

2018 年第一期绵阳安州投资控股集团有限公司

城市停车场建设专项债券

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
【1554】号 01

债券简称：18绵安 01/ 18
绵安专债 01

增信方式：保证担保

担保主体：重庆兴农融
资担保集团有限公司

债券剩余规模：3.0 亿元

债券到期日期：2025 年
5 月 4 日

债券偿还方式：每年付
息一次，从第 3 年起，
每年偿付本金的 20%，
当期利息随本金一同支
付

分析师

姓名：
桑竹 钟继鑫

电话：
0755-82872897

邮箱：

sangzh@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

2018 年第一期绵阳安州投资控股集团有限公司 城市停车场建设专项债券 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	AAA	AA+
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 9 月 18 日	2018 年 3 月 8 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对绵阳市安州投资控股有限公司（以下简称“安州投控”或“公司”）及其 2018 年 5 月 4 日发行的 3.0 亿元专项债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为 AAA 发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司业务收入来源有一定保障，公司继续获得一定的外部支持，并且第三方担保有效提升了本期债券的信用水平，鹏元于 2018 年 6 月 13 日将重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）主体长期信用等级由 AA+ 上调至 AAA，故鹏元于本次跟踪评级将本期债券债项级别由 AA+ 上调至 AAA；同时鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，经营活动收现能力较弱，面临较大资金压力，有息债务增长较快，偿债压力加大，子公司担保业务代偿风险较大，且公司本部有一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年，绵阳市实现地区生产总值 2,074.75 亿元，增长 9.1%；实现公共财政收入 110.59 亿元，增长 2.75%；安州区实现地区生产总值 132.05 亿元，同比增长 9.20%；实现公共财政收入 5.69 亿元，同比增长 0.22%。区域经济和财政保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司业务收入来源有一定保障。公司将负责“安州区花菱镇前进片区棚户区改造项目”和“安州区河东片区（城中村）改造项目”等土地的整理，工程管理业务有一定区域垄断性，安州区道路养护及维修为政府刚性需求，供水业务范围不断

扩大，相关业务具有一定可持续性。

- **公司继续获得一定的外部支持。**2017年公司获得政府给予的担保业务补助6,000.00万元，以及工业园整治、公用设施的维护专项补贴31.00万元。
- **第三方担保有效提升了本期债券的信用水平。**本期债券由兴农担保提供不可撤销连带责任保证担保，兴农担保业务发展情况较好，经鹏元综合评定，兴农担保主体长期信用等级为AAA，仍可为本期债券的按期偿付提供较好的保障。

关注：

- **公司整体资产流动性仍然较弱。**2017年末，公司资产主要为应收款项、存货、投资性房地产和固定资产等，以上各类资产占公司总资产比例合计为71.47%，且部分资产受限，应收款项占用较多资金，公司资产流动性较弱。
- **公司经营活动资金回流能力较弱，且面临较大的资金压力。**2017年公司收现比为0.58，回款能力仍然较弱。截至2017年末，公司主要在建项目（包括募投项目）尚需投资17.04亿元，公司后续项目建设面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模快速攀升，资产负债率也有所增长，面临偿债压力加重。**截至2017年末，公司有息负债总额为16.84亿元，同比增长28.99%，资产负债率41.89%，同比增长8.06个百分点，公司面临偿债压力进一步加重。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2017年末，公司本部有三笔对外担保，其中0.65亿元担保对象为民企，1.65亿元担保对象为事业单位，担保金额共占净资产比重为4.71%，且均未设置反担保，公司面临一定的或有负债风险。
- **公司担保业务代偿风险较大。**子公司绵阳市兴安融资担保有限公司（以下简称“兴安融资”）运营担保业务，在保客户主要为区域内中小企业，2017年末在保余额为36,658.75万元，当期代偿额1,492.30万元，累计担保代偿率5.65%，当期兴安融资营业利润为亏损2.00万元，公司担保业务代偿风险较大。

主要财务指标:

项目	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	841,018.72	715,523.83	460,639.32
所有者权益合计(万元)	488,730.20	473,493.97	307,969.49
有息债务(万元)	168,407.10	130,560.90	66,295.00
资产负债率	41.89%	33.83%	33.14%
流动比率	3.27	3.97	3.22
营业收入(万元)	47,420.69	41,407.35	32,068.33
营业利润(万元)	4,836.29	6,297.60	6,788.60
营业外收入(万元)	6,181.44	5,570.44	3,685.68
利润总额(万元)	11,010.88	11,805.39	10,448.74
综合毛利率	28.31%	36.87%	32.51%
EBITDA(万元)	16,862.98	17,593.11	15,905.39
EBITDA 利息保障倍数	3.81	3.65	3.49
经营活动现金流净额(万元)	936.77	670.84	12,428.06

资料来源: 公司 2014-2016 年三年连审审计报告、2017 年审计报告, 鹏元整理

兴农担保主要财务指标:

项目	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	2,237,309.94	1,563,081.01	699,571.96
所有者权益合计(万元)	976,891.10	874,526.19	469,374.84
融资担保在保责任余额(万元)	3,842,860.09	2,512,302.47	2,022,126.38
担保风险准备金(万元)	159,466.35	136,121.65	114,736.40
融资担保净资产放大倍数	3.93	2.87	4.31
累计代偿回收率	17.38%	0.00%	0.00%

资料来源: 兴农担保 2015-2017 年审计报告, 鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改企业债券[2017]323号文件批准，公司于2018年5月4日公开发行人3.00亿元企业债，期限7年，票面利率8.10%，用于绵阳市安州区城市停车场项目和补充运营资金。

截至2018年6月末，本期债券募集资金已使用2.31亿元，具体情况见下表。

表1 截至2018年6月末本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

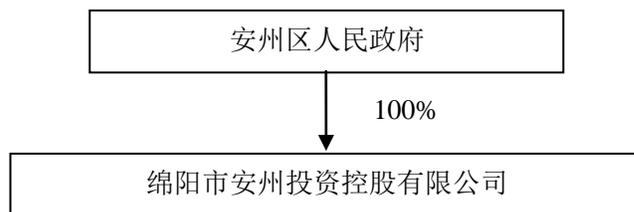
项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	已投资	已使用债券募集资金
绵阳市安州区城市停车场项目	91,513.28	15,000.00	16,647.33	8,131.56
补充运营资金	-	15,000.00	-	15,000.00
合计	91,513.28	30,000.00	16,647.33	23,131.56

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变化。截至2018年6月末，公司注册资本和实收资本仍均为2,000.00万元，控股股东和实际控制人均为安州区人民政府。

图1 截至2018年6月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2017年公司新纳入合并范围3家子公司（具体情况如下表）。公司在安州区内根据政府规划进行土地开发整理、城市基础设施建设，同时开展产业园区运营、城市供水、融资担保、学校经营、公路养护、广告牌租赁等其他业务，业务范围较广。截至2017年12月31日，公司纳入合并报表范围的一级子公司共16家，具体如附录五所示。

表2 2017年公司新纳入合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	取得方式
绵阳海珂实业有限公司	100.00%	6,000	房地产开发、销售	非同一控制下企业合并
四川云捷园林有限责任公司	100.00%	1,000	建筑装饰、装修	新设合并
绵阳安投矿业有限责任公司	100.00%	500	矿石开采	新设合并

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为84.10亿元，所有者权益合计48.87亿元，资产负债率为41.89%；2017年度，公司实现营业收入4.74亿元，利润总额1.10亿元，经营活动现金净流入936.77万元。

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3 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

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017年绵阳市经济保持快速增长

绵阳市经济保持快速发展。2017年绵阳市实现地区生产总值2,074.75亿元，按可比价计算，增长9.1%，高于全国增速2.2个百分点；人均生产总值43,015元，是全国人均生产总值的72.10%，经济实力需继续加强。三次产业结构由2016年的15.3：49.0：35.7调整为2017年14.1：40.4：45.5，第三产业比重明显提升。

绵阳科技城对当地经济支撑作用显著，按照“一核三区多园”¹新口径，全年实现二三次产业增加值1,476.88亿元，增长9.9%。其中，第二产业增加值746.80亿元，增长9.1%；第三产业增加值730.08亿元，增长10.9%。

绵阳市工业持续发展。分产业看，2017年绵阳市8个重点产业产值增长14.9%，其中：电子信息产业产值增长9.9%，汽车产业产值增长30.8%，新材料产业产值增长20.8%，节能环保产业产值增长27.6%，高端装备制造产业产值增长26.1%，生物产业产值增长13.3%，食品产业产值增长8.4%，化工产业产值增长18.4%。

表4 2016-2017年绵阳市主要经济指标（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	2,074.75	9.1%	1,830.42	8.3%
其中：第一产业增加值	291.66	4.0%	280.29	3.9%
第二产业增加值	838.76	9.2%	896.04	8.9%
第三产业增加值	944.33	10.8%	654.09	9.5%
工业增加值	-	-	763.09	9.3%
全社会固定资产投资	1,436.54	13.1%	1,269.97	10.0%
社会消费品零售总额	1,112.48	12.5%	988.48	12.4%
进出口总额（亿美元）	16.98	-4.0%	17.68	-32.7%
存款余额	3,588.52	12.3%	3,181.69	10.4%
贷款余额	1,864.71	11.6%	1,667.43	8.8%
人均GDP（元）		43,015		38,202
人均GDP/全国人均GDP		72.10%		70.77%

注：（1）地区生产总值、各产业增加值绝对数按现行价格计算，增长速度按可比价格计算；

¹ “一核”即科技城集中发展区，重点是军民融合创新驱动核心示范区；“三区”即高新区、经开区、科创区；“多园”即绵阳工业园（金家林总部经济试验区）、游仙经开区、江油工业园、安县工业园、三台芦溪工业园、北川经开区等省级以上开发区。

(2) 2017年工业增加值根据四川省统计局公布的增速计算；

(3) “-”表示未公开披露数据。

资料来源：2016-2017年绵阳市国民经济和社会发展统计公报

固定资产投资是拉动绵阳市经济发展的重要因素。2017年完成固定资产投资1,436.54亿元，同比增长13.1%。其中，建筑工程投资961.18亿元，增长15.7%；房地产开发投资176.65亿元，同比下降14.1%，商品房竣工面积303.15万平方米，下降20.1%，受去库存政策的影响，商品房销售面积554.85万平米，增长40.8%，商品房销售面积高于同期竣工面积。

表5 绵阳市2016-2017年房地产开发投资情况

项目	2017年		2016年	
	规模	同比增长	规模	同比增长
房地产开发投资（亿元）	176.65	-14.1%	205.58	3.6%
商品房施工面积（万平方米）	1,882.76	-5.1%	1,983.76	0.9%
商品房竣工面积（万平方米）	303.15	-20.1%	379.22	68.7%
商品房销售面积（万平方米）	554.85	40.8%	394.15	16.2%

资料来源：绵阳市2016-2017年国民经济与社会发展统计公报

全市消费市场较为活跃，2017年社会消费品零售总额1,112.48亿元，增长12.5%，其中家用电器和音像类商品实现零售额97.52亿元，增长35.2%；贸易受国际环境和政策的影响，全年外贸进出口总额（包括转口贸易）16.98亿美元，下降4.0%。

总体来看，2017年绵阳市经济保持快速增长，固定资产投资是拉动绵阳市经济发展的重要因素。

安州区承接绵阳、成都市部分产业转移功能，近年工业产值保持较快增长，带动地区经济稳步增长

2017年，安州区经济保持较快发展，实现地区生产总值132.05亿元，同比增长9.20%，增速高于全国增速2.30个百分点；人均生产总值33,976元，是全国人均生产总值的56.95%，经济实力有待加强；三次产业结构由2016年的24.2:50.7:25.1调整为2017年的22.5:38.2:39.3，第三产业占比大幅提升。

安州区承接绵阳（指绵阳市主城区）、成都的部分产业转移，区内工业实现较快发展，形成了以华晨汽车为龙头的汽车及零部件产业，以好医生药业、魔力科技为龙头的医药食品产业，以银河化学为龙头的精细化工产业，以长虹电子为龙头的电子信息产业，以中联水泥为龙头的新型材料产业。2017年，安州区工业化率达到29.71%，规模以上工业增加值增速11.3%；建筑业增加值达到11.17亿元，同比增长15.3%。

固定资产投资方面，2017年，安州区全区完成全社会固定资产投资132.03亿元，同比增长15.5%；其中基本建设投资完成82.21亿元，同比增长14.6%；房地产开发投资完成4.47

亿元，同比增长31.7%，完成商品房销售35.32万平方米，同比大幅增长51.9%，全区城镇化率达到48.33%。

消费方面，全区实现社会消费品零售总额73.17亿元，同比增长12.4%，以批发零售业为主，零售业零售额50.16亿元，批发业零售额10.11亿元。贸易发展缓慢，2017年安州区进出口总额4.64亿元，同比增长0.2%。

表6 2016-2017年安州区主要经济指标（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	132.05	9.2%	117.95	8.4%
第一产业增加值	29.65	3.9%	28.54	3.8%
第二产业增加值	50.41	10.7%	59.77	10.1%
第三产业增加值	51.99	10.8%	29.64	9.3%
规模以上工业增加值	-	11.3%	-	10.5%
固定资产投资	132.03	15.5%	114.32	13.2%
社会消费品零售总额	73.17	12.4%	65.08	12.3%
存款余额	175.3	8.77%	161.17	9.8%
贷款余额	102.46	18.36%	86.57	6.56%
进出口总额	4.64	0.2%	-	-
三次产业结构	22.5:38.2:39.3		24.2: 50.7: 25.1	
人均 GDP（元）	33,976		30,478	
人均 GDP/全国人均 GDP	56.95%		56.46%	

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2016-2017年安州区国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

绵阳市公共财政收入保持增长，但地方综合财力对上级补助依赖较大，财政自给能力仍然较弱

受经济增长的拉动，绵阳市地方综合财力持续提升。2017年绵阳市全市地方综合财力402.60亿元，同比增长5.00%，主要得益于全市政府性基金收入大幅增长。

从全市范围来看，2017年绵阳市全市实现公共财政收入110.59亿元，同比增长2.75%，占全市地方综合财力比重为27.47%。从公共财政收入结构来看，税收收入占比为60.47%，全市公共财政收入质量一般。绵阳市全市地方综合财力较依赖上级补助收入，2017年全市上级补助收入212.00亿元，占全市地方综合财力比重为52.66%。以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金收入80.01亿元，大幅增长33.44%，占全市地方综合财力比重也增长至19.87%，但相关收入易受土地市场及国家政策的影响，具有较大的波动性。

从市本级范围看，2017年市本级公共财政收入12.28亿元，全部来源于非税收入，占市本级地方综合财力比重仅为12.58%；本级上级补助收入和政府性基金收入占市本级地方综

合财力比重分别为64.38%和23.04%，市本级地方综合财力稳定性较差。

从财政支出情况看，2017年绵阳市全市公共财政支出365.06亿元，同比增长8.96%，其中在教育、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、交通运输和城乡社区等刚性支出较大。2017年绵阳市全市财政自给率为30.29%，市本级财政自给率为17.49%，财政自给能力仍然较弱。

表7 2016-2017年绵阳市地方财政收支情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	全市	市本级	全市	市本级
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	4,026,035	976,121	3,834,322	996,049
（一）公共财政收入	1,105,883	122,834	1,076,241	122,717
其中：税收收入	668,690	0.00	638,400	0.00
非税收入	437,193	122,834	437,841	122,717
税收收入/公共财政收入	60.47%	0.00%	59.32%	0.00%
（二）上级补助收入	2,120,024	628,427	2,158,455	685,654
其中：返还性收入	155,088	109,549	136,848	99,391
一般性转移支付收入	1,177,945	244,396	1,111,416	220,796
专项转移支付收入	786,991	274,482	910,191	365,467
（三）政府性基金收入	800,128	224,860	599,626	187,678
其中：国有土地使用权出让收入	715,133	180,009	532,230	153,517
国有土地出让收入/政府性基金收入	89.38%	80.05%	88.76%	81.80%
财政支出=（四）+（五）	4,463,796	892,428	4,134,762	865,027
（四）公共财政支出	3,650,634	702,366	3,350,412	665,264
（五）政府性基金支出	813,162	190,062	784,350	199,763
财政自给率	30.29%	17.49%	32.12%	18.45%

注：（1）财政自给率=公共财政收入/公共财政支出；

（2）自2015年1月1日起，城区执行新财政体制，市属企事业单位税收收入按照属地原则划归各区、园区，市级分享财力。市级一般公共预算收入均为非税收入。

资料来源：2017年数据来源于绵阳市2017年财政预算执行情况和2018年财政预算草案；2016年全市财政数据来自绵阳市财政局，2016年市本级财政数据来自绵阳市2016年财政执行情况和2017年财政预算草案报告，鹏元整理

近年安州区公共财政收入保持稳定，但财政实力及自给能力均较弱

2017年安州区地方综合财力27.00亿元，同比减少1.05%，主要系专项转移支付收入大幅减少所致。

2017年安州区公共财政收入5.69亿元，同比增长0.22%，变化不大，占地方综合财力的21.05%，占比不高，地方综合财力稳定性较弱。从公共财政收入构成来看，税收收入占比为76.79%，公共财政收入质量尚可。

安州区上级补助收入是地方综合财力的主要来源。2017年上级补助收入14.79亿元，占

地方综合财力的比重为54.78%，地方综合财力较依赖上级补助收入。从上级补助收入构成来看，专项转移支付收入占比为26.78%，专项转移支付收入多为指定用途，使用上存在一定限制。

2017年以国有土地出让收入为主的政府性基金收入规模6.53亿元，同比增长0.11%，占地方综合财力比重为24.17%，为地方综合财力提供了有利的补充，但是相关收入易受土地市场和政府出让计划的影响，可能存在较大的波动。

从财政支出来看，公共财政支出是安州区财政支出的主要构成。2017年安州区公共财政支出21.56亿元，同比增长7.03%，其中一般公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出、医疗卫生与计划生育支出占比为63.11%，公共财政支出具有一定的刚性。2017年安州区公共财政自给能力仍然表现较差，仅为26.38%。

表8 2016-2017年绵阳市安州区地方财政收支情况（单位：万元）

项目名称	2017年	2016年
地方综合财力=(一+二+三+四)	270,038	272,902
(一) 公共财政收入	56,854	56,728
其中：税收收入	43,661	42,361
非税收入	13,193	14,367
税收收入/公共财政收入	76.79%	74.67%
(二) 上级补助收入	147,925	149,078
其中：返还性收入	5,586	5,386
一般性转移支付收入	102,729	90,078
专项转移支付收入	39,610	53,614
(三) 政府性基金收入	65,259	65,188
其中：国有土地出让金收入	63,747	35,329
国有土地出让收入/政府性基金收入	97.68%	54.20%
(四) 财政专户管理资金收入	-	1,908
财政支出=(五+六+七)	296,054	268,416
(五) 公共财政支出	215,560	201,408
(六) 政府性基金支出	80,494	65,100
(七) 财政专户管理资金支出	-	1,908
财政自给率	26.38%	28.17%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出*100%。

资料来源：2016年数据来源于绵阳市安州区财政局，2017年数据来源于《关于安州区2017年财政预算执行情况和2018年财政预算草案的报告》鹏元整理

四、经营与竞争

公司在安州区范围内进行基础设施建设、土地整理、保障房建设、城市供水、建筑材料

销售、融资担保、房屋租赁等业务。2017 年公司实现营业收入 4.74 亿元，同比增长 14.52%，综合毛利率 28.31%，同比减少 8.56 个百分点，主要系公司当年新并购子公司四川海珂实业有限公司（以下简称“海珂实业”），海珂实业的房地产销售业务收入较高，但销售的房地产项目主要为住宅，高价商铺未销售，摊余成本较高，故业务处于亏损状态，从而减少公司综合毛利率。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理收入	15,936.33	33.61%	13.04%	23,709.39	57.26%	13.04%
商品房销售收入	10,371.09	21.87%	-25.09%	-	-	-
工程管理收入	9,424.51	19.87%	100.00%	8,013.71	19.35%	100.00%
公路养护收入	2,570.43	5.42%	14.34%	1,511.02	3.65%	5.40%
水费收入	2,469.94	5.21%	23.22%	2,041.82	4.93%	20.82%
其他	6,648.38	14.02%	53.86%	6,131.42	14.81%	59.61%
合计	47,420.69	100.00%	28.31%	41,407.35	100.00%	36.87%

注：（1）其他包括房屋租赁、质量检测、垃圾污水处理、销售水泥、担保费、水库租赁等；

（2）2016 年公司将安装及材料收入并入水费收入。

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司土地整理收入易受政府规划及土地一级市场影响，相关收入有一定持续性

公司土地整理业务由子公司绵阳安投土地开发有限公司²（以下简称“安投土地”或统称为“公司”）实施，公司是安州区从事土地整理业务的重要主体。根据公司与安州区国土资源局签订的《土地一级开发协议书》，在完成开发工作后，政府组织进行验收结算，验收后政府按照核准成本支出加固定收益（固定收益加成比 15%）确定结算金额，每年年初政府根据实际验收的部分与公司进行上年的结算。

公司土地整理收入明细如表 10 所示，需要注意的是 2017 年末安县花菱镇、界牌镇征地拆迁安置项目和安县界牌片区土地整理收储项目均已完工，根据 2018 年政府采购中心中标通知，公司将负责“安州区花菱镇前进片区棚户区改造项目”和“安州区河东片区（城中村）改造项目”等土地的整理，相关业务收入来源有一定的保障。

表10 公司土地整理收入明细（单位：万元）

项目名称	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
安县花菱镇、界牌镇征地拆迁安置项目	5,211.03	13.04%	6,432.87	13.04%
安县界牌片区土地整理收	10,725.30	13.04%	17,276.52	13.04%

² 2017 年 11 月 15 日安县鑫安土地开发有限公司更名为绵阳安投土地开发有限公司。

储项目				
合计	15,936.33	13.04%	23,709.39	13.04%

资料来源：公司提供

公司房地产销售业务收入来源有一定保障，但在售项目销售进度较慢，回款周期略长，业务毛利率为负，未来需关注项目建设和销售情况

公司房地产销售业务收入来源于新收购的子公司海珂实业开发的“海珂花郡”项目，该项目位于安县花菱老城区中心白茅寺路，建设和销售的产品主要是住宅和商铺。2012年海珂实业通过招拍挂获得土地后，开始建设项目，并于2014年取得预售许可证（安州区建设进度达到30%即可获得预售许可证），截至2017年末，“海珂花郡”可售建筑面积16.83万平方米，剩余可售建筑面积4.98万平方米，销售进度70.39%，项目销售进度较慢，回款周期略长，当年公司实现商品房销售收入1.04亿元，销售情况如下表。

2017年公司商品房销售业务毛利率为负，主要受“海珂花郡”项目位置的影响，前期该项目的住宅销售价格较低，待交房符合确认收入条件时，收入不能覆盖成本，该项目住宅产品亏损，而单价较高的商铺未能出售。公司计划自持部分商铺（面积0.71万平方米），用于出租，截至2017年末未产生租金收入。未来需关注项目剩余产品的销售情况和自持物业租赁情况。

表11 2017年公司商品房销售情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	地区	可售面积	剩余可售面积	2017年		
				销售面积	销售金额	结算金额
海珂花郡	安州区花菱白茅寺路	16.83	4.98	3.15	11,615.60	10,371.09

注：2017年末公司账上预收客户购房款2,842.35万元。

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司在建房地产项目还有农贸市场项目东禅寺项目（公司商品房项目反映在存货-库存商品科目），此项目竣工后有商业门面9,583.01平方米，地下车库507平方米，摊位约170个，未来需关注项目建设和销售情况。

另外，安投土地账上有已完工但尚未结算保障房建设项目（即：安县保障性住房建设项目），2017年末账面价值5,774.81万元（5,000万元来自中央灾后重建资金，其余由公司自筹），该项目三个标段均已在2013年竣工并出具了安州区审计局的审计报告，但均未办理决算及登记备案手续，截至2017年末，该项目尚未签订回购协议，也无售卖计划，该项目收益实现方式尚不明确。

公司工程管理业务收入有一定持续性，但在建项目后续资金投入较大，公司面临较大的资金压力

公司工程管理收入来自两方面：一类是公司进行安州区内的基础设施、水务系统以及交通道路设施进行投资建设（公司为业主单位），安州区财政局和政府相关部门针对项目建设前期办理相关手续，项目建成后移交相关政府单位，按照实际发生成本的 10% 确认收入并和相关政府部门结算；第二类是公司利用自身的项目管理经验对政府相关部门筹建的项目进行工程管理（公司不是业主，由业主单位委托）并按照项目投资额的 5% 收取工程管理费，近年公司确认的工程管理收入均为第二类模式。

公司工程管理费扣除成本后确认收入，因而业务毛利率为 100%，2017 年公司实现工程管理费收入 0.94 亿元，同比增长 17.60%，主要系安州区政府逐渐将政府各部门机构负责的工程建设项目交由公司管理，有一定垄断性，相关业务持续性较好。具体项目收入明细如下表所示。

表12 公司主要工程管理项目收入确认情况（单位：万元）

项目	收入
2017 年	
安县草溪河水库工程	2,005.13
安县危旧房棚户区改造项目	1,516.86
安县淘金大道东外线等三条道路工程项目	1,386.00
2014 年全县县乡公路安保工程(路侧护栏)建设项目	1,020.11
安县睢水白河供水工程	965.00
其他工程（主要工程 14 个）	2,531.41
合 计	9,424.51
2016 年	
安县危旧房棚户区改造项目	1,516.86
2014 年全县县乡公路安保工程(路侧护栏)建设项目	1,020.11
安县草溪河水库工程	1,002.56
安县睢水白河供水工程	965.00
安县淘金大道东外线等三条道路工程项目	924.00
其他工程（11 个）	1,489.93
合 计	6,918.46

注：2016 年是主要工程管理项目收入，2017 年是全部的工程管理收入。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司为政府代建的项目主要有凯江流域治理工程和宝睢路项目。

此外，公司在建的自营项目有本期募投项目绵阳市安州区城市停车场项目，项目建成后，公司计划出售部分车位和商业配套建筑物，对剩余车位采用对外开放停车的形式出租收费，未来需关注项目建设情况、销售情况和租赁情况。

截至 2017 年末，公司主要在建工程项目总投资 18.37 亿元，累计已投资 1.33 亿元，尚

需投资 17.04 亿元，未来面临较大的资金压力，且需关注委托代建项目收入实现情况。

表13 截至2017年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	是否为政府代建
绵阳市安州区城市停车场项目	91,513.28	0.00	否
凯江流域治理工程	59,000.00	5,131.39	是
宝雕路	33,154.25	8,154.54	是
合计	183,667.53	13,285.93	

资料来源：公司提供

公路养护业务和水费业务收入持续性较好，但规模较小；担保业务代偿风险较大

1.公路养护业务

公路养护业务由子公司四川金顺达公路工程有限责任公司（2015年10月划拨给公司）负责运营。安州区交通局委托公司对路面进行养护和维修，并根据工程计量清单的价格与公司结算。该项业务可细分为养护业务和维修业务，其中养护业务毛利率较高，维修业务毛利率较低。2017年公司公路养护收入 2,570.43 万元，全部为毛利率较高的养护业务收入。安州区道路养护及维修为政府刚性需求，该业务具有一定可持续性。

2.水费业务

公司供水业务由子公司龙泉供水公司运营，供水范围包括花菱镇、秀水镇、塔水镇、河清镇、晓坝镇、桑枣镇、罗浮山温泉开发区、兴仁乡、乐兴镇，安昌（北川）镇场镇及部分村组，主要供应居民用水、工业用水、营业用水和特种用水，公司自 2015 年起加大特种用水的供应。2016 年以来，公司将安装及材料业务收入纳入供水业务统计。

表14 2016-2017年公司水费业务明细（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
水费收入	2,469.94	23.22%	2,041.82	20.82%
其中：供水收入	1,460.70	-6.63%	1,000.30	-26.86%
安装及材料收入	1,009.24	66.43%	1,041.52	66.61%

资料来源：公司提供

2017 年公司实现安装及材料销售收入 0.10 亿元，该业务毛利率较高。

2017 年公司实现水费收入 1,460.70 万元，规模仍然较小，同比增长 46.03%，一方面系公司现有供水区域中罗浮山温泉开发区、河东新区乐乐水世界开园以及西南科技大学城市学院供水量均有所提升，全年供水量增至 849 万立方米，自来水用户增至 5.26 万户；另一方面自 2017 年 6 月起，安州区居民用水、工业用水和特种用水的价格均有所提升，具体变化如下表。受供水价格提高和供水产品结构调整的影响，水费业务毛利率同比增长 20.24 个百分

点，但由于供水能力利用率较低且存在耗损率，供水业务仍然亏损。

表15 公司供水业务情况

业务指标	2017年	2016年
水厂个数	6	6
日供水能力（万立方米）	6	6
供水管网总长度（公里）	350	320
全年供水量（万立方米）	849	829
全年售水量（万立方米）	766	746
供水能力利用率	39.31%	38.38%
耗损率	9.78%	10.01%
自来水用户数（户）	52,630	48,330

注：（1）耗损率=（全年供水量-全年售水量）/全年供水量；

（2）供水能力利用率=全年供水量/（日供水能力*360天），一年按360天计算。

资料来源：公司提供，鹏元整理

表16 安州区水价变动情况（单位：元/立方米）

项目	2017年		2016年	
	基本水费	污水处理费	基本水费	污水处理费
居民用水	第一级 180 立方米及以下 1.85 元；第二级 180-300(含 300) 立方米 2.68 元；第三级 300 立方米以上 5.15 元	0.85	1.30	0.60
工业用水	2.10	1.20	1.50	0.90
特种行业用水	3.30	2.00	1.60	1.60

资料来源：绵阳市安州区发改局水价批复文件（绵安发改价[2017]5号），鹏元整理

公司积极扩展农村供水工程，目前已有一条农村供水管道铺设完成，乐兴镇和新仁镇正在进行城乡供水一体化试点（供水给两镇及周围一万左右农村居民），公司未来规划将安州区一半农村居民（约15万人）纳入供水范围，公司水费收入持续性较好。

3.担保业务

子公司兴安融资运营担保业务，在保客户主要为区域内中小企业，2017年公司担保费收入553.83万元，同比下滑45.64%，主要系当期担保发生额2.77亿元，同比减少15.51%；2017年末在保余额为36,658.75万元，当代偿额1,492.30万元，累计担保代偿率5.65%，当期兴安融资营业利润为-2.00万元，担保业务仍然处于亏损状态，公司担保业务风险管理水平尚待提高。

地方政府在财政补贴方面继续给予公司支持

财政补贴方面，根据《绵阳市安州区财政局关于下达绵阳市兴安融资担保有限公司政府补贴的通知》（绵安财发〔2017〕45号），2017年公司获得担保业务补助6,000.00万元；公司还获得工业园整治、公用设施的维护专项补贴31.00万元。

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中喜会计师事务所（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 年数据来自 2017 年审计报告期初数，报告采用新会计准则编制。2017 年公司合并范围内子公司新增 3 家，无减少子公司，明细如表 1 所示。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，应收款项占用较多公司资金，兴安融资担保的应收代偿款存在较大的回收风险，部分资产受限，整体来看公司资产流动性较弱

近年受举债规模及往来款增加等影响，公司资产规模持续增长，截至 2017 年末，公司总资产规模为 84.10 亿元，同比增长 17.54%。从资产构成来看，以流动资产为主，2017 年末流动资产占总资产的比重为 61.01%。

表17 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	72,184.51	8.58%	42,143.51	5.89%
应收账款	86,263.78	10.26%	54,479.36	7.61%
其他应收款	103,410.48	12.30%	87,876.14	12.28%
存货	242,180.20	28.80%	216,801.92	30.30%
流动资产合计	513,118.80	61.01%	415,380.33	58.05%
长期应收款	45,750.00	5.44%	50,223.28	7.02%
长期股权投资	49,842.07	5.93%	47,475.28	6.64%
投资性房地产	92,029.09	10.94%	68,260.72	9.54%
固定资产	77,086.82	9.17%	87,483.73	12.23%
非流动资产合计	327,899.92	38.99%	300,143.50	41.95%
资产总额	841,018.72	100.00%	715,523.83	100.00%

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、其他应收款和存货。截至 2017 年末，公司货币资金 7.22 亿元，其中定期存单 0.37 亿元，担保保证金 0.70 亿元，受限比例较低；公司应收账款主要是应收政府业务款和应收代偿款，应收对象前五名均系政府单位，回收风险较小，但是回收时间具有不确定性；另外子公司兴安融资担保的应收代偿款余额 1.21 亿元，其中关注类 248.92 万元、次级类 1,609.33 万元、可疑类 4,917.70 万元、损失类 4,033.47 万元，

已计提坏账合计 7,971.10 万元，未来需关注其回收风险；公司其他应收款主要为与其他单位的往来款，应收对象前五名分别为绵阳市安州区土地统征储备中心、绵阳华祥机械制造有限公司（国企）、绵阳市安州区财政局、绵阳市安州区工业开发有限公司（国企）、四川省银河化学股份有限公司（国企），应收以上单位款项余额占其他应收款比重为 68.24%，以上应收对象为政府单位或国企，回收风险较小，回款时间不确定；公司应收款项账面价值占公司总资产比重合计 22.56%，占用公司较多的资金。

2017 年末，公司存货规模 24.22 亿元，占总资产比重 28.80%，主要系待开发的土地、消耗性生物资产、商品房项目和保障住房等；公司存货中待开发土地合计 13 宗，面积 87.08 万平方米，账面价值合计 17.70 亿元，均系出让性质的其他商服用地，均未受限；消耗性生物资产 2.02 亿元，系政府无偿划入的林木资产，主要系用材林（冷杉和杂树），位于安县永安镇、高川乡以及茶坪乡，面积共计 14.59 万亩，林木生长周期 20 年，未被抵押。

公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、投资性房地产和固定资产等构成。截至 2017 年末，公司长期应收款余额 4.58 亿元，全部系公司代垫的安州区棚户区改造项目工程款及代建管理费，回款时间具有不确定性；公司长期股权投资 4.98 亿元，均系对联营企业的投资，主要包括持有的 45.61% 四川省银河化学股份有限公司³股权、10.00% 绵阳市安州区贵银平滑资产管理中心（有限合伙）股权和 14.50% 四川安州农村商业银行股份有限公司股权等，其中 0.21 亿元长期股权投资用于质押借款，受限比率为 4.29%；公司投资性房地产 9.20 亿元，系可用于出租或出售的房屋及建筑物，总建筑面积 16.45 万平方米，出租率 100%，2017 年产生租金收入 0.23 亿元（本部 0.11 亿元和子公司富腾 0.12 亿元），其中已抵押房产 3.16 亿元，受限比率 34.29%。

公司固定资产主要为自有的办公楼和机器设备等，截至 2017 年末，公司固定资产账面价值 7.71 亿元，其中用于抵押的固定资产 1.21 亿元、未办妥权证固定资产 46.66 万元，受限比率为 15.82%，公司其他受限资产如下表。

表18 所有权和使用权受到限制的资产（单位：万元）

项 目	年末账面价值	受限原因
货币资金	10,714.31	存出保证金、已质押定期存单
投资性房地产	31,558.63	抵押借款
固定资产	12,149.93	抵押借款
无形资产	14,760.24	抵押借款
应收账款	1,516.86	质押借款
长期股权投资	2,137.46	质押借款

³ 四川省银河化学股份有限公司主要业务为铬盐化工生产、维生素系列精细化工、水泥建材、硫酸化工、太阳能电子浆料、机械制造、矿产开发。

合 计
72,837.44

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

总体来看，公司资产规模快速增长，但资产主要为应收款项、存货、投资性房地产和固定资产等，且部分资产因借款抵押而受限，公司资产流动性较弱；公司应收款项占用较多资金，且兴安融资担保的应收代偿款存在较大的回收风险。

盈利能力

2017 年公司营业收入大幅增长，但是利润总额仍主要依赖财政补贴

公司营业收入主要来源于土地整理、房产销售、工程管理业务，2017 年以上三类业务收入占营业收入比重分别为 33.61%、21.87%和 19.87%，其他各类业务收入占比均不足 6%。2017 年公司实现营业收入 4.74 亿元，同比增长 14.52%，综合毛利率 28.31%，同比减少 8.56 个百分点，主要系公司当年新并购子公司海珂实业，海珂实业的房地产销售业务收入较高，但销售的产品为住宅，单价高的商铺还未销售，摊余成本较高，故该业务毛利率为负，从而减少公司综合毛利率。该项目销售周期较长，未来需关注相关项目的销售情况。

公司土地整理业务收入来源有一定保障；工程管理业务持续性较好，但业务回款取决于当地财政情况，业务回款能力存在不确定性；同时需关注本期债券募投项目建设情况、建成后销售情况和出租情况。

2017 年，公司实现营业利润 4,836.29 万元，较 2016 年有所下滑；收到政府补贴 6,031.00 万元，占利润总额的 54.77%，公司利润总额对财政补贴依赖较大。

表19 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	47,420.69	41,407.35
营业利润	4,836.29	6,297.60
营业外收入	6,181.44	5,570.44
其中：政府补助	6,031.00	5,539.05
利润总额	11,010.88	11,805.39
综合毛利率	28.31%	36.87%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动收现能力较弱，项目资金需求量较大，公司面临较大资金压力

2017 年公司收现比为 0.58，经营收现情况有所好转，但仍然较弱。公司收到及支付的其他与经营活动有关的现金流科目主要为往来款（包括拆出款和垫付工程款）。受房产销售（1.11 亿元）等业务回款的影响，公司经营活动现金净额有所改善，但规模仍然较小。

公司近年投资活动持续净流出，主要为构建在建工程支出以及用于合并子公司海珂实业支付的资金。

目前公司资金需求主要依赖筹资活动，筹资活动资金流入主要来源于借款，筹资活动流出主要用于偿还债务。截至 2017 年末，公司主要在建项目（包括募投项目）尚需投资 17.04 亿元，公司后续项目建设面临较大的资金压力。

表20 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.58	0.14
销售商品、提供劳务收到的现金	27,628.18	5,966.72
收到的其他与经营活动有关的现金	67,140.44	84,377.22
购买商品、接受劳务支付的现金	16,663.38	3,689.82
支付的其他与经营活动有关的现金	73,523.18	83,741.30
经营活动产生的现金流量净额	936.77	670.84
投资活动产生的现金流量净额	-18,502.06	-15,582.15⁴
筹资活动产生的现金流量净额	46,607.51	29,266.12
现金及现金等价物净增加额	29,042.22	14,354.81

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

公司有息负债规模快速攀升，偿债压力加大

随着公司经营积累，所有者权益有所增长，2017 年公司所有者权益 48.87 亿元，同比增长 3.22%；而受跟踪期长期借款大幅增加的影响，公司负债规模持续增长，2017 年公司负债总额 35.23 亿元，同比增长 45.56%；由于负债增幅大于所有者权益，公司产权比率上升至 72.08%，权益对负债的覆盖能力减弱。

⁴ 2016 年收到的其他与投资活动有关的现金为 8,900.00 万元，系收到的中国农发重点建设基金公司投入的 5,800 万用于凯江流域治理工程的基金款及安州区财政局拨付的 3,100 万元的债务置换资金。

表21 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债总额	352,288.53	242,029.86
所有者权益	488,730.20	473,493.97
产权比率	72.08%	51.12%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

从公司负债结构来看，以非流动负债为主，2017 年末非流动负债占总负债的比重为 55.43%。

公司流动负债主要包括短期借款和其他应付款等。截至 2017 年末，公司短期借款规模 3.21 亿元，主要系抵押借款和信用借款，抵押物系土地和不动产，质押物系定期存单和股权；其他应付款主要系与其他单位往来款和部分融资租赁款，其中融资租赁款账面价值 0.46 亿元，利率 8%，到期日为 2021 年 10 月，融资成本较高。

公司非流动负债主要包括长期借款和专项应付款。公司长期借款主要是抵押借款和信用借款，利率范围多为 4.14%-8.51%，到期日期比较分散；公司专项应付款主要系代收代付的专项资金，如棚户区改造资本金、安馨生活服务中心项目资金、华晨汽车标准厂房建设项目资金等。

表22 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
短期借款	32,115.00	9.12%	33,900.00	14.01%
其他应付款	105,021.15	29.81%	46,809.95	19.34%
其中：融资租赁款	4,623.37	1.31%	5,400.00	2.23%
流动负债合计	157,005.04	44.57%	104,664.08	43.24%
长期借款	125,268.72	35.56%	69,790.00	28.84%
专项应付款	64,115.48	18.20%	64,473.83	26.64%
非流动负债合计	195,283.49	55.43%	137,365.78	56.76%
负债合计	352,288.53	100.00%	242,029.86	100.00%
其中：有息债务	168,407.10	47.80%	130,560.90	53.94%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

截至 2017 年末，包括短期借款、融资租赁款、一年内到期非流动负债和长期借款在内的有息负债总额为 16.84 亿元，占负债总额的 47.80%，同比增长 28.99%，公司面临偿债压力进一步加重；2017 年末，公司计划于 2018 年偿还有息债务本息 6.32 亿元，短期性债务规模较大；随着本期债券的成功发行，运营资金有一定的补充，但有息债务规模将进一步增长，长期偿债压力随之加大。

表23 截至2017年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年及以后
本金	54,950.08	14,896.68	19,961.61	78,598.72
利息	8,277.97	5,582.08	4,849.17	13,130.18
合计	63,228.05	20,478.76	24,810.78	91,728.90

资料来源：公司提供

从偿债指标来看，2017年末，公司资产负债率为41.89%，同比增加了8.06个百分点，偿债压力加大；公司流动比率和速动比率表现尚可，短期偿债能力尚可；EBITDA利息保障倍数3.81，略有提高且表现较好，随着本期债券的成功发行，未来利息规模将有所增长，预计经营利润对利息保障能力有下滑趋势。

表24 公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年
资产负债率	41.89%	33.83%
流动比率	3.27	3.97
速动比率	1.73	1.90
EBITDA（万元）	16,862.98	17,593.11
EBITDA利息保障倍数	3.81	3.65
有息债务/EBITDA	9.99	7.42

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

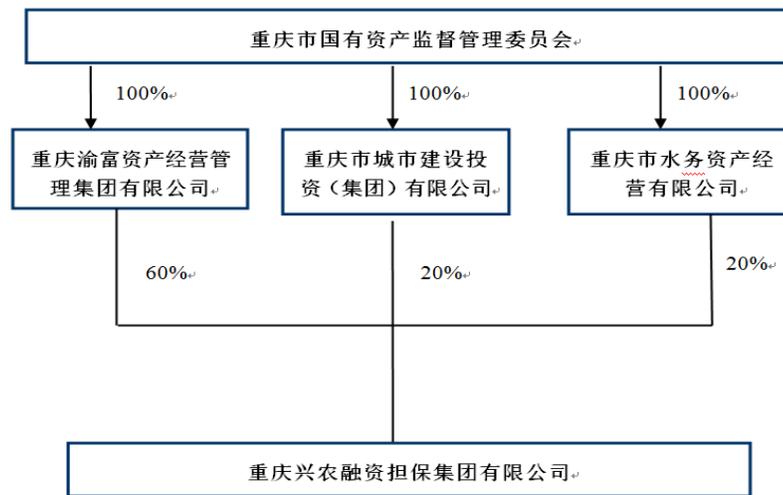
兴农担保为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平

兴农担保作为担保方为本期债券出具了担保函。兴农担保在该担保函中承诺，对本期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。在本期债券到期时，如公司不能全部兑付本金及利息，兴农担保应承担担保责任，将兑付资金划入债券受托管理人指定的银行账户。兴农担保保证的范围包括：本期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。担保期限为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

兴农担保原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于2011年8月31日，是重庆市委市政府为统筹城乡发展，加快现代农业发展，着力解决农村融资问题，盘活农村产权资源组建的专注于农村产权抵押融资的政策性农业信贷担保机构。兴农担保初始注册资本300,000.00万元，由重庆渝富资产管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司及重庆市水务资产经营有限公司分别货币出资60,000.00万元，20,000.00万元及20,000.00万元成立，股权比例分别为60%、20%及20%。2014年4

月，兴农担保名称变更为现名。2017年10月，公司增资82,000.00万元，同时通过留存收益转增实收资本18,000万元。历经数次增资，截至2017年末，注册资本为300,000.00万元，实收资本上升至295,000.00万元，股东持股比例不变。兴农担保控股股东为渝富资产，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。截至2017年末，兴农担保股权关系如下图所示。

表2 截至2017年12月末兴农担保股权关系情况



资料来源：兴农担保提供

兴农担保主要经营间接融资担保业务、直接融资担保业务和非融资担保业务。2015-2017年，兴农担保分别实现营业总收入6.96亿元、6.36亿元和6.12亿元，担保业务收入分别占当期营业总收入的69.74%、66.05%和74.35%。2015-2017年，兴农担保当期担保发生额分别为142.17亿元、201.14亿元和289.72亿元，近三年复合增长率达到42.75%；其中2017年担保发生额同比增长44.04%，主要系债券担保业务规模迅速增长所致。2015-2017年，兴农担保当期解除担保责任额分别为131.21亿元、152.03亿元和156.76亿元，近三年复合增长率达到9.30%，存量的银行融资担保解保速度逐步加快。2015-2017年兴农担保期末在保余额分别为202.21亿元、251.23亿元和384.29亿元，近三年复合增长率为37.86%，随着担保种类的多元化，兴农担保业务规模持续增长。

截至2017年12月31日，兴农担保资产总额为223.73亿元，所有者权益为97.69亿元，资产负债率为56.34%；2017年度，兴农担保实现营业总收入6.12亿元，利润总额1.83亿元，经营活动现金流净额-4.74亿元。截至2017年末，兴农担保期末担保在保责任余额384.29亿元，净资产放大倍数为3.93，处于较低水平，融资担保业务仍有较大发展空间。但我们也关注到，受宏观经济增速放缓、部分行业风险显现影响，兴农担保融资担保代偿家数及代偿规模均有所增加。2015-2017年，兴农担保担保业务分别发生代偿3.48亿元、4.86亿元和2.95

亿元，当期担保代偿率分别为 2.65%、3.20% 和 1.88%；截至 2017 年末，兴农担保累计担保代偿金额为 13.46 亿元，仍未实现代偿款回收。

表25 截至2017年12月末兴农担保主要财务指标情况

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,237,309.94	1,563,081.01	699,571.96
所有者权益（万元）	976,891.10	874,526.19	469,374.84
资产负债率	56.34%	44.05%	32.91%
流动比率	3.02	2.57	2.64
营业总收入（万元）	61,172.91	63,625.09	69,599.68
利润总额（万元）	18,277.22	22,369.84	27,964.07
净资产收益率	1.60%	2.78%	5.23%
经营净现金流（万元）	-47,365.59	-34,144.75	-13,615.63
当期担保发生额（万元）	2,897,177.80	2,011,408.35	1,421,656.08
期末在保责任余额（万元）	3,842,860.09	2,512,302.47	2,022,126.38
担保风险准备金（万元）	159,466.35	136,121.65	114,736.40
净资产放大倍数	3.93	2.87	4.31
当期担保代偿率	1.88%	3.20%	2.65%
累计代偿回收率	17.38%	0.00%	0.00%

资料来源：兴农担保 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

综合来看，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，鹏元于 2018 年 6 月 13 日将兴农担保主体长期信用等级由 AA+ 上调至 AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

七、或有事项分析

截至 2017 年末，公司本部有三笔对外担保，其中 0.65 亿元担保对象为民企，1.65 亿元担保对象为事业单位，担保金额共占净资产比重为 4.71%，且均未设置反担保，公司面临一定的或有负债风险。

表26 截至2017年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	被担保企业 业类型	担保 类型	贷款金融机构	担保金额	借款到期日
绵阳市安州区 人民医院	事业单位	保证	绵阳市商业股份有 限公司安州支行	15,000.00	2020/12/18
绵阳崴尼达化 工有限公司	民营企业	保证	哈尔滨银行股份有 限公司成都分行青羊支行	6,500.00	2019/1/3
绵阳市安州区 中医院	事业单位	保证	中国银行股份有限公司 安州支行	1,500.00	2018/2/23
合 计				23,000.00	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2017 年公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础；公司业务收入来源有一定保障，未来公司将负责“安州区花菱镇前进片区棚户区改造项目”和“安州区河东片区（城中村）改造项目”等土地的整理，公司工程管理业务有一定区域垄断性，安州区道路养护及维修为政府刚性需求，供水业务范围不断扩大，相关业务具有一定可持续性。公司继续获得一定的外部支持，并且第三方担保有效提升了本期债券的信用水平，鹏元于 2018 年 6 月 13 日将兴农担保主体长期信用等级由 AA+ 上调至 AAA。

同时我们也关注到，公司整体资产流动性较弱，应收款项占用较多资金，经营活动收现能力较弱，面临较大资金压力，有息债务增长较快，偿债压力加大，担保业务代偿风险较大，有一定的或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，经鹏元综合评定，上调本期债券信用等级为 AAA，维持公司主体长期信用等级为 AA-，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	72,184.51	42,143.51	18,073.17
应收票据	35.00	60.00	280.00
应收账款	86,263.78	54,479.36	38,069.59
预付款项	5,426.78	11,480.40	2,330.85
其他应收款	103,410.48	87,876.14	67,792.29
存货	242,180.20	216,801.92	81,821.85
其他流动资产	3,618.05	2,539.00	2,542.95
流动资产合计	513,118.80	415,380.33	210,910.71
可供出售金融资产	9,605.00	9,605.00	8,520.00
长期应收款	45,750.00	50,223.28	24,206.30
长期股权投资	49,842.07	47,475.28	41,592.55
投资性房地产	92,029.09	68,260.72	67,251.70
固定资产	77,086.82	87,483.73	80,138.28
在建工程	15,495.01	7,795.95	11,480.77
无形资产	34,856.13	28,757.85	14,523.40
商誉	3,064.44	0.00	0.00
长期待摊费用	171.37	158.75	139.81
递延所得税资产	0.00	0.00	1,492.85
其他非流动资产	0.00	382.95	382.95
非流动资产合计	327,899.92	300,143.50	249,728.61
资产总额	841,018.72	715,523.83	460,639.32
短期借款	32,115.00	33,900.00	14,500.00
应付票据	0.00	2,305.90	200
应付账款	5,418.51	701.87	243.58
预收款项	4,173.82	417.19	396.35
应付职工薪酬	131.94	93.96	27.88
应交税费	2,608.30	455.78	5,235.19
应付利息	0.00	2.72	70.78
其他应付款	105,021.15	46,809.95	37,759.85
未到期责任准备金	276.91	318.90	380.94
担保赔款准备金	859.40	492.82	517.6
一年内到期的非流动负债	6,400.00	19,165.00	6,200.00
流动负债合计	157,005.04	104,664.08	65,532.16
长期借款	125,268.72	69,790.00	45,395.00

专项应付款	64,115.48	64,473.83	38,775.89
递延所得税负债	5,899.29	3,101.95	2,966.77
非流动负债合计	195,283.49	137,365.78	87,137.66
负债合计	352,288.53	242,029.86	152,669.82
实收资本	2,000.00	2,000.00	2,000.00
资本公积	435,464.07	435,464.07	281,190.75
其他综合收益	8,726.21	2,294.73	2,294.73
盈余公积	4,584.15	3,703.68	3,703.68
未分配利润	37,955.77	30,031.49	18,780.34
归属于母公司所有者权益合计	488,730.20	473,493.97	307,969.49
股东权益合计	488,730.20	473,493.97	307,969.49
负债和股东权益总计	841,018.72	715,523.83	460,639.32

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告、公司 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
一、营业收入	47,420.69	41,407.35	32,068.33
其中：营业收入	47,420.69	41,407.35	32,068.33
二、营业总成本	47,411.32	38,503.82	30,464.77
减：营业成本	33,996.86	26,139.63	21,642.55
营业税金及附加	349.53	375.95	1,154.94
销售费用	1,295.14	117.83	85.76
管理费用	4,970.04	5,640.95	3,356.44
财务费用	2,533.00	2,801.73	3,316.18
资产减值损失	4,266.75	3,427.73	908.90
加：公允价值变动收益	2,614.03	1,009.03	2,717.68
投资收益	2,232.03	2,385.04	2,467.36
三、营业利润	4,836.29	6,297.60	6,788.60
加：营业外收入	6,181.44	5,570.44	3,685.68
减：营业外支出	6.86	62.65	25.54
四、利润总额	11,010.88	11,805.39	10,448.74
减：所得税费用	2,206.13	273.89	1,234.22
五、净利润	8,804.75	11,531.50	9,214.52

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告、公司 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
销售商品、提供劳务收到的现金	27,628.18	5,966.72	30,602.88
收到的税费返还	0.00	39.57	0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	67,140.44	84,377.22	67,381.00
经营活动现金流入小计	94,768.61	90,383.50	97,983.87
购买商品、接受劳务支付的现金	16,663.38	3,689.82	21,536.35
支付给职工以及为职工支付的现金	2,394.56	1,752.05	961.16
支付的各项税费	1,250.73	529.49	582.38
支付的其他与经营活动有关的现金	73,523.18	83,741.30	62,475.94
经营活动现金流出小计	93,831.84	89,712.66	85,555.82
经营活动产生的现金流量净额	936.77	670.84	12,428.06
收回投资所收到的现金	65.24	0.00	0.00
取得投资收益所收到的现金	0.00	0.00	45.09
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	8,900.00	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	3.56	0.00
投资活动现金流入小计	65.24	8,903.56	45.10
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	8,944.80	14,442.52	784.90
投资所支付的现金	200.00	10,043.20	1,570.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	9,422.50	0.00	60.00
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	9,613.48
投资活动现金流出小计	18,567.30	24,485.72	12,028.38
投资活动产生的现金流量净额	-18,502.06	-15,582.15	-11,983.28
吸收投资所收到的现金	0.00	0.00	10,560.00
借款所收到的现金	122,288.72	76,590.00	12,700.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	1,645.87	5,148.90
筹资活动现金流入小计	122,288.72	78,235.87	28,408.90
偿还债务所支付的现金	67,760.00	43,836.67	12,216.50
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	4,236.21	2,686.93	2,915.80
支付的其他与筹资活动有关的现金	3,685.00	2,446.15	20.00
筹资活动现金流出小计	75,681.21	48,969.75	15,152.29
筹资活动产生的现金流量净额	46,607.51	29,266.12	13,256.61
现金及现金等价物净增加额	29,042.22	14,354.81	13,701.38

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告、公司 2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	8,804.75	11,531.50	9,214.52
加：计提的资产减值准备	4,266.75	3,427.73	908.90
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,507.75	2,558.41	1,937.99
无形资产摊销	699.82	251.66	156.23
长期待摊费用摊销	119.36	54.51	3.87
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-2,614.03	-1,009.03	-2,717.68
财务费用（收益以“-”号填列）	2,525.16	2,923.14	3,359.81
投资损失（收益以“-”号填列）	-2,232.03	0.00	-2,254.27
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	0.00	1,492.85	-250.98
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	653.51	135.18	727.11
存货的减少（增加以“-”号填列）	-230.58	6,513.92	-22,600.25
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-45,013.08	-45,419.22	-14,252.10
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	31,449.38	18,210.20	38,194.91
经营活动产生的现金流量净额	936.77	670.84	12,428.06

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告、公司 2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
综合毛利率	28.31%	36.87%	32.51%
收现比	0.58	0.14	0.95
产权比率	72.08%	51.12%	49.57%
资产负债率	41.89%	33.83%	33.14%
流动比率	3.27	3.97	3.22
速动比率	1.73	1.90	1.97
EBITDA (万元)	16,862.98	17,593.11	15,905.39
EBITDA 利息保障倍数	3.81	3.65	3.49
有息债务/EBITDA	9.99	7.42	4.17

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告、公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2017 年末纳入合并范围的子公司

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
绵阳市安州区龙泉供水有限责任公司	自来水生产、供应	100.00		同一控制下企业合并
绵阳龙安城乡供水有限公司	自来水生产、供应		100.00	投资设立
绵阳宏博环保有限公司	环保工程施工、材料销售	100.00		同一控制下企业合并
四川金顺达公路工程有限责任公司	公路工程施工总承包	100.00		同一控制下企业合并
四川云捷园林有限责任公司	建筑装饰、装修		100.00	投资设立
绵阳安州农业科技综合发展有限公司	农产品种植和销售	100.00		同一控制下企业合并
绵阳市兴安融资担保有限公司	融资性担保	100.00		同一控制下企业合并
绵阳宏盛文化传播有限公司	广告设计、制作、发布	100.00		同一控制下企业合并
绵阳市龙安商贸有限公司	商贸	100.00		投资设立
绵阳市宏兴建筑设备租赁有限公司	建筑设备租赁	100.00		同一控制下企业合并
绵阳市安州区建设工程质量检测有限责任公司	建筑材料测试检验	100.00		同一控制下企业合并
绵阳安投矿业有限责任公司	矿石开采	100.00		投资设立
绵阳安投土地开发有限公司	土地整理及开发	100.00		划拨转入
绵阳富腾实业有限公司	工业园基础设施建设	100.00		划拨转入
绵阳市安州区腾达实业有限公司	工业用房、商业房屋出租		100.00	划拨转入
绵阳海珂实业有限公司	房地产开发、销售	100.00		非同一控制下企业合并

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 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	负债总额/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	短期借款+应付票据+其他应付款中有息部分+一年内到期的非流动负债+长期借款
当期担保代偿率	当期代偿额/当期解除担保责任额 $\times 100\%$
累计担保代偿率	累计代偿额/累计解除担保责任额 $\times 100\%$

附录七 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。