



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2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



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2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-30	2020-08-21

债券概况

债券简称: 18 绵安专债 01/PR 绵安 01

债券剩余规模: 2.4 亿元

债券到期日期: 2025-05-04

偿还方式: 每年付息一次, 从第 3 年起, 每年偿还债券发行总额的 20%, 当期利息随本金一起支付

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

联系方式

项目负责人: 刘惠琼

liuhq@cspengyuan.com

项目组成员: 蒋晗

jianghan@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对绵阳安州投资控股集团有限公司（以下简称“安州投控”或“公司”）及其 2018 年 5 月 4 日发行的 3 亿元第一期城市停车场建设专项债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，且公司继续得到当地政府的支持，同时第三方保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，土地回购业务可持续性不稳定，有一定的资金压力；另外，公司偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司在区域能保持较强的竞争优势，业务持续性较好，将持续获得外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	116.26	102.37	86.11
所有者权益	42.81	42.00	43.23
总债务	39.54	27.93	24.03
资产负债率	63.18%	58.97%	49.80%
现金短期债务比	0.66	0.75	0.59
营业收入	33.50	9.75	2.65
其他收益	0.22	0.65	0.00
利润总额	0.84	0.61	0.58
销售毛利率	6.60%	9.93%	26.71%
EBITDA	2.19	1.58	1.50
EBITDA 利息保障倍数	2.18	2.28	2.23
经营活动现金流净额	7.71	2.31	-3.28
收现比	0.97	1.20	0.79

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**安州区位于绵阳市科技城集中发展区核心区域，承接绵阳、成都市部分产业转移功能。2020年绵阳市及安州区地区经济增速较好，增速高于全国平均水平。
- **公司继续获得外部支持。**2020年，公司获得安州区财政局拨付的投资款6,300万元，计入资本公积；同时公司继续获得绵阳市安州区财政局给予的财政补贴。
- **第三方保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**本期债券由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经中证鹏元综合评定，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有效保障。

关注

- **公司整体资产流动性仍然较弱。**2020年末，公司资产主要为应收款项、存货、投资性房地产、固定资产和无形资产，应收款项占用较多资金，投资性房地产中多数受限，其他资产集中变现难度较大，公司整体资产流动性较弱。
- **公司面临一定的资金压力。**公司主要在建项目为自营项目，尚需投资7.99亿元，且土地回购业务可持续性不稳定，建设资金由公司自筹，公司后续面临的资金压力一般。
- **公司总债务规模增长较多，面临较大债务压力。**2020年末，公司总债务进一步增长，增加了偿债压力，同时公司现金短期债务比表现欠佳，2021年需偿付总债务本金较多，短期偿债压力较大。
- **存在一定的或有负债风险。**2020年，公司对外担保为3.07亿元，其中对国有企业的担保均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年5月4日公开发行3.00亿元第一期城市停车场建设专项债券，其中1.50亿元拟用于绵阳市安州区城市停车场项目，1.50亿元拟用于补充运营资金。截至2021年4月末，本期债券募集资金专项账户余额为15.28万元，均为利息结余。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司股东由绵阳市安州区人民政府变更为四川省财政厅和绵阳市安州区人民政府，双方分别持有公司10%和90%股份，实际控制人仍为绵阳市安州区人民政府，公司注册资本和实收资本仍均为2亿元，公司名称未发生变化。

2021年4月28日，根据公司公告，公司决定任命黄楷峻为新任董事长及法定代表人，李作雄、严昆为新任董事，陈宁为新任总经理；免去黄楷峻总经理职务，肖棱不再担任董事长及法定代表人、周学东、陈晓东不再担任董事职务、免去陈宁副总经理职务。

2020年，公司合并范围新增子公司1家，减少子公司4家，详见下表。截至2020年末，合并范围子公司合计共18家，详见附录四。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
四川九鑫新时空能源科技有限公司	40% ¹	1,000	科技产业软、硬件领域内的技术服务、技术转让、技术开发	新设

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
绵阳安投矿业有限公司	100%	10,000	石开采(凭相关许可经营)，销售砂石(凭相关许可经营)，河湖整治工程专业承包	股权上划
绵阳古海洋温泉开发有限公司	100%	200	旅游资源开发；水利资源开发利用咨询服务；水环境保护咨询服务；旅游项目策划服务	股权划转
绵阳宏盛文化传播有限公司	100%	1,000	文艺创作；组织文化艺术交流活动；组织体育表演活动；企业形象策划；旅游开发项目策划咨询	股权划转

¹四川九鑫新时空能源科技有限公司章程规定董事会成员由五人组成，其中公司指派两名，其余两名股东分别指派一名，剩余一名为职工董事。公司对其形成实质性控制，故纳入合并范围。

绵阳安特文化科技有限公司	51%	100	文化产品的研发及文化项目的开发；品牌营销策划及推广服务	股权划转
--------------	-----	-----	-----------------------------	------

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020 年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国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，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020 年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.8%。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导资金服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2018年下半年至2019年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善。2020年疫情爆发以来，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2018年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求。10月，国办发[2018]101号文明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

依托科技城的定位和良好的工业基础，2020年绵阳市经济实现了稳定增长，全年经济增速高于全国平均水平

2020年绵阳市全年地区生产总值增速为4.4%，高于2020年全国平均增速2.1个百分点，三次产业结构由2019年的10.6:40.3:49.1调整为2020年12.3:39.0:48.7。随着疫情得到控制，疫情对绵阳市经济发展的影响逐渐消退，2020年前三季度地区累计生产总值增速分别为-1.5%、1.6%和3.0%，经济稳步向常态化回归。2021年第一季度，绵阳市经济复苏，地区生产总值725.25亿元，同比增长17%。

绵阳市依托科技城的定位，发展科技产业，科技城全年实现地区生产总值（GDP）2,075.94亿元，增长4.3%。其中：第二产业增加值1,019.82亿元，增长4.1%；第三产业增加值1,056.12亿元，增长4.7%。

绵阳市工业发展水平较好，2020年规模以上工业增加值同比增长5.1%；其中六大重点产业增加值增长5.7%，节能环保产业、高端装备制造产业、新材料产业、电子信息产业和汽车产业增长较快。全年重点监测的183种工业产品中，105种工业产品实现增长，主要产品中的汽车增长133.3%、电子元件增长40.0%、液晶显示模组增长22.3%、彩色电视机增长6.3%、电视接收机顶盒增长3.9%。

固定资产投资保持稳定增长，对绵阳经济发展起到了带动作用。分产业看：第一产业投资增长84.5%；第二产业投资下降1.9%，第三产业投资增长14.5%。省市县重点项目完成投资1,019亿元、投资完成率110.7%，旭虹光电盖板玻璃等项目开工建设，利尔化学、东材科技、攀长钢等技改项目在加快实施。房地产市场发展较好，全年房地产开发投资增长37.9%。商品房施工面积2,646.33万平方米增长10.4%；商品房竣工面积205.62万平方米，增长12.0%；商品房销售面积724.30万平方米，增长1.6%。

表2 绵阳市 2019-2020 年主要经济指标（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	3,010.08	4.4%	2,856.20	8.1%
其中：第一产业增加值	370.95	5.4%	302.45	2.9%
第二产业增加值	1,174.36	4.0%	1,151.34	8.0%
第三产业增加值	1,464.77	4.5%	1,402.41	9.4%
工业增加值	882.65	4.1%	-	10.0%
全社会固定资产投资	-	10%	-	13.6%
社会消费品零售总额	1394.26	-1.8%	1,276.53	11.1%
进出口总额（亿美元）	31.20	3.0%	30.29	-22.6%
存款余额	5,082.30	14.0%	4,457.80	15.8%
贷款余额	2,812.66	13.6%	2,476.18	14.3%
人均 GDP（元）		61,719		58,685
人均 GDP/全国人均 GDP		85.19%		82.78%

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

（2）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2019-2020 年绵阳市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年绵阳市一般公共预算收入实现140.96亿元，比上年增长7.5%，其中，税收收入完成86.73亿元，增长8.2%，占公共财政收入比重为61.53%。全市实现政府性基金收入287.76亿元。同期绵阳市公共财政

支出为444.7亿元，下降1.9%，财政自给率为31.69%。

2020年安州区经济持续保持增长，但增速有一定下滑；较高的固定资产投资增速，对经济的持续发展起到了推动作用。

安州区位于绵阳科技城集中发展区核心区域，是绵阳城市新中心；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。

2020年，绵阳市安州区地区生产总值持续保持增长，全年增速同比有一定下滑，三次产业结构为17.6：43.3：39.1。

2020年，安州区重大项目推进效率较好，全年完成投资情况达全年任务的122.48%。固定资产投资依旧保持较快增速，按性质看，基本建设投资同比下降7.26%；技改投资同比增长13.3%；民间投资同比增长23.4%；房地产开发投资同比增长109.7%。安州区的项目储备情况较好，截至2021年5月，储备“十四五”项目565个，总投资1,801.38亿元。为经济的持续发展提供了稳定的支撑。

全区社会消费品零售总额同比下降1.4%。按行业分，批发业零售额18.34亿元，同比增长1.0%；零售业零售额49.61亿元，同比下降2.6%；住宿业零售额6亿元，同比下降0.5%；餐饮业零售额13.88亿元，同比下降0.9%。

表3 安州区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	196.18	3.5%	185.53	8.5%
第一产业增加值	34.54	5.4%	13.89	2.7%
第二产业增加值	84.87	2.4%	53.35	9.3%
第三产业增加值	76.77	4.6%	43.09	9.5%
工业增加值	-	2.0%	-	11.4%
固定资产投资	-	14.2%	-	19.2%
社会消费品零售总额	87.83	-1.4%	85.23	11.4%
进出口总额	9.25	37.3%	6.74	-8.5%
存款余额	254.4	13.05%	225.1	12.56%
贷款余额	154.8	15.81%	133.7	16.26%
人均GDP（元）		53,021.62		47,162
人均GDP/全国人均GDP		73.19%		66.53%

资料来源：2019-2020年绵阳市安州区国民经济和社会发展统计公报

2020年，安州区实现公共财政收入为8.27亿元，同比增长11.8%，其中，税收收入6.24亿元，同比增长11.98%，政府性基金预算收入实现34.85万元，同比增长122.33%。一般公共预算支出实现27.96万元，

完成调整预算的102.04%，同比增长1.86%，财政自给率29.58%。

五、经营与竞争

公司在安州区范围内进行水泥和油卡贸易、房屋租赁、城市供水、保障房建设等业务。公司收入主要由产品销售收入、商品房销售收入、以及其他收入中的土地回购收入和水泥销售收入构成。2020年公司营业收入同比大幅增长，主要系当期实现了12.22亿元土地回购业务收入。工程管理是公司及其子公司与政府签订代建管理协议形成的业务，由于2020年政府未与公司签订相关协议，故当期无工程管理收入。

毛利率方面，由于公司对业务调整的幅度较大，加之疫情影响，原材料价格上涨导致各项可比业务毛利率都有小幅下调，致使2020年公司综合毛利率下滑至6.60%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
产品销售收入	99,445.46	0.71%	76,028.57	1.20%
商品房销售收入	41,418.34	13.40%	-	-
安装及材料收入	3,244.59	65.53%	-	-
房屋租赁收入	2,277.92	69.86%	1,762.81	89.66%
水费收入	1,929.77	-28.32%	1,903.76	-11.90%
工程施工收入	1,689.93	10.98%	-	-
工程管理收入	-	-	6,574.10	100.00%
代理及保育收入	-	-	1,394.60	37.32%
广告制作收入	-	-	523.87	35.28%
其他业务	185,002.18	6.76%	9,289.69	1.52%
其中：土地回购	122,223.20	10.23%	-	-
销售水泥	59,652.06	0.31%	1,420.68	5.80%
合计	335,008.19	6.60%	97,477.39	9.93%

注：2020年广告收入相关的公司已划入新的平台公司，当期无广告业务相关收入。

资料来源：公司2019-2020年审计报告

土地回购收入为公司2020年新增的业务收入，根据绵阳市政府文件，2020年6月绵阳市安州区自然资源局收购公司9宗国有建设用地使用权。该土地回购的收入规模受未来政府用地规划和土地政策影响，业务可持续性不确定。

2020年公司未实现工程管理业务收入，未来是否可持续存在不确定性；当前在建项目均为自营项目，后续资金投入较大，面临一定的资金压力。

公司工程管理收入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。2020年，公司未再与政府签订代建管理协议，故无工程管理收入，未来该业务不确定是否可持续。

公司目前正在建的项目全部系自营项目，其中绵阳市安州区城市停车场项目为本期募投项目，预计总投资9.15亿元，截至2020年末累计已投资6.57亿元，存在募投项目建设进度及未来收益可能不达预期的风险。该项目体现在存货开发成本和开发产品中，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2020年末，公司主要在建工程项目总投资16.57亿元，累计已投资8.58亿元，尚需投资7.99亿元，未来存在一定的资金压力。

表5 截至2020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	65,682.04	否
安州区乡镇生活污水处理厂（站）建设项目	13,983.00	5,121.68	否
安州区农村生活污水治理项目千村示范工程	39,923.00	4,200.42	否
花菱、乐兴等镇10个试点聚居点农村污水治理工程（千村示范工程）	993.12	734.39	否
安县雎水白河供水工程	19,300.00	10,028.46	否
合计	165,712.4	85,766.99	-

资料来源：公司提供

水费业务收入持续性较好，跟踪期内供水收入毛利率有所下降

公司供水业务由子公司绵阳市安州区龙泉供水有限责任公司运营，截至2020年末，供水公司拥有6座水厂，日供水能力达6万立方米，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。

表6 公司水费业务明细（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
水费收入	1,929.77	-28.32%	1,903.76	-11.90%

资料来源：公司提供

公司供水业务收入保持稳定，但由于供水能力利用率较低且存在供水耗损，供水业务仍然亏损，2020年供水收入毛利率降低，主要为疫情期间水费有所减免导致。

表7 公司供水业务情况

业务指标	2020年	2019年
水厂数（座）	6	6
日供水能力（万立方米）	6	6
供水管网总长度（公里）	451	411
全年供水量（万立方米）	1,099.06	1,029.06
全年售水量（万立方米）	978.03	957.03

供水能力利用率	45.32%	47.64%
耗损率	5.00%	7.00%
自来水用户数（户）	60,000	59,000

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，中证鹏元整理

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。

公司贸易业务规模较大且持续增长，但毛利率低，其中油卡销售业务存在一定政策风险

公司贸易业务包括油卡销售、水泥及钢材业务以及供应链贸易业务等。

公司产品销售收入主要由子公司绵阳九洲北斗新时空能源有限公司（以下简称“九洲北斗”）开展油卡销售业务实现。九洲北斗系2019年新购买的子公司，业务系销售北斗加油卡（储值型加油卡）。根据九洲北斗与四川中油九洲北斗科技能源有限公司（以下简称“四川中油”，最大股东为中国石油天然气股份有限公司）签订的《业务合作协议》，四川中油授权九洲北斗在德阳、绵阳、广元、遂宁、内江、自贡、宜宾、泸州八个区域内代表四川中油开展客户开发和维护工作，九洲北斗新客户开发全部采取代理方式，若不能积极履行客户开发和维护义务，四川中油有权将其履职不力的区域进行收回。九洲北斗与四川中油的结算付款方式为T+1天，结算不跨月、不跨年，当月或当年应付清预充值款。

九洲北斗客户主要为大型物流行业等对油品需求量大的单位。九洲北斗与客户按月结算，由客户先向九洲北斗支付加油款项，九洲北斗再给四川中油支付加油款，九洲北斗作为中间商向客户提供油商服务。客户不仅可以获取加油返利，还可以获取16%增值税专用发票用于抵扣进项，降低成本费用。

2020年油卡销售业务毛利率仅为0.71%，销售金额前五名客户合计占产品销售收入比重为23.19%，客户较为分散。需要注意的是，若中国石油总部的加油卡相关政策发生变动，则四川中油有权对九洲北斗代理协议相关内容进行重新修订并重新签订协议。整体来看，油卡销售业务毛利率较低，且有一定的政策风险。

表8 公司油卡产品销售金额前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	产品类型	销售金额（不含税）	销售金额占产品销售收入比重
2020年	拉货宝网络科技有限责任公司福建分公司	油卡	6,405.90	6.44%
	中闽运通（福建）供应链管理有限公司	油卡	6,369.68	6.41%
	中融致远能源（大连）有限公司	油卡	5,280.79	5.31%
	上海涌舟能源科技有限公司	油卡	2,661.84	2.68%
	安徽运通达物流科技有限公司	油卡	2,347.69	2.36%
	合计	-	23,065.89	23.19%

资料来源：公司提供

公司水泥及钢材销售业务由子公司绵阳市龙安商贸有限公司（以下简称“龙安商贸”）负责运营，

为外购外销贸易，产品主要包括水泥、钢材、沥青、铬矿和设备等，龙安商贸先通过与下游客户签订采购合同，再向上游合作的水泥及钢材厂商订购，与下游客户结算一般为先款后货。贸易业务规模波动较大。2020年公司实现销售水泥及钢材及供应链贸易业务收入共计5.97亿元，同比增加409.88%。

表9 公司贸易业务收入产品分类情况（单位：万元）

产品名称	2020年		2019年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥	6,391.37	1.69%	803.61	5.80%
三级螺纹钢	905.08	-1.05%	527.49	5.80%
其他	52,355.61	0.16%	89.58	5.79%
合计	59,652.06	0.31%	1,420.68	5.80%

资料来源：公司提供

公司商品房销售业务储备项目少，业务持续性较差；安装及材料、房租租赁等业务为公司收入提供了补充

公司商品房销售业务由子公司绵阳海珂实业有限公司（2017年收购，以下简称“海珂实业”）负责，建设的项目为“海珂花郡”和“南梁府”，两个项目分别位于安州区花菱老城区中心白茅寺路和安州区花菱镇大南街南段，建设和销售的产品主要是住宅和商铺，其中“海珂花郡”分为二期，一期于2014年取得预售许可证，二期于2020年取得预售许可证。截至2020年末，“海珂花郡”项目已销售完毕；“南梁府”分为A、B区，A区为拆迁房，无需取得预售许可证，已将房屋分配给拆迁户；B区暂未取得预售许可证。

截至2020年末，公司与房地产相关的储备用地有3宗，“南梁府”项目正在建设过程中。2020年确认商品房销售收入4.14亿元，来自海珂花郡二期（花熙府）。

表10 截至2020年末公司商品房销售情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	地区	总可售面积	剩余可售面积	当年销售金额	确认收入
海珂·花郡二期（花熙府）	安州区	2.64	0.00	11,331.9	41,418.34
合计	-	2.64	0.00	11,331.9	41,418.34

资料来源：公司提供

公司安装及材料、房屋租赁业务毛利率较高，安装及材料主要与供水业务相关，房屋租赁收入主要涉及工业园区的厂房租赁收入、建材市场租赁收入以及商铺租赁收入。安装及材料、房屋租赁等业务为公司的收入提供了良好的补充。

公司继续获得地方政府的支持

资产注入方面，2020年安州区国有资产监督管理办公室出具文件将价值956.23万元的安州区农业局农业广播电视学校安州区分校等2处资产，和价值47.51万元的河清镇、千佛镇四处污水处理厂划拨给公司。安州区财政局向公司拨付投资款6,300万元计入资本公积。同时白鹤林小区等4处资产被转出，相应

调减9,698.84万元的资本公积。

财政补贴方面，2020年公司获得绵阳市安州区财政局拨付的2,175.92万元政府补贴。

六、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2018-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围范围变化情况详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但整体资产流动性较弱

2020年末公司流动资产占总资产比重减少，主要系存货中12.22亿的土地由政府回购，同时公司新购入土地导致投资性房地产增加所致。期末公司受限资产为29.21亿元，其中投资性房地产的抵押担保占有受限资产比为76.62%。

2020年末公司货币资金小幅增长，受限资金达4.47亿元，系质押担保和票据保证金。

2020年末应收账款中，前5名欠款方主要为安州区的政府单位以及国有企业，占应收账款比为75.29%，主要为土地款和工程管理费。其他应收款主要为往来款项，较上年小幅增长。应收账款和其他应收款，回款时间不确定，对公司形成较多资金占用。

公司存货主要为待开发土地、工程施工、开发产品和消耗性生物资产等。2020年末公司存货减少较多，主要系15.85亿元的土地被政府回购或转入投资性房地产科目所致；存货中待开发土地3.75亿元，主要为合计6宗，5块为商业用地，1块为公共设施用地，消耗性生物资产2.02亿元，系政府无偿划入的林木资产。

2020年末投资性房地产同比增长197.08%，主要系公司新购入面积31.86万平方米，价值12.55亿元的城镇住宅、零售商业用地以及将价值5.04亿元的土地转为投资性房地产所致，除了1宗土地未取得权证以外，其他均已取得权证。投资性房地产中，未办妥权证的为1.51亿元，受限资产占比较大，达76.62%。

公司长期股权投资5.63亿元，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股权和4.53%四川安州农村商业银行股份有限公司股权等。无形资产主要系土地使用权，其中2.27亿元无形资产用于抵押担保。

总体来看，公司资产规模持续增长，但资产主要为其他应收款、存货、投资性房地产等，且部分资产因借款抵押而受限，公司资产流动性较弱。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

指标名称	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	102,293.85	8.80%	67,202.14	6.56%
应收账款	87,920.39	7.56%	88,468.65	8.64%
其他应收款	295,549.03	25.42%	241,339.96	23.58%
存货	162,444.96	13.97%	289,171.76	28.25%
流动资产合计	689,506.34	59.31%	729,259.69	71.24%
长期股权投资	56,312.02	4.84%	55,357.69	5.41%
投资性房地产	280,035.07	24.09%	94,261.03	9.21%
无形资产	56,481.33	4.86%	64,191.78	6.27%
非流动资产合计	473,100.85	40.69%	294,418.87	28.76%
资产总计	1,162,607.19	100.00%	1,023,678.56	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020 年公司收入大幅增长，利润主要由当期新增的土地回购收入贡献，工程施工业务收入较少

公司收入大幅增长，主要系 2020 年实现了 12.22 亿元土地回购业务收入，但该业务可持续性不稳定；工程管理业务未来是否可持续存在不确定性；公司的代建业务在营业收入中列为工程施工项目，该业务收入规模较少，未结算项目金额为 3.68 亿元，该业务收入有一定的可持续性。2020 年公司收入占比前三为土地回购业务、产品销售业务和销售水泥收入。

公司土地回购收入的大幅增加，以及较高的毛利率，贡献了公司主要的利润。2020 年其他收益主要系政府补助，较上年下降较多，未来是否下降需持续关注。

公司主营业务回款情况较好，收现比较上年有所降低，但仍表现较好。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年
营业收入	335,008.19	97,477.39
收现比	0.97	1.20
营业利润	8,438.91	7,410.97
其他收益	2,167.09	6,465.45
利润总额	8,409.81	6,096.01
销售毛利率	6.60%	9.93%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司负债率较高，总负债规模进一步增长，整体债务压力较大

2020年末，公司所有者权益变化较小，资产规模的持续增长主要依靠负债增长推动；产权比率持续快速增长，所有者权益对负债的覆盖能力继续减弱。

图1 公司资本结构

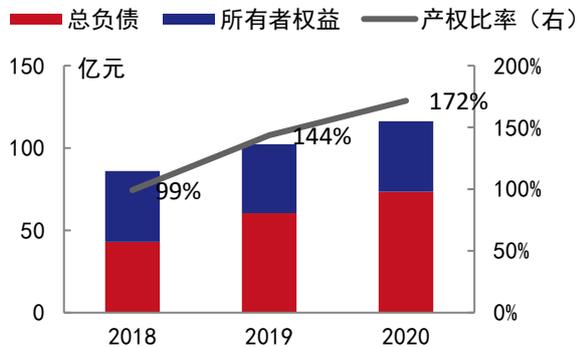
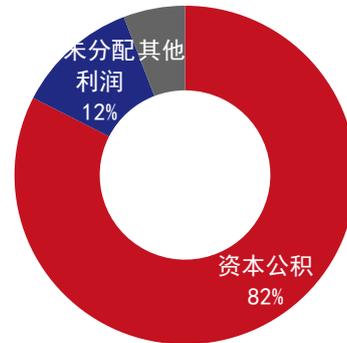


图2 2020年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司短期借款大幅增加，借款类型为抵押借款、质押借款和保证借款。预收款项主要为子公司的安置房款项以及工程收入；其他应付款同比有所减少，主要为往来款项减少。一年内到期的非流动负债增加，主要系应付债券和长期应付款即将到期所致。

长期借款增长 40.08%，主要为抵押借款、质押借款和信用借款增加所致。

应付债券小幅降低，包含的债券有 18 绵安专债 01、18 绵安专债 02 和 19 绵安专债 01。

长期应付款增长105.11%，主要为白河供水项目、绵安快速通道工程款、防汛救灾专项款、安县城污水处理厂改建工程等专项应付款增加所致。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

指标名称	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	100,764.00	13.72%	68,523.00	11.35%
预收款项	29,364.81	4.00%	35,668.77	5.91%
其他应付款	203,722.97	27.74%	234,224.21	38.80%
一年内到期的非流动负债	35,479.39	4.83%	14,482.80	2.40%
流动负债合计	422,709.87	57.55%	364,902.42	60.45%
长期借款	135,670.60	18.47%	93,951.72	15.56%
应付债券	81,632.60	11.11%	97,121.43	16.09%
长期应付款	77,967.07	10.61%	38,012.25	6.30%
非流动负债合计	311,823.61	42.45%	238,762.73	39.55%
负债合计	734,533.48	100.00%	603,665.16	100.00%
总债务	395,366.13	53.83%	279,336.25	46.27%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

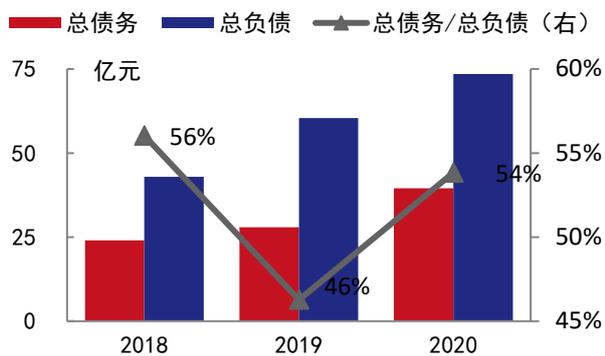
截至2020年末，公司的总债务同比增长41.57%，占负债总额的53.83%；其中2021年需偿付债务本金17.27亿元，短期债务偿还规模较大。

表14 未来公司债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年及以后
本金	172,743.39	21,836.29	33,259.17	167,527.28

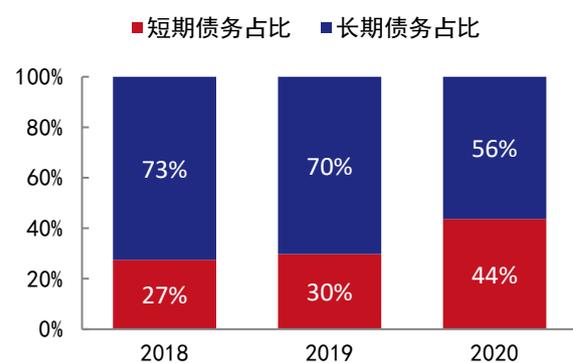
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

图3 2020年末公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2020年末公司资产负债率同比上升4.21个百分点，处于偏高水平；公司现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数均有小幅降低，整体上公司偿债压力较大。

2020年末，公司未使用的银行授信额度为3亿元，未受限的投资性房地产5.62亿元，同时预计政府对公司有稳定的支持，公司有一定的再融资能力，整体来看，公司财务弹性尚可。

表15 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	63.18%	58.97%
现金短期债务比	0.66	0.75
EBITDA 利息保障倍数	2.18	2.28

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月17日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

2020年公司对外担保为3.07亿元，担保对象主要为事业单位和国有企业，对国有企业的担保未设置反担保，存在一定的或有负债风险。

表16 截至2020年末公司对外担保情况（单位：万元）

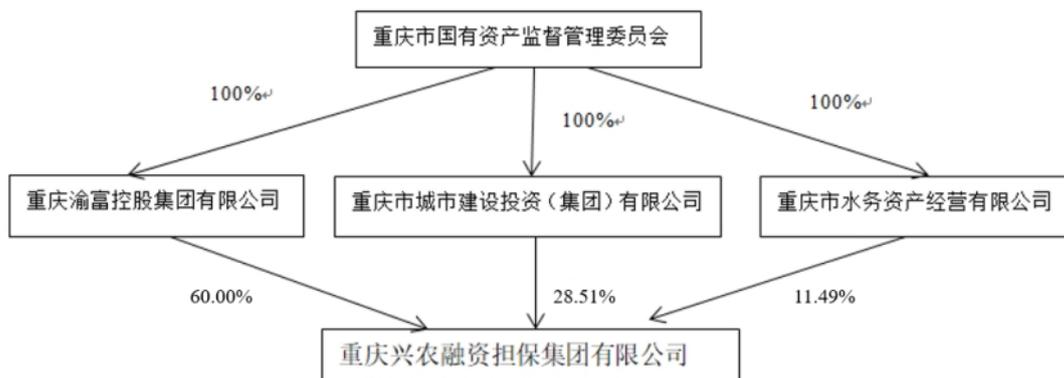
被担保方	担保金额	担保到期日	是否设置反担保
四川省绵阳市安州中学	4,000.00	2021/12/24	是
绵阳市安州区中医院	3,000.00	2022/2/25	是
四川省银河化学股份有限公司	5,450.00	2025/12/24	否
四川省银河化学股份有限公司	18,241.12	2025/12/24	否
合计	30,691.12	-	-

资料来源：公司提供

八、本期债券偿还保障分析

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“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。历经数次增资及股权变更，截至2020年末，兴农担保注册资本和实收资本均为58.00亿元，控股股东和实际控制人分别为重庆渝富控股集团有限公司和重庆市国有资产监督管理委员会。截至2020年末，兴农担保股权关系如下图所示。

图5 截至2020年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保2020年审计报告，中证鹏元整理

兴农担保主要经营直接融资担保业务、间接融资担保业务和非融资担保业务。2018-2020年，兴农担保分别实现营业总收入7.43亿元、10.46亿元和11.68亿元，其中担保业务收入分别占当期营业总收入的70.01%、76.16%和76.14%，担保业务规模持续增长。

表17 兴农担保营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
----	-------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	88,905.42	76.14%	79,640.26	76.16%	52,010.41	70.01%
利息收入	23,275.71	19.93%	17,552.01	16.78%	15,875.17	21.37%
其他收入	4,578.81	3.92%	7,382.58	7.06%	6,400.85	8.62%
合计	116,759.94	100.00%	104,574.85	100.00%	74,286.43	100.00%

资料来源：兴农担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，兴农担保资产总额为207.43亿元，所有者权益为102.05亿元；2020年度，兴农担保实现营业总收入11.68亿元，利润总额3.66亿元。

表18 近年兴农担保主要财务数据（万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	2,074,282.27	2,114,170.57	2,296,342.94
所有者权益合计	1,020,458.55	978,414.02	984,177.85
营业总收入	116,759.94	104,574.85	74,286.43
担保费收入	88,905.42	79,640.26	52,010.41
利润总额	36,606.55	30,557.29	22,054.00
净资产收益率	3.11%	2.62%	2.23%
融资担保责任余额（亿元）	-	539.28	542.40
准备金覆盖率	-	3.28%	3.20%
融资担保放大倍数	-	9.68	4.89
当期担保代偿率	-	8.20%	7.77%

资料来源：兴农担保 2018-2020 年审计报告，兴农担保提供，中证鹏元整理

综合来看，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定兴农担保主体长期信用等级为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。

九、结论

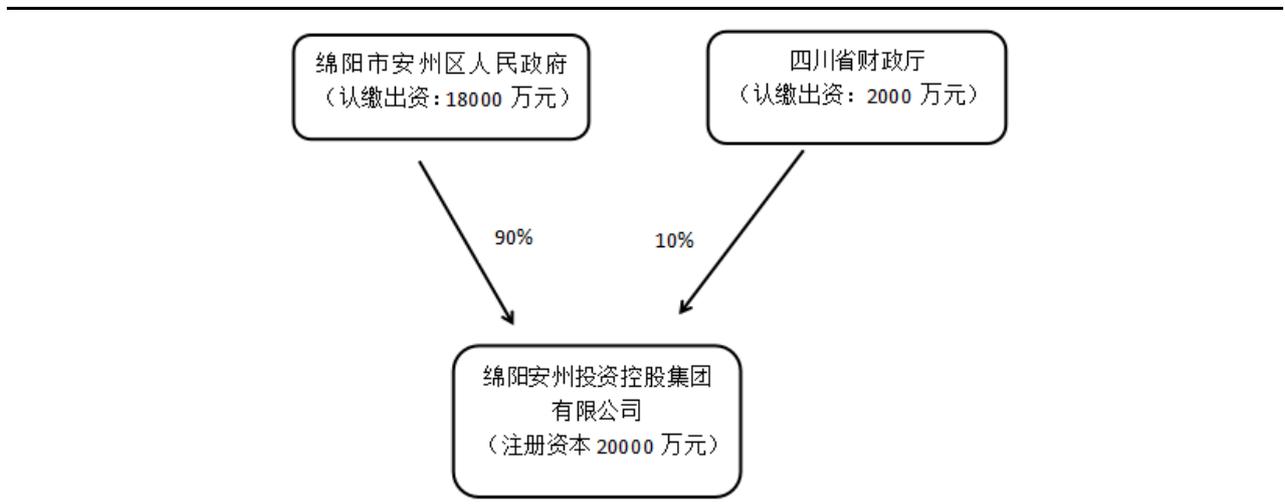
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（万元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	102,293.85	67,202.14	48,661.87
其他应收款	295,549.03	241,339.96	160,052.19
存货	162,444.96	289,171.76	250,985.05
流动资产合计	689,506.34	729,259.69	543,975.70
投资性房地产	280,035.07	94,261.03	73,458.00
非流动资产合计	473,100.85	294,418.87	317,134.14
资产总计	1,162,607.19	1,023,678.56	861,109.84
短期借款	100,764.00	68,523.00	46,900.00
其他应付款	203,722.97	234,224.21	146,612.48
一年内到期的非流动负债	35,479.39	14,482.80	19,006.20
流动负债合计	422,709.87	364,902.42	225,466.07
长期借款	135,670.60	93,951.72	91,694.72
应付债券	81,632.60	97,121.43	77,943.10
长期应付款	77,967.07	38,012.25	26,373.47
非流动负债合计	311,823.61	238,762.73	203,392.52
负债合计	734,533.48	603,665.16	428,858.59
总债务	395,366.13	279,336.25	240,300.02
所有者权益	428,073.72	420,013.40	432,251.25
营业收入	335,008.19	97,477.39	26,500.61
营业利润	8,438.91	7,410.97	-710.31
其他收益	2,167.09	6,465.45	1.67
利润总额	8,409.81	6,096.01	5,826.58
经营活动产生的现金流量净额	77,145.56	23,065.05	-32,831.80
投资活动产生的现金流量净额	-139,950.40	-14,577.64	-51,347.22
筹资活动产生的现金流量净额	57,996.55	14,602.86	61,770.70
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	6.60%	9.93%	26.71%
收现比	0.97	1.20	0.79
资产负债率	63.18%	58.97%	49.80%
现金短期债务比	0.66	0.75	0.59
EBITDA（亿元）	2.19	1.58	1.50
EBITDA 利息保障倍数	2.18	2.28	2.23

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

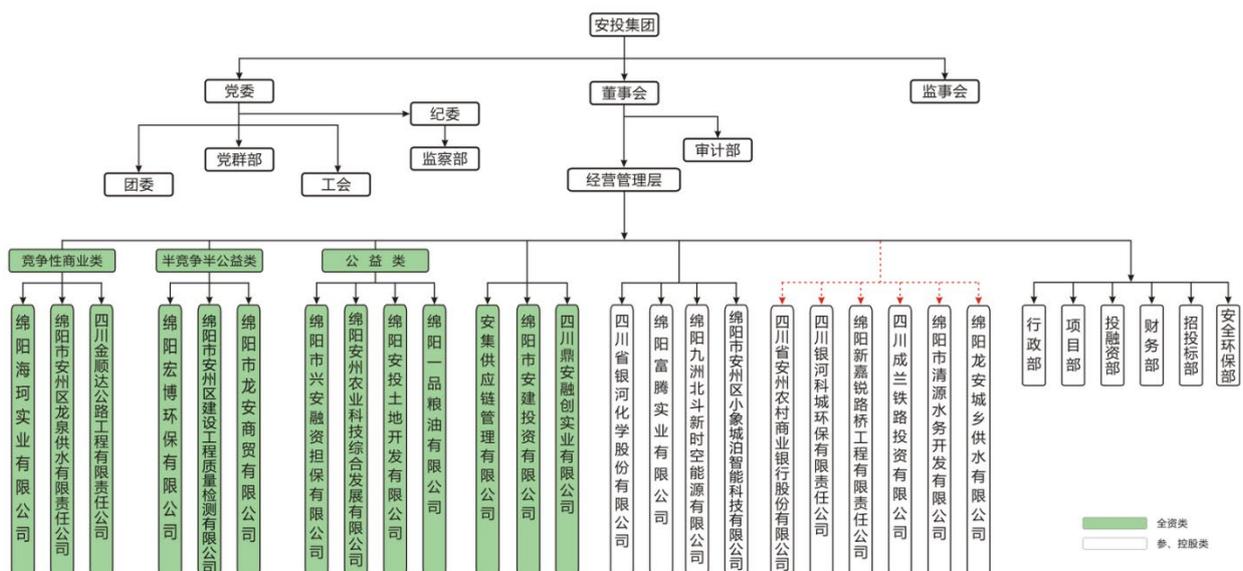
附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）

绵阳安州投资控股集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
绵阳市安州区龙泉供水有限责任公司	11,500	100%	自来水生产、供应
绵阳龙安城乡供水有限公司	4,900	100%	自来水生产、供应
绵阳宏博环保有限公司	2,000	100%	环保工程施工、材料销售
四川金顺达公路工程有限责任公司	3,000	100%	公路工程施工总承包
四川云捷园林有限责任公司	1,000	100%	建筑装饰、装修
绵阳安州农业科技综合发展有限公司	2,000	100%	农产品种植和销售
绵阳市龙安商贸有限公司	5,000	100%	商贸
绵阳市宏兴建筑设备租赁有限公司	5,000	100%	建筑设备租赁
绵阳市安州区建设工程质量检测有限责任公司	800	100%	建筑材料测试检验
绵阳安投土地开发有限公司	2,000	100%	土地整理及开发
绵阳富腾实业有限公司	23,110	100%	工业园基础设施建设
绵阳市安州区腾达实业有限公司	3,000	100%	工业用房、商业房屋出租
绵阳海珂实业有限公司	6,000	100%	房地产开发、销售
绵阳启策企业管理有限责任公司	50	100%	企业管理、活动策划
绵阳市呀之初托育服务有限公司	20	100%	幼儿托育服务
绵阳一品粮油有限公司	1,100	100%	酒店管理、农副产品购销
绵阳九洲北斗新时空能源有限公司	1,000	40%	油卡销售
四川九鑫新时空能源科技有限公司	1,000	40%	油卡销售

资料来源：公司 2020 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
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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。