2023年成都市瀚宇投资有限公司公司债券（品种二）2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.
让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2023年成都市瀚宇投资有限公司公司债券（品种二）2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	首次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
23 瀚宇 02/23 瀚宇投资债 02	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：依托成都国际铁路港的物流枢纽功能，青白江区经济实现较快发展，为公司提供了较好的外部环境；公司作为青白江区的基础设施建设及投融资主体，业务持续性仍较好，得到外部支持力度仍较大；同时中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）对 23 瀚宇 02/23 瀚宇投资债 02（以下简称“本期债券”）提供的保证担保仍能有效提升其安全性。同时中证鹏元也关注到公司资产变现能力不强，同时面临较大的存量债务本息接续压力和一定的或有负债风险。

评级日期

2023 年 6 月 26 日

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
总资产	438.21	390.59	362.60
所有者权益	184.87	140.93	133.19
总债务	214.07	242.08	222.74
资产负债率	57.81%	63.92%	63.27%
现金短期债务比	0.24	0.28	0.70
营业收入	11.62	6.16	8.02
利润总额	2.55	1.71	1.98
销售毛利率	37.20%	40.90%	41.97%
EBITDA	4.77	2.82	3.90
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.15	0.31
经营活动现金流净额	36.73	-0.12	-48.17

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：李佳
lij@cspengyuan.com

项目组成员：王钰
wangyu@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **区域依托成都国际铁路港的物流枢纽功能，第三产业带动经济较快发展。**成都市是西部地区重要中心城市，经济发展水平较高，综合实力较强。青白江区是成都市“北改”核心区之一，是中国（四川）自由贸易试验区三大片区之一，拥有西部最大铁路枢纽和亚洲最大的集装箱中心站，2022 年固定资产投资和对外贸易对经济拉动作用仍较强。
- **公司业务持续性仍较好、竞争力尚可。**公司作为青白江区的基础设施建设主体和投融资主体，业务涉及棚户区改造、保障房建设、城市基础设施建设、砂石业务等。截至 2022 年末，公司在建代建项目预计总投资 167.86 亿元、尚需投资 36.51 亿元，业务持续性较好；公司负责青白江区行政范围内的砂石资源的运营管理，砂石业务具有区域垄断性。
- **公司仍能获得较大力度外部支持。**2022 年公司资本公积增加 42.87 亿元，主要来自政府注入的财政资金、采砂经营权等，有效提升了公司资产规模。
- **中合担保提供保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，中合担保主体信用等级为 AAA，其为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的安全性。

关注

- **公司资产流动性仍较弱。**公司资产以项目建设成本、采砂经营权、与其他单位的往来款构成，上述资产合计占比约 80%，其中主要建设项目未来收益权受限，与其他单位的往来款回收时间不确定，采砂经营权无权属证明。整体而言，公司主要资产变现能力不强。
- **公司面临较大存量债务本息接续压力。**公司负债以刚性债务为主，债务规模较大，其中非标融资占比约 22%。2023 年公司债务到期本金约 52 亿元，其中债券到期本金约 21 亿元，规模较大，此外，公司整体融资成本偏高，每年亦有较大规模利息支出。截至 2022 年末，公司现金短期债务比仅 0.24，银行备用流动性以项目贷款为主。
- **公司面临较大的项目建设资金支出压力。**截至 2022 年末，公司在建项目尚需投资规模较大，项目建设资金主要来源于金融机构，且公司负责的拟回购棚改项目结算较慢，公司垫资周期较长。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额 19.38 亿元，占期末公司所有者权益 10.48%，被担保对象均为区属国有企业，但担保均未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	职能定位
成都陆港枢纽投资发展集团有限公司	1,475.11	593.82	86.17	青白江区规模最大的融资平台，业务主要涉及基础设施建设业务、货运物流业务和拆迁工程业务等
成都市青白江区国有资产投资经营有限公司	858.77	310.23	41.76	系青白江区主要平台，负责基建、保障房、土地开发等任务
瀚宇投资	**438.21**	**184.87**	**11.62**	**青白江区主要的基础设施投融资和建设主体，业务涉及棚户区改造、保障房建设、城市基础设施建设、砂石业务等**
成都凯利捷投资发展有限公司	236.23	98.35	8.60	主营拆迁整理业务，附带房地产开发、租赁和公墓销售等业务

注：上述指标截至时间为 2022 年。
资料来源：DM，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					**a**
外部特殊支持					3
主体信用等级					**AA**

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是成都市青白江区重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，青白江区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与青白江区政府的联系非常紧密以及对青白江区政府非常重要。同时，中证鹏元认为青白江区政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2023-03-06	陈俊松、王钰	城投公司信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2022V1.0）、外部特殊支持评价方法和模型(cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	上次评级日期	债券到期日期
23 瀚宇 02/23 瀚宇投资债 02	6.00	6.00	2023-03-06	2030-04-19

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年4月18日发行7年期6亿元企业债，即23瀚宇02/23瀚宇投资债02，募集资金原计划用于成都市青白江区福洪镇欧创路安置房建设项目（以下简称“福洪镇安置房”）建设。截至2023年5月15日，23瀚宇02/23瀚宇投资债02募集资金专项账户余额为5.81亿元。

三、发行主体概况

截至2023年4月末，公司实收资本和注册资本均为5.08亿元，公司控股股东为成都青白江蓉欧园区运营管理有限公司（以下简称“蓉欧公司”），实际控制人为青白江区国有资产监督管理和金融工作局（以下简称“青白江国资局”），公司股权结构详情见附录二，较本期债券首次评级无变化。

公司是成都市青白江区负责棚户区改造、保障房建设和城市基础设施项目建设的重要主体，业务涉及棚户区改造、保障房建设、城市基础设施建设、砂石业务、房产租赁业务、文体中心运营和管理服务业务及清扫保洁等。截至2022年末，公司控股子公司仍只有一家，即成都市光捷城市管理服务有限公司（以下简称“光捷公司”）。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是

政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4 月，央行 23 条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5 月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6 月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20 号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023 年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022 年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底

线”等要求。2023 年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

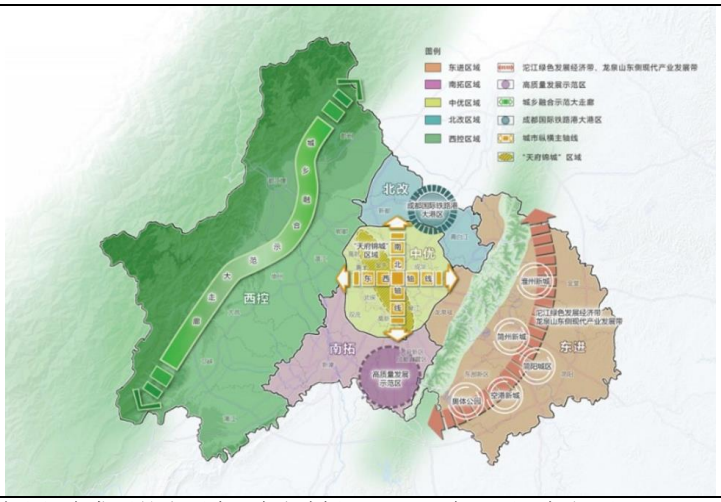
区域经济环境

成都市是西部地区重要的中心城市、商贸物流中心和综合交通枢纽，综合实力较强，经济首位度高，近年人口大幅净流入；区域内上市公司数量较多，以现代服务业为代表的第三产业发达，经济发展质量较高

区位特征：成都市是四川省省会城市，是国务院批复确定的国家重要的高新技术产业基地、商贸物流中心、综合交通枢纽、西部地区重要的中心城市及国家发展和改革委员会及住房和城乡建设部认定的九个国家中心城市之一，作为成渝地区双城经济圈核心城市，定位突出。成都市位于四川盆地西部、成都平原腹地，处于承东启西、南联北通的枢纽位置，是国道主干线“五纵七横”中的一纵一横（二连浩特至河口、上海至拉萨）的交汇点，并拥有成都双流国际机场、成都天府国际机场双机场，是交通部规划的 20 个国际性综合交通枢纽城市之一。成都市下辖 12 个市辖区、3 个县、代管 5 个县级市，拥有国家级自主创新示范区成都高新技术产业开发区、国家级经济技术开发区成都经济技术开发区、国家级新区四川天府新区成都直管区，总面积 14,335 平方千米。成都市对省内人口虹吸作用较强，近年人口持续增长，根据第七次人口普查数据，成都市常住人口为 2,093.78 万人，在 15 个新一线城市排名第二，较 2010 年增长 38.49%，2022 年末进一步增长至 2,126.8 万人。

发展格局方面，成都市围绕“中优东进南拓西控北改”十字方针进行空间布局，以推动产业差异化布局和集群化发展。“东进”包括简阳市、金堂县、龙泉驿区部分区域以及青白江区和天府新区龙泉山部分，发展先进制造业和生产性服务业；“南拓”包括天府新区成都直管区、双流区、新津县，发展新经济和总部经济；“西控”涉及都江堰市、郫都区、温江区等 9 个区（市）县，保持生态宜居，发展文旅、康养、现代农业产业；“北改”涵盖新都区、彭州市等北部城区，改善人居环境促进城市有机更新，发展临港先进制造和物流商贸等外向型经济；“中优”涉及五城区（金牛区、青羊区、锦江区、武侯区、成华区）、天府新区、高新区、温江区等区域，布局商贸服务业。

图 1 成都市主体功能分区重点片区示意图



资料来源：成都市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要

经济发展水平：成都市经济发展质量较高，经济总量位居全国前列，经济首位度高。2022 年成都市经济体量超 20,000 亿元，居全国地级及地级以上城市第 7 位，GDP 占全省比重为 36.68%，居全国 27 个省会城市第 4 位，经济首位度高。近年成都市地区生产总值持续增长，2022 年受电力电量双缺等因素影响，增速略低于同期全国及四川省水平，消费市场亦有所降温。2022 年固定资产投资对经济增长的推动力度有所下滑，固定资产投资增速下降至 5.0%，其中工业投资增长 1.2%，基础设施投资下降 7.2%。2022 年成都市拥有国际（地区）航线 131 条，开行国际班列超 5,000 列，成都始发的中欧班列连接境外城市 100 个。随成都市国际货运航线不断开通、中欧班列新增连接境外城市增长、“一带一路”经贸合作持续深化，进出口总额保持高速增长，但 2022 年国际环境复杂多变，进出口总额增速放缓，其中对东盟、欧盟进出口总额分别下降 2.0%、3.7%，对“一带一路”沿线国家实现进出口总额增长 4.4%，占全市进出口总额的 32.4%。近年来成都市人均 GDP 均高于全国平均水平，经济发展水平较高。

土地市场方面，2022 年成都市国有土地使用权出让收入为 1,956.89 亿元，较上年略有下滑。房地产市场方面，2021 年房地产开发投资同比增长 10.4%，商品房销售面积同比下降 1.0%；2022 年投资端持续增长，但销售端颓势不减，房地产开发投资比上年增长 7.0%，商品房销售面积同比下降 23.9%，其中住宅销售面积下降 23.0%，虽销售均价增长但商品房销售额仍同比下降 14.2%。

表1. 2022 年四川省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
成都市	**20,817.50**	**2.8%**	**9.79**	**1,722.40**	**2,145.92**
绵阳市	3,626.94	5.0%	7.43	159.70	205.28
宜宾市	3,427.84	4.5%	7.44	275.80	214.73
内江市	1,656.95	1.5%	5.28	76.01	97.66
自贡市	1,638.42	0.5%	5.17	61.22	106.99
攀枝花	1,220.52	3.5%	10.07	83.29	35.49

雅安市	902.51	4.0%	6.29	65.57	40.76

资料来源：各市/自治州国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理资料来源：各市/自治州政府网

表2. 成都市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	20,817.5	2.8%	19,916.98	8.6%	17,716.70	4.0%
固定资产投资	-	5.0%	-	10.0%	-	9.9%
社会消费品零售总额	9,096.5	-1.7%	9,251.8	14.0%	8,118.5	-2.3%
进出口总额	8,346.4	1.6%	8,222.0	14.8%	7,154.2	22.4%
人均 GDP（万元）		9.79		9.51		8.46
人均 GDP/全国人均 GDP		114.21%		117.47%		116.80%

注：“-”表示数据未公布；2020-2021 年人均 GDP 按照第七次人口普查数据计算；公报中地区生产总值、各产业增加值绝对数按当年价格计算，增长速度按可比价格计算。

资料来源：成都市 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：成都市围绕先进制造业、现代服务业、新经济和都市现代农业联动发展构建现代产业体系，以现代服务业为主的第三产业对经济增长的支撑作用明显但2022年有所下滑。近年成都市产业结构不断优化，三次产业结构由2020年的3.7：30.6：65.7调整为2022年的2.8:30.8:66.4，以现代服务业为主的第三产业对经济增长的支撑作用明显。但2022年第三产业对经济的贡献率下滑，三次产业对经济增长的贡献率分别为4.9%、59.6%、35.5%。截至2022年末成都市共有证券公司4家、期货公司3家、证券投资咨询公司3家，全球金融中心指数排位上升至第34位。金融对实体经济发挥重要的支持作用，2022年末共有境内外上市及过会企业149家，其中A股上市公司114家，全年股票市场上市融资367.8亿元。作为西部旅游集散中心，截至2023年2月末成都市共有4A级以上景区52个，2019-2021年全市分别实现旅游总收入4,663.5亿元、3,005.2亿元及3,085亿元，旅游市场表现持续走弱，2022年“国庆”假期成都市共接待游客1,211万人次，恢复至上年同期的64.6%。

先进制造业重点培育电子信息、装备制造两大万亿级集群，已建成成都先进材料产业园、简阳空天产业园等16个先进制造业产业园，拥有一汽成都、中航（成都）、新易盛、中国航发、极米、天马微电子等产业链链主企业。生物医药、轨道交通装备入选国家战略性新兴产业集群，四川省成都市软件和信息服务集群、成（都）德（阳）高端能源装备集群、成渝地区电子信息先进制造集群入围国家先进制造业集群，其中成都市软件和信息服务集群集聚成飞集团、中国网安等行业龙头企业，产值规模近6,000亿元。2022年电子信息产业工业增加值增长12.4%、装备制造产业增长2.2%、规模以上高技术制造业增加值增长4.9%。新经济重点布局数字经济等形态，落户了腾讯、阿里巴巴、百度、字节跳动、快手、爱奇艺等头部企业，2022年数字经济核心产业增加值占GDP比重达13.4%，成都智算中心上线运行，工业互联网标识解析国家顶级节点（成都托管与灾备节点）启动运营。都市现代农业坚持农商文旅体融合发展，2022年农产品加工产值达到2,000亿元，培育新上市农产品加工型企业5家；实现乡村旅游总收入650亿元，接待人数达到1.3亿人次。

发展规划及机遇：根据《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，成都以建成践行新发展理念的公园城市示范区为统领，构建支撑高质量发展的现代产业体系、创新体系、城市治理体系，随着成渝两地在市场一体化、公共服务共建共享、基础设施互联互通、推动优势产业集聚等方面联动施力，以及中国人民银行联合六部门印发《成渝共建西部金融中心规划》、国家发展改革委提出在成渝地区双城经济圈等区域布局建设生物经济先导区等规划相继发布，成都市将有望提升国家中心城市国际竞争力和区域辐射力，打造区域经济中心、科技中心、世界文化名城和国际门户枢纽。

财政及债务水平：成都市财政实力较强，政府债务余额快速扩张。2020-2022年成都市一般公共预算收入同比增速分别为2.5%、11.7%和5.8%，主要系税收收入变动影响所致。税收收入占比和财政自给率均超过70%，财税质量较好，财政自给程度较高。政府性基金收入随着土地出让收入规模增长而增长。区域债务方面，2020-2022年成都市地方政府债务余额复合增长率为16.15%，增速较高。

表3. 成都市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	1,722.4	1,697.9	1,520.4
税收收入占比	73.61%	74.97%	74.35%
财政自给率	70.74%	75.88%	70.40%
政府性基金收入	2,145.9	2,183.4	1,891.4
地方政府债务余额	4,640.5	4,043.3	3,439.7

注：“-”表示数据未公开披露；财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。
资料来源：成都市人民政府网站，中证鹏元整理

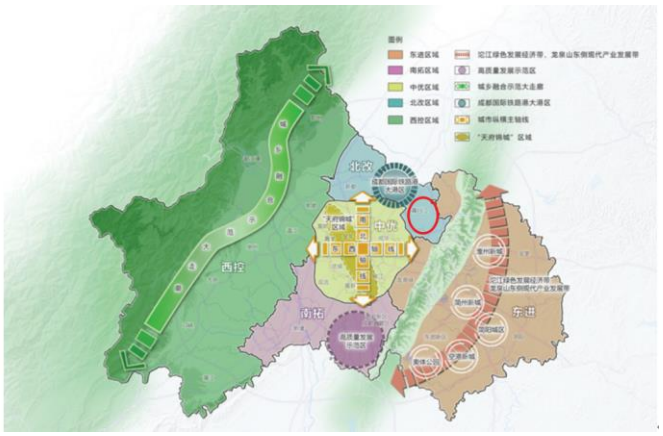
青白江区经济总量处于成都市中等水平，是成都市“北改”核心区之一，近年依托成都国际铁路港的物流枢纽功能，形成了以整车贸易、跨境电商等为特色的国际贸易产业链，对外贸易成为拉动经济增长的新动力；近年随着对国际铁路港综合园区及配套设施的建设，政府债务余额快速增长

区位特征：属于成都市“北改”核心区之一，坐拥亚洲最大的集装箱中心站，铁路交通较发达。青白江区隶属于四川省成都市，位于成都市东北部，东邻金堂县、南连龙泉驿区、西接新都区、北与广汉市接壤，2017年正式被纳入成都市中心城区，主体区域位于第二绕城高速之内，是成都市“北改”核心区之一，幅员面积378.9平方公里，辖7个镇（街道）、83个村（社区）。青白江区常住人口较少，在成都市20个区县中位列倒数第3，但呈现出净流入的趋势，截至2021年末青白江区常住人口50.11万人，较七普数据增长1.10万人。

青白江区铁路交通较发达，区域地位重要。青白江区地处“丝绸之路经济带”和“长江经济带”国家战略交汇点，境内的成都国际铁路港占地33.6平方公里，是贯彻落实“一带一路”倡议和成都构建“国际陆海联运”走廊的重要载体，作为蓉欧班列的始发地以及中国（四川）自由贸易试验区三大片区之一的青白江区，坐拥亚洲最大的集装箱中心站、西部最大铁路枢纽和密集的公路交通网络，公路密度2.71公里/平方公里，境内共4条高速穿境而过。

图2. 青白江区发展格局示意图

图3. 成都市主体功能分区重点片区示意图



资料来源：成都市、成都市青白江区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要

经济发展水平：经济总量位列成都市各区县第11/20位，人均GDP较高；依托于成都国际铁路港，形成了以整车贸易、跨境电商等为特色的国际贸易产业链，对外贸易成为拉动经济增长的新动力。2021年四川成都青白江经济开发区升级为国家级经济技术开发区，定名为成都国际铁路港经济技术开发区，并跻身全国综合实力百强区。2022年实现GDP达650.7亿元，位列成都市各区县第11/20位，增速与全省（2.9%）平均水平相当，略高于全市（2.8%）平均水平；据2021年末常住人口计算2022年人均GDP达13.00万元，为同期全国人均GDP的1.52倍，人均GDP水平较高。青白江区三次产业结构由2020年的3.4:30.4:66.2调整为2022年的2.4:29.8:67.8，得益于区域内成都国际铁路港的建设与发展，近年青白江区现代物流、国际贸易等第三产业对经济贡献较大。

投资增速放缓，消费发展平稳。近年青白江区固定资产投资增速持续放缓，对经济拉动作用减弱。2022年青白江区实现社会消费品零售总额157.8亿元、同比增长0.8%。

依托国际通道和成都铁路口岸优势，形成了以整车贸易、跨境电商等为特色的国际贸易产业链，外贸发展势头强劲，成为拉动经济增长的新动力。2022年青白江区国际通道持续拓展，实现中欧班列“双线运行”，开通中老、中越货运直达班列，首发“蓉欧非”铁海多式联运线路，新增联通境外城市32个、境内城市7个，开行成都国际班列4,755列、同比增长12%，建成投运城厢站新增国际集装箱功能区、多式联运中心等功能性项目，集装箱吞吐能力达150万标箱。近5年全区货物进出口总额增长了4倍，并于2022年成功获批国家进口贸易促进创新示范区，当期全区实现外贸额305.2亿元，较上年增长15.1%，但生产型企业实现货物进出口总额占全区比重偏低，仅16.7%。2022年西南唯一的保税车城——中欧汽车在青白江区建成投运，2022年实现整车进出口8,965台，同比增长87%。近青白江区依托成都国际铁路港的物流枢纽功能，结合全市“蓉欧+”战略实施，预计未来现代物流和国际贸易等对经济拉动作用将进一步增强。

近年青白江区加速推动老工业基地转型升级，工业平稳发展。近年青白江区聚焦绿色建材、绿色低碳、新能源商用车、消费类电子信息产品出口加工四大产业，预计2022年实现规模以上工业总产值495亿元，工业增加值占GDP比重为23.7%（约154亿元）。

表 4 2022 年成都市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
龙泉驿区	1,545.7	1.8%	11.4	75.42	65.9
金牛区	1,499.1	0.6%	11.7	94.6	28.0
温江区	717.1	3.0%	7.2	52.4	60.7
青白江区	**650.7**	**2.9%**	**13.0**	**43.1**	**43.2**
彭州市	638.9	5.0%	8.1	41.3	34.3
大邑县	329.9	3.4%	6.4	18.1	19.2
蒲江县	211.5	1.7%	8.2	13.8	9.4

注：人均 GDP 按 2021 年末常住人口计算所得。
资料来源：成都市各区县政府官网，中证鹏元整理

表5 青白江区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	650.7	2.9%	620.2	8.7%	559.1	5.7%
固定资产投资	-	6.2%	447.38	10.1%	406.3	12.3%
社会消费品零售总额	157.8	0.8%	156.53	16.7%	134.2	-1.4%
进出口总额	305.2	15.1%	265.1	74.5%	151.91	25.1%
人均 GDP（万元）		13.0		12.7		11.4
人均 GDP/全国人均 GDP		151.52%		156.3%		157.5%

注：2022 年常住人口由 2021 年末常住人口计算。
资料来源：青白江区 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报、2022 年青白江区人民政府工作报告，中证鹏元整理

发展规划与机会：积极打造西部开放高地。作为成都国际铁路港所在地和成都中欧班列始发地，青白江将扎实推进成都国际陆港重点片区开发、面向“一带一路”的国际中试产业基地建设等重点任务，推动四川构建起更为开放的经济发展平台、成都建设建强国际门户枢纽城市，切实保障省市供应链产业链畅通，加快建成社会主义现代化国际化成都北部中心和内陆改革开放高地。

财政及债务水平：青白江区财政实力居成都市中等，2022年地区政府经营性收入表现不佳，政府性基金收入大幅下滑；近年地方政府债务余额快速扩张。2022年青白江区政府经营性收入情况表现不佳，一般公共预算收入、税收收入绝对值均有所下降，收入质量及财政自给率亦有所下降；青白江区政府性基金收入稳定性较差，当期实现政府性基金收入43.18亿元，较上年下降45.5%。近年青白江区积极推进国际铁路港综合园区及其配套基础设施的建设，政府债务余额快速增长，近三年政府债务余额复合增长率约37%。

表6 青白江区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	43.10	45.01	38.53
税收收入占比	58.17%	62.41%	62.04%
财政自给率	53.72%	60.35%	53.93%

政府性基金收入	43.18	82.65	67.23
地方政府债务余额	153.91	125.61	81.73

注：1）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。
资料来源：关于青白江区2019-2021年预算执行情况和2020-2022年预算草案的报告，中证鹏元整理

投融资平台：区域内融资平台较多，整体债务压力较大。截至2022年末，青白江区内发债平台共有6家，实际控制人均是青白江国资局，各家平台财务数据及职能定位如下表所示，其中一级平台2家，分别是成都陆港枢纽投资发展集团有限公司（以下简称“陆港投集团”）、成都市融禾投资发展集团有限公司（以下简称“融禾公司”）。2021年陆港投集团通过吸收合并多家区属平台，成为青白江区规模最大的融资主体，其余4家平台均系陆港投集团的子公司，各家平台均涉及基础设施建设。截至2022年末，区域内两家一级平台总债务合计882.13亿元，债务规模较大。

表7 青白江区部分重要投融资主体情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
陆港投集团	青白江国资局	593.82	59.74%	86.17	737.81	青白江区规模最大的融资平台，业务主要涉及基础设施建设业务、货运物流业务和拆迁工程业务等
融禾公司	青白江国资局	98.32	61.49%	5.52	144.32	青白江区新农村建设的工程施工主体
成都市青白江区国有资产投资经营有限公司	陆港投集团	310.23	63.87%	41.76	377.02	系青白江区主要平台，负责基建、保障房、土地开发等任务
成都新开元城市建设投资有限公司	成都市青白江区国有资产投资经营有限公司	222.82	58.18%	27.60	161.87	青白江区重要的代建平台，主要经营基础设施建设、公交客运、安置房附属商铺等业务
成都凯利捷投资发展有限公司	成都市青白江区国有资产投资经营有限公司	98.35	58.37%	8.60	121.40	主营拆迁整理业务，附带房地产开发、租赁和公墓销售等业务
瀚宇投资	**蓉欧公司**	**184.87**	**57.81%**	**11.62**	**214.07**	**系青白江区主要的基础设施投融资和建设主体，以棚改、安置房建设、砂石、房产租赁业务为主**

注：1）财务数据截至 2022 年末/2022 年度；2）总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债中的有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息部分+永续债。
资料来源：各公司审计报告、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是成都市青白江区的基础设施建设和投融资主体，业务涉及棚户区改造、城中村改造、安置房建设、道路建设，代建业务持续性增强，业务竞争力有一定提升；截至目前公司在建代建项目投资规模较大，业务持续和稳定性均较好，此外，公司砂石业务仍具有区域垄断性，业务盈利能力尚可，对公司收入和利润均形成一定支撑

公司是成都青白江区的基础设施建设和投融资主体，业务涉及棚户区改造、保障房建设、城市基础设施建设、砂石业务、房产租赁业务、文体中心运营和管理服务业务及清扫保洁等。其中代建业务和砂

石业务毛利率水平均较高，是公司收入和利润的主要来源。2022年代建业务确认收入规模较大，带动营业收入大幅上升。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建业务	9.13	78.57%	36.72%	3.70	59.96%	41.43%
砂石业务	1.35	11.62%	59.88%	1.53	24.79%	54.07%
其他业务收入	1.13	9.81%	14.00%	0.93	15.224%	17.41%
合计	**11.62**	**100.00%**	**37.20%**	**6.16**	**100.00%**	**40.90%**

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）工程业务

2022年公司就账面内的部分道路基础设施与成都市江城投资有限公司（以下简称“江城公司”）[1]签订代建协议，公司代建项目量增多，代建业务持续性增强，截至目前公司代建项目尚需投资规模较大，面临较大的建设资金支出压力

公司工程业务涉及棚户区改造、保障房建设、城市基础设施建设，业务模式分为代建和自营。

前期公司以委托代建模式进行承接的项目主要属棚改类，公司与江城公司就下表中的4个棚改项目签订委托代建协议，江城公司委托公司实行全过程建设管理服务。代建协议约定项目合同价款等于工程建设管理费用与回报收益之和，回报收益暂定为按毛利率35%计算，最终以双方共同委托的审计机构进行审核的金额为准，合同价款支付方式为货币、土地使用权、其他资产等，协议未约定合同价款支付时点。每年公司根据江城公司出具的结算单确认收入。2022年公司取得代建收入9.13亿元，占营收比约80%，均来自2017年老工业基地棚户区改造项目，毛利率36.72%，代建业务对公司收入及利润形成重要支撑。

表9 截至2022年末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

工程名称	项目类别	总投资	已投资	账面价值
2017 年老工业基地棚户区改造项目	棚改类	76.08	73.51	67.17
2017 年老工业基地城中村改造项目	棚改类	25.00	19.01	10.95
2017 年棚户区改造项目	棚改类	24.51	18.31	13.32
青白江区铁路港毗邻区域城中村改造项目	棚改类	24.17	6.77	6.77
清泉大道（欧洲产业城段）建设项目	基础设施类	5.27	2.72	2.72
港城大道南段建设项目	基础设施类	3.38	2.93	2.93
青云路建设工程项目	基础设施类	3.19	2.77	2.77
三洲路西延线项目	基础设施类	2.16	1.64	1.64

[1] 江城公司控股股东及实控人均为青白江国资局。

东山大道建设项目	基础设施类	2.16	2.23	2.23
新云石路建设项目	基础设施类	1.94	1.53	1.53
合计	**-**	**167.86**	**131.42**	**112.03**

资料来源：公司提供

2022年公司新增基础设施类代建，公司与江城公司签订《关于大（弯）-石（板摊）路建设工程等43个项目的投资建设、管理与回购协议书》（以下简称“回购协议书”），回购协议书约定在大（弯）-石（板摊）路建设工程等43个项目决算后由江城公司分期回购，拟回购金额根据项目决算金额确定，公司收益率不低于5%，回购协议书中未约定具体回购及回款时点。

截至2022年末，公司主要代建项目如上表所示，项目预计总投资167.86亿元，尚需投资36.51亿元，业务持续性较好，同时公司也面临较大建设资金支出压力；上表代建项目账面价值112.03亿元，随着项目结算，未来公司代建业务收入较有保障，但是项目整体结算进度较慢，且回款受财政支出安排存在一定不确定性。

此外，公司还以自营模式进行安置房建设，其中青白江区祥福镇陆港花园安置房分两期建设，一期项目是“21青白江安置房项目NPB”的募投项目，二期是“21瀚投01”、“21瀚投02”、“21瀚投03”的募投项目；成都市青白江区福洪镇欧创路安置房建设是本期债券募投项目。建设的安置房定向销售给征地拆迁或棚户区改造所涉及的拆迁户，项目中包含的商业用房和停车场进行市场化销售，截至2022年末，上述项目尚处于在建状态，尚未取得收入，未来随着项目完工出售，可给公司带来收入。公司自营安置房项目尚需投资规模较大，公司面临较大资金支出压力。

表10 截至2022年末公司自营安置房项目建设情况（单位：亿元）

项目	主要建设内容	总投资	已投资
青白江区祥福镇陆港花园安置房	一期：住宅用房建筑面积 32.13 万㎡，商业用房建筑面积 2.54 万㎡ 二期：住宅用房建筑面积 24.49 万㎡，商业用房建筑面积 7.83 万㎡	28.53	22.81
成都市青白江区福洪镇欧创路安置房建设*	住宅用房：建筑面积 34.11 万㎡，18~24 高层，30 个住宅单元 商业用房：建筑面积 4.43 万㎡，临街独立，2-3 层	22.33	0.12
合计	**-**	**50.86**	**22.93**

注：成都市青白江区福洪镇欧创路安置房建设为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）砂石业务

青白江区行政范围内的砂石资源由公司进行运营管理，该业务在区域内具有垄断性，毛利率水平较高，对公司利润形成一定支撑。2022年公司新增采砂经营评估权范围；受房地产行业下行影响，2022年公司砂石销售收入有所减少

公司负责青白江区行政范围内的砂石资源的接管、加工、出售等工作，青白江区行政范围内的砂石资源实行统一利用管理，任何单位和个人不得以任何手段非法开采、侵占、买卖和破坏，故该业务具有区域垄断性。

根据成都市青白江区人民政府发布的《成都市青白江区砂石资源管理暂行办法》（青府办发〔2019〕35号）（以下简称“《暂行办法》”），公司所负责接管、加工及出售的砂石资源范围包括：（1）建设项目宗地红线范围内开挖形成的地下砂石资源（依法由该建设项目自用的除外）；（2）河道清淤疏浚及水利建设工程中清理上岸的砂石资源；（3）青白江区级执法过程中依法处置的砂石资源。公司砂石业务目前仅涉及上述第（1）类。

2022年公司新增采砂经营权的评估范围，新增范围为2020-2023年城乡规划建设用地地下砂石资源、长流河河道管理范围内砂石资源，新评估采砂经营权价值17.60亿元（相应增加无形资产和资本公积）。根据相应评估报告[2]，截至2022年末，公司管理运营的砂石资源评估价值合计为61.77亿元，砂石资源总储量1.35万立方米，可采储量1.08万立方米，公司砂石资源尚未取得相关产权证明。

公司砂石业务分为三个阶段，分别为砂石接管、砂石加工、砂石生产。具体模式为房地产项目建设业主在项目宗地成交后，与公司签订《社会投资项目地下砂石接管协议》，房地产项目建设业主对项目红线范围内的地下砂石进行挖掘后运输至公司指定的堆场，公司对砂石数量和质量（含泥沙量等）进行验收，验收合格后向房地产项目建设业主出具砂石接管凭证，并依据合同约定数量分阶段结算砂石发方量及支付砂石挖运费，砂石挖运产生的其他一切费用由房地产项目建设业主承担；在接管砂石后，公司与生产加工劳务服务方签订加工生产项目协议，公司供应原材料，生产加工劳务服务方负责进行砂石加工工作，公司按合同规定支付砂石加工劳务服务费；之后公司将加工完毕的砂石对外销售。报告期内，公司接管的砂石主要来源于天和睿城、天和悦城、恒大云锦华庭和建工梧桐屿等房地产项目。

2022年公司分别取得砂石销售收入1.35亿元，占营收比约10%，毛利率59.88%，受及房地产行业下行影响，砂石销售收入持续下滑，但毛利率水平较高，能持续对公司利润形成一定支撑。2022年公司砂石业务前五大客户如下表所示，下游客户主要为建筑企业或物流公司。

表11 2022年公司砂石业务前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	销售金额	销售占比
成都豪汐物流有限公司	3,075.85	22.72%
成都市荣景商品混凝土有限责任公司	1,453.05	10.73%
成都宏益商品混凝土有限公司	1,297.76	9.59%
成都青铜商品混凝土有限公司	570.38	4.21%
成都领创盛建材有限公司	546.12	4.03%
合计	**6,943.16**	**51.29%**

资料来源：公司提供

[2] 涉及评估报告包括深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司出具的鹏信资估报字〔2020〕第 CSC014 号、第 CSC015 号、第 CSC016 号及北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）出具的北方亚事评报字【2022】第 01-198 号、第 01-200 号。

（三）其他业务

公司其他业务主要包括租赁业务、文化体育中心进行运营和管理业务、清扫保洁业务，2022年公司其他业务收入1.14亿元，毛利率14.00%，对公司收入和利润形成一定补充

租赁业务方面，公司将划拨取得的青白江文化体育中心和青白江区综合客运枢纽站两项资产对外出租，随后开始开展租赁业务，2022年青白江文体中心已取得权属证明，但综合客运枢纽站产仍未办理权证。公司租赁业务相关合同如下表所示，2022年公司取得租金收入0.25亿元，小于合同价格，主要系公司将青白江区文体中心体育场馆的租金进行部分减免。截至目前仅与成都市青白江区机关事务服务中心的合同尚在存续期，未来该部分收入存在一定不确定性。

表12 公司房产租赁合同情况（单位：万元）

承租人	租赁物	租赁合同	租赁期	年租金
成都广智达交通投资有限公司	青白江区文体中心体育场馆	《体育场馆租赁合同》	2017.12.31-2022.12.30（共5年）	3,400.00
成都市青白江区机关事务服务中心		《房屋租赁合同》	2020.12.1-2026.11.30（共6年）	2,525.00
成都市青白江巴士公交有限公司	青白江区综合客运枢纽站	《国有资产租赁合同》	2017.12.30-2019.12.30（共2年）	2,700.00

资料来源：公司提供

文化体育中心进行运营和管理业务方面，公司与成都市青白江区文化体育和旅游局、成都中奥广场管理有限公司签署《关于青白江区文体中心运营和管理的三方协议》和《青自江区文体中心运普和管理补充协议》，公司对青白江区文化体育中心进行运营和管理，作为文体中心的业主，每年向成都市青白江区文化体育和旅游局收取运营管理服务费0.17亿元，再向第三方管理服务机构成都中奥广场管理有限公司支付服务费。2022年分别实现文化体育中心进行运营和管理业务收入0.19亿元。

2021年公司新增清扫保洁业务，光捷公司与成都市青白江区综合行政执法局签署《环卫作业服务承包合同书》，负责道路清扫保洁、清扫区域内垃圾的收集和转运、绿化带和行道树的立体冲洗及保洁等保洁服务，每月收取清扫保洁服务费用，2022年实现清扫保洁收入0.22亿元。

2022年当地政府在资产注入方面继续给予公司较大支持

公司作为成都青白江区的基础设施建设主体，2022年在资产注入方面继续得到当地政府较大力度支持，详情如下表所示，合计增加资本公积42.87亿元，提升了公司资本实力；但部分注入的道路存在一定公益属性，变现能力弱。

表13 2022地方政府注入公司资产的情况（单位：亿元）

注入资产	入账价值	依据文件
采砂经营权	17.60	《成都市青白江区国有资产监督管理和金融工作局关于青白江区建设用地地下砂石资源及河道砂石资源进行评估入账的函》及相应评估报告
财政资金	11.82	《成都市青白江区国有资产监督管理和金融工作局关于将财政资金转入资本公积的通知》
23宗道路用地	1.28	《成都市瀚宇投资有限公司2022年第38次董事会会议决议》、相应评估报告、产权证明

安置房、道路等项目	12.17	青国金函【2022】108 号
合计	**42.87**	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制，2022年公司合并范围无变化。

资本实力与资产质量

受益于政府注资，公司资产规模进一步提升，但公司资产规模在区域内各平台中排名仍靠后。2022年公司部分道路项目新签订了代建协议，低效资产减少；青白江文体中心取得产权证，权属不明资产规模减少，资产质量有一定提升。截至期末公司资产以项目建设成本、采砂经营权、与其他单位的往来款构成，其中主要建设项目未来收益权受限，与其他单位的往来款回收时间不确定，采砂经营权无权属证明，整体而言，公司资产流动性仍较弱

受益于政府注资，2022年末公司净资产大幅提升，而负债规模较上年末基本持平，净资产对负债覆盖力度有所提升。截至2022年末，公司净资产184.87亿元，其中资本公积160.46亿元，占比约87%，公司资本结构较稳定。

图4. 公司资本结构

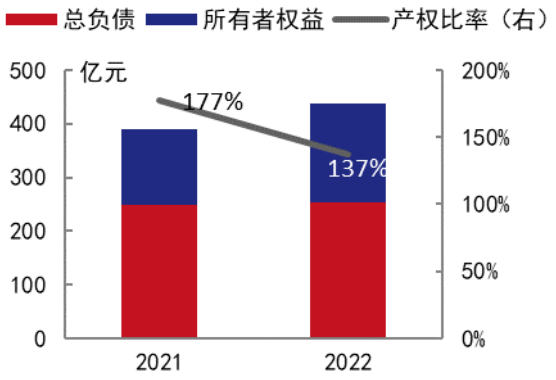
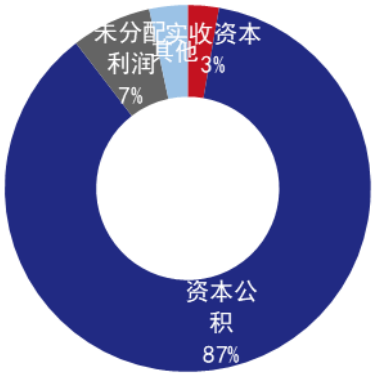


图5. 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司资产规模进一步增长，增量资产主要来自公司政府注入的采砂经营权及项目建设投入。截至期末，公司资产主要由存货、其他应收款、无形资产构成，上述资产合计占比约80%。

2022年公司就关于大（弯）-石（板摊）路建设工程等43个项目与江城公司签订代建协议，该部分

项目由其他非流动资产（2021年末账面价值16.90亿元）转入存货，叠加公司棚户区改造项目、安置房项目等投入增加，当期存货规模较上年大幅增长。截至2022年末，公司存货主要由棚户区改造、安置房、管网道路等基础设施项目投入成本构成，较大部分项目签订了代建协议，未来随着项目结算能为公司收入提供保障。

公司其他应收款仍主要系公司与青白江区内的国企及政府部门间的往来款，2022年公司其他应收款较上年大幅减少，主要系公司收回母公司蓉欧公司往来款，截至期末前五大应收对象应收合计68.05亿元，占比94.71%，主要应收对象为江城公司、成都市青白江区财政局等，公司应收款项规模较大，虽应收对象主要为政府部门及国企，但对象集中，回收时间不确定，对公司资金形成较大占用。

公司无形资产主要是采砂特许权，2022年公司评估了青白江区2020-2030年城乡规划建设用地（部分）地下砂石资源、青白江区长流河河道管理范围内砂石资源，评估入账价值17.60亿元，当期无形资产进一步增长，截至期末公司无形资产中采砂经营权61.77亿元。

表14. 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.92	2.95%	17.28	4.42%
其他应收款	71.96	16.42%	96.76	24.77%
存货	215.00	49.06%	162.83	41.69%
流动资产合计	**329.22**	**75.13%**	**284.21**	**72.77%**
固定资产	26.82	6.12%	26.01	6.66%
无形资产	63.26	14.44%	45.61	11.68%
其他非流动资产	0.00	0.00%	16.90	4.33%
非流动资产合计	**108.99**	**24.87%**	**106.38**	**27.23%**
资产总计	**438.21**	**100.00%**	**390.59**	**100.00%**

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司其他资产主要包括货币资金、固定资产。公司货币资金占总资产比约2.95%，规模较小，对同期末短期债务覆盖力度很弱，公司货币资金无使用受限情形。公司固定资产较上年变化不大，仍主要由青白江文体中心和青白江区综合客运枢纽站构成，2022年公司办理了青白江文体中心产权证明，但青白江区综合客运枢纽站仍未办理权证。

截至2022年末，公司存在部分项目未来收益权质押情形，如下表所示。

表15.截至2022年末公司主要收益权质押情况（单位：亿元）

收益权质押项目名称	账面价值
北部新区道路路网建设工程道路 14 标、北部新区道路路网建设工程道路 1 标、北部新区道路路网建设工程道路 2 标、北部新区道路路网建设工程道路 8 标、北部新区道路路网建设及区域环境综合整治 11 标、北部新区道路路网建设及区域环境综合整治 12 标	1.32
2017 年棚户区改造项目	13.32

2017 老工业基地城中村改造项目	10.95
2017 年老工业基地棚户区改造项目	67.17
合计	**92.76**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司资产规模进一步增长，部分道路新签订了代建协议，低效资产减少；青白江文体中心取得产权证，权属不明资产规模减少，整体而言，资产质量有所提升。截至期末，公司资产以项目建设成本、采砂经营权、与其他单位的往来款构成，其中主要建设项目未来收益权受限，与其他单位的往来款回收时间不确定，采砂经营权无权属证明，整体而言，公司资产流动性仍较弱。

盈利能力

2022年营业收入大幅增长，毛利率仍维持在较高水平，盈利能力尚可；但代建项目结算及回款受财政支出影响而存在一定波动，砂石业务受区域内房地产景气度影响较大

2022年公司营业收入大幅增长，增量收入主要来自代建业务，代建业务和砂石业务仍是公司收入及毛利的主要来源。截至期末，公司代建项目投资规模较大，未来收入较有保障；公司砂石业务具有区域垄断性，业务持续性较好，但收入规模受区域内房地产景气度影响较大。近年公司销售毛利率维持在较高水平，净利润主要来自经营性业务，业务盈利能力尚可。

表16. 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年
营业收入	11.62	6.16
营业利润	2.55	1.73
利润总额	2.55	1.71
销售毛利率	37.20%	40.90%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司负债以刚性债务为主，债务规模较大且非标融资占比较高，短期债务占比不断上升，EBITDA对利息的保障能力极低，现金类资产对短期债务覆盖力很弱，公司面临较大的偿债压力

公司负债由刚性债务和与其他单位的往来款构成，2022年公司净融资为负，刚性债务规模有所减少，截至期末刚性负债214.07亿元，占负债比下降至84.50%；当期公司新增约20亿元与其他国企的往来款，期末其他应付款增加至29.91亿元，占负债比上升至11.81%，该部分负债具有一定偿还弹性。

公司债务类型主要由银行借款、债券融资、非标融资（融资租赁及信托），截至2022年末，上述债务类型占比为58.60%、17.08%、21.93%，此外，公司尚存续少量永续债，各类债务融资成本区间如下表所示，结合公司每年利息支出，公司融资成本偏高。债务期限结构方面，截至2022年末，公司长短期债务比为3：1，2023年到期债务本金52.43亿元（不含应付票据），公司短期债务占比不高，但规模较

大，且到期债务中债券融资规模较大，公司面临较大的存量债务本息接续压力。

表17. 截至2022年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资成本区间	融资余额	2023年到期
银行借款	4.45%-9.00%	124.89	13.73
债券融资	5.99%-7.70%	36.40	20.60
永续债	6.50%	5.10	1.70
其他融资	5.70%-12.00%	46.73	16.40
合计	-	**213.13**	**52.43**

注：上述债务不包含应付票据。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表18. 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.73	3.05%	12.99	5.20%
其他应付款	29.91	11.81%	8.43	3.38%
一年内到期的非流动负债	44.70	17.65%	48.53	19.44%
流动负债合计	**94.85**	**37.44%**	**73.80**	**29.56%**
长期借款	111.17	43.88%	111.97	44.85%
应付债券	15.80	6.24%	36.40	14.58%
长期应付款	30.95	12.22%	27.09	10.85%
非流动负债合计	**158.49**	**62.56%**	**175.85**	**70.44%**
负债合计	**253.34**	**100.00%**	**249.66**	**100.00%**
总债务	214.07	84.50%	242.08	96.97%
其中：短期债务	53.37	21.07%	61.52	24.64%
长期债务	160.70	63.43%	180.56	72.32%

资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司负债水平与上年基本持平，受益于政府注资，资产负债率较上年有所下降。公司一年内到期债务本金规模较大，现金类资产对其覆盖力度依旧很弱；公司债务规模较大、融资成本偏高，利润难以覆盖当期利息支出，2023年营业利润有所增长，EBITDA利息保障倍数有所上升，但仍处于很低水平。整体而言，公司短期面临较大还本付息压力。

公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支。公司代建及自营项目投资规模较大，建设资金仍对外部融资较依赖；2023年公司需支付的本息规模较大，较大部分债务还本依靠债务滚续。截至2022年末，公司的银行授信剩余额度为13.63亿元，以项目贷为主，备用流动性不足；综合考虑区域经济发展状况、公司自身业务竞争力及债务压力，预计未来公司再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

表19. 公司偿债能力指标

项目	2022年	2021年
资产负债率	57.81%	63.92%
现金短期债务比	0.24	0.28
EBITDA利息保障倍数	0.39	0.15

资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境和社会方面，根据《成都市瀚宇投资有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司不存在因空气污染、温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近一年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月6日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保19.38亿元，占期末公司所有者权益10.48%，担保对象均为区域内的国企，担保均未设置反担保，公司存在一定或有负债风险。

表20. 截至2022年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保期限	反担保措施
成都市智汇新城投资发展有限公司	3.19	2019/6/27-2025/6/23	无
成都市融禾现代农业发展有限公司	4.07	2021/8/27-2029/7/10	无
	0.54	2021/7/27-2024/7/27	无
成都市青白江区国有资产投资经营有限公司	3.00	2022/12/7-2024/12/31	无

	0.89	2022/8/18-2024/8/18	无
	0.50	2022/8/17-2025/8/16	无
成都市凯利捷投资发展有限公司	0.50	2022/8/17-2025/8/16	无
成都市江城投资有限公司	0.09	2022/10/17-2024/10/16	无
成都盛鼎宏园区管理有限公司	4.83	2021/3/31-2035/12/10	无
	0.92	2022/3/18-2025/3/18	无
成都集装箱物流投资有限公司	0.84	2021/2/3-2024/2/3	无
合并	**19.38**	-	-

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是青白江国资局下属企业，青白江国资局间接持有公司99.02%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，青白江区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1） 公司与青白江政府的联系非常紧密。公司是青白江国资局下属三级企业，间接持股近100%；青白江区政府对公司经营战略和业务具有绝对控制权，且对公司支持力度较大。预计公司未来与政府联系比较稳定。

（2）公司对青白江政府非常重要。公司最主要的目标是提供公共产品和服务，在基础设施建设方面贡献很大，若公司发生违约将对地区金融环境和融资成本产生实质性影响，但政府在付出一定努力和成本的情况下可以取代公司。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券保障措施分析

中合担保对本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性

根据公司与中合担保签订的《担保函》，中合担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；保证的范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；保证期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起二年。

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）成立于 2012 年 7 月，初始注册资本为 51.26 亿元，是为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目而成立的担保机构。后经增资扩股及股权变更，截至 2022 年末中合担保注册资本及实收资本均为 71.76 亿元，无控股股东和实际控制人，股权结构如下表所示。2022 年 4 月，海航集团宣布风险处置工作基本结束，包括海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）等在内的 321 家公司实质合并重整计划已经执行完毕，海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）不在重整范围内。2022 年 4 月 28 日，海航科技发布公告称，海航集团等

321 家公司因执行重整计划而将其股权结构调整为重整计划规定的股权结构，因此导致海航科技实际控制人由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人。海航科技及海航资本持有的中合担保股权或将被出售划转，未来中合担保股权结构存在不确定性。

表21 截至 2022 年末中合担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
海航科技股份有限公司	19.10	26.62%
JPMorgan China Investment Company Limited	12.76	17.78%
海航资本集团有限公司	12.00	16.72%
中国宝武钢铁集团有限公司	10.50	14.63%
海宁宏达股权投资管理有限公司	6.80	9.47%
中国进出口银行	5.00	6.97%
西门子（中国）有限公司	3.50	4.88%
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.10	2.93%
合计	**71.76**	**100.00%**

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

中合担保主要从事直接、间接等融资担保以及自有资金投资等业务，其中以直接融资担保业务为最主要业务构成。2021 年以来，中合担保重新制定了发展规划，未来在坚持担保主业的同时，计划加大与股东中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）在供应链金融等领域的合作，以强化与中国宝武间的协同效应。

表22 中合担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	111.69	37.84	29.44
当期解除担保额	-	240.87	240.20
期末担保余额	335.46	423.25	626.28
融资担保余额	335.46	423.25	626.28
其中：直接融资担保余额	318.54	407.85	599.47
间接融资担保余额	16.92	15.40	26.81
融资担保责任余额	271.66	342.35	510.38
融资担保责任余额放大倍数（X）	3.68	4.70	7.01

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

受近年来到期解保项目规模较大影响，中合担保的担保业务规模持续下降，截至 2022 年末中合担保融资担保余额为 335.46 亿元，同比下降 20.74%。但随着风险化解工作的持续推进以及新金融业务的落地，2022 年中合担保新增担保业务 111.69 亿元，为 2021 年的 2.95 倍。近年来中合担保主要从事以服务城投类企业为主的直接融资担保业务，担保品种主要包括企业债、中期票据以及公司债等。截至 2022 年末，中合担保直接融资担保余额 318.54 亿元，占期末担保余额的比重为 94.96%，其中企业债担保余额 282.41 亿元，被担保人已基本全部调整为城投类企业，被担保企业主体信用级别在 AA 级及以上

的合计担保余额占比为 98.61%。近年来中合担保逐渐压缩传统银行贷款担保业务，截至 2022 年末，中合担保间接融资担保余额为 16.92 亿元，其中传统银行贷款担保业务余额 9.31 亿元。从客户集中度情况来看，截至 2022 年末中合担保单一最大担保客户担保余额为 11.20 亿元，与同期末所有者权益的比例为 15.14%，客户集中度仍然较高。此外，自 2020 年新管理团队到位以来，中合担保重点围绕股东中国宝武探索开展以供应链金融为主的新金融业务，同中国宝武协同开展的“订单宝”、“赊销宝”、“小额宝”、“宝武应付产品”等共计 12 款创新型担保产品已先后落地，并实现线上化运营。2022 年全年累计开展新金融业务规模 41.80 亿元，较 2021 年增长 8.7 倍左右，在业务转型方面取得了一定进展。

2022 年，中合担保未发生担保代偿，同时追偿工作取得较大进展，全年实现代偿回收金额 4.69 亿元，截至 2022 年末累计代偿回收率同比上升 6.44 个百分点至 32.72%，但仍处于较低水平。整体来看，2022 年以来中合担保的担保代偿风险得到一定控制，但在宏观经济增速放缓、地方基础设施投融资建设企业融资政策持续调整的背景下，中合担保未来可能面临的代偿风险仍需关注，同时代偿追偿效果仍需进一步提升。

资金运用业务方面，近年来中合担保投资业务策略有所调整，自 2019 年起除因担保项目追偿产生的抵债资产外，不再新增非标债权及股权类投资项目，资金运用业务逐步以债券投资为主。截至 2022 年末，中合担保投资资产合计 68.09 亿元（含货币资金及定期存款），其中债券投资资产 36.69 亿元，占比为 53.88%，持仓债券均为利率债以及 AAA 级央、国企债券，相关投资流动性较好，信用风险较为可控。

中合担保资产构成以现金类资产和金融投资为主，截至 2022 年末资产规模为 82.18 亿元，同比下降 1.64%。截至 2022 年末中合担保货币资金和定期存款分别为 4.83 亿元和 1.45 亿元，其中货币资金均为活期存款，不存在使用受限情况。中合担保金融投资资产主要计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和以摊余成本计量的金融资产科目下。按照投资标的情况来看，2022 年末中合担保投资资产以债券为主，其中债券持仓余额 36.69 亿元，占金融投资资产的 59.36%；其他规模较大的金融投资资产主要为基金产品和委托贷款，截至 2022 年末分别占期末金融投资资产的 25.60%和 12.46%。近年来中合担保加大应收代偿款的追偿及计提减值力度，截至 2022 年末应收代位追偿款余额 14.66 亿元，已计提减值准备 11.56 亿元，账面净额 3.10 亿元，同比下降 61.96%。

中合担保负债主要以担保业务相关准备金以及卖出回购金融资产为主，截至 2022 年末负债合计 8.21 亿元，同比下降 21.16%。受担保业务余额持续下降影响，2022 年末中合担保的担保合同准备金和未到期责任准备金（递延收益）分别为 2.72 亿元和 1.73 亿元，同比分别下降 21.30%和 10.36%。为提高自有资金运营效率，中合担保通过开展债券回购业务产生了一定规模的卖出回购金融资产，2022 年末余额为 2.01 亿元。

近年来中合担保所有者权益规模保持稳定，截至 2022 年末，中合担保所有者权益合计 73.97 亿

元，其中实收资本为 71.76 亿元，资本实力较强。2022 年末中合担保融资担保责任余额放大倍数为 3.68 倍，较 2021 年末进一步下降，未来担保业务发展空间较大。

随着担保业务规模的持续下降，近年来中合担保营业收入及利润规模持续下降，2022 年中合担保营业收入为 4.59 亿元，同比下降 22.34%，净利润为 1.05 亿元，同比下降 33.35%。未来随着中合担保业务规模的反弹回升，其收入及利润水平有望企稳回升。

截至 2022 年末，中合担保无 II 级资产，I 和 III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为 72.26%和 15.14%，以国债、AAA 级信用债等金融资产为主的 I 级资产占比较高，资产流动性较好。

表22 中合担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	82.18	83.55	83.78
货币资金	4.83	5.85	5.15
应收代偿款	3.10	8.09	9.94
所有者权益合计	73.97	73.13	73.05
营业总收入	4.59	5.91	5.91
净利润	1.05	1.58	-6.52
净资产收益率	1.43%	2.16%	-8.48%
累计担保代偿率	-	3.60%	3.90%
累计代偿回收率	32.72%	26.28%	24.53%
拨备覆盖率	153.75%	88.40%	106.37%

资料来源：中合担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，中合担保重要股东中国宝武综合实力极强，在经营管理、业务拓展、信息共享和资金融通等方面给予中合担保较大力度支持，对其实现业务转型和多元化发展提供了有效帮助。

综上，中合担保重要股东中国宝武综合实力极强，在经营管理、业务拓展、信息共享等方面给予中合担保较大力度支持；中合担保在直接融资担保业务领域经营时间较长，行业地位较为突出，资本实力较强，I 级资产占比很高，资产流动性较好；2021 年以来加大与中国宝武在担保产品创新方面的合作，担保业务转型战略逐步推进；担保业务代偿风险得到较好控制。同时中证鹏元也关注到，之前年度受海航集团破产重整等因素影响，中合担保的担保业务规模和收入持续萎缩；代偿回收率仍处于较低水平，未来担保代偿和追偿情况仍需关注；中合担保未来股权结构仍存在不确定性；其与中国宝武协同开展的创新型担保业务的模式仍处于探索阶段，对中合担保的担保业务规模以及相关收益等方面的帮助仍待更长时间检验。

经中证鹏元综合评定，中合担保的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

公司是成都市青白江区的基础设施建设主体，成都市是西部地区重要中心城市，经济发展水平较高，综合实力较强，青白江区是成都市“北改”核心区之一，是中国（四川）自由贸易试验区三大片区之一，拥有西部最大铁路枢纽和亚洲最大的集装箱中心站，近年来固定资产投资和对外贸易增速较快，对经济拉动作用较强，为公司发展提供了较好的环境。整体而言，公司资产流动性较弱且债务负担较重；但公司棚户区改造等代建业务持续性较好，公司还负责青白江区行政范围内砂石资源的接管、加工、出售等经营管理工作，砂石业务对公司收入和利润都形成有益补充。整体而言，公司抗风险能力尚可。

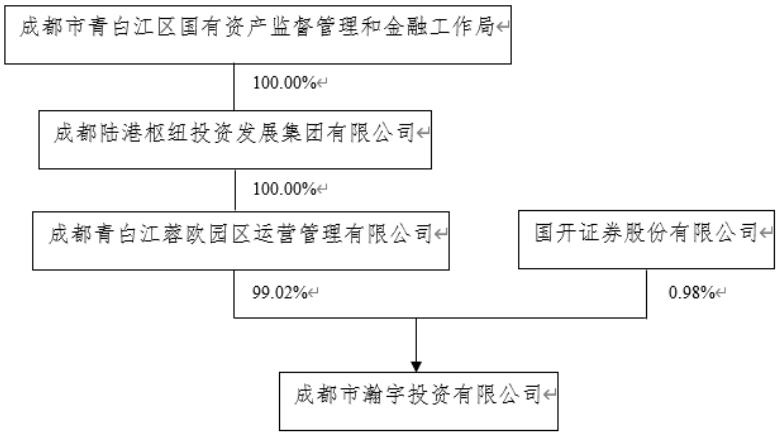
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23瀚宇02/23瀚宇投资债02”信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	12.92	17.28	26.73
其他应收款	71.96	96.76	95.62
存货	215.00	162.83	112.35
流动资产合计	329.22	284.21	259.70
无形资产	63.26	45.61	45.65
非流动资产合计	108.99	106.38	102.90
资产总计	438.21	390.59	362.60
短期借款	7.73	12.99	14.46
其他应付款	29.91	8.43	10.09
一年内到期的非流动负债	44.70	48.53	23.48
流动负债合计	94.85	73.80	51.10
长期借款	111.17	111.97	110.44
应付债券	15.80	36.40	26.00
长期应付款	30.95	27.09	41.56
非流动负债合计	158.49	175.85	178.30
负债合计	253.34	249.66	229.40
总债务	214.07	242.08	222.74
其中：短期债务	53.37	61.52	37.94
所有者权益	184.87	140.93	133.19
营业收入	11.62	6.16	8.02
营业利润	2.55	1.73	1.98
其他收益	0.00	0.01	0.00
利润总额	2.55	1.71	1.98
经营活动产生的现金流量净额	36.73	-0.12	-48.17
投资活动产生的现金流量净额	-0.27	-8.25	-0.53
筹资活动产生的现金流量净额	-40.81	-1.20	33.01
财务指标	**2022 年**	**2021 年**	**2020 年**
销售毛利率	37.20%	40.90%	41.97%
资产负债率	57.81%	63.92%	63.27%
短期债务/总债务	24.93%	25.41%	17.03%
现金短期债务比	0.24	0.28	0.70
EBITDA（亿元）	4.77	2.82	3.90
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.15	0.31

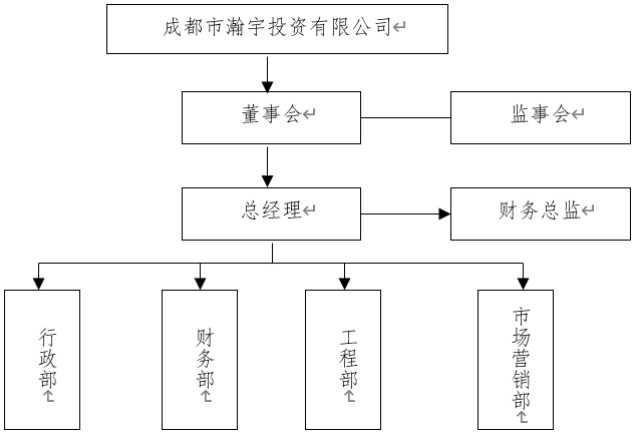
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 4 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
成都市光捷城市管理服务有限公司	3.38	100%	道路清扫、冲洗；垃圾清运、处理等

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	（营业收入－营业成本）/营业收入×100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
短期债务	短期借款+应付票据+1 年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。