

信用等级公告

联合〔2019〕1400号

联合资信评估有限公司通过对郴州市新天投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持郴州市新天投资有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“13 新天治理债/PR 新天治”“15 郴州新天债/PR 郴新债”的信用等级为 AA⁺，并维持“16 新天专项债/PR 郴新天”“17 郴州新天债/17 郴新天”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十七日



郴州市新天投资有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 新天治理债 /PR 新天治	6.00 亿元	2020/07/17	AA ⁺	AA ⁺
15 郴州新天债 /PR 郴新债	6.30 亿元	2022/04/24	AA ⁺	AA ⁺
16 新天专项债 /PR 郴新天	7.20 亿元	2026/03/08	AA	AA
17 郴州新天债 /17 郴新天	14.20 亿元	2024/07/26	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 17 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	29.26	33.54	15.55
资产总额(亿元)	236.85	251.16	247.15
所有者权益(亿元)	147.53	152.60	154.06
短期债务(亿元)	2.00	2.83	8.29
长期债务(亿元)	72.47	85.05	73.64
全部债务(亿元)	74.46	87.88	81.93
营业收入(亿元)	13.48	15.82	10.90
利润总额(亿元)	2.56	1.92	1.54
EBITDA(亿元)	4.08	4.45	3.36
经营性净现金流(亿元)	-5.55	-1.26	0.18
应收类款项/资产总额(%)	18.11	20.00	25.53
营业利润率(%)	16.70	16.67	16.68
净资产收益率(%)	1.74	1.26	1.00
资产负债率(%)	37.71	39.24	37.67
全部债务资本化比率(%)	33.54	36.54	34.72
流动比率(%)	2226.02	2443.78	1481.99
经营性现金流负债比(%)	-55.19	-13.15	1.18
全部债务/EBITDA(倍)	18.24	19.74	24.40

分析师：兰迪 张宁

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

郴州市新天投资有限公司（以下简称“公司”）是郴州市城东新区重要的基础设施建设和土地开发主体以及郴州市重要的湘江环境综合治理主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了跟踪期内，公司所有者权益规模持续增长，且在财政补贴方面继续得到外部支持。联合资信同时关注到，跟踪期内，公司收入规模有所下降、现金回流情况较差及盈利能力仍偏弱等因素对公司经营带来的不利影响。

随着郴州市经济的稳定发展以及公司在建项目的逐步完工和政府对公司的稳定支持，联合资信对公司的评级展望为稳定。

联合资信所评公司存续债券均设置了分期偿还条款，有效降低了公司集中偿付压力。公司以土地使用权为“13 新天治理债/PR 新天治”和“15 郴州新天债/PR 郴新债”提供了抵押担保。跟踪期内，抵押土地评估价值分别为 26.13 亿元和 44.77 亿元，抵押比分别为 3.76 倍和 6.44 倍，具有较强的增信作用。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“13 新天治理债/PR 新天治”和“15 郴州新天债/PR 郴新债”的信用等级为 AA⁺，并维持“16 新天专项债/PR 郴新天”和“17 郴州新天债/17 郴新天”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为郴州市城东新区重要的基础设施建设和土地开发主体及湘江环境综合治理主体，跟踪期内获得政府在财政补贴方面的大力支持。
2. 公司目前债务结构合理，债务负担较轻。

关注

1. 跟踪期内，政府补贴对公司利润贡献大，

- 公司整体盈利能力仍偏弱。
2. 目前公司存续债券募投项目工程进度较慢，未来项目收入实现与存续债券还本付息发生错配。且考虑到公司未来待偿债券本金峰值较高，公司面临一定集中偿债压力。
 3. 跟踪期内，公司收入规模有所下降，且回款情况较差。

声 明

一、本报告引用的资料主要由郴州市新天投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

郴州市新天投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于郴州市新天投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及出资情况未发生变化。截至2018年底，公司注册资本及实收资本均为3.20亿元。公司控股股东仍为郴州市苏仙区城镇建设投资管理中心（以下简称“苏仙区建投管理中心”），持股比例93.75%，为公司实际控制人；国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持股比例6.25%。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2018年底，公司内设办公室、工程管理中心、财务管理中心等7个职能部门；拥有7家全资子公司。

截至2018年底，公司（合并）资产总额247.15亿元，所有者权益合计154.06亿元；2018年，公司实现营业收入10.90亿元，利润总额1.54亿元。

公司住所：郴州市苏仙区苏仙岭街道苏仙区创新创业大楼15-16楼；法定代表人：杨小军。

三、债券概况与募集资金使用情况

跟踪期内，公司均已按期支付存续债券（联合资信所评）本金及利息。

截至2018年底，公司存续期债券“13新天治理债/PR新天治”募集资金15.00亿元，已全部使用完毕，募投项目12个重金属污染治理工程（总投资额26.20亿元）已全部完工。

“15郴州新天债/PR郴新债”募集资金10.50亿元，拟全部用于9个重金属污染治理项目，募投项目总投资额为32.86亿元，已使用募集资金

8.99亿元。

“16新天专项债/PR郴新天”募集资金8.00亿元，其中6.80亿元拟用于募投项目郴州新天健康养老产业项目、1.20亿元用于补充流动资金。募投项目总投资额为22.26亿元，截至2018年底，共计使用募集资金5.38亿元。其中4.18亿元用于募投项目，1.20亿元用于补充流动资金。

“17郴州新天债/17郴新天”募集资金14.20亿元，其中9.20亿元拟用于湖南郴州苏仙工业集中区标准化厂房及配套设施建设项目，5.00亿元用于补充营运资金。募投项目总投资额17.39亿元，截至2018年底，募集资金已使用12.29亿元，其中7.29亿元用于募投项目，5.00亿元用于补充营运资金。上述募投项目进展情况详见经营分析部分。

表1 联合资信所评公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
13 新天治理债/PR新天治	15.00	6.00	2013/07/17	7年
15 郴州新天债/PR郴新债	10.50	6.30	2015/04/24	7年
16 新天专项债/PR郴新天	8.00	7.20	2016/03/08	10年
17 郴州新天债/17郴新天	14.20	14.20	2017/07/26	7年
合计	47.70	33.70	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改

善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政

府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。

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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重组或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10号	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供任何形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济情况

公司是郴州市城东新区（苏仙区东区）重要的基础设施建设和土地开发主体以及苏仙区重要的湘江环境综合治理主体。郴州市及苏仙区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，郴州市经济持续发展，产业结构持续优化，固定资产投资保持较快增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《郴州市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年，郴州市地区生产总值2391.9亿元，按可比价计算（下同），比上年增长8.3%。其中，第一产业增加值202.3亿元，增长3.4%；第二产业增加值1076.9亿元，增长7.3%；第三产业增加值1112.7亿元，增长10.7%。按常住人口计算，人均地区生产总值50482元，增长7.9%。2018年，全市三次产业结构为8.5:45:46.5，第三产业占全市地区生产总值的比重比上年提高1.9个百分点。第一、二、三产业对经济增长的贡献率分别为3.7%、46.1%和50.2%。

2018年，全市全部工业增加值比上年增长7.2%，其中规模以上工业增加值增长7.3%。2018年，全市固定资产投资比上年增长10.9%。按行业分，第一产业投资增长35.3%；第二产业投资增长36.5%，其中工业投资增长41.9%；第三产业投资下降3.2%。

跟踪期内，郴州市苏仙区经济持续增长，产业结构不断优化，有利于公司业务开展。

2018年，郴州市苏仙区实现地区生产总值（GDP）320.6亿元，按照可比价计算（下同），比上年增长8.5%。其中，第一产业14.0亿元，增长3.7%；第二产业183.6亿元，增长7.1%；第三产业123.0亿元，增长11.7%。按常住人口计算，全区人均地区生产总值达7.38万元，增长5.8%。全区三次产业的比重调整为4.4:57.3:38.3，其中第三产业比重比上年提高2.0个百分点，产业结构进一步优化。

工业经济稳定发展。2018年底，全区规模以上工业企业达150家，全年全部规模工业增加值比上年增长7.0%。其中，苏仙工业集中区增长6.3%，高新技术产业园增长7.8%。2018年，全区建筑业增加值19.8亿元，比上年增长8.2%；具有资质等级的总承包和专业承包建筑企业房屋建筑施工面积268.7万平方米，增长27.4%；房屋建筑竣工面积70.2万平方米，增长11.9%。

2018年，全区固定资产投资比上年增长10.9%。按产业分，第一产业投资增长164.8%；第二产业投资增长72.9%，其中：采矿业投资下降30.6%，制造业投资增长71.9%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长328.7%；第三产业投资下降16.0%，其中：交通运输、仓储和邮政业投资增长31.1%，批发和零售业投资增长13.5%，住宿和餐饮业投资增长139.6%，居民服务、修理和其他服务业投资增长257.5%，房地产开发投资下降42.2%，教育投资下降3.2%，文化、体育和娱乐业投资下降19.8%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年底，公司注册资本及实收资本均为3.20亿元，苏仙区建投管理中心仍为公司控股股东及实际控制人。

2. 外部支持

2018年，郴州市财政收入有所增长，但财政自给率较低。苏仙区财政收入规模小；跟踪期内，当地政府继续给予公司资金支持。

2018年，郴州市实现一般公共预算收入217.8亿元，比上年增长7.1%。其中地方财政收入133.6亿元，增长2.4%。地方财政收入中，税收收入90.6亿元，增长14.7%；非税收入43.0亿元，下降16.5%。全市一般公共预算支出417.3亿元，增长4.9%。财政自给率较低，且非税收入占比较大，财政收入稳定性较差。

2018年，湖南省下达郴州市转移支付229.8亿元，增长6.9%，其中返还性收入11.4亿元、一般性转移支付收入135亿元、专项转移支付收入83.4亿元。省级政府对郴州市财政支持力度较大。

2018年，郴州市实现政府性基金收入78.1亿元，增长93.7%，规模较小。

2018年，苏仙区实现公共财政收入8.8亿元，比上年增长1.7%。其中：地方财政收入6.0亿元，下降0.4%；上划中央“两税”1.6亿元，增长5.0%；上划中央所得税0.7亿元，增长8.0%。全区公共财政支出25.02亿元，增长13.5%，其中民生支出19.26亿元，增长18.1%。苏仙区财政收入规模小，财政自给率低。

2018年，公司及子公司共收到政府补助资金合计1.57亿元。同时，公司收到政府支付的债务置换款0.85亿元，已全部用于偿还债务。截至2018年底，公司未有尚未置换的纳入政府债务部分的债务。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司整体债务履约情况尚可。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10431003000490803），截至2019年5月8日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，存在2笔欠息记录（分别为2011年和2014年形成），其中1笔为银行系统错误导致，另1笔为公司出纳账户信息输入错误导致延时付息。2笔欠息记录均非公司恶意欠息，且均及时予以更正。

截至2019年5月底，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员发生变化，目前董事长、法定代表人由原总经理杨小军担任，总理由原副总经理周锋担任。同时，公司董事、监事人员均有所变动。公司高管变动为正常变动，未对公司经营产生重大影响。

杨小军先生，汉族，1977年9月生，苏仙区良田镇人，文化程度大学，中国共产党党员。1998年12月至2000年3月任苏仙区栖凤渡镇财政所会计、农税专管员；2000年4月至2003年3月任苏仙区太平乡财政所所长；2003年4月至2009年2月任苏仙区五里牌镇财政所所长；2009年11月至2016年12月任苏仙区金融与债务管理办公室主任；2009年3月至2016年2月任公司财务部长、财务总监；2016年12月至2018年10月任公司总经理；2018年11月至今任公司董事长。

周锋先生，汉族，1971年2月生，苏仙区

宜章县人。1993年6月毕业于湘潭大学化工系环境工程专业，同年分配在宜章县建设局城乡规划管理处、县规划局工作，历任处主任、局办公室主任、用地规划股股长、工程规划股股长。2007年11月，选任为苏仙区科技工业园管委会副主任；2009年2月至2018年10月，任公司副总经理；2018年11月至今任公司总经理。

跟踪期内，公司法人治理结构发生变动。目前，公司设董事会，成员为5人，董事由股东会委派。董事会设董事长1人，由股东会从董事会成员中指定产生，法定代表人由董事长担任。董事任期三年，任期届满，可连派连任。公司设总经理1名，由董事会决定聘任或者解聘。

公司设监事会，监事会成员3人，由股东会委派2人，另一人由职工代表大会选举产生。监事会设主席1人，由股东会指定产生。上述变动未对公司经营产生重大影响。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司继续负责城东新区基础设施建设业务，主营业务收入有所下降，收入构成未发生变化。

2018年，公司实现主营业务收入10.90亿元，同比下降31.09%。收入中绝大部分是工程建设收入，2018年为10.89亿元。毛利率方面，根据苏仙区人民政府出具的文件，公司项目收益比例为20%，工程建设业务毛利率保持稳定。

表3 2017~2018年公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设收入	158137.30	99.99	16.67	108930.23	99.96	16.67
绿化苗木销售收入	9.71	0.01	-9.47	44.93	0.04	28.48
合计	158147.01	100.00	16.67	108975.16	100.00	16.67

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设

跟踪期内，公司基础设施代建收入有所下降，业务模式与盈利水平未发生变化；存续债募投项目工程进展较慢，未来项目收入实现将与债券还本付息计划发生错配，公司偿债压力较大。

公司承担城东新区基础设施建设以及苏仙区范围内湘江环境综合治理工作。公司建设工程根据工期分为两类，其中工期较短在 1~2 年的项目投入计入“存货-开发成本”，这类工程每年财政评审中心对其投资额进行核算，确定当期投资完成额，并按照核算额度和项目收益比例确认公司工程建设收入（项目收益比例仍为 20%），同时结转成本；对于工期较长的项目（大部分为环境综合治理项目），公司将投入计入“在建工程”，政府于项目竣工后进行验收结算，公司根据结算额度和项目收益比例确认工程建设收入，同时结转成本。公司工程建设收入中包含了对项目融资成本的补偿。

2018 年，公司工程建设实现收入 10.89 亿元，同比下降 31.12%，收入下降主要系当年项目投入规模下降，且“在建工程”中项目完工较少未确认收入所致。当年，公司收到政府回款 4.59 亿元，收入实现情况较差。

截至 2018 年底，公司“存货”内在建项目总投资额合计 48.18 亿元，已投资 28.07 亿元，尚未结转的账面价值 1.61 亿元（体现在“存货-工程施工”）。

截至 2018 年底，公司“在建工程”内在建基础设施项目累计已投资额为 16.43 亿元。除去 4 个目前无法明确总投资额的项目，公司在建项目总投资额为 68.33 亿元，未来尚需投资规模较大。截至 2018 年底，公司拟建基础设施项目共 5 个，总投资额较小，金额合计为 1.30 亿元。

公司“15 郴州新天债/PR 郴新债”募投项目 9 个重金属污染治理项目，计划总投资 32.86

亿元，截至 2018 年底已投资 11.23 亿元，工程进展较慢。

公司“16 新天专项债/PR 郴新天”募投项目郴州新天健康养老产业项目总投资 22.26 亿元，截至 2018 年底已投入 5.38 亿元（“在建工程”中体现 1.89 亿元，剩余已付施工方尚未结算款项体现在“其他应收款”）。该项目原计划于 2019 年 12 月完工，目前工程进展较慢，主要系工程前期手续不完善延误工期所致。

公司“17 郴州新天债/17 郴新天”募投项目湖南郴州苏仙工业集中区标准化厂房及配套设施建设项目，计划总投资 17.39 亿元，截至 2018 年底公司已投入 12.29 亿元（“在建工程”中体现 243.47 万元，剩余已付施工方尚未结算款项体现在“其他应收款”）。该项目原计划于 2018 年 5 月完工，目前工程进展较慢，主要系工程前期手续不完善延误工期所致。

目前存续债券募投项目工程进展较慢，项目未来收入实现延后，与存续债券还本付息可能发生错配，公司偿债资金来源主要为日常营业收入，偿债压力较大。

表 4 截至 2018 年底公司在建项目情况

(单位: 万元)

项目名称	总投资	已投资额
观山洞土地开发整理	49030.00	31334.51
玛瑙山环境治理工程	26292.62	7624.64
西河废石流治理工程	2553.00	1813.21
西河流域观山洞至珠桥 4 公里段污染治理工程	6670.82	3252.34
山河水库周边地区遗留采矿废渣处置工程	4119.79	2377.44
郴江流域官坪区域重金属污染治理	16212.71	4029.11
东河流域五盖山境内治理工程	32842.93	5306.46
西河治理项目	--	19313.84
东河下游飞天山治理工程	32461.64	24498.50
苏仙区重金属污染区域安全饮水工程	18102.84	13636.03
龙潭湖两型社会示范村工程	1189.95	1189.95
西河流域重金属污染综合治理一期工程	--	3538.16
苏仙区栖河流域重金属污染综合治理工程	36987.03	17256.47
西河流域重金属污染治理一期工程	--	1673.09
观山洞村重金属污染土壤修复示范工程	--	1234.77

新天健康养老产业项目	222585.00	18914.99
地采矿山采空区隐患治理及无主尾矿库治理	4600.00	3200.4
郴州苏仙工业集中区标准化厂房及配套设施建设项目	173872.11	243.47
西河（大壁口-红卫桥段）河道底泥清理工程	25066.44	1255.49
红旗岭矿区重金属污染治理工程	20556.51	358.36
坳上镇高峰水库周边区域重金属污染治理工程	--	613.17
华麟锌业公司荣成化工公司遗留渣处理工程	769.00	588.39
无主尾矿（东岭、龙口、猫家垄）闭库工程	190.00	90
体育公园周边重金属污染土壤治理工程	998.00	505
良田镇洪水井区域冶炼清理安全处置工程	906.34	304.2
易地扶贫搬迁项目	7335.90	102.95
合计	683342.63	164254.94

注：已投资额为“在建工程”中体现的金额，公司已付施工方尚未结算的款项（15.37亿元）计入“其他应收款”

资料来源：公司提供

（2）土地开发及苗木销售业务

公司负责城东新区土地开发整理业务，跟踪期内公司整理的土地仍未达到出让条件，公司未实现土地出让收入；苗木销售业务正常开展，收入规模小且跟踪期内有所下降。

受苏仙区政府委托，公司实施土地开发整理项目，在土地开发整理完成后将交予政府，待政府取得土地相应的收益后，在扣除相关规费之后，由政府将土地出让净收益支付给公司，以补偿公司的土地开发整理成本，并保证适当的开发利润。

公司根据市政府及区政府出具的土地开发计划，自行筹措资金、办理规划、项目核准、征地拆迁及市政建设等手续，对土地进行一级开发。公司主要负责前期居民搬迁、场地拆迁、平整、通水通电等施工，生地范围内的修路工程主要由公司通过公开招标，委托其他工程公司执行。待土地由生地变成熟地之后，交付市、区国土局组织验收，对其开发成本、开发是否达标等予以评判，并由市审计局进行费用核算之后，根据之前约定的返还比例，统一决定返还额。

截至 2018 年底，公司已完成整理待出让

土地面积 970 亩，跟踪期内，公司未投入土地整理成本，目前无在整理土地。近两年公司开发整理的土地周边配套建设尚不完善，未达到土地出让条件，因此公司没有土地出让。

公司还负责小部分绿化苗木销售业务，负责该业务的子公司郴州市苏仙七彩园艺有限责任公司业务规模相对较小。2018 年，公司绿化苗木实现收入 44.93 万元，2017 年该业务毛利率为负主要系当年公司绿化工程工期长项目成本规模增加所致。

八、财务分析

公司提供了 2018 年财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。截至 2018 年底，公司合并范围内共有 7 家子公司，新增 2 家子公司，其中 1 家为公司出资设立，另 1 家为股权转让获得。新合并公司规模较小，对公司合并财务数据影响较小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模及结构较上年基本保持稳定；公司其他应收款和存货规模大，对资金形成一定占用，资产整体流动性一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 247.15 亿元，同比小幅下降 1.60%。资产结构仍以流动资产为主，且占比很高。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	33.54	13.35	15.55	6.29
应收账款	24.29	9.67	28.88	11.69
其他应收款	25.94	10.33	34.20	13.84
存货	148.51	59.13	147.56	59.70
流动资产	235.04	93.58	228.87	92.61
在建工程	14.80	5.61	16.36	6.62
非流动资产	16.12	6.42	18.27	7.39
资产总额	251.16	100.00	247.15	100.00

资料来源：联合资信根据审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产 228.87 亿元，同比小幅下降 2.62%，主要系货币资金下降所致。截至 2018 年底，公司货币资金 15.55 亿元，同比下降 53.65%，主要系当年工程回款情况较差且公司偿还债务规模较大所致。其中未有受限部分。公司应收账款 28.88 亿元，同比增长 18.89%。其中对郴州市苏仙区财政局应收 28.88 亿元，全部为应收工程款，安全性较高，公司未计提坏账。从账龄来看，1 年以内的占比 28.91%、1~2 年的占比 48.82%、2~3 年的占比 17.99%，3~4 年的占比 4.28%，综合账龄较上年有所拉长。公司其他应收款 34.20 亿元，同比增长 31.88%。其中应收郴州市苏仙区财政局 15.37 亿元，主要为往来款。公司存货 147.56 亿元，较上年基本保持稳定。其中土地资产 145.90 亿元，与上年保持一致，已有 62.18 亿元土地用于抵押，存货中土地的抵押比率 42.62%。公司土地抵押率较高，对未来出让造成一定影响。

截至 2018 年底，公司非流动资产 18.27 亿元，同比增长 13.36%。其中在建工程 16.36 亿元，同比增长 10.54%，全部为公司在建基础设施项目；公司新增无形资产 660.07 万元，全部为土地使用权，为公司购置苏仙区政府闲置用地。

2. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益规模及结构较上年基本保持稳定；公司债务结构合理，2018 年底，债务规模有所下降，整体债务负担较轻。

截至 2018 年底，公司所有者权益规模及结构较上年基本保持稳定。其中实收资本和资本公积均未发生变化，未分配利润 9.93 亿元，同比增长 16.78%。

表6 公司主要所有者权益构成情况
(单位: 亿元、%)

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	3.20	2.10	3.20	2.08
资本公积	140.29	91.93	140.29	91.06

未分配利润	8.51	5.58	9.93	6.45
所有者权益合计	152.60	100.00	154.06	100.00

资料来源：联合资信根据审计报告整理

截至 2018 年底，公司负债 93.09 亿元，同比小幅下降 5.55%。其中流动负债占比 16.59%，非流动负债占比 83.40%，负债结构仍以非流动负债为主，但占比有所下降。

表7 公司主要负债构成情况
(单位: 亿元、%)

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	4.91	4.98	7.06	7.58
一年内到期的非流动负债	2.83	2.87	8.29	8.91
流动负债	9.62	9.76	15.44	16.59
长期借款	12.93	13.12	12.35	13.27
应付债券	72.13	73.18	61.29	65.84
非流动负债	88.94	90.24	77.64	83.41
负债总额	98.56	100.00	93.09	100.00

资料来源：联合资信根据审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动负债 15.44 亿元，同比快速增长 60.57%，增长主要来自其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至 2018 年度，公司其他应付款 7.06 亿元，同比增长 43.94%。主要系 2018 年将应付利息和应付股利均计入其他应付款所致；一年内到期的非流动负债 8.29 亿元，同比增长 193.11%，其中一年内到期的应付债券 5.90 亿元，一年内到期的长期借款 2.39 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债 77.64 亿元，同比下降 12.70%，主要系应付债券下降所致。公司应付债券 61.29 亿元，同比下降 15.03%，主要系到期的部分调入一年内到期的非流动负债，2018 年，公司未有新发行债券。

截至 2018 年底，公司全部债务 81.93 亿元，同比下降 6.77%。考虑到公司长期应付款主要为湖南省扶贫公司拨付的扶贫项目资本金，属于有息债务，应调入全部债务核算。截至 2018 年底，公司调整后全部债务为 85.94 亿元，同比下降 6.27%，其中短期债务占比 9.65%，调

整后长期债务占比 90.35%，债务结构合理；公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 37.67%、33.51% 和 35.81%。跟踪期内，公司有息债务规模有所下降，目前整体债务负担较轻。根据公司提供的还本付息计划表，2019~2021 年公司将分别偿还债务本金 9.42 亿元、25.28 亿元和 22.95 亿元，2020 及 2021 年还债规模较大，公司将面临一定集中偿付压力。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所下降，期间费用对利润侵蚀较重，政府补贴对利润贡献大，公司整体盈利能力仍偏弱。

2018 年，公司实现营业收入 10.90 亿元，同比下降 31.08%。同期，公司营业成本 9.08 亿元，同比下降 31.09%，实现营业利润率 16.68%，较上年基本保持稳定，主要系公司工程建设业务毛利率保持稳定所致。

2018 年，公司期间费用下降 29.54% 至 1.77 亿元，主要系公司当期债务规模下降导致财务费用有所下降所致。当期，公司期间费用占营业收入的比重为 16.24%，同比增加 0.36 个百分点，期间费用对营业收入的侵蚀较重。

2018 年，公司获得政府补助 1.57 亿元，实现利润总额 1.54 亿元，政府补贴对公司利润总额贡献大。

从盈利指标看，2018 年公司调整后总资产收益率和净资产收益率分别为 1.36% 和 1.00%，较上年均有所下降。整体来看，公司盈利能力仍偏弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司收现质量较差；筹资活动现金流入规模大幅下降。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2018 年，公司经营活动现金流入量 12.46 亿元。其中，公司销售商品、提供劳务

收到的现金为 4.59 亿元，同比下降 59.45%。2017~2018 年，公司现金收入比分别为 71.60% 和 42.12%，2018 年公司收现质量较差。公司收到其他与经营活动有关的现金 7.87 亿元，主要由往来款及政府补助构成。公司经营活动现金流出 12.28 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 5.06 亿元，同比下降 36.95%。当期，公司经营活动现金流量净额由负转正为 0.18 亿元。

2018 年，公司投资活动未产生现金流入，支付其他与投资活动有关的现金 6.58 亿元，为公司支付给区政府的拆借款。当期，公司投资活动现金净流出 7.05 亿元。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入量为 8.03 亿元，同比大幅下降 59.91%，主要系当年公司未发行债券所致。其中，取得借款收到现金 7.86 亿元。同期，公司偿还债务支付的现金 15.97 亿元，公司筹资活动现金流量净额为 -13.26 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，相对于规模较小的短期债务，公司现金类资产充裕，短期偿债能力好；考虑到股东对公司的持续支持，公司整体偿债风险较小。

从短期偿债能力来看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1481.99% 和 526.49%，较上年底均有所下降。2018 年，公司经营现金流动负债比率为 1.18%。总体来看，公司现金类资产相对于规模较小的短期债务较为充足，公司短期偿债能力好。

从长期偿债能力来看，2018 年公司 EBITDA 为 3.36 亿元，同比下降 24.59%。受 EBITDA 下降影响，当期公司调整后全部债务/EBITDA 升至 25.60 倍，EBITDA 对调整后全部债务保障能力较弱，考虑到股东对公司的持续支持，公司整体偿债风险较小。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额度 48.06 亿元，剩余 21.76 亿元尚未使用，间

接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，公司对外担保金额 6.87 亿元，担保比率为 4.46%，被担保单位均为郴州市国有企业且目前经营情况正常，公司或有负债风险较小。

6. 母公司财务分析

母公司资产及权益规模在合并口径中占比大，收入部分来自子公司；2018 年，母公司未发行债券以及获得借款。

截至 2018 年底，母公司资产规模 193.38 亿元，同比下降 3.31%，占合并资产规模的 78.24%。其中，流动资产 171.90 亿元，非流动负债 21.47 亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款和存货构成，非流动资产主要由在建工程构成，资产构成与合并口径资产构成基本一致。

截至 2018 年底，母公司所有者权益 108.64 亿元，较上年基本保持稳定。相当于合并口径所有者权益的 70.52%。

截至 2018 年底，母公司负债 84.74 亿元，同比下降 7.41%，相当于合并口径负债的 91.03%。其中，流动负债 16.10 亿元，非流动负债 68.64 亿元，与合并口径负债构成基本一致。

2018 年，母公司实现营业收入 5.30 亿元，同比下降 15.74%，相当于合并口径营业收入的 48.62%。母公司实现利润总额 0.28 亿元，同比下降 15.15%。

2018 年，母公司实现经营活动现金流入 10.75 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 3.77 亿元。当期，母公司经营活动现金净流量-0.61 亿元；投资活动现金净流量为-3.96 亿元；母公司筹资活动当年没有取得借款收到的现金以及发行债券收到的现金，筹资活动现金净流量-14.36 亿元。

九、存续期债券偿还能力分析

1. 存续期债券偿还能力

截至 2018 年底，公司待偿还债券规模大，

其中短期偿债压力较小，未来债券待偿本金峰值较高，公司面临一定集中偿债压力。

截至 2018 年底，公司一年内到期应偿还债券本金合计 5.90 亿元，2020 年将达到存续债券待偿本金峰值 23.74 亿元。截至 2018 年底，公司现金类资产 15.55 亿元；2018 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 12.46 亿元、0.18 亿元和 3.36 亿元，对公司存续债券保障情况如下：

表8 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2018 年
一年内到期债券余额	5.90
未来待偿债券本金峰值	23.74
现金类资产/一年内到期债券余额	2.64
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.52
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.01
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.14

资料来源：联合资信整理

整体看，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障程度较好，但考虑到公司目前货币资金中包含专项用于募投项目的债券资金，实际保障程度有所降低；由于公司未来待偿还债券峰值较高，公司经营活动现金流入量对其保障程度较低，公司面临一定集中偿债压力。

2. 存续期债券保护条款

公司以其持有的 3 宗土地使用权用于“13 新天治理债/PR 新天治”抵押担保。经中威正信（北京）资产评估有限公司评估，用于抵押担保的 3 宗抵押土地使用权面积共计 103.01 万平方米，评估的价值为人民币 26.13 亿元（评估基准日为 2018 年 12 月 31 日，自 2018 年 12 月 31 日起至 2019 年 12 月 30 日内有效），抵押比（抵押资产价值总额与存续债券未偿还本金及一年未偿还债券利息和的比例）为 3.76 倍。

公司以其所持有的 6 宗土地使用权用于“15 郴州新天债/PR 郴新债”抵押担保。经广东中联羊城资产评估有限公司评估，以上 6 宗

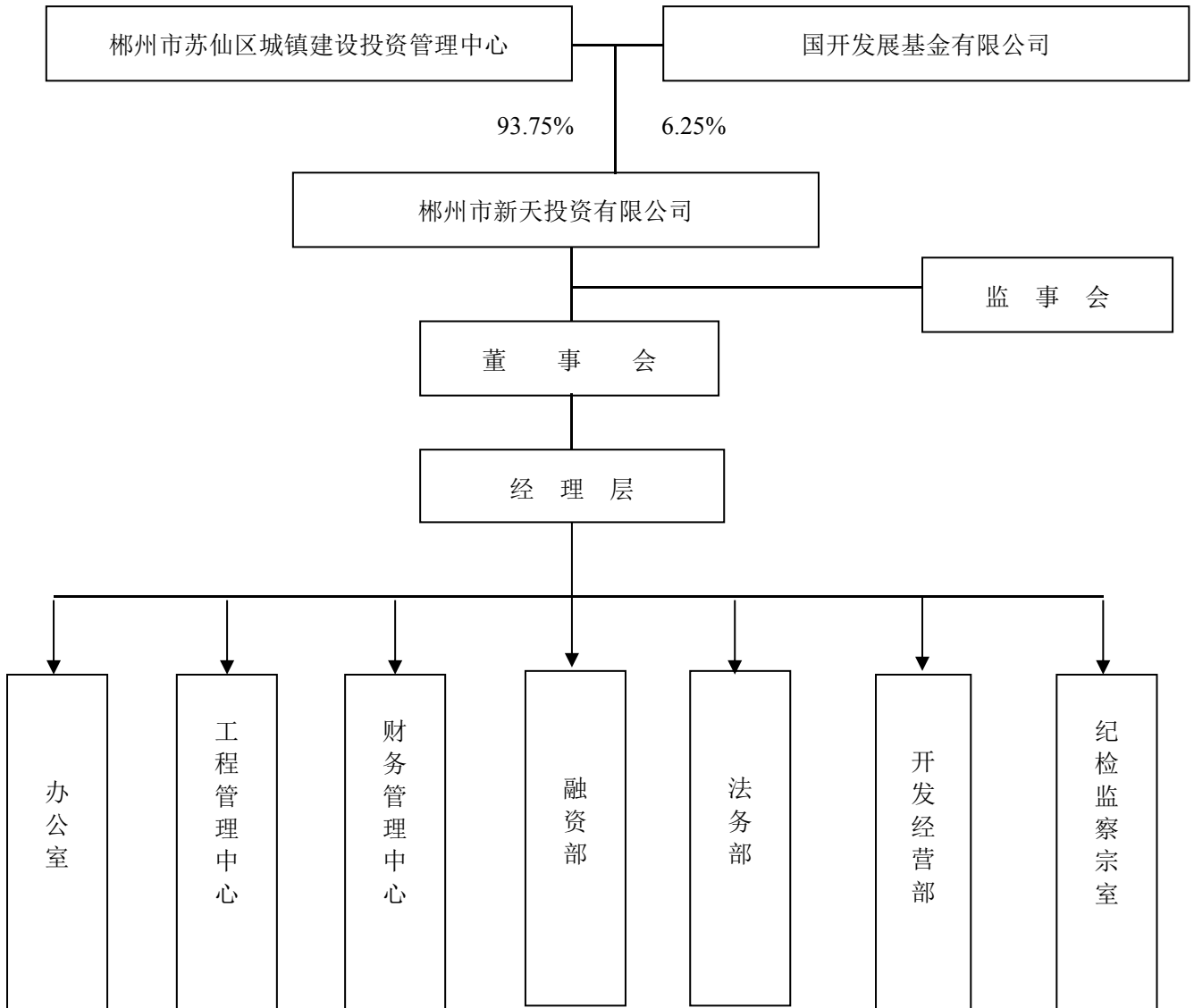
抵押土地使用权面积共计 277.89 万平方米, 评估的价值为人民币 44.77 亿元 (评估基准日为 2018 年 12 月 31 日, 自 2018 年 12 月 31 日起至 2019 年 12 月 30 日内有效)。抵押比 (抵押资产价值总额与本期债券未偿还本金及一年未偿还债券利息和的比例) 为 6.44 倍。

总体来看, 公司存续期债券的土地抵押保障具有一定的增信作用。

十、结论

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA, 维持“13 新天治理债/PR 新天治”和“15 郴州新天债/PR 郴新债”的信用等级为 AA⁺, 并维持“16 新天专项债/PR 郴新天”和“17 郴州新天债/17 郴新天”的信用等级为 AA, 评级展望为稳定。

附件 1 截至 2018 年底公司股权及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	29.26	33.54	15.55
资产总额(亿元)	236.85	251.16	247.15
所有者权益(亿元)	147.53	152.60	154.06
短期债务(亿元)	2.00	2.83	8.29
长期债务(亿元)	72.47	85.05	73.64
调整后长期债务(亿元)	79.21	88.86	77.64
全部债务(亿元)	74.46	87.88	81.93
调整后全部债务(亿元)	81.20	91.69	85.94
营业收入(亿元)	13.48	15.82	10.90
利润总额(亿元)	2.56	1.92	1.54
EBITDA(亿元)	4.08	4.45	3.36
经营性净现金流(亿元)	-5.55	-1.26	0.18
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.73	0.71	0.41
存货周转次数(次)	0.08	0.09	0.06
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.04
现金收入比(%)	72.18	71.60	42.12
应收类款项/资产总额(%)	18.11	20.00	25.53
营业利润率(%)	16.70	16.67	16.68
总资本收益率(%)	1.84	1.85	1.39
调整后总资本收益率(%)	1.78	1.82	1.36
净资产收益率(%)	1.74	1.26	1.00
长期债务资本化比率(%)	32.94	35.79	32.34
调整后长期债务资本化比率(%)	34.93	36.80	33.51
全部债务资本化比率(%)	33.54	36.54	34.72
调整后的全部债务资本化比率(%)	35.50	37.53	35.81
资产负债率(%)	37.71	39.24	37.67
流动比率(%)	2226.02	2443.78	1481.99
速动比率(%)	755.16	899.63	526.49
经营现金流动负债比(%)	-55.19	-13.15	1.18
全部债务/EBITDA(倍)	18.24	19.74	24.40
调整后全部债务/EBITDA(倍)	19.89	20.59	25.60

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中的有息债务部分。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
应收类款项/资产总额	(应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 资产总额 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变