85.96

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

6. 偿债指标

跟踪期内，公司长短期偿债能力指标均较弱，间接融资渠道尚可，对外担保规模较大。

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率及速动比率较2020年底均有所下降。

2021年，公司经营活动现金流量净额对短期债务及流动负债的覆盖倍数有所上升但保障能力仍较弱。截至2021年底，公司现金短期债务比为0.44倍，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比有所下降，全部债务/EBITDA有所上升，经营现金/全部债务、经营现金/利息支出同比均有所上升，EBITDA利息倍数同比下降，公司长期偿债能力指标较弱。

表 15 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	207.75	166.69
	速动比率（%）	152.49	124.03
	经营现金/流动负债（%）	12.21	15.81
	经营现金/短期债务（倍）	0.18	0.26
	现金短期债务比（倍）	0.67	0.44
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	6.61	5.52
	全部债务/EBITDA（倍）	27.73	30.57
	经营现金/全部债务（倍）	0.08	0.14
	EBITDA/利息支出（倍）	0.66	0.61
	经营现金/利息支出（倍）	1.49	2.63

注：经营现金指经营活动现金流量净额
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至2021年底，公司对外担保余额33.63亿元，担保比率为24.23%，被担保对象均为国有企业，经营情况正常。整体来，公司对外担保规模较大且集中在武进区内，存在一定或有负债风险。

表 16 截至 2021 年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保单位	担保余额
江苏武进经济发展集团有限公司	10.66
常州市恒源供水有限公司	7.35
常州市杨柳埠农业产业园有限公司	2.11
江苏先行控股集团有限公司	1.50
常州千颂丰农业科技有限公司	1.46
常州市雪堰雪湖投资开发有限公司	1.40
常州湟里众信企业发展服务有限公司	1.05
常州市湟里振兴市政建设发展有限公司	1.03
常州市湟里工业集中区投资开发有限公司	1.00
常州旺利达建设发展有限公司	0.91
江苏恒磊建设有限公司	0.90

被担保单位	担保余额
常州驰善亦禾物资有限公司	0.87
江苏菲林苗木有限公司	0.75
常州滨湖建设发展集团有限公司	0.70
常州市武进新农村建设发展有限公司	0.66
常州碧海千盛物资有限公司	0.36
常州市雪洲农业发展有限公司	0.33
常州滨湖物流有限公司	0.20
常州武南标准厂房投资发展有限公司	0.20
常州市临湖文化旅游发展股份有限公司	0.10
常州市隆浩泰商贸有限公司	0.10
合计	33.63

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年底，公司涉及未决诉讼 2 起，均系恒基路桥承包的中城开农业科技发展集团有限公司开发的“盱眙-马坝田园综合体项目示范区一期项目”工程，因发包方工程款拖欠等因素而形成，涉诉金额预计为 0.47 亿元，案件仍在进一步审理中。

截至 2021 年底，公司获得银行授信额度 141.83 亿元，已使用额度 102.19 亿元，剩余额度 39.64 亿元，公司间接融资渠道尚可。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部资产、权益占合并口径比重较小，公司收入主要来自子公司；公司本部债务负担较重且短期偿债压力大。

截至2021年底，公司本部资产总额147.75亿元，较2020年底下降1.79%。其中，流动资产占60.33%，非流动资产占39.67%。从构成看，公司本部资产主要由其他应收款（75.52亿元）、长期股权投资（19.93亿元）和投资性房地产（21.87亿元）构成。

截至2021年底，公司本部所有者权益48.38亿元，较2020年底变化不大。其中，实收资本占24.80%，资本公积占68.88%，未分配利润占5.56%。

截至2021年底，公司本部负债总额99.37亿元，较2020年底下降3.06%，主要系非流动负债减少所致。其中，流动负债占78.09%，非流动负

债占21.91%。截至2021年底，公司本部全部债务69.26亿元，全部债务资本化比率58.88%，资产负债率为67.25%。

2021年，公司本部实现营业总收入1.05亿元，利润总额0.82亿元。

2021年，公司本部经营活动现金流量净额为17.16亿元，投资活动现金流量净额为-8.65亿元，筹资活动现金流量净额为-12.51亿元。

截至2021年底，公司本部流动比率及速动比率均为114.87%，现金短期债务比为0.10倍，公司本部短期偿债压力大；因未获取到公司本部折旧、摊销数据，公司本部EBITDA及相关指标无法计算。

十、外部支持

公司是常州市武进区重要的交通基础设施投资建设主体和国有资产运营主体，获得政府在财政补贴、资金及资产注入等方面有力支持以及股东的担保支持。

2021年，公司收到政府补助0.87亿元，计入“其他收益”科目。

自成立以来，公司陆续获得武进区国资办在资金和资产注入方面的有力支持，截至2021年底，公司实收资本和资本公积分别为12.00亿元和78.20亿元。

截至2021年底，公司股东先行控股为公司提供担保金额合计17.86亿元。

十一、债券偿还能力分析

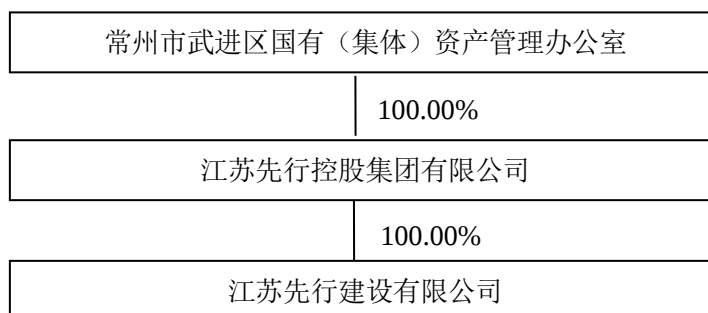
“18先行绿色债/PR先行”由江苏再担保提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

经联合资信评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，评级展望均为稳定，上述担保能有效提升“18先行绿色债/PR先行”的偿付安全性。同时，“18先行绿色债/PR先行”设置了分期偿还条款，可有效降低公司的集中偿付压力。

十二、结论

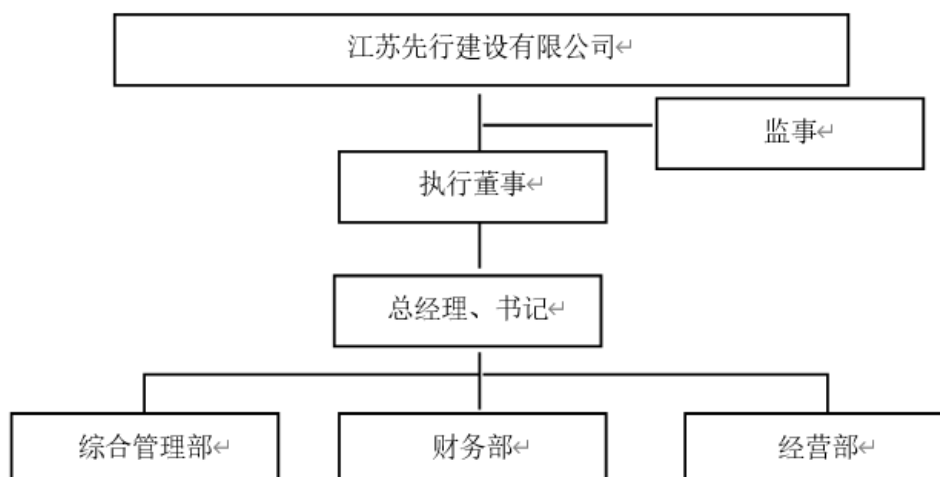
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“18先行绿色债/PR先行”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司合并范围内一级子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
江苏恒基路桥股份有限公司	49754.39	路桥建设	95.25	收购
常州市武进航务工程有限公司	5504.00	航运建设和配套	100.00	收购
常州市武进水利资产经营有限公司	2400.00	国有资产管理	100.00	划拨
常州市武进天龙设备安装工程有限公司	2000.00	建筑安装	60.00	收购
江苏广湖建设有限公司	200000.00	国有资产管理	57.50	收购
道胜环境产业有限公司	100000.00	环保咨询	51.00	设立

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	65.86	54.41	40.79
资产总额（亿元）	371.90	366.13	369.87
所有者权益（亿元）	128.80	137.22	138.78
短期债务（亿元）	111.95	81.23	92.35
长期债务（亿元）	96.17	102.08	76.40
全部债务（亿元）	208.12	183.30	168.75
营业总收入（亿元）	20.36	18.64	22.18
利润总额（亿元）	1.37	2.20	1.44
EBITDA（亿元）	4.08	6.61	5.52
经营性净现金流（亿元）	17.18	14.96	23.82
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.65	2.22	2.48
存货周转次数（次）	0.22	0.22	0.27
总资产周转次数（次）	0.06	0.05	0.06
现金收入比（%）	130.50	110.38	85.96
营业利润率（%）	21.87	15.72	18.18
总资本收益率（%）	0.64	1.18	0.84
净资产收益率（%）	0.54	1.09	0.56
长期债务资本化比率（%）	42.75	42.66	35.50
全部债务资本化比率（%）	61.77	57.19	54.87
资产负债率（%）	65.37	62.52	62.48
流动比率（%）	178.85	207.75	166.69
速动比率（%）	127.93	152.49	124.03
经营现金流动负债比（%）	12.04	12.21	15.81
现金短期债务比（倍）	0.59	0.67	0.44
EBITDA 利息倍数（倍）	0.48	0.66	0.61
全部债务/EBITDA（倍）	51.02	27.73	30.57

注：已将长期应付款中有息部分调至长期债务计算
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

附件 2-2 公司主要财务数据及指标 (公司本部/公司本部口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	26.51	10.76	4.96
资产总额 (亿元)	164.13	150.44	147.75
所有者权益 (亿元)	47.79	47.94	48.38
短期债务 (亿元)	42.78	30.01	47.66
长期债务 (亿元)	50.45	51.38	21.60
全部债务 (亿元)	93.24	81.39	69.26
营业总收入 (亿元)	0.97	0.92	1.05
利润总额 (亿元)	0.15	0.28	0.82
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-11.20	-6.84	17.16
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	1.79	1.78	0.71
存货周转次数 (次)	0.30	*	*
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.01
现金收入比 (%)	201.79	1.36	6.21
营业利润率 (%)	86.39	85.17	92.39
总资本收益率 (%)	0.08	0.11	0.54
净资产收益率 (%)	0.24	0.30	1.32
长期债务资本化比率 (%)	51.35	51.73	30.87
全部债务资本化比率 (%)	66.11	62.93	58.88
资产负债率 (%)	70.88	68.14	67.25
流动比率 (%)	151.01	185.15	114.87
速动比率 (%)	151.01	185.15	114.87
经营现金流动负债比 (%)	-17.26	-13.64	22.11
现金短期债务比 (倍)	0.62	0.36	0.10
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：公司本部折旧和摊销数据未获取，EBITDA 及相关指标无法计算；数据过大或过小，用*表示
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持