

2018 年、2019 年  
安顺市西秀区工业投资(集团)有限公司  
公司债券(第一期)  
2020 年跟踪信用评级报告



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：

谭璇

## 2018年、2019年安顺市西秀区工业投资（集团）有限公司 公司债券（第一期）2020年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【567】号 01

债券简称：

2018年第一期：  
18西工投01/18西工01  
2019年第一期：  
19西工投01/19西工01

债券剩余规模：

18西工01：7亿元  
19西工01：6.9亿元  
债券到期日期：  
18西工01：  
2025年11月15日  
19西工01：  
2026年1月29日

债券偿还方式：

两期债券均为每年付息  
一次，分次还本，在本  
期债券存续期第三年至  
第七年，每年偿还债券  
发行总额的20%。

分析师

姓名：  
王先宗 王哲  
电话：  
0755-82872611  
邮箱：  
wangxz@cspengyuan.co  
m

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于中证鹏元官方网站。

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](http://www.cspengyuan.com)



	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	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	2020年6月28日	2019年6月4日

### 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”）对安顺市西秀区工业投资（集团）有限公司（以下简称“西秀工投”或“公司”）及其2018年11月15日发行的2018年第一期公司债券和2019年1月29日发行的2019年第一期公司债券（以下两期债券合称“本期债券”）的2020年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，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短期内委托代建业务收入有一定保障，获得的外部支持较大；同时中证鹏元也关注到公司资产整体流动性较弱，未来面临较大的资金压力和债务压力，以及存在一定的或有负债等风险因素。

### 正面：

- 公司在建项目较多，短期内委托代建业务收入有一定保障。公司主要从事安顺市西秀区的基础设施代建业务，截至2019年末，公司已签订代建协议的在建项目总投资合计为8.87亿元，累计已投资2.94亿元。
- 公司获得的外部支持较大。2019年政府向公司注入土地、房屋等资产，合计增加资本公积43.73亿元；同时公司获得财政补助资金1.40亿元，有效地提升了资本实力和盈利水平。

### 关注：

- 公司资产中回收时间不确定的应收款项以及集中变现能力较弱的土地资产、厂房

占比较高，整体流动性较弱。截至 2019 年末公司资产主要由应收款项、存货、投资性房地产、固定资产和在建工程构成，合计占总资产的比重为 90.56%，其中应收款项何时收回存在一定不确定性，存货、投资性房地产及固定资产主要系土地资产和厂房，其中 16.83 亿元土地用于借款抵押，29.69 亿元厂房产权证尚未办妥，集中变现困难。

- **公司投资活动现金净流出规模较大，面临较大的资金压力。**2018-2019 年公司投资活动现金合计净流出 44.48 亿元；截至 2019 年末公司主要在建及拟建项目至少尚需投资 66.80 亿。
- **有息债务规模快速攀升，公司面临较大的债务压力。**截至 2019 年末有息债务总额达 72.33 亿元，同比增长 47.43%，占负债总额的比重为 81.52%，2020 年和 2021 年公司需偿还有息债务本金分别为 14.30 亿元和 6.50 亿元；2018-2019 年公司现金短期债务比平均为 0.20，且 2019 年末公司货币现金中受限的票据保证金规模较大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计为 30.47 亿元，占当期净资产比重的 26.51%，被担保方主要为地方国有企业，但对外担保均未设置反担保措施。

#### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,036,705.22	1,437,174.22	1,072,157.52
所有者权益	1,149,385.20	714,626.33	480,583.35
有息债务	723,343.80	490,637.22	434,111.37
资产负债率	43.57%	50.28%	55.18%
现金短期债务比	0.33	0.07	0.49
营业收入	141,978.53	74,822.01	87,717.44
其他收益	14,000.00	7,200.00	0.00
利润总额	58,390.96	13,729.52	9,409.38
综合毛利率	17.49%	27.39%	12.45%
EBITDA	68,739.40	21,948.49	10,434.84
EBITDA 利息保障倍数	2.15	0.63	0.42
经营活动产生的现金流量净额	218,330.86	18,942.02	-104,569.14
收现比	1.07	0.42	0.52

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2018年11月15日发行7年期7亿元2018年第一期公司债券、2019年1月29日发行7年期6.9亿元2019年第一期公司债券，募集资金均计划用于贵州西秀经济开发区标准化厂房项目、安顺市西秀区四角山城市棚户区改造（二期）项目。截至2020年3月5日，本期债券募集资金专项账户余额合计为4.94元。

## 二、发行主体概况

2019年，公司控股股东及实际控制人未发生变更，仍为安顺市西秀区国有资产管理局（以下简称“西秀区国资管理局”）。截至2020年4月末，公司注册资本及实收资本均未变化。2019年11月，根据公司公告，公司董事会成员由原先5名（包括1名职工董事）变更为7名（包括2名职工董事），监事会替换1名成员，公司仍有5名监事。

公司仍主要从事安顺市西秀区基础设施代建业务，2019年主营业务范围没有变化，纳入合并报表范围的子公司变化情况如表1所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内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	业务性质	合并方式
安顺市西秀区金穗农业发展融资担保有限责任公司	100.00%	10,000.00	服务业	划拨
2、跟踪期内不再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	业务性质	不再纳入合并报表的原因
安顺市西秀区公共资源咨询有限公司	100.00%	500.00	服务业	政府划出

资料来源：公司提供

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿元，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

**2019年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，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。同月，财政部发布《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[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止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，禁止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。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。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》（以下简称“《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；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，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”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

**安顺市经济运行总体平稳，工业经济和消费保持增长，但增速均呈现出不同程度的放缓趋势，同时固定资产投资呈下滑态势。**

安顺是贵州省下辖的地级市，位于贵州省中西部，距贵州省省会贵阳90公里。地处长江水系乌江流域和珠江水系北盘江流域的分水岭地带，东邻省会贵阳市和黔南布依族苗族自治州，西靠六盘水市，南连黔东南布依族苗族自治州，北接毕节市。工业方面，安顺以构建能源、制药、化工、食品、汽车五大支柱产业为目标，带动采矿、机电、种植、养殖、运输、包装、印刷等其它各业的发展。安顺市已初步形成以民用航空产业国家高技术产业基地为重点的一批工业园区，建立以民用航空、装备制造业、

电力工业、化学工业、医药工业、煤炭工业、有色金属冶炼业、新型建材、农副食品加工工业、大数据智能终端产业、石材产业为主的工业经济体系。安顺市知名企业有贵州红星发展股份有限公司、贵州百灵企业集团制药股份有限公司、中国贵航集团双阳飞机制造厂等。

2019年安顺市实现地区生产总值923.94亿元，比上年增长8.1%；按产业分，第一产业增加值157.19亿元，增长5.7%；第二产业增加值292.40亿元，增长9.6%；第三产业增加值474.35亿元，增长7.8%。三次产业结构比由上年的17.5:31.4:51.1调整为17.0:31.7:51.3；二三产业占比均有所提升，但增速出现了不同程度的下降。全市人均地区生产总值39,177元，是全国人均地区生产总值的55.26%，较上年略有下降；整体经济运行总体平稳，但地区经济发展水平仍较为落后。

2019年安顺市全年规模以上工业增加值比上年增长11.0%。按轻重工业分，轻工业增加值增长9.1%，重工业增加值增长12.2%。其中，食品制造业增加值增长39.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增长13.1%。2019年安顺市全年固定资产投资比上年下降4.6%。其中，工业投资下降3.6%，房地产开发企业投资增长51%。全年商品房销售面积276.25万平方米，增长15.4%。2019年安顺市全年社会消费品零售总额比上年增长5.5%。整体来看，2019年工业经济和消费保持增长，但较2018年增速均呈现出不同程度的放缓趋势，同时固定资产投资呈下滑态势。

**表2 2018-2019年安顺市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	923.94	8.1%	849.40	10.3%
第一产业增加值	157.19	5.7%	149.16	6.9%
第二产业增加值	292.40	9.6%	272.83	10.4%
第三产业增加值	474.35	7.8%	427.41	11.4%
规模以上工业增加值（2,000万元）	-	11.0%	-	11.2%
固定资产投资（500万元）	-	-4.6%	-	14.0%
社会消费品零售总额	-	5.5%	-	8.1%
进出口总额（万美元）	16,923	-33.4%	25,418	17.2%
存款余额	1,088.77	-1.9%	1,110.05	-5.4%
贷款余额	1,077.40	16.0%	928.76	14.3%
人均 GDP（元）	39,177		36,164	
人均 GDP/全国人均 GDP	55.26%		55.94%	

资料来源：安顺市 2018-2019年国民经济和社会发展统计公报

2019年安顺市实现公共财政收入64.65亿元，同比下降16.39%，其中税收收入41.05亿元，占公共财政收入比重为63.50%；实现政府性基金收入85.94亿元，同比增长0.84%；同期安顺市公共财政支出为300.58亿元，同比增长9.99%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为21.51%。

**近年西秀区经济实力不断增强，但煤炭行业增速呈放缓的趋势，电子行业发展较不稳定，投资和消费增速均呈现下滑趋势**

西秀区隶属安顺市，为安顺市政府所在地，是安顺市政治、经济、科技和文化中心，下辖7乡8镇和6个街道，总面积1,704.5平方千米。西秀区是贵州中西部交通枢纽，贵昆铁路、株六铁路复线、滇黔公路、贵黄高等级公路和清镇高速公路贯穿全境，境内有军民两用黄果树机场，形成航空、铁路和公路协调发展的交通网络。

2018年西秀区累计实现地区生产总值325.9亿元，同比增长10.6%，较上年下滑2.78个百分点，高于全市0.3个百分点。其中：实现第一产业增加值40.03亿元，同比增长7.0%；实现第二产业增加值105.71亿元，同比增长13.4%；实现第三产业增加值180.16亿元，同比增长9.5%；总体经济实力进一步增强。

2018年西秀区规模以上工业增加值增长14.3%，但西秀区工业企业产业结构较单一，规模以上工业的两大支柱产业分别为煤炭行业（占23%）和电子行业（占32.8%）；由于经济下行压力增大，再加上本身同期基数较大，导致煤炭开采行业增速呈现逐渐放缓的趋势；电子行业由于市场竞争压力加大和市场的多变性，导致行业订单的数量较大，行业发展存在较大波动。2018年度，500万元以上固定资产投资累计增长12.2%，固定资产投资存在着在库大规模投资项目储备不足的问题。2018年西秀区累计实现全社会商品零售总额79.56亿元，增速8.2%。整体上西秀区投资和消费增速均呈现下滑趋势。

2018年西秀区实现公共财政收入20.28亿元（不包括安顺经济技术开发区和龙宫，下同），其中税收收入12.35亿元，占公共财政收入比重为60.90%；实现政府性基金收入4.82亿元；同期西秀区公共财政支出为50.35亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为40.28%。

## 四、经营与竞争

公司仍是安顺市西秀区基础设施项目的主要承建方，2019年随着委托代建项目完工结算以及贸易规模的扩大，公司营业收入同比增长89.76%至14.20亿元，其中委托代建收入和销售货物收入占比分别为46.01%和44.26%，为营业收入的主要构成部分。毛

利率方面，委托代建项目采用固定比例成本加成确认收入，毛利率稳定；房屋租赁业务因承租方承担租赁期间的维修费、装修费，毛利率为100%；综合毛利率受毛利率较低的销售货物业务收入占比提高的影响而下降至17.49%。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
委托代建收入	65,330.57	16.67%	55,413.87	16.67%
房屋租赁收入	12,948.05	100.00%	7,188.19	100.00%
销售货物	62,843.69	0.24%	8,260.58	2.11%
其他收入	13.16	100.00%	162.30	62.54%
其他业务小计	843.06	99.31%	3,797.06	99.86%
<b>合计</b>	<b>141,978.53</b>	<b>17.49%</b>	<b>74,822.01</b>	<b>27.39%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

**2019年公司委托代建收入规模增长，主要在建及拟建项目尚需投资额较大，短期内委托代建业务收入有一定保障，同时面临较大的资金压力**

公司主要承接安顺市西秀区基础设施代建业务，近年承接的项目主要包括安顺市西秀区西秀产业园区道路、标准化厂房以及公共租赁住房等的建设工程，部分项目建设采用委托代建模式。目前公司主要在建的代建项目已与西秀区财政局、安顺市西秀区交通发展投资有限责任公司（以下简称“交通发展公司”，已更名为“贵州省黔跃集团有限公司”，西秀区国资管理局一级子公司）或贵州省安顺市西秀区市政工程有限公司（以下简称“市政工程公司”，西秀区国资管理局二级子公司）签订了《建设工程代建合同》。根据《建设工程代建合同》约定，项目建设资金由公司负责筹措，项目实施过程中所涉及的各项费用及融资利息等均需由委托单位组织进行工程决算，确认结果计入项目施工建设实际成本，并对决算数额进行委托审计。公司工程代建收入包括项目施工建设实际成本和项目投资收益，其中项目投资收益以项目施工建设实际成本的20%进行计算；每年年末公司根据工程决算确认的合同金额、项目完工进度计算应结转的收入、成本，待审计部门提交决算审计结果后，以决算审定数对建设项目结算款进行调整。

2019年公司确认委托代建业务收入6.53亿元，同比增加17.90%，主要系受项目当期完工进度影响。毛利率方面，因采取固定加成比例确定项目投资收益，公司委托代建业务毛利率稳定，仍为16.67%。

**表4 2019年公司工程代建项目收入确认情况（单位：万元）**

项目名称	确认收入	确认成本
西秀产业园区西二号路建设项目	3,273.63	2,728.03
西秀产业园区西九号路建设项目	4,224.18	3,520.15
西秀产业园区标准化厂房建设项目（一期、二期）	4,800.19	4,000.16
西秀产业园区标准化厂房三期建设项目	10,875.95	9,063.29
百合花爱心小镇	20,555.85	17,129.87
标准化厂房四期	21,600.77	18,000.64
<b>合计</b>	<b>65,330.57</b>	<b>54,442.14</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司主要在建及拟建项目计划总投资 120.94 亿元，累计已投资 56.73 亿元，后续至少尚需投资 66.80 亿元；其中公司已签订代建协议的在建项目计划总投资合计为 8.87 亿元，累计已投资 2.94 亿元，短期内委托代建业务收入有一定保障，同时也面临较大的资金压力。

公司未签订委托代建协议的工程项目较多，其中西秀智能终端产业园建设项目为“19 安投 01”和“19 安投 02”的募投项目，截至 2019 年末累计已投资 16.96 亿元，占总投资的比例为 69.17%，该项目预计在 2019 年底建成，实际建设进度未达预期。贵州西秀经济开发区标准化厂房和安顺市西秀区四角山城市棚户区改造（二期）为“18 西工 01”和“19 西工 01”的募投项目，预计总投资分别为 10.28 亿元和 13.02 亿元，未来收入主要来源为标准化厂房的出租与出售、商铺、住宅及车位销售以及财政补贴等。上述两个募投项目已分别于 2016 年 7 月、6 月开工，原规划建设周期均为 24 个月；截至 2019 年末，贵州西秀经济开发区标准化厂房已基本完工，用于出租/出售厂房 31.65 万平米，实现的标准化厂房出租收入计入公司“房屋租赁收入”核算；2019 年末安顺市西秀区四角山城市棚户区改造（二期）已投资额为 12.20 亿元，占总投资的比重为 93.70%，建设进度不达预期。

**表5 截至 2019 年末公司主要在建及拟建项目工程情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	是否签订委托代建协议
贵州西秀经济开发区标准化厂房	10.28	12.87	-	未签订
西秀区四角山城市棚户区改造（二期）	13.02	12.20	0.82	未签订
西秀区四角山城市棚户区改造（一期）	25.12	10.28	14.84	未签订
西秀智能终端产业园建设项目	24.52	16.96	7.56	未签订
贵州安顺西部生态智谷项目	35.00	1.41	33.59	未签订
黔中残疾人综合服务创新示范园	3.50	1.05	2.45	已签订
西秀产业园区东郊路建设项目	1.48	0.97	0.51	已签订
西秀产业园区西六号路	0.81	0.48	0.33	已签订

西秀产业园区北三号路	3.08	0.44	2.64	已签订
西秀经济开发区中小企业孵化中心	0.61	0.04	0.57	未签订
西秀产业园区北航路	0.26	0.00	0.26	未签订
西秀产业园区北四号路	2.19	0.00	2.19	未签订
西秀产业园区北一号路	0.21	0.00	0.21	未签订
西秀产业园区西郊路	0.74	0.02	0.72	未签订
黄腊乡标准化厂房建设	0.12	0.01	0.11	未签订
<b>合计</b>	<b>120.94</b>	<b>56.73</b>	<b>66.80</b>	<b>-</b>

注：贵州西秀经济开发区标准化厂房目前扩建至第四期，故累计总投资超过预计总投资。  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 房屋租赁及销售货物收入整体增长较快，对公司营业收入形成较好补充

除工程代建业务外，公司其他经营性收入包括房屋租赁收入、销售货物收入以及利息收入等。2019年政府划入8,776套公租房至公司名下，故2019年公司房屋租赁收入大幅增长至1.29亿元；因承租方承担租赁期间相应的维修费、装修费等，该业务毛利率为100%。截至2019年末，公司达到可出租状态的厂房总建筑面积41万平方米，已出租40.60万平方米，出租率达99.02%，租金每年每平方米约120元；公司可用于出租的公租房8,776套，已出租4,577套，租金每年每平方米54元。未来随着标准化厂房的陆续建成以及公租房出租率的提高，公司房屋租赁收入具备一定的可持续性。

公司销售货物业务主要由子公司安顺市西秀区物资供应有限公司（以下简称“物资供应公司”）和贵州润安工贸有限公司（以下简称“润安工贸”）负责，从事钢材、商品混凝土、透水砖等建筑材料以及乙二醇等化工品的贸易业务。销售货物业务模式为：公司与客户签订商品销售合同之后，根据客户具体需求自采购单位处购进相关商品，相关销售及采购合同均按次签订，该项业务存在一定不确定性。2019年公司实现销售货物收入6.28亿元，2019年该业务收入大幅增长主要系公司在政府支持下，大幅开拓贸易业务所致；同时受市场竞争激烈等因素影响，2019年该项业务毛利率进一步降低至0.24%。

此外2019年公司实现其他业务收入843.06万元，主要为本期以及以前年度应收未收的利息收入（本期毛利率为99.31%），该部分收入具有一定的不确定性。

### 公司获得的外部支持力度较大，有效地提升了资本实力和盈利水平

公司建设资金需求量大，当地政府部门一方面通过资产划拨提升公司的资本实力以增强公司的融资能力，另一方面通过拨付资金来缓解公司的资金压力。2019年政府向公司注入土地、房屋等资产，合计增加资本公积43.73亿元；同时2019年公司获得财政补助资金1.40亿元。整体来看，公司获得的外部支持力度较大，有效地提升了其资本实力和盈利水平。

**表6 2019年政府向公司注入资产情况（单位：万元）**

注入资产	增加资本公积	签发单位	依据文件
54 辆车	691.54	安顺市西秀区国有资产管理局等	西工投字【2019】11号等
9 宗土地	113,594.84	安顺西秀区产业园管理委员会	【安顺西秀产业园区管理委员会关于向安顺市西秀区工业投资（集团）有限公司注入资产的函】
7 宗土地	55,973.06	安顺西秀区产业园管理委员会	安西园管函【2019】30号
房屋及建筑物、土地使用权	253,647.01	安顺西秀区产业园管理委员会	安西园管函【2019】31号
货币资金注资	13,400.00	安顺西秀区产业园管理委员会	安西园管函【2019】32号
合计	437,306.46	-	-

## 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亚太（集团）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 年审计报告以及经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告，报表均采用新会计准则编制。2019 年公司合并报表范围新增 1 家子公司安顺市西秀区金穗农业发展融资担保有限责任公司，减少 1 家子公司安顺市西秀区公共资源咨询有限公司。

### 资产结构与质量

公司资产中回收时间不确定的应收款项以及集中变现能力较弱的土地资产、厂房占比较高，整体流动性较弱

得益于政府注入资产，公司资产规模大幅增长，截至 2019 年末公司总资产为 203.67 亿元，其中受限资产规模为 24.33 亿元，占比 11.95%。从资产结构来看，截至 2019 年末公司资产以非流动资产为主，流动资产占总资产的比重为 63.65%。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	76,803.36	3.77%	14,654.03	1.02%
应收账款	98,610.60	4.84%	91,537.68	6.37%
预付款项	52,742.67	2.59%	67,968.95	4.73%

其他应收款	128,697.12	6.32%	321,258.44	22.35%
存货	383,072.51	18.81%	383,063.63	26.65%
<b>流动资产合计</b>	<b>740,416.71</b>	<b>36.35%</b>	<b>879,549.54</b>	<b>61.20%</b>
投资性房地产	443,064.34	21.75%	296,112.65	20.60%
固定资产	215,269.96	10.57%	15,217.15	1.06%
在建工程	575,731.69	28.27%	238,551.03	16.60%
无形资产	54,669.20	2.68%	4.10	0.00%
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,296,288.51</b>	<b>63.65%</b>	<b>557,624.68</b>	<b>38.80%</b>
<b>资产合计</b>	<b>2,036,705.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,437,174.22</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末公司货币资金规模为 7.68 亿元，其中使用受限的票据保证金 7.50 亿元。公司应收账款系应收工程款，截至 2019 年末账面价值为 9.86 亿元，同比增长 7.73%，其中应收安顺市西秀区财政局的工程款占应收账款期末余额的 90.75%，具体回收时间不确定。公司预付款项主要系尚未达到结算条件的工程款，截至 2019 年末规模为 5.27 亿元，同比下降 22.40%，主要系当期结算的工程项目增多所致。公司其他应收款主要系与政府部门以及关联方的往来拆借款，截至 2019 年末其账面价值为 12.87 亿元，同比减少 59.94%，主要系大幅收回与政府部门及关联方的往来款所致。其他应收款对象主要包括控股东西秀区国资管理局、贵州西秀中冶路桥建设工程有限公司等，2019 年末前五名应收对象款项合计占比 35.94%。整体来看，公司应收款项规模较大，应收对象主要为政府部门和关联方，款项回收时间存在一定的不确定性，对公司资金形成较大规模的占用。公司存货主要系土地资产、产成品和开发成本等，截至 2019 年末，存货账面价值为 38.31 亿元，与 2018 年基本持平，其中土地资产账面价值为 38.02 亿元，占存货的比重为 99.24%，均位于西秀产业园区内，性质均为出让，已取得土地证，其中商住用地部分已平整但未开发。

公司投资性房地产采用公允价值模式计量，截至 2019 年末，投资性房地产账面价值大幅增加至 44.31 亿元，主要系 2019 年公司外购了 14.89 亿元的土地使用权所致；2019 年末投资性房地产包括 11.51 亿元的房屋及建筑物和 32.79 亿元的土地使用权，均位于西秀产业园区内，土地性质为出让，已办理土地证/不动产权证，类型包括工业用地和商住用地等，工业用地大多已附有厂房等建筑物，房产主要为园区内的厂房，目前大部分已出租给入园企业，其中 9.89 亿元房屋及建筑物的产权证书尚在办理中；15.98 亿元的土地已用于债务担保，使用受限。公司固定资产主要包括房屋及建筑物及机器等设备。2019 年末固定资产账面价值为 21.53 亿元，较 2018 年末增长主要为政府划拨的房屋及建筑物；截至 2019 年末，固定资产中有账面价值 19.80 亿元的厂房相关

产权证书尚在办理中。公司在建工程系未签订委托代建协议的在建项目，随着在建项目投资推进，截至 2019 年末在建工程账面价值增加至 57.57 亿元。

截至 2019 年末公司土地面积 4,937,465.92 平方米，价值合计 76.74 亿元，商住用地部分已平整但未开发，工业用地大多已附有厂房等建筑物，此外用于抵押的土地资产规模为 16.83 亿元，占总规模的 21.93%。

总体来看，公司资产规模快速增长，主要由应收款项、存货、投资性房地产、固定资产和在建工程构成；其中应收款项对资金占用规模较大，且回收时间存在一定不确定性；存货、投资性房地产、固定资产主要系土地资产和厂房，部分厂房产权证尚未办妥，在建工程系未签订委托代建协议的项目，上述资产集中变现能力弱，且变现价值受土地市场及房地产市场影响而存在一定不确定性；整体来看，公司资产流动性较弱。

## 盈利能力

**公司营业收入规模增长，短期内委托代建业务收入有一定保障，财政补助对利润规模有一定贡献**

公司仍是安顺市西秀区基础设施项目的主要承建方，2019年随着委托代建项目完工结算以及贸易规模的扩大，公司营业收入同比增长89.76%至14.20亿元，其中委托代建收入及销售货物收入占比分别为46.01%和44.26%，为营业收入的主要构成部分。毛利率方面，委托代建项目采用固定比例成本加成确认收入，毛利率较为稳定；房屋租赁业务因承租方承担租赁期间的维修费、装修费，毛利率为100%；综合毛利率受毛利率较低的销售货物收入占比提高的影响而下降至17.49%。截至2019年末，公司已签订代建协议的在建项目总投资合计为8.87亿元，累计已投资2.94亿元，短期内委托代建业务收入有一定保障。

近年公司利润总额规模持续增长，2018-2019年，公司分别实现利润总额1.37亿元和5.84亿元；2018-2019年公司收到的政府补助金额分别为0.72亿元和1.40亿元，占当期利润总额的比重分别为52.44%和23.98%，利润规模对财政补助有一定依赖性。

**表8 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
营业收入	141,978.53	74,822.01
其他收益	14,000.00	7,200.00
营业利润	58,430.59	13,767.37

利润总额	58,390.96	13,729.52
综合毛利率	17.49%	27.39%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

公司投资活动现金净流出规模较大，主要在建项目资金需求量较大，未来面临较大的资金压力

2019年公司收现比为1.07，经营收现情况有所好转。2019年委托代建项目回款较多以及贸易业务销售回款情况较好，叠加2019年往来款流出规模不大，公司经营活动现金净流入21.83亿元。

公司投资活动所产生的现金流入规模仍较小，投资活动现金流出主要为公司自建工程项目投入（包括资本化利息）、购买土地资产及向其他企业进行短期投资等所支付的现金，2018-2019年公司投资活动现金合计净流出44.48亿元，净流出规模较大。公司筹资途径包括银行借款、发行债券以及非标借款等，2019年公司筹资活动仍为净流入状态。截至2019年末公司主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，同时结合公司有息债务偿付计划，公司面临较大的资金压力。

**表9 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	1.07	0.42
销售商品、提供劳务收到的现金	152,098.36	31,707.18
收到的其他与经营活动有关的现金	276,796.13	340,678.67
经营活动现金流入小计	428,894.49	372,385.85
购买商品、接受劳务支付的现金	85,435.18	50,327.69
支付的其他与经营活动有关的现金	122,032.09	300,853.96
经营活动现金流出小计	210,563.63	353,443.83
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>218,330.86</b>	<b>18,942.02</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-327,100.39</b>	<b>-117,650.20</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>105,920.04</b>	<b>59,594.55</b>
现金及现金等价物净增加额	-2,849.50	-39,113.63

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公司有息债务规模快速攀升，面临较大的债务压力

公司负债规模大幅增长，截至2019年末公司负债规模达88.73亿元；随着政府向公司注入土地及房产，以及部分房产评估增值，截至2019年末公司所有者权益规模达114.94亿元；综合影响下，公司所有者权益对负债偿还的保障程度有所增强，2019年末产权比率达77.20%。从负债结构来看，截至2019年末公司负债以非流动负债为主，非流动负债占总负债的比重为59.77%。

**表10 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年	2018年
负债总额	887,320.02	722,547.89
所有者权益	1,149,385.20	714,626.33
产权比率	77.20%	101.11%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末公司短期借款规模为4.15亿元，包括2.15亿元的保证借款及2.00亿元的抵押和保证借款。2018年以来公司开始使用票据结算，应收票据规模由2018年的2.00亿元增长至2019年末的12.00亿元，均为银行承兑汇票。公司应付账款主要为未到结算期的应付工程款，2019年末其余额为3.87亿元。公司其他应付款主要系应付相关单位的往来款等，规模有所波动，截至2019年末公司其他应付款余额为4.68亿元。截至2019年末公司一年内到期的非流动负债规模为6.86亿元，包括一年内到期的长期借款5.85亿元和一年内到期的融资租赁借款1.01亿元。

随着长期借款的到期，截至2019年末公司长期借款规模下降至8.98亿元，包括保证借款、抵质押借款等，借款对象主要为银行、基金及信托等。截至2019年末公司应付债券规模为34.71亿元，系2016年非公开发行的5年期5亿元公司债券“16西工投”、2018年公开发行7年期7亿元公司债券“18西工01”，2019年公开发行7年期6.90亿元的“19西工投01”以及2019年非公开发行的8年期总规模为16亿元的“19安投01”、“19安投02”。公司长期应付款包括融资租赁借款以及项目专项资金，随着款项到期，截至2019年末长期应付款规模下降至6.96亿元。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	41,500.00	4.68%	23,700.00	3.28%
应付票据	119,997.65	13.52%	20,000.00	2.77%
应付账款	38,654.39	4.36%	40,840.43	5.65%
其他应付款	46,783.28	5.27%	115,737.83	16.02%

一年内到期的非流动负债	68,583.87	7.73%	157,113.18	21.74%
<b>流动负债合计</b>	<b>356,945.84</b>	<b>40.23%</b>	<b>390,024.65</b>	<b>53.98%</b>
长期借款	89,845.00	10.13%	110,612.00	15.31%
应付债券	347,117.99	39.12%	120,000.00	16.61%
长期应付款	69,597.96	7.84%	80,132.42	11.09%
<b>非流动负债合计</b>	<b>530,374.18</b>	<b>59.77%</b>	<b>332,523.25</b>	<b>46.02%</b>
<b>负债合计</b>	<b>887,320.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>722,547.89</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	723,343.80	81.52%	490,637.22	67.90%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券以及长期应付款中计息部分构成，截至 2019 年末有息债务总额达 72.33 亿元，同比增长 47.43%，占负债总额的比重提升至 81.52%，有息债务快速增长且规模较大。同时根据公司提供有息债务本金偿还期限分布表，2020 年和 2021 年公司需偿还有息债务本金分别为 14.30 亿元和 6.50 亿元。

从偿债能力指标来看，随着向公司注入土地及房产，以及部分房产评估增值，资产负债率下降至 2019 年末的 43.57%。2018-2019 年现金短期债务比平均为 0.20，且货币现金中受限的票据保证金规模较大，公司短期债务压力仍较大。2019 年公司利润规模的大幅增长，EBITDA 利息保障倍数上升至 2.15，有息债务/EBITDA 下降至 2019 年的 10.52。考虑到公司主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，后续融资规模可能继续攀升，偿债保障能力存在进一步削弱的风险，公司仍存在较大债务压力。

**表12 截至 2019 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）**

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
本金	14.30	6.50	5.16	46.37

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表13 公司偿债能力指标**

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	43.57%	50.28%
现金短期债务比	0.33	0.07
EBITDA 利息保障倍数	2.15	0.63
有息债务/EBITDA	10.52	22.35

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月22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；2018年11月公司发生一笔应付洛银金融租赁股份有限公司9.95万元的欠息记录，根据洛银金融租赁股份有限公司成都业务部提供的说明文件，该笔欠息系技术性逾期，目前已结清；此外公司有一笔信托借款已签订展期协议，截至2020年6月23日，上述展期款项已偿还完毕。

### （二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额合计为30.47亿元，占当期净资产比重的26.51%，被担保方主要为地方国有企业，但对外担保均未设置反担保措施；公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

**表14 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保形式	是否有反担保
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	30,000.00	保证	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	66,745.00	保证	否
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	30,000.00	保证	否
贵州省黔跃集团有限公司	37,887.28	保证	否
安顺市西秀区水利水电建设发展投资有限公司	56,583.00	保证	否
贵州虹轴轴承有限公司	3,200.00	抵押	否
贵州省中为智联科技有限公司	3,270.00	抵押	否
安顺金财产资产营运有限责任公司	12,000.00	保证	否
贵州锡安氧化铝有限公司	65,000.00	抵押	否
<b>合计</b>	<b>304,685.28</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 七、评级结论

截至2019年末，公司已签订代建协议的在建项目总投资合计为8.87亿元，累计已投资2.94亿元，短期内委托代建业务收入有一定保障；同时2019年公司在资产注入、股权划转以及财政补助等方面获得的外部支持力度较大。

同时中证鹏元关注到公司资产中回收时间不确定的应收款项以及集中变现能力较

弱的土地资产、厂房占比较高，且部分土地用于借款抵押，及部分厂房产权证尚未办妥，资产整体流动性较弱；投资活动现金净流出规模较大，主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力；2019年末有息债务规模同比增长47.43%达72.33亿元，且偿债指标表现较弱，面临较大的债务压力；公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据	2019年	2018年	2017年
货币资金	76,803.36	14,654.03	43,767.66
应收账款	98,610.60	91,537.68	46,117.67
预付款项	52,742.67	67,968.95	42,580.17
其他应收款	128,697.12	321,258.44	371,383.11
存货	383,072.51	383,063.63	441,603.65
投资性房地产	443,064.34	296,112.65	0.00
固定资产	215,269.96	15,217.15	15,492.12
在建工程	575,731.69	238,551.03	108,600.51
<b>总资产</b>	<b>2,036,705.22</b>	<b>1,437,174.22</b>	<b>1,072,157.52</b>
短期借款	41,500.00	23,700.00	12,000.00
应付票据	119,997.65	20,000.00	0.00
应付账款	38,654.39	40,840.43	29,612.25
一年内到期的非流动负债	68,583.87	157,113.18	77,968.00
长期借款	89,845.00	110,612.00	190,314.00
应付债券	347,117.99	120,000.00	50,000.00
长期应付款	69,597.96	80,132.42	124,720.89
<b>总负债</b>	<b>887,320.02</b>	<b>722,547.89</b>	<b>591,574.17</b>
有息债务	723,343.80	490,637.22	434,111.37
所有者权益	1,149,385.20	714,626.33	480,583.35
营业收入	141,978.53	74,822.01	87,717.44
其他收益	14,000.00	7,200.00	0.00
营业利润	58,430.59	13,767.37	9,984.44
利润总额	58,390.96	13,729.52	9,409.38
经营活动产生的现金流量净额	218,330.86	18,942.02	-104,569.14
投资活动产生的现金流量净额	-327,100.39	-117,650.20	-61,118.92
筹资活动产生的现金流量净额	105,920.04	59,594.55	111,673.55
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	17.49%	27.39%	12.45%
收现比	1.07	0.42	0.52
产权比率	77.20%	101.11%	123.10%
资产负债率	43.57%	50.28%	55.18%
现金短期债务比	0.33	0.07	0.49
EBITDA（万元）	68,739.40	21,948.49	10,434.84
EBITDA 利息保障倍数	2.15	0.63	0.42
有息债务/EBITDA	10.52	22.35	41.60

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019年末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	业务性质
安顺市西秀工业园区开发建设有限公司	3,000.00	100.00%	商务服务业
安顺市西秀区新鑫源投资开发有限责任公司	10,000.00	100.00%	商务服务业
贵州安青新建投资开发有限责任公司	20,000.00	100.00%	商务服务业
安顺市西秀区物资供应有限公司	10,000.00	100.00%	批发业
贵州润安工贸有限公司	20,000.00	100.00%	批发业
贵州邓幺妹文化食品有限公司	500.00	80.00%	制造业
贵州虹智精密轴承有限责任公司	3,600.00	100.00%	制造业
贵州绿野芳田食品有限公司	8,000.00	100.00%	制造业
安顺市西秀区金穗农业发展融资担保有限责任公司	10,000.00	100.00%	服务业

资料来源：公司提供，中证鹏元整理。

### 附录三 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动资产} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息部分}$

## 附录四 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。