

2017 年第一期、第二期包头市保障性住房发展  
建设投资有限公司  
公司债券 2018 年跟踪  
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报  
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要  
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何  
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或  
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果  
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本  
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间  
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用  
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：  
鹏信评【2018】跟踪第  
【1245】号 01

**债券简称：**

第一期：17 包头 01/17  
包头建投债 01  
第二期：17 包头 02/17  
包头建投债 02

**增信方式：**保证担保

**担保主体：**中证信用增  
进股份有限公司

**债券剩余规模：**

第一期：15 亿元  
第二期：15 亿元

**债券到期日期：**

第一期：2024 年 7 月 27  
日  
第二期：2024 年 8 月 10  
日

**债券偿还方式：**每年付  
息一次，存续期内第 3-7  
个计息年度分别偿还发  
行总额的 20%

**分析师**

姓名：  
程前 王硕  
电话：  
010-66216006  
邮箱：  
chengq@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资  
信评估有限公司城投公  
司主体长期信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于公司官方网站。

**鹏元资信评估有限公司**

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

## 2017 年第一期、第二期包头市保障性住房发展建设投资有 限公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AAA 第二期：AAA	第一期：AAA 第二期：AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 6 月 29 日	第一期：2017 年 7 月 17 日 第二期：2017 年 7 月 24 日

### 评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对包头市保障性住房发展建设投资有限  
公司（以下简称“包头住建”或“公司”）及其 2017 年 7 月 26 日发行的第一期公司债券  
（17 包头 01/17 包头建投债 01）与 2017 年 8 月 9 日发行的第二期公司债券（17 包头 02/17  
包头建投债 02）的 2018 年度跟踪评级结果为：“17 包头 01/17 包头建投债 01”及“17 包  
头 02/17 包头建投债 02”信用等级均维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评  
级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司委托代建业务持续性较好；2017 年公司  
继续获得较大力度的外部支持；中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”或“担  
保方”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升上述债券的信用水  
平。同时鹏元也关注到了上述债券募投项目规模较大，需关注其收入和利润的实现时间和  
方式；公司委托代建业务尚未回款；面临较大的偿债压力、资金压力及一定的或有负债风  
险等风险因素。

### 正面：

- 公司委托代建业务持续性较好。公司委托代建项目规模较大，根据公司 2017 年审  
计报告，截至 2017 年末，公司存货中已签订回购协议的开发成本为 165.01 亿元，  
业务持续性较好。
- 公司继续获得较大力度的外部支持。2017 年公司收到包头市东河区财政局项目资

金专户增资款 8,664.26 万元，进一步增强了公司资本实力；2017 年公司收到政府补助款 8,000.00 万元，对公司利润形成一定补充。

- **中证信用提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升上述债券的信用水平。**中证信用是由安信证券股份有限公司联合其他证券公司、投资管理公司等成立的定位于资本市场的基础设施和功能性公司。截至 2017 年末，中证信用的注册资本为 45.86 亿元。

### 关注：

- **募投项目规模较大，需关注其收入和利润的实现时间和方式。**募投项目预计总投资 306.25 亿元，截至 2018 年 5 月末，已完成投资额 273.02 亿元。公司“17 包头 01/17 包头建投债 01”及“17 包头 02/17 包头建投债 02”债券募投项目规模较大，但其收益模式及其净收益规模尚不确定，需关注其收入和利润的实现时间及实现方式。
- **委托代建业务目前尚未回款，未来需关注相关业务回款时间。**2017 年公司委托代建业务确认收入 6.62 亿元，但 2015-2017 年公司委托代建业务均未实现回款，未来需关注委托代建收入的实际回款时间。
- **公司在建项目投资规模较大，未来面临较大的资金压力。**截至 2018 年 5 月末，“17 包头 01/17 包头建投债 01”及“17 包头 02/17 包头建投债 02”债券募投项目尚需投资 33.23 亿元，未来公司面临较大的资金压力。
- **公司负债总额继续增长，有息负债规模较大，未来面临较大的偿债压力。**截至 2017 年末，公司负债总额为 355.34 亿元，同比增长 18.06%，其中有息负债规模为 298.10 亿元，未来面临较大的偿债压力。
- **公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。**根据公司企业信用报告，截至 2018 年 4 月 16 日，公司对外担保余额为 36.60 亿元，规模较大，未来面临一定的或有负债风险。

### 公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	4,555,409.69	4,015,224.53	3,150,567.54
所有者权益（万元）	1,001,987.61	1,005,383.58	995,365.54
有息负债（万元）	2,980,998.65	2,208,386.75	1,707,762.70
资产负债率	78.00%	74.96%	68.41%
流动比率	2.62	4.74	6.32
营业收入（万元）	85,290.63	131,919.11	151,617.28

其他收益（万元）	8,000.00	-	-
营业外收入	29.25	17,338.17	36,393.31
利润总额（万元）	-15,774.24	14,702.61	38,494.88
综合毛利率	14.02%	13.08%	13.20%
EBITDA（万元）	14,461.26	32,118.78	43,140.58
EBITDA 利息保障倍数	0.16	0.32	0.44
经营活动现金流净额（万元）	-436,194.30	-360,924.65	-670,779.46

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

#### 担保方主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,109,093.04	609,124.15	539,524.12
所有者权益（万元）	596,839.27	443,551.42	422,780.52
资产负债率	46.19%	27.18%	21.64%
流动比率	5.04	3.64	2.44
营业总收入（万元）	79,604.47	47,679.50	17,796.07
利润总额（万元）	34,410.68	27,014.11	14,123.92
经营活动现金流净额（万元）	38,889.77	17,785.17	1,374.99

资料来源：公开资料，鹏元整理

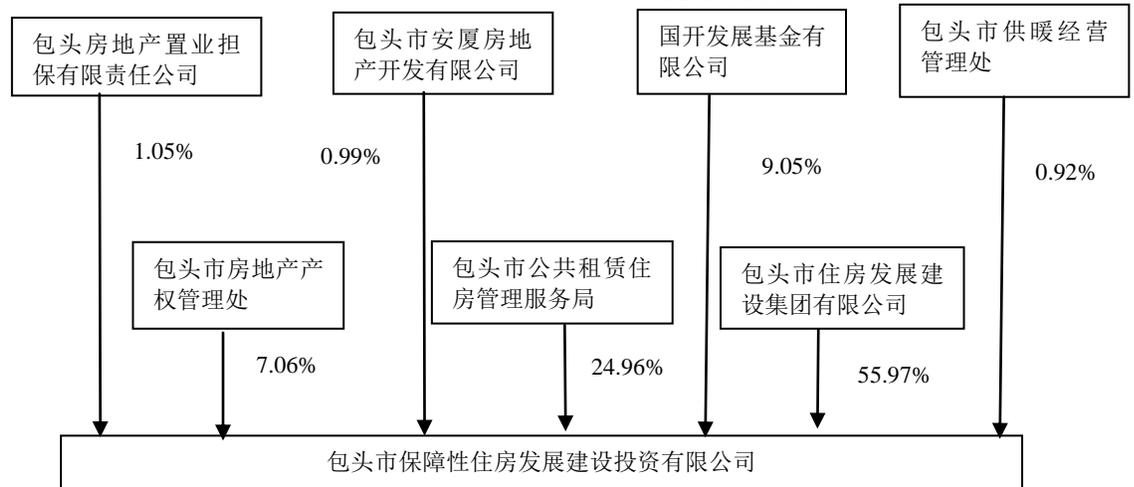
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2017年7月26日发行15亿元17包头01/17包头建投债01，于2017年8月9日发行15亿元17包头02/17包头建投债02。两期债券募集资金拟用于包头市东河区北梁棚户区改造项目，截至2018年5月末，两期债券募集资金已使用28.54亿元，截至2018年6月21日，募集资金账户余额0.80亿元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东未发生变化，公司控股股东仍为包头市住房发展建设集团有限公司，实际控制人为包头市人民政府国有资产监督管理委员会。跟踪期内公司注册资本、股权结构有所变更，2017年12月，国开发展基金有限公司向公司出资13,750.00万元，截至2018年5月底，公司注册资本为151,864.50万元，股权结构图如下图所示。跟踪期内纳入公司合并报表范围的子公司无变化。

图1 截至2018年5月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2017年末，公司资产总额为455.54亿元，所有者权益合计为100.20亿元，资产负债率为78.00%；2017年度公司实现营业收入8.53亿元，利润总额-1.58亿元，经营活动现金净流出43.62亿元。

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用**

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

**2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快**

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推

动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，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》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《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，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

**表 1 2017 年以来城投行业主要政策梳理**

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5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)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	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

2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《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》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
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)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
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)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

## (二) 区域环境

### 包头市经济增速进一步放缓,固定资产投资规模仍较大

2017年包头市预计完成地区生产总值3,450亿元,全市生产总值按可比价格计算同比增长5.5%,其中第一产业增加值同比增长3.6%,第二产业增加值同比增长4.5%,第三产业增加值同比增长6.5%。2017年包头市三次产业增加值占全市生产总值的比重分别为3.2%、41.1%和55.7%,全市人均生产总值同比增长4.6%。

工业方面,2017年包头市全部工业增加值同比增长5.3%,其中规模以上工业增加值同比增长6.0%。在规模以上工业中,轻工业增加值同比下降20.7%,重工业同比增长8.1%;钢铁、铝业、装备制造、稀土、电力五大产业增加值同比增长8.0%。从主要工业产品产量看,汽车、粗钢、钢材等产品产量有所增长,水泥、液体乳、铝材等产品产量下降。

投资方面,2017年包头市500万元以上项目完成固定资产投资2,958.8亿元,同比增长0.1%,固定资产投资规模仍较大,其中高技术产业完成投资60.8亿元,同比增长15.1%,基

基础设施建设投资654.5亿元，同比下降1.3%。分产业看，第一产业投资121.2亿元，同比增长47.9%；第二产业投资1,204.8亿元，同比下降6.9%；第三产业投资1,632.8亿元，同比增长3.3%，第三产业投资占据主导地位。

消费方面，2017年包头市社会消费零售品总额为1,486.4亿元，同比增长6.2%，在限额以上企业商品零售额中，化妆品类同比增长23.8%，日用品类同比增长10.9%，家用电器和音像器材类同比增长8.5%，较其他类消费品销售增长较快。

**表 2 2016-2017 年包头市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	3,450.0	5.5%	3,867.6	7.6%
第一产业增加值	-	3.6%	95.0	3.6%
第二产业增加值	-	4.5%	1,822.2	8.1%
第三产业增加值	-	6.5%	1,950.4	7.5%
固定资产投资	2,958.8	0.1%	2,955.8	14.4%
社会消费品零售总额	1,486.4	6.2%	1,400.2	9.7%
进出口总额（亿美元）	20.0	22.3%	17.2	10.9%
存款余额	3,886.6	20.1%	3,236.0	19.4%
贷款余额	2,960.4	23.2%	2,403.1	9.6%
人均 GDP		-		13.6
人均 GDP/全国人均 GDP		-		2.52

注：2017 年地区生产总值数据来自 2018 年包头市政府工作报告；  
 固定资产投资指 500 万元以上固定资产投资额；  
 “-” 为未公开披露数据。

资料来源：2016-2017 年包头市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

#### 包头市公共财政收入大幅减少，财政自给率有所下降

根据 2017 年包头市国民经济和社会发展统计公报，2017 年包头市全市公共财政收入 137.6 亿元，较 2016 年大幅下降，其中税收收入 99.2 亿元，非税收入 38.4 亿元。2017 年包头市全市公共财政支出 330.3 亿元，其中民生支出 264.7 亿元，占公共财政支出的 80.1%。受公共财政收入规模大幅下降影响，2017 年包头市全市财政自给率为 41.66%，同比下降 23.79 个百分点。

## 四、经营与竞争

作为包头市棚户区改造的重要建设主体，公司主要负责包头市内的棚户区改造及保障房建设业务，委托代建收入是公司的主要收入来源。2017 年公司委托代建实现收入 6.62 亿元，

较上年大幅下降，在公司主营业务收入中的比重为 77.85%，销售保障房实现收入 1.88 亿元，较上年增长较多；综合毛利率较上年变化不明显。

**表 3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
委托代建销售	66,197.95	13.96%	129,763.12	13.04%
销售保障房	18,836.37	13.04%	2,063.53	11.78%
<b>合计</b>	<b>85,034.33</b>	<b>13.76%</b>	<b>131,826.65</b>	<b>13.02%</b>

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

**2017 年公司委托代建项目规模较大，业务持续性较好；但委托代建业务收入尚未回款，公司经营性现金回款较差，需关注该业务的回款时间**

公司受包头市政府的委托，承担着包头市棚户区改造及房地产开发工作。公司的委托代建业务一般与包头市政府签订项目代建协议，通过自有资金、外部融资等方式筹集资金，进行项目建设。公司按照每年工程投资支出加代建方投资收益确定代建收入。公司签订的代建协议一般约定代建方投资收益为经审核确认后的项目支出的 15%。包头市人民政府负责协调将代建款项纳入财政预算，并由包头市财政局负责资金的支付。2017 年公司实现委托代建业务收入 6.62 亿元，同比减少 48.99%，主要系当年结转项目较少所致。

截至 2017 年末，公司主要代建项目包括南四区、西一区、西三区及北八区等，计划总投资为 45.96 亿元，公司委托代建项目规模较大，根据公司 2017 年审计报告，截至 2017 年末，公司存货中已签订回购协议的开发成本为 165.01 亿元，业务持续性较好。但 2015-2017 年公司委托代建收入均未实现回款，且考虑到公司 2017 年收现比仅为 0.08，经营活动现金流表现较差，未来需关注委托代建收入的实际回款时间。

**2017 年公司保障房收入大幅增长，在售项目仍可带来一定收入；但募投项目规模较大，需关注其收入和利润的实现时间和方式**

公司保障房销售业务全部由公司本部负责。2017 年公司实现保障房销售收入 1.88 亿元，受结转项目增加的影响，同比增长 812.82%。

截至 2017 年末，公司在售保障房项目均已完工，待售保障房项目面积为 26.44 万平方米，根据 2017 年销售均价测算，公司未来可产生保障房销售收入约 11.06 亿元，未来保障房收入较有保障。此外，募投项目为北梁棚户区搬迁改造项目，根据《包头市发展和改革委员会关于北梁棚户区搬迁改造项目调整建设内容、投资的批复》，该项目总投资从原来的 219.11 亿元变更为 306.25 亿元，截至 2018 年 5 月末，该项目后续尚需投资 33.23 亿元，该项目的收益模式及净收益规模尚不确定，需关注其收入和利润的实现时间及实现方式。

### 2017 年公司继续获得较大力度的外部支持

作为包头市棚户区改造的主要建设主体，2017年公司继续获得较大力度的外部支持。2017年公司收到东河财政局项目资金专户增资款8,664.26万元，进一步增强了公司资本实力。2017年公司收到政府补助款8,000.00万元，对公司利润形成一定补充。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年审计报告，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数，报告采用新会计准则编制。2017 年合并报表范围变化未发生变化。

### 资产结构与质量

#### 公司资产持续增长，但资产主要以应收款项及存货为主，资产流动性较差

公司资产规模持续增长。截至 2017 年末，公司资产规模为 455.54 亿元，同比增长 13.45%。公司资产以应收款项及存货为主，截至 2017 年末，公司应收款项及存货占比合计为 83.90%，资产流动性较差。

表 4 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	478,283.52	10.50%	395,744.11	9.86%
应收账款	537,668.87	11.80%	468,135.86	11.66%
预付款项	88,758.89	1.95%	88,770.56	2.21%
其他应收款	631,992.68	13.87%	501,767.59	12.50%
存货	2,652,229.78	58.22%	2,399,816.57	59.77%
<b>流动资产合计</b>	<b>4,391,944.67</b>	<b>96.41%</b>	<b>3,855,855.23</b>	<b>96.03%</b>
长期股权投资	95,360.00	2.09%	95,360.00	2.37%
固定资产	41,802.31	0.92%	43,769.60	1.09%
<b>非流动资产合计</b>	<b>163,465.02</b>	<b>3.59%</b>	<b>159,369.30</b>	<b>3.97%</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,555,409.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>4,015,224.53</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款及存货。截至 2017

年末，公司货币资金余额为 47.83 亿元，其中按揭贷款保证金 0.21 亿元，其使用受到一定限制。公司应收账款主要是应收包头市财政局、包头市东河区财政局、包头市城区改造房地产开发总公司等单位的委托代建款。截至 2017 年末，公司应收账款账面价值为 53.77 亿元，规模较大，未来需注意实际回款时间。另外，公司账面余额为 40.38 亿元的应收账款已被质押。公司预付款项主要是预付的工程款，截至 2017 年末，公司预付款项规模较大主要系因工程未结算，导致预付包头市城乡建设发展集团有限公司 3.00 亿元及预付包头市九原区棚户区（城中村）搬迁改造现场指挥部 3.00 亿元未及时结转。截至 2017 年末，公司其他应收款余额为 63.20 亿元，主要为暂借款和与包头市行政事业单位的往来款，公司已计提了坏账准备 3.28 亿元。公司其他应收款规模较大，部分账款账龄较长，面临较大坏账风险，未来需注意实际回款时间。

**表 5 按欠款方归集的截至 2017 年末余额前五名的其他应收款情况（单位：万元）**

单位名称	金额	年限	占其他应收款总额的比例	性质
包头市昆建城市发展有限公司	56,000.00	1 年以内	8.86%	往来款
固阳县发展投资有限责任公司	40,986.52	1-2 年	6.49%	借款
包头市东河区沙尔沁镇人民政府	39,804.91	1 年以内	6.30%	往来款
包头市德润鼎泰建设工程有限公司	33,000.00	1 年以内	5.22%	往来款
包头市国有资产运营有限公司	30,000.00	1 年以内	4.75%	往来款
<b>合计</b>	<b>199,791.43</b>	-	<b>31.61%</b>	-

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 265.22 亿元，其中开发产品为 19.45 亿元，开发成本 245.68 亿元，主要为安置区北区、北梁旧区、廉租房阳光禧福苑小区等项目。公司存货中部分项目尚未签订回购协议，未来收益实现方式尚未确定。

公司的非流动资产主要为长期股权投资和固定资产。截至 2017 年末，公司长期股权投资余额为 9.54 亿元，主要是对光大兴陇信托有限责任公司的投资 6.00 亿元及对包头市金浦城市发展投资基金合伙企业投资 3.54 亿元。截至 2017 年末，公司固定资产余额为 4.18 亿元，主要是房屋建筑物，其中有账面价值为 0.10 亿元的房屋建筑物的产权证书正在办理中。

总体来看，公司资产持续增长，但资产以应收款项及存货为主，集中变现难度较大，公司资产流动性较差。

## 盈利能力

公司营业收入下降，主营业务盈利能力较弱

受公司委托代建收入减少影响，2017年公司实现营业收入8.53亿元，同比下降35.50%。2017年公司综合毛利率为14.02%，较为稳定。公司资产减值损失主要系计提的应收款项的坏账准备，2017年公司资产减值损失为2.29亿元。较大规模的资产减值损失计提削弱了公司的盈利能力。受营业收入下降、计提较大规模资产减值损失影响，2017年公司营业利润为-1.58亿元，主营业务盈利能力较弱。2017年公司收到政府补助款0.80亿元，对公司利润形成一定补充。

**表 6 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2017年	2016年
营业收入	85,290.63	131,919.11
资产减值损失	22,854.85	9,712.27
其他收益	8,000.00	-
营业利润	-15,764.99	-1,432.88
营业外收入	29.25	17,338.17
利润总额	-15,774.24	14,702.61
综合毛利率	14.02%	13.08%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金流表现较差，有息负债规模较大，未来面临较大的筹资压力

2017年因公司委托代建业务没有实现回款，公司收现比仍维持在较低水平，为0.08，营业收入回款情况较差。公司经营活动现金流入主要来自以前年度的保障房销售回款以及预收的保障房销售及收到的往来款等；经营活动现金流出主要为工程建设支出及往来款项支出。2017年公司经营活动现金净流出43.62亿元，净流出规模较大，经营活动现金流表现较差。

2017年公司投资活动现金净流出同比大幅下降，主要系2016年公司对光大兴陇信托有限责任公司投资6.00亿元以及对包头市金浦城市发展投资基金合伙企业投资3.54亿元，导致2016年投资活动现金净流出规模较大。筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要系取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要系偿还债务支付的现金。鉴于公司经营活动现金净流出规模较大，且截至2017年末，公司有息负债规模为298.10亿元，规模较大，未来公司面临较大的筹资压力。

**表 7 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2017年	2016年
收现比	0.08	0.06

销售商品、提供劳务收到的现金	6,558.14	7,968.89
收到的其他与经营活动有关的现金	353,872.81	472,691.01
经营活动现金流入小计	360,430.96	480,659.90
购买商品、接受劳务支付的现金	242,389.48	293,163.90
支付的其他与经营活动有关的现金	553,215.64	547,415.53
经营活动现金流出小计	796,625.26	841,584.55
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-436,194.30</b>	<b>-360,924.65</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-19.30</b>	<b>-95,525.69</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>520,784.76</b>	<b>576,857.70</b>
现金及现金等价物净增加额	84,571.15	120,407.37

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公司负债规模继续增长，有息负债规模较大，未来面临较大的偿债压力

截至 2017 年末，公司负债总额为 355.34 亿元，同比增长 18.06%，主要系公司与相关单位暂借款规模扩大影响。公司所有者权益总额较为稳定，2017 年末为 100.20 亿元。截至 2017 年末，公司产权比率为 354.64%，所有者权益对负债的保障程度较差。

表 8 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	3,553,422.08	3,009,840.95
所有者权益	1,001,987.61	1,005,383.58
产权比率	354.64%	299.37%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

表 9 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	1,582,145.84	44.52%	747,440.53	24.83%
一年内到期的非流动负债	51,046.02	1.44%	20,661.03	0.69%
<b>流动负债合计</b>	<b>1,676,812.69</b>	<b>47.19%</b>	<b>812,812.33</b>	<b>27.01%</b>
长期借款	1,251,100.00	35.21%	1,880,300.00	62.47%
长期应付款	238,244.77	6.70%	248,538.72	8.26%
应付债券	304,470.62	8.57%	0.00	-
其他非流动负债	60,674.00	1.71%	58,887.00	1.96%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,876,609.39</b>	<b>52.81%</b>	<b>2,197,028.62</b>	<b>72.99%</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,553,422.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>3,009,840.95</b>	<b>100.00%</b>

其中：有息负债	2,980,998.65	83.89%	2,208,386.75	73.37%
---------	--------------	--------	--------------	--------

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要包括其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至 2017 年末，公司其他应付款余额为 158.21 亿元，主要为公司与相关单位的往来款以及暂借款。截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债余额为 5.10 亿元，其中一年内到期的长期借款 2.28 亿元，一年内到期的长期应付款 2.82 亿元。

公司非流动负债主要包括长期借款、长期应付款、应付债券及其他非流动负债。截至 2017 年末，公司长期借款余额为 125.11 亿元，主要为保证借款和质押借款，质押借款质押物主要为北梁棚户区改造等项目委托代建协议项下享有的所有权益和收益权益。截至 2017 年末，公司长期应付款余额为 23.82 亿元，主要为对国泰租赁有限公司和招银金融租赁有限公司的融资租赁款。截至 2017 年末，公司应付债券余额为 30.45 亿元，主要为公司发行的“17 包头 01/17 包头建投债 01”及“17 包头 02/17 包头建投债 02”。截至 2017 年末，公司其他非流动负债余额为 6.07 亿元，主要为国开行发展基金投资 5.02 亿元及中国农业重点建设基金有限公司投资 1.05 亿元。

截至 2017 年末，公司包括其他应付款（有息部分）、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、长期应付款（有息部分）以及其他非流动负债在内的有息负债合计为 298.10 亿元，规模较大，从公司偿债安排看，未来几年面临较大的偿债压力。

偿债能力方面，公司资产负债率继续升高，流动比率及速动比率较上年均有所下降，鉴于变现较差的存货及应收款项规模较大，公司短期偿债能力较差。公司 EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数偏低，长期偿债能力较差。

**表 10 公司偿债能力指标**

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	78.00%	74.96%
流动比率	2.62	4.74
速动比率	1.04	1.79
EBITDA（万元）	14,461.26	32,118.78
EBITDA 利息保障倍数	0.16	0.32

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

中证信用为债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升债券的信用水平

中证信用作为担保方为“17包头01/17包头建投债01”及“17包头02/17包头建投债02”债券向债券持有人出具了担保函。中证信用在该担保函中承诺，对债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在债券到期时，如公司不能全部兑付本金及利息，中证信用应承担担保责任，将兑付资金及时、足额划入债券受托管理人指定的银行账户。中证信用保证的范围包括：债券到期兑付的本金及利息，以及应支付的违约金、损害赔偿金和实现债权的费用和其他应支付的费用。

中证信用承担保证责任的期间为：债券存续期及债券到期之日起二年，债券购买人在此期间内未要求中证信用承担保证责任的，中证信用免除保证责任。中证信用是由中国证监会批准设立，于2015年5月27日成立的定位于资本市场的基础设施和功能性公司，纳入证监会统一监管，并加入中国证券业协会接受其自律管理。中证信用初始注册资本为330,000万元，经历次增资扩股，截至2017年末，中证信用注册资本为458,598万元。

中证信用经营范围：各类信用主体及债项产品信用增进；征信业务和信用评级；股权、债券及金融衍生品投资；增信产品的创设和交易；增信基金设立与运行管理；信用受托管理及咨询；其他与信用增进和投资相关的私募业务。目前中证信用以投资业务和信用增进业务为主。

截至2017年12月31日，中证信用资产总额为110.91亿元，股东权益合计59.68亿元，资产负债率为46.19%；2017年中证信用实现营业收入7.96亿元，利润总额3.44亿元，经营活动现金净流入3.89亿元。

**表 11 中证信用主要财务指标**

项目	2017年	2016年
资产总计（万元）	1,109,093.04	609,124.15
所有者权益合计（万元）	596,839.27	443,551.42
资产负债率	46.19%	27.18%
流动比率	5.04	3.64
速动比率	5.04	3.64
营业收入（万元）	79,604.47	47,679.50
利润总额（万元）	34,410.68	27,014.11
经营活动产生的现金流量净额（万元）	38,889.77	17,785.17

资料来源：公开资料，鹏元整理

## 七、或有事项分析

根据公司企业信用报告，截至2018年4月16日，公司对外担保余额为36.60亿元，被担

保方主要为当地国有企业，考虑到公司对外担保规模较大，未来面临一定的或有负债风险。

**表 12 截至 2018 年 4 月 16 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额
包头市城乡建设发展集团有限公司	40,000.00
包头市城乡建设发展集团有限公司	40,000.00
包头市交通投资集团有限公司	84,995.60
包头市交通投资集团有限公司	91,963.11
包头市新都市投资运营管理有限公司	49,000.00
包头市新都市投资运营管理有限公司	50,000.00
包头市城区改造房地产开发总公司	7,100.00
包头市城区改造房地产开发总公司	2,900.00
<b>合计</b>	<b>365,958.71</b>

资料来源：公司企业信用报告

## 八、评级结论

公司委托代建项目规模较大，业务持续性较好；2017年公司收到包头市东河区财政局项目资金专户增资款8,664.26万元，收到政府补助款8,000.00万元，继续获得较大力度的外部支持；中证信用提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升“17包头01/17包头建投债01”、“17包头02/17包头建投债02”的信用水平。同时鹏元也关注到了“17包头01/17包头建投债01”、“17包头02/17包头建投债02”募投项目规模较大，需关注其收入和利润的实现时间和方式；公司委托代建业务尚未回款；面临较大的偿债压力、资金压力及一定的或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA，维持本期债券信用等级AAA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	478,283.52	395,744.11	271,828.21
应收账款	537,668.87	468,135.86	336,835.51
预付款项	88,758.89	88,770.56	55,883.64
其他应收款	631,992.68	501,767.59	374,395.71
存货	2,652,229.78	2,399,816.57	2,047,583.67
其他流动资产	1,620.44	1,620.54	9.48
<b>流动资产合计</b>	<b>4,391,944.67</b>	<b>3,855,855.23</b>	<b>3,086,536.21</b>
长期股权投资	95,360.00	95,360.00	-
固定资产	41,802.31	43,769.60	45,593.71
无形资产	16,078.17	15,720.00	16,317.99
递延所得税资产	10,224.54	4,510.83	2,082.76
<b>非流动资产合计</b>	<b>163,465.02</b>	<b>159,369.30</b>	<b>64,031.33</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,555,409.69</b>	<b>4,015,224.53</b>	<b>3,150,567.54</b>
短期借款	-	-	44,100.00
应付账款	2,684.83	8,764.73	8,149.26
预收账款	1,088.32	990.00	1,000.03
应付职工薪酬	78.44	58.50	51.11
应交税费	39,769.24	34,897.54	23,279.57
其他应付款	1,582,145.84	747,440.53	405,656.42
一年内到期的非流动负债	51,046.02	20,661.03	6,000.00
<b>流动负债合计</b>	<b>1,676,812.69</b>	<b>812,812.33</b>	<b>488,236.40</b>
长期借款	1,251,100.00	1,880,300.00	1,624,225.70
长期应付款	238,244.77	248,538.72	-
应付债券	304,470.62	-	-
专项应付款	22,120.00	9,302.90	9,302.90
其他非流动负债	60,674.00	58,887.00	33,437.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,876,609.39</b>	<b>2,197,028.62</b>	<b>1,666,965.60</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,553,422.08</b>	<b>3,009,840.95</b>	<b>2,155,202.00</b>
实收资本	138,114.50	138,114.50	138,114.50
资本公积	676,230.89	667,566.63	670,566.63
盈余公积	9,688.92	9,688.92	8,307.96
未分配利润	177,953.31	190,013.53	178,376.45
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,001,987.61</b>	<b>1,005,383.58</b>	<b>995,365.54</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>4,555,409.69</b>	<b>4,015,224.53</b>	<b>3,150,567.54</b>

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
<b>一、营业收入</b>	<b>85,290.63</b>	<b>131,919.11</b>	<b>151,617.28</b>
减：营业成本	73,336.75	114,658.39	131,596.81
营业税金及附加	681.31	5,902.68	8,486.54
销售费用	186.50	87.99	90.08
管理费用	2,800.97	3,104.60	3,499.17
财务费用	9,191.30	-113.95	1,943.51
资产减值损失	22,854.85	9,712.27	3,417.17
加：其他收益	8,000.00	-	-
<b>二、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>-15,764.99</b>	<b>-1,432.88</b>	<b>2,583.98</b>
加：营业外收入	29.25	17,338.17	36,393.31
减：营业外支出	38.50	1,202.68	482.41
<b>三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>-15,774.24</b>	<b>14,702.61</b>	<b>38,494.88</b>
减：所得税费用	-3,714.01	1,684.57	1,509.66
<b>四、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>-12,060.23</b>	<b>13,018.04</b>	<b>36,985.22</b>
归属于母公司所有者的净利润	-12,060.23	13,018.04	36,985.22

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>			
销售商品、提供劳务收到的现金	6,558.14	7,968.89	1,382.44
收到的其他与经营活动有关的现金	353,872.81	472,691.01	331,363.18
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>360,430.96</b>	<b>480,659.90</b>	<b>332,745.62</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	242,389.48	293,163.90	627,933.09
支付给职工以及为职工支付的现金	293.04	484.74	1,032.93
支付各项税费	727.11	520.39	6,835.25
支付的其他与经营活动有关的现金	553,215.64	547,415.53	367,723.81
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>796,625.26</b>	<b>841,584.55</b>	<b>1,003,525.08</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-436,194.30</b>	<b>-360,924.65</b>	<b>-670,779.46</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>			
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付现金	19.30	165.69	248.86
投资所支付的现金	-	95,360.00	-
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>19.30</b>	<b>95,525.69</b>	<b>248.86</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-19.30</b>	<b>-95,525.69</b>	<b>-248.86</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量</b>			
吸收投资所收到的现金	356,264.26	13,115.48	-
取得借款收到的现金	327,400.00	506,140.00	588,200.92
收到的其他与筹资活动有关的现金	20,000.00	279,000.00	170,279.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>703,664.26</b>	<b>798,255.48</b>	<b>758,479.92</b>
偿还债务支付的现金	88,508.63	75,080.83	227,023.59
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	91,798.40	135,757.93	97,464.01
支付其他与筹资活动有关的现金	2,572.47	10,559.01	-
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>182,879.50</b>	<b>221,397.78</b>	<b>324,487.60</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>520,784.76</b>	<b>576,857.70</b>	<b>433,992.32</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>84,571.15</b>	<b>120,407.37</b>	<b>-237,035.99</b>
加：期初现金及现金等价物余额	391,609.03	271,201.67	508,237.66
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>476,180.18</b>	<b>391,609.03</b>	<b>271,201.67</b>

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

### 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	-12,060.23	13,018.04	36,985.22
加：资产减值准备	22,854.85	9,712.27	3,417.17
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,390.75	1,994.82	1,922.54
无形资产摊销	122.21	1,756.62	594.68
长期待摊费用摊销	8.87	27.98	37.54
财务费用（收益以“-”号填列）	30,667.13	13,636.75	2,090.94
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-5,713.71	-2,428.07	-848.54
存货的减少（增加以“-”号填列）	-252,413.21	-352,232.90	-518,918.94
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-189,208.82	-281,021.55	-271,140.93
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-32,846.09	234,611.38	75,080.86
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-436,194.30</b>	<b>-360,924.65</b>	<b>-670,779.46</b>

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
资产负债率	78.00%	74.96%	68.41%
流动比率	2.62	4.74	6.32
速动比率	1.04	1.79	2.13
EBITDA（万元）	14,461.26	32,118.78	43,140.58
EBITDA 利息保障倍数	0.16	0.32	0.44
产权比率	354.64%	299.37%	216.52%
收现比	0.08	0.06	0.01
综合毛利率	14.02%	13.08%	13.20%
有息负债（万元）	2,980,998.65	2,208,386.75	1,707,762.70

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	其他应付款(有息部分)+一年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款(有息部分)+其他非流动负债

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。