

2017 年襄城县灵武城市开发建设有限公司

公司债券 2019 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：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【567】号 01

债券简称：17 襄城灵武
债/17 襄城债

增信方式：保证担保

担保主体：重庆进出口
融资担保有限公司

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：
2024 年 11 月 10 日

债券偿还方式：按年付
息，同时设置本金提前
偿还条款，在存续期第
3-7 年末分别按照发行
总额的 20%偿还本金

分析师

姓名：
马琳丽 胡长森

电话：
010-662160006

邮箱：
mall@cspengyuan.com

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

2017 年襄城县灵武城市开发建设有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	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	2019 年 06 月 27 日	2018 年 06 月 27 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”）对襄城县灵武城市开发建设有限公司（以下简称“襄城灵武”或“公司”）及其 2017 年 11 月 10 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 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，工程施工收入保持增长，且未来收入来源仍较有保障，继续得到了当地政府的大力支持，并且重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）提供的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，资金压力较大，面临较大的刚性债务压力，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。2018 年襄城县实现 GDP 371.9 亿元，同比增长 8.7%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司工程施工收入保持增长，且未来收入来源仍较有保障。公司营业收入主要来自于工程施工业务。2018 年公司实现工程施工收入 6.95 亿元，同比增长 12.18%；公司主要在建的代建项目投资规模较大，未来工程施工收入来源仍较有保障。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2018 年襄城县人民政府对公司注入资本金 7.63 亿元，公司资本公积相应增加；此外，2018 年公司获得当地政府 1.40 亿元的补贴收入。

- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券提供的不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司面临较大的资金压力。**公司经营现金流持续大额流出，资金筹集依赖外部融资，截至 2019 年 3 月末，公司主要在建项目尚需投入资金 61.23 亿元，资金支出压力较大。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、土地资产和工程施工为主。2018 年末应收款项合计 26.45 亿元，占总资产的 24.60%；土地资产价值 27.83 亿元，占总资产的 25.88%，其中已抵押的土地资产价值 14.97 亿元；开发成本合计 35.51 亿元，占总资产的 33.02%，公司资产整体流动性较弱。
- **公司有息债务规模仍较大，面临较大的刚性债务压力。**2018 年末公司有息债务为 36.67 亿元，占总负债的 89.98%，2018 年 EBITDA 利息保障倍数为 1.37，公司面临较大的刚性债务压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保余额 17.32 亿元，占年末净资产的比重为 25.94%，均未设置反担保，公司存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,075,251.13	992,894.03	764,624.44
所有者权益	667,686.33	576,850.67	450,001.25
有息债务	366,740.40	382,168.58	294,875.10
资产负债率	37.90%	41.90%	41.15%
流动比率	16.26	18.38	14.46
营业收入	70,973.06	64,349.36	70,037.30
其他收益	14,000.00	10,000.00	0.00
营业外收入	0.00	4.00	10,620.00
利润总额	17,143.33	15,921.35	17,916.82
综合毛利率	16.05%	15.47%	20.01%
EBITDA	22,695.88	20,206.31	20,715.68
EBITDA 利息保障倍数	1.37	1.18	2.35
经营活动现金流净额	-56,216.03	-132,672.33	-92,186.56

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

重庆进出口担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	565,248.25	528,612.20	532,196.45
归属于母公司所有者权益合计	354,313.87	343,502.25	334,886.64
期末在保余额	-	3,031,571	3,470,705
担保风险准备金	152,565.91	135,597.57	133,007.50
融资担保放大倍数	-	8.46	7.58
当期担保代偿率	-	3.00%	3.79%

注：1、2016 年财务数据来自 2017 年审计报告期初（上期数）；2、“-”为未能获取数据。

资料来源：重庆进出口担保 2017 年、2018 年审计报告、重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

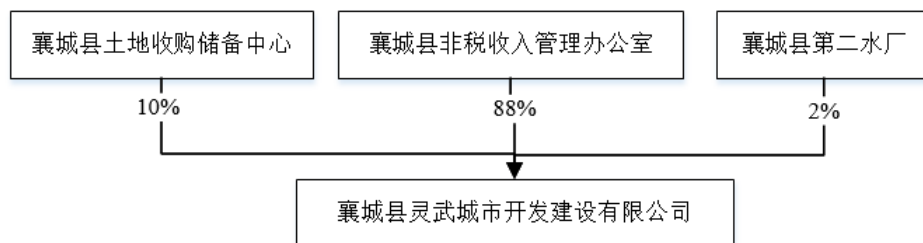
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年11月10日发行7年期10亿元公司债券，募集资金中6亿元用于襄城县电子商务创新创业园项目，4亿元计划用于补充流动资金项目。截至2019年3月21日，本期债券募集资金专项账户余额为15.33万元。

二、发行主体概况

2018年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，注册资本仍为25,000.00万元，襄城县非税收入管理办公室、襄城县土地收购储备中心及襄城县第二水厂持股比例分别为88%、10%和2%，襄城县非税收入管理办公室为公司控股股东和实际控制人。

图 1 截至 2018 年末公司产权控制关系图



资料来源：公司提供

2018年3月，公司董事由李伟刚、姚梦起变更为崔美佳、王盼盼；2018年5月，总经理由唐寅变更为徐斌；2018年12月监事由徐晓军变更为郭江培；2018年公司合并报表范围未变化。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年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，坚决打好三

大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，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 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，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），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），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。

2018 年下半年，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。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，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，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《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），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；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，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；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，依法合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。

表 1 2018 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
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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	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

	[2018]23号)		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
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)	国务院	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；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，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；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，依法合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

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

襄城县经济保持较快增长，城市基础设施建设领域仍有较大的发展空间

襄城县资源丰富，是河南省53个资源富县之一，烟叶种植历史悠久。襄城县建有两个省级产业集聚区，其中城北产业集聚区培育了新能源、装备制造、服装制鞋及卫生用品等主要特色产业，襄城县循环经济产业集聚区入驻企业包括上海宝钢、中国电力投资总公司、中国石化、中国平煤神马能源化工集团有限责任公司等。

2018年襄城县地区生产总值为371.9亿元，按可比价格计算，同比增长8.7%，增速加快。其中，第一产业增加值32.6亿元，同比增长4.0%，增速与上年持平；第二产业增加值177.0亿元，同比增长9.5%，增速较2017年提高4.3个百分点；第三产业增加值162.3亿元，同比增长8.9%。三次产业结构由2017年的9.3：49.2：41.5调整为2018年的8.8：47.6：43.6，第三产业占比2.1个百分点。按常住人口计算，2018年襄城县人均GDP为53,719元，为全国人均GDP的83.10%。

2018年襄城县全部工业实现增加值160.1亿元，同比增长9.1%，规模以上工业实现增加值同比增长9.4%，其中大型工业企业实现增加值69.5亿元，增长24%；中型工业企业实现增加值6亿元，下降10.5%；重工业增加值75.9亿元，增长14.9%，高技术产业实现增加值0.9亿元，增长8.4%。主要能源和原材料生产方面，全年焦炭产量320.2万吨，同比增长23%；洗煤产量53.2万吨，同比增长12.3%；小麦粉产量7.1万吨，同比下降18.4%。

从拉动地区经济增长的要素来看，投资、消费增速均有所下滑，进出口总额负增长。2018年襄城县固定资产投资同比增长9.5%，社会消费品零售总额同比增长10.3%，进出口

总额同比减少4.41%。招商引资方面，2018年全县实际到位境外资金8,024万美元，合同省外资金112亿元，到位省外资金44.64亿元。

表 2 襄城县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	371.9	8.7%	349.3	7.1%
第一产业增加值	32.6	4.0%	32.5	4.4%
第二产业增加值	177.0	9.5%	171.9	5.2%
第三产业增加值	162.3	8.9%	144.9	10.2%
工业增加值	160.1	9.1%	158.2	5.2%
固定资产投资	-	9.5%	321.7	13.5%
社会消费品零售总额	68.0	10.3%	85.2	12.1%
进出口总额（万美元）	8,209.0	-4.41%	8,588	8.17%
存款余额	288.2	1.7%	283.5	18.8%
贷款余额	194.1	11.2%	174.6	12.3%
人均 GDP（元）	53,719		50,763	
人均 GDP/全国人均 GDP	83.10%		85.75%	

注：人均 GDP 按照 GDP/常住人口计算。

资料来源：2017-2018 年襄城县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《襄城县十三五规划纲要》，“十三五”期间，襄城县将持续完善集聚区基础设施，加大产业集聚区生产性、生活性服务设施建设；建成省级科研平台10家；强化现代物流平台建设，积极推进智慧园区建设，加快建设电子商务区中园。未来，襄城县城市基础设施建设领域仍有较大的发展空间。

2018年襄城县实现公共财政收入19.00亿元，同比增长10.6%，其中税收收入13.32亿元，占公共财政收入比重为70.11%；实现政府性基金收入12.92亿元，同比增长70.53%；同期襄城县公共财政支出为41.37亿元，同比增长12.02%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为45.93%。

四、经营与竞争

公司作为襄城县重要的城市基础设施建设，承担着襄城县主要道路、水源工程和排水绿化等基础设施建设，业务具有较强的区域专营性。2018年公司实现营业收入7.10亿元，同比增长10.29%，其中工程施工收入为6.95亿元，占营业收入的比重达97.99%；公司综合毛利率为16.05%，变化不大。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	69,544.54	16.07%	61,994.48	14.65%
房屋出租	1,337.01	9.36%	1,916.22	22.67%
其他	91.51	100.00%	438.66	100.00%
合计	70,973.06	16.05%	64,349.36	15.47%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告

公司工程施工收入保持增长，且未来收入来源仍较有保障，但面临较大的资金压力

公司基础设施建设业务主要采用委托代建模式，公司主要与襄城县人民政府签订委托代建协议，然后将项目委托给其他单位进行具体施工建设。公司与襄城县人民政府的工程建设款的结算方式为按照项目进度确认的结算成本上浮一定比例结算当期工程建设款，公司每年与业主及建设单位就共同确认的工程建设进度，结算当年相应的工程建设款。公司与具体的建设单位结算当年建设成本，建设成本由建设单位的前期费用、全部工程施工费用、设备及工器具购置费用和工程建设管理成本和其他费用等投入构成，业主按照公司与建设单位确定的当期结算成本上浮一定比例，与公司结算当期工程建设款，公司据此确认工程施工收入。

2018年公司实现工程施工收入6.95亿元，同比增长12.18%，主要来自“76511”工程项目和东区域中村改造项目结算的收入；毛利率为16.07%，较2017年提高1.42%，主要系当年结算收入占比较高的“76511”工程和东区域中村改造项目的结算价款按照结算成本加成的比例较高所致。

表 4 公司工程施工收入明细（单位：万元）

年度	项目名称	结转成本	确认收入
2018 年	“76511”工程	21,590.65	25,908.78
	东区域中村改造项目	20,061.84	24,074.21
	汜城大道改建工程	5,007.31	5,858.57
	G311 线许襄界至库庄段大修工程	4,403.43	5,152.01
	襄城县百宁大道南延建设工程项目	3,878.14	4,537.42
	省道 238 线襄城县三里沟至白灌渠桥段拓宽改造工程	1,858.27	2,174.18
	迎宾路升级改造项目	871.47	1,019.62
	襄城县 X026 紫云镇至马涧沟改建工程	390.38	456.74
	创业路、建设路、百宁大道维修、挖补罩面工程	310.28	363.01
	合计	58,371.76	69,544.54
2017 年	兰南高速延长线	8,838.19	10,429.07

G311 线许襄界至库庄段大修工程	4,403.43	5,152.01
襄业路东段工程（产业集聚区）	4,139.75	4,843.51
襄城县百宁大道南延建设工程项目	3,878.14	4,537.42
襄城县烟城路西延升级改造三期项目	3,874.33	4,532.97
迎宾路升级改造项目	3,485.89	4,078.49
汜城大道改建工程	3,338.20	3,905.70
S238 线三里沟至田庄段大修工程	3,180.91	3,721.66
省道 238 线高庄至全庄段大修工程	2,588.24	3,028.24
襄业路、北二环、阿里山路中修挖补工程	2,012.26	2,354.34
襄城县襄禹路北延（文昌路-建设路）改建工程	1,742.95	2,039.25
S329 线湛北至十女口段大修工程	1,610.93	1,884.79
首山大道南延建设项目	1,490.03	1,743.34
一高环路新建工程	1,305.07	1,526.93
省道 238 线襄城县三里沟至白灌渠桥段拓宽改造工程	1,238.85	1,449.45
其他项目	5,784.03	6,767.32
合计	52,911.19	61,994.48

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年3月末，公司主要在建项目包括东区域城中村改造项目、襄城县电子商务创新创业园项目（本期债券募投项目）和回民村安置房项目等。襄城县电子商务创新创业园项目为本期债券募投项目，项目分南、北两个地块，总投资14.24亿元，截至2019年3月末，已投资10.64亿元，南、北地块建设主体均已完工，北地块部分已投入使用。截至2018年底，尚未实现收益。

截至2019年3月末，公司主要在建项目合计总投资97.60亿元，已完成投资36.37亿元，尚需投资61.23亿元，公司面临较大的资金压力。公司在建代建项目投资规模较大，未来工程施工收入仍较有保障。

表 5 截至 2019 年 3 月末公司在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	自建/代建
“76511”工程	458,000.00	122,347.00	代建
襄城县电子商务创新创业园	142,408.00	106,364.54	自建
回民村安置房项目	140,000.00	23,059.79	自建
东区域城中村改造项目	135,923.42	67,459.95	代建
三里沟安置小区项目	67,270.32	24,526.34	自建
烟城路西延（中段）安置房	22,769.92	15,852.85	自建
大食堂建设项目	6,000.00	2,124.99	自建
常庄市场改造提升建设项目	3,660.00	2,034.66	自建

合计	976,031.66	363,770.12	-
----	------------	------------	---

资料来源：公司提供

2018 年政府置换公司部分房产类、土地类和工程类资产，对公司土地开发和租房业务产生一定影响

根据襄城县人民政府办公室 2018 年 7 月印发的《襄城县人民政府关于置换襄城县灵武城市开发建设有限公司资产的通知》（襄政文[2018]32 号），襄城县人民政府决定将之前年度注入公司的部分资产按照置换资产注入时的评估价值由财政局以货币资金或其他经营资产等价置换，置换资产包括 4 宗土地、21 处综合用途房产和以及 4 项公租及廉租房项目，目前公司已收到部分置换资金，剩余款项计入其他应收款。

2018 年公司未实现土地开发收入，未来该业务收入的实现存在较大的不确定性

根据《关于成立襄城县城市开发建设办公室的通知》（襄政[2012]33 号），襄城县人民政府授权公司对城市规划区范围内的城市建设用地（县产业集聚区除外），按照城市规划和土地出让要求，对土地进行开发整理。针对具体的地块，公司与襄城县人民政府签订《土地整理开发项目委托开发协议》，由公司代表政府进行土地整理与开发，待开发整理地块完成验收后，进行相关价款结算，结算价款为土地开发总成本上浮一定的比例。公司作为委托开发方，与襄城县土地收购储备中心签订《土地整理开发项目委托代理协议》，由襄城县土地收购储备中心实施土地整理开发项目的立项、招标、施工、验收等相关事宜。同时，公司与襄城县财政局、襄城县土地收购储备中心签订了三方协议，由襄城县财政局统一对土地整理开发的收益和成本进行支付，公司根据《土地整理开发项目委托开发协议》获得相应的收益分配。受襄城县整体城市规划等因素影响，2018 年公司未实现土地开发收入，目前公司尚有部分开发整理土地，但无土地开发整理规划，未来该业务收入的实现存在较大的不确定性。

随着综合楼被置换出，公司房屋出租收入大幅下降

公司租房业务对公司营业收入形成一定补充。2018 年政府置换的资产包括部分综合楼。受此影响，公司房屋出租收入大幅下降，2018 年公司房屋出租收入为 1,337.01 万元，占当年营业收入的 1.88%，同比减少 30.23%；毛利率为 9.36%，较 2017 年下降 13.31 个百分点。

公司获得的外部支持力度仍较大

2018 年 12 月，根据《襄城县人民政府关于拨付襄城县灵武城市开发建设有限公司资本金的通知》，襄城县人民政府向公司注入资本金 7.63 亿元，公司资本公积相应增加。

2018 年 12 月，根据《襄城县人民政府关于拨付襄城县灵武城市开发建设有限公司补贴

的通知》，公司获得政府补贴收入1.40亿元，有效提升了公司的利润。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，报告采用新会计准则编制。2018年公司合并报表范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模略有增长，以应收款项、土地资产和工程施工为主，资产流动性较弱。2018年末公司资产规模为107.53亿元，同比增长8.29%。其中，流动资产占比为88.95%，较2017年末略有提升。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	21,361.01	1.99%	106,132.73	10.69%
应收账款	34,849.35	3.24%	26,930.14	2.71%
其他应收款	229,623.73	21.36%	109,597.04	11.04%
存货	661,284.04	61.50%	613,621.75	61.80%
流动资产合计	956,395.37	88.95%	861,389.80	86.76%
投资性房地产	29,901.15	2.78%	43,150.97	4.35%
在建工程	68,379.59	6.36%	57,630.72	5.80%
非流动资产	118,855.76	11.05%	131,504.24	13.24%
资产合计	1,075,251.13	100.00%	992,894.03	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货组成。2018年公司货币资金为2.14亿元，较2017年末大幅减少8.47亿元，主要系2018年公司工程建设项目投资较多所致；其中，受限货币资金为1.50亿元。2018年末公司应收账款为3.48亿元，同比增加29.41%，账龄均在1年以内，几乎全为应收襄城县财政局款项，坏账风险较小。公司其他应收款主要为应收的往来借款，2018年末账面余额为22.96亿元，同比大幅增长109.52%，占总资产的比重达21.36%，应收对象前五名合计占比74.87%。2018年末公司应收款项合计

26.45亿元，占总资产的24.60%，应收对象多为政府单位和国有企业，回款时间具有一定的不确定性；其他应收款部分应收对象为民营企业，需持续关注此部分借款未来的回收风险。

表 7 截至 2018 年末公司其他应收款金额前五单位明细（单位：万元）

债务人名称	款项性质	期末余额	占余额比重	账龄	企业性质
襄城县财政局	往来款	67,796.54	28.16%	1 年以内	政府单位
襄城县紫云建设投资有限公司	往来款	57,540.79	23.90%	1 年以内	国企
襄城县土地收购储备中心	往来款	28,144.30	11.69%	1 年以内	政府单位
襄城县利峰房地产开发有限公司	往来款	15,616.02	6.49%	1 至 2 年、2 至 3 年	民企
襄城县豫资城乡建设发展有限公司	往来款	11,147.80	4.63%	1 年以内、1 至 2 年	国企
合计	-	180,245.45	74.87%	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

公司存货主要为土地使用权和工程施工，2018年末为66.13亿元，同比增长7.77%，占总资产的比重达61.50%，其中工程施工为35.51亿元，土地使用权为27.83亿元。土地使用权为31宗土地，较上年减少2宗，系政府置换出4宗土地，公司通过“招拍挂”购进2宗土地。土地性质大多数为政府作价出资，土地类型为商住用地或居住用地，面积合计210.26万平方米，其中16宗土地已抵押，抵押土地账面价值合计14.97亿元。

公司非流动资产主要由投资性房地产和在建工程组成。2018年公司投资性房地产为2.99亿元，同比减少30.71%，主要系襄城县人民政府置换公司部分房产、公租房和廉租房所致。2018年末公司在建工程为6.84亿元，同比增长18.65%，主要系电子商务创新创业园项目账面价值增加。

总体来看，公司资产规模略有增长，但主要由应收款项、土地资产及工程施工构成，应收款项回收时间不确定，土地使用权和工程施工即时变现难度较大，且部分土地使用权已抵押，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入有所增长，但资产减值损失大增，利润依赖政府补贴

2018 年公司实现营业收入为 7.10 亿元，同比增长 10.29%，主要系工程施工收入增加；毛利率为 16.05%，变化不大。公司营业收入有所增长，但资产减值损失增加较大使得公司自身盈利下降。2018 年资产减值损失为 0.53 亿元，拖累公司利润，系应收款项计提坏账损失大幅增加所致。

2017-2018 年公司分别获得政府补贴款 1.00 亿元和 1.40 亿元，占利润总额的 62.81% 和 81.66%，公司利润依赖政府补贴。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	70,973.06	64,349.36
其他收益	14,000.00	10,000.00
营业利润	17,337.27	15,917.35
营业外收入	0.00	4.00
利润总额	17,143.33	15,921.35
综合毛利率	16.05%	15.47%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现仍较差，在建项目尚需较大规模投资，公司面临较大的融资压力

2018年公司收现比为0.92，经营收现情况尚可。2018年公司经营活动现金流入为23.31亿元，较2017年增加3.54亿元，主要系公司收到资金往来单位款项增加所致。2018年公司经营活动现金流出为28.93亿元，较2017年减少4.11亿元，主要系公司项目成本投入减少所致。由于支付的往来款项规模较大，2018年公司经营活动现金流仍净流出5.62亿元。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金从2017年的净流入0.78亿元转为净流出2.86亿元，主要系公司收到其他与投资活动有关的现金大幅减少所致。筹资活动方面，公司筹资活动现金流仍保持净流入，但净流入规模大幅减少至1亿元，主要系公司收到其他与筹资活动有关的现金减少，以及无发行债券收到的现金所致。截至2019年3月末，公司主要在建项目尚需投资61.23亿元，考虑到公司自身造血能较差，资金筹集依赖外部融资，未来公司面临较大的融资压力。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.92	1.07
销售商品、提供劳务收到的现金	65,074.64	68,871.25
收到的其他与经营活动有关的现金	167,998.37	128,820.47
经营活动现金流入小计	233,073.01	197,691.72
购买商品、接受劳务支付的现金	74,173.13	127,577.03
支付的其他与经营活动有关的现金	210,177.01	202,698.73

经营活动现金流出小计	289,289.04	330,364.05
经营活动产生的现金流量净额	-56,216.03	-132,672.33
投资活动产生的现金流量净额	-28,604.47	7,849.96
筹资活动产生的现金流量净额	10,048.78	179,381.54
现金及现金等价物净增加额	-74,771.71	54,559.16

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模仍较大，面临较大的刚性债务压力

2018年公司负债规模略有减少，所有者权益同比增长15.75%，主要系襄城县人民政府对公司注入资本金使得资本公积增加所致。2018年末公司产权比率为61.04%，权益对负债的覆盖程度尚可。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	407,564.80	416,043.36
所有者权益	667,686.33	576,850.67
产权比率	61.04%	72.12%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债仍以非流动负债为主，2018年末占比85.57%，占比略有下降。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3,000.00	0.74%	13,000.00	3.12%
应付票据	15,000.00	3.68%	0.00	0.00%
其他应付款	28,849.67	7.08%	25,708.53	6.18%
流动负债合计	58,824.40	14.43%	46,874.79	11.27%
长期借款	68,762.50	16.87%	68,500.00	16.46%
应付债券	96,225.00	23.61%	95,577.86	22.97%
长期应付款	183,752.90	45.09%	205,090.72	49.30%
非流动负债合计	348,740.40	85.57%	369,168.57	88.73%
负债合计	407,564.80	100.00%	416,043.36	100.00%
其中：有息债务	366,740.40	89.98%	382,168.58	91.86%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据和其他应付款组成。2018年末公司短期借款

共0.30亿元，均为保证借款。2018年末公司应付票据为1.50亿，均为商业承兑汇票。2018年末公司其他应付款为2.88亿元，同比增长12.22%，主要为应付各单位的往来款，应付对象前五名金额合计占比90.33%，其中，应付襄城县豫资城乡建设发展有限公司的欠款占比56.29%，应付襄城县茨沟乡人民政府欠款占比18.27%。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2018年末公司长期借款为6.88亿元，变化不大，均为保证借款，保证人为裕达公司。公司应付债券为本期债券。公司长期应付款主要为往来单位借款和融资租赁款等，2018年末为18.38亿元，占负债总额的比重为45.30%，包括应付中原豫资投资控股集团有限公司借款5.20亿元，应付河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司借款2.49亿元，应付建信资本管理有限责任公司借款3.98亿元以及应付融资租赁款6.70亿元。

截至2018年末，公司包括短期借款、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合计36.67亿元，较2017年末减少4.04%，占负债总额的比重为89.98%，公司面临较大的刚性债务压力。从有息负债偿期限结构来看，长期有息债务占比达95.09%。

从偿债能力指标来看，2018年公司资产负债率为37.90%，较2017年末下降4.00个百分点，主要系襄城县人民政府对公司注入资本金所致。2018年末公司流动比率和速动比率均有所下降，但仍处于较高水平。但公司流动资产中存货和应收款项占比较高，存货即时变现能力较弱，应收款项回收时间存在不确定性，公司即期偿付能力受限。2018年公司EBITDA略有增加，有息负债规模略有下降，导致EBITDA利息保障倍数上升至1.37。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	37.90%	41.90%
流动比率	16.26	18.38
速动比率	5.02	5.29
EBITDA（万元）	22,695.88	20,206.31
EBITDA 利息保障倍数	1.37	1.18
有息债务/EBITDA	16.16	18.91

资料来源：公司提供资料，公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

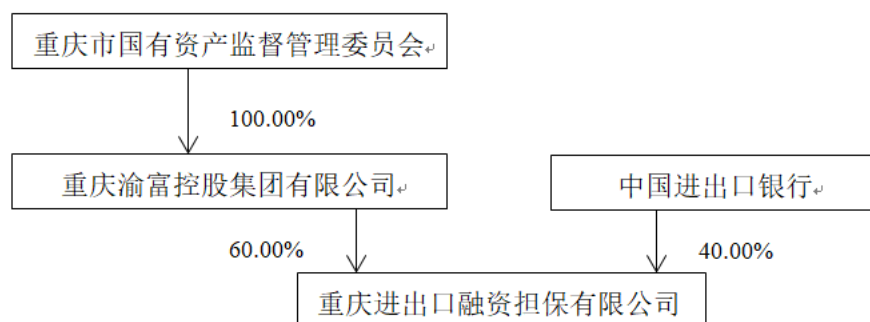
重庆进出口担保提供的不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由重庆进出口担保提供不可撤销连带责任保证担保。根据担保函，本次保证

范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；重庆进出口担保承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

重庆进出口担保成立于2009年，系由重庆渝富资产经营管理集团有限公司及中国进出口银行共同出资成立。2018年9月4日，重庆进出口担保第一大股东由重庆渝富资产经营管理集团有限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）。截至2019年5月末，重庆进出口担保注册资本和实收资本均为300,000万元，股东分别为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60.00%和40.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如图**所示。

图 2 截至 2019 年 5 月末重庆进出口担保股权结构



资料来源：重庆进出口担保提供

重庆进出口担保主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2016-2018年，重庆进出口担保分别实现营业收入66,816.97万元、53,323.91万元和45,379.63万元，其中已赚担保费收入规模下降较为明显。从收入构成情况来看，已赚担保费、利息收入和投资收益占比分别为59.90%、18.96%和18.73%，已赚担保费仍是重庆进出口担保最主要收入来源。

表 13 2016-2018 年重庆进出口担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	27,181.82	59.90%	33,714.78	63.23%	47,753.83	71.47%
手续费及佣金收入	287.23	0.63%	41.75	0.08%	214.54	0.32%
利息收入	8,604.58	18.96%	7,065.40	13.25%	7,174.64	10.74%
投资收益	8,500.25	18.73%	11,385.96	21.35%	11,405.65	17.07%
其他业务收入	632.84	1.39%	1,038.01	1.95%	243.79	0.36%

资产处置收益	0.00	0.00%	-0.99	0.00%	24.52	0.04%
其他收益	172.90	0.38%	79.00	0.15%	0.00	0.00%
营业收入	45,379.63	100.00%	53,323.91	100.00%	66,816.97	100.00%

资料来源：重庆进出口担保提供

截至2018年12月末，重庆进出口担保资产总额56.52亿元，归属于母公司所有者权益为35.43亿元；2018年重庆进出口担保实现营业总收入45,379.63万元，利润总额17,527.99万元。

表 14 重庆进出口担保主要财务指标（万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	565,248.25	528,612.20	532,196.45
归属于母公司所有者权益合计	354,313.87	343,502.25	334,886.64
现金类资产	62,247.53	120,799.91	132,209.27
营业总收入	45,379.63	53,323.91	66,816.97
已赚担保费	27,181.82	33,714.78	47,753.83
利息收入	8,604.58	7,065.40	7,174.64
投资收益	8,500.25	11,385.96	11,405.65
利润总额	17,527.99	16,154.75	30,035.06
净资产收益率	4.39%	3.87%	7.60%
当期担保发生额	-	813,023	1,791,559
期末在保余额	-	3,031,571	3,470,705
担保风险准备金	152,565.91	135,597.57	133,007.50
融资担保放大倍数	-	8.46	7.58
当期担保代偿率	-	3.00%	3.79%

注：1、2016年财务数据来自2017年审计报告期初（上期数）；2、“-”为未能获取数据。

资料来源：重庆进出口担保2017年、2018年审计报告、重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为AA+，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的安全性。

七、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2016年1月1日至报告查询日（2019年6月4日），公司本部有3笔历史欠息记录，如表15所示。此外，公司本部有2笔关注类贷款，贷款余额合计17,825.00万元，根据中国农业银行股份有限公司襄城支行出具的说明，该2笔贷款划分为关注类主要系银行内部管理要求。

根据公司提供的全资子公司襄城县襄鑫城乡建设投资发展有限公司（以下简称“襄鑫公司”）企业信用报告，2016年1月1日至报告查询日（2019年6月4日），襄鑫公司有1笔历史欠息记录，如表15所示。

除上述事项外，2016年1月1日至报告查询日（2019年6月4日），公司本部及各子公司不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

表 15 2016 年 1 月 1 日至报告查询日公司本部及子公司欠息记录（单位：元）

单位	授信机构	历史最高欠息金额	首次欠息发生日期	最后一次结清日期	欠息原因
公司本部	中国农业银行有限公司河南省分行	606,967.85	2017/2/21	2017/2/22	-
	河南襄城农村商业银行股份有限公司	79,800.00	2016/10/21	2016/10/26	-
	洛阳金融租赁股份有限公司	937,550.25	2019/4/18	2019/5/26	公司财务人员账务处理失误
襄城县襄鑫城乡建设投资发展有限公司	河南襄城农村商业银行股份有限公司	115,710.00	2016/10/21	2016/10/26	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保余额合计17.31亿元，占年末所有占权益的25.94%，被担保对象为国企和公立学校，其中对裕达公司的担保余额为15.87亿元，裕达公司的实际控制人为襄城县国有资产监督管理局，同时裕达公司对公司6.88亿元长期借款提供担保，即公司与裕达公司存在互保。根据公司提供的企业信用报告，截至报告查询日（2019年6月4日），公司本部有担保金额为17,065.46万元的保证担保被列为关注类，公司存在一定的或有负债风险。

表 16 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保余额	是否有反担保	企业性质
襄城县紫云建设投资有限公司	20,000.00	否	国企
襄城县裕达开发投资有限责任公司	158,684.61	否	国企
河南省襄城县实验高级中学	3,000.00	否	公立学校
河南省襄城高中	11,500.00	否	公立学校
合计	173,184.61	-	-

资料来源：公司提供，国家企业信用信息公示系统

八、评级结论

2018年襄城县经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的基础；公司作为襄城县重要的基础设施建设主体，工程施工收入保持增长，且未来收入来源仍较有保障，继续获得较大的外部支持；重庆进出口担保提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

同时中证鹏元关注到，公司资产以应收款项、土地资产和工程施工为主，应收款项回款时间不确定，土地资产和工程施工集中变现较为困难，公司资产流动性较弱；公司经营活动持续大额净流出，在建项目需要尚需投入大量资金，公司面临较大的资金压力；公司有息债务规模仍大，面临较大的刚性债务压力；对外担保余额较大，均未设置反担保，公司存在一定或有负债风险。

基于以上分析，中证鹏元维持公司长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	21,361.01	106,132.73	26,573.57
其他应收款	229,623.73	109,597.04	83,755.22
存货	661,284.04	613,621.75	520,291.72
资产总计	1,075,251.13	992,894.03	764,624.44
短期借款	3,000.00	13,000.00	26,000.00
长期借款	68,762.50	68,500.00	55,000.00
应付债券	96,225.00	95,577.86	0.00
长期应付款	183,752.90	205,090.72	213,875.10
负债合计	407,564.80	416,043.36	314,623.19
有息债务	366,740.40	382,168.58	294,875.10
所有者权益	667,686.33	576,850.67	450,001.25
营业收入	70,973.06	64,349.36	70,037.30
其他收益	14,000.00	10,000.00	0.00
营业利润	17,337.27	15,917.35	8,412.83
营业外收入	0.00	4.00	10,620.00
利润总额	17,143.33	15,921.35	17,916.82
经营活动产生的现金流量净额	-56,216.03	-132,672.33	-92,186.56
投资活动产生的现金流量净额	-28,604.47	7,849.96	-78,235.78
筹资活动产生的现金流量净额	10,048.78	179,381.54	168,840.49
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	16.05%	15.47%	20.01%
收现比	0.92	1.07	1.63
产权比率	61.04%	72.12%	69.92%
资产负债率	37.90%	41.90%	41.15%
流动比率	16.26	18.38	14.46
速动比率	5.02	5.29	3.08
EBITDA（万元）	22,695.88	20,206.31	20,715.68
EBITDA 利息保障倍数	1.37	1.18	2.35
有息债务/EBITDA	16.16	18.91	14.23

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年末纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股 比例	主营业务
襄城县襄鑫城乡建设 投资发展有限公司	44,500.00	100.00%	城乡建设及投资，建设项目的投资，投资咨询
襄城县东城建设投资 有限公司	3,000.00	51.00%	新型城镇化建设投资、新农村建设投资，房地产 开发，对国家相关政策允许的项目进行投资

资料来源：公司 2018 年审计报告

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	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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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。