

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0022 号

重庆市南川区惠农文化旅游发展集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“19 南川惠农 MTN001”、“21 惠农文旅 CP001”、“22 南川惠农债 01/22 惠文 01”及“22 惠农文旅 CP001”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“19 南川惠农 MTN001”及“22 南川惠农债 01/22 惠文 01”的信用等级为 AA，维持“21 惠农文旅 CP001”及“22 惠农文旅 CP001”的信用等级为 A-1。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二二年五月十一日



信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，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。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年5月11日

重庆市南川区惠农文化旅游发展集团有限公司主体及 相关债项 2022 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2022/5/11	AA/稳定	张若茜	高敬一

债项信用			评级模型										
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型										
19 南川惠农 MTN001	AA	AA	地区综合实力	一级	二级指标		权重	得分	一级	二级指标		权重	得分
21 惠农文旅 CP001	A-1	A-1		企业经营与财务实力		区域层级		20.00%	15.80	资产总额		36.00%	28.80
22 南川惠农债 01/22 惠文 01	AA	AA				GDP 总量		32.00%	23.04	净资产总额		36.00%	28.80
22 惠农文旅 CP001	A-1	A-1				GDP 增速		4.00%	2.16	资产负债率		9.00%	7.20
						人均 GDP		4.00%	3.44	全部债务资本化比率		9.00%	5.40
						一般公共预算收入		32.00%	23.04	补助收入/利润总额		5.00%	5.00
			一般公共预算收入增速				4.00%	0.80	(实收资本+资本公积)/资产总额		5.00%	2.00	
			上级补助收入		4.00%	2.88							
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			2.二维矩阵映射										
主体概况			企业经营与财务实力	维度	地区综合实力								
		1 档			2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档	
		1 档		AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-
		2 档		AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-
		3 档		AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-
		4 档		AAA	AA+	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+
		5 档		AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+	
		6 档		AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+	
		7 档		AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+	
		8 档		AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+	
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+			
			基础模型参考等级 AA+										
			注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。										
			3.评级调整因素										
			基础模型参考等级 AA+										
			评级调整因素										
			区域专营地位及外部支持 -1										
			4.主体信用等级 AA										

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，重庆市经济实力依然很强，南川区经济实力仍较强；公司业务仍具有较强的区域专营性，继续获得股东及各方支持，三峡担保集团为“21 惠农文旅 CP001”及“22 惠农文旅 CP001”提供的增信作用仍很强。同时，东方金诚也关注到，公司仍面临较大的资金支出压力，资产流动性较差，资金来源对筹资活动依赖较重，债务规模及债务率或将维持在较高水平，公司区域专营地位和可获得的外部支持力度仍相对有限。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“19 南川惠农 MTN001”及“22 南川惠农债 01/22 惠文 01”的信用等级为 AA，维持“21 惠农文旅 CP001”及“22 惠农文旅 CP001”的信用等级为 A-1。

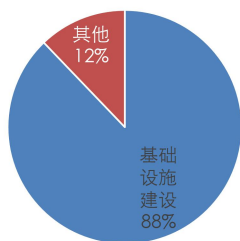
同业对比

项目	重庆市南川区惠农文化旅游发展集团有限公司	重庆市潼南区城市建设投资(集团)有限公司	重庆市黔江区城市建设投资(集团)有限公司	丰都县国有资产经营投资集团有限公司	邛崃市建设投资有限公司
地区	重庆市南川区	重庆市潼南区	重庆市黔江区	重庆市丰都县	成都市邛崃市
GDP (亿元)	408.51	539.35	270.98	375.44	386.32
GDP 增速 (%)	8.7	9.5	7.8	7.5	8.6
人均 GDP (元)	71268	78121*	55522	67526*	64069*
一般公共预算收入 (亿元)	24.25	23.32	26.29	23.86	30.48
一般公共预算支出 (亿元)	64.51	61.51	56.35	62.23	57.00
资产总额 (亿元)	276.89	332.24	298.85	374.76	321.95
所有者权益 (亿元)	106.95	144.24	151.05	166.78	170.35
营业收入 (亿元)	14.38	9.00	18.47	8.02	9.28
利润总额 (亿元)	1.58	1.85	2.96	1.53	2.30
资产负债率 (%)	61.37	56.59	49.46	55.50	47.09

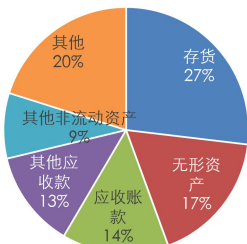
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中经济财政及财务数据年份为 2021 年，带“*”为估算数据（下页同）
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告、Wind 等，东方金诚整理

主要指标及依据

2021 年公司营业收入构成



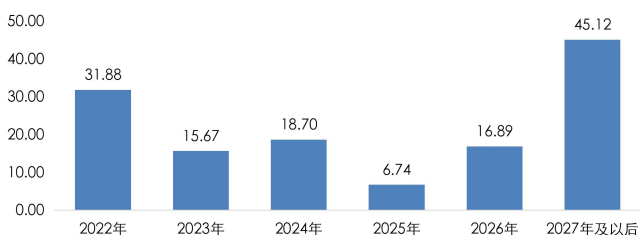
2021 年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2019 年	2020 年	2021 年	2022Q1
资产总额	201.80	211.70	276.89	277.05
所有者权益	106.40	105.09	106.95	107.61
营业收入	11.85	9.79	14.38	3.41
利润总额	1.32	1.25	1.58	0.38
全部债务	76.48	87.29	135.05	129.06
资产负债率	47.27	50.36	61.37	61.16
全部债务资本化比率	41.82	45.37	55.80	54.53

2021 年末公司全部债务到期结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2019 年	2020 年	2021 年
地区	南川区		
GDP 总量	333.95	360.76	408.51
GDP 增速	7.5	4.1	8.7
人均 GDP (元)	55948	63032*	71268
一般公共预算收入	23.24	23.56	24.25
一般公共预算收入增速	2.5	1.3	3.0
上级补助收入	35.35	35.12	30.35

优势

- 跟踪期内, 重庆市经济实力依然很强, 其下辖的南川区经济实力仍较强;
- 公司主要负责南川区城乡基础设施建设及金佛山等旅游景区的开发运营, 业务仍具有较强的区域专营性;
- 公司作为南川区重要的基础设施建设主体, 在增资、资产注入和财政补贴方面继续得到了实际控制人及相关各方的支持;
- 三峡担保集团为“21 惠农文旅 CP001”及“22 惠农文旅 CP001”的到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

关注

- 公司在建及拟建项目投资规模较大, 仍面临较大的资金支出压力;
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高, 资产流动性依然较差;
- 公司全部债务增幅较大, 伴随基础设施建设工程的推进, 未来债务规模及债务率或将维持在较高水平;
- 南川区内基础设施建设类企业较多, 公司的区域专营地位和可获得的外部支持仍弱于当地最主要的建设主体。

评级展望

预计重庆市及南川区经济将保持稳定, 公司主营业务将保持较强的区域专营性, 能够得到股东及相关各方的持续支持, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AA (22 南川惠农债 01/22 惠文 01)	2022/2/10	张若茜 高敬一	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AA/稳定	AA (19 南川惠农 MTN001)	2019/7/23	卢筱 王静怡、马霁竹	《城市基础设施设计公司信用评级方法 (2015 年)》	阅读原文

注: 以上为不完全列示。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
19 南川惠农 MTN001	2021/7/5	10.00 亿元	2019/08/07~2022/08/07	-	-
21 惠农文旅 CP001	2021/7/5	4.60 亿元	2021/07/15~2022/07/15	连带责任担保	重庆三峡融资担保集团股份有限公司/AAA/稳定
22 南川惠农债 01 /22 惠文 01	2022/2/10	0.50 亿元	2022/03/04~2029/03/04	-	-
22 惠农文旅 CP001	2022/2/10	1.40 亿元	2022/04/28~2023/04/28	连带责任担保	重庆三峡融资担保集团股份有限公司/AAA/稳定

注：“19 南川惠农 MTN001”附公司调整票面利率选择权及投资者回收选择权；“22 南川惠农债 01/22 惠文 01”附公司调整票面利率选择权及投资者回收选择权，设分期还本条款；“21 惠农文旅 CP001”设交叉违约条款及事先约束条款。

跟踪评级说明

根据监管相关要求及重庆市南川区惠农文化旅游发展集团有限公司（以下简称“南川惠农”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

南川惠农是由重庆市南川区财政局（以下简称“南川区财政局”）于2007年6月27日出资组建的有限责任公司，初始注册资本为人民币1000.00万元。2016年3月，经重庆市南川区人民政府（以下简称“南川区政府”）批准，南川区财政局将公司100.00%股权无偿划转至重庆市南川区国有资产管理和金融工作办公室（以下简称“南川区国金融办”）。2020年5月，根据重庆市委、市政府批准的《重庆市南川区机构改革方案》和重庆市委编办《关于同意南川区调整部分处级事业单位设置的复函》（渝委编办【2019】280号），南川区国金融办更名为重庆市南川区国金融发展中心（以下简称“南川区国金融中心”）。历经数次增资，截至2022年3月末，公司注册资本为人民币12.00亿元，实收资本为人民币6.60亿元¹，南川区国金融中心持有公司100.00%的股权，南川区政府为公司的实际控制人。

公司是重庆市南川区重要的基础设施建设主体，主要负责南川区城乡基础设施建设、土地开发整理以及金佛山等旅游景区的开发运营等业务。2020年3月，公司名称由重庆市南川区惠农投资有限公司变更为现名，职能重点转化为整合南川区内的旅游资源，景区运营业务将成为公司收入和利润的重要组成部分。

截至2021年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共13家，详见图表1。

图表1 截至2021年末公司纳入合并范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	简称	取得方式	并入时间	注册资本	持股比例
重庆市南川区南庆建筑工程股份有限公司	南庆建筑	设立	2010	3000.00	100.00
重庆市南川区昆川房地产开发有限公司	昆川房地产	设立	2011	2000.00	100.00
重庆市南川区蓝迪花卉苗木有限公司	蓝迪花卉	设立	2011	300.00	100.00
重庆市南川区瑞凯农产品开发有限公司	瑞凯农业	设立	2011	10000.00	100.00
重庆市峨嵋园林绿化有限公司	峨嵋园林	设立	2013	2000.00	100.00
重庆长实房地产开发有限公司	长实房地产	划转	2017	2000.00	100.00
重庆市金瀚投资开发有限公司	金瀚投资	划转	2018	16300.00	61.35
重庆市南川区泰平建设开发有限公司	泰平建设	设立	2019	8000.00	100.00
重庆新惠融文化传媒有限公司	新惠融文化	设立	2020	2000.00	100.00
重庆市南川区九递文化旅游发展有限公司	九递文旅	设立	2020	20000.00	100.00
重庆市南川区隆顺旅游客运有限责任公司	隆顺旅游	划转	2021	550.00	100.00
重庆惠农旅文酒店管理有限公司	旅文酒店	设立	2021	500.00	100.00
重庆山水都市旅游开发有限公司 ²	山水公司	增资扩股	2021	275571.43	80.99

资料来源：公司提供，东方金诚整理

¹ 2020年10月14日，公司发布关于增加公司注册资本、变更经营范围并修订《公司章程》的公告，公告中称南川区国金融中心将于2021年~2023年分别以货币出资的形式增加公司注册资本1.55亿元、2.00亿元和2.00亿元。截至2022年3月末，原计划于2021年增加的实收资本暂未到位。

² 重庆市南川区永隆建设开发有限公司（以下简称“永隆建设”）原为公司二级子公司，根据《关于实施金佛山旅游经营管理体制改革的总体合作协议》，公司将永隆建设100%股权对重庆旅游投资集团有限公司（以下简称“旅投集团”）全资子公司山水公司进行增资扩股，增资扩股后公司持有山水公司80.99%的股权，山水公司持有永隆公司100%的股权。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，南川城投发行的“19 南川惠农 MTN001”到期本息均已按期偿付，“21 惠农文旅 CP001”、“22 南川惠农债 01/22 惠文 01”及“22 惠农文旅 CP001”均暂未到还本付息日。截至本报告出具日，“19 南川惠农 MTN001”及“21 惠农文旅 CP001”的募集资金均已使用完毕，“22 南川惠农债 01/22 惠文 01”的募集资金剩余 165.72 万元未使用，“22 惠农文旅 CP001”的募集资金剩余 1.40 亿元未使用。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长 6.5%，明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在 3 月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在 4 月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3 月 PPI 同比涨幅达到 8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3 月 CPI 同比涨幅仅为 1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1 月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达 1.5 万亿元的增值税留抵退税政策在 4 月 1 日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5 月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022 年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为 2.8%，较上年小幅下调 0.4 个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022 年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022 年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

行业分析

城投行业政策及再融资环境边际收紧，基建稳增长预期仍存，城投债净融资或将小幅收缩

2021 年，随着经济持续修复，城投债发行再创历史新高，但宽信用政策逐渐退出，监管政策边际收紧，城投债净融资规模小幅缩量。政策层面，2021 年 12 月中央经济工作会议强调，坚决遏制地方隐性债务风险，压实企业自救主体责任。城投融资层面，沪深交易所公司债券审核指引、银保监发【2021】15 号文及补充通知等政策相继出台，城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下，预计 2022 年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资，“稳增长”有望对基建投资形成资金支撑，基建稳增长的预期仍然存在。2022 年，城投整体融资将受益于信用环境改善，基建发力利于提振城投债净融资需求，但监管对弱资质城投债审核趋严，两方因素相抵，预计城投债净融资将与 2021 年大致持平，并可能出现小幅收缩。

城投公司信用风险分化愈发显著，债务化解任重道远，城投转型持续推进

2022 年，基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下，化解隐性债务工作持续推进，“全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位，作为隐性债务重要载体，城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下，城投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

国发【2021】5 号文提出，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；叠加 2022 年国企改革三年行动收官，城投重组整合及清理力度将进一步加大，城投转型迫在眉睫。此外，2021 年，房地产调控政策力度空前，土地市场降温，地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响，城投风险呈现出跨区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

地区经济

1. 重庆市

重庆市经济总量保持平稳增长，工业经济稳健运行，第三产业发展较快，经济实力依然很强

2021年，重庆市经济保持平稳增长，GDP增速8.3%，两年平均增长6.1%。工业方面，重庆市扎实推进产业转型升级，工业经济稳健运行。2021年，重庆市规模以上工业中，汽车产业、电子产业、医药产业和装备产业增速均超10%；材料、消费品产业转型步伐加快，增加值分别增长5.9%、8.9%。同期，重庆市创新动能持续增强，高技术制造业和战略性新兴产业同比分别增长18.1%、18.2%，数字经济增加值同比增长15%以上。现代服务业方面，重庆市以金融、商贸物流及旅游等为代表的服务业发展较快。2021年，重庆市实现金融业增加值2459.78亿元，同比增长4.0%，当年获批的《成渝共建西部金融中心规划》明确支持成渝共建西部金融中心，支持在重庆建设国家金融科技认证中心；同年，重庆获批培育建设国际消费中心城市，深入推进国家物流降本增效综合改革试点；举办首届中国武陵文旅峰会，新增3个4A级景区，全年接待游客8673.7万人次，旅游总收入达到841.2亿元。

图表2 重庆市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	23605.77	6.3	25002.79	3.9	27894.02	8.3
人均GDP（元）	75828	5.4	78002*	-	86879	7.8
三次产业结构	6.6: 40.2: 53.2		7.2: 40.0: 52.8		6.9: 40.1: 53.0	
规模以上工业增加值	-	6.2	-	5.8	-	10.7
第三产业增加值	12557.51	6.4	13207.25	2.9	14787.05	9.0
金融业增加值	2087.95	8.0	2212.80	3.9	2459.78	4.0
全社会固定资产投资	-	5.7	-	3.9	-	6.1
房地产开发投资	4439.30	4.5	4351.96	-2.0	4354.96	0.1
社会消费品零售总额	-	8.7	-	1.3	-	18.5

资料来源：重庆市2019年~2021年国民经济和社会发展统计公报，标“*”数根据“GDP/常住人口”近似估算，东方金诚整理

2022年一季度，重庆市实现地区生产总值6398.00亿元，同比增长5.2%，规模以上工业增加值同比增长8.5%，固定资产投资同比增长10.9%，社会消费品零售总额3519.80亿元，同比增长4.2%。重庆市将把发展经济的重点放在推动产业转型升级上，加快产业基础高级化和现代化；提高制造业核心竞争力，包括汽车、电子、医药、材料、消费品等产业；大力发展数字经济，推动数字技术同经济社会发展深度融合，高水平建设“智造重镇”、“智慧名城”；推动先进服务业高质量发展，加快建设西部金融中心，建设内陆国际物流枢纽，积极创建国家级旅游度假区和国家文旅消费示范城市。

2.南川区

跟踪期内，南川区地区经济呈现较快增长，工业及第三产业平稳运行，经济实力仍较强

2021年，南川区地区经济保持较快增长，经济总量在重庆市38个区（县）中居于第26位，GDP增速为8.7%，增速处于中游水平。工业方面，南川区以中医药、铝材料、页岩气、新型建材、机械制造、精细化工六大主导产业为代表的工业体系对经济拉动效应明显；截至2021年末，南川区拥有规模以上工业企业中大型企业2家，中型企业7家，战略性新兴产业18家，

数字经济企业 8 家。现代服务业方面，南川区以三王平、金佛山为代表的旅游资源丰富；2021 年南川区共接待旅游者 3103.1 万人次，同比增长 50.1%，实现旅游综合收入 170.10 亿元，同比增长 98.9%。

图表 3 南川区主要经济指标（单位：亿元、%）

主要指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	333.95	7.5	360.76	4.1	408.51	8.7
人均地区生产总值	55948	5.6	63032*	-	71268	8.2
三次产业结构	16.3: 35.5: 48.2		17.4: 35.6: 47.0		15.4: 38.8: 45.8	
工业增加值	83.79	9.9	89.38	5.3	115.34	9.8
第三产业增加值	161.00	6.4	169.64	2.8	187.09	11.2
全社会固定资产投资	-	13.2	164.41	10.5	181.63	10.5
社会消费品零售总额	163.38	13.8	169.82	4.0	211.04	24.3

资料来源：2019 年~2021 年南川区国民经济和社会发展统计公报，标“*”数根据“GDP/常住人口”近似估算，东方金诚整理

财政状况

重庆市

跟踪期内，随着疫情防控常态化，重庆市一般公共预算收入大幅增加，并获得了上级财政较大力度的支持，综合财政实力依然很强

2021 年，随着疫情防控常态化，重庆市一般公共预算收入大幅增加 9.1%。从收入结构来看，重庆市一般公共预算收入仍以税收收入为主，2021 年税收收入占比 67.53%。跟踪期内，重庆市得到了上级政府拨付的较大规模的财政资金，对重庆市财政收入³贡献较大。此外，重庆市政府性基金收入小幅下降，主要受土地出让数量及出让价格影响，但整体规模较大，是地区财力的重要组成部分。

图表 4 重庆市主要财政数据（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
一般公共预算收入	2135.00	2095.00	2285.45
其中：税收收入	1541.00	1431.00	1543.40
非税收入	594.00	664.00	742.05
上级补助收入	1888.00	2156.00	2046.12
政府性基金收入	2248.00	2458.00	2357.94
财政收入	6271.00	6709.00	6689.51

³ 财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入。

图表 4 重庆市主要财政数据（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
一般公共预算支出	4848.00	4894.00	4835.11
政府性基金支出	2419.00	3133.00	2953.02
上解上级支出	49.00	49.00	61.00
财政支出⁴	7316.00	8076.00	7849.13
地方财政自给率⁵	44.04	42.81	47.27

资料来源：重庆市 2019 年~2020 年财政决算报告及重庆市 2021 年财政预算执行情况报告，东方金诚整理

2021 年，重庆市一般公共预算支出和政府性基金支出小幅下降；同期，重庆市财政自给率为 47.27%，地方财政自给程度虽有所提升但仍一般。

截至 2021 年末，重庆市地方政府债务余额为 8610 亿元，其中一般债务为 3065 亿元，专项债务为 5545 亿元；按财政部政府债务风险评估办法计算，2021 年末重庆市政府债务率为 109%。

据初步核算，2022 年 1~2 月，重庆市一般公共预算收入为 387.89 亿元，同比下降 4.4%，其中税收收入为 298.81 亿元，同比增长 0.5%；一般公共预算支出为 709.05 亿元，同比下降 8.7%。

南川区

跟踪期内，南川区一般公共预算收入小幅增长，上级补助收入仍是财政收入的最主要来源，财政实力仍较强

跟踪期内，南川区一般公共预算收入小幅增长。2021 年，南川区实现一般公共预算收入 24.25 亿元，同比增长 3.0%；其中税收收入小幅增长，占一般公共预算收入的比重为 62.49%，较上年有所提升。同期，南川区上级补助收入有所下降，但仍是财政收入的最主要来源；政府性基金收入降幅较大，主要系国有土地使用权出让收入降幅较大所致，政府性基金收入易受土地市场活跃程度影响，具有一定的不确定性。

跟踪期内，南川区实现一般公共预算支出 64.51 亿元，同比下降 3.7%；政府性基金支出同比下降 47.5%，主要系疫后抗疫特别国债支出及城乡社区支出降幅较大所致；地方财政自给率较上年小幅增长，但财政自给程度仍然较低。

截至 2021 年末，南川区政府债务余额为 100.37 亿元，包括一般债务余额 61.62 亿元和专项债务余额 38.75 亿元，政府债务率为 109.8%。

⁴ 财政支出=一般公共预算支出+政府性基金支出+上解上级支出。

⁵ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

图表 5 南川区主要财政数据（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
一般公共预算收入	23.24	23.56	24.25
其中：税收收入	13.97	14.19	15.16
非税收入	9.28	9.37	9.10
上级补助收入	35.35	35.12	30.35
政府性基金收入	24.61	34.65	25.85
财政收入	83.21	93.32	80.46
一般公共预算支出	65.86	66.96	64.51
政府性基金支出	26.99	53.06	27.86
上解上级支出	2.57	3.69	3.15
财政支出	95.42	123.71	95.51
地方财政自给率	35.29	35.18	37.60
政府债务余额	67.70	87.60	100.37

资料来源：南川区 2019 年~2020 年财政决算报告及南川区 2021 年财政预算执行情况，东方金诚整理

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入增幅较大，仍主要来源于基础设施建设业务

公司作为南川区重要的基础设施建设主体，主要负责南川区城乡基础设施建设及金佛山等旅游景区的开发运营等业务。2020 年以来，公司职能重点转化为整合南川区内的旅游资源，未来公司将大力发展景区运营业务，成为南川区主要的旅游产业发展经营实体。

图表 6 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施建设	11.13	93.89	8.75	89.32	12.63	87.84
其他	0.72	6.11	1.05	10.68	1.75	12.16
合计	11.85	100.00	9.79	100.00	14.38	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施建设	2.16	19.45	1.47	16.84	2.26	17.89
其他	0.71	98.12	0.47	44.83	0.03	1.85
合计	2.88	24.26	1.94	19.83	2.29	15.94

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

近三年，公司营业收入有所波动，主要来源于基础设施建设业务。同期，公司基础设施建设业务收入先降后升，主要系受公司项目完工及结算进度影响所致。公司其他业务包括土地开发整理、物业租赁、文化传媒、旅游服务等业务，收入占比较小；其中土地开发整理业务因 2021 年未出让土地故未形成收入，随着公司战略规划调整，未来该业务将会受当地旅游业发展规划影响；物业租赁收入来源于公司对自有物业的出租。

近三年，公司毛利润有所波动，毛利率逐年下降；其中 2021 年其他业务毛利率降幅较大，主要系景区运营业务尚在起步阶段，前期投入成本较高所致。

2022 年一季度,公司实现营业收入 3.41 亿元,毛利润及毛利率分别为 0.54 亿元和 15.94%。

基础设施建设

跟踪期内,公司继续负责南川区内的城乡基础设施建设,业务仍具有较强的区域专营性

自成立以来,公司主要负责南川区城乡基础设施建设,并于 2017 年起开始承接金佛山等旅游景区的基础设施建设,业务具有较强的区域专营性。公司基础设施建设业务承接主体包括公司本部以及子公司山水公司、南庆建筑、永隆建设和金瀚投资。

公司通过自有资金和外部融资对项目进行投资建设,业务模式为委托代建和自建自营。对于委托代建业务,根据公司与南川区政府及区内其他国有企业签订的委托代建协议,公司建设项目采用分项实施、分项交付验收方式,收入确认的总价款包括项目总成本、项目成本加成费和项目管理费,其中项目成本加成费为经审定后最终工程结算价款的 15%;项目管理费按照总投资额每年收取 6%或 8%。2017 年以来,公司负责的建设内容增加金佛山等旅游景区开发建设项目。公司与重庆市南川区金山湖管理委员会签订代建协议,并按照经审定的开发成本加成一定比例的收益来确认相应收入。对于自建自营项目,公司自建自营项目建成后由公司自行销售、出租或运营,并实现收益和回款。

自成立以来,公司承担了通村公路、白露沟水库工程、农产品批发市场、大观生态园区建设、龙济安置小区、重庆市南川区大坪、黄泥垭隧道建设工程、金华丽苑安置小区建设项目及南川区大观镇万宝小区二期建设项目等城乡基础设施建设项目,以及重庆市南川区金佛山水利工程安置区一期工程(含景观)项目等旅游基础设施项目,对改善当地居民生活条件、提升基础设施建设水平具有重要意义。

2019 年~2021 年,公司分别实现基础设施建设收入 11.13 亿元、8.75 亿元和 12.63 亿元,毛利润分别为 2.16 亿元、1.47 亿元和 2.26 亿元,收入和毛利润均有所波动,主要系受公司项目完工及结算进度影响。

跟踪期内,公司在建及拟建基础设施项目尚需投资规模较大,仍面临较大的资金支出压力

截至 2021 年末,公司主要在建基础设施项目包如下图表所示,计划总投资合计 55.47 亿元,已完成投资 14.99 亿元,尚需投资 40.48 亿元。

图表 7 截至 2021 年末公司主要在建基础设施项目情况(单位:亿元)

项目	计划总投资	累计投资
金佛山整体项目(一期)	13.41	4.19
金佛山整体项目(二期)	10.81	1.34
南川区神龙峡 5A 复牌提升工程	4.98	0.82
金佛山北坡景区工程	4.16	0.53
天星片区土地开发	3.00	2.54
南川区示范性综合实践基地	0.75	0.18
川军血战到底景区工程	0.55	0.11
金佛山游客服务中心	2.50	0.67
南川区大观园特色乡村旅游项目	6.43	1.03
重庆市南川区大观园乡村旅游综合服务示范区项目	5.70	2.26
其他零星项目	3.18	1.31

合计	55.47	14.99
----	-------	-------

资料来源：公司提供，以上为不完全列示；带“*”为“22 南川惠农债 01/22 惠文 01”募投项目，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司拟建基础设施项目详见下图表，计划总投资为 59.35 亿元，资金来源为自有资金及外部融资。综合来看，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资金支出压力。

图表 8 截至 2021 年末公司主要拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资
烟云洞德春坝项目	3.50
梅花园二期建设项目	2.00
方竹特色小镇	30.00
南川金佛山南部片区乡村振兴建设项目	10.70
合溪红色文化旅游小镇	12.50
南坡森林防火通道项目	0.65
合计	59.35

资料来源：公司提供，东方金诚整理

景区运营

公司正逐步开展景区运营业务，预计未来将对公司收入有较大贡献

为整合南川区的旅游资源，2019 年 9 月，重庆市南川区委办公室和南川区政府印发了《金佛山旅游经营管理体制改革总体方案》，授权公司运用自有资金和外部融资等资金，整体收购目标企业涉及金佛山景区⁶、神龙峡景区、天星度假区的所有基础设施和经营性资产，整体收回金佛山景区、天星度假区、神龙峡景区的开发经营权、门票收费权和项目经营权。

截至 2021 年末，公司拥有金佛山景区、天星度假区、神龙峡景区、梅花园景区及川军血战到底景区等景区的开发经营权、门票收费权和项目经营权。2021 年公司实现景区运营收入 1.02 亿元，毛利润为-0.11 亿元，毛利润为负主要系公司景区运营业务尚处于初期阶段，暂未形成较大规模收益所致。

截至 2021 年末，公司在建及拟建的景区基础设施项目详见本报告基础设施建设部分。伴随对旅游资源的收购及划转等相关进程有序推进，预计景区运营业务将成为公司收入的重要组成部分。

土地开发整理

随着公司战略规划调整，未来土地开发整理业务将会受当地旅游业发展规划影响

根据南川区委政府的安排，公司负责南川区城乡的土地开发整理业务，2016 年该业务承接主体为公司本部和原子公司重庆坤唯实业有限公司（以下简称“坤唯实业”）；随着 2017 年原子公司坤唯实业被无偿划出，永隆建设 84.27%的股权无偿划入，公司土地开发整理业务承接主体变为公司本部和三级子公司永隆建设。

⁶ 根据公司提供的重庆普华房地产土地资产评估有限公司出具的《重庆市南川区金佛山旅业集团有限责任公司位于金佛山景区内所涉及的房屋、土地、苗木、索道、道路、基础设施、机器设备、经营权及门票收益权等资产评估报告》，金佛山景区北坡评估价值 3.14 亿元，与公司成交价格为 3.08 亿元，已付款 3.08 亿元。

业务模式方面，公司与南川区土地储备中心签订了《土地委托整治协议》，按照协议约定，公司对委托范围内的土地进行拆迁、赔偿、整治等；整治完成后，由重庆市南川区土地储备中心（以下简称“南川区土储中心”）进行验收合格后，双方按期进行价款结算，公司按期将结算价款确认为收入。如果土地整治支出发生较大变化，结算单价另行签订补充协议进行调整。

近年来公司完成了南川区大观镇花木城、高架桥北侧地块、LH 组团 G22 分区 1 地块、新城区 08-1 号地块。2019 年~2020 年，公司分别实现土地开发整理收入 0.69 亿元和 0.65 亿元，受土地出让量减少影响，公司该项业务收入规模较小。2021 年因未出让土地故该业务未形成收入。

截至 2021 年末，公司无在开发及拟开发土地整理项目；未来公司将重点围绕旅游资源及其配套开发等开展土地整理业务，将受当地旅游业发展规划影响。

房屋开发销售

跟踪期内，受房屋开发销售业务主要运营子公司划出及房地产市场低迷影响，公司房屋开发销售收入规模较小

公司房屋开发销售业务原主要由子公司昆川房地产及重庆坤唯实业有限公司（以下简称“坤唯实业”）负责运营，其中昆川房地产为公司于 2011 年出资设立，拥有房地产二级开发资质；坤唯实业拥有房地产开发暂定资质。2017 年以来，随着子公司坤唯实业的划出，仅昆川房地产负责公司房屋开发和销售业务。

近年来，公司在售的房地产项目主要包括中金华丽苑安置小区、花山南苑 B 区建设项目和东方郦景安居工程，其中中金华丽苑安置小区、花山南苑 B 区建设项目已完工。2020 年及 2021 年，公司分别实现房屋开发销售收入 2281.81 万元和 4322.81 万元。截至 2021 年末，公司在建的房屋项目主要为东方郦景安居工程，该项目计划总投资为 10.80 亿元，累计已投资 6.82 亿元，尚需投资 3.98 亿元；拟建房屋项目主要为城投鹏程家园建设项目，该项目计划总投资为 4.28 亿元。

外部支持

作为南川区重要的基础设施建设主体，公司在增资、资产注入和财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的支持；但考虑到南川区内基础设施建设类企业较多，公司的区域专营地位和可获得的外部支持弱于当地最主要的建设主体

南川区从事基础设施建设的区级国有企业主要有 3 家，包括重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“南川城投”）、重庆园业实业（集团）有限公司（以下简称“重庆园业”）和公司。其中，南川城投主要负责城市基础设施建设，重庆园业主要负责园区建设发展，公司主要负责南川区城乡基础设施建设、土地开发整理以及金佛山等旅游景区的开发运营等。公司作为南川区重要的基础设施建设主体，在增资、资产注入和财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的支持。

图表9 2021年（末）南川区3家基础设施建设主体主要财务指标（单位：亿元、%）

公司简称	资产总额	所有者权益	资产负债率	营业收入	利润总额
南川城投	501.22	207.45	58.61	17.01	3.51
重庆园业	327.58	163.91	49.96	11.33	2.30
南川惠农	276.89	106.95	61.37	14.38	1.58

资料来源：公开数据，东方金诚整理

增资方面，2013年，南川区财政局以货币出资的形式向公司增加实收资本5000.00万元，同时公司以资本公积转增实收资本35000.00万元；2018年，南川区国金融中心以货币出资的形式增加公司实收资本4500.00万元；2020年，南川区国金融中心以货币出资的形式增加公司实收资本1500.00万元。

股权资产注入方面，为支持公司经营发展，2015年，根据南川区政府相关部门的批复，南川城投将坤唯实业、永隆建设和重庆联航投资开发有限公司（以下“联航投资”）的股权分别无偿划转至公司；2017年，南川区政府将金瀚投资61.35%股权、永隆建设84.27%股权、长实房地产100.00%股权无偿划转给本公司。

财政补贴方面，2020年及2021年，公司收到南川区财政局拨付财政补贴收入分别为1.52亿元和2.65亿元。

总体来看，考虑到公司未来将继续在南川区基础设施建设领域中发挥重要作用，预计实际控制人及相关各方未来将继续给予公司支持。但同时，南川区内基础设施建设类企业较多，公司的区域专营地位和可获得的外部支持仍弱于当地最主要建设主体。

企业管理

跟踪期内，公司注册资本及实收资本均未发生变化。截至2022年3月末，南川区国金融中心仍持有公司100.00%的股权，南川区人民政府仍为公司的实际控制人。

跟踪期内公司组织架构和治理结构均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2019年~2021年⁷及2022年一季度合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2019年~2021年财务数据分别进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2022年一季度合并财务报表未经审计。

截至2021年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共13家，详见图表1。2021年，公司新增3家控股二级子公司隆顺旅游、旅文酒店及山水公司⁸。

⁷ 本报告数据均为审计报告期末数。

⁸ 截至2021年末，山水公司资产总额为131.38亿元，净资产总额为42.98亿元，营业收入为6.15亿元，利润总额为0.76亿元。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所增长，流动资产占比较高，但流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性依然较差

公司资产总额逐年增长，构成以流动资产为主，近三年及一期末，公司流动资产占资产总额的比重保持在 61%以上。同期，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货构成；截至 2022 年 3 月末，上述资产占流动资产的比重分别为 9.92%、21.24%、19.50%和 44.84%。

图表 10 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年	2022 年 3 月末
资产总额	201.80	211.70	276.89	277.05
流动资产	128.48	132.30	172.32	170.33
货币资金	21.18	16.74	15.46	16.90
应收账款	21.24	27.81	38.91	36.18
其他应收款	34.82	34.47	35.42	33.22
存货	43.23	46.35	74.44	76.37
非流动资产	73.31	79.40	104.57	106.72
固定资产	0.30	2.10	15.91	15.84
在建工程	0.33	0.58	11.02	11.85
无形资产	47.36	47.15	48.56	49.55
其他非流动资产	23.47	27.82	23.81	23.97

资料来源：公司合并财务报表，2019 年~2021 年末其他应收款不含应收利息及应收股利，2022 年 3 月末数据含，东方金诚整理

近年来，公司货币资金小幅波动，构成以银行存款为主，2021 年末，公司受限的货币资金为 0.82 亿元，受限程度很小。近年来，公司应收账款整体呈上升态势，主要为应收的项目工程款，2021 年末公司前 5 名应收对象分别为重庆联航投资开发有限公司（11.33 亿元，项目工程款）、南川区财政局（7.83 亿元，项目工程款）、重庆市南川区昌达交通投资有限公司（6.95 亿元，项目工程款）、重庆市南川金佛山水利工程建设指挥部办公室（5.43 亿元，项目工程款）和南川区金佛山景区管理委员会（5.25 亿元，项目工程款），合计占比为 94.52%。近年来，公司其他应收款较为稳定，主要为与政府部门及其他单位的往来款；截至 2021 年末，公司其他应收款应收对象前 5 名分别为南川城投（9.20 亿元，往来款）、南川区财政局（7.54 亿元，往来款）、南川区土储中心（4.71 亿元，往来款）、坤唯实业（2.10 亿元，往来款）和重庆建工集团股份有限公司（1.77 亿元，往来款），合计占比为 71.46%。公司存货逐年增长，主要由基础设施建设成本及划拨获得的旅游公路⁹构成；其中 2021 年末增幅较大，主要系并入山水公司存货所致。截至 2021 年末，公司存货具体包括基础设施建设成本 46.78 亿元、旅游公路资产 17.64 亿元和土地使用权 1.91 亿元，其中土地均已获得使用权证，均已缴纳土地出让金。

近年来，公司非流动资产逐年增长，主要由固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。2021 年末，公司固定资产大幅增长，主要系并入山水公司房屋建筑物及机器设备等固定资产所致。同期末，在建工程大幅增长，主要系并入山水公司自建自营项目建设成本所致。

⁹ 根据南川国资金融发【2016】15 号文件，原重庆市南川区国有资产管理和金融工作办公室（现南川区国资金融中心）将 31 条公路资产及经营权无偿划拨至永隆建设。

公司无形资产主要为出让或划拨方式取得的土地使用权。2021年末，公司无形资产中土地使用权为 47.93 亿元，主要为城镇混合住宅用地、其他草地和商住用地等，均已取得土地使用权证，大部分出让取得的土地使用权已足额缴纳了土地出让金。公司其他非流动资产主要为道路及土地使用权等资产；其中 2021 年末，公司其他非流动资产中道路资产为 13.12 亿元，金佛山水利工程土地权¹⁰为 10.22 亿元。

截至 2021 年末，公司受限资产账面价值合计为 16.44 亿元，占资产总额的 5.94%，包括用作保证金及监管户的货币资金 0.82 亿元，用作银行借款抵押的存货 1.87 亿元、投资性房地产 0.94 亿元、固定资产 2.83 亿元、无形资产 9.73 亿元及其他权益工具 0.25 亿元。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益较为稳定，构成以资本公积为主

近年来，公司所有者权益较为稳定，构成以资本公积为主。2020 年末，公司实收资本有所增长，主要系南川区国资金融中心以货币出资 1500 万元增加公司实收资本所致。资本公积有所波动；其中 2020 年末公司资本公积增幅较大，主要系公司子公司永隆建设少数股东农发基金退出，农发基金只退回前期资本金投入，以前年度累计确认的少数股东权益全部转入公司资本公积所致。未分配利润为公司历年净利润累积，近年来有所波动。

图表 11 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
所有者权益	106.40	105.09	106.95	107.61
实收资本	6.45	6.60	6.60	6.60
资本公积	74.71	82.94	82.81	82.81
未分配利润	10.18	10.52	9.25	9.55

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额整体呈上升态势，非流动资产占比仍较高

近年来，公司负债总额整体呈上升态势，构成以非流动负债为主，近三年及一期末，非流动负债占负债总额的比重分别为 59.63%、72.06%、53.98%和 56.81%。公司流动负债波动较大，主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成；截至 2022 年 3 月末，上述负债占流动负债的比重分别为 9.29%、10.59%、37.53%和 24.03%。

¹⁰ 根据南川府函【2016】172 号和南川府地【2016】92 号文件，南川区人民政府将南川区头渡镇玉台村一社廉租住房用地、重庆市南川区头渡镇水库水面划拨给金瀚公司用于水利工程项目。

图表 12 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
负债总额	95.40	106.61	169.94	169.44
流动负债	38.51	29.78	78.21	73.18
短期借款	-	3.91	6.94	6.80
应付账款	3.61	3.61	7.91	7.75
其他应付款	7.21	5.90	27.67	27.46
一年内到期的非流动负债	19.64	6.60	23.13	17.59
非流动负债	56.89	76.83	91.74	96.26
长期借款	28.05	46.35	72.30	73.32
应付债券	13.88	17.90	7.93	7.43
其他非流动负债	14.90	12.52	8.53	12.53

资料来源：公司合并财务报表，2019 年~2021 年末其他应付款不含应付利息及应付股利，2022 年 3 月末含，东方金诚整理

近年来，公司短期借款有所波动，主要由保证借款构成。公司应付账款全部为应付工程款，其中 2021 年末增幅较大，主要系并入山水公司应付账款所致。公司其他应付款主要为与地方政府机构及其他国有企业的往来款，近年来有所波动；其中 2021 年末增幅较大，主要系并入山水公司时公司向旅投集团¹¹和重庆渝之旅国际旅行社股份有限公司¹²（以下简称“渝之旅公司”）的借款所致；2021 年末，公司其他应付款前 3 名分别为坤唯实业（12.20 亿元，往来款）、旅投集团（8.42 亿元，借款）和渝之旅公司（1.64 亿元，借款），合计占比为 80.42%；其中公司与旅投集团和渝之旅公司的其他应付款为借款，借款成本为 1 年期或 5 年期 LPR 利率。近年来，公司一年内到期的非流动负债波动较大，2021 年末公司一年内到期的非流动负债¹³主要为一年内到期的长期借款 11.01 亿元、一年内到期的长期应付款 0.25 亿元、一年内到期的应付债券 6.68 亿元及一年内到期的其他非流动负债 4.00 亿元。

近年来，公司非流动负债逐年增长，主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。近年来，公司长期借款逐年大幅增长；其中 2020 年末长期借款增幅较大，主要系公司对新承接的基础设施建设项目进行了贷款，且根据公司发展和日常经营需要进行了流动资金贷款及债务置换所致；2021 年末长期借款增幅较大，主要系公司并入山水公司长期借款所致。截至 2021 年末，公司长期借款中包含政策性银行贷款 35.88 亿元，占比较大；长期借款主要用于项目建设、债务置换及补充流动资金。

公司应付债券波动较大，均为公司本部发行。截至本报告出具日，公司存续债券情况如下图表所示。

¹¹ 旅投集团系重庆渝富控股集团有限公司全资子公司，成立于 2016 年 8 月，注册资本为 16.80 亿元，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

¹² 渝之旅公司系旅投集团控股（50%）子公司，成立于 2006 年 12 月，注册资本为 1.00 亿元。

¹³ 未包含计提利息。

图表 13 截至本报告出具日公司存续债券情况（单位：年、亿元、%）

项目名称	起息日	到期日	发行期限	发行总额	票面利率	债券余额
19 南川惠农 PPN001	2019-12-12	2024-12-12	5 (3+2)	4.00	7.8	4.00
19 南川惠农 MTN001	2019-08-07	2022-08-07	3	10.00	7.5	6.70
20 惠农文旅 PPN001	2020-10-09	2025-10-09	5 (3+2)	4.00	7.0	4.00
21 惠农文旅 CP001	2021-07-15	2022-07-15	1	4.60	5.1	4.60
22 南川惠农债 01/22 惠文 01	2022-03-04	2029-03-04	7 (3+4)	0.50	7.0	0.50
22 惠农文旅 CP001	2022-04-28	2023-04-28	1	1.40	4.47	1.40
合计	-	-	-	24.50	-	21.20

资料来源：公开资料，东方金诚整理

跟踪期内，公司全部债务增幅较大，以长期有息债务为主，随着基础设施建设项目的推进，未来债务规模及债务率或将有所上升

公司全部债务增幅较大，以长期有息债务为主；其中 2021 年末公司全部债务增幅较大主要系山水公司全部债务纳入合并范围所致。近三年及一期，公司短期有息债务占全部债务的比重分别为 25.68%、12.04%、33.39%和 30.82%，占比波动上升。2021 年末，公司短期有息债务由短期借款 6.94 亿元、一年内到期的非流动负债 23.13 亿元、其他应付款 10.06 亿元、其他流动负债 4.92 亿元构成；长期有息债务由长期借款 72.30 亿元、应付债券 7.93 亿元、长期应付款 1.18 亿元和其他非流动负债 8.53 亿元构成。同期末，公司资产负债率和全部债务资本化比率总体均呈增长趋势。随着南川区旅游基础设施建设的推进，公司承担的项目不断增多，未来债务规模及债务率或将有所上升。

图表 14 公司全部债务及负债率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
全部债务	76.48	87.29	135.05	129.06
其中：长期有息债务	56.84	76.78 ¹⁴	89.95	89.28
短期有息债务	19.64	10.51	45.10	39.78
资产负债率	47.27	50.36	61.37	61.16
全部债务资本化比率	41.82	45.37	55.80	54.53

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司对外担保规模较大，仍存在一定的代偿风险

截至 2021 年末，公司对外担保余额合计为 48.34 亿元，担保比率为 45.20%，担保对象主要为地方国有企业，但对外担保金额规模较大，存在一定的代偿风险。

图表 15 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

对外担保企业	存续时间	担保余额	企业性质
重庆市南川区昌达交通投资有限公司	2017.03.21-2037.03.20	69000.00	国有企业
重庆市南川区景然文化旅游发展有限公司	2021.05.11-2036.05.09	31000.00	国有企业

¹⁴ 该数据与公司 2021 年度跟踪评级报告数据存在差异，主要系扣减 0.05 亿元专项应付款（非付息项）所致，对应指标同步调整，全文同。

图表 15 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

对外担保企业	存续时间	担保余额	企业性质
重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司	2021.06.03-2022.06.02	20000.00	国有企业
重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司	2021.09.13-2022.09.12	14000.00	国有企业
重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司	2020.08.17-2022.08.14	7500.00	国有企业
重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司	2021.06.03-2022.06.03	20000.00	国有企业
重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司	2017.11.24-2037.11.23	37000.00	国有企业
重庆市南川区城市建设投资（集团）有限公司	2021.12.08-2026.12.08	10000.00	国有企业
重庆坤唯实业有限公司	2015.11.25-2027.11.24	20004.00	国有企业
重庆坤唯实业有限公司	2017.09.07-2032.09.06	76000.00	国有企业
重庆坤唯实业有限公司	2020.08.31-2023.08.30	42750.00	国有企业
重庆坤唯实业有限公司	2021.01.21-2023.01.21	7827.85	国有企业
重庆市南川区弘禹水利建设有限责任公司	2020.06.24-2038.06.21	20000.00	国有企业
重庆市南川区弘禹水利建设有限责任公司	2020.06.24-2035.06.23	30000.00	国有企业
重庆园业实业（集团）有限公司	2020.09.23-2022.06.15	18695.79	国有企业
重庆园业实业（集团）有限公司	2021.09.22-2026.09.22	20335.71	国有企业
重庆悦景文化旅游发展有限公司	2020.12.23-2035.12.22	32000.00	国有企业
重庆联航投资开发有限公司	2019.03.29-2036.08.22	7110.00	国有企业
重庆特珍农业开发有限公司 ¹⁵	2021.12.21-2022.12.21	147.00	民营企业
合 计	-	483370.35	-

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入增幅较大，对财政补贴仍存在较大依赖，主要盈利指标处于较低水平，盈利能力仍较弱

2019 年~2021 年，公司营业收入及营业利润率均有所波动；期间费用逐年增长，主要由管理费用构成。同期，公司财政补贴占利润总额的比重分别为 0%、121.90%和 167.38%，利润对财政补贴的依赖较大；公司总资本收益率和净资产收益率均处于较低水平，盈利能力较弱。

图表 16 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
营业收入	11.85	9.79	14.38	3.41
营业利润率	19.23	14.17	11.69	-
期间费用	1.26	1.64	2.63	0.62
利润总额	1.32	1.25	1.58	0.38
其中：财政补贴	-	1.52	2.65	-
总资本收益率	0.63	0.69	0.77	-
净资产收益率	1.06	0.81	1.38	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

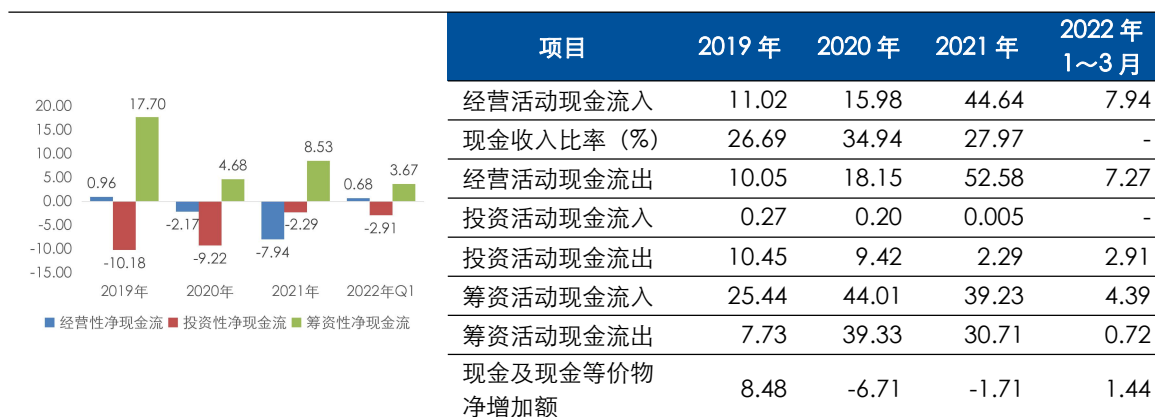
¹⁵ 该企业为民营企业，公司持股 49%。

现金流

跟踪期内，公司筹资前现金流仍为净流出，资金来源对筹资活动依赖仍较大

近三年，公司经营活动现金流由净流入转为净流出。公司经营活动现金流入主要为收到的基础设施结算款等主营业务回款、财政补贴及往来款等形成的现金流入；现金收入比率有所波动且水平较低，主营业务获现能力不足；经营活动现金流出主要是公司支付的项目工程款等成本支出及往来款等。

图表 17 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出主要为公司对南川城投的有息借款及自建自营项目建设投入所形成的现金流出，其中 2021 年降幅较大，主要系当年为未对南川城投借款所致；投资活动净现金流保持净流出状态。

公司筹资活动现金流入主要为借款及发行债券等收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息所支付的现金；近年来公司筹资活动净现金流波动较大。

近年来，公司现金及现金等价物净增加额波动较大。总体来看，公司筹资前现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大。

偿债能力

公司作为南川区重要的基础设施建设主体，业务仍具有较强的区域专营性，能够得到实际控制人及相关各方的支持，公司偿债能力仍很强

从短期偿债能力指标来看，近年来，公司流动比率和速动比率均处于较高水平，但现金比率处于较低水平，且公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，流动资产对流动负债的实际保障能力一般；公司货币资金对短期有息债务的覆盖程度较低；公司经营活动现金流由正转负，对流动负债的覆盖能力较差。

从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率有所波动；EBITDA 利息倍数较低，EBITDA 对利息的覆盖程度较弱；全部债务/EBITDA 较高，EBITDA 对全部债务的保障程度较弱。

图表 18 公司偿债能力情况（单位：%）

项目	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年 3 月（末）
流动比率	333.65	444.24	220.34	232.75
速动比率	221.39	288.60	125.15	128.39
现金比率	55.00	56.19	19.77	23.09
货币资金/短期有息债务（倍）	1.08	1.59	0.34	0.42
经营现金流动负债比率	2.50	-7.28	-10.16	-
长期债务资本化比率	34.82	42.22	45.68	45.35
EBITDA 利息倍数（倍）	0.55	0.70	0.50	-
全部债务/EBITDA（倍）	36.80	35.25	37.59	-

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司全部债务期限结构如下图所示。公司 2022 年~2024 年到期债务相对集中，存在一定的集中偿付压力；公司将主要通过外部融资偿还到期债务，辅以小部分自有资金。

图表 19 截至 2021 年末公司全部债务期限结构¹⁶（单位：亿元）

年份	2022 年 ¹⁷	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年及以后
全部债务	31.88	15.67	18.70	6.74	16.89	45.12

资料来源：公司提供，东方金诚整理

综合来看，考虑到公司作为南川区重要的基础设施建设主体，相关业务具有较强的区域专营性，能够得到实际控制人及相关各方的支持，东方金诚认为，公司偿债能力很强。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2022 年 4 月 13 日，公司本部已结清/未结清贷款信息中无欠款、欠息记录；公司已结清信贷中存在 4 笔关注类账户，其中 3 笔系由于贷款行客户经理调整，客户相关情况未交接清楚，新客户经理未能手动调整风险分类结果所致；1 笔系贷款抵押的土地修建建筑物，公司未能及时提供抵押物用途变更相关行政审批手续所致。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券均按时兑付本/息。

抗风险能力

基于对重庆市和南川区地区经济实力、实际控制人及相关各方对公司各项支持以及公司业务区域专营地位、自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力仍很强。

增信措施

三峡担保集团为“21 惠农文旅 CP001”及“22 惠农文旅 CP001”的到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用

三峡担保集团前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，由重庆渝富资产经营管理有限公司（以下简称“重庆渝富资产”）于 2006 年发起设立，初始注册资本为 5 亿元。2009 年

¹⁶ 图表 20 中加总数据与公司 2021 年末全部债务数据存在差距系未包含 0.05 亿元应付票据所致。

¹⁷ 2022 年到期债务与 2021 年末短期有息债务存在差距系部分短期有息债务实际非短期债务所致。

和 2011 年，三峡担保集团先后引入股东中国长江三峡集团公司（以下简称“三峡集团”）和国开金融。经过多次增资及未分配利润累积，三峡担保集团资本实力明显增强，为重庆市规模最大的国有融资担保平台之一。2018 年，三峡集团将其持有的三峡担保集团所有股份无偿划拨给三峡资本，重庆渝富资产将其持有的三峡担保集团所有股份无偿划转给重庆渝富控股。截至 2020 年末，三峡担保集团净资产规模为 67.90 亿元，实收资本为 48.30 亿元。

三峡担保集团营业收入主要来源于担保业务收入和投资业务收入，近年来呈下降趋势。受担保代偿风险不断暴露影响，三峡担保集团压缩部分费率较高的借款类担保业务，同时受制于担保放大倍数其债券担保业务发展趋缓，导致担保费收入呈现下降趋势，2020 年三峡担保集团担保业务收入相比较 2019 年下滑 13.60% 至 6.66 亿元，由于未到期责任准备 2020 年转回 0.41 亿元，使得三峡担保集团 2020 年已赚保费有所回升。三峡担保集团投资业务收入主要来自金融工具投资收益以及委托贷款、小贷业务产生的利息收入。由于 III 级资产压降、小贷业务收缩，2020 年三峡担保集团投资收益、利息收入分别较 2019 年下降 23.36%、18.12% 至 1.11 亿元、2.18 亿元。

截至 2020 年末，三峡担保集团货币资金余额为 17.82 亿元，同比下降 34.78%，其中使用受限资金¹⁸规模为 2.91 亿元，较上年减少 0.96 亿元。三峡担保集团存出保证金余额增长，主要系存单保证质押业务明显增加所致。三峡担保集团投资资产中信托计划及委托贷款下降明显，新增投资主要为流动性较强的理财产品及信用债。同期末，三峡担保集团应收代偿款总额为 12.24 亿元（已计提减值准备 4.95 亿元），且账龄在 1 年期以上占比达 49.95%，应收代偿款净额为 7.29 亿元。由于逾期贷款（含委托贷款）以及担保代偿客户主要为中小微民营企业，经营状况短期内难以明显改善，且抵质押物处置周期较长，资产质量不佳。

东方金诚认为，三峡担保集团具有较高市场知名度，融资性担保在保余额达到 757.49 亿元，资本市场担保业务占有率保持在较高水平；随着 III 类资产结构调整到位，三峡担保集团标准化债券、银行理财等高流动资产规模上升，资产流动性增强；三峡担保集团资本实力很强，准备金覆盖率处于较高水平，具有很强的代偿能力；三峡担保集团控股股东重庆渝富控股资本实力雄厚，能够在业务开展、资本补充以及流动性方面为三峡担保集团提供一定支持。

但同时，三峡担保集团融资担保业务客户以城投公司为主，展业区域集中在重庆、湖北、江西、四川等中西部地区，行业及客户集中度较高；由于部分区域中小企业经营不善，三峡担保集团借款担保业务代偿、代垫金额较大，委托贷款和小额贷款业务中逾期贷款占比较高，存量风险项目处置周期较长，回收压力大；三峡担保集团资产减值计提压力仍较大，未来随着 III 级资产和高收益借款类担保业务规模收缩，三峡担保集团盈利能力承压。

综上所述，东方金诚维持三峡担保集团主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。三峡担保集团为“21 惠农文旅 CP001”及“22 惠农文旅 CP001”的到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

结论

东方金诚认为，跟踪期内，重庆市经济实力依然很强，其下辖的南川区经济实力仍较强；

¹⁸ 受限资产主要为满足《关于规范融资性担保机构客户担保保证金管理的通知》（融资担保发[2012]号）而使用受到限制的银行存款以及为了开展担保业务而提供给银行作为质押品的定期银行存款。

公司主要负责南川区城乡基础设施建设及金佛山等旅游景区的开发运营，业务仍具有较强的区域专营性；公司作为南川区重要的基础设施建设主体，在增资、资产注入和财政补贴方面继续得到了实际控制人及相关各方的支持。

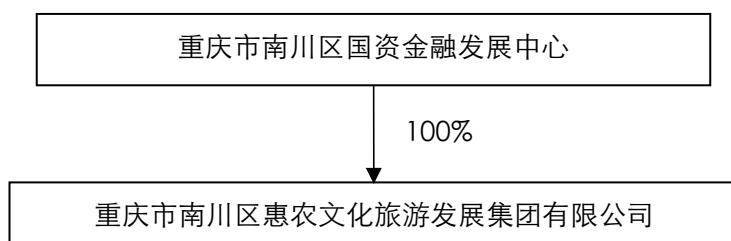
同时，东方金诚关注到，公司在建及拟建项目投资规模较大，仍面临较大的资金支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性依然较差；公司全部债务增幅较大，伴随基础设施建设工程的推进，未来债务规模及债务率或将有所上升；南川区内基础设施建设类企业较多，公司的区域专营地位和可获得的外部支持仍弱于当地最主要的建设主体。

三峡担保集团为“21 惠农文旅 CP001”及“22 惠农文旅 CP001”的到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

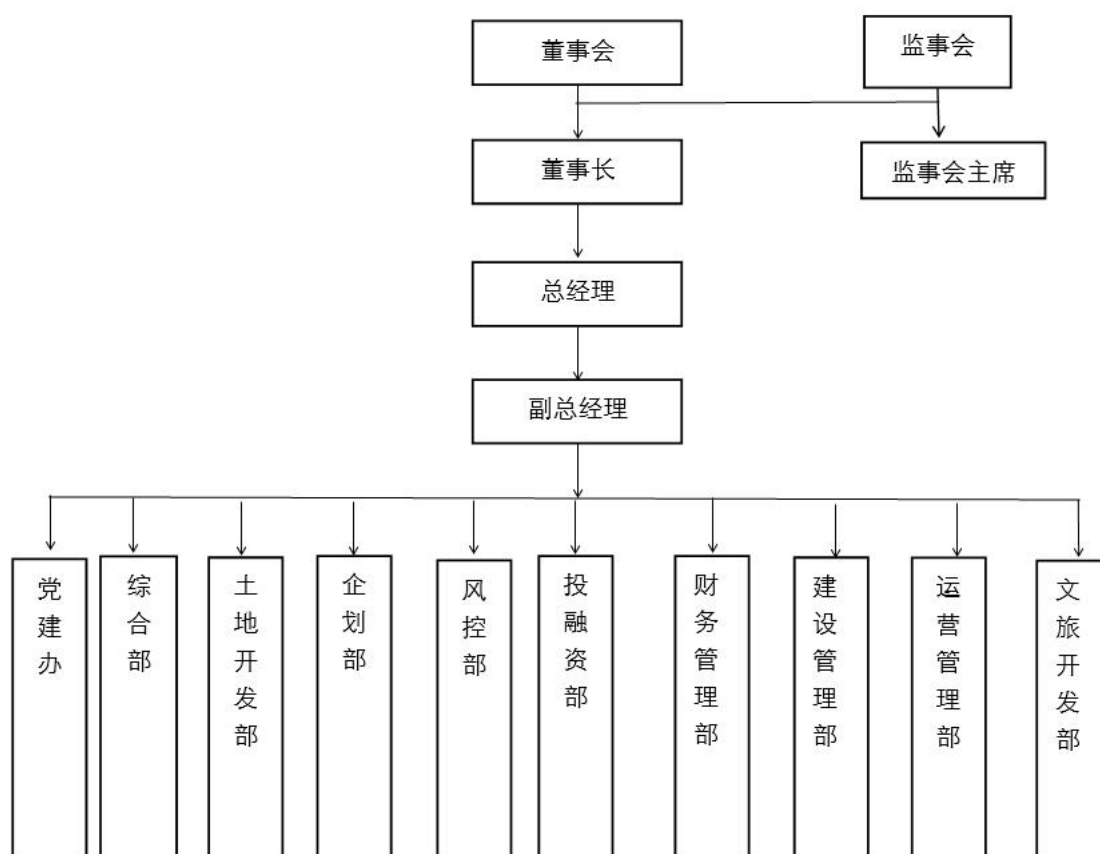
综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力依然很强，“19 南川惠农 MTN001”及“22 南川惠农债 01/22 惠文 01”到期不能偿还的风险很低，“21 惠农文旅 CP001”及“22 惠农文旅 CP001”到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2022 年 3 月末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年 3 月（末）
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	201.80	211.70	276.89	277.05
其中：无形资产	47.36	47.15	48.56	49.55
存货	43.23	46.35	74.44	76.37
其他应收款	34.82	34.47	35.42	33.22
其他非流动资产	23.47	27.82	23.81	23.97
应收账款	21.24	27.81	38.91	36.18
负债总额	95.40	106.61	169.94	169.44
其中：长期借款	28.05	46.35	72.30	73.32
一年内到期的非流动负债	19.64	6.60	23.13	17.59
其他非流动负债	14.90	12.52	8.53	12.53
应付债券	13.88	17.90	7.93	7.43
全部债务	76.48	87.29	135.05	129.06
其中：短期有息债务	19.64	10.51	45.10	39.78
所有者权益	106.40	105.09	106.95	107.61
营业收入	11.85	9.79	14.38	3.41
利润总额	1.32	1.25	1.58	0.38
经营活动产生的现金流量净额	0.96	-2.17	-7.94	0.68
投资活动产生的现金流量净额	-10.18	-9.22	-2.29	-2.91
筹资活动产生的现金流量净额	17.70	4.68	8.53	3.67
主要财务指标				
营业利润率（%）	19.23	14.17	11.69	-
总资本收益率（%）	0.63	0.69	0.77	-
净资产收益率（%）	1.06	0.81	1.38	-
现金收入比率（%）	26.69	34.94	27.97	-
资产负债率（%）	47.27	50.36	61.37	61.16
长期债务资本化比率（%）	34.82	42.22	45.68	45.35
全部债务资本化比率（%）	41.82	45.37	55.80	54.53
流动比率（%）	333.65	444.24	220.34	232.75
速动比率（%）	221.39	288.60	125.15	128.39
现金比率（%）	55.00	56.19	19.77	23.09
经营现金流流动负债比率（%）	2.50	-7.28	-10.16	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.55	0.70	0.50	-
全部债务/EBITDA（倍）	36.80	35.25	37.59	-

注：2019 年~2021 年其他应收款不含应收利息及应收股利，2022 年 3 月末数据含。

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率（%）	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率（%）	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率（%）	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金比率（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数（倍）	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA（倍）	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=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+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，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，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	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。

注：每一个信用等级均不进行微调。