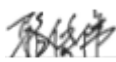
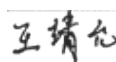


2021 年第一期高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采 点生态环境综合治理项目项目收益债券信用评级报告

项目负责人： 骆传伟 chwluo@ccxi.com.cn 

项目组成员： 王靖允 jywang@ccxi.com.cn 

评级总监： 

电话：(027)87339288

2021 年 07 月 19 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2019]1893D 号

南充临江东方投资集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及其子公司拟发行的“2021 年第一期高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目项目收益债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，本期项目收益债券的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年七月十九日



发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的	差额补偿人	担保人
南充临江东方投资集团有限公司	6 亿元, 其中基础发行额 3 亿元, 弹性配售额 3 亿元	7 年	本期债券每年付息一次, 设置本金提前偿付条款, 在债券存续期的第 3~7 年末分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金, 最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付	用于高坪区嘉陵江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目	南充临江东方投资集团有限公司	无

评级观点: 中诚信国际评定南充临江东方投资集团有限公司 (以下简称“临江东投”或“公司”) 主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定; 评定“2021 年第一期高坪区嘉陵江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目项目收益债券”的债项信用等级为 **AA**, 该信用等级充分考虑了临江东投作为差额补偿人对本期债券还本付息的保障作用。中诚信国际肯定了区域环境持续增长, 公司既往获得了较多的外部支持等优势对本期债券本息偿付起到的支持作用。同时, 中诚信国际关注到采砂权期满后的续采风险或将为公司偿债压力带来不确定性, 砂石价格存在波动风险, 公司财务杠杆比率升高, 集中偿债压力较大, 债务结构有待优化, 盈利能力弱化, 利润高度依赖政府补助以及储备建设项目以自营项目为主, 资金平衡情况尚不明确等因素对本期债券信用状况的影响。

概况数据

临江东投 (合并口径)	2018	2019	2020
总资产 (亿元)	246.29	248.44	275.83
所有者权益合计 (亿元)	99.42	100.77	98.64
总负债 (亿元)	146.87	147.67	177.19
总债务 (亿元)	114.35	110.75	126.99
营业总收入 (亿元)	8.76	9.17	12.49
经营性业务利润 (亿元)	1.91	1.82	3.12
净利润 (亿元)	0.76	1.09	0.62
EBITDA (亿元)	1.90	3.73	4.27
经营活动净现金流 (亿元)	-9.20	14.55	-12.49
收现比(X)	0.50	1.06	0.78
营业毛利率(%)	11.43	9.24	4.77
应收类款项/总资产(%)	19.12	12.38	12.88
资产负债率(%)	59.63	59.44	64.24
总资本化比率(%)	53.49	52.36	56.28
总债务/EBITDA(X)	60.25	29.71	29.73
EBITDA 利息倍数(X)	0.30	0.53	0.50

注: 1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告整理; 2、为准确计算债务, 中诚信国际将其他应付款中的有息债务纳入短期债务核算, 将长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算。3、评级报告均采用期末数, 公司各期财务报告均依照新会计准则编制。

正 面

■ **区域经济实力持续增长。**近年来南充市和高坪区经济与财政实力逐年增强, 为公司的经营发展提供了较好的外部环境。

■ **获得较多的外部支持。**公司作为南充市高坪区重要的基础设施投融资主体, 近年来持续获得股东及相关各方的支持。2019 年, 公司收到财政拨款的项目资本金 2,540.00 万元; 2018~2020 年, 公司分别收到各类政府补助资金 2.59 亿元、2.57 亿元和 4.83 亿元。此外, 公司 2019 年和 2020 年还分别获得财政贴息资金 1.14 亿元和 0.35 亿元。

关 注

■ **采砂权期满后的续采风险或将为公司偿债压力带来不确定性。**募投项目对应的采砂权将于 2021 年底到期, 本期债券存续期为 7 年, 截至报告出具日, 区内行业主管部门批复公司采砂权到期后可按开采总量为限续期开采, 理论上采砂权期满后存在一定的续采风险。上述风险或将致使募投项目现金流入不及预期, 甚至有可能触发债券加速到期条款, 致使债券提前兑付, 或将对公司偿债压力带来不确定性。

■ **砂石价格存在波动风险。**砂石供给及市场价格易受政策和下游市场需求影响而发生波动, 砂石价格波动将直接影响现金流的实现情况, 将造成现金流对债券还本付息金额的覆盖存在一定不确定性。

■ **财务杠杆比率升高, 集中偿债压力较大, 债务结构有待优化。**2020 年末, 公司的债务规模及财务杠杆比率同比有所提升, 账面货币资金对短期债务覆盖比例仍较低, 2021~2022 年面临较大的债务到期压力, 此外, 公司债务中非标借款占比较高, 整体债务构成有待优化。

■ **盈利能力弱化, 利润高度依赖政府补助。**近年来, 公司毛利率较低且逐年下降, 盈利能力持续弱化, 政府补助资金是利润总额的最主要构成部分, 利润高度依赖政府补助。

■ **储备建设项目以自营项目为主, 资金平衡情况值得关注。**截至 2020 年末, 公司的储备建设项目以自营项目为主, 在建自营项目过往投入较大, 大部分项目尚未实现收益, 长期占用了投入的建设资金, 未来的资金平衡情况值得关注。

评级展望

中诚信国际认为, 南充临江东方投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**南充市和高坪区的经济财政实力大幅提升, 且公司在南充市的定位显著提升, 股东支持力度大幅提高; 资本进一步充实, 收入来源多样化, 收入及利润水平大幅提高。

■ **可能触发评级下调因素。**南充市和高坪区的经济财政实力大幅下滑; 公司定位下降, 与股东关联疏远, 股东支持意愿减弱; 财务指标明显恶化, 再融资环境恶化等。

同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2020 年主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益合 计 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
南充临江东方投资集团有限公司	275.83	98.64	64.24	12.49	0.62	-12.49
遂宁开达投资有限公司	334.28	167.00	50.04	10.59	0.86	-16.38
遂宁市富源实业有限公司	154.26	87.45	43.31	10.56	1.20	3.33

资料来源：中诚信国际整理

项目概况

债券概况

表 1：本期债券基本要素

	基本条款
募投项目	高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目
项目实施主体	南充龙门古镇开发建设有限公司
发行规模	本次债券注册额度 8 亿元，本期计划发行 6 亿元，其中基础发行额 3 亿元，弹性配售额 3 亿元
债券期限	7 年
债券利率	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息。本期债券通过中央国债登记结算有限责任公司簿记建档发行系统，以市场化方式确定发行利率。
付息方式	本期债券每年付息一次。本期债券设置本金提前偿付条款，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金，最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。每年付息款项目自付息日起不另计利息，到期兑付款项目自兑付日起不另计利息。
加速清偿条款	如果发生以下可以启动加速到期条款的情形或本协议项下的违约事件发生且一直持续 30 个工作日仍未解除，出席债券持有人会议且单独或合并持有三分之二以上表决权的债券持有人可通过债券持有人会议决议，以书面方式通知发行人，宣布本期未偿还债券提前到期，并要求发行人支付全部本金和相应利息。可以启动加速到期条款的情形包括但不限于： 1、债券发行三个月后，项目仍未开工； 2、项目建设运营过程中出现重大不利事项，导致项目收益不能达到可行性研究报告和第三方专项意见的预测水平； 3、发行人破产，需对项目有关的财产和权益进行清算。
收益权排他条款	南充龙门古镇开发建设有限公司（以下简称“龙门古镇公司”或“项目法人”）合法享有募投项目及其收益的所有权，募投项目的所有直接和可确认的间接收益将按照本期债券《2021 年第一期高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目项目收益债券账户监管协议》（以下简称“《监管协议》”）的要求进行划转和储存，并在本期债券本息范围内全部用于债券偿债。公司及项目法人将于募投项目竣工验收并办理权利凭证后 10 个工作日内，将项目建设、运营所形成的资产或收益权按照法律法规规定可以抵押或质押的部分，足额向债权人办理抵押质押手续。除此之外，在本期债券存续期内，公司及项目法人将不对募投项目及其收益设定抵押、质押等他项权利，但本期债券债权代理协议及法律、法规及有关监管对此另有规定除外。
发行人/差额补偿人	南充临江东方投资集团有限公司
募集资金用途	全部用于高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目
债权代理人	渤海证券股份有限公司

账户及资金监管银行	乐山市商业银行股份有限公司南充分行
审计机构	大华会计师事务所（特殊普通合伙）
信用评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
法律顾问	北京盈科（成都）律师事务所
项目可行性研究报告编制单位	浙江中水工程技术有限公司
项目收益预测咨询报告编制单位	中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目背景

南充市高坪区嘉陵江河道砂石由于砂质好、砂量充沛、开采方便、运输距离较近等优点，是工程建设砂石材料的首选。开展本次采砂项目，可为提高南充市工程的工程质量、加快工程进度提供有力的基础材料保障，对推动南充市重点工程建设具有十分积极和重要的意义。

一方面，砂石开采加工属于第二产业，可以极大地促进当地交通运输、造船业、服务业、设备制造等联动产业的发展，增加经济产值，为国家缴纳税收资金，进而促进地区的经济发展。因此，本项目的建设可以有效缓解当地产业结构问题，促使第二产业的完善，带动第三产业的发展。同时，项目的建设还有利于吸纳农村剩余劳动力，提高居民收入，改善生活环境，是一项民生工程。

另一方面，人工采石挖沙易造成水土流失，容易引起塌方等自然地质灾害，砂石开采点的生态环境综合治理十分必要。国家“十三五”规划纲要提出满足经济社会可持续发展的环境保护要求，围绕重大区域、流域的环境、生态及核设施安全问题，面向改善环境质量、防范环境风险和保护公众健康目标，深化对典型环境过程的认识，形成针对多污染物及多介质的污染减排、质量改善、风险防范、监督执法、环保产业等科技支撑体系，实现环保科技全方位的跨越发展以及部分领域的赶超引领。本项目属于嘉陵江流域的环境及生态治理项目，符合“十三五”规划要求。

综上所述，河道整治项目的实施有利于促进区域经济发展、提高农民收入和改善生态环境。因此，

本项目的建设和运营十分必要。

项目概况

根据浙江中水工程技术有限公司编制的《高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目可行性研究报告》（以下简称“《可研报告》”），高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目包括高坪区嘉陵江溪头段河道砂石开采加工工程、高坪区嘉陵江江陵段河道砂石开采加工工程和高坪区嘉陵江江陵、溪头段砂石开采点河道整治工程。高坪区嘉陵江溪头段河道砂石开采加工工程、高坪区嘉陵江江陵段河道砂石开采加工工程建设内容主要为两个开采加工点的厂区建设，两个开采点分别位于嘉陵江干流高坪段江陵吊马坝河段（以下简称“江陵段”）和溪头乡河段（以下简称“溪头段”）。

江陵段位于嘉陵江左岸高坪江陵镇吊马坝河段，可采区范围为上起蓬安县三坝乡万寿村大山沟下游河段左侧高坪水域，下至凤仪电站坝上游1,000m左右水域范围，该江段属顺庆、高坪共有河段，以河道纵向水域中心线为界，右侧属顺庆、左

侧属高坪。该开采点厂区占地面积为100,000 m²（150亩），场地包括砂石堆料场、砂石料加工区、码头区、办公生活区四大功能区和30亩的发展用地。同时，增加室外管网、绿化、硬化等相关附属设施；购买采砂船及砂石加工生产设备。

溪头段位于嘉陵江右岸溪头乡政府对岸和担其湾对岸之间的河道中心线右侧河道地带，位于东西关电站库区内，产地呈不规则长条多边形，长约2,560米，宽约130~450米，水域水深5~8米。该厂区占地面积为66,666.60 m²（100亩），场地划定结构基本与江陵段厂区相同。

高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点河道整治工程涉及河道水域治理面积221.18万m²，河岸治理面积105万m²。水域治理面积中，南充市高坪区嘉陵江江陵河道综合治理面积159.38万m²，溪头河道治理面积61.8万m²。本项目涉及水域、陆域总面积为326.18万m²（4,892.70亩）。建设内容包括高坪区河段砂石坑整治工程、高坪区河段护坡工程、高坪区河道沿岸生态植被工程、高坪区河段清淤疏浚工程。

表 2：开采加工点建设方案情况

名称	子项目	单位	合计数值	江陵段	溪头段
砂石堆料场		m ²	71,548.00	36,352.00	35,196.00
砂石料加工区	加工厂房	m ²	12,600.00	6,660.00	5,940.00
	仓库		15,200.00	8,000.00	7,200.00
码头区		m ²	12,494.00	6,500.00	5,994.00
办公生活区	办公大楼	m ²	3,000.00	1,500.00	1,500.00
	宿舍楼		2,500.00	1,300.00	1,200.00
绿化面积		m ²	10,267.00	5,600.00	4,666.66
道路面积		m ²	19,058.00	14,087.92	4,969.94
合计		m ²	146,667.00	79,999.92	66,666.60
采砂船		艘	12	8	4
货运船		艘	60	40	20
鄂式破碎机	PE-400×600	台	16	10	6
圆锥破碎机	PYB900	台	16	10	6
圆振动筛	3YZS18548 型	台	16	10	6
振动给料机	GZD75×2500	台	16	10	6
皮带输送机	B650×15 型	台	4	2	2
	B650×19 型	台	4	2	2
	B500×18 型	台	4	2	2
	B500×16 型	台	6	3	3
汽车	15t	辆	30	20	10

资料来源：公司提供及《可研报告》，中诚信国际整理

项目合规性

截至本报告出具日，公司已在南充市高坪区发展和改革局取得《关于高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目可行性研究报告的批复》、《关于变更高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目可行性研究报告的批复》和《关于高坪区嘉陵江江陵段溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目节能审查的批复》，在南充市高坪生态环境局取得《关于对<南充龙门古镇开发有限公司嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点河道整治工程环境影响报告表>的批复》、《关于对<南充龙门古镇开发有限公司高坪区嘉陵江溪头段河道砂石开采加工工程项目环

境影响报告表>的批复》和《关于对<南充龙门古镇开发有限公司高坪区嘉陵江江陵段河道砂石开采加工工程项目环境影响报告表>的批复》，在南充市高坪区自然资源和规划局取得《临时用地许可证》、《建设工程规划许可证》和《建设项目选址意见书》，在中共南充市高坪区委政法委员会取得《关于对<南充龙门古镇开发有限公司关于批复<高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目社会稳定风险评估报告>备案的请示>的回复》，项目部分取得了南充市高坪区城乡建设局下发的《高坪区嘉陵江溪头、江陵段河道砂石开采加工生态环境综合治理项目》施工许可证。

表 3：项目审批情况表

文件名称	发文机关	批准文号	印发时间
关于高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目可行性研究报告的批复	南充市高坪区发展和改革局	高发行审[2018]363 号	2018 年 11 月 5 日
关于变更高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目可行性研究报告的批复	南充市高坪区发展和改革局	高发行审[2019]412 号	2019 年 7 月 1 日
关于对《南充龙门古镇开发有限公司嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点河道整治工程环境影响报告表》的批复	南充市高坪生态环境局	高环函[2019]84 号	2019 年 12 月 14 日
关于对《南充龙门古镇开发有限公司高坪区嘉陵江溪头段河道砂石开采加工工程项目环境影响报告表》的批复	南充市高坪生态环境局	高环函[2019]85 号	2019 年 12 月 14 日
关于对《南充龙门古镇开发有限公司高坪区嘉陵江江陵段河道砂石开采加工工程项目环境影响报告表》的批复	南充市高坪生态环境局	高环函[2019]86 号	2019 年 12 月 14 日
关于高坪区嘉陵江江陵段溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目节能审查的批复	南充市高坪区发展和改革局	高发改[2019]77 号	2019 年 6 月 11 日
临时用地许可证	南充市高坪区自然资源和规划局	高土临（2021）第 005、高土临（2021）第 006 号	2021 年 5 月 12 日
建设工程规划许可证	南充市高坪区自然资源和规划局	建字第（临）51130320190001、建字第（临）51130320190002 号	2019 年 12 月 5 日
建设项目选址意见书	南充市高坪区自然资源和规划局	选字第 51130320190019、选字第 51130320190020 号	2019 年 11 月 22 日
关于对《南充龙门古镇开发有限公司关于批复<高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目社会稳定风险评估报告>备案的请示》的回复	中共南充市高坪区委政法委员会	高委政发[2019]42 号	2019 年 6 月 28 日
《高坪区嘉陵江溪头、江陵段河道砂石开采加工生态环境综合治理项目》建筑工程施工许可证	南充市高坪区城乡建设局	511303202010280101	2020 年 10 月 28 日

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至报告出具日，募投项目大部分建设内容尚未取得《建筑工程施工许可证》，项目理论上面临一定的合规性风险；若募投项目未来不能及时取得上

述文件，或将影响其募投项目的建设进度和经营收益的实现，进而出现项目税后现金流对本期债券本息覆盖情况不及预期的可能，中诚信国际将持续关

注上述文件的取得进展，并及时评估其对本期债券信用水平的影响。

此外，南充市高坪区人民政府和南充市高坪区农业农村局对公司上报的《延长高坪区嘉陵江江陵段、溪头段河道采砂期限的请示》的出具了批复意见，相关部门原则上同意将龙门古镇公司的开采期限由3年顺延至中标的912.27万立方米方量全部开采完成为止；本期债券的法律顾问针对龙门古镇公司采砂权续期的合规性发表了专项法律意见，认为其河道采砂权续期是合法、合规的。

投资估算及资金来源

根据《可研报告》，项目共分为三个子项目，即高坪区嘉陵江溪头段河道砂石开采加工工程、高坪区嘉陵江江陵段河道砂石开采加工工程和高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点河道整治工程。项目总进度包括从项目前期准备、工程勘察与设计、项目实施到项目完成的过程，总建设期12个月。项目财务评价计算期为8年，其中江陵段、溪头段砂石开采点项目建设期为1年，运营期为7年。

本项目总投资为120,118.62万元，其中：建设投资113,718.62万元，占总投资的94.67%，包括工程费用63,550.72万元、工程建设其他费41,763.31万元、预备费7,027.22万元和流动资金1,377.37万元；建设期利息为6,400.00万元，占总投资5.33%。

资金来源

本项目的总投资为120,118.62万元，项目的资金来源为公司自筹资金及拟发行项目收益债。其中公司自筹资金40,118.62万元，占总投资的33.40%，项目收益债融资80,000万元，占总投资的66.60%，资金筹措方案符合国家对投资项目资本金要求的相关规定。截至2020年末，公司自筹资金已全部到位，其中35,000万元已用于竞拍采砂权，另投入前期费用5,859.86万元。

本项目主要收入来源于河道治理砂石清理收入、嘉陵江江陵河道砂石开采收入、嘉陵江溪头河

道砂石开采收入。

项目运作

龙门古镇公司作为项目法人，目前主要负责该项目的立项审批、建设管理以及投融资管理等，项目收益归其所有。

交易结构

基础交易框架

本次发行的8.00亿元项目收益债券是高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目建设重要的资金来源，临江东投担任本次债券的差额补偿人，当项目现金流不足以足额支付债券本息时，承担差额补足的义务。

临江东投和龙门古镇公司已与监管银行乐山市商业银行股份有限公司南充分行（以下简称“乐山商业银行南充分行”或“监管银行”）和渤海证券股份有限公司（以下简称“债权代理人”）签订了《监管协议》，同时临江东投在监管银行开立发行人募集资金使用专户和偿债资金专户，龙门古镇公司在监管银行开立项目实施主体募集资金使用专户和项目收入归集专户，明确了本次债券募集资金使用用途和还款安排。

发行人募集资金使用专户只能由公司专门用于募集资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。公司应以发行人募集资金使用专户接收本次债券募集资金，并在收到本次债券募集资金之日起10日内，一次性将本次债券募集资金全部划入项目实施主体募集资金使用专户。

项目实施主体募集资金使用专户只能由龙门古镇公司专门用于募集资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。龙门古镇公司只能将项目实施主体募集资金使用专户中的资金用于募投项目。龙门古镇公司向监管银行发出划款指令时应同时提供设备、材料购买合同或委托建设合同等证明用于募投项目的资料。项目实施主体募集资金使用专户内的闲置资金只能用于银行存款等流动性较好、低风险

保本投资。

项目收入归集专户专门用于归集募投项目在债券存续期间的所有项目收入，包括但不限于直接收费收入、产品销售收入、财政补贴等。龙门古镇公司应在每季度前 5 个工作日内将项目收入归集专户内的全部资金划转至偿债资金专户，作为本次债券的偿债准备金。

偿债资金专户专门用于本次债券偿债资金的接收、存储和划转，包括但不限于龙门古镇公司从项目收入归集专户划入的资金、差额补偿人划入的差额补偿资金等。除偿还本次债券本息外，偿债资金专户资金不得用作其他用途。临时闲置的偿债资金，只能用于银行存款等流动性较好、低风险保本投资，并在不晚于 T-5 日全部转化为活期存款。同时公司将投资情况定期告知监管银行和债权人代理人。

公司应在本次债券的付息日或兑付日前 30 个工作日（T-30 日），将偿债资金安排通知监管银行

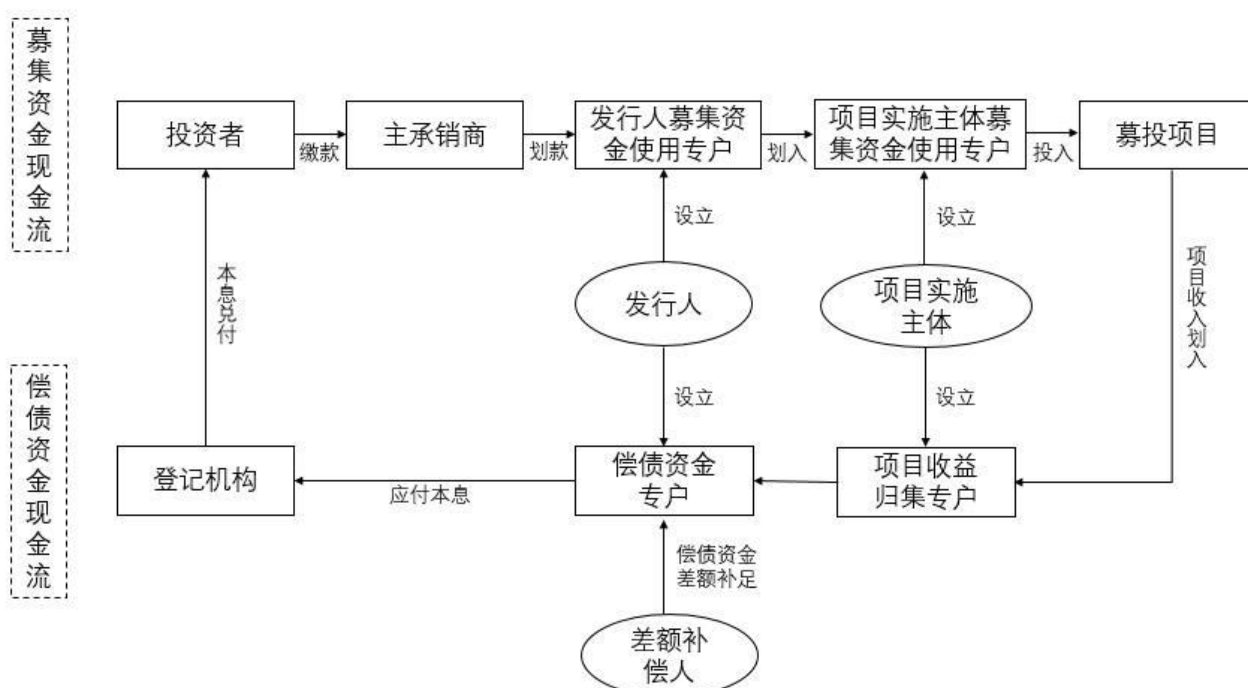
和债权人代理人，由监管银行监督公司于 T 日的本息偿付。

公司应不晚于本次债券的付息日或兑付日前 20 个工作日，确保偿债资金专户内的资金余额不少于公司在付息日或兑付日应还本付息的金额。

当本次债券每一年付息/兑付日前第 20 个工作日（T-20 日），偿债资金专户中的余额不足以支付本次债券当年应付本金及利息，监管银行应书面通知差额补偿人，同时要求差额补偿人按照《差额补偿协议》中的约定履行差额补偿义务。

公司对本次债券承担各期及全部的本息偿还责任，须按照国家发改委关于本次债券的核准批复文件规定的用途合理使用募集资金，并根据《账户及资金监管协议》的约定将项目收入所产生的资金划转至偿债资金专户，保证偿债资金专户具有足额的偿还能力，保证本次债券每期本息的偿付。

图 1：交易结构图



资料来源：公司提供

偿债保障措施

本次债券采用本息差额补偿制度保障债券本息

按时足额兑付。根据《2020 年高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目项目收益

债券本息偿还差额补偿协议》（以下简称“《差额补偿协议》”），公司作为差额补偿人，当项目现金流不足以足额支付债券本息时，差额补偿人将承担差额补偿的义务。即：债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本次债券当期本息时，差额补偿人应在付息/兑付日第 15 个工作日前补足偿债账户余额与本次债券应付本息差额部分。

交易的法律情况

北京盈科（成都）律师事务所经办律师根据《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”）、《中华人民共和国证券法》（以下简称“《证券法》”）及其它相关法律、法规、规章、规范性文件规定，通过对公司提供的材料以及有关事实进行核查，经办律师认为：公司为依法设立并有效存续的企业法人，公司已履行本期债券发行的内部授权和批准程序，已取得的授权和批准合法、有效；本期债券发行涉及的中介机构均具备从事本期债券发行相关业务的法定资格；本期债券发行的主要交易文件符合法律、法规的规定；本期债券《募集说明书》及其摘要引用的法律意见书内容适当，不存在因引用法律意见书内容出现虚假记载、误导性陈述及重大遗漏。

综上，北京盈科（成都）律师事务所经办律师认为公司已经具备了《公司法》、《证券法》等相关法律、法规及规范性文件要求的发行本期债券的资格和条件，且已取得了现阶段必要的授权和批准。

项目预期收益分析

主要估计假设

以下分析基于中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）编制的《南充龙门古镇开发建设有限公司江陵段、溪头段砂石开采点项目现金流分析预测咨询报告》（以下简称“《咨询报告》”）。

（一） 现金流入预测假设

一、销售收入

销售收入主要包括河道治理砂石清理收入和江陵段与溪头段河道砂石开采收入。

（1）河道治理砂石清理收入

本项目高坪区河段清淤疏浚工程，余方弃置主要为混合石（河段砂石），数量为 8 万 m³（本项目可开采量为可以开采出进行销售的数量）。计算期内河道治理砂石清理收入为 640 万元。

（2）嘉陵江江陵河道砂石开采收入

南充市高坪区嘉陵江江陵河道 3 年采砂权（2019~2021 年），开采面积 159.38 万 m²，可开采量约 657.40 万 m³，剩余可开采量 626.03 万 m³。三年转运沙石料总计 626.03 万 m³，经过洗砂工序后，可销售砂石总计 813.84 万 m³，其中细沙 490.03 万 m³，混合沙 193.24 万 m³，砾石 58.67 万 m³，碎石 71.90 万 m³。项目计算期内细沙销售收入为 102,900.96 万元；混合石销售收入为 18,552.36 万元；砾石销售收入为 7,042.38 万元；碎石销售收入为 12,075.80 万元。砂石收入合计为 140,571.50 万元。

（3）嘉陵江溪头河道砂石开采收入

南充市高坪区嘉陵江溪头河道 3 年采砂权，开采面积 61.80 万 m²，可开采量约 254.87 万 m³，剩余可开采量 225.91 万 m³。三年转运沙石料总计 225.91 万 m³，经过洗砂工序后，可销售砂石总计 293.69 万 m³，其中细沙 177.10 万 m³，混合沙 69.47 万 m³，砾石 21.12 万 m³，碎石 26.00 万 m³。项目计算期内细沙销售收入为 37,192.89 万元；混合石销售收入为 6,666.71 万元；砾石销售收入为 2,531.35 万元；碎石销售收入为 4,370.89 万元。砂石收入合计为 50,761.84 万元。

表 4：根据假设情况，公司预计运营期营业收入计划表（万元）

项目	合计	建设期				运营期			
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年
营业收入（万元）	191,973.33	-	27,275.82	29,709.19	29,709.19	29,709.19	29,709.19	29,709.19	16,151.56

河道治理砂石清理收入	640.00	-	640.00	-	-	-	-	-	-
江陵段河道砂石开采收入	140,571.50	-	19,190.78	21,405.11	21,405.11	21,405.11	21,405.11	21,405.11	14,355.16
溪头段河道砂石开采收入	50,761.84	-	7,445.04	8,304.08	8,304.08	8,304.08	8,304.08	8,304.08	1,796.40

注：第1年是该项目的建设期，无营业收入。

资料来源：《咨询报告》，中诚信国际整理

（二） 现金流出预测假设

一、销售税金及附加估算

（1）增值税

根据《财政部、国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税[2016]36号）的相关规定，该项目所涉及的增值税项目中，销售货物或者提供加工销项税增值税率为13%，提供交通运输业服务的销项税税率为9%。

（2）城市维护建设税及教育费附加

以实际缴纳的增值税税额乘以城建税率7%和教育费附加率3%计算缴纳。

（3）地方教育费附加税率

以实际缴纳的增值税税额乘以地方教育费附加税率2%。

（4）资源税

资源税按3元/m³计算。

（5）企业所得税

企业所得税税率按25%计算。

二、营业总成本

（1）外购原材料费

项目产品主要原材料为砂石料，均为开采所得；将每年土地租金作为项目原材料费用计入，运营期共计为292.60万元（按每年41.80万元计）。

（2）外购燃料及动力费用

本项目燃料及动力费用包括柴油、水费、电费，经估算，本项目计算期内外购燃料及动力费用共计为3,814.43万元。

（3）固定资产折旧

建设期发生的工程费用中建筑工程费为

51,190.16万元，安装工程费为2,039.30万元，因此项目建设所形成的建（构）筑物类固定资产原值合计为53,229.46万元。房屋建筑残值率按5%计，按50年计提折旧。建设期发生的工程费用中设备及工器具购置费为10,321.26万元，因此项目建设所形成的机器设备类固定资产原值为10,321.26万元。机器设备残值率为5%，按20年计提折旧。经估算，平均每年应提取固定资产折旧1,501.62万元。

（4）修理费

根据实际运行情况，其中基础设施维护和修理费经营期按固定资产折旧费的10%提取，每年应提取修理费150.16万元

（5）摊销费

建设期发生的工程建设其他费和预备费中，无形资产（采砂权）为35,000.00万元，按照3年进行摊销；土地租金为41.80万元，按1年进行摊销；其他费用（含预备费）为13,748.73万元，按15年摊销。运营期第1年摊销费用为12,625.05万元，第2至第3年摊销费用为12,583.25万元，后4年每年摊销916.58万元。

（6）工资及福利

预计项目需管理人员6人，销售人员15人，巡视人员7人，技术人员（包含财务等）7人，开采及生产工人253人，共计288人。福利费按工资总额的14%计。经估算，项目计算期内的工资及福利费总计为10,370.81万元。

（7）其他费用

其他费用包括销售费用和管理费用。参照地区同类项目水平并结合项目本身实际，销售费用平均每年按营业收入的3%进行支出计算，管理费用按营业收入的2%计算。项目计算期内的销售费用总计为5,759.20万元，管理费用总计为3,839.47万元。

(三) 其他假设

无重大变化；

(1)假设公司遵循的国家及地方现行的法律法规，监管、财政、经济状况或国家宏观调控政策无重大变化；

(5)假设公司制定的各项经营计划、资金计划及投资计划等能够顺利执行；

(2)假设国家现行的利率、汇率及通货膨胀水平等无重大变化；

(6)假设公司经营活动、预计产品结构及产品市场需求状况、价格在正常范围内变动；

(3)假设对公司生产经营有影响的法律法规、行业规定和行业质量标准等无重大变化；

(7)假设无其他人力不可抗拒及不可预见因素对本公司造成的重大不利影响。

根据上述假设，项目现金流量预测如下表：

(4)假设公司组织结构、股权结构及治理结构

表 5：根据假设情况，项目营业支出计划（万元）

年份	外购原材料费 (1)	外购燃料及动力费 (2)	固定资产折旧 (3)	修理费 (4)	摊销费 (5)	工资及福利费 (6)	其他费用 (7)	利息支出 (8)	营业总成本 (9)	经营成本 (10)
第 1 年	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
第 2 年	41.80	531.03	1,501.62	150.16	12,625.05	1,481.54	1,363.79	6,400.00	24,094.99	3,568.32
第 3 年	41.80	592.30	1,501.62	150.16	12,583.25	1,481.54	1,485.46	6,400.00	24,236.13	3,751.26
第 4 年	41.80	592.30	1,501.62	150.16	12,583.25	1,481.54	1,485.46	5,120.00	22,956.13	3,751.26
第 5 年	41.80	592.30	1,501.62	150.16	916.58	1,481.54	1,485.46	3,840.00	10,009.46	3,751.26
第 6 年	41.80	592.30	1,501.62	150.16	916.58	1,481.54	1,485.46	2,560.00	8,729.46	3,751.26
第 7 年	41.80	592.30	1,501.62	150.16	916.58	1,481.54	1,485.46	1,280.00	7,449.46	3,751.26
第 8 年	41.80	321.89	1,501.62	150.16	916.58	1,481.54	807.58	-	5,221.17	2,802.97
合计	292.60	3,814.42	10,511.34	1,051.12	41,457.87	10,370.78	9,598.67	25,600.00	102,696.80	25,127.64

注：1、(9) = (1) + (2) + (3) + (4) + (5) + (6) + (7) + (8)；(10) = (9) - (5) - (3) - (8)；2、仅考虑债券存续期内的经营期。

资料来源：《咨询报告》，中诚信国际整理

表 6：根据假设情况，公司项目现金流预测表（万元）

项目	建设期	经营期					
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
现金流入	-	27,275.82	29,709.19	29,709.19	29,709.19	29,709.19	29,709.19
现金流出	-	5,024.92	5,848.92	6,168.92	9,405.59	9,725.59	10,045.59
经营成本	-	3,568.32	3,751.26	3,751.26	3,751.26	3,751.26	3,751.26
税金及附加	-	881.86	972.52	972.52	972.52	972.52	972.52
所得税	-	574.74	1,125.13	1,445.13	4,681.80	5,001.80	5,321.80
息前税后净现金流	-	22,250.90	23,860.27	23,540.27	20,303.60	19,983.60	19,663.60

资料来源：《咨询报告》，中诚信国际整理

现金流测算和分析

中诚信国际采用覆盖比率来衡量本次债券信用风险大小，该比率反映了在各偿还时点上，项目现金流对预期还本付息资金的最低覆盖水平。如果该数值小于 1.00 倍，表示项目现金流不能完全覆盖当期预期还本付息资金。

根据《咨询报告》，本次债券计划发行 8.00 亿元，债券存续期 7 年期，票面利息按照 8.00% 计算。

从第 3 年末开始还本，至第 7 年末本金偿付完毕，每年分别偿付本次债券发行总额的 20%，即年支付债券本金 16,000 万元。债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，债券存续期 7 年内本息偿付完毕。根据《监管协议》，项目运营期间所有收入必须全部划转到项目收入归集专户，公司应将全部项目收入由归集专户向偿债专户划转，作为偿债准备金。除偿还债券本息外，偿债资金专户资金不得用作其他用途。以下在现金流对债券本息的覆盖情

况测算过程中，需考虑资金沉淀情况。

建设期内无现金流入，根据《差额补偿协议》，差额补偿人将支付本次债券募投项目建设期的利息，故中诚信国际不对建设期进行现金流测算和分

析；经过测算，2022~2027 年，各期覆盖比率最低值为 1.77 倍，债券偿付有保障。根据项目未来现金流情况，公司经营净现金流对债券本息的覆盖情况如下：

表 7：测算现金流对债券本息的覆盖情况（万元、倍）

债券存续期	息前税后净现金流 (1)	可用偿债资金 (2)	债券本息 (3)	沉淀资金 (4)	覆盖倍数 (5)
第 1 年	-	-	6,400.00	-	--
第 2 年	22,250.90	22,250.90	6,400.00	15,850.90	3.48
第 3 年	23,860.27	39,711.17	22,400.00	17,311.17	1.77
第 4 年	23,540.27	40,851.44	21,120.00	19,731.44	1.93
第 5 年	20,303.60	40,035.05	19,840.00	20,195.05	2.02
第 6 年	19,983.60	40,178.65	18,560.00	21,618.65	2.16
第 7 年	19,663.60	41,282.25	17,280.00	24,002.25	2.39

注：1、(4)=(2)-(3)、(5)=(2)/(3)；2、经营期第 1 年，(2)=(1)，第 1 年以后，(2)=(1)+(4)^{t-1}；3、上表数据仅为预测性数据，实际发生数据以每年出具的项目跟踪报告为准。

资料来源：《咨询报告》，中诚信国际整理

在上述结论基础上，中诚信国际根据项目基础资产情况对主要债务偿还来源相关指标进行压力测试。模拟中假定：公司所遵循的国家现行的方针政策无重大改变；公司在预测期间，国家现行的利率、汇率等无重大改变；公司所在地区社会、政治、经济环境无重大改变；公司目前执行的税赋、税率政策不变；公司在预测期间的经营环境、经营条件和市场情况无重大变化；公司在预测期间无其他人力不可抗拒因素造成的重大不利影响等。

考虑到采砂行业受建筑市场需求影响明显；基于以上因素，假定（1）砂石产成品销售收入较《咨询报告》中预测水平下调 15%；（2）经营成本和营业税金及附加为刚性支出，在目前水平上保持不变；（3）所得税根据收入的下降相应变化；（4）债券存续期内票面利率上调至 9.0%。

综合以上假设，在加压情况下，公司现金流预测情况以及现金流预测对债券本息的覆盖情况如下：

表 8：加压情况下测算现金流对债券本息的覆盖情况（万元、倍）

债券存续期	息前税后净现金流 (1)	可用偿债资金 (2)	债券本息 (3)	沉淀资金 (4)	覆盖倍数 (5)
2021	--	--	7,200.00	--	--
2022	19,230.24	19,230.24	7,200.00	12,030.24	2.67
2023	20,570.13	32,600.37	23,200.00	9,400.37	1.41
2024	20,250.13	29,650.49	21,760.00	7,890.49	1.36
2025	17,013.46	24,903.95	20,320.00	4,583.95	1.23
2026	16,693.46	21,277.41	18,880.00	2,397.41	1.13
2027	16,373.46	18,770.87	17,440.00	1,330.87	1.08

注：1、(4)=(2)-(3)、(5)=(2)/(3)；2、经营期第 1 年，(2)=(1)，第 1 年以后，(2)=(1)+(4)^{t-1}；3、上表数据仅为预测性数据，实际发生数据以每年出具的项目建设跟踪报告为准。

资料来源：《咨询报告》，中诚信国际整理

从加压情况下债券存续期各年覆盖倍数来看，最低覆盖倍数为 1.08 倍，可以完全覆盖债券还本付息的现金支出。

综合来看，正常情况下，项目预期现金流可覆

盖债券本息支出；在加压情况下，预期项目现金流对本次债券的覆盖倍率亦能达到基本要求，考虑该债券具有差额补偿机制，因此本次债券偿付有一定保障。

项目风险分析

采砂权期满后的续采风险

龙门古镇公司已于2018年7月通过拍卖的方式取得本次募投项目中的采砂权，并于2018年11月依法办理了《河道采砂许可证》，依据《四川省河道采砂管理条例》规定，采砂权有效期为3年，龙门古镇公司的采砂权将于2021年11月到期，而本期项目收益债券存续期为7年，理论上存在债券尚处于存续期，但砂石开采因采砂权到期而无法续采的可能，进而造成现金流无法按照预期实现，触发债券加速到期条款，因此采砂权期满后存在一定的续采风险。

根据公司提供的南充市高坪区人民政府和南充市高坪区农业农村局出具的对《延长高坪区嘉陵江江陵段、溪头段河道采砂期限的请示》的批复意见，相关部门原则上同意将龙门古镇公司的开采期限顺延至中标的912.27万立方米方量全部开采完成为止。本期债券的法律顾问针对龙门古镇公司采砂权续期的合规性发表了专项法律意见，认为其河道采砂权续期是合法、合规的。中诚信国际将对龙门古镇公司采砂权到期后的续采情况保持持续关注，并根据实际情况及时评估上述事项对本期债券信用水平的影响。

砂石价格波动风险

砂石的供给和市场价格易受上游政策和下游市场需求影响而发生波动，砂石价格波动将直接影响募投项目现金流的实现情况，进而造成现金流对债券还本付息金额的覆盖产生一定不确定性。

生态环境与水土保持风险

由于项目建设可能存在挖填土、取土、弃土等，在一定程度上将改变局部地区的地形地貌，破坏影响区域内的地表植被以及原来相对稳定的固定和半固定土质，使土壤变得疏松，造成塌陷，如疏于管理就会形成乱挖乱弃，弃土弃渣结构疏松，表层又无植被覆盖，遇有暴雨，极易造成严重的水土流失。

社会稳定风险

土地分割（交通、灌溉）引发的社会稳定风险，即项目在建设过程中，工程对原有土地周边的交通出行方式、耕地的灌溉方式造成影响或改变，从而给人民群众的生活出行、农业生产等与其切实利益相关的各个方面造成的负面影响和损失的可能性。

环境与意外事故风险

项目在建设过程有可能造成对环境的污染和生态环境的改变，引发环境风险；另外还会因为意外事故的发生带来意外事故风险，主要包括人为意外事故风险和不可抗力意外事故风险。

发行人/差额补偿人—南充临江东方投资集团有限公司

公司概况

公司成立于2008年3月20日，系根据南充市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南充市国资委”）《关于同意成立“南充航空港投资开发有限公司”的批复》（南国资[2008]27号），由南充市高坪区人民政府出资2,000.00万元设立的国有独资公司。2013年7月，根据《关于同意变更南充航空港投资开发有限公司出资人的批复》（南国资[2013]110号），公司的出资人由高坪区人民政府变更为南充市国资委。后经过股东多次增资，截至2020年末，公司注册资本为50,000.00万元，实收资本为23,245.00万元。公司于2021年4月30日更名为南充临江东方投资集团有限公司。

公司经营范围主要包括：经高坪区人民政府批准的南充市高坪区航空港工业集中区（以下简称“航空港区”）范围内的国有土地整理并直接投资开发和管理以及投资管理的咨询服务，农副产品加工、销售，房地产开发，物业管理，基础设施管理，基础设施投资建设，园林绿化。

表9：截至2020年末公司主要子公司

公司全称	公司简称
南充现代物流园投资建设开发有限责任公司	南充物投
南充龙门古镇开发建设有限公司	龙门古镇公司

四川青云建筑工程有限公司	青云建筑
南充启航科技创新中心开发建设有限公司	启航科创
四川宇航金融中心开发建设有限公司	宇航公司
南充揽胜建筑有限公司	揽胜建筑
南充鹏达嘉陵江（集团）实业有限公司	鹏达公司
南充诚即商贸有限公司	诚即商贸
南充市高坪区七彩凌云生态农业有限公司	凌云生态

注：下文子公司名称均按上表中的公司简称表述。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低

于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复

为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

南充市和高坪区的经济及财政实力持续增长，2019年增速高于全省平均水平，临江新区的设立为南充市未来发展带来一定的机遇，但南充市和高坪区政府债务余额相对较大，财政负担较重

南充市是四川省地级市，位于川东北地区，是成渝经济圈中心城市之一，“一带一路”战略重要节点城市，川东北区域中心城市，南充市下辖3区（顺庆区、高坪区、嘉陵区）、5县（营山县、西充县、南部县、蓬安县、仪陇县）和1个县级市（阆中市），2020年7月，四川省人民政府同意设立南充临江新区，是继宜宾三江新区、成都东部新区之后，四川省第三个获批的省级新区，规划面积398平方公里，包含顺庆区、高坪区和西充县所辖的16个乡镇。

高坪区是南充市下辖区，位于南充境内南部，南充城区东部，是四川省现代化农业产业基地强县，工业初具规模，目前形成了机械制造、电子信息、丝纺服装、新型材料、精细化工五大支柱产业。

2018~2020年，南充市分别实现地区生产总值（GDP）2,006.03亿元、2,322.22亿元和2,401.10亿元，分别比上年增长9.0%、8.0%和3.8%，2020年增速较上年大幅下降，但仍与四川省同期增速持平。近年来，南充市经济水平持续发展，综合实力逐步增强。2020年，南充市三次产业结构比为17.4:40.4:42.2，与上年相比变化不大，第三产业增加值仍占有最大比重。2020年末，南充市常住人口560.76万人，在省内仅次于成都市，位列第二，常住人口城镇化率为51.00%，较上年末提高1.28个百分点，

低于四川省2019年末的53.79%。

2018~2020年，高坪区分别实现地区生产总值171.81亿元、203.14亿元和212.01亿元，2019年和2020年分别较上年同口径增长8.3%和5.1%，2020年高坪区固定资产投资同比增长13.3%，增速较上年上升7.2个百分点。

2018~2020年，南充市一般公共预算收入分别为113.90亿元、123.32亿元和133.93亿元，分别同比增长10.0%、9.3%和8.6%，2020年高于四川省同期水平5.3个百分点，其中2020年税收收入占比为58.18%，同期的财政平衡率为23.33%，较上年提高1.12个百分点，财政自给能力较弱。2020年，南充市实现政府性基金收入270.6亿元，较上年减少16.5亿元，截至2020年末，全市政府债务余额为792.9亿元，较上年增长11.51%，债务余额在省内市州中居第二位，地方财政负担相对较重。

2018~2020年，高坪区分别实现一般公共预算收入7.47亿元、8.64亿元和9.68亿元，2020年同比增长11.98%，当年税收收入占一般公共预算收入的比重为69.32%，财政平衡率为22.41%；同年，高坪区实现政府性基金收入31.73亿元，同比减少49.48%。截至2020年末，高坪区地方政府债务余额为82.78亿元，同比增长8.59%。

南充市作为成渝经济圈中心城市之一，“一带一路”战略重要节点城市，川东北区域中心城市，近年来经济快速发展，培育了一系列特色支柱产业，但南充市整体城镇化率较低，未来仍有较大的建设开发空间，随着南充临江新区的设立，或将继续加快南充市的建设发展，为其争创省域副中心城市和成渝经济圈次极核起到积极的带动作用。同时，中诚信国际也关注到，南充市地方政府债务余额较高，地方财政负担相对较重。

业务运营

公司及其子公司是南充市高坪区重要的开发建

¹ 四川省2020年末城镇化率指标尚未公布，故沿用2019年末数据。

设主体，主要负责高坪区范围内的土地整理开发和基础设施建设等工作，同时也经营房地产开发销售和嘉陵江高坪段的河道砂石开采及销售业务。

公司近年来的营业总收入主要由土地整理收入、项目建设收入、商业地产开发收入、河道采砂收入和商品销售收入等构成。2018年，商业地产开发收入是当年营业总收入的最主要构成部分；2019年和2020年，代建项目结算量较大，项目建设收入为当期营业总收入的最主要来源。2018年末，南充高坪燃气股份有限公司（以下简称“高坪燃气”）划出公司合并范围，2019年以来公司未实现天然气安装及销售收入；公司2019年新增一定规模的河道采砂收入，对公司营业总收入形成了一定的支撑；2020年，公司新增大宗商品贸易和苗木销售，商品销售收入同比大幅增加，成为当年营业总收入的重要补充。

表 10：近年来公司主要板块收入构成及占比情况

收入（亿元）	2018	2019	2020
土地整理业务	0.20	0.30	0.28
项目建设业务	0.53	5.46	5.81
商业地产开发业务	6.44	0.63	0.43
河道采砂业务	-	2.61	2.66
天然气安装及销售业务	1.49	-	-
商品销售业务	0.04	0.02	3.17
其他业务	0.06	0.16	0.14
合计	8.76	9.17	12.49
占比（%）	2018	2019	2020
土地整理业务	2.28	3.26	2.21
项目建设业务	6.05	59.47	46.52
商业地产开发业务	73.54	6.88	3.47
河道采砂业务	-	28.40	21.33
天然气安装及销售业务	16.98	-	-
商品销售业务	0.41	0.26	25.35
其他业务	0.73	1.74	1.12
合计	100.00	100.00	100.00

注：“其他业务”收入包含审计报告附注披露收入明细中的“门票及观光车业务”和“建筑垃圾处理业务”收入。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司土地整理业务收入有所波动，近年来实现的土地整理收入较少，未来已明确的待开发土地较少，业务储备情况值得关注

公司土地开发整理业务主要由公司本部负责，

主要是对高坪区范围内的土地进行一级开发整理。公司受高坪区政府及相关机构委托，自筹资金对所负责片区内的土地进行一级开发整理，完成后移交高坪区自然资源规划局，并与其进行结算，结算金额包括土地一级开发投入的成本和一定的回报，公司每年根据相关部门确定的开发成本和回报确认土地整理收入，结转相应的成本，并由高坪区财政向公司支付相应款项。

2018~2020年，公司分别整理并出让土地 245 亩、257 亩和 85.58 亩，分别实现土地整理收入 0.20 亿元、0.30 亿元和 0.28 亿元，近年来有所波动，收入规模较小。截至 2020 年末，公司已明确的拟整理土地共有 869.57 亩，预计投资额为 1.67 亿元，未来投资规模不大。

中诚信国际关注到，公司近年来土地整理收入规模较小，已明确的拟开发土地较少，未来的业务储备情况值得关注。

公司代建项目投资进度相对较慢，2019 年以来的项目结算进度加快，相关收入逐年增长，在建项目仍有一定的投入规模，但拟建项目储备不足；建筑施工业务体量较小

公司项目建设业务包含基础设施代建和建筑施工，基础设施代建业务主要由公司本部、一级子公司南充物投、龙门古镇公司和二级子公司鹏达公司等负责；建筑施工主要由一级子公司宵云建筑、龙门古镇公司和二级子公司揽胜建筑等负责。

代建业务方面，公司与高坪区人民政府签订项目代建协议，由公司自筹资金对项目进行投资建设，高坪区政府于每年末依据当年审定的公司实际投入成本加成一定比例的工程代建管理费与公司结算，公司按照高坪区政府出具的《工程项目回购收入确认问题的通知》来确认相关项目收入，计入项目建设业务收入。

公司建筑施工业务按照市场化模式开展，由业务实施主体和业主方签订施工协议，每年按照施工进度确认相关收入，计入项目建设业务收入。公司

近年来建筑施工业务体量较小，项目建设业务收入主要来源于代建业务。

2018~2020 年，公司分别确认项目建设业务收入 0.53 亿元、5.46 亿元和 5.81 亿元，2019 年以来代建项目结算进度加快。2019 年实现的项目建设业务收入同比增长 4.93 亿元；其中代建项目收入 5.23 亿元，较上年增加 4.87 亿元，主要系当年鹏达公司南充市高坪区江东片区棚户区改造（一期）项目完工确认收入所致；2020 年确认项目建设收入 5.81 亿元，较上年小幅增长，其中代建收入 5.52 亿元，主要来自都京棚改项目，代建收入当期收到回款 2.67 亿元。除代建项目以外，2019~2020 年，公司分别实现建筑施工收入 0.23 亿元和 0.29 亿元，建筑施工收入较少，业务体量较小。

截至 2020 年末，公司主要的在建代建项目有 9 个，总投资额 53.42 亿元，已投资 40.47 亿元，近年来已投资额逐年小幅增加，投资进度相对较慢，项目未来还需投资 14.35 亿元²；同期末，公司暂无拟建代建项目。

表 11：截至 2020 年末公司主要的在建代建项目情况(亿元)

项目名称	总投资	已投资
南充高坪区小龙中坝内河整治（一期）项目	5.00	4.48
江东片区农民集中住房建设项目	4.92	3.06
打铁垭三期还房棚户区改造项目	3.05	2.61
南充现代物流园一期还房项目	4.60	5.32
南充现代物流园二期还房项目	13.00	11.69
南充北部新城（龙门古镇）基础设施建设项目	6.70	4.34
南充市高坪区江东片区棚户区改造（二期）项目	3.80	4.44
永安、白塔、小龙棚改项目	9.15	1.29
江陵风貌整治项目	3.20	3.24
合计	53.42	40.47

注：部分项目已投资额超过总投资额主要系项目立项时间较早，实际投入超过概算所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，公司代建类项目投资进度相对较慢，2019 年以来的项目结算进度加快，在建项目仍有一定的投入规模，但拟建项目储备不足。

公司在建自营项目过往投入较多，建设期长，且大部分尚未实现收益，此外，公司近年来持续购入较

多土地，且无明确的开发计划，自营项目的资金平衡情况和未来土地的开发利用进展值得关注

除代建项目以外，公司还投资了较多的自营建设项目，此类项目由公司自筹资金建设，建成后通过出租或出售实现的收益来平衡前期投入。

截至 2020 年末，公司主要的在建自营项目包括川东北金融中心项目、南充现代物流园保税物流中心建设项目和南充现代物流园三期还房项目等 6 个，计划总投资额为 61.88 亿元，已投资 55.15 亿元，未来还需投资 8.76 亿元³。

表 12：截至 2020 年末公司主要的在建自营项目情况(亿元)

项目名称	总投资	已投资
川东北金融中心项目	25.28	20.86
南充现代物流园保税物流中心建设项目	10.00	9.68
南充现代物流园三期还房项目	15.00	16.50
南充现代物流园电子信息中心项目	4.20	1.16
南充现代物流园科技中心项目	5.00	5.53
南充航空港工业集中区污水处理厂	2.40	1.42
合计	61.88	55.15

注：1、部分项目已投资额超过总投资额，主要系项目立项时间较早，实际投入超过概算所致；2、除上表项目以外，公司账面在建工程中还存在已投入规模较大的“凌云山景区项目”，该项目由子公司鹏达公司负责投资，截至 2020 年末，项目账面价值为 15.36 亿元，2018~2020 年，该项目仅在 2020 年投入 0.58 亿元，项目总投资额及未来投资计划暂不明确。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

川东北金融中心项目为商业地产开发项目，由二级子公司宇航公司负责，项目位于高坪区江东中路，占地面积约 115 亩，总投资 25.28 亿元，截至 2020 年末，项目已投资 20.86 亿元。项目销售部分由写字楼、公寓和商铺等组成，其中写字楼可销售面积 6.59 万平方米，公寓可销售面积 7.21 万平方米，商铺可销售面积 14.75 万平方米，截至 2020 年末，项目累计对外销售 10.62 万平方米。2018~2020 年，项目分别确认商业地产开发业务收入 6.44 亿元、0.63 亿元和 0.43 亿元，近年来随着项目的去化而逐年减少。

南充现代物流园保税物流中心建设项目由子公司南充物投负责建设运营，项目包括保税功能示范

² 未来还需投资额不包括已投资额超出总投资的项目。

³ 未来还需投资额不包括已投资额超出总投资部分。

区、仓储配送中心、信息中心、结算中心、综合办公楼等，占地 580 亩，规划建设面积 250,000.00 平方米，预计总投资额 10.00 亿元，截至 2020 年末，已完成投资 9.68 亿元，项目大部分未投入运营，当年实现的经营收益较少。

南充现代物流园三期还房项目由子公司南充物投负责建设运营，项目占地 281 亩，规划总建筑面积 460,000.00 平方米，预计总投资额为 15.00 亿元，截至 2020 年末，已完成投资 16.50 亿元，项目暂未对外销售，未实现相关收益。

南充现代物流园电子信息中心项目位于南充市高坪区小龙街道，占地面积为 120.00 亩，规划建筑总面积为 98,000.00 平方米，由子公司南充物投负责建设运营，包括综合厂房、物流仓库、保税商品展销中心、地下车库和餐饮零售配套等，项目预计总投资额为 4.20 亿元，截至 2020 年末，项目已投资 1.16 亿元，暂未投入运营，未实现相关收益。

南充现代物流园科技中心项目由公司本部负责

建设运营，项目占地面积为 100.91 亩，总建筑面积 168,130.00 平方米，建设内容包括标准化厂房、职工周转房、科技研发用房等，规划总投资 5.00 亿元，截至 2020 年末，已完成投资 5.53 亿元，项目暂未投入运营，未实现相关收益。

南充航空港工业集中区污水处理厂项目由公司本部负责建设运营，项目建设分为厂区建设及管网建设，主要为航空港区污水处理工程及配套基础设施，厂区建设为新建处理能力 20,000m³/天的污水处理厂一座，管网建设为新建污水处理厂厂外进水及排水管网 14KM，项目规划总投资额为 2.40 亿元，截至 2020 年末，已完成投资 1.42 亿元，项目已于 2020 年三季度投入运营，当年未实现相关收益。

拟建自营项目方面，截至 2020 年末，公司主要的拟建自营项目有 3 个，分别为砂石产业链项目、思源小筑房地产开发项目和川东北金融中心二期，预计总投资额合计 36.00 亿元。

表 13：截至 2020 年末公司主要拟建自营项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资额	建设内容
砂石产业链项目	3.00	包括冷拌站、热拌站、砂石超市、预制建设等大约占地 100 亩左右
思源小筑房地产开发项目	10.00	新建约 24 万平方米商品房，计划提供用作采购安置用房
川东北金融中心二期	23.00	建设用地 97 亩，项目用途为银行机构办公综合体
合计	36.00	--

资料来源：公司提供

公司及多家子公司近年来通过“招拍挂”陆续购买了较大规模的土地使用权，用作未来项目开发的建设用地。2018 年，公司购买 5 宗土地，总面积 400.71 亩，账面价值合计 15.15 亿元；2019 年，公司购买了 16 宗土地，总面积为 482.64 亩，账面价值合计 14.61 亿元；2020 年，公司购买 7 宗土地，

总面积 385.94 亩，账面价值合计 13.05 亿元。新增土地分布于公司本部以及子公司启航科创、南充物投、龙门古镇公司和鹏达公司。土地用途以住宅用地和商住用地为主，截至 2020 年末尚无明确的开发利用计划，未来的土地的开发利用进展值得关注。

表 14：公司近年来“招拍挂”新增土地资产情况（亩、亿元）

主体	2018		2019		2020	
	面积	入账价值	面积	入账价值	面积	入账价值
南充航投	66.83	2.81	154.38	5.94	117.63	3.98
南充物投	235.22	8.49	-	-	-	-
启航科创	-	-	190.14	4.10	-	-
龙门古镇公司	-	-	72.55	2.38	-	-
鹏达公司	98.66	3.85	65.58	2.19	268.31	9.07
合计	400.71	15.15	482.64	14.61	385.94	13.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司账面土地使用权价值合计 108.65 亿元，以出让性质的住宅、商业用地为主，其中存货和无形资产中的土地使用权分别为 108.17 亿元和 0.48 亿元，公司 2018 年以来取得的使用权均已缴纳土地出让金。

中诚信国际关注到，公司自营项目过往投入规模较大，项目建设期间长，截至 2020 年末，大部分项目尚未实现相关受益，对建设投入资金形成了长期占用；此外，公司 2020 年继续购买了较多土地使用权，且尚无明确的利用方案，公司自营项目的资金平衡情况和土地开发利用进展值得关注。

公司 2019 年新增河道采砂业务，具有一定的区域专营性，对收入和现金流提供一定的支撑；但 2020 年受疫情影响业务出现亏损，砂石的方量开采进度与许可到期时间存在一定程度的错配，采砂权期满后的续采合规情况值得关注

公司河道采砂业务主要由子公司龙门古镇公司和启航科创公司负责。2018 年 7 月，子公司龙门古镇公司通过竞拍获得南充市高坪区嘉陵江江陵段、溪头段河道 3 年采砂权，成交价为 3.50 亿元，开采面积 221.18 万平方米，总开采量约 912.27 万立方米。2019 年 4 月，子公司启航科创通过竞拍获得高坪区嘉陵江青居段河道 3 年采砂权，拍卖成交价为 1.46 亿元，开采面积 163.32 万平方米，总开采量约 380 万立方米。采砂权有效期内，公司每年申请更换一次采砂许可证，其中，启航科创的采砂许可证在 2020 年 9 月末已到期，于 2021 年 2 月完成了采砂证的更换。

表 15：截至 2020 年末公司河道采砂业务情况（万立方米）

运营主体	开采范围	可采总量	采砂许可证有效期限
龙门古镇公司	嘉陵江河道江陵	657.40	2020/10/1~2021/9/30
	嘉陵江河溪头	254.87	2020/10/1~2021/9/30
启航科创	青居河道牛肚坝	380.00	2019/10/1~2020/9/30
合计	--	1,292.27	--

注：启航科创已于 2021 年 2 月 11 日完成了采砂许可证的更换。

资料来源：公司提供

生产阶段，龙门古镇公司和启航科创在开采范围内进行河砂开采，并对开采后的河沙进行加工，并堆放在仓库或临时堆砂场。销售阶段，龙门古镇公司和启航科创与客户签订砂石采购合同，待客户支付合同金额后出具提货单，客户凭提货单提取砂石产品。公司对外销售的砂石产品主要包括碎石、机砂、河砂、58 石和尾砂等，按砂石种类不同，价格区间主要在 40~95 元/吨。

截至 2020 年末，公司三个开采点实际完成砂石开采量约 160.76 万立方米。2019~2020 年，公司分别实现河道采砂业务收入 2.61 亿元和 2.66 亿元，其中 2020 年砂石开采业务呈现亏损状态，主要系受疫情影响，砂石开采及销售规模不及预期，同时采砂业务成本同比增加所致。

中诚信国际关注到，截至 2020 年末，公司砂石已开采方量占可开采总量的比重相对较低，而采砂权到期时间临近，相关河段采砂权期满后的续期情开采合规情况值得关注。

公司 2020 年新增大宗商品贸易和苗木销售业务，商品销售收入同比大幅增加，为营业收入提供支撑，未来贸易业务的回款情况和苗木业务的经营风险值得关注

公司商品销售业务主要包括大宗商品贸易、苗木销售和其他商品销售，大宗商品贸易和苗木销售为 2020 年新增业务类型，其他商品销售主要为一般商品、展览品等的销售，收入规模相对较小。公司 2020 年实现商品销售收入 3.17 亿元，其中包含大宗商品贸易收入 2.29 亿元和苗木销售收入 0.86 亿元。

公司 2020 年新增的大宗商品贸易业务主要由子公司启航科创和二级子公司诚即商贸，经营的贸易商品主要为乙二醇。业务模式主要为“以销定采”的模式，公司与上下游的业务往来方签订合同，约定在未来某个时间之前交割商品，商品交割通过第三方平台完成，需求方交割当日支付相应的货款后，供应方通过交割平台放货，公司对供应商的结算一

般采用现金结算，对下游客户结算时存在 1~2 个月的账期。2020 年，公司大宗商品业务客户共有 4 家，采购量合计 7.1 万吨。公司大宗商品贸易的供应商主要为民营企业，业务未来的回款情况值得关注。

公司 2020 年新增的苗木销售业务主要由二级子公司凌云生态负责，主要为向南充高坪发展投资（控股）有限责任公司⁴（以下简称“临东实业”）和南充果州能源投资开发有限公司等公司供应苗木，凌云生态与鹏达公司签订《苗木委托采购协议》，约定由鹏达公司根据凌云生态提供的货源进行采购，凌云生态采取预付模式，供应商主要为南充当地的行业内相关企业，苗木业务易受建设行业需求及外部环境的影响而存在波动，经营风险值得关注。

战略规划及管理

公司制定了符合自身发展要求的战略目标，并依据相关法律法规建立健全了治理体系和组织架构

公司在继续维持南充市重要的基础设施开发主体职能定位的同时，也响应政府对区域功能定位及规划发展的要求，积极拓展市场化投融资与资产管理功能，为此公司制定了相应的战略规划：一是要强力推进融资工作，保障投资及偿债的资金来源；二是要投资高科技的新项目，瞄准资本市场，获得孵化收益；三是要成立和管理基金公司，为公司发展注入新能量；四是要大力投资实体经济，参与商业项目开发，加速公司转型升级。

公司根据《公司法》及其他法律法规制定了《公司章程》，并设立了董事会、监事会，聘任了经营管理机构，形成了决策、监督和执行相分离的管理体系。同时，公司根据国家有关法律、法规和公司章程，结合实际情况，设计了适合自身发展的组织架构，并建立了较完善的内部控制制度。为加强对于子公司的管控，公司制定了相应的制度，对财务、融资、投资和工程管理等方面的工作进行管理。

中诚信国际认为，公司制定了符合自身发展要

求的战略目标，并依据相关法律法规建立健全了治理体系和组织架构。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年审计报告，公司财务报表均按照新会计准则编制，评级报告采用报表期末数。

盈利能力

近年来公司收入规模逐年增长，2019 年以来代建项目结算进度加快，收入结构有所调整，毛利率受收入结构调整的影响持续下降，公司利润总额对政府补助较为依赖

近年来公司收入规模逐年增加，受代建业务结算进度加快、新增砂石销售、房地产项目销售部分去化和高坪燃气划出等因素的影响，2019 年起收入结构显著变化，项目建设收入较 2018 年实现大幅增加，商业地产开发收入和天然气安装及销售收入大幅下降，2019 年营业总收入较上年小幅增加；受当年新增大宗商品贸易和苗木销售业务的影响，2020 年商品销售收入同比大幅增加，带动营业总收入同比增长，其他业务板块收入较上年基本持平。

受收入结构调整，毛利率较高的天然气安装及销售收入不再实现叠加盈利水平较低的项目建设和河道采砂收入大幅增加的影响，公司 2019 年综合毛利率同比有所下滑。2020 年，公司综合毛利率较上年进一步下降，主要系当期项目建设业务和河道采砂业务毛利率同比下降所致；受当年确认都京棚改项目收入折现入账的影响，项目建设业务 2020 年毛利率较上年下降；同期，河道采砂业务当期出现经营亏损，主要系砂石开采及销售规模受疫情影响不及预期，同时河道采砂成本同比增加所致。商业地产开发业务毛利率较上年有所增加，主要系当期交房的售价较高所致。受子公司鹏达公司经营的凌云山景区近年来持续亏损的影响，2018~2020 年其他业务的毛利率持续为负。

⁴ 已于 2021 年 4 月更名为“南充临江东方发展实业集团有限公司”。

表 16：近年来公司各板块收入及毛利率情况

收入（亿元）	2018	2019	2020
土地整理业务	0.20	0.30	0.28
项目建设业务	0.53	5.46	5.81
商业地产开发业务	6.44	0.63	0.43
河道采砂业务	-	2.61	2.66
天然气安装及销售业务	1.49	-	-
商品销售业务	0.04	0.02	3.17
其他业务	0.06	0.16	0.14
合计	8.76	9.17	12.49
毛利率（%）	2018	2019	2020
土地整理业务	57.22	54.31	52.59
项目建设业务	11.14	11.72	7.54
商业地产开发业务	9.27	9.95	14.36
河道采砂业务	-	4.09	-9.00
天然气安装及销售业务	25.01	-	-
商品销售业务	21.73	-9.95	8.45
其他业务	-232.03	-75.87	-55.85
综合	11.43	9.24	4.77

注：“其他业务”收入包含审计报告附注披露收入明细中的“门票及观光车业务”和“建筑垃圾处理业务”收入。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2019 年公司管理费用支出较上年有所下降，主要系高坪燃气划出后，相关业务费用不再发生所致；2020 年公司管理费用受员工工资、融资租赁手续费和中介费等支出增加的影响，较上年大幅上升。受短期借款规模增加的影响，近年来公司财务费用逐年增加。2018~2020 年，公司的期间费用率随着收入规模的增长而逐年下降。

公司近年来利润总额主要来源于政府补助。2019 年利润总额同比大幅增加，主要系当年发生的资产减值损失同比减少所致；2020 年利润总额同比小幅下降，主要系当期对应收明宇实业的往来款计提坏账损失致使资产减值损失同比大幅增加，侵蚀利润总额所致。公司 2020 年收到计入其他收益和营业外收入的政府补助合计 4.83 亿元，较上年大幅增加，主要系当期部分项目收到建设专项补贴资金增加所致，公司当期的经营性业务利润随之同比大幅增长。

表 17：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

指标	2018	2019	2020
管理费用	0.95	0.63	1.03
财务费用	0.38	0.53	0.87

期间费用合计	1.50	1.42	2.06
期间费用率	17.12	15.42	16.48
经营性业务利润	1.91	1.82	3.12
资产减值损失	-0.78	-0.16	-1.47
政府补助	2.59	2.57	4.83
利润总额	1.09	1.72	1.57

注：政府补助包含“其他收益”和“营业外收入”中的政府补助资金。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产质量

近年来，公司资产规模随负债的增加而逐年增长，资金拆借和往来形成的应收和应付款项规模较大，债务规模和财务杠杆比率持续上升，非标准化融资占总债务的比重相对较高，债务构成有待优化

近年来，公司总资产规模逐年增加，资产主要由流动资产构成，流动资产占总资产比重均在 80% 以上。其中存货和其他应收款为流动资产的主要构成，2020 年末分别占总资产的 64.40% 和 11.64%。非流动资产主要由在建工程构成，截至 2020 年末，在建工程占公司总资产的 16.98%。

2019 年末，公司总资产规模较上年末相比变化不大；其中存货较上年末增加 24.41 亿元，主要系当年新增的 14.61 亿元土地使用权以及物流园二期、三期还房和明宇广场等项目建设的投入所致；其他应收款较上年末减少 16.45 亿元，主要系收回了部分高坪区财政局的往来款所致；预付款项较上年末减少 5.38 亿元，主要系当期结算了应付南充泰宏物流园建设有限公司等公司的工程款所致；其他非流动资产较上年末减少 4.25 亿元，主要系 2018 年购入的理财产品到期赎回所致，在建工程较上年末增加 3.73 亿元，主要为当年南充航空港工业集中区污水处理厂项目和子公司鹏达公司江陵风貌整治项目等项目的建设投入。

2020 年末，公司总资产同比增长 11.03%，增长主要来自存货、在建工程和长期应收款等，其中：存货较上年末增加 16.75 亿元，主要系当年新增的 9.07 亿元土地使用权以及川东北金融中心、物流中心建设项目、南充航空港科技创新中心和物流园三期还房等项目的投入所致。在建工程同比增加 4.11

亿元，主要为江陵风貌整治项目、凌云山景区项目和南充市高坪区江东片区棚户区改造（二期）项目等项目的投入。截至 2020 年末，公司新增长期应收款和投资性房地产，长期应收款主要系 2020 年确认收入的都京棚改项目的剩余应收款，按照相关协议，都京棚改项目的购买服务资金分 10 年支付，投资性房地产主要为当期转为自持的商业物业，建筑面积合计 11.58 万平方米。此外，公司 2020 年末的无形资产同比减少 2.13 亿元，主要系采砂权摊销和部分土地使用权随子公司一并划出所致；公司 2020 年末其他应收款较上年末小幅增加，主要系对高坪区财政局的应收往来款同比增长所致。

表 18：近年来公司主要资产负债情况（亿元、%）

科目/指标	2018	2019	2020
货币资金	7.52	7.31	8.90
预付款项	6.57	1.19	1.97
其他应收款	47.05	30.60	32.10
存货	136.48	160.89	177.64
长期应收款	-	-	3.13
投资性房地产	-	-	1.56
在建工程	39.01	42.74	46.84
无形资产	4.24	4.41	2.27
其他非流动资产	4.37	0.12	0.13
总资产	246.29	248.44	275.83
应收类款项/总资产	19.12	12.38	12.88
短期借款	1.00	8.46	15.57
应付账款	3.76	4.28	4.16
预收款项	0.27	0.42	0.46
其他应付款	29.87	34.78	42.68
一年内到期的非流动负债	27.89	12.22	15.00
长期借款	35.18	37.31	45.24
应付债券	30.41	31.48	23.16
长期应付款	14.29	13.35	24.50
总负债	146.87	147.67	177.19
实收资本	2.32	2.32	2.32
资本公积	78.41	78.66	75.91
未分配利润	10.03	11.06	12.07
所有者权益合计	99.42	100.77	98.64

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司应收类款项主要由其他应收款和长期应收款构成，近年来应收类款项占总资产的比重小幅波动，截至 2020 年末，应收类款项/总资产为 12.88%，较上年小幅上升，应收类款项的账龄主要在 2 年以内，但其中应收明宇实业集团有限公司的往来款 4.16 亿元计提了 2.08 亿元的坏账准备，主要为公司

按照账龄计提的坏账准备，未来的款项回收情况值得关注。

资产流动性方面，截至 2020 年末，公司资产主要由存货、在建工程和其他应收款构成，主要为公司项目建设开发成本及土地使用权、自营项目投入成本以及对外往来款项等构成，上述三类资产合计占到公司当期末总资产的 93.02%，且其他应收款计提了一定规模的坏账准备，但考虑到公司存货中土地资产规模较大，2020 年末账面价值合计 108.17 亿元，且部分土地缴纳了土地出让金，以住宅、商业用地为主，公司资产具备一定的流动性；资产收益性方面，公司于 2018 年和 2019 年分别取得了嘉陵江 3 处河段 3 年期的河道采砂权，总开采量合计约为 1,292.27 万立方米，砂石开采业务具有一定的区域专营性，且每年能够带来一定规模的收入和现金流，公司资产具备一定的收益性。

近年来，公司所有者权益小幅波动。截至 2019 年末，公司所有者权益合计同比增加 1.35 亿元，主要来自未分配利润的累积；同期末，资本公积同比增加 0.25 亿元，主要为南充市高坪区政府部门拨付的项目建设资本金。截至 2020 年末，公司所有者权益合计较上年末减少 2.13 亿元，主要系根据南充市高坪区人民政府《关于收回南充航空港投资开发有限公司部分土地的通知》，公司部分土地于当年被收回，减少资本公积 2.75 亿元所致。

公司负债主要由各类有息债务和其他应付款构成。公司 2019 年末负债规模较上年末变化不大，其他应付款较上年末有所增长；截至 2020 年末，公司负债较上年末增加 29.52 亿元，主要来自各类有息负债的增长，其中：长期应付款同比增加 11.15 亿元，主要为当期新增的融资租赁款和其他债权融资等非标准化融资产品；短期借款同比增加 7.11 亿元，主要为新增的银行流动性贷款，以土地抵押贷款为主；长期借款同比增加 7.92 亿元，主要系当期新增的银行借款和信托借款，2020 年新增信托借款 12.70 亿元；一年内到期的非流动负债同比增加 2.79 亿元，主要为将于 2021 年到期的银行借款和融资租赁等

非标准化融资；应付债券同比减少 8.31 亿元，主要系当期偿还了“15 南空港债”3.00 亿元到期本金，“17 南充空港 PPN001”行权回售 0.40 亿元和债权融资计划行权回售 5.00 亿元所致。公司其他应付款主要为应付区域内国有企业和政府部门的往来款，2020 年末较上年末增加 7.91 亿元，主要系对南充现代物流园管理委员会、临东实业和南充市高坪区财政局等单位的应付往来款。

截至 2019 年末，公司资产负债率为 59.44%，较上年末下降 0.19 个百分点；同期，公司总债务为 110.75 亿元，较上年末减少 3.59 亿元；总资本化比率为 52.36%，较上年末下降 1.13 个百分点，总体变化不大，财务杠杆水平相对较高。截至 2020 年末，受有息债务和应付往来款同比增加的影响，公司总负债较上年有所上升，同期末，公司所有者权益合计受土地资产划出的影响同比小幅减少，资产负债率由 2019 年末的 59.44% 上升至 64.24%；截至 2020 年末，公司总债务为 126.99 亿元，较上年末增加 16.23 亿元，总资本化比率由 2019 年末的 52.36% 升至 56.28%，财务杠杆比率有所提升；债务结构方面，截至 2020 年末，公司短期债务规模较上年末有所增加，短期债务占当期末总债务的比重与上年末基本持平，短期债务比重较高；同期末，公司有息债务中信托、融资租赁等非标准化融资占总债务的 38.37%，债务结构有待优化。

表 19：近年来公司资本结构及债务结构情况

指标	2018	2019	2020
短期债务（亿元）	34.47	28.62	34.09
总债务（亿元）	114.35	110.75	126.99
短期债务/总债务（X）	0.30	0.26	0.27
资产负债率（%）	59.63	59.44	64.24
总资本化比率（%）	53.49	52.36	56.28

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

近年来公司经营活动、投资活动和筹资活动净现金流均波动较大，2019 年以来整体净现金流状况改善，同时持续面临着较大的短期偿债压力

近年来，公司经营活动净现金流大幅波动，2018

年和 2020 年均呈大额净流出状态，2019 年公司实现经营活动净现金流 14.55 亿元，主要系当期收到的回款规模较上年有所增加，收回较多政府前期占款，且项目建设投入与支出往来款均有所减少所致；公司 2020 年经营活动现金流为净流出 12.49 亿元，主要系当期收到的往来款项同比大幅下降，整体回款情况不及 2019 年，加之公司 2020 年项目投入与购买土地支出同比增加所致。2018~2020 年，公司收现比分别为 0.50 倍、1.06 倍和 0.78 倍，近年来有所波动，受都京棚改项目回款安排滞后的影响，2020 年的获现情况不及上年。

近年来，公司投资活动现金流入较少，2018 年和 2020 年，公司投资活动现金流均呈现净流出状态，主要系公司及子公司自营项目的建设投入、购买砂石开采权以及购买理财产品等所致；公司 2019 年的投资活动净现金流为 0.07 亿元，受 2019 年偿债资金需求较大及项目进度安排的影响，当年自营项目建设投入较 2018 年大幅减少。

近年来，公司筹资活动净现金流大幅波动，其中 2019 年呈大额净流出状态，主要系当期债务到期规模同比大幅增加，但当期融资规模与上年基本持平所致。2020 年，公司筹资活动净流入为 15.87 亿元，其中，受对外融资规模较大的影响，当年筹资活动现金流入同比大幅增加，同时，债务到期还本付息金额较上年小幅下降，筹资活动现金流出同比减少。

2018 年和 2020 年，公司经营活动净现金流为负，无法覆盖公司债务本息；2019 年的经营活动净现金流为 14.55 亿元，当年的经营活动净现金流/总债务为 0.13 倍，经营活动净现金流利息覆盖系数为 2.05 倍，经营活动净现金流能够覆盖当期的利息支出，但对债务本金覆盖能力较弱；受 2019 年利润总额、采砂权无形资产摊销等同比增加的影响，公司当年 EBITDA 较 2018 年大幅增加，EBITDA 对当期债务本息的覆盖能力均较 2018 年有较大提升，但覆盖能力仍然较弱，2020 年 EBITDA 对债务本息的保障情况较上年相比未发生显著变化。近年来，公

司短期债务规模持续较大，货币资金/短期债务持续处在较低水平，面临着较大的短期偿债压力。

表 20：近年来公司现金流及偿债指标情况

指标	2018	2019	2020
经营活动净现金流（亿元）	-9.20	14.55	-12.49
收现比（X）	0.50	1.06	0.78
投资活动净现金流（亿元）	-13.02	0.07	-2.91
筹资活动净现金流（亿元）	4.93	-16.76	15.87
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.08	0.13	-0.10
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	-1.43	2.05	-1.47
总债务/EBITDA（X）	60.25	29.71	29.73
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.30	0.53	0.50
货币资金/短期债务（X）	0.22	0.26	0.26

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

根据公司提供的 2020 年末债务本金到期分布，2021~2022 年到期金额分别为 44.88 亿元和 43.96 亿元，均面临较大的兑付压力，中诚信国际将持续关注公司的偿债资金安排。

表 21：截至 2020 年末公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2021	2022	2023	2024 及以后
到期金额	44.88	43.96	12.31	25.69

注：2021 年到期债务金额与 2020 年末短期债务金额不一致主要系审计报告对部分长期债务入账时未考虑分期还本情况所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司 2020 年末受限资产占总资产比重相对较大，担保对象中包含民营企业，面临一定的代偿风险

截至 2020 年末，公司受限资产总额为 67.29 亿元，其中主要为存货中 54.33 亿元抵押受限的土地使用权，受限资产合计占当期末总资产的 24.40%，较上年末下降 3.42 个百分点。

表 22：截至 2020 年末公司受限资产情况（亿元）

项目	余额
货币资金	3.05
存货	54.33
其他应收款	1.85
在建工程	8.06
合计	67.29

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司对外担保金额为 27.78 亿元，占当期末净资产的 28.15%，较上年末上升 7.72 个百分点，担保对象主要为高坪区的国有企业，仅四川光泰建设项目管理有限公司（以下简称“光泰

建设”）为民营企业，光泰建设为川东北金融中心的房产购买方，担保人为宇航公司，担保金额为 70 万元。公司对外担保规模占净资产比重相对较大，担保对象中存在民营企业，面临一定的代偿风险。

表 23：截至 2020 年末公司对外担保情况（亿元）

担保对象	担保金额	担保对象性质
南充高坪发展投资(控股)有限责任公司	23.43	国企
南充高坪农业发展有限公司	3.00	国企
南充高坪燃气股份有限公司	1.24	国企
南充高坪水务开发建设有限公司	0.10	国企
四川光泰建设项目管理有限公司	0.007	民企
合计	27.78	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司共获得多家银行综合授信合计 76.09 亿元，已使用 40.14 亿元，剩余 35.95 亿元尚未使用，公司具有一定的备用流动性。

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 5 月 7 日，公司本部无已发行债券未按约定偿付本息的情形，无其他未结清不良信贷记录。

外部支持

南充市与高坪区的经济和财政实力逐年增长，公司在当地基础设施投资领域定位相对清晰，近年来获得了一定的外部支持

南充市作为成渝经济圈中心城市之一，“一带一路”战略重要节点城市，川东北区域中心城市，近年来经济快速发展，财政实力逐年增强，形成了一系列特色支柱产业，高坪区作为南充市主城区之一，近年来经济和财政实力亦逐年增强，全国主要的商业银行均在南充市和高坪区设立分支机构，同时，四川天府银行和南充市农村商业银行两家地方性商业银行总部设在南充，当地具备一定的金融和产业资源。

公司是负责南充市高坪区土地开发整理和基础设施建设投融资主体，在当地基础设施投融资企业中具有一定的重要性，业务开展具有一定的区域专营性。

近年来，公司及其子公司在资产注入和资金补

助方面持续获得当地政府的支持。资产注入方面，2019 年，高坪区财政局向公司拨付 2,000.00 万元高坪区小龙片区二期棚改项目资本金和 100.00 万元公共信息平台项目资本金；高坪区商务和经济信息化局向公司拨付 440.00 万元用于科创中心和航污厂项目的资本金。公司将上述合计 2,540.00 万元项目资本金计入资本公积。资金补助方面，2018~2020 年，公司及其子公司分别收到高坪区财政局拨付的各类政府补助资金 2.59 亿元、2.57 亿元和 4.83 亿元，计入其他收益和营业外收入。2019~2020 年，公司分别收到财政拨付的贴息款 1.14 亿元和 0.35 亿元，直接冲减存货开发成本。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定南充临江东方投资集团有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；同时，基于上述对项目概况、交易结构、项目预期现金流覆盖情况和项目风险的分析，以及律师出具的法律意见，参照中诚信国际的评级标准，中诚信国际评定“2021 年第一期高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目项目收益债券”的信用等级为 **AA**。

中诚信国际关于 2021 年第一期高坪区嘉陵江江陵段、溪头段砂石开采点生态环境综合治理项目项目收益债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人项目收益债券的特殊发行事项，包括但不限于项目建设、运营情况或盈利模式发生重大变化，或发生项目资产权属争议，债券差额补偿人或担保人（如有）发生重大变化，项目现金流远低于预测现金流、项目现金流持续恶化或其他可能影响投资者利益的情况，项目资产或收益权被设置权利限制，债项评级下降等，并及时在跟踪信用评级报告中进行披露。本公司亦将持续关注与评级对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本公司将对相关事项进行分析，并决定是否调整评级对象信用评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告；对于一年期内的固定收益类产品，本公司将于本期债券正式发行后的第六个月发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

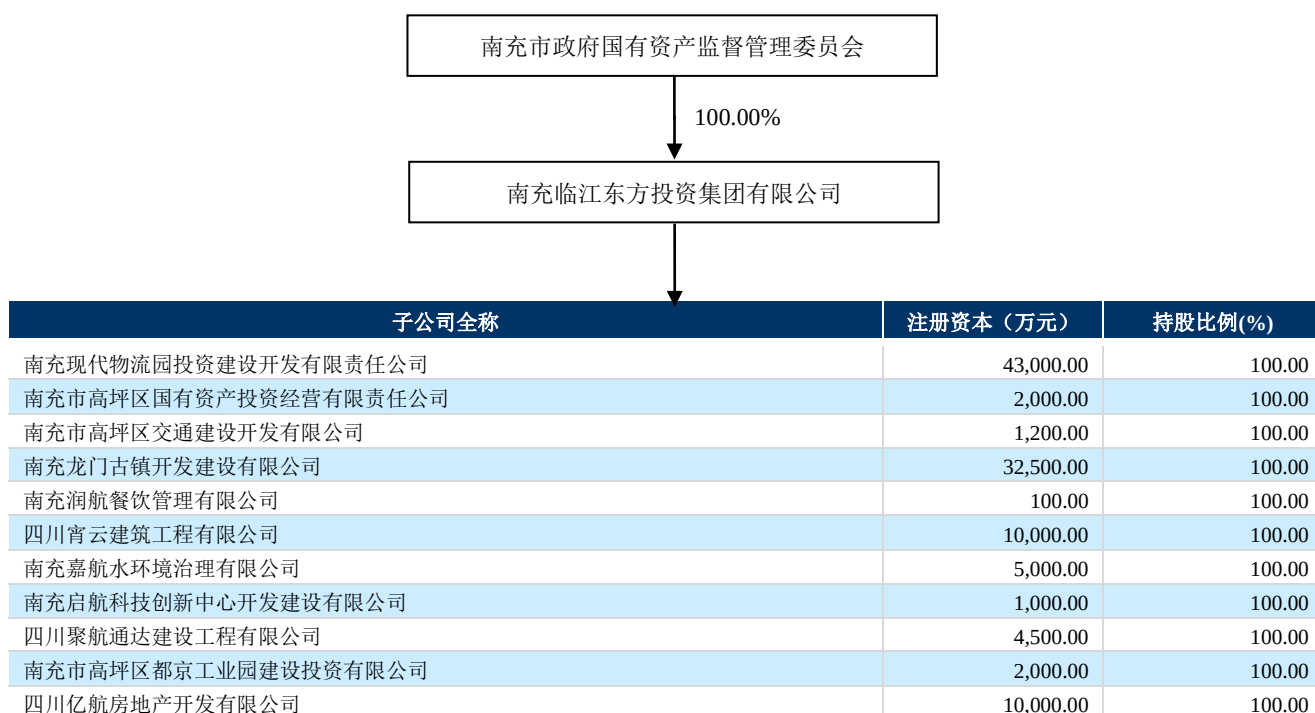
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

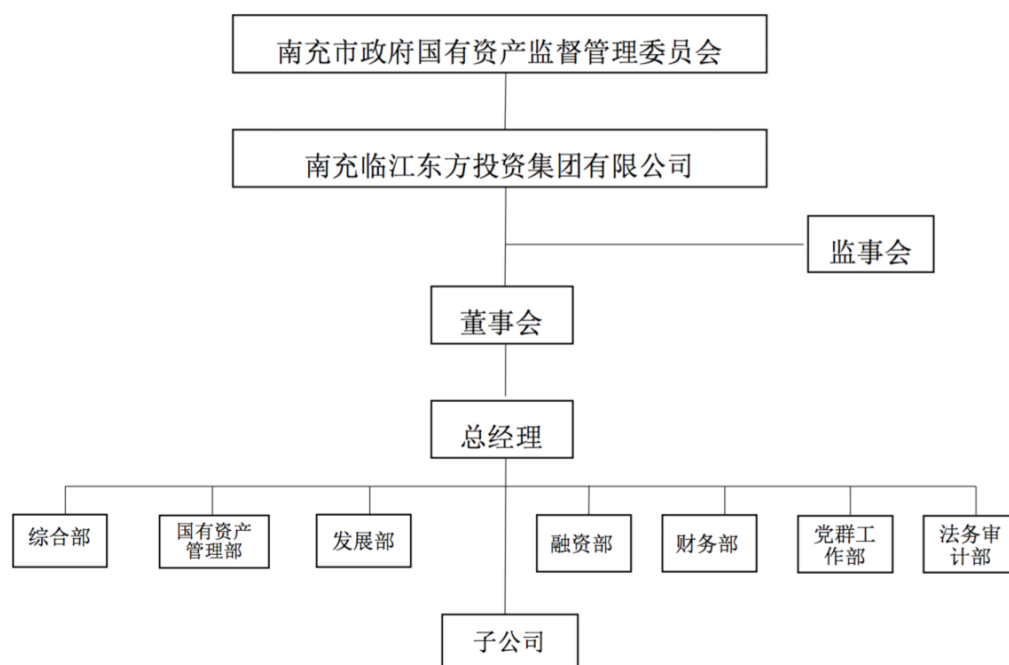
中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 7 月 19 日

附一：南充临江东方投资集团有限公司股权结构图和组织结构图（截至 2020 年末）



注：上表中仅披露一级子公司。



注：公司于 2021 年 4 月 30 日更名为南充临江东方投资集团有限公司。

资料来源：公司提供

附二：南充临江东方投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	75,163.39	73,103.28	89,037.01
应收账款	343.80	1,544.03	3,043.36
其他应收款	470,510.01	305,970.53	320,964.81
存货	1,364,787.89	1,608,919.67	1,776,432.71
长期投资	2,000.00	2,000.00	662.66
在建工程	390,077.99	427,352.59	468,409.85
无形资产	42,443.89	44,065.35	22,725.56
总资产	2,462,897.91	2,484,394.64	2,758,318.51
其他应付款	298,733.57	358,146.47	434,472.32
短期债务	344,675.91	286,159.35	340,870.01
长期债务	798,797.58	821,375.97	928,988.93
总债务	1,143,473.50	1,107,535.32	1,269,858.94
总负债	1,468,705.73	1,476,738.83	1,771,926.68
费用化利息支出	4,535.49	5,827.29	8,675.39
资本化利息支出	59,786.93	65,101.88	76,524.49
实收资本	23,245.00	23,245.00	23,245.00
少数股东权益	79,284.68	79,031.37	73,687.91
所有者权益合计	994,192.18	1,007,655.81	986,391.84
营业总收入	87,623.37	91,749.29	124,907.88
经营性业务利润	19,090.16	18,176.26	31,246.20
投资收益	-1,192.42	873.08	-743.92
净利润	7,628.85	10,923.63	6,248.97
EBIT	15,435.74	23,002.18	24,352.44
EBITDA	18,979.67	37,281.11	42,713.19
销售商品、提供劳务收到的现金	43,674.09	97,558.68	97,069.60
收到其他与经营活动有关的现金	288,210.30	397,409.05	200,132.47
购买商品、接受劳务支付的现金	256,721.35	217,639.21	264,161.88
支付其他与经营活动有关的现金	157,346.38	123,300.65	146,737.87
吸收投资收到的现金	--	--	--
资本支出	88,795.19	37,336.03	28,563.35
经营活动产生现金净流量	-92,006.23	145,518.79	-124,934.06
投资活动产生现金净流量	-130,184.90	725.99	-29,063.35
筹资活动产生现金净流量	49,253.25	-167,568.88	158,697.14
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	11.43	9.24	4.77
期间费用率(%)	17.12	15.42	16.48
应收类款项/总资产(%)	19.12	12.38	12.88
收现比(X)	0.50	1.06	0.78
总资产收益率(%)	0.65	0.93	0.93
资产负债率(%)	59.63	59.44	64.24
总资本化比率(%)	53.49	52.36	56.28
短期债务/总债务(X)	0.30	0.26	0.27
FFO/总债务(X)	0.02	0.03	0.04
FFO 利息倍数(X)	0.37	0.45	0.57
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-1.43	2.05	-1.47
总债务/EBITDA(X)	60.25	29.71	29.73
EBITDA/短期债务(X)	0.06	0.13	0.13
货币资金/短期债务(X)	0.22	0.26	0.26
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.30	0.53	0.50

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告整理；2、中诚信国际将其他应付款中的有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。