信用等级公告

联合〔2019〕2062号

联合资信评估有限公司通过对池州建设投资集团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，确定维持池州建设投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，维持“19池州建设CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十九日

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

池州建设投资集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

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
19 池州建设 CP001	2 亿元	2020/6/12	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 19 日

财务数据：

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	10.32	10.74	8.28	6.80
资产总额(亿元)	218.07	216.13	207.11	207.28
所有者权益(亿元)	121.59	124.15	126.80	127.83
短期债务（亿元）	4.92	4.56	4.48	1.48
长期债务(亿元)	33.59	34.39	18.17	20.67
全部债务(亿元)	38.51	38.95	22.65	22.15
营业收入(亿元)	9.05	10.29	9.40	1.80
利润总额(亿元)	3.48	3.55	2.72	1.04
EBITDA(亿元)	5.91	6.41	3.38	--
经营性净现金流(亿元)	0.13	1.65	-1.14	1.53
应收类款项/资产总额(%)	19.26	19.15	21.42	21.73
营业利润率(%)	54.75	44.02	33.57	12.02
净资产收益率(%)	2.86	2.84	2.14	--
资产负债率(%)	44.24	42.56	38.77	38.33
全部债务资本化比率(%)	24.06	23.88	15.16	14.77
流动比率(%)	419.55	675.45	723.53	697.13
经营现金流动负债比(%)	0.37	7.41	-5.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.52	6.08	6.70	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：喻宙宏　高志杰

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

池州建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是池州市重要的基础设施建设和国有资产运营主体。跟踪期内，池州市经济保持增长，公司在财政补贴及债务置换等方面获得持续的外部支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到，公司资产质量一般及其他应收款规模较大等因素可能给公司信用基本面造成的不利影响。未来，随着池州市基础设施建设项目的稳步推进及公司储备项目的落地，公司经营收入有望保持增长，公司经营前景良好。

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“19 池州建设 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，池州市经济持续增长，为公司提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，池州市政府在股权划转、财政补贴及债务置换等方面对公司提供了大力支持。
3. 公司债务结构合理，整体债务负担较轻。

关注

1. 公司存货变现能力弱，未来收益高度依赖于当地土地市场状况，公司土地抵押比率较高，且期限较长，资产质量一般。
2. 公司其他应收款主要由业务回款构成且占比较大，对公司资金形成占用。

声　明

一、本报告引用的资料主要由池州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。

池州建设投资集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于池州建设投资集团有限公司（以下简称“池州建投”或“公司”）2019 年第一期短期融资券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，公司控股股东和实际控制人未发生变化，仍为池州市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“池州市国资委”）。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 30 亿元，实收资本 6.63 亿元。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，仍为池州市重要的基础设施建设和国有资产运营主体。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内拥有 6 家控股子公司；本部内设党群工作部（综合事务部）、计划财务部、投资规划部和资产运营部 4 个职能部门。

截至 2018 年底，公司资产总额 207.11 亿元，所有者权益 126.80 亿元；2018 年，公司实现营业收入 9.40 亿元，利润总额 2.72 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 207.28 亿元，所有者权益 127.83 亿元；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.80 亿元，利润总额 1.04 亿元。

公司住所：安徽省池州市池阳路 58 号，法定代表人：唐曙明。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2019年6月底，联合资信所评存续债券为“19池州建设CP001”余额合计2.00亿元。公司于2019年6月12日发行，募集资金2.00亿元，期限1年，到期一次还本付息。截至2019年7月10日，募集资金已使用0.60亿元用于偿还有息债务，尚余1.40亿元未使用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（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1　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〔2018〕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。

2. 区域经济

公司是池州市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，主要从事池州全市范围内的土地开发整理和基础设施建设业务。池州市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，池州市经济保持增长，产业结构有所优化，为公司创造了良好的外部环境。

2018 年池州市地区生产总值为 684.9 亿元，按可比价格计算，比上年增长 5.7%。分产业看，第一产业增加值 75.0 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 289.7 亿元，增长 7.1%，其中全部工业增加值 238.5 亿元，增长 9.0%；第三产业增加值 320.3 亿元，增长 4.9%。三次产业结构比例由上年的 11.7:42.8:45.5 调整为 10.9:42.3：46.8，其中工业增加值占 GDP 比重为 34.8%。

跟踪期内，池州市工业稳步发展、固定资产投资快速增长，2018 年底全市规模以上工业企业 597 户。全年规模以上工业增加值比上年增长 9.0%，其中国有企业增长 8.9%，股份制企业增长 9.3%，外商及港澳台商投资企业增长 5.7%。分门类看，采矿业增长 16.0 %，制造业增长 8.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 11.4%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年4月底，公司注册资本30.00亿元，实收资本为6.63亿元，全部为货币出资，剩余资金计划于2020年底之前缴足。池州市国资委持股99.83%，为公司的实际控制人。

2. 外部支持

跟踪期内，池州市一般公共预算收入有所下滑，政府债务负担重，池州市国资委作为公司实际控制人，继续给予了公司股权划转、财政补贴和债务置换方面的支持。

2018 年，池州市地方一般公共预算收入完

成 64.49 亿元，同比下降 1.09%，转移支付和税收返还收入 79.27 亿元，政府性基金预算收入 56.60 亿元。2018 年池州市一般公共预算支出 153.62 亿元，同比增长 8.18%。池州市财政自给率 41.98%，财政自给能力弱。

2018 年池州市全市债务余额 232.24 亿元，债务负担重。

股权划转

2018 年池州市国资委将池州市清溪城镇化投资发展有限公司 100%股权和池州市水业投资有限公司 100%股权划入公司。

财政补贴

2018 年，根据池州市政府国有资本经营预算支出安排，池州市财政局拨付公司国有资本经营预算补贴 9405.80 万元。2019 年 1~3 月，公司收到政府补贴 1.03 亿元。

债务置换

2018年，公司收到池州市政府债务置换资金15.20亿元，用于偿还到期债务，计入“长期应付款-置换债”科目。

3．企业信用记录

跟踪期内，公司未发生贷款本息逾期情况，未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码为：G1034170200012300Q），截至 2019 年 7 月 13 日，公司有未结清关注类贷款 1 笔 0.4 亿元，已结清关注类贷款 29 笔，均系国家开发银行根据其贷款标准将相关项目贷款列入关注类所致，目前公司均按时偿还贷款本息，未发生逾期情况，相关贷款执行正常。

截至 2019 年 5 月 10 日，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，公司部分高管人员调整属于正常调整，管理制度方面无重大变化。

跟踪期内，公司高管人员有所变更，董事孙伟昌先生变更为李斌先生，系公司高管正常调整；公司管理制度未发生重大变化，管理制度执行情况良好。

李斌先生，1970 年 12 月出生，本科学历；1993 年至今，曾就职于建行池州分行，主要从事房地产开发管理、工程造价的编制与管理、工程预决算的编制与审核、银行信贷与风控管理等工作，具有金融经济类经济师、工程造价类高级工程师职称，同时具有注册造价工程师、注册监理工程师、一级建造师、注册咨询工程师、资产评估师等执业资格；现为池州建投董事。

七、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司负责的池州市土地开发和基础设施建设业务正常开展，营业收入有所减少，基础设施建设业务占比持续上升。

2018 年，公司实现营业收入 9.40 亿元，同比下降 8.65%，其中主营业务收入为 8.09 亿元，其余主要为公司安置房销售收入；主营业务中土地开发收入下降较为明显。结构上委托代建收入和土地开发收入分别占主营业务收入 63.54%和 35.11%；2018 年，上述业务共回款 4.18 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.80 亿元，基本为委托代建业务收入。公司其他收入主要为招标代理收入。

毛利率方面，由于公司近年来开发整理的土地无拆迁安置成本导致开发成本较小，公司土地开发业务毛利率保持较高水平，2018 年为 81.34%，较上年增长 3.28 个百分点。2018 年公司委托代建业务毛利率为 13.81%，较 2017 年下降 0.26 个百分点。受土地开发收入下降的影响，2018 年公司主营业务毛利率下降至 37.90%，但整体毛利水平仍较高。2019 年 1~3 月，公司未实现毛利率较高的土地开发收入，当期主营业务毛利率较低，为 12.22%。

表2　2017~2018年及2019年1~3月公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项　目	2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发收入	4.74	46.61	78.06	2.84	35.11	81.34	--	--	--
委托代建收入	5.26	51.72	14.07	5.14	63.54	13.81	1.73	96.07	13.29
其他	0.17	1.67	41.18	0.11	1.36	27.27	0.07	3.93	-10.21
合　计	**10.17**	**100.00**	**44.25**	**8.09**	**100.00**	**37.90**	**1.80**	**100.00**	**12.22**

资料来源：公司提供

2．业务经营分析

（1）土地开发业务

公司负责池州市土地开发整理业务，跟踪期内，公司土地出让规模大幅下降，出让均价有所上升，收入规模同比小幅下降。

2018 年公司土地开发业务模式未发生变化，公司受池州市政府委托，对政府存量建设用地进行开发整理，土地开发成本由公司先行垫付，开发完成后进行出让。由于公司近年来整理的土地均无地上附着物，无拆迁和安置成本，因此土地开发成本较低（在土地出让收入总额的 25%以内），池州市财政局扣除相关规费后将土地收益划转至公司，公司根据土地开发实际支出确认土地开发业务成本，根据实际收到的财政局划转的土地出让金额确认收入。

2018 年公司开发土地合计 81.70 亩，较上年大幅下降 67.30%，开发土地用途为商业用地，平均出让价格 496.94 万元/亩，出让总价款 4.06 亿元，公司确认土地开发收入 2.84 亿元，较上年大幅减少。

表 3　2017~2018 年公司土地开发及土地成交情况

项目	2017 年	2018 年
开发土地面积（亩）	259.00	81.70
确认收入（万元）	47400.00	28400.00
平均出让价（万元/亩）	226.87	496.94
出让总价（万元）	58760.00	40600.00

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司存量土地 3830.08 亩，账面价值 91.80 亿元（其中招拍挂方式取得土地价值 86.04 亿元，划拨方式和 2012 年以前收储方式取得土地价值 5.76 亿元）。存量土地绝大部分为出让性质的商住用地，已达到可出让状态，计划未来陆续出让。但受池州市财政政策和土地市场情况影响，公司未来土地收益受土地出让进度和土地市场的影响较大。截至 2019 年 3 月底，公司存货中有 37.40%的土地用于抵押，抵押土地账面价值 34.33 亿元。

（2）基础设施建设

跟踪期内，公司基础设施代建业务模式未发生变化，主要在建项目顺利开展；在建项目未来剩余投资规模较小，将陆续在 1 年内完成。

公司受池州市政府委托代建城市基础设施建设项目，公司根据市政府当年认定的投资额加上 15%的收益确认收入。2018 年，公司完工的项目包括升金湖路延伸工程、市政路网、安置房项目和智慧警务等，完成投资 7.50 亿元，实现委托代建收入 5.14 亿元，较 2017 年下降 2.28%，毛利率为 13.81%，较上年小幅下降。2019 年 1~3 月，公司实现委托代建收入 1.73 亿元，毛利率较 2018 年小幅下降至 13.29%。

截至 2019 年 3 月底，公司在建重大工程总投资 16.62 亿元，已投资 3.71 亿元，后续待投资 12.91 亿元。

表 4　截至 2019 年 3 月底公司代建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	后续计划投资	项目进度
南外环公路项目	0.33	0.26	0.07	基本完工
平天湖大道	0.12	0.12	--	基本完工
市委党校教学用房	2.48	0.34	2.14	在建
一宫两中心	0.35	0.12	0.23	在建
清溪公寓	0.18	0.06	0.12	在建

海绵城市试点建设项目	12.86	2.57	10.29	在建
其他工程	0.30	0.24	0.06	在建
合计	**16.62**	**3.71**	**12.91**	--

资料来源：公司提供

3．未来发展

未来公司仍将以土地开发整理和委托代建业务为主，加快市场化转型步伐，促进产业融合，未来投资规模较大，公司存在一定的筹资压力。

公司未来仍将以土地开发整理业务和委托代建业务为主，此外，公司通过投资、控股、参股等方式布局发展相关产业，引领产业结构升级。一方面，公司与市经济开发区管委会签订战略合作协议，投资半导体产业园区定制化厂房建设；组建规划设计总院，将市规划设计研究院、市建筑设计院、市国土资源规划勘测院等划入公司，组建规划设计总院有限公司，增强公司市场竞争力。另一方面，通过股权投资，投资政府性引导基金和市场化基金，获取相对稳定的投资收益。公司未来对外投资规模较大，将面临一定筹资压力。

八、财务分析

公司提供了2018年度合并财务报告，华普天健会计师事务所（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。公司2019年一季度财务报表未经审计。

2018年公司合并池州市清溪城镇化投资发展有限公司和池州市水业投资有限公司，并对2016~2017年财务报表进行追溯调整，截至2019年3月底，公司合并范围较上年底未发生变化，整体看财务数据可比性较强。

表5　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.74	4.97	8.28	4.00	6.80	3.28
其他应收款	31.20	14.44	34.77	16.79	35.45	17.10
存货	96.44	44.62	94.45	45.60	94.64	45.66
流动资产	**150.30**	**69.54**	**139.56**	**67.38**	**138.96**	**67.04**
可供出售金融资产	9.41	4.35	11.70	5.65	11.70	5.64
长期应收款	10.18	4.71	9.60	4.64	9.60	4.63
固定资产	41.43	19.17	41.72	20.14	41.55	20.05
在建工程	0.91	0.42	0.44	0.21	1.14	0.55
非流动资产	**65.83**	**30.46**	**67.54**	**32.61**	**68.32**	**32.96**
资产总额	**216.13**	**100.00**	**207.11**	**100.00**	**207.28**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和2019年一季报整理，2017年为追溯调整后数据

1．资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅下降；资产中应收类款项和存货（主要是土地）占比仍较大，且存货中部分土地已用于抵押，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额207.11亿元，同比下降4.18%。其中流动资产和非流动资产分别占67.38%和32.61%，公司资产以流动资产为主。

截至2018年底，公司流动资产139.56亿元，同比减少7.14%。公司货币资金为8.28亿元，较2017年底减少22.92%，主要为银行存款，货币资金中无使用受限的情况。其他应收款为34.77亿元，同比增长11.45%，主要系池州市政府收回部分土地导致应收土地款增加所致，结构上主要为应收池州市财政局的公益性项目回购款（占43.37%）、土地回购款（占30.37%）、借款（占21.27%）和垫付款（占4.58%）等，2018年按协议需由池州市财政局回购3.35亿元上述公益性项目，公司当年未实际收到款

项，而是冲抵“其他应付款—未结算财政拨付资金”和“长期应付款—置换债”。其他应收款欠款前五位金额合计占总额的89.65%，集中度高；2018年公司对其他应收款累计计提坏账准备1.29亿元，主要是对非政府单位的应收款计提的坏账准备。截至2018年底，公司存货94.45亿元，较2017年底无明显变化，其中2.65亿元为受托建设项目投入成本，剩余91.80亿元均为土地资产，其中账面价值48.66亿元（面积合计为1829.75亩）的土地已用于抵押，抵押率为53.01%。

截至2018年底，公司非流动资产67.54亿元，与上年底基本持平。公司可供出售金融资产为11.70亿元，较上年增长24.31%，主要系对合肥中安招商股权投资合伙企业（有限合伙）和安徽省港口运营集团有限公司的投资所致。长期应收款为9.60亿元，同比小幅下降5.73%，主要系公司收回对池州市天堂湖建设发展有限公司和池州市金桥投资集团有限公司的应收款所致；固定资产账面价值41.72亿元，以市政设施（39.66亿元，占95.06%）为主，累计计提折旧3.15亿元，固定资产中无抵押受限的情况；公司在建工程0.44亿元，较2017年底减少51.80%，主要系升金湖路延伸项目转出所致。其他非流动资产0.64亿元，较上年底无明显变化。

截至2019年3月底，公司资产合计207.28亿元，较上年底无明显变化。其中，公司货币资金为6.80亿元，较2018年底下降17.88%；公司其他应收款35.45亿元，存货94.64亿元，均较上年无明显变化；公司在建工程为1.14亿元，较2018年底大幅增长，系公司在市政道路工程、河湖整治工程和绿化亮化工程投入增加所致。

截至2019年3月底，公司受限资产合计34.33亿元，主要为公司开展长期借款抵押的土地，公司受限资产占总资产的16.56%，占比一般。

2．资本结构

跟踪期内，公司所有者权益变动不大，未分配利润占比仍较高，所有者权益稳定性较弱。

截至2018年底，公司所有者权益126.80亿元，同比小幅增长2.13%，主要系未分配利润增长所致。截至2019年3月底，公司所有者权益规模与结构较2018年底保持稳定。所有者权益中，未分配利润占比较高，稳定性较弱。

表6　公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	6.63	5.34	6.63	5.23	6.63	5.19
资本公积	77.25	62.22	77.25	60.92	77.25	60.43
盈余公积	4.02	3.24	4.27	3.37	4.27	3.34
未分配利润	36.26	29.21	38.65	30.48	39.68	31.04
所有者权益合计	**124.15**	**100.00**	**126.80**	**100.00**	**127.83**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和2019年一季报整理，2017年为追溯调整之后数据

跟踪期内，随着公司偿还到期及未到期贷款，公司有息债务规模大幅下降，债务结构合理，目前债务负担较轻；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将会上升。

截至2018年底，负债总额80.30亿元，较上年底有所下降。其中流动负债19.29亿元，同比下降13.31%，主要系公司其他应付款减少所致。其他应付款14.67亿元，较2017年底下降10.61%，主要系公司土地开发业务和委托代建业务回款冲减池州市财政局拨付待结算财政资金所致；公司一年内到期的非流动负债4.48亿元，其中一年到期的银行借款和应付债券分别占33.04%和66.96%。

截至2018年底，公司非流动负债61.01亿

元，同比下降 12.49%。长期借款 10.87 亿元，同比下降 52.24%，主要系公司大量偿还银行抵押借款所致，结构上由抵押借款（占比 18.40%）和质押借款（占比 81.60%）组成；应付债券 7.30 亿元，较上年底下降 37.29%，系公司偿还 2012 年发行的公司债券所致；长期应付款 42.84 亿元，同比增长 21.26%，全部为公司收到的地方政府债券款项，专项用于置换公司一类债务（包括银行贷款和企业债券），该部分无需公司支付利息。

表7　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	16.42	17.85	14.67	18.27	14.78	18.60
一年内到期的非流动负债	4.56	4.96	4.48	5.58	1.48	1.86
流动负债	**22.25**	**24.19**	**19.29**	**24.02**	**16.93**	**25.08**
长期借款	22.76	24.75	10.87	13.54	10.87	13.68
应付债券	11.64	12.66	7.30	9.09	9.80	12.33
长期应付款	35.33	38.41	42.84	53.35	41.84	52.66
非流动负债	**69.72**	**75.81**	**61.01**	**75.98**	**62.51**	**74.90**
负债合计	**91.97**	**100.00**	**80.30**	**100.00**	**79.45**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和2019年一季报整理，2017年为追溯调整之后数据

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 79.45 亿元，较上年底下降 1.07%，主要系公司一年内到期的非流动负债减少所致。

截至 2018 年底，公司全部债务为 22.65 亿元，同比下降 41.85%，其中短期债务占 19.78%、长期债务占 80.22%。从债务构成指标看，2018 年底，公司资产负债率为 38.77%，较 2017 年底有所下降，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所下降，分别为 12.53%和 15.16%，整体看公司债务负担较轻。2019 年 3 月底，公司全部债务 22.15 亿元，长期债务资本化比率略有上升，全部债务资本化比率略有下降。公司 2019 年 4~12 月及 2020~2022 年底到期债务规模分别为 1.24 亿元、7.36 亿元、0.72 亿元和 0.37 亿元，公司存在一定集中偿付压力。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，营业利润率有所下降但仍处于较高水平；期间费用控制能力仍有待加强，公司盈利能力仍较弱。

2018 年，公司营业收入为 9.40 亿元，较 2017 年下降 8.67%，主要系土地开发收入减少所致；同期营业成本增至 6.24 亿元，同比增长 8.41%。2018 年公司营业成本降幅小于营业收入降幅，导致当期营业利润率较 2017 年下降 10.45 个百分点，至 33.57%。

公司期间费用由管理费用和财务费用构成，2018 年期间费用 1.93 亿元，占营业收入的 20.51%，占比较上年略有下降，公司期间费用控制能力仍有待加强。

2018 年，公司营业外收入为 0.94 亿元，主要为公司获得的政府补助金，金额较 2017 年的 0.47 亿元有所增长。

2018 年公司实现利润总额 2.72 亿元，较上年快速下降。盈利指标方面，2018 年公司总资本收益率为 1.82%，较上年下降 1.73 个百分点，净资产收益率为 2.14%，同比有所下降，整体盈利能力仍较弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.80 亿元，营业利润率为 12.02%。公司当期收到财政补贴 1.05 亿元，实现利润总额 1.04 亿元。

4．现金流分析

跟踪期内，公司整体现金流对外部融资的依赖较大，考虑到后续拟建项目待投资规模较大，公司融资压力或将加大。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、财政补贴和保证金等。2018 年公司经营活动现金流入 5.64 亿元，同比下降 24.65%，主要系公司土地开发收入下降和回款冲减待结算财政资金未形成现金流所致；同期，随着公司代建项目投入的增大，公司经营活动现金流出 6.78 亿元，同比增长 16.11%。2017 年，公司经营活动产生的现金净流入-1.14 亿元，较上年（1.65 亿元）大幅下降。公司现金收入比由 2017 年的 66.95%下降至 46.17%，主要系公司将土地整理收入和代建项目收入冲抵未结算财政拨付资金，未产生现金流所致。

公司投资活动现金流入主要为理财产品到期收到的现金，2018 年为 27.33 亿元，较上年（7.01 亿元）明显增加；投资活动现金流出主要为购买的理财产品支出，2018 年为 22.43 亿元，同比增长 42.24%。2018 年公司投资活动产生的现金呈现净流入，为 5.87 亿元。

2018 年，公司银行贷款等间接融资力度有所收缩，公司通过发行债券和银行借款等共获得筹资活动现金流入 10.01 亿元，同比下降 39.80%；公司筹资活动现金流出主要是偿还当年借款本息。2018 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-7.20 亿元。

2019年1~3月，公司经营活动主要表现为收到政府补助款和代建项目投入为主，经营活动现金流量净额为1.53亿元，公司现金收入比为32.58%。投资活动现金流出主要为2016年以前承揽的代建项目投入及购买理财产品支出；投资活动现金流净额-2.46亿元。公司筹资活动现金流入主要为获得银行借款；筹资活动现金流出主要为偿还到期中期票据，筹资活动现金流量净额-0.55亿元。

5．偿债能力

相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产较充裕，短期偿债能力较强；公司长期偿债能力尚可，考虑到获得外部支持情况，公司整体偿债能力很强。

2018年底，公司流动比率和速动比率分别为723.53%和233.91%，流动比率较2017年大幅增长，速动比率较2017年有所下降，2019年3月底，流动比率和速动比率分别下降至697.13%和222.36%。2018年，公司经营现金流动负债比大幅下降至-5.89%。2019年3月底，公司现金类资产为6.80亿元，为同期短期债务的4.59倍，公司短期偿债能力较强。

2018 年，公司 EBITDA 为 3.38 亿元，较上年大幅下降，全部债务/EBITDA 倍数为 6.70 倍，较上年略有上升。考虑到公司获得的外部支持情况，公司整体偿债能力很强。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 3.22 亿元，担保比率[1]为 2.54%，公司对外担保主要为对池州市属国有企业的担保，或有负债风险相对可控。

截至 2019 年 3 月底，公司在国家开发银行授信额度为 18.36 亿元，其中已使用授信额度 12.35 亿元，未使用授信额度为 6.01 亿元。公司融资渠道有待拓宽。

6．母公司财务概况

跟踪期内，公司母公司资产流动性一般，所有者权益稳定性一般，整体债务负担较轻。

截至 2018 年底，母公司资产总额 201.94 亿元，同比下降 1.46%，主要系货币资金、存货和一年内到期的非流动资产减少所致，资产流动性一般。其中流动资产占 62.03%、非流动资产占 37.97%。截至 2019 年 3 月底，母公司资产总额 201.99 亿元，较 2018 年底无明显变化，资产结构较上年底变化较小。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 126.19 亿元，较 2017 年底增长 10.58%，主要系资本公积增长所致。其中实收资本占 5.26%、资本公积占 63.31%、盈余公积占 3.38%、未分配利润占 28.05%，资产结构稳定性一般。截至 2019 年 3 月底，母公司所有者权益 127.24 亿元，

[1] 担保比率=2018 年底公司对外担保余额/2018 年底所有者权益*100%

较上年底基本持平。

截至2018年底，母公司负债合计75.75亿元，较2017年底下降16.59%，主要系其他应付款、长期借款和应付债券减少所致，其中流动负债占36.99%、非流动负债占63.01%。截至2019年3月底，母公司负债合计74.75亿元，较2018年底无明显变化。公司整体债务负担较轻。

2018年，母公司实现营业收入9.29亿元，营业利润率为17.22%；利润总额2.54亿元。2019年1~3月，母公司实现营业收入1.78亿元，利润总额1.04亿元。

九、存续债券偿债能力分析

截至2019年3月底，公司存续债券余额9.50亿元，无一年内到期的应付债券，存续债券的短期偿债压力小，未来集中偿付压力较大。

截至2018年底，公司一年内到期需兑付债券本金3.00亿元，2020年将达到存续债券待偿本金峰值6.50亿元。2018年底，公司现金类资产8.28亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为5.64亿元、-1.14亿元和4.55亿元，对公司存续债券保障情况如下表。公司现金类资产对一年内到期需兑付债券本金保障程度较高，经营活动现金流入量和EBITDA对未来待偿债券本金峰值的保障能力较差。考虑到公司获得的外部支持，公司整体偿债能力很强。

表8　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

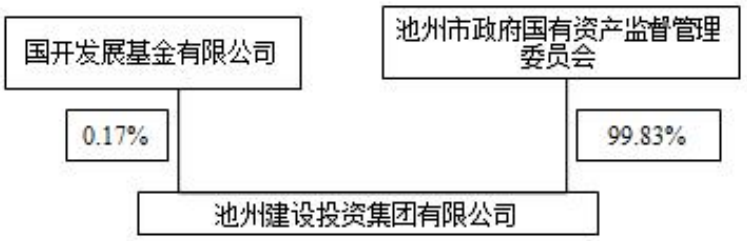
项 目	2018年
一年内到期债券余额	3.00
未来待偿债券本金峰值	6.50
现金类资产/一年内到期债券余额	2.76
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.87
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.18
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.70

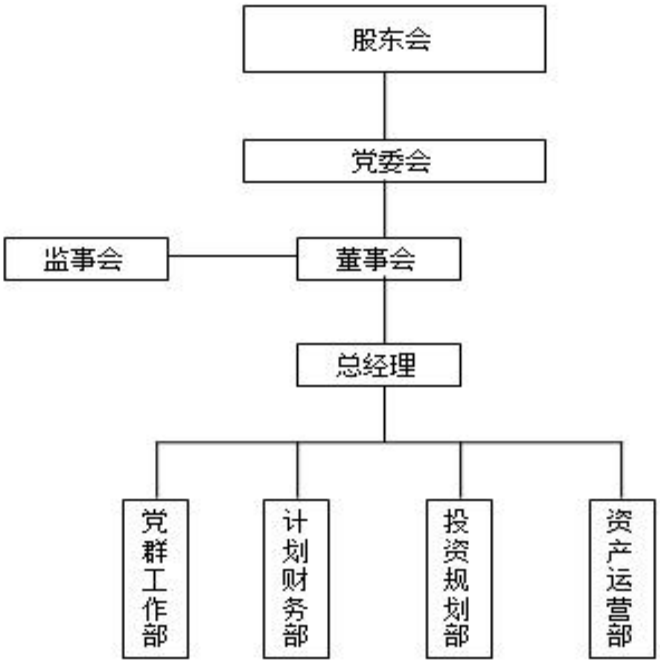
资料来源：联合资信整理

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，并维持“19池州建设CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至公司股权和组织结构图





附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司存量土地明细表

土地使用权证	土地位置	面积（亩）	账面价值（万元）	抵押情况
池土国用（2012）第 CHZ-047/2012 号	天堂湖以西清溪河以东地块	258.91	76544.00	抵押
池土国用（2012）第 CHZ-045/2012 号	秋浦河故道以北原港口 B 地块	205.94	75504.00	抵押
池土国用（2012）第 CHZ-046/2012 号	秋浦河故道以北原港口 C 地块	206.71	73528.00	抵押
池土国用（2012）第 CHZ-044/2012 号	秋浦河故道以北原港口 A 地块	194.22	73216.00	抵押
池土国用（2014）第 121 号	齐山大道以南 A 地块	85.95	15600.00	抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000100 号	天堂湖区升金湖路以西、祥云大道以南 D 地块	11.64	2496.00	未抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000102 号	天堂湖区升金湖路以西、祥云大道以南 E 地块	48.97	16224.00	未抵押
皖 2016 池州市不动产权第 0000142 号	天堂湖区升金湖路以西、祥云大道以南 F 地块	29.02	6757.22	未抵押
池土国用（2012）第 CHZ-129/2012 号	东部新城南侧 C 地块	204.86	58656.00	未抵押
池土国用（2012）第 CHZ-130/2012 号	东部新城南侧 B 地块	207.80	52520.00	未抵押
池土国用（2012）第 CHZ-131/2012 号	东部新城南侧 A 地块	231.36	51792.00	未抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000076 号	沿江路与东湖路交叉口东南角地块	101.12	35464.00	未抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000066 号	站前区永明路以南、管委会东侧地块	133.12	33280.00	未抵押
池土国用（2008）第 CHZ-214/2008 号	九华大道东、秋浦东路以北	130.00	30700.00	未抵押
池土国用（2008）第 CHZ-342/2008 号	池州市水泥厂齐山地块	174.85	28900.00	抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000070 号	空港物流园二地块	197.62	24960.00	未抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000068 号	空港物流园一地块	169.68	21840.00	未抵押
池土国用（2008）第 CHZ-345/2008 号	池州市秋浦东路	170.38	20000.00	未抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000072 号	空港物流园三地块	140.22	19760.00	未抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000096 号	天堂湖区升金湖路以西、祥云大道以南 B 地块	54.93	19240.00	未抵押
池土国用（2007）149 号	池州市九华山大道西	129.62	18777.23	未抵押
池土国用（2014）第 122 号	齐山大道以南 B 地块	80.97	14560.00	未抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000098 号	天堂湖区升金湖路以西、祥云大道以南 C 地块	46.62	11440.00	未抵押
池土国用（2007）第 CHZ-221/2007 号	318 国道北地块	53.14	2700.00	未抵押
池土国用（2013）第 CHZ-010/2013 号	九华山大道东侧	32.64	2067.38	未抵押
池土国用（2013）第 CHZ-011/2013 号	九华山大道东侧	3.18	201.69	未抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000092 号	天堂湖区升金湖路以西、薛家墩路以南 F 地块	54.47	12792.00	未抵押
池土国用（2014）第 120 号	秋浦街道齐山社区	49.14	8892.00	未抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000088 号	天堂湖区升金湖路以西、薛家墩路以南 D 地块	65.98	22880.00	未抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000090 号	天堂湖区升金湖路以西、薛家墩路以南 E 地块	29.39	7592.00	未抵押
皖 2015 池州市不动产权第 0000094 号	天堂湖区升金湖路以西、祥云大道以南 A 地块	29.14	7072.00	未抵押
皖 2019 池州市不动产权第 0001487 号	六首路与祥云大道交口	161.72	35500.00	未抵押
皖 2016 池州市不动产权证第 0046507 号	清风东路	79.25	36314.00	未抵押
池土国用（2007）第 CHZ-305/2007 号	工人路物资仓库地块	35.01	109.59	未抵押
池土国用（2007）第 CHZ-307/2007 号	彩玻厂地块	22.52	102.37	未抵押

附件 2　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)	10.32	10.74	8.28	6.80
资产总额(亿元)	218.07	216.13	207.11	207.28
所有者权益(亿元)	121.59	124.15	126.80	127.83
短期债务(亿元)	4.92	4.56	4.48	1.48
长期债务(亿元)	33.59	34.39	18.17	20.67
全部债务(亿元)	38.51	38.95	22.65	22.15
营业收入(亿元)	9.05	10.29	9.40	1.80
利润总额(亿元)	3.48	3.55	2.72	1.04
EBITDA(亿元)	5.91	6.41	3.38	--
经营性净现金流(亿元)	0.13	1.65	-1.14	1.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.64	--	--	--
存货周转次数(次)	0.04	0.06	0.07	0.00
总资产周转次数(次)	0.04	0.05	0.04	0.03
现金收入比(%)	49.12	66.95	46.17	32.58
应收类款项/资产总额(%)	19.26	19.15	21.42	21.73
营业利润率(%)	54.75	44.02	33.57	12.02
总资本收益率(%)	3.35	3.55	1.82	0.69
净资产收益率(%)	2.86	2.84	2.14	--
长期债务资本化比率(%)	21.65	21.69	12.53	13.92
全部债务资本化比率(%)	24.06	23.88	15.16	14.77
资产负债率(%)	44.24	42.56	38.77	38.33
流动比率(%)	419.55	675.45	723.53	697.13
速动比率(%)	131.69	242.05	233.91	222.36
经营现金流动负债比(%)	0.37	7.41	-5.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.52	6.08	6.70	--

注：2019 年 1~3 月财务数据未经审计

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　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

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