

# 信用等级公告

联合[2019]074号

大洼县城市建设投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对大洼县城市建设投资有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的公司债券进行综合分析和评估，确定：

**大洼县城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AApi，评级展望为“稳定”**

**大洼县城市建设投资有限公司拟公开发行的公司债券信用等级为 AApi**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年一月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 2019年大洼县城市建设投资有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级：AA<sub>+</sub>  
 公司主体信用等级：AA<sub>+</sub>  
 评级展望：**稳定**  
 发行规模：7.60 亿元  
 债券期限：7 年  
 还本付息方式：按年付息，存续期的第 3~7 年  
 分期兑付本金的 20%

评级时间：2019 年 1 月 11 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	132.03	146.94	143.41
所有者权益 (亿元)	102.60	104.34	106.11
长期债务 (亿元)	25.47	22.05	10.57
全部债务 (亿元)	25.47	25.33	12.93
营业收入 (亿元)	6.18	6.66	5.44
净利润 (亿元)	1.49	1.73	1.77
EBITDA (亿元)	4.08	4.45	3.48
经营性净现金流 (亿元)	-10.38	5.26	-1.43
营业利润率 (%)	17.83	17.18	6.23
净资产收益率 (%)	1.45	1.66	1.67
资产负债率 (%)	22.28	28.99	26.01
全部债务资本化比率 (%)	19.88	19.54	10.86
流动比率 (倍)	7.73	2.12	2.99
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.18	0.27
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.10	2.61	2.12
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.54	0.59	0.46

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。4、本报告已将其他流动负债中的应付短期债券、向中央银行借款、吸收存款及同业存放和拆入资金计入短期债务。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对大洼县城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为大洼区重要的基础设施建设、土地开发整理和国有资产经营主体，具备良好的外部环境以及大洼区政府对公司的支持力度较大等方面的优势。同时，联合评级也关注到公司整体资产质量较差、盈利能力较弱、对外担保规模较大、自营项目待融资额较大等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。

公司未来将在推进基础设施建设的同时，不断拓展业务范围，逐步实现业务结构的多元化，公司自身盈利能力有望提高，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本次债券设置了分期还款安排，公司经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对本次债券分期偿还本金的保障能力强，可有效降低公司资金集中支付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 大洼区经济稳步发展，为公司营造了良好的外部环境。

2. 公司作为大洼区重要的基础设施建设、土地开发整理和国有资产经营主体，得到了大洼区人民政府在资本金注入、财政补贴和债务置换等方面的有力支持。

3. 本次债券设置的分期还款安排在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

### 关注

1. 公司资产中房屋及建筑物、土地、水库资产及海域使用权占比大，资产流动性较弱，

整体资产质量较差。

2. 公司期间费用对利润侵蚀显著，整体盈利能力偏弱。

3. 公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

4. 本次债券的发行对公司现有债务规模和结构的影响大，偿债资金来源主要为募投项目预期收益，收入实现存在无法达到预期的可能性。

## 分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

龚 艺

电话：010-85172818

邮箱：gongy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

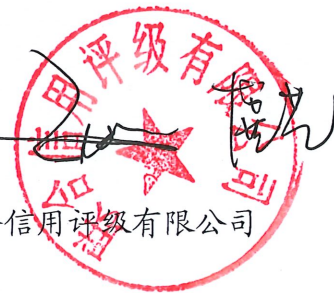
联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师:

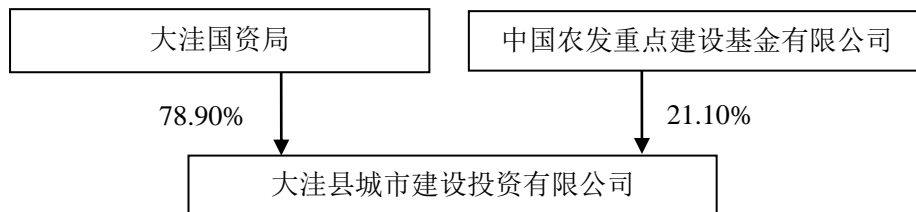
联合信用评级有限公司



## 一、主体概况

大洼县城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）成立于 2004 年，系经大洼区<sup>1</sup>人民政府大政【2004】34 号和盘锦市人民政府盘政【2004】45 号文件批准，由大洼区人民政府出资设立，公司初始注册资本为 2,000 万元，大洼区人民政府为唯一出资人。大洼区人民政府于 2011 年 3 月 21 日以货币出资 1,900 万元置换原实物出资 1,900 万元，并于 2011 年 10 月 15 日以货币方式对公司增资 16,500 万元。2014 年 3 月 31 日，根据大洼区人民政府向公司下发的《关于大洼县城市建设投资有限公司变更出资人的决定》，公司的出资人由大洼区人民政府变更为大洼区国有资产监督管理局（以下简称“大洼国资局”）。2017 年 12 月 28 日，大洼国资局对公司认缴增资 6.04 亿元，中国农发重点建设基金有限公司对公司认缴增资 2.11 亿元。截至 2017 年底，公司注册资本 10.00 亿元，实收资本 1.85 亿元；其中大洼国资局认缴 7.89 亿元（其中 6.04 亿元尚未到位），持股 78.90%；中国农发重点建设基金有限公司认缴 2.11 亿元（计入长期应付款），持股 21.10%。大洼国资局为公司控股股东及实际控制人。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：投资经营性基础设施项目、公益性建设项目和产业结构调整建设项目、开展项目融资、受政府委托经营国有资产、受政府或社会委托代理投资、开展投资咨询服务、委托经营性业务；土地开发整理；自有海域经营、管理及出租；水产养殖。（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。）

截至 2017 年底，公司本部设办公室、财务部、融资部、项目管理部、工程管理部 5 个职能部门；拥有 1 家全资子公司：大洼县安润市政工程有限责任公司（以下简称“安润公司”）；1 家控股子公司：盘锦红海滩湿地风景廊道景区管理有限公司（以下简称“红海滩公司”，公司对其持股比例为 80.00%）。截至 2017 年底，公司本部拥有在职员工 13 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 143.41 亿元，负债合计 37.31 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）106.11 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 106.09 亿元。2017 年，公司实现营业收入 5.44 亿元，净利润（含少数股东损益）1.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.86 亿元。

公司注册地址：辽宁省盘锦市大洼区中心路 117 号；法定代表人：张庆宇。

<sup>1</sup> 2016 年 4 月 28 日，经国务院批复辽宁省盘锦市大洼县撤县设区。

## 二、本次公司债券及募投项目概况

### 1. 本次债券概况

公司拟发行 2019 年公司债券（以下简称“本次债券”），发行规模 7.6 亿元，期限为 7 年，本次债券按年付息、分期还本，从债券存续期的第三个计息年度开始，每年按照发行总额的 20% 偿还债券本金，即第 3~7 年每年偿还债券本金 1.52 亿元。

### 2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金总额为 7.60 亿元，其中 6.20 亿元用于大洼区产业园区建设项目、1.40 亿元用于大洼区城市综合停车场工程项目。

表 1 本次债券募投项目明细（单位：亿元、%）

项目名称	投资总额	拟使用债券资金	募集资金占项目总投资比例
大洼区产业园区建设项目	14.00	6.20	44.29
大洼区城市综合停车场工程项目	3.30	1.40	42.42
<b>合计</b>	<b>17.30</b>	<b>7.60</b>	<b>43.93</b>

资料来源：公司提供

#### （1）大洼区产业园区建设项目

大洼区产业园区建设项目建设地点位于大洼区临港经济区内，位于向海大道以西、中华公路工业三路以东、中心路以南、纬七路以北。该项目基地建设以一区三中心为核心区，主要建设内容如下：基地办公楼（产业区 118,910 平方米）；研发中心综合楼（研发中心 15,000 平方米）；电子商务服务办公楼一（电子商务中心 15,000 平方米）；会展服务中心 15,000 平方米；A/B/C 类厂房 790,120 平方米；辅助工程：修建道路 9 公里，铺设排水管网 70,000 延长米，堆场 139,140 平方米，围网 158,086 延长米，园区绿化 240,120 平方米，设备用房 12,640 平方米，场地平整 1,066,560 平方米，其他附属配套工程。

大洼区产业园区建设项目计划总投资 14.00 亿元，资金来源为自有资金和外部融资，其中自有资金投入 5.10 亿元，占 36.43%；外部融资 8.90 亿元（含本次债券资金 6.20 亿元），占 63.57%。

大洼区产业园区建设项目符合国家产业政策，已经通过了相关主管部门的审批，批复文件如下表所示：

表 2 大洼区产业园区建设项目审批表

序号	批准文件	批准文号	下发日期	审批机构
1	关于大洼区产业园区建设项目可行性研究报告批复	大发改发【2016】417 号	2016 年 12 月 1 日	盘锦市大洼区发展和改革局
2	关于大洼区产业园区建设项目社会稳定风险评估的意见	大稳办发【2016】11 号	2016 年 6 月 21 日	盘锦市大洼区维护社会稳定工作领导小组办公室
3	关于大洼区产业园区建设项目用地预审意见	大国土资字【2016】125 号	2016 年 6 月 20 日	盘锦市大洼区国土资源局
4	关于大洼区产业园区建设项目环境影响报告表的批复	大环发【2016】200 号	2016 年 6 月 21 日	盘锦市大洼区环境保护局
5	建设项目选址意见书	选字第 2111212016070010 号	2016 年 6 月 21 日	大洼县规划局
6	建设工程规划许可证	建字第 2111212016090033 号	2016 年 6 月 29 日	大洼县规划局

资料来源：公司提供

大洼区产业园区建设项目已于 2017 年 3 月开工，预计 2019 年 12 月完工，截至 2018 年 10 月底已完成投资 1.90 亿元，已完成土地平整，建设完成厂房面积约 50,000 平方米。

一方面工业园的建设必须要有水、电、输变线路、通信等相关的配套基础设施，因此工业园的建设可以很好的改善临港经济区的基础设施状况；另一方面工业园产业的发展必将要求有更好的文化卫生事业，而通过建设的过程可以使当地的人民学习到外面先进的思想和生活方式，从而在观念上得到提高。产业园区建设将改善临港经济区的投资环境，促进临港经济区经济的可持续发展。按照重点发展、做大做强等不同模式，打造强健的产业转移平台等产业基地产业发展思路，对相关产业（交通运输、物流、建筑、建材业、电力、供水、银行信贷、通讯、宾招、餐饮、房地产等行业）拉动作用大，对 GDP 贡献率高。

大洼区产业园区建设项目收入来源为厂房、会议展览中心租赁收入，根据中元国际投资咨询中心有限公司出具的《大洼区产业园区建设项目可行性研究报告》（编号：ZYGJ-LNPJ【1605-08】）。预计该项目进入经营期后，公司每年获得项目收入 59,000 万元，在本次债券存续期内收入合计约 295,000 万元。

## （2）大洼区城市综合停车场工程项目

大洼区城市综合停车场工程项目总占地面积407亩（27.16万平方米），总建筑面积28.70万平方米。具体建设内容为：城市主、次干路两侧新建机动停车位12,040个，占地面积186,390平方米，建筑面积188,290平方米；大型货车停车场停车位955个，占地面积66,664平方米，建设面积76,860平方米；垂直升降式立体停车楼1座，总占地面积18,528平方米，总建筑面积21,912平方米。

大洼区城市综合停车场工程项目计划总投资 3.30 亿元，资金来源为自有资金和外部融资，其中自有资金投入 1.20 亿元，占 36.36%；外部融资 2.10 亿元（含本次债券资金 1.40 亿元），占 63.64%。

大洼区城市综合停车场工程项目符合国家产业政策，已经通过了相关主管部门的审批，批复文件如下表所示：

表3 大洼区城市综合停车场工程项目审批表

序号	批准文件	批准文号	下发日期	审批机构
1	关于大洼区城市综合停车场项目可行性研究报告批复	大发改发【2016】416号	2016年12月1日	盘锦市大洼区发展和改革局
2	关于大洼区城市综合停车场项目社会稳定风险评估的意见	大稳办发【2016】10号	2016年6月21日	盘锦市大洼区维护社会稳定工作领导小组办公室
3	关于大洼区城市综合停车场项目用地预审意见	大国土资字【2016】124号	2016年6月20日	盘锦市大洼区国土资源局
4	关于大洼区城市综合停车场工程项目环境影响报告表的批复	大环发【2016】201号	2016年6月21日	盘锦市大洼区环境保护局
5	建设项目选址意见书	选字第2111212016070009号	2016年6月21日	大洼县规划局
6	建设工程规划许可证	建字第2111212016090034号	2016年6月29日	大洼县规划局

资料来源：公司提供

大洼区城市综合停车场工程项目已于 2017 年 3 月开工，预计将于 2019 年 12 月完工，截至 2018 年 10 月底已完成投资 1.20 亿元，其中城市主、次干路两侧机动停车位已建设完成。

大洼区城市综合停车场工程项目的实施有利于解决城市停车难的问题。近年来，随着盘锦市城市经济的快速增长，汽车进家庭的步伐加快，城市机动车发展迅猛，目前全县机动车保有量已达到

6.5万辆。相比之下，城市停车设施建设明显滞后，导致停车供求矛盾日益尖锐，停车难的问题日益凸显。停车难，已经成为盘锦市交通发展、汽车消费的瓶颈之一。本项目建成后，将有助于改善大洼区地区交通和停车的环境，缓解区域内的停车位不足的问题，改善了停车和交通的状况，有效的解决城市停车难这一问题，从而完善大洼区基础设施建设，解决配套设施不完善而给城市发展带来的制约问题，保证大洼区持续健康的发展。

大洼区城市综合停车场工程项目收入主要来源为停车费收入，根据中元国际投资咨询中心有限公司出具的《大洼区城区综合停车场建设工程可行性研究报告》（编号：ZYGJ-LNPJ【1605-08】）。预计该项目进入经营期后，公司每年获得项目收入8,500万元，在本次债券存续期内收入合计约51,000万元。

总体看，公司募集资金主要用于大洼区产业园区建设项目和大洼区城市综合停车场工程项目建设，项目规划清晰；未来公司募投项目若建成，公司收入及盈利水平有望获得提升。

### 三、行业分析

#### 1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

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

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。随着近年来国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快，全国固定资产投资总额逐年增长。但受全球经济复苏疲软、国内经济结构调整以及房地产周期性调整等因素影响，2010年以来，全国固定资产投资增速逐年放缓。2017年，全国固定资产投资完成额（不含农户）63.17万亿元，同比增长7.20%。其中，2017年第一产业固定资产投资完成额2.09万亿元，同比增长11.80%，增速同比下降9.30个百分点；第二产业固定资产投资额23.58万亿元，同比增长3.20%，增速较上年下降0.03个百分点；第三产业固定资产投资额37.50万亿元，同比增长9.50%，增速同比下降1.40个百分点。

受全国固定资产投资增速下降影响，2011年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但2012年以来在保障房、水利建设等基础设施建设的投资的支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速。2017年，全国基础设施建设行业累计完成投资17.31万亿元，较上年增长13.88%，增速下降1.83个百分点。

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从1978年的17.9%提高到2016年的57.35%，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市

化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济下行压力增大，经济结构调整成为新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

## 2. 行业政策

近年来，我国愈发重视城市基础设施建设。十八大报告指出要推动城乡发展一体化，通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。同时还要加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。

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

2015年5月，财政部、人民银行、银监会发布《对发改办财金[2015]1327号文件的补充说明》，对于主体信用等级为AA的企业，以自身合法拥有的资产进行抵质押或由担保公司提供第三方担保的债券，或项目自身收益确定且回报期较短的债券，不受发债企业数量指标限制；允许企业借新还旧，企业在主体与债项信用等级均满足要求的情况下，可使用不超过40%的募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金；支持PPP项目开展。

2015年8月，国家发改委发布《项目收益债券管理暂行办法》，对发行项目收益债券募集资金用途予以限制，其资金只能用于该项目建设、运营或设备购置，不得置换项目资本金或偿还与项目有关的其他债务，但偿还已使用的超过项目融资安排约定规模的银行贷款除外。

2016年11月，国务院办公厅发布《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）。同时经国务院批准，财政部印发《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），明确了地方政府性债务的分类处置原则。

2017年4月，财政部、发改委、司法部、人民银行、银监会、证监会六部门联合发布《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）（以下简称“50号文”），为贯彻落实党中央、国务院决策部署，牢牢守住不发生区域性系统性风险的底线，50号文从全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制及大力推进信息公开六个方面对各地地方政府和部门做出通知，要求各地区充分认知规范地方政府举债融资行为的重要性，把防范风险放在更加重要的位置。

2017年6月1日，财政部、国土资源部公布了《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕62号，以下简称《办法》）。《办法》明确为完善地方政府专项债券管理，2017年先从土地储备领域开展试点，发行土地储备专项债券，规范土地储备融资行为。

2017年6月2日，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》，要求地方政府及其部门不得利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债，严禁将铁路、公路、

机场等基础设施建设，农田水利等建设工程作为政府购买服务项目。各省财政厅报经省级政府批准后，会同相关部门组织全面摸底排查本地区政府购买服务情况，发现违法违规问题的，督促相关地区和单位限期依法依规整改到位，并将排查和整改结果于 2017 年 10 月底前报送财政部。

总体看，近年来政策加大了对城市基础设施建设的支持力度，着重强调了城乡一体化、高质量、合理市场分工以及中西部地区的建设发展。在地方政府性债务管理方面，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

### 3. 行业关注

#### (1) 经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

#### (2) 流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

#### (3) 代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的城市基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，影响城市化进程。

### 4. 行业发展

#### (1) 我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长

截至 2016 年末，中国城镇化率为 57.35%，较上年提高 1.25 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。2014 年 3 月，中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014~2020 年）》指出，要有序推进农业转移人口市民化、优化城镇化布局和形态、提高城市可持续发展能力、推动城乡发展一体化、改革完善城镇化发展体制机制等。

#### (2) 引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金普遍依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式须从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务，解决资金问题，也可以提高运营效率。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施有望保持进一步发展；另一方面，我国基础设施建设模式将可能发生改变，由过去完全政府主导向 PPP 模式（即政府和私营共同参与）转变。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司作为大洼区重要的基础设施建设、土地开发整理和国有资产经营主体，无论从资产的规模和质量，还是从承担基础设施建设工程的数量和重要性等方面，都在大洼区具有较为突出的地位。

总体看，公司主营业务包括区域内基础设施建设和土地开发整理等，公司以上各主营业务在大洼区范围内均具有重要地位。

### 2. 人员素质

目前，公司本部高管人员 2 人，包括董事长兼总经理和财务总监各 1 人。

公司董事长兼总经理张庆宇先生，1987年生，大学本科学历，曾任大洼县田家镇大堡子分场农业副场长、大洼县田家镇人民政府综合办公室副主任、大洼区人民政府办公室综合科科长，2018年1月至今任公司董事长兼总经理。

截至2017年底，公司本部拥有在职员工13人。按照学历划分，专科学历占61.54%，本科及以上学历占38.46%；按照年龄划分，30岁以下占38.46%，30~50岁占53.85%，50岁以上占7.69%。

总体来看，公司高管人员具有较为丰富的管理经验，员工整体素质能够满足日常经营需要。

### 3. 股东背景

截至 2017 年底，公司注册资本 10.00 亿元，实收资本 1.85 亿元。其中大洼国资局认缴 7.89 亿元（其中 6.04 亿元尚未到位），持股 78.90%；中国农发重点建设基金有限公司认缴 2.11 亿元，持股 21.10%。大洼国资局为公司控股股东及实际控制人。

总体看，大洼国资局作为公司的控股股东，可以为公司提供有力支持。

### 4. 外部支持

#### （1）资金注入

根据大洼区人民政府《关于向大洼县城市建设投资有限公司划拨资金的决定》，大洼区人民政府于 2012 年向公司拨付资金 17.98 亿元，计入公司资本公积。

根据大洼区人民政府《关于向大洼县城市建设投资有限公司划拨海域使用权有关事宜的决定》（大政【2013】252号），大洼区人民政府于 2013 年 11 月 21 日将位于盘锦市大洼区蛤蜊岗及附近海域宗海面积为 10,569.17 公顷的 22 宗海域使用权划归公司。海域使用权已经中水资产评估有限公司评估，评估价值为 22.07 亿元。

根据盘锦市人民政府盘政【2014】141号文件精神，2014年度当地政府将位于盘锦市辽滨沿海经济区内 7 幢房屋建筑物（建筑面积 375,248.58 平方米，评估价值 27.20 亿元，未来计划对外出租）和 5 项土地使用权（面积 216,524.00 平方米，评估价值 2.01 亿元）划拨至公司。

根据大洼区人民政府 2018 年 3 月出具的《关于大洼县城市建设投资有限公司海域使用权等资产有关事宜的决定》，针对大洼区人民政府陆续向公司投入的水库、土地使用权、房产及海域使用权等资产，在公司持有期间发生的任何形式的资产减值，减值部分由区政府承担并以资金或等额有效资产方式给予公司相应补偿。

#### （2）财政补贴

根据大洼区财政局《关于拨付大洼县城市建设投资有限公司专项用途财政性资金的函》，2015~2017年，公司获得的专项补贴资金分别为 2.54 亿元、2.60 亿元和 2.23 亿元。

### （3）债务置换

根据大洼区财政局《关于拨付 2017 年地方债券资金的通知》（大财指债【2017】806 号），公司收到大洼区财政局拨付的 2017 年辽宁省地方政府定向一般债券资金 7.80 亿元，用于置换棚户区改造工程公司债券，公司已用该笔资金于 2017 年底提前兑付了“13 大洼城投债/13 洼城投”剩余本金及应付利息。该笔资金冲减了公司应收政府相关款项。

总体看，公司获得的外部支持持续稳定，是公司可持续发展的重要保障。

## 5. 区域经济

公司作为大洼区重要的基础设施建设、土地开发整理和国有资产经营主体，其目前经营与投资的项目主要在大洼区，公司发展直接受大洼区的经济发展、财政收支状况和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

大洼区位于辽宁省西南部，大辽河、辽河下游，辽东湾东北部，隶属于盘锦市。大洼县于 1975 年建县，1988 年被国务院确定为沿海开放县，是辽宁省 15 个县域经济发展重点县之一，是辽宁沿海经济带主轴与渤海翼上的重要节点。2010 年盘锦市行政区划调整后，全县总面积 1387 平方公里，下辖 14 个镇和临港经济区、红海滩湿地旅游度假区，全县总人口 35 万。2010 年大洼县域基本竞争力进入全国百强县（市）行列。2016 年 4 月 28 日，经国务院批复辽宁省盘锦市大洼县撤县设区。

根据 2015~2017 年《大洼区政府工作报告》，近三年，大洼区分别实现地区生产总值 230 亿元、228 亿元和 251 亿元，同比分别增长 5%、-0.87% 和 10.09%。2017 年，大洼区固定资产投资实现 263 亿元，同比下降 9.15%；社会消费品零售总额实现 65 亿元，同比增长 8.33%。2017 年，大洼区经济总量在盘锦市各区、县（市）中排名第 2 位。

2017 年，大洼区地方可支配收入为 76.92 亿元，其中一般预算收入为 31.22 亿元，政府性基金收入为 30.46 亿元。2017 年，大洼区实现税收收入 25.68 亿元，占一般预算收入的比重为 82.25%，为一般预算收入提供了稳定来源。

截至 2017 年底，大洼区人民政府全部债务余额为 54.42 亿元（直接债务余额+担保债务余额\*50%），债务率为 72.06%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%），大洼区地方政府债务水平较高。

总体看，大洼区经济稳步发展，一般预算收入质量较好，政府债务水平较高。

## 五、管理分析

### 1. 公司治理

根据《公司章程》，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会的报告、审议批准公司的年度财务预算方案及决算方案等职权。

公司设董事会，董事会成员为 4 人，由股东会选举产生，董事每届任期三年，任期届满，连选可以连任。董事会设董事长 1 人，董事长为公司的法定代表人，由股东会选举产生。董事会行使召集股东会会议并向股东会报告工作、执行股东会决议、决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司设监事会，由 5 名监事组成。监事由股东会选举产生，任期每届三年，任期届满，连选可以连任。监事会设一名监事会主席，由股东从监事会成员中指定。监事会行使检查公司财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 名，总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作等职权。

总体看，公司治理结构较为健全。

## 2. 管理体制

公司本部下设办公室、财务部、融资部、项目管理部和工程管理部 5 个职能部门。

从内部管理来看，公司建立了现金管理制度、业务招待费使用及管理辦法、工作人员廉洁自律准则和财务总监联签制度实施办法等各项内部管理制度。

现金管理方面，公司对现金的使用范围及限额、库存现金的保管以及相关的处罚措施均制定了严格的制度。

财务管理方面，公司对重大事项的决策及相关文件签发，实行财务总监和法定代表人共同审核并签署书面意见的联签制度，以加强对公司的财务管理和监督，确保国有资产的保值、增值。

工程项目资金管理方面，公司严格执行项目资金收、付管理制度，并对资金的使用及归集情况进行实时监控，保证专款专用，以确保项目建设、投资控制在预算范围内。

总体看，公司法人治理结构完善，内部管理制度相对健全，公司经营和管理状况较好，整体管理水平可以满足业务发展需要。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司作为大洼区重要的基础设施建设、土地开发整理和国有资产经营主体，主要承担大洼区经授权的土地开发整理、基础设施建设等任务，以及部分经营性国有资产的运营工作。

2015~2017 年，公司营业收入波动下降，分别为 6.18 亿元、6.66 亿元和 5.44 亿元，主要由建设业务收入和土地业务收入构成。2015~2017 年，公司建设业务收入波动增长，2017 年为 4.76 亿元，同比大幅增长 226.44%，主要系棚户区改造项目收入大幅增长所致。近三年，公司土地业务收入波动较大，2017 年为 28.16 万元，同比大幅下降，主要系土地收储政策及土地市场状况等因素影响了土地出让进度所致。2015~2017 年，海域租赁业务收入呈上涨趋势，但规模仍较小。

毛利率方面，2015~2017 年，公司综合毛利率呈波动下降趋势，分别为 18.35%、22.26% 和 11.82%。2017 年公司建设业务毛利率大幅上升至 20.01%，主要系 2017 年建设业务收入全部来自棚户区改造项目，且当年根据资产购买补充协议确定的毛利率较高。2015~2017 年，公司土地业务毛利率变化较大，主要系不同土地根据不同的政府文件确定的毛利率不同。海域租赁业务及水库业务毛利率为负，主要系租金及补贴不能覆盖折旧、摊销所致。

表4 2015~2017年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建设业务	24,000.00	38.86	8.18	14,570.46	21.87	7.72	47,564.52	87.43	20.01
海域租赁业务	3,000.00	4.86	-71.29	4,761.90	7.15	-7.91	4,761.90	8.75	2.08
水库业务	800.00	1.29	-400.36	776.70	1.16	-415.36	776.70	1.43	-415.37
市政工程业务	917.48	1.48	13.24	665.90	1.00	26.18	1,269.98	2.34	3.31
土地业务	33,048.70	53.51	44.15	45,858.77	68.82	37.71	28.16	0.05	3.44
合计	<b>61,766.17</b>	<b>100.00</b>	<b>18.35</b>	<b>66,633.73</b>	<b>100.00</b>	<b>22.26</b>	<b>54,401.26</b>	<b>100.00</b>	<b>11.82</b>

资料来源：公司审计报告

总体看，公司收入主要来源为建设业务和土地业务；受政策及项目进度影响，公司主营业务收入及毛利率波动幅度较大。

## 2. 经营分析

### (1) 基础设施建设

公司作为大洼区重要的基础设施建设投融资主体，承担了大洼区主要的基础设施建设任务。

公益项目方面，公司自成立以来，已承建的公益项目主要集中在水利工程项目，包括大洼区农村饮水安全工程、优质水稻生产节水改造、清水河河道治理、小型水库除险加固、疙瘩楼水库除险加固、三角洲水库除险加固、大辽河口堤防工程建设等工程项目。

公益项目资金平衡方面，大洼区人民政府目前主要通过置换资产和对公司注资等方式来解决。其中置换资产方面，大洼区人民政府将三角洲水库无偿划转至公司名下（大政【2012】136号），并将公司已建成的大洼区优质水稻生产节水改造工程等7项水利工程项目置出，置入资产评估价值为10.38亿元（公司公益性项目已经全部完成置换）；注资方面，2012年大洼区人民政府注入的资本金为17.98亿元，公司已将该部分资金用于通过公开招拍挂取得土地使用权。截至2017年底，公司共拥有土地62宗，面积642.63万平方米，账面价值合计36.92亿元（其中划拨土地5宗，面积21.65万平方米，评估价值2.01亿元，其余土地均通过“招拍挂”获取，并已缴纳土地出让金），其中用于担保抵押的土地使用权账面价值为3.47亿元。近年来，公司无新增公益性项目。

非公益项目方面，公司承担的基础设施建设项目包括道路建设、给排水工程、城市美化改造等，均采用代建回购模式，公司与大洼区人民政府签订委托建设与回购协议，项目建设资金由公司自行筹措，项目完工后由大洼区人民政府进行回购，回购金额为项目投资收益额（每年与政府协定）和项目实际投资额之和。2015~2017年，公司分别完成基础设施建设投资额11.95亿元、3.00亿元和4.66亿元；2016年，公司确认基础设施建设收入1.46亿元，款项已全部收到；2015年、2017年公司未确认基础设施建设收入。

棚户区改造方面，公司已就大洼区棚户区改造工程与大洼区人民政府签订了委托建设协议，棚户区改造项目完工后由大洼区人民政府进行回购，所需资金纳入大洼区财政预算安排，以保证代建款的及时支付。根据2015年、2017年资产回购补充协议，公司棚户区改造工程分别完成投资2.20亿元和3.80亿元，分别确认收入2.40亿元和4.76亿元，该款项已全部收到。2016年，公司根据大洼区人民政府规划减少棚户区改造项目投资且当年未确认收入。

2017年底，公司主要基础设施在建项目为大洼县城基础设施建设工程，总投资为7.06亿元，2017年底，已投资4.00亿元，未来尚需投资3.06亿元。

总体看，基础设施建设业务作为公司的重要收入来源之一，近年来收入波动增长，但收入来源与政府建设规划相关性较高，存在一定不确定性。

### (2) 水库租赁业务

目前公司拥有疙瘩楼、三角洲两座水库，均属于中型水库。疙瘩楼水库总占地面积2.10万亩，坝高8.5米，总长15.2公里，平均挖深3米，库容量4,050万立方米，决算总投资10.36亿元。该水库设计日供水能力为120万立方米/天，近三年平均供水量为700万立方米/年。三角洲水库总占地面积2.05万亩，坝高8.2米，总长13.7公里，平均挖深3米，库容量为4,205万立方米，决算总投资10.38亿元。该水库设计日供水能力为120万立方米/天，近三年平均供水量为750万立方米/年。

公司水库业务经营模式主要为通过水库蓄水向下游供水，进行农业灌溉，同时兼顾养鱼、旅游等综合利用，公司将水库租给政府使用，政府每年给予约800万的补贴。公司水库资产每年折旧额约

4,000万元，政府补贴不能覆盖水库资产的折旧成本。

总体看，水库租赁业务收入来源稳定，但由于水库折旧成本较高，近年来一直处于亏损状态。

### （3）市政工程业务

公司市政工程业务的经营主体为其子公司安润公司。该公司成立于2003年10月，注册资本550万元，拥有市政公用工程施工总承包叁级资质，公司于2012年7月出资收购安润公司100%的股权。

公司的市政工程建设主要采取总承包的方式。近年来，公司投资建设的项目主要有湖滨路西侧沟（西三段）垫土工程、暗排清淤工程、三家子村路工程、南外环路道路维修工程、兴盛路硬化工程、305国道大洼镇段两侧暗排项目、庄林路东侧（西三段）绿化底层土铺垫工程等。2015~2017年，公司分别实现市政工程收入917.48万元、665.90万元和1,269.98万元。

总体看，公司市政工程业务规模较小，对公司收入情况影响不大。

### （4）海域租赁业务

公司现有位于盘锦市大洼区蛤蜊岗及附近海域宗海面积为10,569.17公顷的22宗海域使用权。2014年度，根据公司与大洼拓基城镇化建设开发有限公司签订的《海域使用权租赁合同》的有关规定，大洼拓基城镇化建设开发有限公司承租公司持有的总面积为158,541.53亩的海域使用权用于养殖业，租期14年（2014年7月1日至2028年12月4日），2015~2017年，公司分别确认相应租金收入3,000万元、4,761.90万元和4,761.90万元，款项已全部收到。公司海域使用权资产每年摊销额约4,600万元，租金收入基本能够覆盖海域使用权资产的摊销成本。

总体看，公司海域租赁业务收入来源稳定，对公司收入水平形成较好的补充。

### （5）土地开发整理业务

公司是盘锦市大洼区重要的土地综合开发主体，受大洼区人民政府委托进行土地开发整理。公司通过“招拍挂”的方式购买需要进行一级开发的土地，并筹措资金对土地进行开发整理，待土地开发整理达到预定可出让状态后，大洼区政府再收回相应土地并通过区国土资源局采用“招拍挂”的方式对外出让。大洼区政府在土地出让后给予公司一定土地出让金返还，返还金额根据土地“招拍挂”情况并综合考虑公司的土地购买及开发成本后确定。

根据大洼区人民政府《关于收回大洼县城市建设投资有限公司3宗国有建设用地使用权的决定》（大政【2015】434号）和2016年《关于收回大洼县城市建设投资有限公司4宗国有建设用地使用权的决定》，大洼区政府收回位于大洼镇生产街、唐家镇胜利村的3宗国有建设用地使用权，共计面积152,874.00平方米，以及收回位于唐家镇胜利村4宗国有建设用地使用权，共计面积258,032.00平方米，大洼区财政局给予一定的土地出让金返还，2015~2016年分别返还3.30亿元和4.59亿元，款项已全部收到。2017年，公司转让了位于清水镇清河村的一块面积为1,212平方米的土地，转让价款为29万元（含税）。

总体看，受土地收储政策及土地市场状况等因素影响，公司土地整理开发业务的收入波动幅度较大，具有一定的不确定性。

## 3. 经营效率

2015~2017年，公司应收账款周转次数分别为36.77次、65.00次和156.85次，周转率较高。公司存货的开发成本快速增长，存货周转次数较低，2015~2017年分别为0.25次、0.24次和0.11次。未来随着公司开发进度的推进，开发成本的不断上升，存货将不断增加，公司存货周转率可能维持在较低水平。受资产中存货占比较高影响，2015~2017年公司总资产周转次数较低，分别为0.05次、0.05次和0.04次。

总体看，公司资产利用效率水平一般，整体经营效率一般。

#### 4. 在建项目

目前，公司自主运营项目为疙瘩楼乡伴田园旅游度假村项目及本次债券募投项目，根据项目可行性研究报告，疙瘩楼乡伴田园旅游度假村项目规划占地180亩，主要建设内容包括田园生活馆、主题民宿、精品民宿等具有当地民俗特色的田园式体验区、其他配套件建筑、景观、绿化以及配套设施，未来收益主要为门票、餐饮、娱乐、购物等，总投资2.00亿元，截至2017年底已投资1.26亿元。

截至2017年底，公司自营项目总投资合计19.30亿元，已投资4.36亿元，未来仍需投资14.94亿元。

总体看，公司在建项目规模较大，尚需投入资金较多，未来公司存在一定的资本支出压力。

#### 5. 经营关注

(1) 公司主要承担基础设施建设业务，项目投资规模较大，周期较长，项目资金回笼情况受财政局拨付效率影响较大；未来如项目回购款的到位不及时，公司或面临较大的资金压力；此外，公司基础设施建设业务及土地业务受政府规划及政策影响较大，存在一定的不确定性。

(2) 公司基础设施建设业务资金占用量较大，大部分建设资金需要自筹，因此需要地方政府的大力支持。如果未来地方财政收入下降、政府对公司的支持力度有所改变，将直接影响公司的经营及现金流情况。

#### 6. 未来发展

公司将根据《大洼区国民经济和社会发展第十三个五年规划》，抓住大洼区经济实力快速增长、人民生活质量进一步提高、全面建设小康社会的机遇，利用好城镇化拓展发展空间所带来的大规模城市建设的机会，继续以城市基础设施建设为投资重点，并努力拓展业务范围，实现业务结构的多元化，同时拓展融资渠道，优化内部管理，提高自身的盈利能力。

总体看，公司未来发展计划可行。

### 七、财务分析

#### 1. 财务概况

公司提供了2015~2017年财务报表，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并报表范围看，2015年底，公司纳入合并范围子公司共计2家：大洼县安润市政工程有限责任公司（以下简称“安润公司”）和盘锦红海滩湿地风景廊道景区管理有限公司（以下简称“红海滩公司”），2016~2017年，公司合并范围无变化，公司财务数据可比性强。

截至2017年底，公司合并资产总额143.41亿元，负债合计37.31亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）106.11亿元，其中归属于母公司的所有者权益106.09亿元。2017年，公司实现营业收入5.44亿元，净利润（含少数股东损益）1.77亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.77亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.43亿元，现金及现金等价物净增加额-5.86亿元。

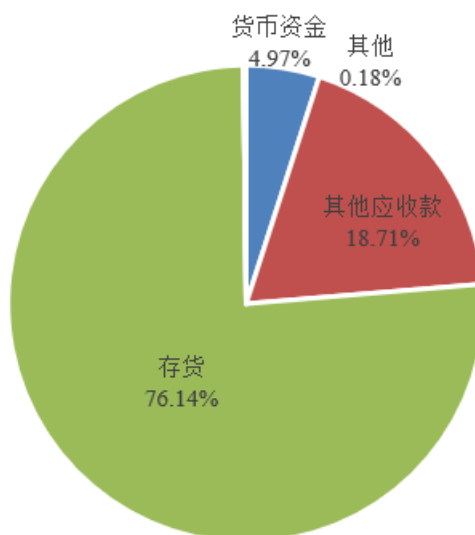
#### 2. 资产质量

2015~2017年底，公司资产规模波动增长，年均复合增长4.22%。截至2017年底，公司资产总

额 143.41 亿元，较年初下降 2.40%。2015~2017 年公司资产结构变化明显，截至 2017 年底，流动资产占 55.77%，非流动资产占 44.23%，公司资产以流动资产为主。

2015~2017 年，公司流动资产大幅增长，年均复合增长 61.73%，主要来自其他应收款和存货的增长。截至 2017 年底，公司流动资产 79.99 亿元，较年初增长 83.23%，主要由货币资金（占 4.97%）、存货（占 76.14%）和其他应收款（占 18.71%）构成。

图2 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 43.09%。截至 2017 年底，公司货币资金 3.97 亿元，较年初下降 59.61%，构成基本为银行存款。截至 2017 年底，公司货币资金中无使用权受限的款项。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 34.23%。截至 2017 年底，公司其他应收款为 14.97 亿元，较年初增长 40.99%，主要系应收大洼区土地储备管理中心、盘锦市大洼区田家街道办事处等往来款大幅增加所致。截至 2017 年底，公司采用余额百分比法计提坏账准备的其他应收款共计 1.89 亿元，共计提坏账准备 0.09 亿元，计提比例为 5.00%。其他应收款前五单位欠款金额合计为 12.49 亿元，占其他应收款总额的 82.91%，集中度高。总体看，公司其他应收款欠款方主要为政府单位，款项回收风险小，但对资金占用明显。

表5 截至2017年底公司前五大其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
盘锦市大洼区土地储备管理中心	5.34	35.48
盘锦市大洼区财政局	4.58	30.43
盘锦市大洼区田家街道办事处	2.00	13.28
盘锦市大洼区自来水有限责任公司	0.28	1.88
大洼县赵圈河润农城乡一体化建设有限公司	0.28	1.84
<b>合计</b>	<b>12.49</b>	<b>82.91</b>

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均复合增长 73.78%。截至 2017 年底，公司存货 60.90 亿

元，较年初增长 163.05%，主要系 2017 年公司将原无形资产中账面价值 31.84 亿元的土地使用权全部调整至“存货-开发成本”科目所致。公司存货中土地使用权占 60.62%，基础设施建设成本占 39.23%，还有少量工程施工成本。公司存货中有 3.47 亿元的土地使用权用于抵押担保。

2015~2017 年，公司非流动资产波动下降，年均复合下降 20.93%。截至 2017 年底，公司非流动资产 63.43 亿元，较上年底下降 38.59%，主要系原无形资产中的土地调整至存货科目所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 69.77%）和无形资产（占 30.08%）构成。

2015~2017 年，公司固定资产变化不大，年均复合下降 1.65%。截至 2017 年底，公司固定资产 44.25 亿元，较年初下降 1.00%，主要系折旧增加所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 58.33%）和水库资产（占 41.54%）构成。房屋及建筑物的折旧年限为 30~40 年，残值率为 5%，年折旧率为 2.38%~3.17%；水库资产的折旧年限为 50 年，残值率为 5%，年折旧率为 1.9%。截至 2017 年底，公司累计计提固定资产折旧 4.64 亿元，公司固定资产成新率为 89.51%，成新率较高。

截至 2017 年底，公司无形资产 19.08 亿元，较年初减少 32.30 亿元，主要系 2017 年公司将原无形资产中账面价值 31.84 亿元的土地使用权全部调整至“存货-开发成本”科目所致。截至 2017 年底，公司无形资产全部为海域使用权，公司海域使用权预计使用寿命为 45 年，在使用寿命内采用直线法系统合理摊销。

截至 2017 年底，公司所有权受限的资产为 17.66 亿元，占资产总额的比例为 12.31%，受限比例低。

总体看，公司资产规模波动增长，流动资产中存货占比高，固定资产主要为房屋及建筑物和水库资产，无形资产全部为海域使用权，资产流动性较弱，资产变现较为困难，整体资产质量较差。

### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

2015~2017 年，公司负债总额波动增长，年均复合增长 12.61%。截至 2017 年底，公司负债总额 37.31 亿元，较年初降 12.44%。2015~2017 年，公司负债结构变化较大，流动负债占比大幅提高，2017 年底，流动负债占 71.68%，非流动负债占 28.32%，公司负债以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 160.03%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 26.74 亿元，较年初增长 30.08%，主要系其他应付款的增长所致。从构成看，2017 年底公司流动负债主要以其他应付款（87.53%）和一年内到期的非流动负债（8.83%）为主。

2015~2017 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 176.83%。截至 2017 年底，公司其他应付款 23.41 亿元，较年初增长 46.92%，主要系应付往来款增加所致。从账龄看，1 年以内的占 53.86%，1 至 2 年的占 45.68%，2 年以上的占 0.46%。

2016 年，公司新增一年内到期的非流动负债 3.29 亿元，主要系公司将账期不足一年的应付债券和长期应付款，调整至一年内到期的非流动负债科目所致。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 2.36 亿元，较年初下降 28.17%，其中一年内到期的应付债券占 67.79%，一年内到期的长期应付款占 32.21%。

2015~2017 年，公司非流动负债持续下降，年均复合下降 35.59%。2017 年底，公司非流动负债合计 10.57 亿元，较年初下降 52.08%，主要系应付债券的下降所致。从构成看，应付债券占 60.01%，长期应付款占 39.99%。

2015~2017 年，公司应付债券持续下降，年均复合下降 44.81%。截至 2017 年底，公司应付债券 6.34 亿元，较年初下降 59.49%，主要系公司于 2017 年底提前兑付了“13 大洼城投债/13 洼城投”的

剩余本金。截至 2017 年底，公司应付债券主要为 2015 年 6 月发行的 8 亿元 7 年期“15 大洼城投债”。

2015~2017 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 1.52%。截至 2017 年底，公司长期应付款 4.23 亿元，系公司向中国农发重点建设基金有限公司（2.11 亿元）、平安国际融资租赁有限公司（0.48 亿元）、海通恒信国际租赁有限公司（0.89 亿元）和盘锦市中小企业发展投资有限公司（0.75 亿元）取得的借款，已纳入有息债务核算。

2015~2017 年，公司全部债务规模分别为 25.47 亿元、25.33 亿元和 12.93 亿元，呈持续下降趋势，截至 2017 年底，公司全部债务 12.93 亿元，较年初下降 48.98%，主要系公司提前兑付应付债券剩余本金所致。从债务结构看，公司有息债务主要为长期债务，占全部债务 81.74%。近三年公司资产负债率分别为 22.28%、28.99% 和 26.01%；全部债务资本化比率分别为 19.88%、19.54% 和 10.86%；长期债务资本化比率分别为 19.88%、17.45% 和 9.06%，

总体看，近年来公司负债结构变化较大，债务规模持续下降，债务结构以长期债务为主，整体债务负担轻。

#### 所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 1.69%。截至 2017 年底，公司所有者权益 106.11 亿元（含少数股东权益 163.80 万元），较年初增长 1.70%，主要来自未分配利润的增加。截至 2017 年底，公司所有者权益构成中，实收资本占 1.74%、资本公积占 84.09%、盈余公积占 1.25%、未分配利润占 12.91%。

总体看，公司所有者权益持续增长，以资本公积为主，稳定性好。

#### 4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入波动下降，年均复合下降 6.15%。2017 年公司营业收入为 5.44 亿元，同比下降 18.36%，主要系土地业务收入大幅减少所致。

2015~2017 年，公司营业成本波动下降，年均复合下降 2.47%，2017 年为 4.80 亿元，同比下降 7.39%。2015~2017 年，公司营业利润率分别为 17.83%、17.18% 和 6.23%，2017 年公司营业利润率大幅下降主要系毛利率较高的土地业务收入大幅下降所致。

公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2015~2017 年，公司期间费用持续下降，年均复合下降 36.15%，2017 年为 0.86 亿元，同比下降 55.61%，主要系 2017 年公司将原无形资产中账面价值 31.84 亿元的土地使用权全部调整至“存货——开发成本”科目，导致土地使用权不再计提摊销所致。2015~2017 年，期间费用占营业收入的比重分别为 34.10%、29.03% 和 15.79%，期间费用对营业利润侵蚀明显。

2015~2016 年，公司营业外收入分别为 2.54 亿元和 2.60 亿元，全部来自政府补助；2017 年，根据新的会计准则，政府补助计入其他收益科目，为 2.23 亿元。2015~2017 年，公司利润总额分别为 1.49 亿元、1.74 亿元和 1.77 亿元。公司利润总额对政府补贴收入依赖性大。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资产收益率分别为 1.19%、1.57% 和 1.58%，净资产收益率分别为 1.45%、1.68% 和 1.68%，总资产报酬率分别为 1.15%、1.46% 和 1.36%，公司盈利能力较弱。

总体看，近年来公司收入规模波动下降，期间费用对利润侵蚀明显，整体盈利能力偏弱，利润总额对政府补贴收入依赖性大。

## 5. 现金流分析

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量波动增长，2017年为11.82亿元，同比下降12.88%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。2017年公司销售商品、提供劳务收到的现金为4.95亿元，同比下降31.85%；收到其他与经营活动有关的现金为6.88亿元，同比增长8.94%，主要系收到的往来款增加所致。2015~2017年，公司经营活动现金流出量波动下降，2017年为13.25亿元，同比增长59.36%。其中购买商品、接受劳务支付的现金为3.80亿元，同比下降12.91%；支付其他与经营活动有关的现金为9.27亿元，同比增长155.46%，主要系支付的往来款增长所致。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-10.38亿元、5.26亿元和-1.43亿元。从现金收入质量看，2015~2017年，公司现金收入比分别为93.63%、108.96%和90.95%，公司收入实现质量尚可。

投资活动现金流方面，2016年公司投资活动现金流出7.23亿元，主要用于购买土地资产。

筹资活动现金流方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入量波动下降，2017年为9.66亿元，全部为收到其他与筹资活动有关的现金，主要系公司向其他国有企业取得的无息借款。2015~2017年，公司筹资活动现金流出量持续增长，2017年为13.67亿元，同比增长108.41%，主要为偿还债务以及偿付利息支付的现金。2015~2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为10.71亿元、9.86亿元和-4.01亿元。

总体看，近年来，随着项目建设的不断投入，公司经营活动及投资活动现金流出规模较大，公司存在较大的对外融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017年，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，2017年底分别为2.99次和0.71次。近三年，公司经营现金流动负债比分别为-262.57%、25.57%和-5.34%，波动较大。2017年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为1.68倍。总体看，公司短期债务规模较小，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017年，公司EBITDA分别为4.08亿元、4.45亿元和3.48亿元，以利润总额为主（2017年占50.80%）；EBITDA全部债务比分别为0.16倍、0.18倍和0.27倍；EBITDA利息倍数分别为4.10倍、2.61倍和2.12倍。公司长期偿债能力较强。

截至2017年底，公司对外担保余额合计35.31亿元，担保比率为33.28%，担保比率较高，对外担保情况见下表。

表6 截至2017年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保余额	被担保企业经营状态
大洼国政置业有限公司	98,000.00	正常经营
大洼宜美新农村建设投资有限公司	95,952.30	正常经营
大洼县临港生态新城投资建设发展有限公司	51,610.90	正常经营
大洼县唐家新农村建设投资有限公司	47,887.51	正常经营
盘锦市大洼区人民医院	34,656.34	正常经营
盘锦红海滩旅游发展有限公司	25,000.00	正常经营
<b>合计</b>	<b>353,107.05</b>	--

资料来源：公司审计报告

大洼国政置业有限公司成立于2015年1月，实际控制人为大洼国资局，主要从事安置房建设业

务；2017 年底资产总额 19.45 亿元，所有者权益 0.12 亿元，资产负债率 99.38%，2017 年未实现营业收入，净利润-658.50 万元，整体经营状况正常。

大洼宜美新农村建设投资有限公司成立于 2015 年 12 月，实际控制人为大洼国资局，主要从事新农村相关的基础设施建设业务；2017 年底资产总额 14.79 亿元，所有者权益 5.30 亿元，资产负债率 64.10%，2017 年未实现营业收入，净利润-239.95 万元，整体经营状况正常。

大洼县临港生态新城投资建设发展有限公司成立于 2010 年 11 月，实际控制人为大洼国资局，主要负责大洼临港新区内的基础设施建设业务；2017 年底资产总额 77.70 亿元，所有者权益 58.76 亿元，资产负债率 24.38%，2017 年实现营业收入 1.33 亿元，净利润-0.60 亿元，整体经营状况正常。

大洼县唐家新农村建设投资有限公司成立于 2012 年 4 月，实际控制人为大洼国资局，主要从事新农村相关的基础设施建设业务；2017 年底资产总额 32.69 亿元，所有者权益 10.35 亿元，资产负债率 68.34%，2017 年未实现营业收入，净利润 0.52 亿元，整体经营状况正常。

总体看，公司对外担保规模较大，被担保单位均为国有企业，目前均经营正常，但仍面临一定或有负债风险。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（自主查询版，机构信用代码：G1021112100004340T），截至 2018 年 11 月 15 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

总体看，基于对公司自身经营和财务状况以及大洼区经济发展水平的综合分析，并考虑到大洼区政府在资产注入、财政补贴和债务置换等方面对于公司各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

## 八、本次债券偿债能力分析

### 1. 本次债券对公司现有债务的影响

公司本次债券计划发行 7.60 亿元，占 2017 年底公司全部债务的 58.80%。本次债券的发行对公司现有债务的影响大。

截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 26.01%、10.86%和 9.06%，本次债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 29.74%、16.21%和 14.62%，公司债务负担有所上升，但仍处于较低水平。

### 2. 本次债券偿还能力分析

以 2017 年末相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 3.48 亿元，为本次债券发行额度 7.60 亿元的 0.46 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般；2017 年经营活动产生的现金流入 11.82 亿元，为本次债券发行额度 7.60 亿元的 1.56 倍，对本次债券覆盖程度高；2017 年经营活动现金净流量为 -1.43 亿元，对本次债券覆盖程度低。

本次债券设置分期还款安排，在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末，分别按照债券发行总额 20%的比例偿还本金。根据分期还款安排，本次债券发行后第 3~7 个计息年度末，每年需偿还债券本金 1.52 亿元。以 2017 年末相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 3.48 亿元，为每年需偿还债券本金 1.52 亿元的 2.29 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度高；2017 年经营活动产生的现金流入 11.82 亿元，为每年需偿还债券本金 1.52 亿元的 7.78 倍，对本次债券覆盖程度高；2017 年经营活动现金净流量为 -1.43 亿元，为每年需偿还债券本金 1.52 亿元的 -0.94 倍，对每年需偿还债券本金覆盖程度低。

总体看，本次债券的发行对公司现有债务规模和结构的影响大，公司经营活动产生的现金流量和 EBITDA 对本次债券分期偿还本金的保障能力较强。

### 3. 募投项目收益偿债能力分析

本次债券的募集资金 7.60 亿元，其中 6.20 亿元用于大洼区产业园区建设项目、1.40 亿元用于大洼区城市综合停车场工程项目。本次债券募投项目未来的收入是偿债资金的主要来源。

#### (1) 大洼区城市综合停车场工程项目

大洼区城市综合停车场工程项目收入主要来源为停车费收入，根据中元国际投资咨询中心有限公司出具的《大洼区城区综合停车场建设工程可行性研究报告》（编号：ZYGJ-LNPJ【1605-08】），道路车位停车费收入按照每小时 2 元每天按照 5 小时计算，全年按照 360 天计算；大型货车收费标准按照每小时 25 元每天按照 5 小时计算，全年按照 300 天计算，中型货车收费标准按照每小时 20 元每天按照 5 小时计算，全年按照 300 天计算；垂直升降式立体停车楼夜间收费标准按照每位 22 元，全年按照 360 计算，日间收费标准按照每小时 2 元每天按照 5 小时计算，全年按照 360 天计算。预计该项目进入经营期后，公司每年获得项目收入 8,500 万元。

#### (2) 大洼区产业园区建设项目

大洼区产业园区建设项目收入来源主要为办公楼、厂房租赁收入，根据中元国际投资咨询中心有限公司出具的《大洼区产业园区建设项目可行性研究报告》（编号：ZYGJ-LNPJ【1605-08】），各类业务收入标准如下：A\B\C 类标准厂房面积约 59 万平方米，价格为核心区租赁 2.5 元/平方米，高科技区域 1 元/平方米，一般区域 1.5 元/平方米；多层厂房面积为 20 万平方米，租赁价格约为 1.5 元/平方米；产业园区基地办公楼面积为 11.89 万平方米，租赁价格 2.5 元/平方米；研发中心综合楼面积为 1.5 万平方米，租赁价格为 1 元/平方米；电子商务服务办公楼面积为 1.5 万平方米，租赁价格 2 元/平方米；物业管理费按每月 1 元/m<sup>2</sup>收取；会展服务中心面积为 1.50 万平方米，按照会展服务中心经营，设 5,000 平方米会展大厅一个，3,000 平方米会展大厅两个，年按照 720 元/平方米收入计算；3,000 平方米会议中心一个，1,000 平方米会议中心一个，年按照 1,520 元/平方米收入计算。预计该项目进入经营期后，公司每年获得项目收入 59,000 万元。在租赁期满 5 年后，承租人可以购买相关厂房或者办公大楼，项目运营期满 5 年后到现金流存在一定不确定性，不做测算。

表 7 本次债券存续期内募投项目收入情况以及偿债能力测算（单位：万元、倍）

项目	金额	明细	债券存续期						
			建设期	经营期					
			2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
大洼区城市综合停车场工程项目	51,000.00	停车费收入（万元）	--	8,500.00	8,500.00	8,500.00	8,500.00	8,500.00	8,500.00
大洼区产业园区建设项目	295,000.00	产业园区基地办公楼（万元）	--	10,850.54	10,850.54	10,850.54	10,850.54	10,850.54	--
		研发中心综合楼（万元）	--	821.25	821.25	821.25	821.25	821.25	--
		会展服务中心（万元）	--	1,400.00	1,400.00	1,400.00	1,400.00	1,400.00	--
		电子商务服务办公楼（万元）	--	1,095.00	1,095.00	1,095.00	1,095.00	1,095.00	--
		厂房（万元）	--	43,439.38	43,439.38	43,439.38	43,439.38	43,439.38	--
		培训及其他（万元）	--	249.00	249.00	249.00	249.00	249.00	--

		物业(万元)	--	1,144.84	1,144.84	1,144.84	1,144.84	1,144.84	--
收入合计	346,000.00	--	--	67,500.00	67,500.00	67,500.00	67,500.00	67,500.00	8,500.00
本次债券需偿还本息合计	98,800.00	--	4,560.00	4,560.00	19,760.00	18,848.00	17,936.00	17,024.00	16,112.00
其中：利息	22,800.00	--	4,560.00	4,560.00	4,560.00	3,648.00	2,736.00	1,824.00	912.00
本金	76,000.00	--	--	--	15,200.00	15,200.00	15,200.00	15,200.00	15,200.00
偿债覆盖倍数	3.50	--	--	14.80	3.42	3.58	3.76	3.96	0.53

资料来源：公司提供

注：测算中债券票面利率按6%计算

本次债券拟发行规模为7.60亿元，假设债券票面利率按6%计算，本次债券需偿还的本息合计为98,800万元，在债券存续期内付息还本的资金来源是募投项目经营收入。

根据募投项目收入情况及偿债能力测算表显示，募投项目在本次债券存续期间累计产生经营收入346,000万元，对本次债券需偿还本息合计（98,800万元）的偿还倍数为3.50倍，覆盖能力强。本次债券设置分期偿还条款，按照还款计划，在分期偿付本金期间（2021~2025年），募投项目收入偿债覆盖倍数在0.53倍~3.42倍之间；2021年~2024年，募投项目收入对当期应付利息及本金的整体覆盖能力强；2025年募投项目收入对当期应付利息及本金的整体覆盖能力大幅减弱。上述预测未考虑到运营成本及营业税及其附加等经营性支出。

总体看，募投项目预计经营收入对本次债券本息偿还金额覆盖能力强；本次债券设置了分期偿还条款，可有效缓解公司未来的集中偿付压力。同时联合评级也关注到，公司对募投项目收入估计偏乐观，如停车场的利用率以及厂房、办公楼的出租率是否能达到预期水平存在很大的不确定性，项目收益的实现规模和时间具有一定不确定性，未来存在实际情况无法达到预期的可能性；此外，本次债券实际票面利率受多重因素影响，可能与测算利率存在较大差异。

## 九、综合评价

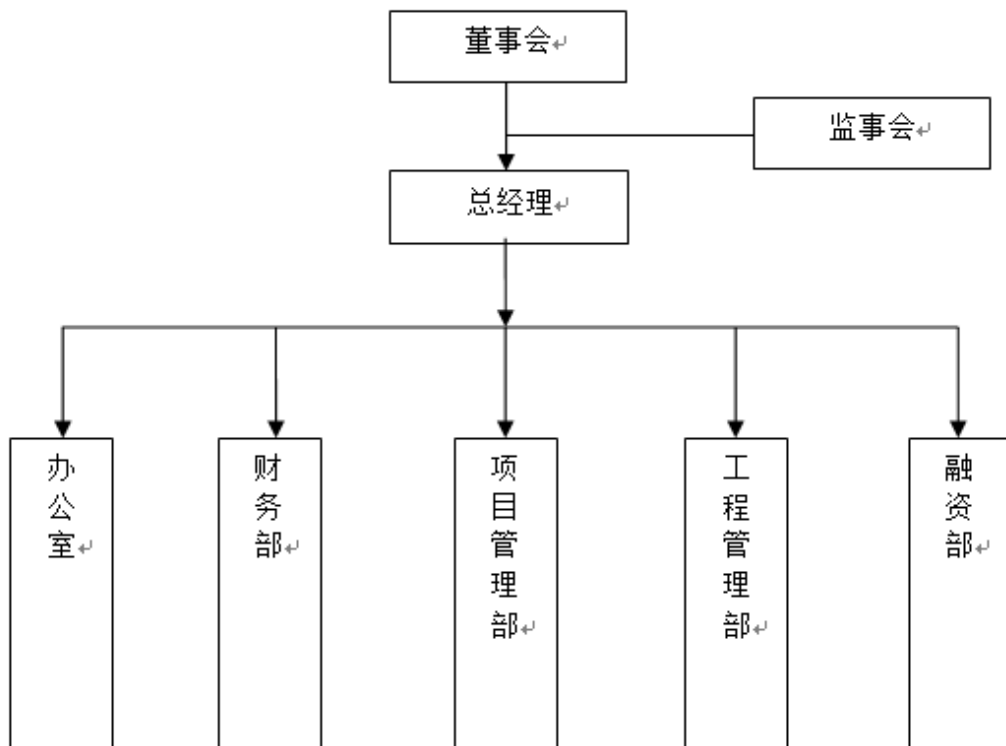
公司作为大洼区重要的基础设施建设、土地开发整理和国有资产经营主体，具备良好的外部环境以及大洼区政府对公司的支持力度较大等方面的优势。同时，联合评级也关注到公司整体资产质量较差、盈利能力较弱、对外担保规模较大等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。

公司未来将在推进基础设施建设的同时，不断拓展业务范围，逐步实现业务结构的多元化，公司自身盈利能力有望提高，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本次债券设置了分期还款安排，公司经营活动产生的现金流入量和EBITDA对本次债券分期偿还本金的保障能力强，可有效降低公司资金集中支付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 2017 年底公司组织架构图



## 附件 2 公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	132.03	146.94	143.41
所有者权益 (亿元)	102.60	104.34	106.11
短期债务 (亿元)	0.00	3.29	2.36
长期债务 (亿元)	25.47	22.05	10.57
全部债务 (亿元)	25.47	25.33	12.93
营业收入 (亿元)	6.18	6.66	5.44
净利润 (亿元)	1.49	1.73	1.77
EBITDA (亿元)	4.08	4.45	3.48
经营性净现金流 (亿元)	-10.38	5.26	-1.43
应收账款周转次数 (次)	36.77	65.00	156.85
存货周转次数 (次)	0.25	0.24	0.11
总资产周转次数 (次)	0.05	0.05	0.04
现金收入比率 (%)	93.63	108.96	90.95
总资本收益率 (%)	1.19	1.57	1.58
总资产报酬率 (%)	1.15	1.46	1.36
净资产收益率 (%)	1.45	1.66	1.67
营业利润率 (%)	17.83	17.18	6.23
资产负债率 (%)	22.28	28.99	26.01
全部债务资本化比率 (%)	19.88	19.54	10.86
长期债务资本化比率 (%)	19.88	17.45	9.06
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.10	2.61	2.12
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.18	0.27
流动比率 (倍)	7.73	2.12	2.99
速动比率 (倍)	2.63	1.00	0.71
现金短期债务比 (倍)	--	2.99	1.68
经营现金流动负债比率 (%)	-262.57	25.57	-5.34
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.54	0.59	0.46

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。4、本报告已将其他流动负债中的应付短期债券、向中央银行借款、吸收存款及同业存放和拆入资金计入短期债务。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

    长期债务=长期借款+应付债券

    短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券  
    +一年内到期的非流动负债

    全部债务=长期债务+短期债务

    EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

    所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。