

曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司

2019 年公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2018】第 Z
【1317】号 02

分析师

姓名：
舒可书 刘诗华

电话：
0755-82871612

邮箱：
shuj@cspengyuan.com

评级日期：
2018 年 12 月 20 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司 2019 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA 发行主体长期信用等级：AA
发行规模：5.7 亿元 评级展望：稳定
债券期限：7 年
债券偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第 3-7 年末，分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司（以下简称“麒麟城投”或“公司”）本次拟发行总额 5.7 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。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，公司收取项目建设管理费业务的持续性较好，得到了较大力度的外部支持；同时我们也关注到了公司基础设施代建和土地出让业务能否持续存在不确定性，资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在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。2015-2017 年曲靖市分别实现地区生产总值 1,630.26 亿元、1,775.11 亿元和 1,941.12 亿元，分别增长 7.4%、9.2%和 10%；麒麟区分别实现地区生产总值 531.5 亿元、576.6 亿元和 633 亿元，按可比价格计算，分别增长 6.1%、9.2%和 9.7%。
- 公司收取项目建设管理费的业务持续性较好。截至 2017 年底，公司主要在建项目包括各地棚户区改造项目和道路、管网等基础设施建设项目，除本期债券募投项目以外的主要在建项目计划总投资合计 142.47 亿元，累计已投资 47.13 亿元，尚需投资 95.34 亿元，业务持续性较好。

- **公司获得较大力度的外部支持。**2015 年地方政府以注入资产、划拨项目和划拨子公司股权等方式增强公司经营实力，增加公司资本公积 71,652.97 万元；2015-2017 年公司分别获得各类政府补助收入 7,950 万元、5,000 万元和 10,000.00 万元，用于项目基础设施建设和办公业务等，全部计入营业外收入。

关注：

- **基础设施代建和土地出让业务能否持续存在不确定性。**2017 年基础设施代建和土地转让收入合计占营业收入的 70.26%，由于基础设施代建项目较为单一，且金鳞湾片区土地整理项目基本完工，该业务能否持续存在不确定性；土地转让业务与基础设施代建业务具有较强的关联性，目前主要整理的金鳞湾片区土地已实现转让，未来能否持续亦存在不确定性。
- **公司资产流动性偏低。**2017 年末公司应收账款和其他应收款合计 36.09 亿元，占总资产的 26.32%，对营运资金形成占用，存在一定回收风险；2017 年末存货账面价值 72.89 亿元，占总资产的 53.15%，为国有土地使用权和项目投资成本，其中账面价值 0.71 亿元的 3 宗国有土地使用权已用于抵押。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2017 年底，公司主要在建项目公司尚需投资 105.88 亿元(包括本期债券募投项目)，主营业务收现情况较差，2017 年收现比下滑至 0.21，2015-2017 年经营活动现金分别净流出 2.87 亿元、11.25 亿元和 18.76 亿，资金支出压力较大。
- **偿债压力较大。**2017 年末公司有息债务规模为 56.22 亿元，同比增长 70.92%，有息债务占负债总额的 74.04%，资产负债率 55.38%，EBITDA 利息保障倍数为 1.18，偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额合计 3.10 亿元，未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,371,247.44	1,120,377.20	1,107,435.52
所有者权益（万元）	611,878.65	589,364.85	539,631.70
有息债务（万元）	562,226.41	328,937.62	277,276.75
资产负债率	55.38%	47.40%	51.27%

流动比率	6.62	6.13	5.17
营业收入（万元）	74,515.92	53,111.28	110,320.98
营业外收入（万元）	10,891.68	5,612.43	8,245.39
利润总额（万元）	29,074.03	40,095.52	44,315.84
综合毛利率	35.77%	75.58%	38.02%
EBITDA（万元）	29,643.50	41,483.88	44,820.21
EBITDA 利息保障倍数	1.18	1.16	5.15
经营活动现金流净额（万元）	-187,550.04	-112,460.57	-28,729.60

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2008年6月12日，初始注册资本500万元，其中曲靖市麒麟区城建实业公司出资140万元，曲靖市麒麟区投资开发有限责任公司出资100万元，曲靖市麒麟区融资担保有限责任公司出资100万元，曲靖市麒麟区园林绿化有限责任公司出资80万元，麒麟区环卫保洁有限责任公司出资80万元。

2013年9月30日，曲靖市麒麟区人民政府（以下简称“区政府”）下发《曲靖市麒麟区人民政府关于曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司国有股权划转事项的通知》（麒区政发[2013]43号），决定将公司原股东所持公司股权无偿转让至曲靖市麒麟区住房和城乡建设局（以下简称“区住建局”）。

2014年5月5日，公司股东决定向公司增资1亿元，公司注册资本变更为1.05亿元。截至2017年底，公司注册资本和实收资本均为1.05亿元，控股股东和实际控制人为区住建局，持股比例为100%。

公司是曲靖市麒麟区的综合性国有资产运营主体和基础设施建设开发主体，主要负责麒麟区范围内的市政基础设施建设、旧城改造、棚户区改造、土地开发整理等业务的实施。截至2017年底，公司合并范围有14家子公司，如表1所示。

表 1 截至 2017 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
曲靖市麒麟区土地开发投资有限责任公司	56,365.13	100%	土地开发整理，基础设施建设配套等
曲靖市麒麟区保障性住房建设投资有限公司	11,000.00	100%	保障性住房开发、建设及经营
麒麟区轻工业园区开发投资有限公司	5,000.00	100%	基础设施配套投资、房地产开发、园区物业管理等
曲靖市麒麟区温泉度假区开发建设有限公司	200.00	100%	基础设施建设等
曲靖弘映园林绿化有限公司	200.00	100%	园林绿化规划、设计、施工等
曲靖市麒麟区城建物业服务有限公司	50.00	100%	物业管理服务，家政服务，房屋租赁等
曲靖市麒麟区城建房地产开发有限公司	13,103.00	100%	房地产开发
曲靖城南片区项目开发有限公司	1,000.00	100%	基础设施建设项目开发、度假区开发等
曲靖市麒麟区融资担保有限责任公司	9,530.00	100%	融资担保业务
曲靖市麒麟区投资开发有限责任公司	22,390.00	100%	经营管理重要投资、基本建设

			资金和专项建设基金
曲靖市麒麟区农业发展投资有限公司	76,000.00	56.58%	农业投资开发
曲靖市麒麟区农业旅游开发投资有限责任公司	60,515.38	100%	基础设施建设、旅游开发投资
曲靖市麒麟区建设综合服务有限公司	602.00	100%	土地开发整理、工程建设、物业服务等
曲靖市麒麟区市政公共设施经营服务有限公司	500.00	80%	市政公共设施经营服务等

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为137.12亿元，所有者权益为61.19亿元，资产负债率为55.38%；2017年度，公司实现营业收入7.45亿元，利润总额2.91亿元，经营活动现金流净额-18.76亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2019年曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司公司债券；

发行总额：5.7亿元；

债券期限和利率：7年期，固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末，分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额 5.7 亿元，拟全部用于曲靖市麒麟区安置房建设项目。

表 2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	总投资	拟使用募集资金	占总投资比例
曲靖市麒麟区安置房建设项目	142,855.73	57,000.00	39.90%

资料来源：公司提供

（一）项目概况

本期债券募投项目为曲靖市麒麟区安置房建设项目。本安置房建设项目涉及牛街社区、丰登社区和麻黄片区三个安置点。三个规划安置点用地面积共计220.71亩，约147,140.7平方米，建筑基地占地面积47,531.56平方米，总建筑面积405,180平方米，地上建筑面积365,578平方米，其中：住宅建筑面积315,000平方米，各类户型的住宅3,500套，商业建

筑面积47,684.10平方米，配套公共服务设施建筑面积2,894平方米；地下建筑面积39,601.94平方米。项目建设主要内容包括26-29F/-1F高层底商住宅楼9幢、10F/-1F小高层底商住宅楼7幢、9F/-1F高层底商住宅楼14幢以及配套的道路场地和给排水、供电、环保和煤气入户等基础设施。

（二）项目批复

该项目具体批复情况如表3所示。

表 3 本期债券募投项目相关文件及批复

批复文件名称	文号	发文机关	印发时间
曲靖市麒麟区发展和改革局关于麒麟区城市建设投资开发有限公司“曲靖市麒麟区安置房建设项目”可行性研究报告的批复	区发改投资（2016）62号	曲靖市麒麟区发展和改革局	2016.4.6
关于对曲靖市麒麟区安置房建设项目环境影响报告书的批复	麒环（2016）86号	曲靖市麒麟区环境保护局	2016.2.16
固定资产投资节能登记表	3165303027830009	曲靖市麒麟区发展和改革局	2016.3.30
曲靖市国土资源局麒麟分局关于曲靖市麒麟区安置房建设项目用地的预审意见	麒国土资预（2016）38号	曲靖市国土资源局麒麟分局	2016.3.2
建设项目选址意见书	选字第 530302201600006号、选字第 530302201600007号、选字第 530302201600008号	曲靖市规划局麒麟分局	2016.2.26
（曲靖市麒麟区安置房建设项目社会稳定风险评估报告备案）证明	-	曲靖市麒麟区维护社会稳定领导小组办公室	2016.3.15

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）项目投资及建设进度

本项目估算总投资142,855.73万元，建设投资133,345.73万元，占总投资的93.43%，其中：建筑安装工程费93,725.95万元，占总投资的65.61%，建设工程其他费29,742.32万元，占总投资的20.82%，基本预备费9,877.46万元，占总投资的6.91%；建设期应付融资利息8,250万元，占总投资的5.78%；铺底流动资金1,260万元，占总投资的0.88%。项目建设周期为24个月。

截至2017年12月31日，该项目进度如下：（1）牛街社区安置点正在进行建筑主体地基施工；（2）丰登社区安置点已完成第二至第五桩基施工；（3）麻黄片区安置点已基本完成主体地基施工和地下室基础施工。项目已支付工程及补助款等款项13,325.00万元，合计到位自有及补助资金37,500.00万元（含项目资本金），占项目总投资的26.25%。因债券资金暂未到位，项目建设进度迟缓。

（四）项目经济效益

根据《曲靖市麒麟区安置房建设项目可行性研究报告》，该项目收入主要由安置房住宅、商铺、车库的出售收入和地面停车位的租赁收入构成。3个安置房小区所建住宅315,000平方米，按2018年40%、2019年30%、2020年30%的比例进行出售；配套商业47,682平方米全部出售，2018-2022年各年销售比例依次为10%、30%、25%、25%、10%；3个安置房小区所建地下室车位共计1,585个，全部按当地市场价面向入住居民出售，2018-2022年各年销售比例依次为10%、30%、25%、25%、10%；安置房小区住宅区地面停车位235个的60%由物业单位进行统一管理，以租赁方式经营，剩余40%供公共停车、免费使用。各项目收入明细如表4所示。

表 4 募投项目收入来源明细

序号	项目	单位	数量	平均销售单价 (元/平方米、元/个)	金额(万元)
牛街安置点	住宅(全装修)	平方米	137,340	3,820	52,463.88
	商业住房	平方米	20,781	13,000	27,015.30
	车位	个	635	95,000	6,032.50
	小计				85,511.68
丰登安置点	住宅(全装修)	平方米	35,190	3,650	12,844.35
	商业住房	平方米	5,366	10,000	5,365.50
	车位	个	200	85,000	1,700.00
	小计				19,909.85
麻黄安置点	住宅(全装修)	平方米	142,470	3,550	50,576.85
	商业住房	平方米	21,538	7,000	15,076.32
	车位	个	750	70,000	5,250.00
	小计				70,903.17
地上车位出租	地上车位	个	141	1,000 元/年	14.10
	7年合计				98.70
总计					176,423.40

资料来源：《曲靖市麒麟区安置房建设项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

按照2019-2025年为计算期，本项目通过房屋、车库、沿街商铺销售，地面停车位出租共可获得176,423.40万元的收入。

我们关注到，本期债券募投项目为安置房建设项目，具有投资规模大和投资回收期长等特点，建设期内受原材料、设备价格、劳动力成本等多种因素影响，项目可能不能按期竣工及运营，另外受经济环境和居民收入水平等因素影响，安置房住宅、商铺、车库的出售收入和地面停车位的租赁收入能否如期实现存在不确定性。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但 2018 年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行整体上保持稳定态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7%和 6.9%，2018 年上半年国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。

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。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，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，财政赤字率一直控制在 3%以内。2015-2017

年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 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。

2018 年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年以来，城投行业监管政策密集发布，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

2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业

发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017年，城投行业监管政策密集出台，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，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，不得为融资平台公司提供任何形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。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年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号，以下简称“61 号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61 号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表 5 近年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
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015 年 3 月底、4 月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016 年 2 月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016 年 3 月	《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作的意见》（国发[2016]21 号）	发展改革委	规范地方政府债务管理，鼓励融资平台市场化转型改制，支持开展基础设施资产证券化试点
2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
2017 年 5 月	《关于进一步规范地	财政部、发展	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、

	方政府举债融资行为的 通知》(财预[2017]50号)	改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和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)	发展改革委、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
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号文)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

从宏观需求来看,国内宏观经济下行压力仍然存在,固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素,其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一,外部运营环境总体较好,短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范,未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱,城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看,城投公司举债机制将日益规范化,地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力

增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

曲靖市经济持续增长，增速有所提升，固定资产投资持续快速增长

曲靖是云南省下辖地级市，位于云南省东部，东与贵州省、广西壮族自治区毗邻，南与文山州、红河州接壤，西与昆明市连接，北靠昭通市和贵州省毕节市，距省会昆明市120公里，地区面积33,821平方公里。曲靖市下辖麒麟区和沾益、马龙、富源、罗平、师宗、陆良、会泽7县，代管宣威市，共115个乡镇，截至2016年末共有户籍人口652.97万人，常住人口608.4万人。

曲靖是云南省重要工商城市，是云南省“滇中城市群规划”区域中心城市，近年来总体保持了较好的发展势头。2015-2017年曲靖市分别实现地区生产总值（GDP）1,630.26亿元、1,775.11亿元和1,941.12亿元，分别增长7.4%、9.2%和10%。按2016年底常住人口652.97万人计算，2017年曲靖市人均GDP达29,728元，为全国人均GDP的49.83%。分产业来看，2017年曲靖市第一产业实现增加值351.76亿元，增长6.0%；第二产业实现增加值756.87亿元，增长11.7%；第三产业实现增加值832.49亿元，增长10.0%。2015-2017年三次产业结构由19.5：39.4：41.1调整为18.1:39.0:42.9。

曲靖市作为全国粮食主产区之一，素有“滇东粮仓”之称，是主要的粮食、油料、蚕桑、畜牧的生产基地，也是全国烟草工业和优质烤烟基地，其烤烟产量占云南省的1/3，占全国的1/10。工业方面，曲靖市依托丰富的矿产资源，已形成以烟草、煤炭、电力、机械、化工、冶金、纺织、建材、造纸、皮革、粮油加工为主的较为完整的工业化体系。2017年曲靖市规模以上工业企业实现增加值477.08亿元，同比增长11.0%。从行业看，十大支柱产业“九增一降”；煤炭开采和洗选业47.17亿元，增长4.4%；食品加工及酒类制造业26.22亿元，增长27.3%；有色行业36.75亿元，增长4.1%；建材业实现增加值27.95亿元，增长10.9%；汽车制造业2.86亿元，增长51.2%；化工行业20.29亿元，增长16.4%；电力行业86.96亿元，增长32.8%；烟草制品业163.63亿元，增长0.2%；钢铁行业18.05亿元，增长45.9%；炼焦行业7.1亿元，同比下降13.9%。

从产品看，2017年主要产品产量中生铁、有色产品、粗钢产量保持增长态势，水泥、洗煤、汽车、焦炭、平板玻璃、农用化肥、钢材、发电量、原煤等下降。生铁275.75万吨，同比增长27.0%；十种有色金属139.08万吨，增长12.3%；粗钢275.99万吨，增长36.8%。水泥1,661.48万吨，下降6.3%；洗煤1,556.98万吨，下降14.77%；汽车产量1.56万辆，下降14.8%；焦炭723.91万吨，下降2.4%。平板玻璃0.0万重量箱，下降100%；农用化肥30.23

万吨，下降2.7%；钢材271.19万吨，下降5.0%；发电量172.49亿度，下降1.9%；原煤产量2,126.47万吨，下降8.7%。

2015-2017年，曲靖市全市固定资产投资规模快速增长；社会消费品零售总额保持较快增长；金融机构存款余额和贷款余额增速有所波动。

表 6 曲靖市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,941.12	10%	1,775.11	9.2%	1,630.26	7.4%
第一产业增加值	351.76	6.0%	335.56	5.6%	317.15	6.0%
第二产业增加值	756.87	11.7%	681.91	9.7%	642.23	5.9%
第三产业增加值	832.49	10.0%	757.63	10.3%	670.88	9.5%
工业增加值	-	-	525.52	7.8%	509.67	4.4%
固定资产投资	2,244.8	25.1%	1,794.00	30.1%	1,378.79	18.4%
社会消费品零售总额	635.33	12.5%	564.97	12.5%	502.40	13.1%
进出口总额（亿美元）	-	-	6.3	12.6%	5.60	25.3%
存款余额	2,156.79	7.4%	2,008.21	9.6%	1,833.33	7.7%
贷款余额	1,383.4	6.5%	1,299.48	2.9%	1,262.57	11.0%
人均 GDP（元）	29,728		29,266		27,044	
人均 GDP/全国人均 GDP	49.83%		54.22%		54.80%	

资料来源：曲靖市 2015-2016 年国民经济和社会发展统计公报、曲靖市 2017 年经济运行情况，中证鹏元整理

麒麟区经济持续增长，固定资产投资保持快速增长

麒麟区是曲靖市的政治、经济和文化中心，区域总面积 1,552.83 平方公里，辖 3 个镇 11 个街道，56 个村委会、78 个社区，2017 年末全区共有户籍人口 74.99 万人，常住人口 77.61 万人。按常住人口计算，2017 年人均地区生产总值 81,573 元，为全国人均 GDP 的 136.73%。

麒麟区自然资源及矿产资源丰富，煤、磷、铁、石膏、石英砂、瓷土、地热等资源储量丰富，是全市三大储煤区县之一，已探明储量 13.5 亿吨。麒麟区形成了烟草、能源、化工、矿冶、机电、汽车制造、建材、生物资源开发创新等支柱产业，是新型工业城市、鱼米之乡、云烟之乡，品牌产品有石林、福牌系列卷烟和一汽轻卡等。

2015-2017 年，麒麟区分别实现地区生产总值 531.5 亿元、576.6 亿元和 633 亿元，按可比价格计算，分别增长 6.1%、9.2%和 9.7%。2017 年第一产业完成增加值 25.2 亿元，同比增长 6%，对经济增长贡献率为 3%，拉动 GDP 增长 0.29 个百分点；第二产业完成增加值 327 亿元，同比增长 10%，对经济增长贡献率为 53.1%，拉动 GDP 增长 5.15 个百分

点；第三产业完成增加值 280.8 亿元，同比增长 9.6%，对经济增长贡献率为 43.9%，拉动 GDP 增长 4.26 个百分点。三次产业结构比由 2015 年的 4.3：50.3：45.4 调整为 4.0：51.6：44.4。

2015-2017 年，麒麟区固定资产投资保持快速增长，社会消费品零售总额稳定增长，进出口总额持续增长，金融机构人民币存款余额和贷款余额增速波动较大。

表 7 麒麟区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	633	9.7%	576.6	9.2%	531.5	6.10%
第一产业增加值	25.2	6%	24	5.5%	22.7	6.00%
第二产业增加值	327	10%	281.7	8.6%	267.7	3.00%
第三产业增加值	280.8	9.6%	270.9	10.1%	241.1	10.20%
固定资产投资	681.06	25.8%	541.1	33.0%	406.7	22.60%
社会消费品零售总额	190.5	12.1%	169.9	12.1%	151.6	13.00%
进出口总额（万美元）	12,344	34.3%	10,179	97.2%	5,161.00	-27.30%
存款余额	876	9.3%	801.5	3.5%	774.3	1.00%
贷款余额	598.2	3.2%	579.6	0.7%	575.4	5.50%
人均 GDP（元）	81,573		-		69,489	
人均 GDP/全国人均 GDP	136.73%		-		140.81%	

资料来源：曲靖市麒麟区 2015-2017 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2017 年麒麟区实现公共财政收入 21.39 亿元，比上年决算数增长 9%，其中税收收入 10.59 亿元，占公共财政收入比重为 50% 左右；实现政府性基金收入 1.99 亿元，比上年决算数下降 12%；同期麒麟区公共财政支出为 50.15 亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 42.66%。

五、公司治理与管理

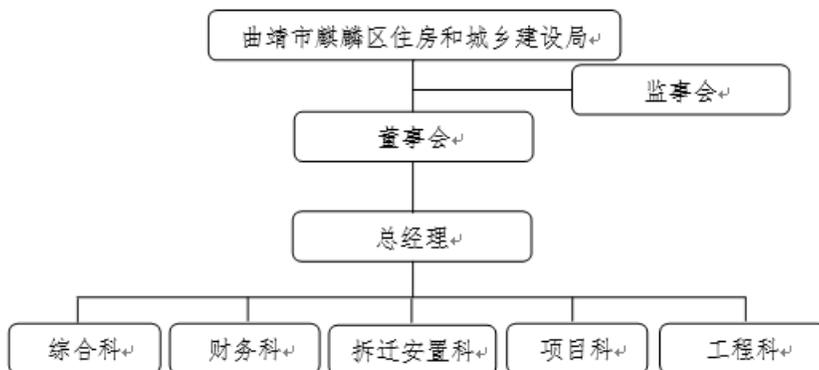
公司根据《公司法》和《公司章程》等规定建立了现代化的公司治理结构，设立了董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了规定。公司股权结构较为简单，区住建局为唯一股东。

公司董事会由 5 人组成，分别是钱家欣、吴明坤、崔庆宏、雷宏升和顾宝祥，其中钱家欣任董事长，董事 4 人。另外，钱家欣兼任麒麟区城市建设投资开发有限公司、麒麟区城建房地产开发有限公司董事长。公司监事会由 5 人构成，其中职工代表 2 人，非职工代表监事由区住建局委派，职工代表监事由公司职工代表大会民主选举产生。根据公司提供的

说明，公司不存在党政机关公务人员未经批准在公司兼职或任职情况。

公司董事会下设总经理1人，由董事吴明坤兼任。总经理下设综合科、财务科、拆迁安置科、项目科和工程科五个业务科，各部门职责明确、相对独立，对总经理负责。

图 1 截至 2017 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司是曲靖市麒麟区的综合性国有资产运营主体和基础设施建设开发主体，主要负责麒麟区范围内的市政基础设施建设、旧城改造、棚户区改造、土地开发整理等业务的实施。2015-2017年公司分别实现营业收入11.03亿元、5.31亿元和7.45亿元，营业收入规模和毛利率变化较大系收入结构调整所致。公司营业收入主要来自基础设施代建和项目建设管理费等业务，近三年两项业务收入占营业收入比重均超过20%。2017年公司子公司曲靖市麒麟区土地开发投资有限责任公司（以下简称“土投公司”）取得的出让地块转让给第三方，实现土地出让收入2.97亿元，毛利率为8.15%。2015-2017年，公司基础设施代建业务收入规模变动较大，毛利率基本稳定；项目建设管理费收入波动较大，按照净额法核算，毛利率为100%；市政配套设施、园林绿化、物业管理和自来水销售等收入由子公司贡献，收入规模和毛利率有一定波动。

表 8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地出让	29,694.37	8.15%	-	-	-	-
基础设施代建	22,660.32	14.52%	13,337.65	15.25%	79,216.55	15.25%
项目建设管理费	18,416.19	100.00%	35,885.95	100.00%	27,578.96	100.00%

市政配套设施	795.67	61.69%	1,205.80	71.18%	792.11	36.33%
园林绿化	335.58	9.48%	462.88	43.41%	323.14	46.66%
物业管理	250.20	22.31%	310.87	49.12%	171.85	5.43%
自来水销售	211.81	61.77%	189.17	46.92%	214.04	15.59%
主营业务合计	72,364.14	34.32%	51,392.32	76.32%	108,296.66	37.07%
其他业务	2,151.78	84.58%	1,718.96	53.51%	2,024.33	89.12%
合计	74,515.92	35.77%	53,111.28	75.58%	110,320.98	38.02%

注：其他业务包括融资担保等。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司基础设施代建项目收入波动较大，业务可持续性存在不确定性

根据公司与区政府签订的委托代建协议书，公司承担麒麟区金鳞湾片区土地整理项目等项目的建设，待项目建设完成后，由区政府或有关部门向公司支付委托代建费，其金额包括经双方确认的项目建设总成本以及占项目建设总成本一定比例的项目收益，麒麟区金鳞湾片区土地整理项目收益率为建设总成本的 18%。每年年底，公司根据政府有关部门出具的投入确认书确认上述项目的当年建设成本，并据此核算相应的基础设施代建收入。

2015-2017 年公司金鳞湾片区土地整理项目分别投入建设成本 6.71 亿元、1.13 亿元和 0.89 亿元，确认收入 7.92 亿元、1.33 亿元和 1.05 亿元；2017 年双友钢铁土地一级开发整理项目投入建设成本 1.04 亿元，确认收入 1.22 亿元。

由于公司基础设施代建项目较为单一，且金鳞湾片区土地整理项目基本完工，该业务能否持续经营仍存在不确定性。

公司通过土地转让实现土地出让收入，但该业务可持续性存在不确定性

公司土地开发业务由土投公司实施。2016 年土投公司与上海核景房地产置业有限公司出资 800 万元（土投出资 320 万元，占股 40%）成立项目公司“曲靖肯豪斯置业有限公司”，共同合作开发曲靖心香别院项目。2017 年土投公司将持有的金鳞湾 300.76 亩土地转让给项目公司，实现收入 2.97 亿元。项目公司在 2019 年 12 月 20 日前付清土地款，且相关项目资产转让按照年化收益 5% 的溢价收购土投公司持有的 40% 股权后，土投公司所持项目公司股权将全部退出。

公司土地转让业务与基础设施代建业务具有较强的关联性，前期土地整理完成且具备相应市场条件时进行土地转让，目前主要整理的金鳞湾片区土地已实现转让，土地转让业务未来能否持续存在不确定性。

公司收取建设管理费的在建项目较多，业务持续性较好，但面临较大的资金压力

公司收取建设管理费的项目包括基础设施建设项目和土地整理开发项目，采取净额法

核算。公司与曲靖市麒麟区人民政府就具体基础设施建设项目分别签订委托建设协议，协议均约定公司收益为相应项目建设总成本的 18%。每年年底，公司根据政府有关部门出具的投入确认书确认相关项目的当年建设成本，并据此核算相应的项目建设管理费。该业务按照净额法结算，项目建设成本暂未结转。

公司收取项目建设管理费的土地整理开发项目主要由子公司负责。由曲靖市麒麟区人民政府与公司子公司曲靖城南片区项目开发有限公司（以下简称“城南片区开发公司”）和土投公司签订了委托土地开发协议。土投公司对麒麟区范围内的国有土地或农村集体土地进行统一征地拆迁、安置补偿，组织实施道路、供水、供电、供气、排水、照明、绿化、土地平整，达到“三通一平”的土地供应条件，再通过政府相关单位“招、拍、挂”方式实现出让，产生的土地出让金上交麒麟区财政局。区政府按照“成本全覆盖”的原则承担项目建设成本，并按照审计部门所确定的总投资额的 18% 给予土投公司投资回报。城南片区的土地开发模式与此类似，目前项目运作主体为城南片区开发公司。每年年底，公司根据政府有关部门出具的投入确认书确认相关项目的当年建设成本，并据此核算相应的项目建设管理费。

2015-2017 年公司建设管理费收入主要来自城区棚户区改造、道路建设和各区域土地整理等项目，分别确认建设成本 15.32 亿元、19.94 亿元和 10.61 亿元，按净额法核算的项目建设管理费收入分别为 2.76 亿元、3.59 亿元和 1.84 亿元。

截至 2017 年底，公司主要在建项目包括各地棚户区改造项目和道路、管网等基础设施建设项目。公司主要在建项目（包括本期债券募投项目）计划总投资合计 156.76 亿元，累计已投资 50.88 亿元，尚需投资 105.88 亿元。其中收取项目建设管理费的在建项目计划总投资 142.47 亿元，累计已投资 47.13 亿元，尚需投资 95.34 亿元；本期债券募投项目拟通过出售安置房住宅、商铺、车库和租赁地面停车位实现收入。整体来看，由于在建项目较多，公司项目建设管理费业务持续性较好，但在建项目尚需投资额较多，公司面临较大的资金压力。

表 9 截至 2017 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资
南宁广场棚改项目	164,000.00	64,500.00	99,500.00
中和苑棚改项目	43,000.00	24,500.00	18,500.00
煤建东村棚改项目	20,000.00	8,100.00	11,900.00
东门街棚改项目	165,500.00	140,100.00	25,400.00
印染厂棚改项目	549,000.00	154,500.00	394,500.00
城南片区污水处理厂建设项目	28,322.40	14,800.00	13,522.40

寥廓山森林公园建设	100,000.00	6,000.00	94,000.00
东过境高速公路珠街连接线建设项目	100,000.00	33,000.00	67,000.00
麒麟区中心城区人居环境提升行动地下综合管廊等市政基础设施建设项目	82,100.00	10,500.00	71,600.00
水石路市政道路建设	172,820.46	15,346.00	157,474.46
曲靖市麒麟区安置房建设项目	142,855.73	37,500.00	105,355.73
合计	1,567,598.59	508,846.00	1,058,752.59

注：本期债券募投项目包括南宁广场棚改项目、煤建东村棚改项目和印染厂棚改项目的部分内容。

资料来源：公司提供

当地政府对公司的支持力度较大，近年来通过资产注入、政府补助、税收优惠等方式提升了公司的经营实力

鉴于公司从事的基础设施建设业务具有较强的公益性，为保证城市建设的顺利实施，提升公司的融资能力，近年来区政府给予公司的支持力度较大。

近年当地政府多次以资产注入的方式提升公司实力。2015年，根据区住建局发[2015]69号文件，股东将曲靖市麒麟南路与玄坛路交汇处4幢第1层1至7号房产（曲房权证曲靖市字第2014117422号至2014117428号）注入公司，计入投资性房地产的同时增加资本公积6,032.60万元；根据曲靖市麒麟区人民政府麒区政发（2015）81号《曲靖市麒麟区人民政府关于向曲靖城南片区项目开发有限公司注入资产的通知》，将原曲靖城南片区开发管委会核算的南片区征地项目划拨给曲靖城南片区项目开发有限公司管理，增加资本公积40,598.12万元；根据曲靖市麒麟区财政局麒财预（2015）286号和麒财预（2015）309号通知，拨付土投公司项目资本金1.92亿元，增加其资本公积1.92亿元。

2014年，根据麒住建局发[2014]31号文件，曲靖市麒麟区城建房地产开发有限公司（以下简称“房地产公司”）原股东将其持有的房地产公司100%股权无偿转让给公司，增加资本公积-其他资本公积103.00万元。根据曲靖市麒麟区人民政府麒区政发[2015]82号《曲靖市麒麟区人民政府关于将部分区属国有企业股权无偿划转至曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司的决定》，曲靖城南片区项目开发有限公司、曲靖市麒麟区投资开发有限责任公司、麒麟区轻工业园区开发投资有限公司、曲靖市麒麟区融资担保有限责任公司的股权无偿转让给公司，增加资本公积5,358.63万元。根据曲靖市麒麟区住房和城乡建设局《麒麟区住房和城乡建设局关于股权划转相关事宜的批复》，曲靖弘映园林绿化有限公司、曲靖市麒麟区温泉度假区开发建设有限责任公司的股权无偿转让给公司，增加资本公积463.63万元。

根据曲靖市麒麟区财政局麒财预（2017）128号等文件，2015-2017年公司分别获得各类政府补助收入7,950万元、5,000万元和10,000.00万元，用于项目基础设施建设和办公业

务等，全部计入营业外收入。

根据《关于曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司及下属子公司享受相关税费优惠政策函》（麒财[2012]58号）文件，公司城市基础设施建设过程中发生的相关税费暂不缴纳。

总的来看，当地政府对公司的支持力度较大，近年来通过资产注入、财政补贴、税收优惠等方式提升了公司的实力。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2015-2017年公司合并范围的子公司分别为12家、15家和14家。

表 10 近年公司财务报表合并范围变化情况

企业名称	关联关系	是否纳入财务报表合并范围		
		2017年	2016年	2015年
曲靖市麒麟区土地开发投资有限责任公司	一级子公司	是	是	是
曲靖市麒麟区保障性住房建设投资有限公司	一级子公司	是	是	是
麒麟区轻工业园区开发投资有限公司	一级子公司	是	是	是
曲靖市麒麟区温泉度假区开发建设有限公司	一级子公司	是	是	是
曲靖弘映园林绿化有限公司	一级子公司	是	是	是
曲靖市麒麟区城建物业服务有限公司	一级子公司	是	是	是
曲靖市麒麟区城建房地产开发有限公司	一级子公司	是	是	是
曲靖城南片区项目开发有限公司	一级子公司	是	是	是
曲靖市麒麟区融资担保有限责任公司	一级子公司	是	是	是
曲靖市麒麟区投资开发有限责任公司	一级子公司	是	是	是
曲靖市麒麟区建设综合服务有限公司	二级子公司	是	是	是
曲靖市麒麟区农业发展投资有限公司	一级子公司	是	是	否
曲靖市麒麟区农业旅游开发投资有限责任公司	二级子公司	是	是	否
曲靖市麒麟区工业园区开发投资有限责任公司	一级子公司	否	是	否
曲靖市麒麟区市政公共设施经营服务有限公司	一级子公司	是	是	是

注：曲靖市麒麟区建设综合服务有限公司 2015 年由一级子公司变更为二级子公司，现为曲靖市麒麟区土地开发投资有限责任公司的全资子公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，应收款项和存货规模较大，资产流动性偏低

公司资产规模持续增长，2015-2017年末分别为110.74亿元、112.04亿元和137.12亿元，复合增长率为11.28%，主要为流动资产。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货等构成。2017年末货币资金余额13.52亿元，主要为银行存款，受限部分余额0.30亿元，为用于担保的定期存款。公司应收账款规模较大，2017年末账面价值14.68亿元，占总资产的10.70%。期末应收账款余额中，应收曲靖市麒麟区人民政府项目款9.79亿元，账龄1年以内和2-3年；应收曲靖市肯豪斯置业有限公司土地款3.00亿元，账龄1年以内；应收曲靖市麒麟区碧桂园房地产开发有限公司土地款1.88亿元，账龄4-5年；应收云南皓阳鑫业建筑公司和云南南云水资源开发有限责任公司少量项目款，前五名余额合计14.67亿元。预付款项为预付工程项目施工方的款项。公司其他应收款规模较大，2017年末账面价值21.42亿元，占总资产的15.62%；截至2017年末共计提坏账准备0.66亿元；期末余额前五名对象分别为曲靖市麒麟区园林绿化有限责任公司、曲靖市麒麟区工业园区开发投资有限责任公司、曲靖敏大房地产开发有限公司、曲靖麒麟区城南片区开发建设办公室和曲靖麒麟区潇湘街道办事处，余额合计9.85亿元，占其他应收款总额的44.62%，账龄分布在1年以内和2-3年。2017年末公司应收账款和其他应收款合计36.09亿元，占总资产的26.32%，应收对象涵盖政府机构、国有企业和民营企业等，部分款项账龄较长，整体对营运资金形成占用，存在一定回收风险。

公司存货规模较大，2017年末账面价值72.89亿元，占总资产的53.15%。存货包含38.28亿元土地开发，为26宗国有土地使用权，其中22宗性质为划拨，4宗性质为出让，主要为住宅用地，面积合计196.93万平方米，其中账面价值0.71亿元的3宗国有土地使用权已用于抵押；开发成本34.61亿元，为基础设施建设项目建设成本。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	135,195.84	9.86%	122,733.45	10.95%	216,277.75	19.53%
应收账款	146,775.98	10.70%	139,731.08	12.47%	163,182.73	14.74%
预付账款	126,640.72	9.24%	72,499.70	6.47%	6,430.03	0.58%
其他应收款	214,159.95	15.62%	85,924.30	7.67%	45,984.80	4.15%
存货	728,867.16	53.15%	684,383.10	61.09%	660,869.73	59.68%

流动资产合计	1,352,404.12	98.63%	1,105,582.12	98.68%	1,092,745.04	98.67%
非流动资产合计	18,843.31	1.37%	14,795.08	1.32%	14,690.48	1.33%
资产总计	1,371,247.44	100.00%	1,120,377.20	100.00%	1,107,435.52	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入和毛利率波动较大，政府补助对利润水平有较好补充

2015-2017年公司分别实现营业收入与11.03亿元、5.31亿元和7.45亿元，主要来自基础设施代建和项目建设管理费等业务。受收入结构变化等因素影响，综合毛利率波动较大。2015-2017年公司分别获得各类政府补助收入7,950万元、5,000万元和10,000.00万元，用于项目基础设施建设等方面，全部计入营业外收入，政府补助占当期利润总额的比重分别为17.94%、12.47%和34.39%，对利润水平有较好的补充。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	74,515.92	53,111.28	110,320.98
营业利润	18,489.55	34,602.12	36,261.01
营业外收入	10,891.68	5,612.43	8,245.39
利润总额	29,074.03	40,095.52	44,315.84
综合毛利率	35.77%	75.58%	38.02%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现较差，对外部融资有较大依赖

公司主营业务投资回收期长，现金回流滞后，2015-2017年销售商品、提供劳务收到的现金与购买商品、接受劳务支付的现金相比规模较小，导致经营活动现金流表现较差，分别净流出2.87亿元、11.25亿元和18.76亿元。收现规模与营业收入不匹配，导致公司收现比波动较大。

投资活动方面，投资活动现金支出主要用于购置固定资产、对外股权投资等方面，投资活动现金净流出。筹资活动方面，现金流出主要来自银行借款、融资租赁和发行债券等方面，现金流出主要用于偿还债务等，因外部融资规模较大，2015-2017年公司筹资活动现金持续净流入。

截至2017年底，公司主要在建项目计划总投资合计156.76亿元，累计已投资50.88亿元，

尚需投资105.88亿元，公司面临较大的资金压力。

表 13 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	0.21	1.28	0.65
销售商品、提供劳务收到的现金	15,507.84	68,213.95	72,090.48
收到的其他与经营活动有关的现金	394,293.78	213,905.74	237,062.30
经营活动现金流入小计	409,801.61	282,119.69	309,152.78
购买商品、接受劳务支付的现金	206,084.99	197,039.72	131,764.32
支付的其他与经营活动有关的现金	386,586.51	192,083.67	201,988.59
经营活动现金流出小计	597,351.65	394,580.26	337,882.38
经营活动产生的现金流量净额	-187,550.04	-112,460.57	-28,729.60
投资活动产生的现金流量净额	-7,754.25	-73.86	-21,618.67
筹资活动产生的现金流量净额	207,766.68	18,990.13	222,282.79
现金及现金等价物净增加额	12,462.39	-93,544.31	171,934.52

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率上升，有息债务规模增加，面临较大偿债压力

2015年末至2017年末，公司负债总额波动较大；由于经营的积累及当地政府支持性投入，公司所有者权益稳定增长。由于转让子公司，公司2017年末资本公积有所减少。2017年末公司产权比率提升至124.10%，所有者权益对负债的保障程度下降。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年	2015年
负债总额	759,368.78	531,012.35	567,803.82
所有者权益	611,878.65	589,364.85	539,631.70
产权比率	124.10%	90.10%	105.22%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债主要为非流动负债，2017年末非流动负债占比提升至73.09%。

公司流动负债主要由短期借款、应付款项和应交税费等构成。2017年末公司短期借款余额2.25亿元，含1.80亿元抵押借款和0.45亿元保证借款。2017年末公司无应付票据，应付账款规模有所提升，应交税费规模较大，主要为企业所得税。2017年末公司其他应付款余额11.98亿元，占总资产的15.77%；账龄1年以内、1-2年和3年以上的分别占比83.32%、10.06%和6.62%；主要为与曲靖市开发投资有限责任公司、甘肃兰银金融租赁股份有限公司、曲靖市文化体育旅游产业投资管理有限公司、曲靖市经济技术开发区财政局和曲靖市

投融资担保有限责任公司等非关联方的往来款。

公司非流动负债由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款等构成。2017年末长期借款余额26.30亿元，其中质押借款0.27亿元、抵押借款18.66亿元、保证借款7.37亿元。质押借款质押物为定期存单，抵押借款抵押物为国有土地使用权、房产，另外麒麟区人民政府以委托代建资金提供质押担保。应付债券包括“15曲靖麒麟债”和“17麒麟01”，剩余本金20亿元。长期应付款为融资租赁款。专项应付款包括安居工程款、棚户区改造款、专项建设基金和猕猴桃种植补助等款项。

截至2017年末，公司包含短期借款、应付票据、长期借款、应付债券和长期应付款在内的有息债务规模为56.22亿元，有息债务占负债总额的74.04%。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	22,500.00	2.96%	24,500.00	4.61%	0.00	0.00%
应付票据	0.00	0.00%	2,794.33	0.53%	0.00	0.00%
应付账款	4,937.02	0.65%	3,618.27	0.68%	10,884.68	1.92%
应交税费	45,267.07	5.96%	39,248.01	7.39%	28,373.88	5.00%
其他应付款	119,778.03	15.77%	92,480.27	17.42%	162,192.31	28.56%
流动负债合计	204,341.79	26.91%	180,287.50	33.95%	211,258.20	37.21%
长期借款	262,964.00	34.63%	203,119.00	38.25%	178,139.00	31.37%
应付债券	197,989.87	26.07%	98,524.29	18.55%	99,137.75	17.46%
长期应付款	78,772.54	10.37%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
专项应付款	14,352.66	1.89%	48,181.33	9.07%	78,356.49	13.80%
非流动负债合计	555,026.99	73.09%	350,724.85	66.05%	356,545.62	62.79%
负债合计	759,368.78	100.00%	531,012.35	100.00%	567,803.82	100.00%
其中：有息债务	562,226.41	74.04%	328,937.62	61.95%	277,276.75	48.83%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

2017年末公司资产负债率上升至55.38%，流动比率和速动比率略有提升，但资产流动性仍偏低。随着利润总额的下滑，EBITDA规模下降，对有息债务的保障程度偏低，2017年EBITDA利息保障倍数为1.18，公司面临较大的偿债压力。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年	2015年
资产负债率	55.38%	47.40%	51.27%
流动比率	6.62	6.13	5.17
速动比率	3.05	2.34	2.04

EBITDA（万元）	29,643.50	41,483.88	44,820.21
EBITDA 利息保障倍数	1.18	1.16	5.15
有息债务/EBITDA	18.97	7.93	6.19

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源及主要风险包括以下几个方面：

1、募投项目：根据《曲靖市麒麟区安置房建设项目可行性研究报告》，按照 2019-2025 年为计算期，本项目通过房屋、车库、沿街商铺销售及地面停车位出租共可获得 176,423.40 万元的收入。

我们关注到，本期债券募投项目为安置房建设项目，具有投资规模大和投资回收期长等特点，建设期内受原材料、设备价格、劳动力成本等多种因素影响，项目可能不能按期竣工及运营，另外受经济环境和居民收入水平等因素影响，安置房住宅、商铺、车库的出售收入和地面停车位的租赁收入能否如期实现存在不确定性。

2、公司经营性业务：2015-2017 年，公司分别实现营业收入 11.03 亿元、5.31 亿元和 7.45 亿元。截至 2017 年底，公司主要在建项目包括各地棚户区改造项目和道路、管网等基础设施建设项目，主要在建项目计划总投资合计 156.76 亿元，累计已投资 50.88 亿元，尚需投资 105.88 亿元。其中收取项目建设管理费的在建项目计划总投资 142.47 亿元，累计已投资 47.13 亿元，尚需投资 95.34 亿元，业务持续性仍然较好。

我们关注到，近年公司经营活动现金流表现不佳，资金回笼相对滞后，较大规模的投资支出会进一步加重公司的资金压力。

九、或有事项分析

公司对外担保存在一定或有负债风险

截至2017年末，公司为曲靖市麒麟区城建实业公司和曲靖市麒麟职业技术学校担保金额合计3.10亿元，曲靖市麒麟区城建实业公司为同一控制下企业，曲靖市麒麟职业技术学校为事业单位。以上担保未设置反担保措施，公司面临一定或有负债风险。

表 17 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
------	------	-------	--------

曲靖市麒麟区城建实业公司	1,000.00	2015.4.21-2018.4.21	否
曲靖市麒麟职业技术学校	30,000.00	2016.12.16-2019.12.16	否
合计	31,000.00	-	-

资料来源：公司提供

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
流动资产：			
货币资金	135,195.84	122,733.45	216,277.75
应收票据	-	282.34	-
应收账款	146,775.98	139,731.08	163,182.73
预付款项	126,640.72	72,499.70	6,430.03
其他应收款	214,159.95	85,924.30	45,984.80
存货	728,867.16	684,383.10	660,869.73
其他流动资产	764.48	28.14	-
流动资产合计	1,352,404.12	1,105,582.12	1,092,745.04
非流动资产：			
可供出售金融资产	2,882.00	5,236.48	5,236.48
长期股权投资	1,430.13	395.00	
投资性房地产	5,698.29	5,812.91	5,927.53
固定资产	2,802.63	2,629.27	2,818.70
在建工程	1,108.68	-	-
无形资产	0.63	1.00	0.59
长期待摊费用	148.64	92.67	130.82
递延所得税资产	1,772.31	627.75	576.36
其他非流动资产	3,000.00	-	-
非流动资产合计	18,843.31	14,795.08	14,690.48
资产总计	1,371,247.44	1,120,377.20	1,107,435.52
流动负债：			
短期借款	22,500.00	24,500.00	-
应付票据	-	2,794.33	-
应付账款	4,937.02	3,618.27	10,884.68
预收款项	8,980.96	10,866.53	8,130.42
应付职工薪酬	104.51	51.94	190.72
应交税费	45,267.07	39,248.01	28,373.88
应付利息	2,774.20	6,728.15	1,486.19
其他应付款	119,778.03	92,480.27	162,192.31
流动负债合计	204,341.79	180,287.50	211,258.20
非流动负债：			
长期借款	262,964.00	203,119.00	178,139.00
应付债券	197,989.87	98,524.29	99,137.75

长期应付款	78,772.54	-	-
专项应付款	14,352.66	48,181.33	78,356.49
其他非流动负债	947.93	900.23	912.38
非流动负债合计	555,026.99	350,724.85	356,545.62
负债合计	759,368.78	531,012.35	567,803.82
所有者权益：			
实收资本	10,500.00	10,500.00	10,500.00
资本公积	453,924.85	459,075.01	439,675.01
盈余公积	6,867.96	4,859.49	3,083.79
未分配利润	137,534.94	114,930.35	86,372.89
归属于母公司所有者权益合计	608,827.74	589,364.85	539,631.70
少数股东权益	3,050.91	-	-
所有者权益合计	611,878.65	589,364.85	539,631.70
负债和所有者权益总计	1,371,247.44	1,120,377.20	1,107,435.52

资料来源：公司 2015-2017 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、营业总收入	74,515.92	53,111.28	110,320.98
营业收入	74,515.92	53,111.28	110,320.98
二、营业总成本	56,024.52	18,942.23	74,125.84
营业成本	47,861.66	12,970.31	68,372.80
营业税金及附加	504.27	2,159.16	2,407.22
销售费用	11.75	-	-
管理费用	3,542.96	3,246.65	2,847.13
财务费用	-474.36	360.55	-211.77
资产减值损失	4,578.24	205.56	710.47
加：投资收益	-1.86	433.07	65.87
三、营业利润	18,489.55	34,602.12	36,261.01
加：营业外收入	10,891.68	5,612.43	8,245.39
减：营业外支出	307.20	119.03	190.56
四、利润总额	29,074.03	40,095.52	44,315.84
减：所得税	4,495.97	9,762.37	10,138.07
五、净利润	24,578.06	30,333.16	34,177.76
持续经营净利润	24,578.06	-	-
减：少数股东损益	-35.00	-	-
归属于母公司所有者的净利润	24,613.06	30,333.16	34,177.76
六、综合收益总额	24,578.06	30,333.16	34,177.76
减：归属于少数股东的综合收益总额	-35.00	-	-
归属于母公司普通股股东综合收益总额	24,613.06	30,333.16	34,177.76

资料来源：公司 2015-2017 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
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	15,507.84	68,213.95	72,090.48
收到其他与经营活动有关的现金	394,293.78	213,905.74	237,062.30
经营活动现金流入小计	409,801.61	282,119.69	309,152.78
购买商品、接受劳务支付的现金	206,084.99	197,039.72	131,764.32
支付给职工以及为职工支付的现金	2,239.21	1,775.15	1,101.48
支付的各项税费	2,440.94	3,681.72	3,027.99
支付其他与经营活动有关的现金	386,586.51	192,083.67	201,988.59
经营活动现金流出小计	597,351.65	394,580.26	337,882.38
经营活动产生的现金流量净额	-187,550.04	-112,460.57	-28,729.60
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	20.01	403.07	273.87
投资活动现金流入小计	20.01	403.07	273.87
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,504.79	107.93	21,872.54
投资支付的现金	1,098.00	369.00	20.00
支付其他与投资活动有关的现金	5,171.47	-	-
投资活动现金流出小计	7,774.26	476.93	21,892.54
投资活动产生的现金流量净额	-7,754.25	-73.86	-21,618.67
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	196,058.00	84,500.00	143,139.00
收到其他与筹资活动有关的现金	10,826.33	-	-
发行债券收到的现金	99,100.00	-	98,900.00
筹资活动现金流入小计	305,984.33	84,500.00	242,039.00
偿还债务支付的现金	36,240.46	35,020.00	15,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	25,202.13	30,489.87	4,756.21
支付其他与筹资活动有关的现金	36,775.06	-	-
筹资活动现金流出小计	98,217.65	65,509.87	19,756.21
筹资活动产生的现金流量净额	207,766.68	18,990.13	222,282.79
四、汇率变动对现金的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	12,462.39	-93,544.31	171,934.52
期初现金及现金等价物余额	122,733.45	216,277.75	44,343.24
六、期末现金及现金等价物余额	135,195.84	122,733.45	216,277.75

资料来源：公司 2015-2017 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	24,578.06	30,333.16	34,177.76
加：资产减值准备	4,578.24	205.56	710.47
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	336.38	389.26	364.70
无形资产摊销	0.55	0.25	0.37
长期待摊费用摊销	42.06	129.98	139.30
投资损失	36.87		-65.87
递延所得税资产减少	-1,144.56	-51.39	-137.77
存货的减少	-44,484.06	-21,437.79	-186,297.24
经营性应收项目的减少	-308,056.64	-259,446.23	38,042.43
经营性应付项目的增加	136,563.08	137,416.64	84,336.24
经营活动产生的现金流量净额	-187,550.04	-112,460.57	-28,729.60
现金的期末余额	135,195.84	122,733.45	216,277.75
减：现金的期初余额	122,733.45	216,277.75	44,343.24
现金及现金等价物净增加额	12,462.39	-93,544.31	171,934.52

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
产权比率	124.10%	90.10%	105.22%
资产负债率	55.38%	47.40%	51.27%
流动比率	6.62	6.13	5.17
速动比率	3.05	2.34	2.04
EBITDA (万元)	29,643.50	41,483.88	44,820.21
EBITDA 利息保障倍数	1.18	1.16	5.15
有息债务/EBITDA	18.97	7.93	6.19
综合毛利率	35.77%	75.58%	38.02%
收现比	0.21	1.28	0.65

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

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	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+长期借款+应付债券+长期应付款

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。