信用等级公告

联合〔2019〕1523 号

联合资信评估有限公司通过对郴州市百福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，确定维持郴州市百福投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“14 郴州百福债/PR 郴百福”信用等级为 AA^{+}，维持“16 百福专项债/PR 郴百福”“18 百福投资 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

二〇一九年六月十九日

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

郴州市百福投资集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 郴州百福债/PR 郴百福	10.80亿元	2021/08/28	AA+	AA+
16 百福专项债/PR 郴百福	13.41亿元	2026/03/22	AA	AA
18 百福投资 MTN001	8.40亿元	2023/12/28	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 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）	84.40	43.69	42.16	33.87
资产总额(亿元)	266.35	262.39	282.45	280.73
所有者权益(亿元)	151.77	152.32	152.64	153.02
短期债务(亿元)	10.64	7.70	11.54	5.99
长期债务(亿元)	89.98	92.56	110.01	110.01
全部债务(亿元)	100.62	100.26	121.55	116.00
营业收入(亿元)	11.43	11.76	11.89	3.61
利润总额(亿元)	2.40	2.55	2.32	0.38
EBITDA(亿元)	4.13	4.36	4.45	--
经营性净现金流(亿元)	5.59	2.59	0.88	3.43
应收类款项/资产总额(%)	9.58	10.64	11.61	12.05
营业利润率(%)	16.84	17.94	18.04	18.20
净资产收益率(%)	1.58	1.68	1.52	--
资产负债率(%)	43.02	41.95	45.96	45.49
全部债务资本化比率(%)	39.87	39.69	44.33	43.12
流动比率(%)	1126.72	1478.23	1300.81	1420.40
经营现金流动负债比(%)	24.64	15.87	4.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.35	23.02	27.35	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：黄海伦　张 铖
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

跟踪期内，郴州市和北湖区经济稳步增长，郴州市百福投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为郴州市重要的基础设施建设、土地整理开发及重金属污染治理的实施主体，继续获得股东补贴方面的持续支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司存货占比较大、资产流动性较弱、债务规模快速增长等因素对公司信用水平带来不利影响。随着郴州市经济持续发展、基础设施建设不断推进，公司经营前景良好。

“14 郴州百福债/PR 郴百福”设置分期偿还本金安排，同时，公司以其拥有的土地使用权为债券的本息偿付提供抵押担保，抵押评估价值 44.99 亿元，对债券余额的抵押倍数为 4.17 倍，有助于更好保障债券本息偿付。

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“14 郴州百福债/PR 郴百福”信用等级为 AA+，维持“16 百福专项债/PR 郴百福”“18 百福投资 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，郴州市和北湖区经济持续增长，为公司营造了良好的外部发展环境。
2. 公司作为郴州市基础设施建设主体，公司持续获得了政府的支持。
3. 公司以其拥有的土地使用权为“14 郴州百福债/PR 郴百福”提供抵押担保，有效提升了债券本息偿付的安全性。

关注

1. 公司资产中存货占比较大，且存货以流动性较弱的土地使用权为主，整体资产流动性仍较弱。
2. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，2021 年面临一定集中兑付压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由郴州市百福投资集团有限公司（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。

郴州市百福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”）关于郴州市百福投资集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司实际控制人和股东未发生变化，实际控制人仍为郴州市国有资产监督管理委员会（以下简称“郴州市国资委”）。截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为56540.00万元，郴州市国资委和郴州市北湖区国有资产经营中心（以下简称“北湖国资中心”）分别持股51.00%和49.00%。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2019年3月底，公司内设综合管理部、财务资产部、融资部和项目开发部等7个职能部门；拥有6家一级子公司。

截至2018年底，公司资产总额282.45亿元，所有者权益合计152.64亿元；2018年，公司实现营业收入11.89亿元，利润总额2.32亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额280.73亿元，所有者权益合计153.02亿元；2019年1~3月，公司实现营业收入3.61亿元，利润总额0.38亿元。

公司注册地址：湖南省郴州市北湖区人民路街道人民西路3号（老北湖区政府院内）四栋101号房；法定代表人：黄国军。

三、债券与募集资金使用情况

截至2019年5月底，联合资信所评债券“14郴州百福债/PR郴百福”“16百福专项债/16郴百福”和“18百福投资MTN001”尚需偿还债券余额32.61亿元。跟踪期内，上述债券已按期足额支付应付本息。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14郴州百福债/PR郴百福	18.00	10.80	2014/08/28	7年
16百福专项债/PR郴百福	14.90	13.41	2016/03/22	10年
18百福投资MTN001	8.40	8.40	2018/12/28	5年
合计	**41.30**	**32.61**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2018年底，“14郴州百福债/PR郴百福”募集资金已使用完毕，募投项目中郴州市南岭大道提质改造工程建设项目已竣工，8个郴州市湘江流域重金属污染治理项目已大部分完工。根据郴政函〔2013〕153号文，郴州市政府将位于北湖区保和镇万华岩片区等地重金属污染治理项目周边9宗共4890.98亩土地出让返还收益拨付给公司，上述土地将于2015~2021年陆续出让，截至2018年底，上述土地已出让1580亩，出让金额19.95亿元。

截至2018年底，“16百福专项债/PR郴百福”募投项目郴州市百福综合养老产业项目计划使用募集资金12.00亿元，已使用募集资金9.60亿元，项目进度90.00%。

截至2019年5月底，“18百福投资MTN001”已使用募集资金6.80亿元。

四、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 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办	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。

	财金〔2018〕194 号	
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. 区域经济环境

公司是郴州市重要的基础设施建设主体，项目负责区域集中在郴州市北湖区。郴州市和北湖区的经济水平及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，郴州市经济稳步增长，固定资产投资快速增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

根据《郴州市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年，郴州市地区生产总值2391.9亿元，同比增长8.3%。其中，第一产业增加值202.3亿元，同比增长3.4%；第二产业增加值1076.9亿元，同比增长7.3%；第三产业增加值1112.7亿元，同比增长10.7%。人均地区生产总值50482元，同比增长7.9%。

2018年，郴州市固定资产投资比上年增长10.9%。按行业分，第一产业投资增长35.3%；第二产业投资增长36.5%，其中工业投资增长41.9%；第三产业投资下降3.2%。房地产开发投资157.8亿元，比上年下降30.3%。其中，住宅

127.3亿元，下降20.5%；办公楼0.8亿元，下降64.2%；商业营业用房17.0亿元，下降52.9%。商品房销售面积753.7万平方米，下降4.7%。商品房销售额369.1亿元，增长8.9%。

跟踪期内，北湖区作为郴州市中心城区，各项经济指标不断增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

根据《北湖区2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年，北湖区实现地区生产总值422亿元，同比增长8.6%。人均地区生产总值97020元，同比增长8.2%。其中，第一产业增加值11亿元，同比增长3.7%；第二产业增加值118.1亿元，同比增长7.7%；第三产业增加值293亿元，同比增长9.3%。三次产业结构由上年的2.7：28.8：68.5调整为2.6：28.0：69.4。

2018年，北湖区计划投资500万元以上施工项目467个，新开工项目358个，已投产项目61个。固定资产投资300.2亿元，其中第一产业投资7.8亿元，下降2.2%；第二产业投资71.2亿元，增长84.5%；第三产业投资171.7亿元，增长40%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年3月底，公司注册和实收资本均为56540.00万元，郴州市国资委和北湖区国资中心分别持股51.00%和49.00%，公司实际控制人为郴州市国资委。

2. 人员素质

公司高管的工作经验丰富，大多来自于当地政府部门。公司人员构成合理，能够满足公司日常经营需要。

截至2019年3月底，公司共有董事会成员10人，监事会成员4人，高级管理人员4人。跟踪期内，根据北财资〔2019〕6号和9号文，任命黄国军为公司董事长，任命肖康意为公司总经理。本次任命系公司正常人事变动，公司经营无重大影响。

黄国军，1980年出生，中国共产党党员，本科学历。曾任北湖区南溪乡党委副书记、人大主席、纪委书记；芙蓉乡党委委员、人大主席；北湖区仰天湖瑶族乡党委副书记；北湖区鲁塘镇党委副书记、镇长等。现任公司董事长、法定代表人。

肖康意，1985年出生，本科学历。曾任北湖区建设工程综合管理站站长、北湖区住建局总工程师兼质安站站长等。现任公司总经理。

截至2019年3月底，公司本部拥有在职人员62人，从学历构成来看，本科及以上学历人员占42.0%，大专学历人员占38.7%，高中及中专学历人员占19.3%；从年龄结构看，30岁及以下人员占13.0%，30~50岁员工占75.8%，50岁及以上人员占11.2%。

3. 外部支持

根据公开信息披露，2016~2018年，郴州市一般公共预算收入分别为235.5亿元、203.4亿元和217.8亿元。其中2018年郴州市一般公共预算收入同比增长7.1%，2018年郴州市地方财政收入133.6亿元，增长2.4%。税收收入90.6亿元，增长14.7%；非税收入43.0亿元，下降16.5%。上划中央“两税”46.8亿元，增长15.9%；上划中央所得税19.6亿元，增长16.8%。一般公共预算支出417.3亿元，增长4.9%。财政自给率由2017年的49.69%上升至2018年的52.19%，财政自给能力较差。

2018年，北湖区一般公共预算收入11亿元，比上年增长6.7%。其中地方财政收入6.8亿元，比上年下降1.9%，税收收入9亿元，增长17.5%；非税收收入2亿元，下降24%；上划中央收入3.4亿元，增长24.1%；上划省级收入0.9亿元，增长25.1%；全年财政总支出26.2亿元，增长16.4%。财政自给率由2017年的46.62%下降至2018年的41.98%，财政自给能力较差。

跟踪期内，公司持续获得政府的持续支持。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，主要负责北湖区基础设施建设、土地开发与整理、

环境污染防治和保障性住房建设。2018年，公司获得财政补贴2.23亿元。

4．企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用报告（机构信用代码证：G1043100200081700A），截至2019年6月11日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。过往债务履约情况良好。

截至2019年5月30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，公司法人治理结构和管理制度未发生变化。

七、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司业务构成未发生变化，基础设施建设和土地整理业务有序推进。公司主营业务收入保持稳定。

2018年，公司主营业务收入11.68亿元，较上年保持稳定。主营业务收入构成中基础设施建设和土地整理分别占比86.62%和13.38%。由于公司与政府签订的基础设施建设和土地整理业务均按照投入成本加成20%确认收入，故2018年上述业务的毛利率均为16.67%。

2019年1~3月，公司实现主营业务收入3.54亿元，相当于2018年全年的30.31%，以基础设施建设业务为主，综合毛利率16.67%。

表3　2017~2019年3月公司主营业务收入构成（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
基础设施建设	10.14	87.71	16.67	10.12	86.62	16.67	2.35	66.38	16.67
土地整理	1.42	12.29	16.67	1.56	13.38	16.67	1.19	33.62	16.67
合计	**11.56**	**100.00**	**16.67**	**11.68**	**100.00**	**16.67**	**3.54**	**100.00**	**16.67**

注：公司各业务收入总和与合计数不一致系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告、2019年一季报

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有序推进，累计确认的收入尚未回款金额较大，对公司资金形成一定占用。

跟踪期内，公司代建的项目均受北湖区政府委托，北湖区政府按当年认定的投资额加上管理费及资金占用费（管理费和资金占用费按照年度投资额的20%计算）支付工程款。另公司于2012年与郴州市人民政府、北湖区政府签订《委托代建协议书》，对于市、区两级政府授权的代建项目，两级政府按照不低于投资成本的20%支付管理服务费（两级政府各支付50%），跟踪期内，公司未接到两级政府授权的代建项目安排。

2018年来，公司陆续承建了南岭大道南段提质改造工程项目、凤凰大道工程、五星大道工程、福泉大道工程和仙岭温泉项目、西水河综合治理（北湖区段）工程等项目。2018年，公司基础设施建设业务收入10.12亿元，较上年保持稳定。由于公司按当年被认定的投资额加上20%收益确认收入，跟踪期内公司毛利率均无变化，为16.67%。

截至2019年3月底，公司基础设施建设项目累计已完成投资55.18亿元，累计形成收入62.65亿元（尚有部分累计投资未达到确认条件计入存货），收入累计回款金额47.61亿元，尚未回款金额15.04亿元（计入应收账款），对资金形成一定占用。

（2）土地整理业务

跟踪期内，公司土地整理业务收入有所增长，但收入规模依然较小。

公司经北湖区政府授权承担北湖区土地整理业务，土地整理项目与北湖区政府签订协议，运作模式与基础设施建设业务一致。

由于郴州市土地市场行情持续向好，2018年公司土地整理收入1.56亿元，较上年略有增长，主要完成项目包括人民医院康复中心、高壁综合大市场和龙女景区民俗文化园花坪路、汽车城南路、南方石墨浮选提纯项目等。

截至2019年3月底，公司土地整理业务累计已完成投资15.41亿元，累计形成收入18.18亿元（尚有少量累计投资未达到确认条件计入存货），收入累计回款金额13.82亿元，尚未回款金额4.36亿元（计入应收账款），对资金形成一定占用。

3. 未来发展

未来公司将仍以受托代建模式的基础设施建设和土地整理业务为主。公司自持项目投入较多，存在一定对外融资需求。

截至2019年3月底，公司主要在建基础设施建设和土地整理项目包括郴资桂大道北湖段改扩建工程、万华汽车城项目和高壁综合大市场项目等，代建项目较多但单个项目投资金额均不大。截至2019年3月底，公司主要在建的基础设施建设项目总投资额合计67.84亿元，已完成投资51.09亿元，尚需投资16.75亿元；公司主要在建的土地整理项目17.34亿元，已完成投资13.30亿元，尚需投资4.04亿元。总体看公司基础设施建设和土地整理业务尚需投资总额规模较大，存在一定的对外融资需求。

近年来，公司加大了自营项目的投入，主要是棚改项目和经营性出租物业，包括高壁和杉山岭保障性住房工程、下湄桥棚户区改造项目等。截至2019年3月底，公司自营项目总投资额48.83亿元，已完成投资25.54亿元，尚需投资规模23.29亿元。公司自营物业中棚改项目未来计划将通过所整理的土地进行二级开发或出让的方式实现收益。

表4　截至2019年3月底公司部分在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目建设内容	总投资	已完成投资额	尚需投资额
郴资桂大道北湖段改扩建工程	基础设施	124424.92	119424.92	5000.00
南岭大道南段提质改造工程		82309.05	72309.05	10000.00
仙岭温泉项目		38264.20	30264.20	8000.00
S212华塘大道、花坪大道		35641.79	27041.79	8600.00
五星大道		29892.63	26892.63	3000.00
合计	--	**310532.58**	**275932.59**	**34600.00**
万华汽车城项目	土地整理	26861.14	25861.14	1000.00
人民医院康复中心项目		22802.65	20802.65	2000.00
高壁综合大市场项目		24717.58	21917.58	2800.00
龙女景区民俗文化园项目		7506.79	7006.79	500.00
合计	--	**81888.16**	**75588.16**	**6300.00**
高壁和杉山岭保障性住房工程	自持项目	62541.18	50541.18	12000.00
下湄桥化工厂周边棚改项目		46917.37	37117.37	9800.00
下湄桥棚户区改造项目		57837.30	33337.30	24500.00
金冠小区周边棚改项目		28518.41	27518.41	1000.00
合计	--	**195814.26**	**148514.26**	**47300.00**
总计	--	**588235.00**	**500035.01**	**88200.00**

注：公司高壁综合大市场项目总投资额为土地整理方面投入，预付款项中投入为该项目地上建筑物投入
资料来源：公司提供

八、财务分析

1．财务概况

公司提供了2018年财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2019年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2018年公司出资设立1家子公司。考虑到新增子公司均由公司设立且规模很小，公司财务数据可比性强。

2．资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长。公司存货占比较大（主要是土地资产），资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额282.45亿元，同比增长7.65%，主要系预付款项和在建工程增长所致。公司资产构成以流动资产为主。

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	43.69	16.65	42.16	14.93	33.87	12.06
应收票据及应收账款	12.28	4.68	15.86	5.62	19.40	6.91
预付款项	28.04	10.69	35.36	12.52	35.28	12.57
其他应收款	10.40	3.96	11.71	4.15	9.19	3.27
存货	145.86	55.59	145.75	51.60	146.24	52.09
流动资产	**240.96**	**91.83**	**250.84**	**88.81**	**243.98**	**86.91**
在建工程	12.24	4.66	20.39	7.22	25.54	9.10
非流动资产	**21.43**	**8.17**	**31.61**	**11.19**	**36.74**	**13.09**
资产总额	**262.39**	**100.00**	**282.45**	**100.00**	**280.73**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告、2019年一季度财务数据整理

截至2018年底，公司流动资产250.84亿元，同比增长4.10%，流动资产主要由货币资金、预付款项和存货构成。

截至2018年底，公司货币资金42.16亿元，同比下降3.49%，货币资金全部为银行存款，无使用受限资金。

截至2018年底，应收票据及应收账款（无应收票据）15.86亿元，同比增长29.20%，主要系对郴州市北湖区财政局的应收（占比99.92%，根据郴州市财政结算政策，应收市级财政款项统一至区级财政口径支付）增加所致；应收账款绝大部分在2年内，账龄较短；公司累计计提坏账准备1.28万元，计提比例很低。

截至2018年底，公司预付款项35.36亿元，同比大幅增加7.32亿元，主要系对部分代建和自营项目持续投入所致。公司预付款项中主要是预付高壁大市场20.00亿元，为地上建筑物投入，项目产权正在办理中，预计2019年之前办理完成，办理完成后将转入固定资产。

受公司与政府部门及金融机构往来款增加影响，截至2018年底，其他应收款（无应收利息和应收股利）11.71亿元，同比增长12.58%，主要系应收往来款快速增长所致。其他应收款主要是往来款（2018年底为9.14亿元）和应收借款（2018年底为1.62亿元）。账龄在2年内的占38.24%，大部分账龄为2~4年，账龄较长，公司计提坏账准备0.12亿元，计提比例较低。前五名应收欠款放合计占比79.90%，集中度高。

表6　截至2018年底公司其他应收款前五名情况

单位名称	款项性质	金额（万元）

郴州市北湖区房屋征拆中心	往来款	39710.68
城区学校扩容提质建设指挥部	往来款	30000.00
郴州市槐海投资开发有限责任公司	往来款	17013.11
远东国际租赁公司	保证金	4500.00
郴州市翰鼎实业有限公司	借款	3300.00
合计	**--**	**94523.78**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司存货 145.75 亿元，较上年底保持稳定。公司存货中土地资产账面价值 142.82 亿元（其中商住、商服用地以及其他商服用地账面价值 142.23 亿元、工业用地 0.59 亿元），用于存续期债券“14 郴州百福债/PR 郴百福”抵押增信的土地账面价值 31.95 亿元，土地抵押比率 22.37%；存货中基础设施建设投入和土地整理成本相对较少。

截至 2018 年底，公司非流动资产 31.61 亿元，同比增长 47.50%，主要是在建工程增加。非流动资产主要由在建工程构成。

截至 2018 年底，公司长期应收款 5.23 亿元，较上年底保持不变，系 2014 年公司投入的“14 郴州百福债/PR 郴百福”募投项目湘江流域重金属污染治理及其配套设施项目部分投入（因工程回收期长，计入该科目）。

截至 2018 年底，在建工程 20.39 亿元，同比增长 66.61%，主要系 2017 年棚改项目持续投入以及新增较多棚改项目所致，项目完工后，整理完毕的土地资产将转入“存货”。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 2.10 亿元，同比增加 0.10 亿元，其他非流动资产主要是公司委托中国工商银行向湖南华泰嘉德投资置业有限责任公司（民营企业）贷款，目前湖南华泰嘉德投资置业有限责任公司经营情况正常，公司对湖南华泰嘉德投资置业有限责任公司风控措施完善。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 280.73 亿元，较上年底略有下降。其中流动资产和非流动资产分别占比 86.91%和 13.09%。公司货币资金 33.87 亿元，较上年底下降 19.66%，无使用受限资金；其他应收款 9.19 亿元（无应收利息和应收股利），同比下降 21.51%，主要系收到与郴州市北湖区房屋征拆中心往来款所致。存货 146.24 亿元，较上年底略有增加。在建工程 25.54 亿元，较上年底增长 25.24%，主要系公司棚改项目持续投入所致。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产 31.97 亿元，均为存货中用于抵押的土地资产。

3．资本结构

公司所有者权益保持稳定，所有者权益结构稳定性较好。跟踪期内公司债务水平快速上升，但仍处于适宜水平，未来随着公司业务不断推进，预计债务负担将进一步上升。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 152.64 亿元，较上年底变化不大。其中资本公积和未分配利润占所有者权益的 87.85%和 7.65%。所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 153.02 亿元，较 2018 年底变化不大。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额 129.81 亿元，同比增长 17.94%，主要系长期债务增加所致。公司负债以非流动负债为主。

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	5.23	4.75	5.07	3.91	8.51	6.66
一年内到期的非流动负债	7.70	7.00	11.54	8.89	5.99	4.69
流动负债	**16.30**	**14.81**	**19.28**	**14.85**	**17.18**	**13.45**
长期借款	25.38	23.06	39.26	30.24	39.26	30.74
应付债券	67.18	61.03	70.75	54.50	70.75	55.40

非流动负债	**93.77**	**85.19**	**110.53**	**85.15**	**110.53**	**86.55**
负债总额	**110.07**	**100.00**	**129.81**	**100.00**	**127.71**	**100.00**

注：1.公司流动负债和非流动负债总和与负债总额存在误差系四舍五入所致；2.由于会计政策调整，将应付利息和应付股利并入其他应付款中，故对往年其他应付款进行追溯调整
资料来源：根据公司审计报告、2019年一季度财务数据整理

截至 2018 年底，公司流动负债 19.28 亿元，同比增长 18.30%。公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2018 年底，公司其他应付款 5.07 亿元，同比下降 3.07%，其他应付款中应付利息 1.14 亿元、应付代付款 1.91 亿元，应付借款 1.01 亿元。其他应付款中含有息债务 0.81 亿元。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 11.54 亿元，同比增长 49.95%。一年内到期的非流动负债中含一年内到期的长期借款 5.76 亿元、一年内到期的应付债券 5.09 亿元和一年内到期的长期应付款 0.69 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债 110.53 亿元，同比增长 17.87%，主要是长期借款增长。

截至2018年底，公司长期借款39.26亿元，同比增长54.71%。绝大部分为质押借款（2018年底为36.49亿元），此外还包含少量抵押借款、信用借款和保证借款。

截至2018年底，应付债券70.75亿元，同比增长5.31%，系2018年12月成功发行“18百福投资MTN001”8.40亿元，同时部分“14郴州百福债”和“16百福专项债”将于2019年兑付本金，转入一年内到期的非流动负债所致。

截至2018年底，公司长期应付款0.52亿元，同比下降57.14%，全部是公司向远东国际租赁公司借款，均为有息债务。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 127.71 亿元，较上年底略有下降，系一年内到期的非流动负债下降所致。2019 年 3 月底公司其他应付款 8.51 亿元，较上年底增长 67.96%，主要系一季度收到较多与北湖区政府投融资中心往来款所致，其他应付款中含有息债务 0.81 亿元。公司非流动负债较 2018 年底无变化。

截至2018年底，公司全部债务快速增长21.24%至121.55亿元。有息债务以长期债务为主，2018年底占比90.50%。2019~2021年，公司需兑付的有息债务分别为12.35亿元、8.51亿元和50.68亿元，2021年公司存在较大集中兑付压力。2018年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均呈上升趋势，分别为45.96%、41.89%和44.33%。截至2019年3月底，公司全部债务116.00亿元，较2018年底有所下降，资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别下降至45.49%、41.82%和43.12%。总体看，公司债务水平处于适宜水平。

4. 盈利能力

公司营业收入保持稳定，期间费用对利润侵蚀大，公司利润总额对政府补助依赖度大，整体盈利能力仍弱。

公司收入主要来源于基础设施建设和土地整理业务。2018 年，公司营业收入和营业成本均保持稳定。由于公司代建业务收益率固定，其他业务收入毛利率有所上升，2018 年公司营业利润率略有所上升，为 18.04%。

2018 年，公司期间费用 2.02 亿元，同比增长 9.65%，期间费用增长主要是财务费用增长所致。期间费用率由 2017 年的 15.68%上升至 17.00%。公司期间费用控制能力有所下降。

2018 年，公司营业外收入 2.23 亿元，为政府补助；同期，利润总额 2.32 亿元。公司利润对政府补助依赖性大。

2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 1.60%和 1.52%。公司盈利能力仍弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.61 亿元，相当于 2018 年全年的 30.36%，营业利润率 18.20%；公司利润总额 0.38 亿元。

5．现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金净流入有所下降；由于自营项目和棚改项目持续投入，投资活动表现为持续净流出。未来随着项目不断投入，公司仍存在一定的资金需求。

公司经营活动现金收支主要是经营业务收支、政府补助以及与政府相关部门的往来款等。2018 年，公司经营活动现金流入量有所下降，为 16.72 亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金 8.34 亿元，为公司收入回款；收到其他与经营活动有关的现金绝大部分为往来款和财政补贴。公司经营活动现金流出有所下降，主要是代建项目投入和往来款支出。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.88 亿元。公司现金收入比分别由 2017 年的 91.90%下降至 70.16%，公司收入实现质量有所下降。

2018 年，公司投资活动以现金流出为主。2018 年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金较大，主要是对自营项目和棚改项目的投入（反映在“预付款项”和“在建工程”）；公司投资支付的现金 2.07 亿元，主要是公司购买基金支出（反映在“可供出售金融资产”）和少量委托贷款支出（反映在“其他非流动资产”）。公司投资活动现金流量净额-15.06 亿元。

公司筹资活动现金流入以发行债券和取得银行借款为主，2018 年为 30.15 亿元；筹资活动现金流出主要是偿还债务本息。2018 年筹资活动现金流量净额 12.65 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流入主要以往来款为主；经营活动现金流出主要是在建工程项目支出，其中购买商品、接受劳务支付的现金 3.17 亿元，经营活动现金流量净额 3.43 亿元。投资活动现金流量净额-4.85 亿元，全部为公司自持项目和棚改项目的持续投入。筹资活动偿还债务本息，筹资活动现金流量净额-6.87 亿元。

6．母公司财务分析

母公司财务方面，截至 2018 年底，母公司资产总额 240.94 亿元，较上年保持稳定。其中流动资产占 92.98%、非流动资产占 7.02%，资产以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的 85.30%，占比高。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 145.83 亿元，较上年保持稳定。母公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，占合并报表所有者权益的 95.54%，占比高。

截至 2018 年底，母公司负债合计 95.11 亿元，同比增长 3.04%。其中流动负债占 24.90%、非流动负债占 75.10%，母公司以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的 73.27%，占比高。

2018 年，母公司实现营业收入 10.49 亿元，同比增长 2.06%，占合并报表营业收入的 88.23%；母公司利润总额为 0.99 亿元，同比增长 17.42%，占合并报表利润总额的 42.85%，母公司利润总额占合并报表比重偏低主要系公司收到的政府补助主要支付给子公司所致。

7．偿债能力

相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产充裕，且间接融资渠道畅通，短期债务支付能力强。公司有息债务规模较大，长期偿债能力弱，但考虑到股东对公司的持续支持，公司整体偿债风险很低。

截至2018年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为1300.81%和544.98%；截至2019年3月底，上述指标分别上升至1420.40%和569.02%。2018年，公司经营现金流动负债比由2017年的15.87%下降至4.56%。考虑到公司货币资金充足且短期债务规模较小，公司短期偿债能力强。

2018年，公司EBITDA为4.45亿元，同比略有增加；全部债务/EBITDA由2017年的23.02倍上升至27.35倍，公司长期偿债能力弱。考虑到政府和股东对公司的持续有力支持，公司整体偿债风险很低。

截至2019年3月底，公司对外担保余额0.20亿元，系对郴州市第三人民医院的担保，担保

比率0.13%，公司或有负债风险低。

截至2019年3月底，公司共获银行授信70.02亿元，尚未使用授信额度30.17亿元，公司间接融资渠道畅通。

九、存续债券偿债能力

截至2019年3月底，公司一年内到期的应付债券5.09亿元，公司存续债券短期兑付压力小，2021年偿债集中度高。

截至2019年3月底，公司未来一年内到期的应付债券5.09亿元（“14郴州百福债/PR郴百福”将于2019年8月兑付本金3.60亿元、“16百福专项债/PR郴百福”将于2020年3月兑付本金1.49亿元），2021年将达到存续债券待偿本金峰值48.09亿元（假定2016年发行的公司债“16百福01”将于第5年赎回）。

截至2019年3月底，公司现金类资产33.87亿元；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16.72亿元、0.88亿元和4.45亿元，对公司存续债券保障情况如下表，总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券余额保障能力很强。

表7　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年 3 月
2019 年 3 月底一年内到期债券余额	5.09
未来待偿债券本金峰值	48.09
现金类资产/一年内到期债券余额	6.65
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.35
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.02
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.09

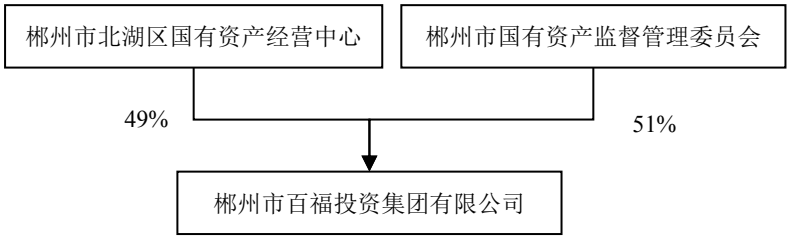
资料来源：联合资信整理

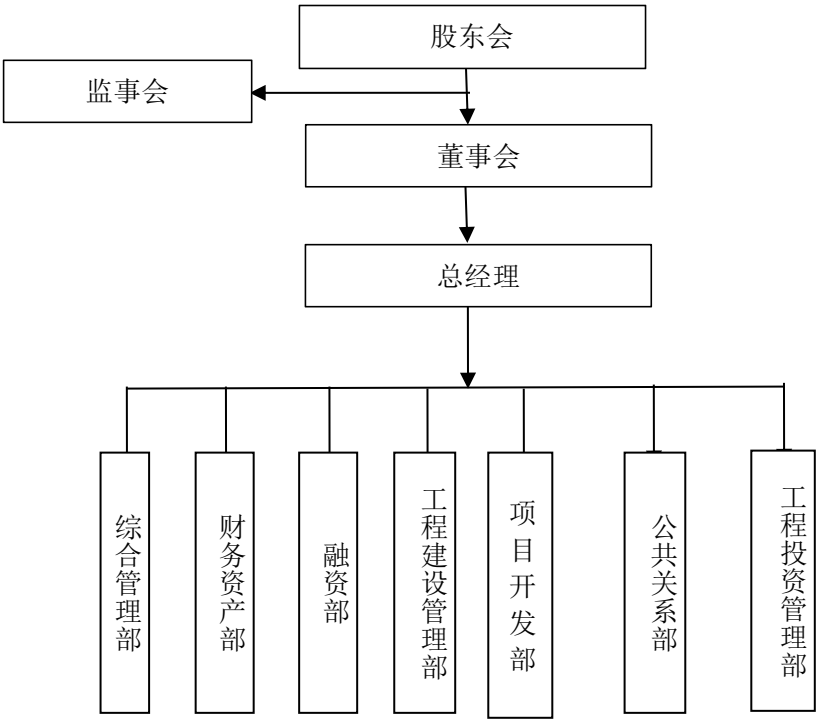
此外，公司以其持有的 9 宗土地使用权为“14 郴州百福债/PR 郴百福”提供抵押担保；根据深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司于 2019 年 6 月 5 日出具的评估报告，9 宗抵押土地使用权面积共计 3244.66 亩，评估的价值为人民币 449930.18 万元，评估基准日为 2019 年 3 月 22 日。在“14 郴州百福债/PR 郴百福”存续期内，公司应保证抵押倍数不低于 2 倍（抵押倍数是指抵押资产价值总额与该期债券未偿还本金及一年内未偿还债券利息（发行利率为 6.54%）之和的比例）；目前，抵押资产对债券余额的抵押倍数为 4.17 倍，有助于更好保障债券本息偿付。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“14 郴州百福债/PR 郴百福”的信用等级为 AA$^+$，维持“16 百福专项债/PR 郴百福”“18 百福投资 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	84.40	43.69	42.16	33.87
资产总额(亿元)	266.35	262.39	282.45	280.73
所有者权益(亿元)	151.77	152.32	152.64	153.02
短期债务(亿元)	10.64	7.70	11.54	5.99
长期债务(亿元)	89.98	92.56	110.01	110.01
全部债务(亿元)	100.62	100.26	121.55	116.00
营业收入(亿元)	11.43	11.76	11.89	3.61
利润总额(亿元)	2.40	2.55	2.32	0.38
EBITDA(亿元)	4.13	4.36	4.45	--
经营性净现金流(亿元)	5.59	2.59	0.88	3.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.96	1.00	0.85	--
存货周转次数(次)	0.07	0.07	0.07	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	109.45	91.90	70.16	1.96
应收类款项/资产总额(%)	9.58	10.64	11.61	12.05
营业利润率(%)	16.84	17.94	18.04	18.20
总资本收益率(%)	1.64	1.72	1.60	--
净资产收益率(%)	1.58	1.68	1.52	--
长期债务资本化比率(%)	37.22	37.80	41.89	41.82
全部债务资本化比率(%)	39.87	39.69	44.33	43.12
资产负债率(%)	43.02	41.95	45.96	45.49
流动比率(%)	1126.72	1478.23	1300.81	1420.40
速动比率(%)	473.12	583.43	544.98	569.02
经营现金流动负债比(%)	24.64	15.87	4.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.35	23.02	27.35	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

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 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-2　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