信用等级公告

联合〔2019〕2192号

联合资信评估有限公司通过对南宁绿港建设投资集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南宁绿港建设投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，“18绿港MTN001”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

二〇一九年七月二十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

南宁绿港建设投资集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	本次评级结果	上次评级结果
18绿港MTN001	5亿元	2023/3/20	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019年7月23日

财务数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
现金类资产(亿元)	5.87	5.81	4.60	6.22
资产总额(亿元)	98.79	111.24	121.58	123.89
所有者权益(亿元)	33.47	32.83	33.46	33.55
短期债务（亿元）	1.81	4.18	14.80	8.95
长期债务(亿元)	37.35	38.47	24.25	29.83
全部债务(亿元)	39.16	42.64	39.05	38.77
营业收入(亿元)	3.01	8.08	10.27	1.65
利润总额(亿元)	0.70	0.59	1.08	0.15
EBITDA(亿元)	0.72	0.72	1.23	--
经营性净现金流(亿元)	-11.85	-2.95	6.28	3.03
营业利润率(%)	17.49	12.57	11.22	15.08
净资产收益率(%)	1.26	1.19	2.24	--
资产负债率(%)	66.11	70.49	72.48	72.92
全部债务资本化比率(%)	53.92	56.50	53.86	53.61
流动比率(%)	879.51	614.48	309.89	363.81
经营现金流动负债比（%）	-112.46	-18.88	18.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	54.24	59.13	31.78	--
EBITDA利息倍数(倍)	0.41	0.29	0.54	--

注：2019年1季度财务数据未经审计

分析师：张建飞　黄琪融
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

南宁绿港建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是南宁经济技术开发区（以下简称“南宁经开区”）重要的基础设施建设主体，跟踪期内，公司债务负担有所减轻，收入及利润规模保持增长，并在财政补贴和债务置换等方面继续得到南宁市及南宁经开区的支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性较弱，房地产开发项目周期长、投资规模较大以及存在较大短期偿债压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着南宁经开区的不断开发，区内基础设施建设仍有较大发展空间；同时，随着区内基建配套的不断完善，入驻企业也有望进一步增多，为公司标准厂房销售、出租提供良好支撑；随着未来已签约商品住宅的集中交房以及商品贸易业务的不断成熟，公司收入水平有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“18绿港MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，南宁市及南宁经开区经济稳步发展，公司发展的外部环境良好。
2. 公司业务较为多元化，在南宁经开区内具有较强的竞争优势。
3. 跟踪期内，公司在财政补贴及债务置换方面获得南宁市及南宁经开区的支持。

关注

1. 公司标准厂房和房地产项目存在一定去化压力，在建房地产项目尚需投资规模较大，未来面临较大的投资压力；未来房地产及标准厂房销售易受当地经济发展及房地产行业景气度影响，存在一定不确定性。
2. 公司资产以往来款、在建基础设施项目和

房地产项目投入及投资性房地产为主；其他应收款对资金形成一定占用；投资性房地产易受公允价值损益波动影响，公司整体资产流动性较弱。

3. 公司存在较大短期偿债压力。
4. 公司对外担保及经济纠纷可能带来一定的或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由南宁绿港建设投资集团有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

南宁绿港建设投资集团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”）关于南宁绿港建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构及实际控制人未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 11.64 亿元，股东为南宁能达资产管理公司（持股 95.71%）、南宁经济技术开发区后勤服务中心（持股 3.65%）和南宁经济技术开发区投资服务中心（持股 0.64%）；南宁能达资产管理公司是南宁经济技术开发区管理委员会（以下简称“南宁经开区管委会”）下属的国有独资企业，南宁经济技术开发区后勤服务中心和南宁经济技术开发区投资服务中心均为南宁经开区管委会下属的事业单位，公司实际控制人为南宁经开区管委会。

跟踪期内，公司职能定位、经营范围和组织架构未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司内设办公室、人力资源部等 10 个职能部门（见附件 1-1）；拥有纳入合并范围的子公司 12 家（见附件 1-2）。

截至 2018 年底，公司资产总额 121.58 亿元，所有者权益合计 33.46 亿元（含少数股东权益 0.40 亿元）。2018 年公司实现营业收入 10.27 亿元，利润总额 1.08 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 123.89 亿元，所有者权益合计 33.55 亿元（含少数股东权益 0.40 亿元）。2019 年 1~3 月公司实现营业收入 1.65 亿元，利润总额 0.15 亿元。

公司住所：南宁市那洪大道 12 号创意产业园 A 栋第 8 层 801 室；法定代表人：龚国强。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪评级报告出具日，公司经联合资信所评级存续债券为“18 绿港 MTN001”，债券余额 5 亿元，期限 5 年，按年付息，到期一次性还本。跟踪期内，公司按时足额支付当期利息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	起息日	票面利率
18 绿港 MTN001	5.00	2018/3/20	7.00

资料来源：联合资信整理

“18 绿港 MTN001”募集资金 4 亿元用于归还到期的金融机构借款本息及到期债券利息，1 亿元用于补充公司运营资金。截至评级报告出具日，募集资金已使用 4.93 亿元，其中 3.93 亿元用于归还到期的金融机构借款本息及到期债券利息，1 亿元用于补充公司营运资金；尚未使用规模 0.07 亿元。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回

落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分

别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

（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，城投公司快速增加，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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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公司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。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投债券相关的主要政策

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，依法实施破产重整或清算，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》国发办〔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〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 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各种形式的担保、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

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业展望

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公司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。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

公司是南宁经济技术开发区（以下简称“南宁经开区”）从事基础设施建设的重要经营实体。南宁市及南宁经开区的经济发展水平、招商引资能力和政策环境变化都对公司经营活动产生重大影响。

南宁市

根据《南宁市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，南宁市实现地区生产

总值按可比价计算，较上年增长 5.4%，增速有所放缓。按常住人口计算，全市人均地区生产总值比上年增长 4%。三次产业中，第一产业增加值比上年增长 4.3%；第二产业增加值比上年增长 2.2%；第三产业增加值比上年增长 7.8%；三次产业的比重为 10.5：30.4：59.1。与 2017 年比较，第一产业比重上升 0.7 个百分点，第二产业比重下降 8.4 个百分点，第三产业比重上升 7.7 个百分点。

2018 年南宁市全年全部工业总产值比上年增长 5.3%。规模以上工业总产值比上年增长 5.2%；全年全部工业增加值比上年增长 1.6%。

2018 年南宁市全年完成固定资产投资较上年增长 9.2%，增速有所放缓。第一产业投资比上年下降 0.9%；第二产业投资比上年增长 13.9%，其中，工业投资比上年增长 8.7%；第三产业投资比上年增长 11.8%。固定资产投资增长较快的行业主要为采矿业、建筑业、教育业、文化体育和娱乐业等行业。全年房地产开发投资 1106.36 亿元，比上年增长 15.5%。其中，商品住宅投资 772.04 亿元，比上年增长 13.7%；办公楼投资 62.95 亿元，比上年下降 4.5%；商业营业用房投资 98.41 亿元，比上年增长 27.0%。商品房施工面积 8129.81 万平方米，比上年增长 13.4%；商品房竣工面积 792.21 万平方米，比上年增长 37.0%；商品房销售面积 1745.19 万平方米，比上年增长 13.0%；商品房销售额 1358.14 亿元，比上年增长 13.1%。南宁市固定资产投资增速有所放缓，经济发展对固定资产投资依赖程度较高。

2018年，南宁市实现财政收入753.20亿元，较上年增长9.5%。其中一般公共预算收入358.96亿元，较上年增长8.1%。一般公共预算收入中，税收收入261.38亿元，较上年增长5.4%。全年一般公共预算支出697.93亿元，较上年增长8.0%。投向公共安全、医疗卫生及计划生育、城乡社区的支出增长较快。其中，公共安全支出53.06亿元，较上年增长19.7%；医疗卫生及计划生育支出70.36亿元，较上年增长15.1%；城乡社区支出113.70亿元，较上年增长14.0%。

南宁经开区

南宁经开区创建于1992年，于2001年经国务院批准为国家级经济技术开发区。南宁经开区位于南宁市的南部，由中心区和空港经济区两大部分组成。其中中心区将优化产业布局，发展企业总部经济、打造南宁生物医药产业园作为未来的重点。空港经济区主要依托南宁吴圩国际机场进行发展，规划总面积120平方公里，将重点引进空港物流、航空食品、轻型电子和新材料、生物制药及商业住宅配套产业。

根据南宁经开区政府网站公开披露信息，2018 年，南宁经开区全年规模以上工业增加值同比下降 8.0%；规模以上工业总产值同比下降 8.02%。2018 年全年固定资产投资同比增长 14.00%，其中工业投资同比增长 36.58%。全年社会消费零售总额同比增长 5.0%，进出口总额 16.76 亿元，同比增长 13.16%。

根据《关于南宁经济技术开发区2018年预算执行情况和2019年预算草案的报告》，2018年南宁市经开区一般公共预算收入13.92亿元，较上年下降0.53%，保持稳定；其中，税收收入完成13.06亿元，较上年增长20.9%；非税收入完成0.85亿元，较上年下降73.19%，主要系2017年南宁市轨道二号线江南站及南宁市水塘江综合整治工程项目的征地拆迁补偿款1.59亿元属于一次性收入，造成南宁经开区非税收入下降幅度较大。2018年南宁经开区获得上级补助收入3.13亿元；政府性基金预算总收入2985万元，较上年增长0.81%，保持稳定。

债务负担方面，截至 2018 年末，南宁经开区地方债务余额 17.15 亿元，其中一般债务余额 4.03 亿元、专项债务余额 13.12 亿元；整体债务负担较重。

总体看，跟踪期内，南宁市经济保持稳步增长，固定资产投资增速有所放缓；财政收入保持增长；整体经济发展情况良好。南宁经开

区规模以上工业增加值及产值有所下降，固定资产投资保持较高增速；一般预算收入保持稳定，但整体政府债务负担较重。

六、基础素质分析

公司主要负责南宁经开区内的市政基础设施项目代建，并通过开展标准厂房和商品房开发销售、建材购销贸易、物业管理等经营性业务，提升公司的盈利能力和造血能力；此外，公司还通过设立融资担保公司为园区内入驻企业提供担保服务。作为南宁经开区重要的开发建设主体，公司在区域内基础设施建设、工业厂房开发等方面承担了多项职能，区域竞争力较强。

跟踪期内，公司获得南宁市及南宁经开区财政局在政府补助及债务置换方面的支持。2018年及2019年1—3月，公司获得南宁市及南宁经开区财政局政府补贴分别为943.30万元、320.73万元，主要为公司基础设施建设、保障房建设和标准厂房建设补助资金，计入“其他收益”及“营业外收入”。

2018年，根据《2018年广西壮族自治区公开发行政府债券置换存量债务协议》，经南宁经开区财政局认可，同意使用2018年广西壮族自治区公开发行政府置换专项债券资金偿还公司“14南宁绿港债”1.00亿元本金。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1045010500144350D），截至2019年6月24日，公司本部无未结清不良或关注类贷款；已结清的信贷信息记录中存在1笔关注类贷款，该笔借款已于2007年结清。

七、管理分析

跟踪期内，经南宁经开区管委会同意，公司调整了董事会、监事会成员及部分高级管理人员，并对公司章程进行了修订；调整后，公司董事会成员7人，监事会成员3人，仍符合公司章程规定。除上述变动外，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是南宁经开区基础设施建设的重要主体，主要负责南宁经开区内的市政基础设施项目代建，并开展标准厂房和商品房开发销售、建材购销贸易、物业管理等经营性业务。

2018 年，公司实现营业收入 10.27 亿元，较上年增长 27.07%，主要来自销售房产、销售商品及出售投资性房地产收入（计入其他业务收入）增长；从收入构成看，销售商品收入和销售房产收入分别占营业收入的 61.75%和 8.09%，是公司营业收入的主要来源。2018 年，公司综合毛利率 13.01%，较上年下降 2.24 个百分点。

2019年1—3月，公司实现营业收入1.65亿元，相当于2018年全年的16.07%；主要包括销售房产收入0.53亿元、销售商品收入0.77亿元。当期，公司综合毛利率为18.06%。

表 3　公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
销售房产	5635.51	6.97	-1.26	8313.22	8.09	6.75	5261.37	31.96	21.92
工程管理费	661.90	0.82	100.00	525.32	0.51	100.00	84.61	0.51	100.00
销售商品	60846.49	75.29	1.46	63417.99	61.75	1.90	7670.10	46.58	2.78
租赁业务收入	6455.17	7.99	96.41	6211.53	6.05	76.75	984.98	5.98	99.32
其他	2584.41	3.20	37.17	8854.44	10.14	19.15	1611.66	9.79	16.66
主营业务收入	**76183.49**	**94.26**	**11.68**	**87322.51**	**85.03**	**10.03**	**15612.71**	**94.82**	**17.28**
其他业务收入	**4635.18**	**5.74**	**73.88.**	**15376.34**	**14.97**	**29.97**	**852.20**	**5.18**	**32.34**
合计	**80818.66**	**100.00**	**15.25**	**102698.84**	**100.00**	**13.01**	**16464.91**	**100.00**	**18.06**

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

注：2017 年及 2019 年 1 季度公司销售房产收入包括厂房销售收入及商品房销售收入，2018 年商品房销售收入计入“其他业务收入-出售投资性房地产收入”；主营业务中其他收入包括物业管理费收入、绿化养护收入、保费相关收入以及建筑工程收入；其他业务收入包括租金收入、水电费收入以及出售投资性房地产收入

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设业务

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变化。南宁经开区管委会授权公司从事南宁经开区内道路、学校等基础设施建设工作。公司通过政府拨款、财政补助、自筹等方式筹集建设资金对南宁经济技术开发区范围的基础设施项目进行投资建设。公司在建项目均采取与委托人签订代建协议的模式进行；公司每年按照施工进度向南宁经开区财政局申请代建工程项目的工程款；经审批后，南宁经开区财政局将工程进度款拨付至公司；待项目竣工决算通过审计后，公司将完工项目移交给委托人，南宁经开区财政局与公司确认工程结算余款并拨付至公司。代建模式下公司每年按施工进度收取一定比例的工程管理费（管理费比例根据项目规模而定）作为工程管理费收入。

账务处理方式上，公司只确认代建管理费，公司收到的建设款项体现在“专项应付款”科目，建设过程中，在建工程体现在“存货”科目，项目完成移交后，项目从“存货”科目移出，并冲减相应的“专项应付款”。2018年，公司确认管理费收入525.32万元，主要来自国凯大道东延长线工程、北部湾1号路工程等；同比下降20.63%，主要受施工进度以及南宁经开区管委会实际核定拨付情况影响。2019年1季度，公司确认代建管理费收入84.61万元。该业务毛利率为100%。

截至2019年3月底，公司在建和拟建的基础设施项目主要包括友谊路、吴圩镇光明路、吴圩镇1、2、3号路、铁山港西路等，总投资合计38.48亿元，已投资23.02亿元，尚需投资15.46亿元。公司在建及拟建项目较多，截至2019年3月底，公司已收到政府拨付的建设资金30.00亿元，基础设施代建项目资金主要来自政府拨款，公司自筹压力不大。

表 4 截至 2019 年 3 月底公司在建及拟建项目情况（单位：万元）

在建项目		
项目名称	**总投资**	**截至 2019 年 3 月底累计投资额**
友谊路工程	163100.00	163100.00
吴圩镇光明路一期工程	37000.00	13213.00
吴圩镇光明路二期工程	34000.00	23762.20
吴圩镇 1 号路	16709.54	4080.00
吴圩镇 2 号路	12174.46	760.00
吴圩镇 3 号路	18680.00	8168.08
洪运路（洪历路-国凯大道西延长线）	4781.67	4500.00
洪运路（南站大道-金凯路西段）		
铁山港西路(铁山港一支路-铁山港三支路)	15000.00	1045.94
高岭西路	11337.00	1016.26
海城路（留村路-壮锦大道延长线）	8400.00	3800.00
北部湾 1 号路	14747.20	4793.31
黄茅坪村三组安置用地周边山体挖运放坡工程	3000.00	877.26
广西医疗器械检测中心项目	3500.00	1000.00
吴圩镇 11 号路	11340.00	50.00
在建项目小计	**353769.87**	**230166.05**
拟建项目		
项目名称	**总投资**	**计划工程周期**
经开区第一小学运动场场地平整工程	250.00	2019—2020 年

国凯二支南路工程	1043.37	2019—2021 年
国凯一支南路工程	892.08	2019—2021 年
现代产业园 ABC 地块场平工程	110.35	2019—2020 年
吴圩镇 5 号路工程	150.00	2019—2020 年
吴圩镇 B 区场地平整工程	100.00	2019—2020 年
吴圩镇 17 号路	500.00	2019—2020 年
沙井货运中心道路配套工程【同兴路跨线桥（洪历路-海城路）】	28000.00	2019—2020 年
拟建项目小计	**31045.80**	--
合计	**384815.67**	--

资料来源：公司提供

注：友谊路工程已基本完工，但尚未移交

（2）标准厂房业务

公司标准厂房业务由子公司南宁嘉通置业有限责任公司（以下简称“嘉通置业”）负责。公司标准厂房建设资金来源于自有资金和外部融资，待项目完工后，公司将其出售给南宁经开区内入驻企业实现收入。

表 5　2017—2018 年及 2019 年 1 季度公司标准厂房收入结转情况（单位：平方米、万元）

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
结转面积	13428.18	45040.59	11121.81
确认收入	3295.18	17010.09	3999.40

资料来源：公司提供

注：2018 年确认收入中 8313.22 万元（25735.27 平方米）计入“主营业务收入-销售房产收入”，8696.87 万元（19305.32 平方米）计入“其他业务收入-出售投资性房地产收入”；2019 年 1 季度确认收入中 3519.40 万元（10083.81 平方米）计入“主营业务收入-销售房产收入”，480.00 万元（1038.87 平方米）计入“其他业务收入”

近年来，公司已完工在售的标准厂房项目主要包括金凯南标准厂房、现代标准厂房、宏象标准厂房、创意标准厂房、银凯一区厂房等。2018年，公司厂房销售结转收入面积4.50万平方米，确认销售收入1.70亿元，其中8313.22万元（25735.27平方米）计入“主营业务收入-销售房产收入”，8696.87万元（19305.32平方米）计入“其他业务收入-出售投资性房地产收入”[1]；当期房产销售毛利率为6.75%，同比上升8.01个百分点。2019年1季度，公司厂房销售结转收入面积1.11万平方米，确认收入0.40亿元；其中3519.40万元（10083.81平方米）计入“主营业务收入-销售房产收入”，480.00万元（1038.87平方米）计入“其他业务收入”。为了更好地完成标准厂房建设任务，根据南宁市人民政府各年印发的《南宁市标准厂房建设实施方案》，公司将享受南宁市财政局划拨的标准厂房建设项目补助资金，2018年，公司收到补贴资金567.00万元。

从签约去化情况来看，2018 年，公司标准厂房实现签约销售金额 3.78 亿元，签约销售面积 12.03 万平方米，厂房销售情况较上年明显好转。2018 年整体签约均价 3142.14 元/平方米，较上年有所提高。

表 6　公司标准厂房签约销售情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
签约销售面积	1.92	12.03	0.56
签约销售金额	0.56	3.78	0.25
签约销售均价	2922.99	3142.14	4464

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在售标准厂房总面积 40.37 万平方米，已售面积 20.51 万平方米，剩余可售面积 19.86 万平方米，整体销售进度一般。

表 7　截至 2018 年底公司标准厂房在售项目情况

（单位：平方米、%）

名称	总面积	剩余可售面积	已售面积	销售进度

[1] 公司部分厂房主要用于自持及出租，计入“投资性房地产”，该部分的厂房出售形成的收入计入“其他业务收入-出售投资性房地产收入”

银凯工业园孵化产	104863.17	62475.39	42387.78	40.42
金凯南标准厂房	155839.50	54819.07	101020.43	64.82
现代标准厂房	61775.37	39083.53	22691.84	36.73
宏象标准厂房	30161.40	14761.51	15399.89	51.06
创意标准厂房	51039.47	27471.01	23568.46	46.18
合计	**403678.91**	**198610.51**	**205068.40**	**50.80**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司在建厂房为科创产业园项目，该项目建筑面积 10.41 万平方米，计划总投资额为 4.60 亿元，已投资 0.75 亿元，尚需投资 3.85 亿元。

总体看，跟踪期内，公司标准化厂房销售情况明显改善，但整体去化进度一般，考虑到随着南宁经开区内基建配套的不断完善，入驻企业有望进一步增多，将为公司标准厂房去化提供一定支撑；但同时标准厂房销售受当地经济发展影响较大，未来标准厂房销售进度及销售价格存在一定不确定性。

（3）房地产业务

公司的房地产业务由子公司嘉通置业负责，经营区域集中在南宁经开区范围内；目前公司主要房地产项目为北部湾科技园总部基地一期工程（以下简称“总部基地项目”）和新港家园安置房项目。

2015 年起公司开始总部基地项目建设工作，项目资金来源于公司自有资金和外部融资，项目完工后出售或出租给南宁经开区内入驻企业或个人。总部基地项目分为 A、B、C 三区，均为办公楼，预计总投资 51.25 亿元。截至 2019 年 3 月底，总部基地项目已完成投资 27.12 亿元。其中 B 区已完工并于 2015 年开始销售；C 区尚在建设中，已取得预售证，预计 2019 年 12 月完工；A 区计划由办公楼项目改建为住房项目，目前暂停施工，正在办理相关地块及项目变更手续，预计 2019 年底重新开工。截至 2019 年 3 月底，总部基地累计合同销售面积 6.22 万平方米，累计合同销售金额 5.67 亿元，累计收到预售款等款项 2.85 亿元；2018 年，总部基地项目当期合同销售面积 4720.26 平米，合同销售金额 4459.44 万元；当年确认销售面积 5578.00 平方米，确认销售收入 4586.77 万元（计入“其他业务收入-出售投资性房地产收入”）；2019 年 1—3 月，总部基地项目当期合同销售面积 3767.46 平方米，合同销售金额 2961.50 万元；当年确认销售面积 3071.40 平方米，确认销售收入 1741.97 万元。截至 2019 年 3 月底，总部基地项目剩余可售或可租面积 42.14 万平方米，主要集中于 B 区及 C 区；其中已签订销售意向书、合同或者正在销售洽谈中的面积为 6.20 万平方米，计划用于自持的面积为 4.77 万平方米，其余部分仍存在一定销售或出租压力。

新港家园安置房项目于 2015 年开工，由公司通过自有资金及银行贷款进行建设；待项目完工审计后，部分住宅将作为安置房由南宁经开区管委会回购并分配给棚户区居民作拆迁补偿，剩余部分住宅按市场价格出售。新港家园项目计划总投资 15.38 亿元，截至 2019 年 3 月底，已完成投资 9.30 亿元，尚需投资 6.08 亿元。新港家园项目总建筑面积 40.59 万平方米，其中安置房面积 13.32 万平方米，商品房面积 19.20 万平方米，地下室面积 8.07 万平方米。根据公司与南宁经开区管委会签订的《吴圩回建安置 A 地块农民回建房项目合作协议》，公司建设不少于 8.50 万平方米的安置房物业，由南宁经开区管委会按 3350 元/m^2 标准出资回购。截至 2019 年 3 月底，新港家园安置房部分已回购面积 8.50 万平方米，回购总金额 2.85 亿元，已收到款项 1.42 亿元，但尚未确认收入，其余款项待交房后支付；商品房部分已完成预售面积 4.48 万平方米，收到预售款 1.75 亿元；此外，2017 年底南宁经开区管委会与公司签署了《南宁经开区吴圩镇平丹村片区棚户区改造项目以购代建房源购买协议书》，南宁经开区购买公司新港家园项目商品房 8.79 万平方米作为棚改安置房源，购买价款 3.90 亿元；截至 2019 年 3 月底已到位 3.71 亿元，但尚未确认收入，预计 2019 年 12 月份项目完工交付后确认相关预售收入。

从签约去化情况来看，2018 年，公司实现签约销售金额 0.94 亿元；签约销售面积 1.05 万平方米，销售金额及销售面积均较上年下降。

表 8　2017—2018 年公司商品房签约销售与结转情况

项目名称	2017 年	2018 年
签约销售面积（万平方米）	15.03	1.05
签约销售金额（亿元）	7.63	0.94
结转收入面积（万平方米）	0.29	0.56
结转收入（亿元）	0.23	0.46

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司共拥有用于房地产开发的土地储备面积 8.50 万平方米（仅包含商住及商办项目，不含标准厂房项目），账面价值 1.60 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司在建房地产开发项目主要为新港家园、绿港云海湾、总部基地项目等；计划总投资 85.59 亿元，已完成投资 41.17 亿元，尚需投资 44.42 亿元。

表 9　截至 2019 年 3 月底公司在建房地产开发项目

（单位：亿元）

项目名称	总投资	累计投资	尚需投资	预计完工时间
新港家园	15.38	9.30	6.08	2019.12
爱尚里	2.05	1.14	0.91	2020.7
北部湾科技园总部基地一期工程	51.25	27.12	24.13	--
绿港·云海湾	4.87	0.92	3.95	2021.6
绿港·尚尊一品	8.69	1.69	7.00	2021.5
绿港欢乐里	3.35	1.00	2.35	2021.5
合计	**85.59**	**41.17**	**44.42**	**--**

资料来源：公司提供

注：2018 年公司部分房地产项目名称发生变化，原绿港云海湾南区取名为绿港·云海湾，原绿港·云海湾北区取名为绿港·尚尊一品；部分项目计划总投资数据根据实际情况有所调整。

总体看，跟踪期内，公司房地产收入有所增长；在售项目存在一定去化压力，在建房地产项目尚需投资规模较大，未来面临较大的投资压力；且房地产业务易受房地产行业景气度影响，未来存在一定不确定性。

（4）商品销售

公司商品销售业务由子公司南宁九略贸易有限公司（以下简称“九略贸易”）经营，业务模式主要为以销定购为主，目前其主要贸易商品为钢材和水泥等。2018 年公司销售商品收入较上年增长 4.23%，较上年变动不大，其中钢材业务收入较上年大幅增长 55.12%；从贸易商品构成来看，2018 年，公司贸易板块仍主要以钢材贸易为主，占比为 95.50%，集中度进一步上升。受钢材贸易低毛利特点影响，公司商品贸易整体毛利率水平低，2018 年为 1.90%；2019 年 1—3 月，公司实现商品销售收入 0.77 亿元，毛利率为 2.78%。

表 10　2017—2018 公司商品销售构成情况

（单位：万元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
钢材	39059.70	64.27	60587.50	95.50
水泥	81.60	0.13	4.30	0.01
坚果	17676.43	29.08	--	--
进口小商品	2268.76	3.73	2458.20	3.89
塑料颗粒	1610.83	2.65	--	--
其他	79.44	0.13	367.82	0.58
合计	**60776.80**	**100.00**	**63417.99**	**100.00**

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2018 年公司商品贸易业务前五大客户主要为广西中设投资有限公司（中建一局供应商）、广西物资集团有限责任公司（南宁地铁 3 号线供应商）等；销售额合计为5.10亿元，占收入总额比例为80.46%。从上游采购看，2018 年公司供应商主要有南宁交投凯通实业有限公司、广西龙锦贸易有限公司等，前五大供应商采购额占年度总采购额比重为 97.64%，供应商集中度很高。公司与上下游客户之间结算周期一般在 3 个月至半年，结算方式主要为银行转账和汇票等。

表 11　2018 年公司上下游前五大客户销售情况

（单位：万元、%）

下游销售客户	金额	占比
广西中设投资有限公司	35953.7	56.69
广西物资集团有限责任公司	5270.7	8.31

中铁十九局轨道交通工程有限公司	4242.8	6.69
广西航桂实业有限公司	3101.4	4.89
广西蚂蚁洋货供应链管理有限公司	2458.2	3.88
合计	**51026.80**	**80.46**
上游采购客户	**金额**	**占比**
南宁交投凯通实业有限责任公司	43354.30	70.01
广西龙锦贸易有限公司	10709.40	17.29
南宁市托泰贸易有限公司	5455.00	8.81
广西钦保国际贸易有限公司	2400.80	3.88
广西南宁胜成杏贸易有限公司	4.70	0.01
合计	**61924.20**	**97.64**

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将加快推进南宁经开区内基础设施建设，重点完善中心区路网及厂房建设、吴圩空港经济区的路网和空港科技产业园的建设。同时，在管委会指导下，继续加大力量开展黑臭水体整治工作；加快解决项目历史遗留问题等。此外，公司将充分利用已建成的标准厂房以及写字楼等资源，加大招商引资力度；全力做好新拿地块的厂房建设工作，确保按照管委会要求的时限，高质量高标准交付，加大招商引资力度，进一步促进经开区经济发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年年度财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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。公司 2019 年 1 季度财务数据未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司 12 家；2018 年及 2019 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 121.58 亿元，所有者权益合计 33.46 亿元（含少数股东权益 0.40 亿元）。2018 年公司实现营业收入 10.27 亿元，利润总额 1.08 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 123.89 亿元，所有者权益合计 33.55 亿元（含少数股东权益 0.40 亿元）。2019 年 1—3 月公司实现营业收入 1.65 亿元，利润总额 0.15 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 121.58 亿元，同比增长 19.29%，主要来自存货增长。其中流动资产占比 87.48%，同比下降 1.04 个百分点，公司资产仍以流动资产为主。

表 12　2017—2019 年 3 月底公司主要资产构成（单位：亿元、%）

科　目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**96.16**	**86.44**	**106.36**	**87.48**	**108.70**	**87.74**
货币资金	5.81	5.22	4.60	3.78	6.22	5.01
其他应收款	13.19	11.86	11.11	9.14	9.49	7.66
存货	72.50	65.17	84.78	69.73	86.73	70.01
非流动资产	**15.09**	**13.56**	**15.22**	**12.52**	**15.18**	**12.26**
投资性房地产	11.88	10.68	11.28	9.28	11.25	9.08
资产合计	**111.24**	**100.00**	**121.58**	**100.00**	**123.89**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及财务报表

2018 年底，公司流动资产总额 106.36 亿元，同比增长 10.60%。其中货币资金 4.60 亿元，同比下降 20.75%，系债务偿还支出所致；主要为银行存款 4.36 亿元，使用受限部分为 0.24 亿元，为银行承兑汇票保证金。其他应收款 11.11 亿元，同比下降 15.80%；采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 9.76 亿元，累计计提坏账准备 488.05 万元；其中账龄在 3 年以上占比 54.20%；从集中度看，前五名其他应收款单位全部为关联方，欠款金额占其他

应收款总额的 94.23%，集中度很高；欠款单位多为南宁经开区财政局等政府单位和政府背景公司，回收风险较小，但偿付时间具有一定不确定性，对公司资金形成一定占用。存货 84.78 亿元，同比增长 16.94%，增长来自在建项目投入；余额主要为在建的基础设施项目、标准厂房和北部湾科技园总部基地、新港家园、云海湾北区等房地产项目的建设成本及建设用地；其中抵押部分账面价值合计 17.15 亿元，占比 20.23%，含土地使用权、标准厂房及部分在建工程等，项目变现受到一定限制。

2018 年底，公司非流动资产 15.22 亿元，同比增长 0.89%。其中投资性房地产 11.28 亿元，同比下降 5.04%，当期减少 1.09 亿元，系处置北部湾总部基地及标准厂房部分房屋建筑物；当期取得公允价值变动收益 0.50 亿元。在建工程 2.66 亿元，同比增长 2.65%，为公司代建的五象大道延长线工程项目；五象大道延长线工程为南宁市政工程项目，资金来源为南宁市政府拨款，为与公司其他项目形成区分而单独列入“在建工程”。

2019 年 3 月底，公司资产总额 123.89 亿元，较 2018 年底增长 1.90%；其中流动资产占比 87.74%，较 2018 年底变化不大。公司流动资产 108.70 亿元，较 2018 年底增长 2.21%；其中货币资金 6.22 亿元，较 2018 年底增长 35.12%，系发行融资产品筹集资金所致；其他应收款 9.49 亿元，较 2018 年底下降 14.55%；存货 86.73 亿元，较 2018 年底增长 2.30%。公司非流动资产 15.18 亿元，较 2018 年底基本保持稳定。

2019 年 3 月底，公司受限资产合计 18.03 亿元，占同期资产总额的 14.55%；主要用于银行借款抵质押，公司资产流动性受到一定限制。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续增长，构成以往来款、在建基础设施项目和房地产项目投入及投资性房地产为主；其他应收款对资金形成一定占用；投资性房地产易受公允价值损益波动影响；公司整体资产流动性较弱，资产质量一般。

3．负债及所有者权益

所有者权益

2018年底，公司所有者权益33.46亿元，同比增长1.91%；其中实收资本11.64亿元、资本公积18.06亿元，同比均保持稳定；未分配利润1.98亿元，同比增长53.79%；其他综合收益0.84亿元，同比下降12.77%。

2019年3月底，公司所有者权益33.55亿元，规模及构成均较2018年底基本保持稳定。

总体看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

负债

2018年底，公司负债合计88.12亿元，同比增长12.38%。其中流动负债占比38.95%，同比上升18.99个百分点；非流动负债占61.05%，公司负债仍以非流动负债为主。

2018年底，公司流动负债34.32亿元，同比增长119.32%。其中短期借款1.00亿元，同比增长25.00%，为建设银行提供的短期保证借款。应付票据及应付账款4.07亿元，其中应付账款3.45亿元，同比增长45.03%，主要为因工程未结算而未支付的工程款。预收款项10.26亿元，同比增长133.48%，主要为预收商品房和厂房房款、保证金及建设合同预收款。其他应付款5.21亿元，包括应付利息、应付股利及其他应付款；其中其他应付款3.89亿元，同比增长118.03%，主要为履约保证金及往来款等，账龄集中在1年以内（占64.84%）。一年内到期的非流动负债13.18亿元，同比增长352.41%，主要为一年内到期的应付债券11.94亿元。

2018年底，公司非流动负债合计53.80亿元，同比下降14.29%。其中长期借款14.36亿元，同比下降8.03%。应付债券9.89亿元，同比下降56.72%，主要系“14南宁绿港债”、“16南宁债”、“16绿港01”及“17绿港01”等债券偿还或调整至“一年内到期非流动负债”所致。长期应付款28.93亿元，同比增长21.16%，为公司代建项目收到的政府拨款。

2019年3月底，公司负债合计90.34亿元，较2018年底增长2.52%；其中应付债券14.69亿元，较2018年底增长48.53%。流动负债占比33.08%，较2018年底下降5.87个百分点，流动负债占比66.92%，公司负债仍以非流动负债为主。

2018年底，公司全部债务39.05亿元，同比下降8.42%；其中短期债务14.80亿元，同比增长254.33%；长期债务24.25亿元，同比下降36.96%；随着债务的逐步到期，短期债务规模快速增长。2019年3月底，公司全部债务38.77亿元，较2018年底下降0.71%；其中短期债务8.95亿元，较2018年底下降39.56%；长期债务29.83亿元，较2018年底增长23.00%。

表 13　2017—2019 年 3 月底公司债务负担

（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	4.18	14.80	8.95
长期债务	38.47	24.25	29.83
全部债务	42.64	39.05	38.77
长期债务资本化比率	53.95	42.02	47.06
全部债务资本化比率	56.50	53.86	53.61
资产负债率	70.49	72.48	72.92

注：部分数据差异系由数据四舍五入造成

资料来源：公司审计报告和财务报表

2018 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.48%、53.86%及 42.02%，资产负债率同比上升 1.99 个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比分别下降 2.74 个、11.93 个百分点；2019 年 3 月底，上述指标分别为 72.92%、53.61%和 47.06%，长期债务资本化比率较 2018 年底上升 5.04 个百分点，资产负债率和全部债务资本化比率较 2018 年底基本保持稳定。有息债务偿还期限分布方面，于 2019 年 4—12 月到期的公司有息债务规模为 18.81 亿元[2]，2020—2021 年到期的规模分别为 3.39 亿元和 3.59 亿元；2019 年集中兑付压力较大。

[2] 此处含短期债务 8.95 亿元、公司未调整但需于 2019 年 4—12 月偿还的长期借款 1.73 亿元和应付债券 9.14 亿元。

总体看，跟踪期内，公司债务规模小幅下降，短期债务规模扩大，整体债务负担一般，2019年或将面临较大集中兑付压力。

4．盈利能力

2018年，公司实现营业收入10.27亿元，同比增长27.07%；同期，公司营业成本8.93亿元，同比增长30.42%；2018年公司营业利润率同比下降1.35个百分点至11.22%。

2018年，公司期间费用0.61亿元，同比增长15.27%；其中管理费用0.40亿元，同比下增长4.47%。由于营业收入增长，期间费用占营业收入比重同比下降0.61个百分点至5.97%。

2018年公司公允价值变动收益0.50亿元，为按公允价值计量的投资性房地产产生的变动收益；其他收益0.09亿元，为收到的政府补助；营业外收入323.03万元，其中政府补助21.05万元。同期，公司实现利润总额1.08亿元，同比增长82.63%。

表 14　2017—2018 年公司盈利能力（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	8.08	10.27
其他收益	0.16	0.09
公允价值变动收益	--	0.50
营业外收入	0.008	0.03
利润总额	0.59	1.08
营业利润率	12.57	11.22
总资本收益率	0.64	1.18
净资产收益率	1.19	2.24

资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.18%和2.24%，同比均有所上升，但整体公司盈利能力仍弱。

2019年1—3月，公司实现营业收入1.65亿元，相当于2018年全年的16.07%；利润总额0.15亿元，相当于2018年全年的13.89%；当期营业利润率为15.08%，较2018年全年水平上升3.86个百分点。

整体看，跟踪期内，公司收入及利润规模保持增长，但整体盈利能力仍弱。

5．现金流

2018年，公司经营活动现金流入27.31亿元，同比增长37.21%；其中销售商品、提供劳务收到的现金15.26亿元，同比增长73.79%，主要为商品销售、标准厂房及房地产项目销售和预售形成的现金流入；收到其他与经营活动有关的现金12.05亿元，同比增长8.34%，主要为与南宁经开区财政局及其他单位的往来款；现金收入比为148.54%，收入实现质量高。同期，公司经营活动现金流出21.03亿元，同比下降8.01%；其中购买商品、接受劳务支付的现金为17.15亿元，同比增长4.05%，主要为项目工程款及营业支出；支付其他与经营活动有关的现金2.44亿元，同比下降54.04%，主要为往来款支出。2018年，公司经营活动净现金流为6.28亿元，受益于收入回款及房屋预售现金流入，经营活动现金流净额由负转正。

2018年公司投资活动现金流净额为-905.86万元，主要为购买建固定资产、无形资产等支付的现金962.92万元。

2018年，公司筹资活动现金流入6.65亿元，同比下降25.09%，主要为取得借款和发行债券所收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出14.12亿元，同比增长130.20%，主要为偿还债务和支付利息支出；公司筹资活动的净现金流为-7.47亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金流净额为3.03亿元，现金收入比为138.61%；投资活动现金流净额为-23.61万元；筹资活动净现金流为-1.41亿元。

表15　2017—2018年公司现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2017年	2018年
经营活动现金流入额	19.90	27.31
经营活动现金流出额	22.86	21.03
经营活动现金流量净额	-2.95	6.28
投资活动现金流净额	-0.01	-0.09
筹资活动现金流量净额	2.74	-7.47
现金收入比	108.61	148.54

注：部分数据差异系由数据四舍五入造成
资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内，受益于房屋销售现金流入，公司经营活动现金流净额由负转正；投资活动现金流规模仍较小；债务偿还支出增加，筹资活动现金流呈净流出状态。

6．偿债能力

从短期偿债指标看，2018年底，公司流动比率、速动比率分别为309.89%、62.86%，同比分别下降304.59个、88.30个百分点；2019年3月底，上述指标分别为363.81%和73.53%。2018年公司经营现金流动负债比为18.30%，经营活动现金净流量对公司流动负债保障能力弱。2019年3月底，公司现金类资产为6.22亿元，相当于当期短期债务的0.69倍；若以2019年4—12月到期债务规模测算，2019年3月底，公司现金类资产为2019年4—12月公司到期债务规模的0.33倍；公司短期偿付压力较大。

从长期偿债指标看，2018年，公司EBITDA为1.23亿元，全部债务/EBITDA为31.78倍，EBITDA利息倍数为0.54倍，EBITDA对全部债务保障能力弱。

截至2018年底，公司对外提供担保余额为12.77亿元，担保比率为38.16%；其中子公司广西中港兴融资性担保有限责任公司开展担保业务产生的担保余额为5.50亿元，担保企业主要为民营企业或自然人，担保客户较多，单户担保金额较小；除此外，公司及子公司自身对外担保余额为7.27亿元，对外担保客户主要包括南宁市雅富晟建设投资有限责任公司（5.41亿元）、南宁市雅力富建设投资有限公司（1.20亿元）；其中南宁市雅富晟建设投资有限责任公司和南宁市雅力富建设投资有限公司实际控制人为南宁经开区管委会；其余担保客户主要为购买公司厂房的民营企业，对每家企业的担保金额不高，被担保企业分布于不同行业，但均位于南宁经开区内。总体看，公司存在一定或有负债风险。

截至2018年底，公司存在5笔诉讼，其中金额超过500.00万元的未决诉讼或仲裁事项如下：因工程分包合同纠纷，南宁市机械施工

有限责任公司对公司、上海宝冶集团有限公司、上海宝冶集团有限公司广西分公司提起诉讼，要求公司连带支付上海宝冶集团有限公司广西分公司欠付的工程款704.15万元，截至审计报告出具日，案件尚在审理中，判决结果暂时无法确定，可能对公司经营产生一定负面影响。

截至 2019 年 3 月底获得各银行授信额度共计 86.34 亿元（含银行贷款、债券、基金、中票等各产品），尚未使用额度 40.30 亿元；公司融资渠道尚可。

考虑到公司在南宁经开区的业务地位以及南宁市、南宁经开区政府对公司的持续性支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产规模为104.80亿元，同比增长4.34%。其中，流动资产为78.95亿元，主要由存货和其他应收款构成。非流动资产25.85亿元，主要由投资性房地产和长期股权投资构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为32.83亿元，同比增长1.74%。其中，实收资本和资本公积合计占比90.47%，公司所有者权益稳定性好。

截至2018年底，母公司负债合计71.97亿元，较上年增长5.57%。其中非流动负债占比62.04%，主要由长期应付款、应付债券及长期借款构成。母公司2018年资产负债率为68.67%，负债水平较高。

2018年，母公司营业收入为1.45亿元，利润总额为0.79亿元。

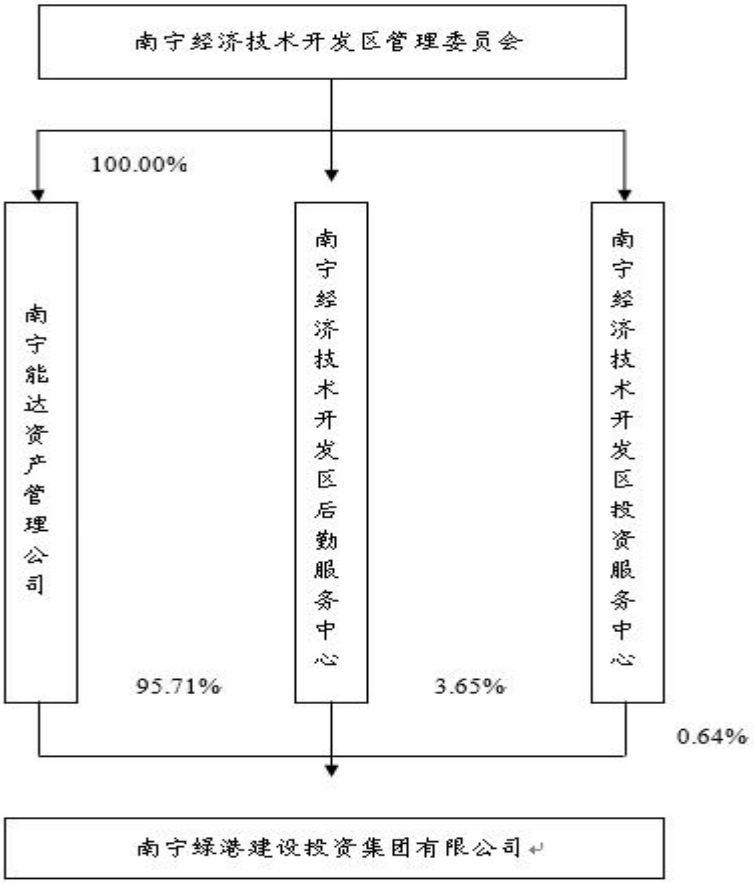
十、存续债券偿还能力分析

截至跟踪评级报告出具日，公司经联合资信评级的存续债券为“18 绿港 MTN001”，债券余额 5 亿元。2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量分别为 1.23 亿元、27.31 亿元，分别为存续债券余额的 0.25 倍、5.46 倍。公司经营活动现金流入规模大，对公司存续债券余额的保障能力强。

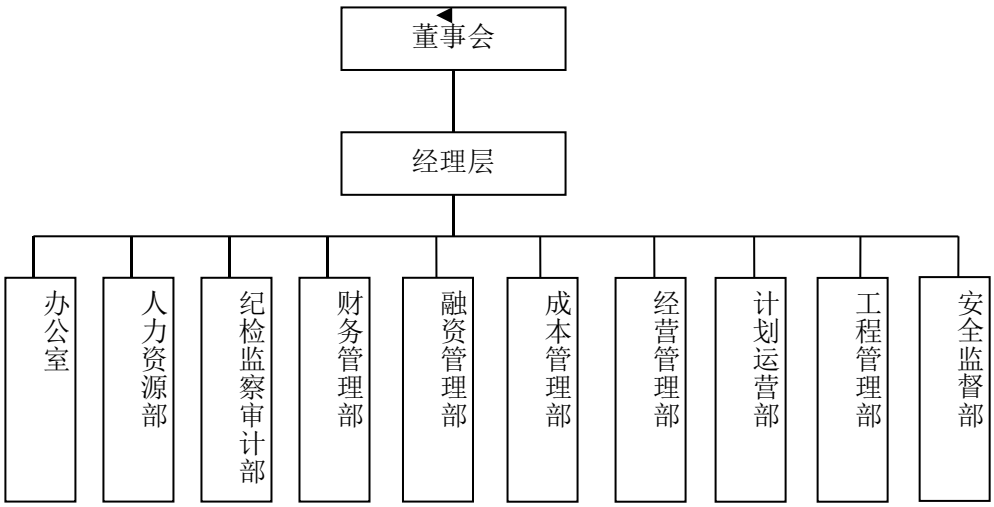
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“18 绿港 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司合并子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例（%）	取得方式
1	南宁品哲工程咨询有限公司	工程造价咨询服务、工程审计咨询服务、工程建设项目招标代理服务	100.00	投资设立
2	南宁九略贸易有限公司	建筑材料、矿产品、金属材料的批发与零售；电梯销售等	100.00	投资设立
3	南宁万方物业服务有限公司	物业服务、水电安装、安防监控设备安装、建筑装饰装修工程、房屋租赁等	100.00	投资设立
4	南宁荣鑫建设工程有限责任公司	建筑工程、市政工程、土石方工程、建筑装修装饰工程、地基与基础工程等	100.00	投资设立
5	南宁嘉通置业有限责任公司	当地产开发经营与销售；房屋、场地租赁、停车场服务	100.00	投资设立
6	南宁科巨建设投资有限责任公司	对基础设施建设的投资；房地产开发经营与销售	100.00	投资设立
7	南宁中略投资顾问有限公司	投资信息咨询，房屋、场地租赁；停车场服务；汽车租赁	100.00	投资设立
8	广西中港兴融资性担保有限责任公司	贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保等	100.00	投资设立
9	南宁郎恩水务投资发展有限公司	对水务投资；水务设施的规划设计和建设；土地开发整理	100.00	投资设立
10	南宁盛青农林有限责任公司	绿化苗木、花卉的种植和销售；园林绿化工程，绿化养护；农业休闲观光	100.00	投资设立
11	南宁万景混凝土有限责任公司	混凝土及制品生产、销售；砼高效减水剂、膨胀剂、人工砂及粉碳灰的生产、销售等	100.00	投资设立
12	南宁方隆建设投资有限责任公司	城市基础设施投资、房地产投资、工业综合项目开发及服务、城市道路建设投资等	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2　截至 2018 年底对外担保情况

（单位：万元）

单位名称	企业类型	余额	担保到期日	担保类型
广西恒利康医药科技有限公司	有限责任公司	167.90	2022.1.25	按揭担保
广西良兵消防工程有限公司	有限责任公司	987.60	2027.1.6	按揭担保
广西睿思科医药有限公司	有限责任公司	155.70	2022.1.25	按揭担保
广西通利源医药科技有限公司	有限责任公司	173.30	2022.1.25	按揭担保
广西旭弘医药投资管理有限公司	有限责任公司	239.20	20222.28	按揭担保
广西旭弘医药投资管理有限公司	有限责任公司	162.50	2022.1.24	按揭担保
南宁市灿然食品有限责任公司	有限责任公司	193.60	2027.3.22	按揭担保
南宁新城韵达快递服务有限公司	有限责任公司	400.00	2019.9.7	按揭担保
南宁品新工程检测咨询股份有限公司	有限责任公司	800.00	2023.11.23	保证担保
广西一带一路健康产业投资有限公司	有限责任公司	500.00	2022.8.24	保证担保
南宁中燃城市燃气发展有限公司	有限责任公司	2788.20	2028.8.15	按揭担保
南宁市雅富晟建设投资有限责任公司	有限责任公司	54098.68	2026.6.26	保证担保
南宁市雅力富建设投资有限公司	有限责任公司	8000.00	2019.6.27	保证担保
南宁市雅力富建设投资有限公司	有限责任公司	4000.00	2019.12.7	保证担保
合计	--	**72666.68**	--	--

资料来源：公司审计报告

注：不含子公司广西中港兴融资性担保有限责任公司因担保业务产生的对外担保

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.87	5.81	4.60	6.22
资产总额(亿元)	98.79	111.24	121.58	123.89
所有者权益(亿元)	33.47	32.83	33.46	33.55
短期债务(亿元)	1.81	4.18	14.80	8.95
长期债务(亿元)	37.35	38.47	24.25	29.83
全部债务(亿元)	39.16	42.64	39.05	38.77
营业收入(亿元)	3.01	8.08	10.27	1.65
利润总额(亿元)	0.70	0.59	1.08	0.15
EBITDA(亿元)	0.72	0.72	1.23	--
经营性净现金流(亿元)	-11.85	-2.95	6.28	3.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.72	3.23	2.57	--
存货周转次数(次)	0.04	0.10	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.08	0.09	--
现金收入比(%)	154.60	108.61	148.54	138.61
营业利润率(%)	17.49	12.57	11.22	15.08
总资本收益率(%)	0.59	0.64	1.18	--
净资产收益率(%)	1.26	1.19	2.24	--
长期债务资本化比率(%)	52.73	53.95	42.02	47.06
全部债务资本化比率(%)	53.92	56.50	53.86	53.61
资产负债率(%)	66.11	70.49	72.48	72.92
流动比率(%)	879.51	614.48	309.89	363.81
速动比率(%)	205.52	151.16	62.86	73.53
经营现金流动负债比(%)	-112.46	-18.88	18.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	54.24	59.13	31.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.41	0.29	0.54	--

注：2019 年 1 季度财务数据未经审计

附件 4　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	主营业务成本/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%
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	营业利润/营业收入净额×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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　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 5-2　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 5-3　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