



2023年四川西南发展控股集团有限公司 县城新型城镇化建设专项企业债券（第一期） 信用评级报告

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：



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话: 0755-82872897

传真: 0755-82872090

邮编: 518040

网址: www.cspengyuan.com

2023年四川西南发展控股集团有限公司 县城新型城镇化建设专项企业债券（第一期）信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA+
评级日期	2023-6-1

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：四川西南发展控股集团有限公司¹（以下简称“西南发展”或“公司”）实际控制人为德阳市国有资产监督管理委员会（以下简称“德阳市国资委”），公司作为德阳市罗江区核心基础设施建设主体，业务在罗江区具有专营性，获得的外部支持力度较大，德阳发展控股集团有限公司（以下简称“德阳发展”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时，中证鹏元也关注到，近年来公司持续的项目建设推进，推升了债务规模，杠杆水平较高，预计持续的业务推进将给公司带来长期的资金需求，资产流动性和收益性趋弱，且存在一定的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长一段时期内仍系德阳市罗江区核心基础设施建设主体，平台地位将继续保持，且有望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	2021	2020
总资产	222.61	163.43	136.86
所有者权益	96.75	69.48	57.87
总债务	94.99	78.63	70.81
资产负债率	56.54%	57.48%	57.72%
现金短期债务比	1.04	0.60	1.65
营业收入	25.90	14.68	10.26
其他收益	2.27	1.73	2.09
利润总额	1.47	1.39	1.14
销售毛利率	6.22%	5.38%	6.64%
EBITDA	5.07	3.89	3.10
EBITDA 利息保障倍数	1.25	1.80	1.04
经营活动现金流净额	0.62	-5.45	-5.66

资料来源：公司2020-2022年三年连审审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

项目组成员：王钰
wangy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

¹ 公司原名为四川通融统筹城乡建设投资有限公司，2022年6月更名为现名。

优势

- 公司是德阳市罗江区核心基建主体，业务在德阳市罗江区具有专营性。**公司控股股东为德阳发展控股集团有限公司（以下简称“德阳发展”），实际控制人为德阳市国资委，业务主要涉及德阳市罗江区基础设施建设、粮油收储、商品贸易及文体服务等；目前公司基础设施项目储备充足，投资规模较大，为基建业务持续性提供保障。
- 公司获得的外部支持力度较大。**2012年以来，公司先后获得罗江区政府及其相关单位注入的土地、房产、股权、资本金和砂石等资产，合计增加资本公积78.69亿元，资本实力增强。此外，2020-2022年公司持续获得罗江区政府较大规模的政府补贴，有效提升了公司利润水平。
- 德阳发展提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，德阳发展主体信用等级为AA+，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- 应收款项长期占用资金，砂石处置权无权证且无收益，资产流动性较弱。**公司资产集中在土地、应收款项、无形资产及项目投入成本，2022年末上述资产合计占总资产比重超70%。其中土地资产即时变现能力较弱，项目结算和应收款项的回款依赖于当地政府的统筹安排，对资金占用较大，且款项回笼时间不确定；无形资产中砂石资产共30.77亿元，未办妥权证且尚未实现收益。
- 债务规模持续增长，债务压力和项目建设资金需求较大。**近年公司持续的项目建设推升了债务规模，2020-2022年末总债务复合增长率为15.82%，2022年末资产负债率达56.54%，总债务为94.99亿元，其中短期债务占比27%，期限结构有待优化，同时公司EBITDA利息保障倍数有所弱化。此外，公司持续的项目建设仍将带来长期的资金需求，公司将仍需依赖外部融资平衡资金缺口。
- 公司商品销售业务易受市场波动影响，盈利能力弱，自营项目未来收益具有不确定性。**公司营业收入主要来源于贸易和粮食购销业务，业务盈利能力弱且易受市场行情及政策等影响；2022年末公司自营及合作经营项目投资规模较大，后续收益实现情况易受合作方经营能力及行业等因素影响，存在收益不及预期的风险。
- 公司存在一定或有负债风险。**截至2022年末，公司对外担保金额为20.91亿元，占同期末净资产的21.61%，被担保企业均为国有企业，但未设置反担保措施。

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	评分要素	评分
区域状况	区域状况评分 3/7	经营状况 7/7	
	区域状况初始评分 3/7	城投经营& 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		
个体信用状况	补充调整 0		
			a-
			4
外部特殊支持			

主体信用等级

AA

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站。

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

- 公司是德阳市罗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，罗江区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与罗江区政府的联系非常紧密以及对罗江区政府非常重要。同时，中证鹏元认为罗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。

一、发行主体概况

公司系由罗江区白马关统筹城乡实验区管理中心（以下简称“罗江区白马关统筹中心”）于2012年3月出资成立，初始注册资本0.20亿元。2015年罗江区白马关统筹中心将持有公司的100%股权无偿划转至德阳市国资委。2020年10月，德阳市国资委将持有公司的全部股权无偿划转给德阳发展。截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本均为5.00亿元，控股股东为德阳发展，实际控制人为德阳市国资委，股权结构图见附录二。

公司是德阳市罗江区核心城市基础设施投融资和建设主体，业务主要涉及罗江区内基础设施建设、粮食收储和其他商品贸易、文体服务及租赁业务等领域，为罗江区唯一发债平台，业务在区域范围内具有专营性，文体服务业务范围涉及德阳市区域。其中基础设施建设业务主要由公司本部负责，粮食收储由罗江县粮油收储总公司、四川西南粮油总公司和四川罗江国家粮食储备库负责运营，商品贸易由公司本部和子公司德阳金和万兴供应链管理有限公司负责经营。截至2022年末，纳入公司合并范围内子公司共22家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：2023年四川西南发展控股集团有限公司县城新型城镇化建设专项企业债券（第一期）；

发行规模：9.40亿元，其中基础发行额为人民币5.00亿元，弹性配售额为人民币4.40亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率，同时附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；

还本付息方式：按年付息，分次还本，债券存续期内的第3个至第7个计息年度末分别按照发行总额的20%逐年偿还债券本金；

增信方式：本期债券由德阳发展提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为9.40亿元，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
德阳市罗江区“补短板”升级改造项目	7.20	4.70	65.28%
补充流动资金	-	4.70	-
合计	-	9.40	-

资料来源：公司提供

1、项目建设内容

德阳市罗江区“补短板”升级改造项目实施主体为公司本部，包括冷链物流基地建设项目（一期）（以下简称“冷链项目”）和金山工业园智慧标准厂房工程建设与运营项目（以下简称“标准厂房项目”），建设内容主要为冻库建设、标准厂房建设及相关附属工程。项目总用地面积230,319.63m²（约345.47亩），其中：冷链项目占地面积44,822.10m²（约67.23亩），标准厂房项目占地185,497.53m²（约278.24亩）。冷链项目改造建筑面积10,539.72m²，新建建筑面积14,237.35m²，主要建设内容包括建立智能信息化监控中心及购置相关设施设备，修建配套停车场及物流仓库，购置冷藏冷冻设施、冷藏车等，配套大型车辆停车位100个，小型汽车停车位200个，建成后冻库储存量将达到6,000.00吨。标准厂房项目总建筑面积为138,178.00m²，其中智慧型标准厂房一标段总建筑面积37,278.00m²、智慧型标准厂房二标段总建筑面积36,900.00m²、智慧型标准厂房三标段总建筑面积64,000.00m²，建设完成后用于玄武岩产品检测中心、新材料研发孵化中心。

2、项目审批情况

德阳市罗江区“补短板”升级改造项目已取得相关部门的批复，如下表所示。

表2 德阳市罗江区“补短板”升级改造项目审批情况

项目名称	文件名称	文号	发文机关	印发时间
德阳市罗江区“补短板”升级改造项目	德阳市罗江区发展和改革局关于德阳市罗江区“补短板”升级改造项目可行性研究报告（代项目建议书）的批复	德市罗发改投审[2020]8号	德阳市罗江区发展和改革局	2020年3月18日
	固定资产投资项目节能登记备案	德市罗发改投审[2020]8号	德阳市罗江区发展和改革局	2020年3月30日
	建设用地规划许可证	地字第510626202108270001号	德阳市罗江区行政审批局	2021年8月27日
冷链项目	国有建设用地使用权证	川(2019)罗江区不动产权第0002961号	罗江区不动产登记中心	2019年4月
	建设工程规划许可证	建字第5106262021110001号	德阳市罗江区行政审批局	2021年11月8日
	建设用地规划许可证	地字第510626202004030001号	德阳市罗江区行政审批局	2020年4月3日
	建设工程规划许可证	建字第510626202007020001号	德阳市罗江区行政审批局	2020年7月2日
智慧型标准厂房一标段	国有建设用地使用权证	川(2020)罗江区不动产权第0000969号	德阳市罗江区自然资源局	2020年3月
	建设项目环境影响登记表	备案号：201951062600000150	德阳市罗江生态环境局	2019年12月31日
	建设用地规划许可证	地字第510626202104160001号	德阳市罗江区行政审批局	2021年4月16日
智慧型标准厂房二标段	建设工程规划许可证	建字第510626202111030002号	德阳市罗江区行政审批局	2021年11月3日
	国有建设用地使用权证	川(2021)罗江区不动产权第0000777号	德阳市罗江区自然资源局	2021年3月19日

建设项目环境影响登记表	备 案 号 : 201951062600000139	德阳市罗江生态环境局	2019年12月31日
建设用地规划许可证	地 字 第 510626202107070001号	德阳市罗江区行政审批局	2021年7月7日
智慧型标准厂房三标段	建 字 第 510626202110120001号	德阳市罗江区行政审批局	2021年10月12日
国有建设用地使用权证	川(2021)罗江区不动产权第0012014号	德阳市罗江区自然资源局	2021年9月18日

资料来源：公司提供

3、项目资金来源及进展情况

德阳市罗江区“补短板”升级改造项目计划总投资为7.20亿元，其中使用本期债券4.70亿元。德阳市罗江区“补短板”升级改造项目已于2020年3月开工建设，建设期36个月。2020年项目未按期进行，2021年初启动项目前期工作，截至2022年末累计已投资1.85亿元，投资完成率为25.69%。

4、项目经济效益

根据德阳市罗江区“补短板”升级改造项目可行性研究报告，项目收益主要来源于冷库储存收入、检测中心厂房租赁、科研实验室及转化厂房租赁收入、新材料及装备制造厂房租赁收入和产生智慧星厂房租赁。假设本期债券于2023年发行，预计本期债券存续期内（7年）实现收益9.26亿元，收益明细如下：（1）冷库储存收入5.17亿元；（2）智慧厂房租赁收入4.09亿元，其中检测中心厂房租赁收入0.09亿元、科研实验室及转化厂房租赁收入1.38亿元、新材料及装备制造厂房租赁收入1.44亿元、生产型智慧厂房租赁收入1.18亿元。按本期债券存续期7年测算项目收支、净收益以及本息覆盖情况，该项目净收益在债券存续期内为8.15亿元，净收益对募集资金中投向德阳市罗江区“补短板”升级改造项目部分的本息覆盖率为1.33（按4.50%利率计算利息）。

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

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

德阳市毗邻成都市，区位优越通达，工业基础雄厚，以机械装备、材料化工和食品饮料为三大主导产业，经济财政实力在四川省内较强，受益于成渝双城经济圈、成都都市圈建设等顺利推进，未来区域发展潜力较大

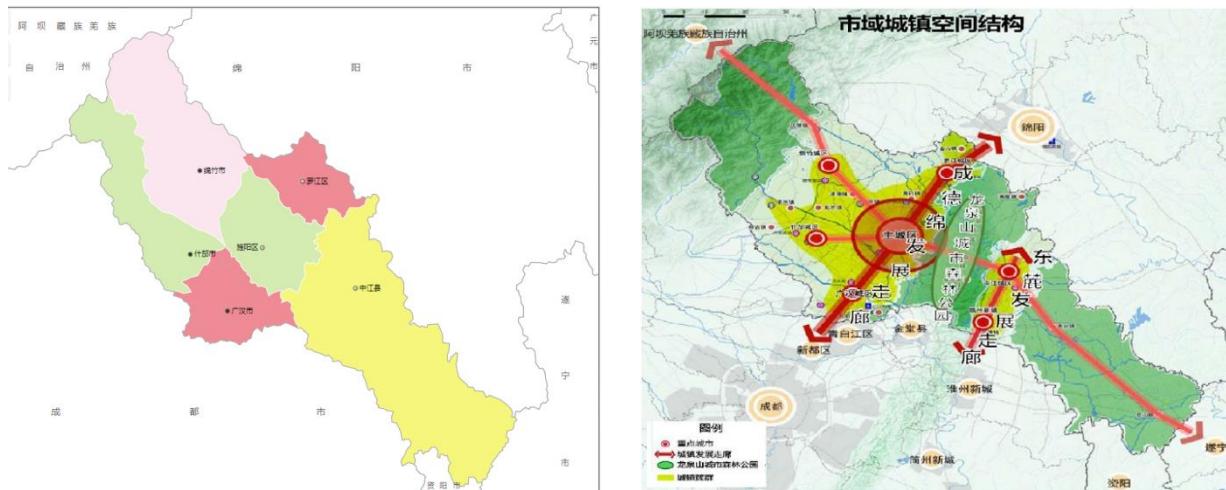
区位特征：德阳市毗邻成都市，是成渝地区双城经济圈和环成都都市圈的重要节点城市²，区位优越通达。德阳市位于四川省成都平原东北部，幅员面积5,911平方公里，现辖6个县（市、区）和1个国家级经开区、1个国家级高新区，是成渝地区双城经济圈和环成都都市圈的重要节点城市。德阳市交通便捷，高铁到成都市仅需30分钟左右，距双流国际机场50公里，距青白江亚洲最大的铁路集装箱中心站24公里，随着成德绵乐城际快铁、成都第二绕城高速的通车，德阳市已经基本形成“1小时到机场、2小时出川、8小时出海”的综合交通网络，目前全市正着力构建“10高18快13轨”综合交通体系，打造成都都市圈通勤最佳城市。德阳市历史文化积淀厚重，拥有三星堆古蜀文明遗址、白马关庞统祠、全国三大孔庙之一的德阳文庙、中国四大年画之一的绵竹年画、“音乐活化石”仓山大乐、我国最大的现代石刻群德阳石刻艺术墙等。截至2021年末，德阳市常住人口为345.9万人，较上年末增加0.2万人，略有增长。

从城市发展格局来看，德阳市全面构建“一核两片两廊一通道”城镇空间总体发展格局。一核即以德阳主城区和旌广共建片区为依托的中心城区，全面提升城市能级和区域辐射带动能力；两片指龙泉山西部、东部片区，分别推动区县向主城区向心发展及对接成都“东进”的产业簇群；“两廊”指以天府大道北延线为轴打造成德绵创新发展走廊，同时以龙泉山脉为依托打造龙泉山东麓发展走廊；“一通道”指以遂宁、德阳、阿坝三地交通干道为依托，构建遂德阿城镇发展通道，向西贯通西北诸省，向东直达重庆各地。

图 1 德阳市区位图

图 2 德阳市市域城镇空间结构

²成渝双城经济圈规划范围包括重庆市的中心城区及万州等27个区县开州、云阳的部分地区，四川省的成都市、德阳市、泸州市等15个城市；成都都市圈以成都市为中心，由德阳市、眉山市、资阳市共同组成。



资料来源：中国民政部、德阳市政府官网

经济发展水平：德阳市经济总量持续增长，在四川省排名靠前，投资拉动区域经济增长，整体经济发展水平尚可。德阳市经济体量较大，2022年GDP总量位居四川省19个地级市中第4，GDP增速略高于四川省及全国平均水平；产业结构以二、三产业为主，2022年末三次产业占比为10.52: 48.10: 41.38。固定资产投资是德阳市经济增长的主要推动力，近年增速均处于较高水平，主要以工业投资为主，2022年工业投资同比增长8.1%。2022年德阳市消费不振，餐饮收入同比下降1.2%。房地产市场方面，2022年德阳市房地产市场降温明显，房地产开发投资同比下降13.2%，商品房施工面积同比下降1.1%，商品房销售面积同比下降21.2%。近年德阳市人均GDP逐年提升，略低于全国平均水平，整体经济发展水平尚可。

表3 2022年四川省部分地级市经济财政指标情况（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%	7.40	159.67	205.28
德阳市	2,816.87	3.1%	8.14	156.50	197.32
乐山市	2,308.81	3.8%	7.32	147.98	148.45
内江市	1,656.95	1.5%	4.15	76.12	103.05
遂宁市	1,614.47	4.2%	5.81	103.30	151.34
雅安市	902.51	4.0%	6.29	65.57	43.67
巴中市	765.01	1.3%	2.88	51.85	120.40

注：人均 GDP=地区生产总值/常住人口。

资料来源：各地级市国民经济和社会发展统计公报和财政预算报告等，中证鹏元整理

表4 德阳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）	2,816.9	3.1%	2,656.6	8.7%	2,404.1	2.5%

固定资产投资	-	10.7%	-	11.7%	-	8.0%
社会消费品零售总额	1,014.8	0.5%	1,010.1	18.7%	851.2	-4.8%
进出口总额（亿元）	183.5	30.9%	143.7	23.3%	116.4	-17.5%
人均 GDP（万元）		8.14		7.68		6.96
人均 GDP/全国人均 GDP		95.0%		94.8%		96.0%

注：人均 GDP 按常住人口计算，其中 2022 年人均 GDP 按 2021 年末常住人口计算。

资料来源：2020-2021 年德阳市国民经济与社会发展统计公报、德阳市统计局，中证鹏元整理

产业情况：德阳市是四川省重要的工业城市，以机械装备、材料化工和食品饮料为三大主导产业，工业发展势头良好。德阳市工业基础雄厚，以重大装备制造业为核心产业，带动材料化工、新能源装备制造、食品饮料、医药等相关产业发展，形成了机械装备、材料化工和食品饮料三大主导产业，2022年全市规模以上工业增加值比上年增长3.4%，三大主导产业分别实现营业收入大约1,500亿元、1,500亿元和880亿元。德阳市是中国重大技术装备制造业基地，拥有中国二重、东方电机、东方汽轮机、宏华石油等一批重装制造企业；德阳市是全国重要的磷化工基地和化肥生产基地，以四川金路、宏达、川发龙蟒、美丰等企业为代表；食品工业历史悠久，重点发展白酒和烟草2个优势产业，拥有剑南春、长城雪茄、冰川时代矿泉水等知名品牌。近年德阳市招商引资表现较好，2022年签约引进投资230亿元的东旭集团西部（德阳）光电材料产业园、投资150亿元的正威先进制造区域中心、投资120亿元的川发龙蟒锂电新能源、投资105亿元的国城控股基础锂盐等产业类项目，致力培育制造业产业集群。

发展规划及机遇：随着成都都市圈发展及成德同城化战略顺利推进，德阳市将迎来较大发展机遇。根据《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》要求，德阳市是成渝地区双城经济圈的重要节点城市，2035年成渝地区双城经济圈世界级先进制造业集群优势全面形成，现代产业体系趋于成熟，长期来看有利于全市打造世界级重大技术装备制造业基地，提高城市发展能级。2021年11月，《成都都市圈发展规划》（以下简称“《规划》”）正式印发，成都都市圈以成都市为中心，由德阳市、眉山市、资阳市共同组成，德阳市全域纳入成都都市圈规划范围。《规划》指出要发挥成都市中心城市的辐射带动作用和德阳、眉山、资阳区位优势，推动一体化、同城化发展，全面推进基础设施互联互通、现代产业协作共兴。根据《规划》要求，德阳市将立足自身发展基础，主动承接成都市功能疏解和产业转移，强化与成都国际铁路港经济技术开发区协作，成都、德阳共建重大装备制造基地，打造成德临港经济产业带。

财政及债务水平：近年德阳市一般公共预算收入增长相对较快，但财政自给能力一般，地方政府债务规模增长快，总体债务压力可控。2022年德阳市一般公共预算收入同比增长5.3%，其中税收占比62.23%，税收收入主要来自于增值税、企业所得税和城建税等，近年税收占比小幅波动。近年德阳市财政自给率有所上升，在四川省内处于中等水平，财政自给程度一般。近年受房地产市场降温等因素影响，全市政府性基金收入整体有所下降，但仍保持较大规模。区域债务方面，2020-2022年德阳市政府债务余额扩张快，复合增长率达28.89%，但整体债务率水平不高，债务压力可控。

表5 德阳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	156.50	148.68	132.07
税收收入占比	62.23%	64.16%	62.29%
财政自给率	44.67%	45.55%	42.67%
政府性基金收入	197.32	193.30	221.11
地方政府债务余额	630.01	489.51	379.23

注：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：德阳市政府网站，中证鹏元整理

罗江区隶属德阳市，位于“成德绵”经济发展主轴上，交通较便利，常住人口规模较小，以新材料、装备制造和电子信息为重点产业，近年发展态势良好；经济体量较小但近年增长相对较快，财税收入规模小且财政自给能力较弱

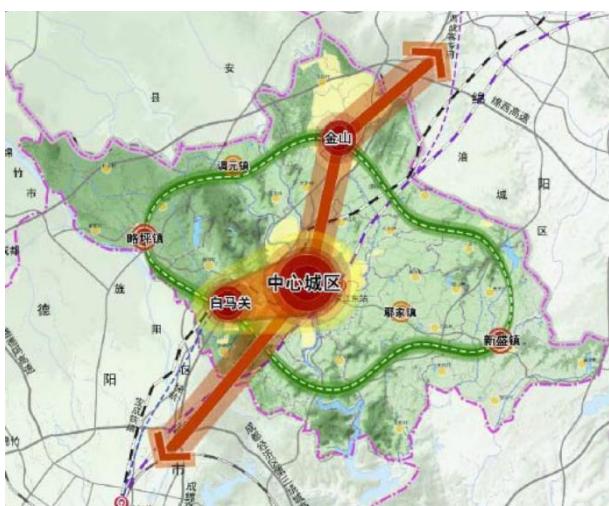
区位特征：罗江区位于“成德绵”经济发展主轴上，交通较便利，常住人口数量相对较少。罗江区隶属于四川省德阳市，地处成都平原东北部边缘，介于中国重装基地德阳市区与国家科技城绵阳之间，为“成德绵”经济带重要节点。罗江区辖区面积447.88平方千米，辖7个镇（万安镇、鄢家镇、金山镇、略坪镇、调元镇、新盛镇、白马关镇），2017年7月，经国务院批准，罗江撤县设区。罗江区交通较便利，位于“成德绵”经济发展主轴上，具有公路、铁路、航空“三位一体”的立体交通优势。京昆高速公路、成绵高速复线、G108国道纵贯南北，宝成铁路和成绵乐高铁贯穿全境，距成都双流国际机场1小时车程，绵阳机场半小时车程。截至2021年末，罗江区常住人口20.90万人，与第七次人口普查的20.91万人变化不大。

从城市发展格局来看，罗江区构筑“一核一廊一环”总体格局，一核即培育“中心城区+白马关”联动发展的县域极核，形成带动全域发展的主引擎；一廊指依托成德绵发展走廊，打造成德绵创新发展走廊和天府大道北延线创新功能轴线的“白马关-县城-金山”走廊；一环指突出环线节点特色发展，依托旅游环线建设，实现有效串联，形成城乡协同发展格局。

图3 罗江区区位图



图4 罗江区空间发展格局



资料来源：中国民政部、罗江区政府官网

经济发展水平：罗江区经济体量较小，整体经济实力偏弱，但人均GDP高于全市平均水平，以投资驱动经济增长。近年罗江区经济总量保持增长，2022年GDP总量在德阳市各区县中排名末位，但GDP增速高于德阳市及全国平均水平。经济结构以第二产业为主，2022年末三产占比为15.6:54.8:29.6。固定资产投资是驱动罗江区经济增长的主要动力，尤其近年工业投资均保持较快增长，2022年工业投资同比增长20.8%，高于德阳市12.7个百分点。2022年罗江区社会消费品零售总额同比仍保持增长，但增速明显放缓，消费市场景气度下滑。房地产市场方面，2022年罗江区房地产明显降温，房地产投资比上年下降15.4%，全区商品房销售面积38.55万平方米，同比下降12.0%。近年罗江区人均GDP有所提升但增幅较慢，2022年全区人均GDP高于德阳市人均GDP8.14万元，略低于全国平均水平。

表6 2022年德阳市各区县经济财政指标情况（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
旌阳区	860.46	2.9%	10.39	18.42	44.40
广汉市	505.50	2.0%	8.08	28.20	36.00
中江县	439.20	3.0%	4.63	11.60	-
什邡市	433.70	3.9%	10.63	24.90	-
绵竹市	406.39	4.1%	8.28	28.50	8.30
罗江区	171.70	4.0%	8.22	7.80	16.00

注：人均GDP按2021年末常住人口计算，标“-”表示数据未公开披露。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预算报告等，中证鹏元整理

表7 罗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）	171.70	4.0%	160.04	8.3%	148.40	2.4%
固定资产投资	-	10.7%	-	14.2%	-	9.3%

社会消费品零售总额	42.30	2.7%	41.25	18.1%	34.94	4.5%
进出口总额	-	-	7.63	52.0%	5.00	39.5%
人均 GDP (万元)		8.22		7.66		7.10
人均 GDP/全国人均 GDP		95.9%		94.6%		98.0%

注：2021-2022年人均GDP按2021年末常住人口计算，2020年人均GDP按七普数据计算。

资料来源：2021年罗江区国民经济与社会发展统计公报、罗江区统计局，中证鹏元整理

产业情况：罗江区加速培育以新材料为主、以装备制造和电子信息为辅的产业体系，工业经济发展态势良好。依托于丰富的玄武岩资源，罗江区重点培育新材料产业，以川纤集团、迪弗新材料、劲达科技等企业为代表，建设先进纤维及复合材料集群发展示范区，2021年先进材料产业实现产值128.7亿元。装备制造业方面，罗江区主要以天保汽配、伯康机械、宏川机械、迪弗电工、振强锻造等机械加工制造业企业为代表，2021年实现总产值92.4亿元。电子信息产业规模较小，主要包括艾华电子、帛汉电子、致达电子等企业，2021年总产值仅35.3亿元。罗江区工业经济整体发展态势良好，招商引资情况表现较好。2022年罗江区规上工业企业共166家，规上工业增加值同比增长6.1%，规上工业总产值同比增长10.5%；2022年12月，罗江区政府与东旭集团签约引进投资230亿元的西部（德阳）光电材料产业园项目，包括新型显示材料及研究院项目和高端装备制造2个子项目，已于2023年2月开工建设。

财政及债务水平：罗江区整体财政实力偏弱且收入质量下降，地方政府债务余额规模不大。近年罗江区一般公共预算收入保持较快增长，2022年同比增长21.3%，但收入质量有所下降。近年财政自给率逐年增长，财政自给能力有所提升，但仍较弱。近年全区政府性基金收入保持增长，但总体规模不大。区域债务方面，2020-2022年罗江区政府债务余额复合增长率为10.11%，整体规模不大。

表8 罗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	7.80	6.43	4.87
税收收入占比	39.49%	48.38%	48.20%
财政自给率	43.09%	35.68%	28.63%
政府性基金收入	16.00	15.29	10.10
地方政府债务余额	38.97	34.81	32.14

注：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：罗江区政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是德阳市罗江区核心的基础设施建设主体和国家储备粮承储单位，基础设施建设主要承接罗江区的基础设施、保障房及安置房等投资建设项目，同时开展粮油储备及贸易、租赁及文体服务等业务，基建业务具有专营性且持续性较好，但持续的项目建设使公司面临较大的资金压力

公司主要承担了德阳市罗江区城市基础设施建设、粮油储备及贸易、租赁及文体服务等业务，业务较为多元。2020-2022年公司收入稳定增长，粮油销售及贸易业务系公司营业收入的主要来源，工程施

工业务收入波动较大，租赁和文体服务对收入形成一定补充，毛利润主要由工程施工、租赁及文体业务贡献。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程施工	3.39	13.09%	19.19%	0.46	3.12%	8.82%	0.48	4.68%	24.67%
销售商品	20.17	77.85%	0.58%	12.52	85.32%	0.31%	8.55	83.35%	1.18%
其中：贸易	14.67	56.62%	0.54%	9.19	62.62%	1.14%	6.32	61.57%	0.95%
粮油购销	5.50	21.23%	0.68%	3.33	22.70%	-1.98%	2.23	21.78%	1.81%
租赁业务	0.88	3.39%	47.65%	0.43	2.91%	30.09%	0.88	8.59%	49.78%
文体服务	1.08	4.16%	37.72%	1.14	7.79%	45.14%	0.27	2.60%	-7.54%
其他	0.39	1.51%	4.85%	0.13	0.86%	51.57%	0.08	0.78%	53.82%
合计	25.90	100.00%	6.22%	14.68	100.00%	5.38%	10.26	100.00%	6.64%

资料来源：公司提供

（一）基础设施建设业务

公司在德阳市罗江区基础设施项目承接占据主导地位，业务竞争力和专营性强，项目储备充足，为业务持续性提供保障，此外公司还有部分自营项目，其存在收益不及预期的风险，整体待投资规模较大，给公司带来较大的资金压力

公司主要负责德阳市罗江区基础设施、保障房及安置房的投资建设工作，主要采用委托代建的模式承接项目，一般模式为公司负责自筹项目建设资金进行项目建设，待项目竣工验收后，回购单位对项目进行审计决算，按实际投入成本加成一定比例向公司确认回购款，近年公司代建项目的主要回购单位包括德阳市罗江区住房和城乡建设局、德阳市罗江区交通运输局、德阳兴罗投资发展有限公司（以下简称“兴罗投资”）和罗江区财政局等。

2020-2022年公司分别实现工程施工收入0.48亿元、0.46亿元和3.39亿元，波动较大；2020-2021年公司确认收入的工程项目主要为零星工程，导致工程施工收入规模较小；2022年随着结算量增加收入大幅增长，主要结算项目包括罗江区周家坝湿地公园项目、中国罗江范家大院一家风文化园项目、德阳市罗江区滨河路环线健康游道工程项目等。根据罗江区住房和城乡建设局与公司签订的关于城市安置房和保障房等项目工程的《委托建设及项目回购协议书》，罗江区金山镇棚户区城中村（一期）改造项目、罗江区金山镇棚户区（金山湖片区）改造项目将在项目完工后，按照协议约定支付回购款，对应付未付的项目建设款项，双方约定在3年内支付完毕。截至2022年末，公司主要在建代建项目包括罗江区金山镇棚户区城中村（一期）改造项目、罗江区金山镇棚户区（金山湖片区）改造项目等，主要在建代建项目投资规模较大，未来持续性较好，但项目建设面临较大的资金需求。

表10 截至 2022 年末公司在建代建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
罗江区金山镇棚户区（金山湖片区）改造项目	9.03	2.43
罗江区金山镇棚户区城中村（一期）改造项目	6.34	4.93
金山·幸福里项目	3.50	2.37
罗江县周家坝湿地公园项目	1.48	0.44
罗江自来水厂扩建项目	0.70	0.67
合计	21.05	10.84

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除代建项目外，公司还有部分在建自营项目。德阳市罗江区“补短板”升级改造项目系本期债券募投项目。PET新型包装材料项目生产线的建设主体为子公司四川汉江新材料有限公司（以下简称“汉江新材料”），公司持有汉江新材料70.00%股权，另外上海煊翊实业有限公司和淮安新立德聚实业发展有限公司分别持有汉江新材料25.00%和5.00%，这两家公司均为民营企业，项目总建筑面积9.10万平方米，项目建设后可年产50万吨食品级PET，计划总投资6.60亿元，各股东方按持股比例投入资金。公司自营及合作经营项目投资规模较大，上述项目后续收益实现情况易受合作方经营能力以及行业因素影响，存在收益不及预期的风险。

表11 截至 2022 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
德阳市罗江区“补短板”升级改造项目	7.20	1.85
PET 新型包装材料项目生产线	6.60	3.73
罗江区金山军民融合工业园区标准化厂房建设	1.20	0.21
合计	15.00	5.79

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）商品销售业务

公司商品销售业务包括粮油收储和其他商品贸易业务，其中粮油收储业务以市场化贸易粮购销为主，由政府划拨的3家粮油子公司负责开展，业务持续性较好，但毛利率水平很低且客户集中度显著上升；其他商品贸易业务规模较大，但毛利率很低，客户集中度较高，且业务开展易受市场波动影响

公司商品销售业务包括粮食购销业务和其他贸易业务，其中粮食购销业务由罗江县粮油收储总公司、四川西南粮油总公司和四川罗江国家粮食储备库负责运营，通过市场化运作方式，开展粮食的采购、仓储和贸易，自负盈亏；同时也承担少量的粮食收储任务，根据中央下达的收储任务，收购粮食，待验收合格后转为国家储备，储备粮食在罗江区各个粮库储存期间，上级主管部门按照一定价格对公司进行补助。近年公司粮油收储业务收入保持稳定增长，但该业务盈利能力很弱，2021年处于亏损状态，粮油购销品种主要为玉米、小麦、大豆、豆粕等。

表12 公司粮油购销业务产品结构情况（单位：万吨、亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
----	--------	--------	--------

	销量	销售收入	销量	销售收入	销量	销售收入
玉米	12.94	3.57	5.85	1.64	3.60	0.94
小麦	0.15	0.05	2.18	0.52	1.77	0.45
其他	5.87	1.88	59.11	1.17	2.61	0.84
合计	18.95	5.50	67.14	3.33	7.98	2.23

注：其他主要包括大米、稻谷、面粉、菜籽油、高粱等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

客户方面，2020-2022年公司粮油购销业务前五大客户销售金额合计占比持续上升，2022年达88.88%，其中第一大客户四川省齐全饲料有限责任公司占比为43.65%，集中度水平较高。

表13 公司粮油购销业务客户构成情况（单位：亿元）

客户名称	2022年		2021年		销售 金额	销售 占比
	销售 金额	销售 占比	客户名称			
四川省齐全饲料有限责任公司	2.40	43.65%	德阳城投控股集团有限公司 ³		0.39	11.65%
吉林齐全共享饲料有限公司	1.59	28.85%	成都海辉程新能源科技有限公司		0.24	7.29%
简阳市水务投资发展有限公司	0.40	7.25%	四川御康农业科技有限公司		0.23	7.00%
成都鹏程祥新能源科技有限公司	0.27	4.97%	广西自贸区桂茂丰商贸有限公司		0.18	5.46%
德阳城投控股集团有限公司	0.23	4.17%	上海弘护实业有限公司		0.14	4.34%
合计	4.89	88.88%	合计		1.19	35.74%
2020年						
客户名称				销售金额	销售占比	
国家粮食和物资储备局粮食交易协调中心				0.26		10.59%
中储粮网拍托管中心				0.20		8.24%
中江温氏畜牧有限公司				0.13		5.44%
四川御康农业科技有限公司				0.12		5.08%
德阳火花米业有限责任公司				0.12		4.93%
合计				0.83		34.29%

注：2020年销售金额为含税销售额，占比为含税销售额与含税粮油收入的占比。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司其他商品贸易业务由公司本部和子公司德阳金和万兴供应链管理有限公司负责经营，主要采用“以销定购”模式，销售方式以现款现货为主，结算周期一般不超过3个月。贸易品种包括乙二醇、建材，近年公司贸易收入保持较快增长，但业务易受市场行情及政策等影响，稳定性一般。

表14 公司其他商品贸易业务产品结构情况（单位：万吨、亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	销量	销售收入	销量	销售收入	销量	销售收入
乙二醇	11.25	4.72	11.10	4.87	8.30	3.78

³ 公司原名为四川西南发展控股有限公司，2022年6月变更为现名。

建材	3.71	1.65	4.33	1.40	6.10	2.00
纸浆	0.00	0.00	1.44	0.95	0.00	0.00
精对苯二甲酸	9.54	5.00	1.74	0.81	0.00	0.00
聚酯切片	2.17	1.63	1.33	0.82	0.00	0.00
其他	2.09	1.66	-	0.34	-	0.53
合计	28.76	14.67	20.02	9.19	14.40	6.32

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

客户方面，2020-2022年其他商品贸易业务前五大客户销售金额合计占比较高，客户集中度风险较高，且公司其他商品贸易业务盈利水平很低，利润贡献小。

表15 公司其他贸易业务主要客户情况（单位：亿元）

客户名称	2022年		2021年		销售 金额	销售 占比
	销售 金额	销售 占比	客户名称			
泰州源希新能源有限公司	6.16	41.49%	泰州源希新能源有限公司		2.43	26.49%
广西晨泓环保科技有限公司	2.54	17.09%	泰州永昇新能源有限公司		1.08	11.75%
广西恒川水务有限公司	2.11	14.20%	张家港保税区双宇供应链管理有限公司		1.35	14.72%
泰州永昇新能源有限公司	1.28	8.63%	成都娇妃节能环保科技有限公司		0.98	10.65%
广西吉邦泰节能环保科技有限公司	1.08	7.28%	海南禾新实业有限公司		0.95	10.31%
合计	13.17	88.68%	合计		6.79	73.92%
2020年						
客户名称					销售金额	销售占比
国药（天津）商贸有限责任公司					2.43	38.45%
张家港保税区安晟瑞信贸易有限公司					1.93	30.50%
重庆世勋华贸易有限公司					0.41	6.56%
中商华信科技有限公司					0.31	4.91%
重庆耀乐富贸易有限公司					0.28	4.39%
合计					5.36	84.83%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）其他业务

公司其他业务涉及文体服务和租赁等业务板块，为公司收入提供一定补充，近年文体服务收入和毛利率均波动增长，对利润的贡献增大；租赁业务主要通过“拨改租”模式开展，收入存在一定波动，但毛利率维持在较高水平。

文体服务业务由子公司德阳文鑫文化体育有限公司（以下简称“文鑫文体”）负责运营，系公司经营的德阳市体育馆、德阳市奥林匹克学校、德阳市演艺中心和艺术宫等文体资产取得的服务收入。近年公司文体服务业务收入有所增长，对收入形成补充；毛利率波动较大，2021-2022年水平较高，对利润贡献较大。

2017年3月，公司与罗江区住建局签订的《2016年首批政府租用企业投资城市基础设施项目租用合同书》，合同涉及16个“拨改租”项目，项目建成后由公司移交给罗江区住建局使用，罗江区住建局按合同约定支付租金给公司，总租金根据工程投资和租用期资金利息计算，租期为15年。2020-2022年，公司分别实现租赁业务收入0.88亿元、0.43亿元和0.88亿元，略有波动。近年租赁业务毛利率保持在较高水平，主要系成本摊销年限较长所致。

公司得到较大力度的外部支持

公司主要负责罗江区基础设施、保障房及安置房的投资建设工作，近年公司在资产注入和财政补贴方面获得罗江区政府的支持力度较大。2012-2022年，公司陆续获得罗江区政府单位注入的土地使用权及货币资产、房产、子公司股权、砂砾石资产及资本金等资产，合计净增加资本公积78.69亿元，资本实力增强。2020-2022年，公司分别获得政府补助2.09亿元、1.73亿元和2.27亿元，主要为公司获得的罗江区政府各类补助及奖励，有效提升了公司利润水平。

表16 近年公司资本公积变化情况（单位：亿元）

入账时间	事项	金额
2012-2015 年	根据罗府函【2012】122号文件，罗江区人民政府注入土地使用权（101宗土地）	31.79
2012-2015 年	注入土地使用权	7.87
2012-2015 年	注入土地使用权（原南塔村一组）	0.40
2012-2015 年	注入货币资金	0.30
2012-2015 年	注入货币资金	0.67
2016 年	根据罗府函【2016】85号文件，罗江区人民政府注入安置门面房及分配余留住房	0.80
2017 年	罗江区财政局将 9 家子公司股权划转至公司	1.64
2020 年	罗江区人民政府将子公司四川金和资产经营管理集团有限公司的房产及“四好新农村”存货资产划出	-1.09
2020 年	公司未分配利润转增资本公积	7.58
2020 年	收到罗江区交通局注入的项目资本金	0.24
2021 年	德阳市罗江区政府将周家坝 3.79 平方公里内 2 号地块分块面积 1.46 万平方米砂砾石资产划入德阳金和万兴供应链管理有限公司	4.50
2021 年	罗江区政府将 15 宗国有土地及房产注入子公司四川金和资产经营管理集团有限公司	0.28
2021 年	罗江区财政局将德阳市城际铁路投资有限责任公司 34.82% 股权划转至子公司四川金和资产经营管理集团有限公司	1.98
2021 年	公司收到罗江区商务及经济合作局、罗江区财政局项目专项资金	3.31
2022 年	德阳市罗江区财政局将调元镇双埝村、顺河村、百花村区域内 1.99 平方公里及万安镇芒江村，调元镇红安村、团堆村、花龙村区域内 1.54 平方公里的砂砾石资产划入公司	26.27
2022 年	无偿划出子公司德阳全创科技发展有限公司 100.00% 股权、建投建材德阳罗江有限公司持股比例由 60% 下降至 51%，9% 股权无偿划转至德阳建投建材有限公司	-0.02
2022 年	结转前期注入的四川金和资产经营管理集团有限公司的项目专项资金	-0.25
合计	-	86.27

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2020-2022年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020-2022年公司合并报表范围变化情况如下表所示。

表17 2020-2022年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、2020-2022年新纳入公司合并范围的子公司情况

年份	子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
2021年	德阳市潺亭水务有限公司	100%	0.50	商业服务业	购买
	四川汉江商贸有限公司	100.00%	0.20	材料销售	设立
2022年	四川西南污水处理有限公司	100.00%	0.50	污水处理	设立
	四川西南城市发展有限公司	100.00%	1.00	商业服务业	设立
	四川西南能源控股有限公司	70.00%	0.28	燃气经营	设立

2、2020-2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况

年份	子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
2022年	德阳全创科技发展有限公司	100.00%	0.02	科技推广和应用服务业	无偿划出

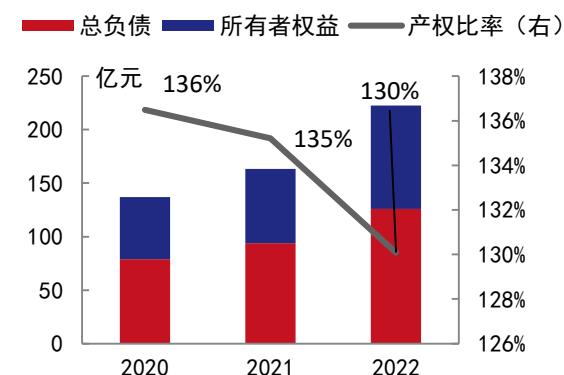
资料来源：公司2020-2022年三年连审审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

资本实力与资产质量

公司资本实力不断增强，但同时债务规模持续增长，使得财务杠杆水平维持在较高水平；公司资产以土地资产、应收款项及砂石处置权等为主，土地资产即时变现能力较弱，应收款项对资金占用较大，砂石处置权尚未办理权证且未实现收益，部分资产使用受限，资产流动性较弱

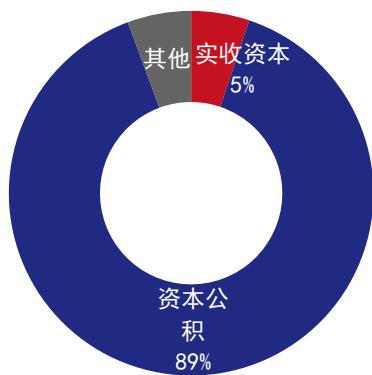
随着政府注入砂石、资本金及房产等资产，近年来公司资本实力不断增强，同时债务融资规模亦持续增长，使得产权比率略有下降，但仍处于较高水平，2022年末为130%，整体财务杠杆水平较高。从权益结构来看，公司所有者权益主要来自罗江区政府以资产注入方式对公司增资形成的资本公积。

图 5 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

图 6 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司资产规模保持较快增长，以存货（代建基础设施项目的投入成本、待开发土地使用权）、应收款项（罗江区政府及相关部门的往来款）、无形资产（砂石处置权、项目特许经营权）为主，2022年末上述资产合计占公司总资产的73.39%。公司存货主要为代建基础设施项目的投入成本和土地使用权，近年规模有所增长，主要系新增土地使用权所致，2022年末账面价值为80.27亿元，其中土地使用权账面价值为66.76亿元，大部分为商服及城镇住宅用地，均为出让性质；项目开发成本为12.10亿元，包括罗江区金山镇棚户区城中村（一期）改造项目、金山·幸福里项目等，项目结算和回款依赖于当地政府部门资金的统筹安排，即时变现能力弱。公司应收账款主要为工程及贸易款，2022年末规模增长较多，主要系新增德阳市罗江区住房和城乡建设局的代建款所致，其应收款余额为4.65亿元，占应收账款总额的66.56%。应收账款主要应收对象为德阳市罗江区住房和城乡建设局，应收民营企业成都鹏程祥新能源科技有限公司、四川联兴建筑工程有限公司的款项合计0.44亿元，需关注其回收风险。公司其他应收款主要为与罗江区政府部门、国有企业的往来款，2022年末前五大对象合计应收款金额为24.81亿元，占比为70.83%。总体来看，公司应收账款规模较大，对公司资金形成较大占用，回收时间存在不确定性。公司无形资产主要由特许经营权构成，包括政府分别于2022年和2021年注入的砂砾石固废处置权30.77亿元、德阳市文化体育PPP项目特许经营权7.15亿元、城市基础设施项目租赁特许经营权1.42亿元；砂石资产目前尚未办妥权证，未产生收益。

其他资产构成方面，公司账上货币资金规模较大但部分受限，对短期债务覆盖不足。投资性房地产系自行购置、存货及固定资产转入的用于出租的土地使用权及房产，以成本模式计量。固定资产主要为房屋及建筑物，2021年末同比大幅增长，主要系公司将德阳市潺亭水务有限公司纳入合并报表范围及购置罗江广播电视台地块、粮油公司仓库等房产所致；2022年末规模减少系部分转入投资性房地产所致。在建工程主要系德阳市罗江区“补短板”升级改造项目、PET新型包装材料项目生产线等自营项目成本，近年规模随着项目建设持续增长。

受限资产情况，截至2022年末，公司受限资产包括货币资金5.77亿元、投资性房地产9.66亿元和存货10.08亿元，合计25.51亿元，占总资产比例为11.46%，主要为保证金及抵押受限的土地房产。

表18 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.06	8.11%	11.51	7.04%	14.66	10.71%
应收账款	6.89	3.10%	2.70	1.66%	1.00	0.73%
其他应收款	35.03	15.74%	26.47	16.20%	25.36	18.53%
存货	80.27	36.06%	69.16	42.32%	70.66	51.63%
流动资产合计	150.86	67.77%	124.03	75.89%	114.45	83.62%
固定资产	6.03	2.71%	8.43	5.16%	1.96	1.43%
在建工程	6.20	2.79%	2.38	1.46%	0.04	0.03%
投资性房地产	12.89	5.79%	5.89	3.61%	0.00	0.00%
无形资产	41.15	18.49%	13.95	8.54%	9.91	7.24%
非流动资产合计	71.75	32.23%	39.40	24.11%	22.41	16.38%
资产总计	222.61	100.00%	163.43	100.00%	136.86	100.00%

资料来源：公司2020-2022年三年连审审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

作为罗江区核心基建主体，近年公司收入实现较快增长，主要来源于销售商品业务，但销售商品业务盈利能力很弱；工程施工业务收入波动较大，目前在建项目储备充足，业务持续性较好；公司销售毛利率水平低，政府补助对公司利润形成有力支撑

公司主要开展罗江区城市基础设施建设、粮油储备及其他商品贸易等业务，此外还涉及文体服务和租赁业务等领域。2020-2022年公司收入实现较快增长，其中商品销售业务系公司收入最主要的来源。工程施工业务结算和回款依赖于当地政府财政资金安排，近年公司收入波动较大，目前在建项目储备较为充足，业务持续性较好；公司持续承担罗江区粮油收储任务，业务持续性较好；其他商品贸易业务规模较大，但业务开展易受市场波动影响。由于毛利率低的商品销售收入占比高，近年公司销售毛利率持续处于低水平，盈利能力弱。近年公司持续获得较大规模的各类政府补助及奖励资金，计入“其他收益”，对公司利润贡献较大。

表19 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
营业收入	25.90	14.68	10.26
营业利润	1.43	1.38	1.14
其他收益	2.27	1.73	2.09
利润总额	1.47	1.39	1.14
销售毛利率	6.22%	5.38%	6.64%

资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模持续上升，以银行借款和债券为主，配有少量国企间资金拆借，债务期限较长，但剩余银行授信额度不高，现金类资产对短期债务的覆盖能力不强，EBIEDA利息保障倍数弱化，债务压力较大

公司负债以刚性债务为主。随着项目投资持续增加，近年公司债务持续增长，2020-2022年复合增长率为15.82%。公司债务类型以银行借款和债券融资为主，另外少量国企间资金拆借，2022年末占比分别为57.89%、3.38%和3.73%。其中银行借款多为保证和抵押借款，借款银行主要包括长城华西银行、成都银行和中国银行等，一年内到期的规模较大，剩余多在2026年以后到期。2022年末公司存续债券共6只，均为私募债，除“22通融统筹PPN001”外，其余5只债券均设置了增信措施，发债利率分布在3.5%-8.5%之间。2022年末长期应付款中3.29亿元为与德阳发展、四川省城乡建设投资有限公司的借款，其余5.82亿元主要为项目专项资金。2022年末长短期债务占比为7: 3，短期债务占比不小。

此外，公司其他应付款主要是公司与国企间的工程款、往来款等，规模虽大，但具备一定的偿付弹性。

表20 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	51.10	17.70	33.39
债券融资	33.87	0.83	33.04
资金拆借	3.29	0.00	3.29
合计	88.27	18.54	69.72

注：上表中的债务未包括应付票据。

资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

表21 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.86	8.63%	10.66	11.35%	6.12	7.75%
其他应付款	16.50	13.11%	10.04	10.68%	5.82	7.37%
一年内到期的非流动负债	7.68	6.10%	13.61	14.49%	1.03	1.30%
流动负债合计	50.31	39.98%	42.48	45.22%	17.69	22.40%
长期借款	33.39	26.53%	32.56	34.66%	28.69	36.33%
应付债券	33.04	26.25%	14.96	15.92%	25.80	32.66%
长期应付款	9.09	7.22%	3.95	4.20%	6.81	8.62%
非流动负债合计	75.55	60.02%	51.46	54.78%	61.30	77.60%
负债合计	125.86	100.00%	93.95	100.00%	78.99	100.00%
总债务	94.99	75.48%	78.63	83.70%	70.81	89.64%

其中：短期债务	25.27	20.08%	27.24	28.99%	9.55	12.09%
长期债务	69.72	55.40%	51.40	54.71%	61.26	77.55%

资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，近年公司资产负债率变动不大，维持在较高水平；随着融资资金到位较多，2022年末公司现金类资产规模扩大，使得现金短期债务比上升，现金类资产对短期债务的覆盖能力尚可；公司债务规模增长导致公司利息支出上升较快，2022年末EBITDA对利息支出保障能力有所下降。

公司流动性需求主要来自项目建设及债务的还本付息，持续的项目推进仍存在较大规模资本开支，项目资金需求较大，同时2023年内公司债务到期规模为25亿元，2022年利息支出已增至4.06亿元，公司面临一定的刚性债务偿付压力。公司主要依赖银行借款和债券发行平衡资金缺口，截至2022年末，公司银行剩余授信额度为11.30亿元，备用流动较低；作为德阳市罗江区核心基建主体，预计公司仍将获得政府资金支持；此外，近年来公司在债券市场表现较为活跃，预计未来其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22 公司偿债能力指标

项目	2022年	2021年	2020年
资产负债率	56.54%	57.48%	57.72%
现金短期债务比	1.04	0.60	1.65
EBITDA 利息保障倍数	1.25	1.80	1.04

资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告，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

环境方面，根据公司提供的说明，公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因违规经营、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。近三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。公司未因信息披露不合规而受到处罚，但公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

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4月10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。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额为20.91亿元，占同期末净资产的21.61%，被担保企业均为国有企业，但未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表23 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
德阳金泰城乡发展有限公司	3.00	2037/12/11	否
德阳金泰城乡发展有限公司	2.00	2038/11/11	否
德阳兴罗投资发展有限公司	2.80	2023/12/24	否
德阳兴罗投资发展有限公司	0.74	2024/3/29	否
德阳兴罗投资发展有限公司	1.99	2024/6/30	否
德阳两山林业开发有限公司	8.50	2041/12/20	否
四川国开能源科技有限公司	0.07	2023/6/30	否
德阳启航产业运营有限公司	0.08	2023/6/30	否
德阳城投控股集团有限公司	0.09	2023/6/28	否
德阳金泰城乡发展有限公司	0.44	2024/9/22	否
德阳兴罗投资发展有限公司	1.20	2024/6/30	否
合计	20.91	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是德阳市罗江区的核心基础设施建设主体，公司由德阳发展100.00%持股，实际控制人为德阳市国资委。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，罗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) 公司与罗江区政府的联系非常紧密。罗江区政府对公司的经营战略和业务运营有强大的影响力，公司的工程施工业务主要来自于罗江区住房和城乡建设局等政府单位。同时，近年公司获得罗江区人民政府单位较大规模的资产注入，并持续获得政府财政补贴。此外，预计公司与政府的联系将保持稳定。

(2) 公司对罗江区政府非常重要。公司部分收入来自工程施工业务，属于公共产品和服务，公司在基础设施建设方面对政府贡献很大，但公司本部不涉及供水、供电、供热、燃气、公交等专营性业务。由于公司已发行债券，其违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目的收益系本期债券还本付息的主要来源。根据募投项目可研报告测算，在债券存续期内募投项目将实现收入9.26亿元，项目净收益为8.15亿元，若募投项目按原计划建成并实现收入，将对本期债券兑付提供保障。但募投项目的投资规模较大，存在不能按期竣工的风险，项目能否按预期进行出租、运营等因素均存在一定不确定性，项目收益的实现亦存在一定不确定性。

公司经营活动获取的现金是本期债券还本付息资金的重要保障。近年公司营业收入稳定增长，截至2022年末，公司主要在建项目规模较大，未来收入来源较有保障，但公司营业收入易受项目建设进度和政府审计决算进度影响，且代建工程收入的收现情况受政府资金调配影响而存在一定的不确定性。

此外，必要时公司也可通过土地、可供出售金融资产等变现来还本付息。截至2022年末，公司存货中较大规模的土地尚未抵押，可用于抵押或变现。但考虑到土地资产未来变现实金额受当地土地市场行情影响较大，土地资产能否顺利变现及变现实金额存在一定不确定性。

本期债券保障措施分析

德阳发展提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

德阳发展出具了担保函，承诺为公司本金金额不超过10亿元的公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括公司发行的债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用，保证期间为本期债券存续期及最后一个兑付日起两年。

担保函约定：经有关部门和本期债券持有人会议批准，本期债券发行利率、发行期限、还本付息方式等发生变更时，经德阳发展书面同意，德阳发展继续承担担保函项下的担保责任；未经德阳发展书面同意，德阳发展不再继续承担担保函下任何责任。在担保函项下的本期债券到期之前，德阳发展发生分立、合并、停产停业等足以影响本期债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的保证，公司不提供新的保证时，债券持有人有权要求公司、德阳发展提前兑付债券本息。

德阳发展由德阳市国资委于1998年6月出资成立，初始注册资本为4.03亿元。2020年10月，德阳市国资委将其持有德阳发展10.00%的股权无偿划转至四川省财政厅。经过数次以股权、土地使用权、货币等形式增资，截至2023年3月末，德阳发展注册资本为100.00亿元，实收资本为65.75亿元。2023年3月，德阳市国资委将持有德阳发展的90.00%无偿划转至德阳投资控股集团有限责任公司，公司控股股东变更为德阳投资控股集团有限责任公司，实际控制人仍为德阳市国资委。

德阳发展是德阳市市属国有资产运营管理主体，主营业务包括城市基础设施建设、社会公共事业运营、商品销售等业务。德阳发展营业收入主要来源于城市基础设施建设和商品销售收入，近年德阳发展

营业收入大幅提升，主要系商品销售收入大幅增长所致。近年德阳发展毛利率逐年下降，主要系毛利率水平较低的商品销售收入占比大幅上升所致。

表24 德阳发展营业收入及毛利率构成（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
1.主营收入小计	361.25	97.33%	3.10%	233.74	95.21%	3.37%
基础设施业务	16.58	4.47%	19.10%	10.45	4.26%	34.47%
销售商品	322.37	86.86%	1.73%	212.84	86.70%	1.39%
服务业务	6.88	1.85%	10.31%	1.61	0.66%	22.56%
房产业务	5.90	1.59%	15.20%	0.00	0.00%	0.00%
专业服务	3.81	1.03%	12.55%	2.61	1.06%	8.24%
交通运输业务	1.85	0.50%	-54.58%	1.62	0.66%	-45.63%
信息技术服务	1.33	0.36%	26.45%	2.20	0.90%	15.08%
项目运营	1.11	0.30%	34.27%	1.21	0.49%	43.59%
其他	1.42	0.38%	44.78%	1.20	0.49%	50.30%
2.其他业务小计	9.89	2.67%	48.69%	11.75	4.79%	33.37%
租赁收入	1.27	0.34%	48.47%	0.76	0.31%	63.54%
服务收入	0.40	0.11%	8.09%	0.33	0.13%	15.68%
其他收入	8.22	2.21%	50.71%	10.67	4.35%	31.76%
合计	371.14	100.00%	4.32%	245.50	100.00%	4.80%

项目	2020年		
	金额	占比	毛利率
1.主营业务小计	117.70	94.70%	4.45%
代建服务	1.17	0.94%	91.96%
拨改租	2.78	2.24%	51.61%
商品销售及贸易	103.99	83.67%	1.55%
水费	0.97	0.78%	-1.83%
污水处理	0.94	0.76%	13.12%
工程施工	2.98	2.40%	12.88%
保安业务	0.73	0.59%	26.17%
运输业务	1.16	0.93%	-31.39%
其他	2.97	2.39%	26.95%
2.其他收入小计	6.59	5.30%	31.83%
利息收入	5.72	4.60%	31.53%
其他	0.88	0.71%	33.83%
合计	124.29	100.00%	5.90%

资料来源：德阳发展 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

受益于德阳产投、西南发展股权转让及融资规模增加等，近年德阳发展资产规模大幅增长，从结构

上来看，以流动资产为主。截至2022年末，德阳发展总资产为1,227.07亿元，较2020年末增长89.86%；由于注入较多股权及货币资金，德阳发展所有者权益实现较快增长，有效提升了其资本实力，2022年末，德阳发展所有者权益为428.99亿元。

表25 德阳发展主要财务指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
总资产	1,227.07	822.42	646.29
所有者权益	428.99	308.30	256.63
总债务	-	391.00	279.19
资产负债率	65.04%	62.51%	60.29%
现金短期债务比	-	1.12	0.96
营业收入	371.14	245.50	124.29
其他收益	7.87	3.35	3.49
利润总额	6.43	4.85	4.03
销售毛利率	4.32%	4.80%	5.90%
EBITDA	-	20.59	14.55
EBITDA 利息保障倍数	-	1.49	1.14
经营活动现金流净额	0.19	0.12	-15.89

资料来源：德阳发展 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，德阳发展主体信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销的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

罗江区位于“成德绵”经济发展主轴上，交通较便利；以新材料、装备制造和电子信息为重点产业，近年发展态势良好，近年招商引资表现较好。虽然公司资产流动性及收益性较弱，债务压力较大，同时面临较大的建设资金压力。但公司作为德阳市罗江区核心城市基础设施建设主体，业务在区域内具有专营性，工程代建和粮油收储业务可持续性较好，且政府在资产注入和财政补贴方面对公司支持力度较大，预计未来将持续给予公司支持。整体而言，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

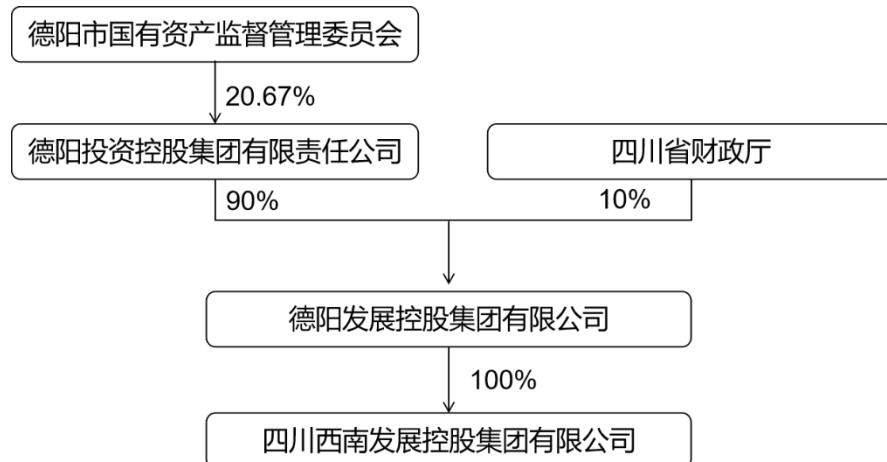
本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

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	18.06	11.51	14.66
其他应收款	35.03	26.47	25.36
存货	80.27	69.16	70.66
流动资产合计	150.86	124.03	114.45
在建工程	6.20	2.38	0.04
无形资产	41.15	13.95	9.91
非流动资产合计	71.75	39.40	22.41
资产总计	222.61	163.43	136.86
短期借款	10.86	10.66	6.12
应付账款	2.40	2.85	0.88
其他应付款	16.50	10.04	5.82
一年内到期的非流动负债	7.68	13.61	1.03
流动负债合计	50.31	42.48	17.69
长期借款	33.39	32.56	28.69
应付债券	33.04	14.96	25.80
长期应付款	3.29	3.88	6.77
非流动负债合计	75.55	51.46	61.30
负债合计	125.86	93.95	78.99
总债务	94.99	78.63	70.81
其中：短期债务	25.27	27.24	9.55
所有者权益	96.75	69.48	57.87
营业收入	25.90	14.68	10.26
营业利润	1.43	1.38	1.14
其他收益	2.27	1.73	2.09
利润总额	1.47	1.39	1.14
经营活动产生的现金流量净额	0.62	-5.45	-5.66
投资活动产生的现金流量净额	-2.76	-5.55	-2.62
筹资活动产生的现金流量净额	5.68	8.33	15.23
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	6.22%	5.38%	6.64%
资产负债率	56.54%	57.48%	57.72%
短期债务/总债务	26.60%	34.64%	13.49%
现金短期债务比	1.04	0.60	1.65
EBITDA（亿元）	5.07	3.89	3.10
EBITDA 利息保障倍数	1.25	1.80	1.04

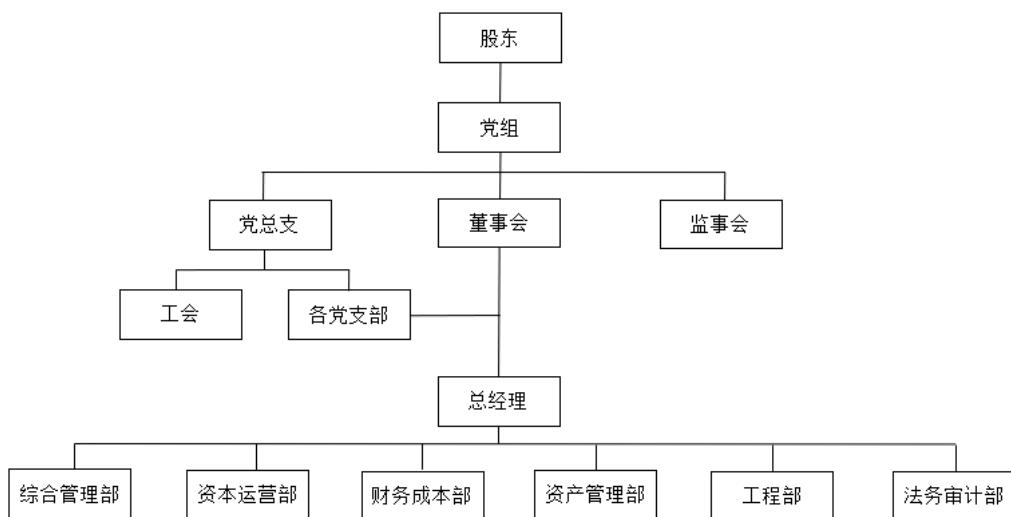
资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



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：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	
		直接	间接
德阳金南建设工程有限公司	23,540.00	100%	
四川金和资产经营管理集团有限公司	10,000.00	100%	
德阳金和万兴供应链管理有限公司	1,000.00		100%
德阳金和常兴商品砼有限公司	1,000.00		60%
德阳金和兴鑫建材有限公司	1,000.00		100%
建投建材德阳罗江有限公司	2,000.00		51%
德阳金和万佳置业有限公司	2,000.00		100%
德阳市罗江区久安机动车检测有限公司	200.00		100%
四川纹江致远建筑工程有限公司	2,000.00		100%
罗江县建筑开发工程有限公司第一分公司	-		100%
德阳市罗江区建业测绘有限公司	50.00		100%
罗江县粮油收储总公司	1,369.10	100%	
四川西南粮油总公司	1,000.00	100%	
四川罗江国家粮食储备库	754.00	100%	
四川汉江新材料有限公司	20,000.00	70%	
德阳文鑫文化体育有限公司	1,000.00	67%	
德阳市潺亭水务有限公司	5,000.00	100%	
四川汉江商贸有限公司	2,000.00		100%
四川西南污水处理有限公司	5,000.00		100%
四川西南城市发展有限公司	10,000.00	100%	
四川西南能源控股有限公司	2,800.00		70%

资料来源：公司2020-2022年三年连审审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

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%
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/短期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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+租赁负债+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。