



2023年邛崃市建设投资集团有限公司公司 债券（品种一）、（品种二）2024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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年邛崃市建设投资集团有限公司公司债券（品种一）、（品种二）2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
23 邛建 01/23 邛崃债 01	AAA	AAA
23 邛建 02/23 邛崃债 02	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：邛崃市近年工业经济发展势头较好，为公司发展提供了良好外部环境，公司实际控制人仍为邛崃市国有资产投资监督服务中心（以下简称“邛崃国资中心”），仍是邛崃市重要的基础设施建设主体，业务持续性仍较好，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）为“23 邛建 01/23 邛崃债 01”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升其信用水平，重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“进出口担保”）为“23 邛建 02/23 邛崃债 02”提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升其信用水平。同时，中证鹏元也关注到，公司资产流动性仍较弱，同时短期债务偿债压力较大，并面临较大的或有负债风险。

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，未来较长一段时期内公司平台地位将保持重要，业务仍具有持续性，且有望持续获得较大的外部支持。

评级日期

2024 年 6 月 25 日

联系方式

项目负责人：李佳
lij@cspengyuan.com

项目组成员：谭棋
tanq@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	345.36	339.09	324.69	321.95
所有者权益	169.35	169.07	167.56	170.35
总债务	--	102.63	94.55	93.24
资产负债率	50.96%	50.14%	48.39%	47.09%
现金短期债务比	--	0.32	0.29	1.43
营业收入	3.63	11.60	10.49	9.28
其他收益	0.00	0.52	0.40	0.30
利润总额	0.38	2.05	1.60	2.30
销售毛利率	11.01%	14.09%	12.56%	15.74%
EBITDA	--	2.09	1.69	2.33
EBITDA 利息保障倍数	--	0.33	0.26	0.62
经营活动现金流净额	2.48	2.98	-1.53	4.07

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **邛崃市位于成都市半小时经济圈，以新能源新材料、食品饮料（优质白酒）、生物医药为支柱的工业经济发展势头较好。**邛崃市是中国最大的白酒原酒基地，拥有金六福、文君酒、古道江湖酒、崃山二曲等邛酒品牌；以新能源新材料、食品饮料（优质白酒）、生物医药为三大支柱产业，三大支柱产业产值占规上工业总产值的比重超过 70%，2023 年三大支柱产业实现规模以上营业收入 289.24 亿元，实现利税 24.37 亿元，其中 2023 年白酒规上企业产值增长 11.5%，绿色食品和医药医械产业产值增长 7.8%，整体保持较快发展。
- **作为邛崃市重要平台，公司代建项目充足，在建项目总投资规模较大，业务持续性仍较好。**公司是邛崃市重要的的基础设施建设主体，承担了城区范围内较多的基础设施、安置房等建设项目，资产规模在区域内仍保持领先，目前在建项目总投资及尚需投资规模仍较大，且有较大规模的已投资项目可供未来结算，整体看业务持续性仍较好。商品贸易、劳务派遣及公墓等业务板块丰富了公司业务结构。
- **三峡担保、进出口担保提供的保证担保仍分别能有效提升“23 邛建 01/23 邛崃债 01”、“23 邛建 02/23 邛崃债 02”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升“23 邛建 01/23 邛崃债 01”的信用水平；进出口担保主体信用等级为 AA+，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升“23 邛建 02/23 邛崃债 02”的信用水平。

关注

- **公司资产流动性仍较弱。**资产构成仍主要系待开发土地、项目建设成本及应收款项，土地资产集中变现难度较大；项目实际回款进度受政府财政资金安排影响较大，存在较大不确定性，2023 年回款情况表现仍不佳；部分应收款账龄较长，且回收情况受当地政府资金安排影响，对营运资金形成较大占用。此外，2023 年末公司受限资产合计 39.45 亿元，占当期末公司总资产的比重为 11.63%。
- **公司债务规模持续扩张，非标融资规模增加较多，短期债务偿债压力仍较大。**2023 年末公司债务规模继续增长（其中非标融资规模较上年末增加约 6.36 亿元），长短期债务比约为 7:3，短期债务余额约 30 亿元，现金短期债务比及 EBITDA 利息保障倍数仍处低位，考虑到公司有较大规模的项目支出、债务还本付息需求，且备用流动性不足，公司面临较大的短期偿债压力。
- **公司担保余额较大且快速增长，存在较大的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额规模为 122.48 亿元，较上年末增长 36.79%，占当期末净资产的比重为 72.44%，担保对象均为地方国企或事业单位，但未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	净资产	营业收入
邛崃市建设投资集团有限公司	主要承担邛崃市主城区的基础设施建设、安置房建设、土地整理等工作	339.09	169.07	11.60
成都泓胜建设发展有限公司	邛崃市高铁片区的基础设施建设主体	--	--	--
成都市天新交通建设有限公司	主要承担邛崃市交通基础设施建设工作	201.58	148.04	4.45
成都市羊安新城开发建设有限公司	邛崃市天府新区新能源新材料产业功能区的基础设施建设主体	200.34	72.23	8.74
成都市龙腾水利开发有限公司	邛崃市重要的农林水利基础设施建设主体	155.60	76.90	5.44
邛崃市天际山水文化旅游投资集团有限公司	邛崃市重要的旅游基础设施建设及运营主体	143.70	74.41	5.69

成都市沅峡投资集团有限公司	主要承担邛崃市主城区的基础设施建设、安置房建设、土地整理等工作	--	--	--
---------------	---------------------------------	----	----	----

注：以上各指标均为 2023 年末/2023 年度数据；邛崃市建设投资集团有限公司、成都市天新交通建设有限公司为成都市沅峡投资集团有限公司的子公司；“-”表示数据未公开披露。

资料来源：DM、中证鹏元数据库，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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx 2024V1.0
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	经营&财务状况	经营状况	7/7
	ESG 因素			财务状况	4/7
调整因素	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					2
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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

- 公司是邛崃市重要的基础设施投资建设企业，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，邛崃市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为：一方面，截至 2023 年末公司由邛崃市国资中心间接全资持股，且公司的经营战略和业务运营由邛崃市政府决定，此外，2023 年公司工程建设收入占比约 46%，主要来自于邛崃市人民政府和邛崃市古州投资有限公司，近年持续获得资产注入等政府较大力度的支持，预计公司未来与邛崃市政府的联系比较稳定，公司与邛崃市政府的联系非常紧密；另一方面，公司是当地最核心的城投公司，虽未从事供水、供电、供热、燃气、公交等准公益性业务，但从基础设施及安置房业务看，公司对政府的贡献很大，公司是公开发债平台，我们认为公司对邛崃市政府非常重要。同时，中证鹏元认为邛崃市政府的经济实力、财政实力和偿债能力很强，其提供支持的能力很强。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
23 邛建 01/23 邛崃债 01	4.50	4.50	2023-5-16	2030-9-27
23 邛建 02/23	4.90	4.90	2023-5-16	2030-9-27

邛崃债 02

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9月公开发行“23邛建01/23邛岷债01”、“23邛建02/23邛岷债02”，发行规模分别为4.50亿元和4.90亿元，募集资金均计划用于邛崃市黄坝三期安置房项目、邛崃市高铁片区安置房建设项目建设。“23邛建01/23邛岷债01”、“23邛建02/23邛岷债02”共用一个募集资金专项账户，截至2024年6月14日，余额为4.71亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，截至2023年末，公司注册资本为30.00亿元，实收资本为10.90亿元，唯一股东为成都市沱江投资集团有限公司（以下简称“沱江集团”），实际控制人为邛崃国资中心，股权结构图详见附录二。

公司仍系邛崃市重要投融资平台，总资产和净资产规模在区域内城投公司排名靠前，公司本部主要负责邛崃市城区范围内基础设施和安置房建设、劳务派遣、公墓运营等业务，另外还有部分贸易业务，由子公司邛崃市国盛商贸有限公司（以下简称“国盛商贸”）负责。2023年公司合并报表范围未发生变化，截至2023年末，公司合并报表范围内子公司共5家，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中

有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模

趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

邛崃市位于成都半小时经济圈内，是中国最大白酒原酒基地，旅游资源较丰富，近年一般公共预算收入持续增长，但经济体量偏小，2023年固定资产投资增速大幅下滑；区域以新能源新材料、食品饮料（优质白酒）、生物医药为三大支柱产业，工业经济发展势头较好

区位优势：邛崃市隶属成都市，交通较便捷，是中国白酒原酒之乡，拥有丰富的旅游资源。邛崃市是成都市下辖县级市，位于成都平原西南部，在成都市“半小时经济圈”内，距成都市区约65公里、天府新区成都直管区约33公里，距成都双流机场约50公里、成昆铁路普兴火车站40公里，是川西地区重要的交通枢纽和西藏连接四川的重要物资集散地。邛崃市现有成雅快铁、成名高速公路、成雅高速公路、成温邛快速路、成新蒲快速路、新邛路等交通要道，成雅快铁在邛崃市境内设邛崃站，已实现公交化运行，半小时内可达成都市区，目前已形成“四轨四高六快”外联交通体系，开行邛崃至重庆直达动车，积极融入成渝地区双城经济圈建设。邛崃市酿酒文化历史悠久，是中国最大白酒原酒基地，被称作“中国白酒原酒之乡”，拥有金六福、文君酒、古道江湖酒、崃山二曲等邛酒品牌。此外，邛崃市旅游资源丰富，拥有4A级旅游景区中国酒村-邛酒文化风情旅游村落天台山、平乐古镇、邛崃天台山旅游景区、芦沟竹海风景区；多次获评“全国县域旅游综合实力百强县”，2023年邛崃市共接待游客1,698.38万人次，实现旅游综合收入127.06亿元，全年接待游客人次增长15.1%，旅游收入增加24.7%。邛崃市总面积为1,377平方公里，下辖14个镇乡（街道）。截至2023年末，邛崃市常住人口为59.79万人，近年人口净流出。

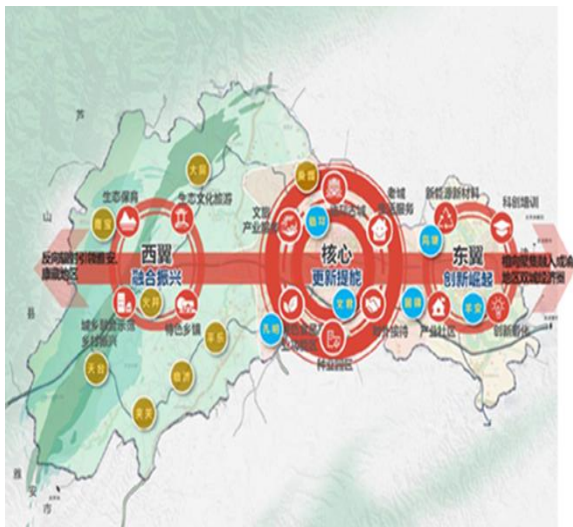
从城市空间格局来看，邛崃市打造产业发展推动中部、东部、西部区域三区协同发展。依托东部区域天府新区新能源新材料产业功能区、中部区域天府现代种业园与邛崃绿色食品产业功能区、西部区域龙门山生态价值转化示范区，沿天邛雅高速打造串联三区、向东融入成渝地区双城经济圈、向西辐射带

动雅康地区的東西向产业联动发展轴，以产业功能区产城融合发展带动重大功能设施沿轴线布局，形成三区协同、双向联动发展新格局。

图 1 邛崃市区位图



图 2 邛崃市主体功能区分区图



资料来源：中国民政部、邛崃市政府官网

经济发展水平：邛崃市经济体量不大，经济实力在成都市各区（市）县排名靠后，固定资产投资大幅下滑，消费市场回暖，整体发展水平相对落后。近年邛崃市地区生产总值持续增长，2023年全市地区生产总值在成都市20个区县中排名第18，同比增长6.2%，增速略高于成都市及全国平均水平。邛崃市三次产业结构由2021年的为13.1:42.0:44.9调整为2023年的12.8:40.3:46.9，经济结构以第二、三产业为主。2022年以来邛崃市固定资产投资持续下降，2023年邛崃市全市固定资产投资下降24%，其中工业投资下降12.1%，房地产投资下降70.2%，全年商品房销售面积20.52万平方米，其中住宅销售面积16.84万平方米，实现商品房销售额16.5亿元，其中住宅销售额15.15亿元。2023年邛崃市社会消费品零售总额同比增长10.0%，其中城镇零售额和乡村零售额分别增长10.5%和4.2%。商品零售106.4亿元，增长11.3%，消费市场回暖。近年来邛崃市人均GDP整体有所提升，但仍处较低水平，整体经济发展水平较弱。

表1 2023 年成都市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区县名称	GDP	GDP 增速 (%)	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
金牛区	1,601.20	6.2	12.47	100.69	5.46
青羊区	1,589.50	6.1	16.43	114.42	26.02
新都区	1,086.10	6.0	6.89	70.57	24.86
郫都区	787.50	6.0	4.66	61.74	24.86
新津区	502.70	5.3	13.45	36.90	51.20
崇州市	501.40	5.6	6.76	32.86	22.84

邛崃市 425.22 6.2 7.09 36.59 29.10

资料来源：各区（市）县政府官网，中证鹏元整理

表2 邛崃市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	425.22	6.2%	400.63	3.8%	386.32	8.6%
固定资产投资	-	-24%	289.21	7.1%	-	17.4%
社会消费品零售总额	133.04	10.0%	121	-1.8%	123.26	23.1%
人均 GDP（万元）		7.09		6.66		6.41
人均 GDP/全国人均 GDP		79.29%		77.75%		79.12%

注：2021 年人均 GDP 按七普数据计算；“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2020-2023 年邛崃市国民经济与社会发展统计公报、邛崃市政府网站，中证鹏元整理

产业情况：邛崃市以新能源新材料、食品饮料（含优质白酒）、生物医药为三大支柱产业，工业经济发展势头较好。邛崃市工业经济发展较好，2023 年实现全口径工业增加值 128.62 亿元，同比增长 6.2%，实现规模以上工业增加值增长 8.3%，近年均保持较快增速。邛崃市拥有天府新区新能源新材料产业功能区和绿色食品产业功能区，形成了新能源新材料、食品饮料（含优质白酒）、生物医药三大主导产业；2023 年优质白酒及食品饮料、生物医药、新能源新材料等重点行业实现规模以上营业收入 289.24 亿元，实现利税 24.37 亿元。近年邛崃市战略性新兴产业园聚集成势，天新产业功能区获评成都市新能源新材料两大重点产业链主承载地，紫宸一期、明超电缆等项目建设完成，卓勤二期、紫宸二期等项目开工建设，2023 年邛崃市新能源新材料产业实现产值 140 亿元，增长 6.8%，发展势头较为强劲。食品饮料（含优质白酒）产业以达能、伊利、水井坊、金六福及巴克斯酒业为代表，引进四川原酒集团等企业 4 家和产业链配套项目 10 个，培养发展酒庄 5 家，酒企实现营业收入 120 亿元，2023 年邛酒规上企业产值增长 11.5%；医药医械产业逐渐成链，2021 年威高医疗装备产业园、成都医疗器械创享中心建成投运，2022 年金鼓中硼硅玻璃等项目竣工投产，欧康医药北交所上市，形成了以天台山制药为代表的医药生产、以威高集团为代表的医疗器械、以金鼓药用包装为代表的药用包装产业格局，2023 年邛崃市绿色食品和医药医械产业产值增长 7.8%。

财政及债务水平：近年邛崃市一般公共预算收入持续增长但收入质量不高，财政自给能力有所提升，政府性基金收入波动较大，政府债务余额不断扩张。2023 年邛崃市一般公共预算收入同比自然口径增长 17.7%，其中税收收入 16.83 亿元，同口径增长 2.5%，近年税收收入占比持续下滑，主要税种为增值税、企业所得税和城建税。同时，2023 年邛崃市实现一般公共预算支出同比小幅下跌，一般公共预算收入增加，财政自给率有所上升。受房地产市场波动等影响，近年全市政府性基金收入存在较大波动，2022 年主要因国有土地使用权出让收入下滑，导致同期邛崃市政府性基金收入缩减，2023 年邛崃市国有土地使用权出让收入为 26.53 亿元，同比增长 45%，拉动政府性基金收入回升。近年邛崃市地方政府债务余额持续扩张，复合增长率为 14.23%。

表3 邛崃市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	36.59	31.09	31.08
税收收入占比	46.00%	48.47%	52.77%
财政自给率	58.25%	46.66%	52.82%
政府性基金收入	29.10	20.72	35.23
地方政府债务余额	99.30	85.37	76.10

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：邛崃市政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

作为邛崃市重要基础设施建设平台，2023年公司承担城区范围内的基础设施和安置房建设等业务的职能未改变，资产规模仍在区域内领先，项目储备充足，业务持续性较好；公司还开展商品贸易、劳务派遣和公墓等业务板块，整体业务收入小幅增长

公司系邛崃市重要基础设施建设平台，仍主要承担城区范围内道路、安置房等基础设施建设等职能，总资产和净资产规模在区域内城投平台中排名靠前，地位突出。公司业务较为多元，2023年收入和毛利润仍主要来源于工程建设业务，2023年公司安置房销售业务因销售商铺占比提升使得毛利率增加较多，此外，贸易业务、劳务派遣和公墓等业务丰富了业务结构。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设	5.39	46.42%	16.15%	4.92	46.93%	16.15%
安置房销售	1.84	15.83%	16.01%	1.66	15.79%	8.48%
贸易业务	2.84	24.50%	2.18%	2.52	23.99%	2.71%
劳务派遣	1.17	10.06%	8.38%	1.11	10.60%	7.31%
公墓相关收入	0.08	0.66%	39.10%	0.05	0.50%	27.93%
其他	0.29	2.53%	95.80%	0.23	2.19%	94.65%
合计	11.60	100.00%	14.09%	10.49	100.00%	12.56%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）工程建设业务

作为邛崃市重要的基础设施建设平台，公司仍承担城区范围内较多的基础设施建设业务，2023年末，公司代建项目充足，业务持续性较好，但投资进度较慢且回款情况不佳，考虑到在建项目尚需较大规模投资，公司面临较大的资金支出压力

作为邛崃市基础设施建设主体，公司承担邛崃市内基础设施及市政公用项目的投资、融资、建设和管理业务。公司工程建设业务仍以代建为主，跟踪期内业务模式未发生变化，仍在公司与邛崃市人民政府

府和邛崃市古州投资有限公司¹（以下简称“古州公司”）签订的委托代建合同下展业，公司仍依照同委托方共同确认的项目收入确认单确认收入并结算成本。

2023年结算项目主要有G108新邛路邛崃段建设工程、天新邛快速路邛崃段建设工程（二期）、上林滨河体育公园及河滨绿道工程等。公司代建项目实际回款进度受邛崃市财政资金安排影响较大，存在较大不确定性，2023年回款情况表现仍不佳，但毛利率稳定。

截至2023年末，公司主要在建代建项目充足，总投资规模较大，主要在建项目尚需投资超40亿元，委托方均为邛崃市人民政府，同时，2023年末存货中有大规模的开发成本可供未来结算，整体看，工程建设业务持续性仍较好，但项目投资进度较慢。中证鹏元也关注到，公司在建代建项目尚需投入较大规模资金，给公司带来较大的资金支出压力。

表5 截至 2023 年末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
天新邛快速路建设工程项目（二期）	22.69	4.84
天新邛快速路（邛崃城区段）建设工程	13.50	8.76
邛崃市城区基础设施配套项目	7.12	1.74
拱辰大桥至白鹤山段项目	3.70	0.00
邛崃市看守所、拘留所、强制戒毒所、武警中队业务用房新建工程	3.36	--
邛崃市城区公共服务及配套基础设施建设项目	3.15	0.58
邛崃市市民中心建设工程	1.10	--
邛崃市文君新城中央商务公园、上林滨河体育公园项目	1.10	0.27
邛崃市委党校迁改工程	1.10	0.01
合计	56.82	16.20

注：拱辰大桥至白鹤山段项目截至 2023 年末累计已投资额为 6.48 万元，“--”表示中证鹏元未获得相关数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）安置房业务

公司安置房业务主要以自营模式开展，2023年该业务收入及毛利率均有所上升，已成为公司毛利润的重要来源，但后期需关注区域房地产市场变化对安置房项目去化产生的影响

公司安置房业务由公司本部负责运营，主要根据邛崃市政府安排对安置房项目进行建设，建成后由公司对安置房进行定向销售，销售价格低于当地商品房价格，对安置房配建商铺及停车场进行公开销售，建设资金来源于自筹及外部融资。

2023年公司安置房业务收入来源仍主要为邛崃市北片区安置房建设工程（以下简称“北片区安置房”）和邛崃市黄坝新村安置房建设工程（以下简称“黄坝新村安置房”），系“20邛崃债01”、“20邛崃债02”募投项目，目前项目已于2022年完工，正逐步销售中，销售对象为定向拆迁安置户。截至

¹邛崃市古州投资有限公司成立于 2010 年 7 月，由邛崃市国有资产投资监督服务中心持股 51.02%，中国农发重点建设基金有限公司持股 48.98%。

2023年末，北片区安置房去化率为25.70%、黄坝新村安置房去化率为38.30%，预计未来仍将为公司持续贡献收入。2023年安置房业务毛利率较上年提升主要系当期去化产品中商铺占比提升，当期安置房业务收入、毛利率占公司总收入、毛利润比重分别为15.83%、18.02%，已成为公司收入、毛利润的重要来源。

截至2023年末，公司在建的安置房项目主要包括邛崃市南片区安置房建设工程、邛崃市高铁片区安置房建设项目和邛崃市黄坝三期安置房项目，其中邛崃市南片区安置房建设工程系“20邛崃债01”、“20邛崃债02”募投项目的一部分。

需关注公司安置房项目销售情况受区域房地产市场影响较大，能否实现预期收益存在一定的不确定性。

表6 截至 2023 年末公司主要在建的安置房项目情况（单位：亿元）（自建自营模式）

项目名称	预计总投资	累计已投资
邛崃市高铁片区安置房建设项目	8.10	4.11
邛崃市黄坝三期安置房项目	5.50	2.42
邛崃市南片区安置房建设工程	3.02	1.31
合计	16.62	7.84

资料来源：公司提供

在建自营项目除安置房外，文博创意示范区项目系公司主要在建自营项目，预计总投资13.59亿元，截至2023年末累计已投资5.81亿元，项目建成后主要通过文旅消费、展销等方式实现收入，需关注项目收入实现情况。

（三）贸易业务

贸易业务收入较上年有所增长，但业务盈利能力较弱，客户及供应商集中度均很高

公司贸易业务仍由子公司国盛商贸负责运营，业务模式为国盛商贸向客户提供钢材、锌锭、铝锭的代采、代销等业务，提前收取客户部分定金，款项通常在1-2个月内结清，存在一定的坏账风险，合同约定超时公司将收取一定的资金占用费。2023年公司贸易业务收入较上年有所增长，毛利率仍处较低水平。2023年公司贸易业务供应商主要为四川耀达成新材料有限公司、海南仙云琼楼商贸有限公司等，客户主要为四川脉高金属材料有限公司、广州昌运国际贸易有限公司等，客户及供应商集中度均很高。

表7 公司贸易业务主要供应商构成情况（单位：亿元）

年份	供应商名称	产品	采购金额
2023 年	四川耀达成新材料有限公司	铝锭	0.90
	海南仙云琼楼商贸有限公司	锌锭	0.89
	宁波孚亨贸易有限公司	锌锭	0.78
	成都市紫和商贸有限公司	钢材	0.21
	合计	--	2.78

2022 年	宁波孚亨贸易有限公司	锌锭	1.47
	成都市紫和商贸有限公司	钢材	0.51
	厦门铭兴生物科技有限公司	玉米	0.46
	合计	--	2.44

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 公司贸易业务主要客户构成情况（单位：亿元）

年份	客户名称	产品	销售金额
2023 年	四川脉高金属材料有限公司	铝锭	0.90
	广州昌运国际贸易有限公司	锌锭	0.89
	中商银物资贸易有限公司	锌锭	0.78
	中国五冶集团有限公司邛崃分公司	钢材	0.23
	成都建工第四建筑工程有限公司邛崃分公司	钢材	0.04
	合计	--	2.84
2022 年	资阳兴港商贸有限责任公司	铝锭	1.47
	成都建工第四建筑工程有限公司邛崃分公司	锌锭	0.30
	中建科工集团有限公司	锌锭	0.12
	中国五冶集团有限公司邛崃分公司	钢材	0.12
	湖南华龄中药有限公司	钢材	0.46
	合计	--	2.47

资料来源：公司提供、中证鹏元整理

（四）其他业务

业务模式较为稳定的劳务派遣及公墓业务为公司收入形成重要补充

公司劳务派遣业务仍由子公司成都岷盛人力资源服务有限公司（以下简称“岷盛人力”）负责运营，岷盛人力与邛崃市综合行政执法局、邛崃市文化体育和旅游局、邛崃市住房和城乡建设局等单位签订劳务派遣协议，由岷盛人力负责为相关单位招聘劳务人员，收取劳务派遣服务费。2023年公司实现劳务派遣收入1.17亿元，略有增长，对收入形成重要补充，但该业务毛利率不高。

公司公墓业务仍由子公司邛崃市文笔山公墓管理有限公司（以下简称“文笔山公墓”）负责经营，主要提供墓穴、殡葬用品等相关服务，2023年公司实现公墓相关收入0.08亿元，盈利能力强但规模小。

公司在财政补贴方面继续获得外部支持

公司作为邛崃市重要的基础设施建设主体，在财政补贴方面继续得到政府支持。2023年公司获得邛崃市财政局拨付的财政补助0.52亿元，提升了公司利润水平。

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北京兴昌华会计师事务所（普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告、安礼华粤（广东）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2023年审计报告及未经审计的2024年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围无变化，截至2023年末公司合并范围子公司见附录四。

资本实力与资产质量

公司仍保持了邛崃市资产规模领先的平台地位，2023年总资产规模有所增长，构成上仍主要系待开发土地、项目建设成本及应收款项，流动性仍较弱

2023年因公司经营积累导致未分配利润有所增加，使得所有者权益小幅提升，但实收资本、资本公积均无变动。同期公司加大融资力度使得负债规模增加较多，综合使得产权比率继续提升，整体财务杠杆水平仍处高位。权益结构方面，公司所有者权益仍主要为邛崃市政府对公司资产注入形成的资本公积。

图 3 公司资本结构

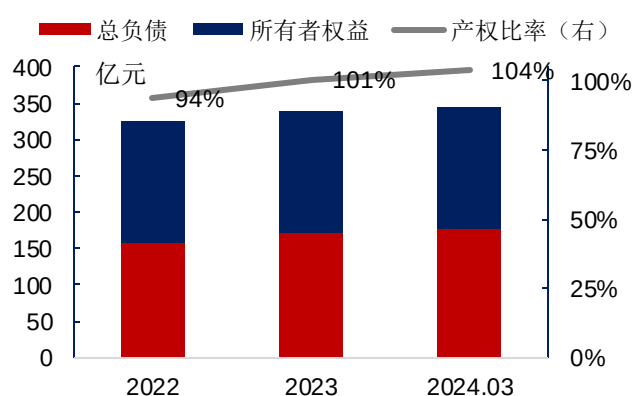
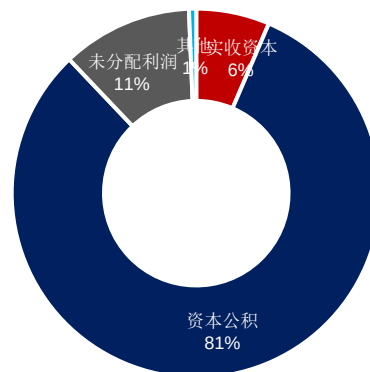


图 4 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产仍以存货（项目投入成本、土地资产）和应收款项（政府部门及国企的工程款和往来款）为主要构成，2023年末上述资产合计占总资产的85.95%。2023年末公司资产规模较上年末有所增加，主要系项目投入增加使得存货中开发成本账面价值由102.02亿元增加至111.05亿元，同期末待开发土地账面价值140.09亿元，规模较上年末无变动，其中开发成本主要有G108新邛路邛崃段建设工程（7.67亿元）、天新邛快速路邛崃段建设工程（二期）（4.64亿元）等项目；待开发土地共64宗，账面价值合计140.09亿元，均为出让性质，以商住用地为主，其中有4宗通过拍卖或购买的土地（账面价值合计1.22亿元）尚未办妥产权证书。

应收账款主要系应收四川省邛崃市财政局（9.11亿元）、邛崃市古州投资有限公司（5.64亿元，较上年末增加2.13亿元）工程代建款，需关注，公司有8.85亿元应收账款账龄在4至5年，账龄较长；其他应收款主要系与政府单位及国有企业的往来款，账龄集中在3年以内，期末应收对象包括成都市云崃投资集团有限公司（5.90亿元）、邛崃国资中心（2.95亿元）、邛崃市人民政府临邛街道办事处（2.89亿

元)等。整体看,公司应收款项回收风险可控,但部分应收款项龄较长,且回收情况受当地政府及国企资金安排影响,对营运资金形成较大占用。

其他资产构成方面,截至2023年末,公司货币资金主要系银行存款7.46亿元,其中有2.44亿元因质押、债券用途未到使用时间等受限。投资性房地产主要系政府注入的可出租和出售的房屋及商铺等,截至2023年末投资性房地产中尚有1.35亿元房产未办妥权证。公司无形资产为政府注入的文笔山和孝颐公墓经营权,经深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司评估,在评估基准日2021年3月31日的评估价值为10.52亿元,2023年公司实现公墓收入0.08亿元。

表9 公司主要资产构成情况(单位:亿元)

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.94	2.88%	9.89	2.92%	7.43	2.29%
应收账款	20.59	5.96%	19.24	5.67%	17.58	5.41%
其他应收款	19.67	5.70%	20.54	6.06%	20.58	6.34%
存货	257.37	74.52%	251.66	74.22%	241.46	74.37%
流动资产合计	309.95	89.75%	303.69	89.56%	289.37	89.12%
投资性房地产	17.68	5.12%	17.68	5.21%	17.60	5.42%
无形资产	10.46	3.03%	10.47	3.09%	10.50	3.23%
非流动资产合计	35.41	10.25%	35.39	10.44%	35.31	10.88%
资产总计	345.36	100.00%	339.09	100.00%	324.69	100.00%

资料来源:公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表,中证鹏元整理

截至2023年末,公司受限资产合计39.45亿元,占当期末公司总资产的比重为11.63%。

表10 2023年末公司受限资产情况(单位:亿元)

项目	金额	受限原因
货币资金	2.44	质押贷款
存货	30.41	抵押担保、融资租赁
投资性房地产	0.74	抵押担保
应收账款	5.86	质押贷款
合计	39.45	-

资料来源:公司2023年审计报告,中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司收入、净利润均有所增长,但盈利能力仍较弱,政府补助对公司利润有一定补充

公司主要承担邛崃市城市基础设施及安置房建设等业务,同时涉及贸易、劳务派遣和公墓等,2023年公司营业收入有所增长,分业务看,工程建设业务是公司收入的主要来源,考虑到公司在建代建项目充足,总投资规模较大,该业务未来收入较有保障;安置房销售已成为公司收入的重要部分,待结算项

目或在建项目规模尚可，中短期内收入较有保障；贸易收入稳定增长，对收入形成重要补充；劳务派遣和公墓业务较为稳定，收入持续性较好。

盈利能力方面，工程建设业务因同邛崃市政府及古州公司签订协议毛利率较为稳定，安置房销售因当期销售商铺较多2023年毛利率较上年提升较大，贸易业务盈利能力仍较弱。综合使得公司毛利率小幅增加但仍处较低水平，整体盈利能力较弱。

2023年，公司继续获得一定规模的财政补助，计入“其他收益”，对公司利润形成一定补充。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
营业收入	3.63	11.60	10.49
营业利润	0.38	2.05	1.58
其他收益	0.00	0.52	0.40
利润总额	0.38	2.05	1.60
销售毛利率	11.01%	14.09%	12.56%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司继续加大融资力度，2023年末债务类型以银行借款及债券融资为主，增量债务主要来自债券和非标融资，同时短期债务规模仍较大，短期偿债指标仍表现不佳，公司短期偿债压力较大

公司负债仍以刚性债务为主，2023年为推进项目建设及还本付息，公司继续加强外部融资力度（主要系债券融资及非标融资增加），2023年末总债务规模较上年末增加8.55%，占当期末负债合计规模的60.36%。公司债务类型主要有银行借款、债券融资、非标融资，2023年末占总债务比重分别为36%、55%、9%，其中银行借款主要为保证、质押借款，授信方主要有中国工商银行、成都农村商业银行、成都银行等，利率集中在5.0%-7.5%；债券融资多为担保发行，2023年公司新发行“23邛崃01”、“23邛崃债01”/“23邛建01”、“23邛崃债02”/“23邛建02”，分别募资15.00亿元、4.50亿元、4.90亿元，票面利率分别为6.9%、5.0%、5.3%；非标融资在2023年增加较多（2023年增加约6.36亿元），构成上主要系向成都益航资产管理有限公司、中铁信托有限责任公司等的借款，融资成本较高，相关借款计入“长期应付款”。期限结构看，2023年末公司长短期债务比约为7:3，约30亿元的短期债务给公司带来较大的短期偿债压力。

此外，其他应付款主要为公司与地方国企及其他政府相关单位的往来款等，2023年末规模较上年末变动不大，具有一定偿付弹性。2023年末，长期应付款除非标融资外，主要系邛崃市财政局国库集中支付中心、邛崃市交通运输局等拨付的项目款。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
----	------------	--------	--------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.09	4.59%	6.42	3.78%	5.34	3.40%
其他应付款	26.12	14.84%	20.20	11.88%	19.84	12.62%
一年内到期的非流动负债	23.15	13.15%	24.00	14.12%	19.92	12.68%
流动负债合计	69.28	39.36%	63.22	37.18%	57.51	36.60%
长期借款	24.60	13.97%	23.29	13.70%	26.19	16.67%
应付债券	43.71	24.83%	43.67	25.69%	41.19	26.22%
长期应付款	38.05	21.62%	39.47	23.21%	31.87	20.28%
非流动负债合计	106.73	60.64%	106.80	62.82%	99.62	63.40%
负债合计	176.01	100.00%	170.02	100.00%	157.13	100.00%
总债务	--	--	102.63	60.36%	94.55	60.17%
其中：短期债务	--	--	30.54	17.97%	25.44	16.19%
长期债务	--	--	72.09	42.40%	69.11	43.98%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年末公司资产负债率较上年末变动不大，短期现金债务比仍处低位。公司整体盈利能力较弱，同时较大规模的总债务使得利息支出负担较重，2023年末EBITDA利息保障倍数仍处于低位。整体来看，公司短期债务指标表现较差，考虑到较大规模的项目支出和债务还本付息需求，预计公司仍将继续加强外部融资力度。截至2023年末，公司的银行授信额度为81.75亿元，剩余额度约为21.39亿元，备用流动性一般。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
资产负债率	50.96%	50.14%	48.39%
现金短期债务比	0.32	0.32	0.29
EBITDA 利息保障倍数	--	0.33	0.26

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，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。2024 年 5 月，根据沅峰集团出具的股东决定，免去王斌的法定代表人、董事长、总经理职务，任命刘世祥为公司法定代表人、董事长、总经理，与陈晔、肖仁东组成公司新董事。根据沅峰集团 2024 年 1 月出具的股东决定，免去宋林蔚监事职务，任命叶国丽为公司监事，与罗蓉、陈琳、谢爽、刘欣组成公司新监事会。针对以上事项，截至 2024 年 5 月末，公司已完成了工商变更登记。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2021年1月1日至报告查询日（2024年5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；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2023年末，公司对外担保余额规模为122.48亿元，较上年末同比增长36.79%，占当期末净资产的比重为72.44%，担保对象均为邛崃市国有企业或事业单位，但均未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。公司对外担保明细见附录五。

八、外部特殊支持分析

公司是邛崃市政府下属重要企业，邛崃市政府间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，邛崃市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与邛崃市政府的联系非常紧密。截至2023年末公司由邛崃市国资中心间接全资持股，并无迹象表明政府可能降低持股比例，且公司的经营战略和业务运营由邛崃市政府决定，公司的发展规划和投融资方案等三重一大决策，涉及一定规模需报邛崃市政府审批；2023年公司工程建设收入占比约46%，主要来自于邛崃市人民政府和邛崃市古州投资有限公司，近年持续获得资产注入等政府较大力度的支持，我们认为公司未来与邛崃市政府的联系比较稳定，公司与邛崃市政府的联系非常紧密、

（2）公司对邛崃市政府非常重要。公司是当地最核心的城投公司，但未从事供水、供电、供热、燃气、公交等准公益性业务，但是从基础设施及安置房业务看，公司对政府的贡献很大，并且公司是公开发债平台，我们认为公司对邛崃市政府非常重要。

九、债券偿还保障分析

三峡担保提供的全额无条件不可的撤销连带责任保证担保仍有效提升了“23邛建01/23邛峡债01”的信用水平

三峡担保为“23邛建01/23邛峡债01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证担保的范围包括债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年，债券持有人、债权代理人在保证期间内未要求三峡担保承担担保责任的，或其在保证期间主张债权后未在保证债务诉讼时效期限届满之前向担保人追偿或发生其他法定三峡担保免责情形的，三峡担保免除保证责任。

三峡担保成立于2006年4月，原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，初始注册资本5亿元，全部由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（原重庆渝富资产经营管理集团有限公司，以下简称“渝富集团”）出资。此后，历经数次股权变更和增资扩股，截至2023年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，实缴资本为30亿元，重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）持股50.00%，三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）持股33.33%，国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）持股16.67%；三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

三峡担保的业务主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。截至2023年末，三峡担保的担保余额为941.67亿元，其中债券类担保余额占比为67.72%；融资担保责任余额704.33亿元，同比增长42.33%，期末融资担保责任余额放大倍数增长至8.56。

表14 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	489.17	584.35	658.33
其中：债券类担保	115.15	178.90	192.48
借款类担保	190.66	153.61	315.59
其他融资担保	0.00	4.50	0.00
非融资担保	183.36	247.34	150.26
当期解除担保额	500.29	532.67	605.66
期末担保余额	941.67	952.79	901.12
其中：债券类担保余额	637.66	684.96	651.32
借款类担保余额	185.89	161.04	165.98
其他融资担保	3.68	4.17	1.25
非融资担保余额	114.45	102.63	82.57
融资担保责任余额	704.33	494.87	480.20
融资担保责任余额放大倍数（X）	8.56	7.19	8.49

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

三峡担保的债券担保业务客户以城投平台为主，发行人主体信用级别以AA为主，客户主要分布在重庆、四川、山东、湖北、湖南和江西等地，担保的债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN等债券品种，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施，收费

标准平均为 1.2%/年左右。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，需关注该类客户信用风险的变化情况。另外，随着一揽子化债方案和国办“35 号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业的直接融资额呈现下降趋势，债券担保业务未来增长承压，面临一定业务转型压力。

三峡担保的借款类担保业务客户群体为政府平台和小微企业。政府平台集中在重庆市 38 个区县，另有少量位于成都市。为支持中小微企业和三农的发展，近年来三峡担保持续加大产品创新力度，陆续开发推出速贷保、科技贷、易贷保等标准化普惠金融担保产品。截至 2023 年末，三峡担保的借款类担保余额为 185.89 亿元，同比增长 15.43%。

三峡担保的非融资担保业务主要为投标担保、工程履约保函担保和诉讼保全担保。2020 年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，于当年 4 月开具首单电子投标保函，近年来非融资担保业务规模保持增长，2023 年非融资担保发生额为 183.36 亿元，期末余额为 114.45 亿元，同比增长 11.60%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，2023 年发生代偿 4.75 亿元，同比下降 29.10%，当期回收 2.22 亿元，同比小幅上涨。截至 2023 年末，三峡担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.29% 和 42.23%，在城投平台类企业融资政策收紧以及中小企业经营压力上升的背景下，需持续关注三峡担保的在保项目风险情况和代偿回收情况。截至 2023 年末，三峡担保的担保风险准备金合计为 35.24 亿元，同比增长 1.26%；拨备覆盖率为 378.52%。

表 15 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	130.60	119.83	110.25
其中：货币资金	21.69	18.20	18.09
应收代偿款净额	9.31	10.56	9.28
所有者权益合计	91.87	78.63	66.85
营业收入	17.43	15.13	12.95
其中：已赚担保费	12.74	11.34	9.04
利息收入	3.97	3.32	3.31
净利润	4.71	4.49	3.76
净资产收益率	5.52%	6.17%	5.57%
累计担保代偿率	1.29%	1.34%	1.35%
累计代偿回收率	42.23%	40.19%	40.87%
拨备覆盖率	378.52%	329.56%	350.74%

资料来源：三峡担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2023 年末，三峡担保的资产总额为 130.60 亿元，主要由货币资金、金融投资资产、存出保证金和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 21.69 亿元、40.70 亿元、41.16 亿元和 9.31 亿元。三峡担保的金融投资主要为委托贷款和债券投资，委托贷款对象主要为城投企业，债券投资的发行

主体均为政府平台，主要由三峡担保及其他专业担保公司进行增信；截至 2023 年末，委托贷款和债券投资的账面价值分别为 3.13 亿元和 32.68 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.11 亿元和 0.05 亿元，考虑到逾期委托贷款计提减值的金额较大，需关注委托贷款的信用风险。截至 2023 年末，三峡担保本部 I 级、II 级资产之和占扣除应收代偿款后的资产总额比例为 84.95%，其中 I 级资产占比为 67.65%；III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额比例为 14.58%。三峡担保 I 级资产占比较高，资产流动性良好。

截至 2023 年末，三峡担保的负债总额为 38.74 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、其他应付款、应付债券组成，同期末上述负债余额分别为 12.01 亿元、16.98 亿元、1.69 亿元和 1.68 亿元，其中其他应付款主要包括暂收应收款项 0.93 亿元和应付借款 0.70 亿元。

截至 2023 年末，三峡担保的所有者权益合计 91.87 亿元，其中实收资本为 51.00 亿元，其他权益工具中永续债 20.45 亿元，资本实力较强。2023 年末三峡担保融资担保责任余额放大倍数为 8.56，较 2022 年末有所上升。

三峡担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产和小额贷款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，三峡担保的营业收入持续增长，2023 年三峡担保实现营业收入 17.43 亿元，同比增长 15.20%；其中已赚担保费收入占比为 73.09%，当期实现净利润 4.71 亿元，净资产收益率为 5.52%，同比下降 0.25 个百分点。

三峡担保的控股股东为渝富控股，其余股东三峡资本和国开金融均为实力强劲的地方国企、央企，实际控制人为重庆市国资委。近年来三峡担保积极为重庆市中小微企业提供融资担保服务，提升中小微企业融资能力，在重庆地区经济发展中发挥较为重要作用，重庆市政府对其具有较强的支持意愿，为三峡担保长期稳定发展提供了保障。

综上，三峡担保股东综合实力雄厚，可在业务拓展、资本补充等方面为三峡担保提供较大力度的支持；近年来三峡担保已赚担保费持续上升，利润规模不断增长。同时中证鹏元也关注到，三峡担保的代偿规模较大，累计代偿回收率不高，需持续关注其代偿风险和追偿进展；担保业务区域集中度较高；融资担保责任余额放大倍数高，面临一定的资本补充压力。

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，“23 邛建 01/23 邛岷债 01”由三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“23 邛建 01/23 邛岷债 01”的信用水平。

进出口担保提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍有效提升了“23 邛建 02/23 邛岷债 02”的信用水平

进出口担保为“23 邛建 02/23 邛岷债 02”提供无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括债券本金、利息，保证期间为债券存续期及债券到期之日起 6 个月，在担保函项下本期债券存续期间和债券到期时，如公司不能兑付债券利息和/或本金，进出口担保应主动承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任，承

销商可以代理债券持有人要求进出口担保履行保证责任。在担保函项下的债券到期之前，进出口担保发生分立、合并、停产停业等足以影响债券持有人利益的重大事项且公司不提供新的担保时，债券持有人有权要求公司、进出口担保提前兑付本期债券。本期债券利率、期限、还本付息方式等的变更，须经进出口担保书面同意；未经进出口担保书面同意的，进出口担保对加重保证责任的部分不承担保证责任，保证期间不受影响。

重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“进出口担保”）成立于2009年，原名“重庆进出口信用担保有限公司”，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）与中国进出口银行（以下简称“进出口银行”）共同出资组建，初始注册资本10.00亿元，渝富资产和进出口银行分别持股60%和40%。受益于2010年股东同比例增资以及2014年以来四次未分配利润转增股本，截至2017年末，进出口担保注册资本增至30亿元。2018年，渝富资产将持有的进出口担保60.00%股权无偿转让给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2023年末，进出口担保注册资本和实收资本均为30亿元，股权结构如下表所示。

表16 截至 2023 年末进出口担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	18.00	60.00%
中国进出口银行	12.00	40.00%
合计	30.00	100.00%

资料来源：进出口担保提供，中证鹏元整理

进出口担保主要从事担保业务及自有资金投资业务。受进出口担保压缩金融科技贷款担保业务的影响，2023 年进出口担保业务规模有所下降，截至 2023 年末，进出口担保的担保余额为 357.61 亿元，同比下降 12.55%，其中直接融资担保余额和间接融资担保余额的占比分别为 54.05%和 33.27%，近年业务结构基本保持稳定。

表17 进出口担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	341.54	610.32	623.64
其中：直接融资担保发生额	96.39	108.90	8.90
间接融资担保发生额	177.56	432.56	460.46
其中：银行传统贷款担保业务发生额	33.27	22.91	20.67
金融科技贷款担保业务发生额	144.29	397.25	391.49
非融资担保发生额	67.58	68.84	82.14
当期解除担保额	392.87	561.59	598.17
期末担保余额	357.61	408.94	360.21
其中：直接融资担保余额	193.29	213.75	167.13
间接融资担保余额	118.97	152.79	168.41
其中：银行传统贷款担保业务余额	52.85	37.13	35.70
金融科技贷款担保业务余额	66.12	104.67	88.29

非融资性担保余额	45.34	42.40	24.67
期末融资担保责任余额	269.04	330.79	311.17
融资担保责任余额放大倍数 (X)	6.21	7.98	7.80

资料来源：进出口担保提供，中证鹏元整理

进出口担保的直接融资担保业务客户群体均为城投类企业，发行人主体信用级别在 AA-及以上，分布在重庆、山东、湖北和四川等地，担保的产品主要为企业债。对于直接融资担保业务，进出口担保一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施。截至 2023 年末，进出口担保的直接融资担保余额为 193.29 亿元，同比下降 9.57%。随着一揽子化债方案和国办“35 号文”等一系列政策落地实施，未来进出口担保直接融资担保业务规模或将继续下降，担保业务结构面临一定转型压力。

进出口担保的间接融资担保主要包括银行传统贷款担保和金融科技贷款产品担保。近年来银行传统贷款担保业务保持增长，截至 2023 年末为 52.85 亿元，同比增长 42.34%。金融科技类贷款担保业务主要包括为“消费贷”、“司机贷”和“企业白条”等产品提供担保，该类贷款产品全部为信用贷款，代偿风险偏高，近年来进出口担保逐步压缩该类业务规模，截至 2023 年末，金融科技贷款产品担保余额为 66.12 亿元，同比下降 36.83%。

进出口担保非融资担保类产品主要是履约担保、诉讼保全担保及投标保函等业务，风险较低。截至 2023 年末，进出口担保非融资担保余额为 45.34 亿元，同比增长 6.93%。

进出口担保的代偿项目均来自间接融资担保业务。2023年进出口担保的当期担保代偿额、当期担保代偿率较上年均有所上升，分别为7.04亿元、1.79%。截至2023年末，进出口担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为1.33%和39.19%，代偿回收情况欠佳，需关注进出口担保后续的代偿回收情况。近年进出口担保的担保业务准备金规模有所上升，但拨备覆盖率有所下降，截至2023年末，未到期责任准备金和担保赔偿准备金合计22.17亿元，同比增长17.12%，拨备覆盖率为388.74%，同比下降92.66个百分点。

进出口担保利用闲置自有资金开展投资业务，截至2023年末，债权投资账面价值27.60亿元，较上年末增长7.77%，主要来自债券投资的增长；从结构来看，债券和信托产品的规模占比分别为63.55%和35.45%。

表18 进出口担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	71.51	67.58	66.52
其中：货币资金	21.63	23.82	22.77
应收代偿款净额	6.38	4.43	3.92
所有者权益	44.06	42.24	40.68
营业收入	9.37	7.91	8.53
其中：已赚担保费	7.23	6.15	6.8
净利润	2.28	2.1	2.76
净资产收益率	5.28%	5.07%	6.98%

当期担保代偿率	1.79%	0.91%	0.62%
累计担保代偿率	1.33%	1.24%	1.36%
累计代偿回收率	39.19%	43.93%	53.81%
拨备覆盖率	388.74%	481.40%	561.48%

资料来源：进出口担保 2021-2023 年审计报告及进出口担保提供，中证鹏元整理

近年进出口担保总资产保持增长，截至 2023 年末资产总额为 71.51 亿元，同比增加 5.82%，主要由货币资金、债权投资、应收代偿款以及递延所得税资产构成；同期末货币资金 21.63 亿元，其中在资产总额中的占比为 30.24%，其中受限货币资金 11.80 亿元，均为银行存款质押；同期末债权投资、应收代偿款以及递延所得税资产分别为 27.60 亿元、6.38 亿元和 4.28 亿元。

截至 2023 年末，进出口担保的负债总额为 27.47 亿元，同比增长 8.41%，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金和存入保证金组成；同期末担保赔偿准备金和未到期责任准备金合计 22.17 亿元，同比增长 17.12%；同期末存入保证金 1.80 亿元，同比增长 2.27%。

进出口担保所有者权益规模基本保持稳定，截至 2023 年末为 44.06 亿元，其中实收资本 30.00 亿元。近年来进出口担保融资担保责任余额放大倍数有所下降，截至 2023 年末为 6.21 倍，未来具备一定的业务发展空间。

进出口担保的营业收入主要来源于担保业务收入以及自有资金投资产生的利息收入。2023 年进出口担保实现营业收入 9.37 亿元，其中已赚担保费占比为 77.16%，当期实现净利润 2.28 亿元，净资产收益率为 5.28%。

综上，进出口担保股东综合实力很强，可在业务拓展、资金等方面给予进出口担保支持；具备一定的资本实力，担保风险准备金计提较为充分，拨备覆盖率高，有助于吸收代偿风险。同时中证鹏元也关注到，担保业务规模有所下降；当期担保代偿额和当期担保代偿率有所上升。

经中证鹏元综合评定，进出口担保主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，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“23 邛建 02/23 邛岷债 02”的信用水平。

十、 结论

邛崃市交通较便捷，位于成都半小时经济圈内，是中国最大白酒原酒基地；以新能源新材料、食品饮料（优质白酒）、生物医药为三大支柱产业，近年工业经济发展势头较好。公司仍系邛崃市重要平台，主要承担邛崃市城区范围内基础设施建设及安置房等业务。虽然公司资产大量集中于项目投入成本，集中变现能力差，后续项目建设资金需求较大，短期债务规模较大，但公司代建业务可持续性较好，公司平台地位突出，预计将持续获得政府相关支持。整体来看，公司抗风险能力仍较强。

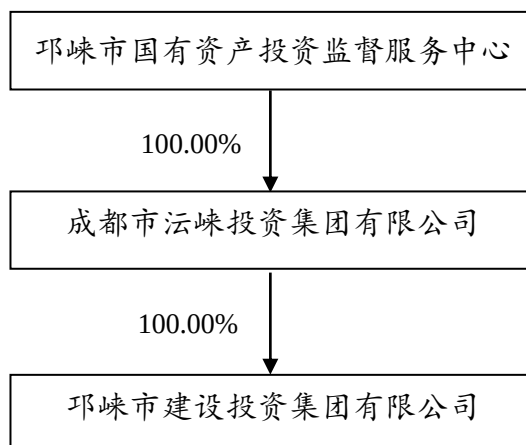
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定，维持“23 邛建 01/23 邛岷债 01”的信用等级为 AAA、维持“23 邛建 02/23 邛岷债 02”的信用等级为 AA+。

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）	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	9.94	9.89	7.43	18.18
应收账款	20.59	19.24	17.58	16.14
其他应收款	19.67	20.54	20.58	20.39
存货	257.37	251.66	241.46	227.17
流动资产合计	309.95	303.69	289.37	284.34
固定资产	0.02	0.02	0.02	0.02
投资性房地产	17.68	17.68	17.60	21.39
无形资产	10.46	10.47	10.50	10.52
非流动资产合计	35.41	35.39	35.31	37.61
资产总计	345.36	339.09	324.69	321.95
短期借款	8.09	6.42	5.34	5.34
应付账款	1.52	1.83	1.84	0.12
应交税费	7.43	7.43	6.75	6.39
其他应付款	26.12	20.20	19.84	19.73
一年内到期的非流动负债	23.15	24.00	19.92	7.40
流动负债合计	69.28	63.22	57.51	42.31
长期借款	24.60	23.29	26.19	27.67
应付债券	43.71	43.67	41.19	52.04
长期应付款	38.05	39.47	31.87	29.24
非流动负债合计	106.73	106.80	99.62	109.29
负债合计	176.01	170.02	157.13	151.60
所有者权益	169.35	169.07	167.56	170.35
营业收入	3.63	11.60	10.49	9.28
营业利润	0.38	2.05	1.58	2.30
其他收益	0.00	0.52	0.40	0.30
利润总额	0.38	2.05	1.60	2.30
经营活动产生的现金流量净额	2.48	2.98	-1.53	4.07
投资活动产生的现金流量净额	0.03	0.02	-2.01	-0.09
筹资活动产生的现金流量净额	-3.07	-1.25	-8.00	-2.00
财务指标	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	11.01%	14.09%	12.56%	15.74%
资产负债率	50.96%	50.14%	48.39%	47.09%
短期债务/总债务	31.40%	29.76%	26.91%	13.66%
现金短期债务比	0.32	0.32	0.29	1.43
EBITDA（亿元）	--	2.09	1.69	2.33
EBITDA 利息保障倍数	--	0.33	0.26	0.62

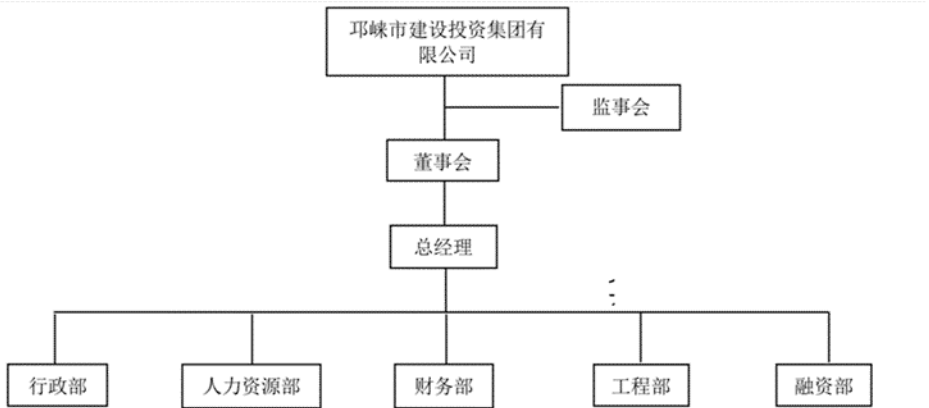
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 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（%）	主营业务
邛崃市工业发展投资有限公司	32,100.00	100.00	工业建设项目投资等
邛崃市国盛商贸有限公司	10,000.00	100.00	贸易
邛崃国盛项目管理有限公司	500.00	100.00	工程项目管理等
成都崃盛人力资源服务有限责任公司	200.00	100.00	劳务派遣及外包等
邛崃市文笔山公墓管理有限公司	30.00	100.00	公墓零售及相关服务

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

担保单位	被担保单位名称	担保余额	担保结束日
邛崃市建设投资集团有限公司	邛崃市国盛资产经营管理有限公司	167,135.48	2023/12/28 至 2026/7/25
	成都市邛州文化旅游投资开发有限公司	66,269.62	2024/10/30 至 2027/12/25
	邛崃市古州投资有限公司	238,910.00	2024/5/31 至 2026/10/25
	邛崃市国盛区域综合开发运营有限公司	246,218.80	2024/3/31 至 2039/6/25
	成都泓胜建设发展有限公司	1,000.00	2024/6/28
	邛崃市岷惠运业有限公司	2,000.00	2024/6/28 至 2024/12/21
	邛崃市国盛医疗健康投资集团有限公司	22,500.00	2024/12/27 至 2025/4/11
	邛崃市岷盛商贸有限公司	1,000.00	2024/9/17
	成都市沱峨酒店管理有限公司	1,799.00	2024/3/31 至 2026/6/30
	四川省盛澜建设工程有限公司	1,000.00	2024/3/31
	成都城盛置业发展有限公司	975.00	2025/6/7
	邛崃市天际山水文化旅游投资集团有限公司	10,000.00	2024/4/25
邛崃市工业发展投资有限公司	邛崃市古州投资有限公司	7,265.00	2030/12/11
	成都市邛州文化旅游投资开发有限公司	23,000.00	2024/12/22
	邛崃市天际山水文化旅游投资集团有限公司	43,402.00	2026/10/10 至 2027/3/16
	邛崃市新农开发建设有限公司	15,000.00	2025/12/28
	邛崃市国盛区域综合开发运营有限公司	151,100.00	2031/12/25
	成都市天新交通建设有限公司	15,051.06	2036/2/13
邛崃市建设投资集团有限公司	邛崃市公共交通有限公司	14,477.19	2024/9/10 至 2026/5/24
	邛崃市畅达物业管理有限公司	2,000.00	2024/3/23 至 2024/6/28
	成都市天新交通建设有限公司	92,639.27	2024/1/26 至 2026/3/25
	邛崃市矿产资源经营管理有限公司	66,100.00	2024/6/25 至 2026/12/20
	成都沱峨投资集团有限公司	27,000.00	2025/8/28 至 2025/12/18
邛崃市国盛商贸有限公司	成都市天新交通建设有限公司	9,000.00	2024/10/25
合计		1,224,842.42	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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

附录七 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。