



# 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） 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）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 西南 01/23 西南发展债 01	AA+	AA+

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：四川西南发展控股集团有限公司（以下简称“西南发展”或“公司”）的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，继续获得较大的外部支持，德阳发展控股集团有限公司（以下简称“德阳发展”）提供的保证担保仍有效提升了“23 西南 01/23 西南发展债 01”的信用水平。同时，中证鹏元也关注到，项目建设持续推进使得债务规模继续增长，公司杠杆水平较高，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。

## 评级日期

2024年6月26日

## 联系方式

项目负责人：王钰  
wangyu@cspengyuan.com

项目组成员：许露  
xulu@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	276.27	266.53	222.61	163.43
所有者权益	109.22	109.18	96.75	69.48
总债务	--	111.14	94.99	78.63
资产负债率	60.47%	59.04%	56.54%	57.48%
现金短期债务比	--	1.02	1.04	0.60
营业收入	14.45	38.18	25.90	14.68
其他收益	1.03	2.81	2.27	1.73
利润总额	0.15	1.50	1.47	1.39
销售毛利率	1.50%	4.95%	6.22%	5.38%
EBITDA	--	5.93	5.07	3.89
EBITDA 利息保障倍数	--	1.72	1.25	1.80
经营活动现金流净额	4.90	-3.18	0.62	-5.45

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

- **公司仍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，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。
- **公司继续获得较大的外部支持。**2023 年德阳市罗江区财政局将略坪镇红星村等区域内 1.5 平方公里的砂砾石资产划入公司，同时收到罗江区政府增资 0.57 亿元，合计增加公司资本公积 11.48 亿元；2023 年公司获得政府补贴 2.81 亿元，有效提升了公司利润水平。
- **德阳发展提供的保证担保仍有效提升了“23 西南 01/23 西南发展债 01”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+，其为“23 西南 01/23 西南发展债 01”提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了其信用水平。

## 关注

- **应收款项长期占用资金，砂石处置权无收益，资产流动性仍较弱。**公司资产以存货、应收款项及无形资产为主要构成，2023 年末上述资产合计占总资产比重超 70%。其中存货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，且款项回收时间不确定；无形资产中砂石处置权共 41.68 亿元，尚未实现收益。
- **债务规模继续扩张，债务压力和项目建设资金需求较大。**2023 年末公司债务规模为 111.14 亿元，继续保持扩张态势，杠杆水平抬升，短期债务规模较大，但备用流动性较低。此外，公司项目建设资金需求仍存，预计未来将继续依赖外部融资。
- **公司商品销售业务盈利能力弱，自营项目未来收益具有不确定性。**公司营业收入仍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；2023 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 2023 年末，公司对外担保金额为 16.57 亿元，占同期末净资产的 15.18%，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
基础设施建设投资类企业信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2024V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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&财务状况	7/7
			经营状况	4/7
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

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

- 公司是罗江区重要的基础设施投资企业，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：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政府单位较大规模的资产注入，并持续获得政府财政补贴。公司工程施工业务收入属于公共产品和服务，在基础设施建设方面对政府贡献很大，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。同时，中证鹏元认为罗江区政府提供支持的能力较强，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，经济总量和财政收入保持增长，其经济实力、财政实力和偿债能力较强。

### 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西南01/23西南发展债01	9.40	9.40	2023-6-1	2030-7-12

## 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7月发行7年期9.40亿元“23西南01/23西南发展债01”，募集资金原计划用于德阳市罗江区“补短板”升级改造项目及补充营运资金。截至2024年3月31日，“23西南01/23西南发展债01”募集资金专项账户余额合计为0.78亿元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变更。截至2024年3月末，公司控股股东仍为德阳发展，实际控制人仍为德阳市国资委，公司注册资本和实收资本仍均为5.00亿元，股权结构详见附录二。

公司仍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仍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，2023年子公司四川汉江新材料有限公司（以下简称“汉江新材料”）建设的PET新型包装材料项目生产线一期项目已投产运营，汉江新材料财务数据见表1。2023年，公司合并范围新增4家子公司，无子公司减少，详见表2。截至2024年3月末，纳入公司合并范围内子公司共25家，详见附录四。

**表1 汉江新材料 2023 年度财务数据（单位：亿元）**

子公司名称	持股比例	净资产	资产负债率	营业收入	净利润
四川汉江新材料有限公司	70.00%	1.94	81.93%	22.29	-0.02

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表2 2023 年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：亿元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
四川汉江物流有限公司	100.00%	0.01	物流运输	新设
四川西南汽车服务有限公司	100.00%	0.15	商业服务业	新设
四川西南佰仕佳酒店管理有限公司	100.00%	0.04	酒店管理	新设
四川西南产业发展有限公司	100.00%	30.00	商务服务业	新设

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 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

德阳市毗邻成都市，区位优势通达，工业基础雄厚，形成机械装备、材料化工、食品饮料和数字经济“3+1”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

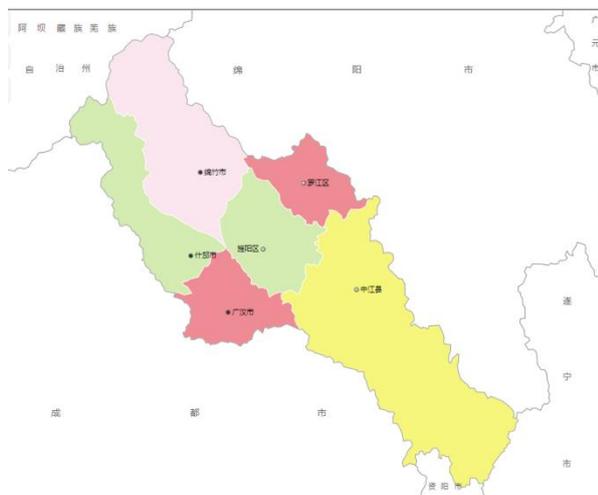
**区位特征：**德阳市毗邻成都市，是成渝地区双城经济圈和环成都都市圈的重要节点城市<sup>1</sup>，区位优势通达。德阳市位于四川省成都平原东北部，幅员面积5,911平方公里，现辖6个县（市、区）和1个国家级经开区、1个国家级高新区，是成渝地区双城经济圈和环成都都市圈的重要节点城市。德阳市交通

<sup>1</sup>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。

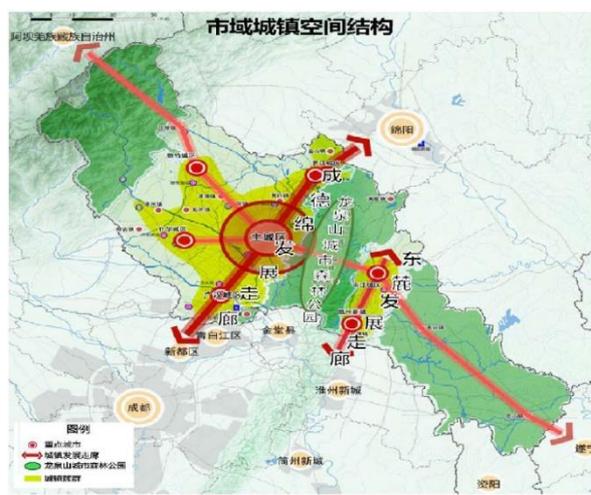
便捷，高铁到成都市仅需30分钟左右，距双流国际机场50公里，距青白江亚洲最大的铁路集装箱中心站24公里，随着成德绵乐城际快铁、成都第二绕城高速的通车，德阳市已经基本形成“1小时到机场、2小时出川、8小时出海”的综合交通网络，目前全市正着力构建“10高18快13轨”综合交通体系，打造成都市圈通勤最佳城市。德阳市历史文化积淀厚重，拥有三星堆古蜀文明遗址、白马关庞统祠、全国三大孔庙之一的德阳文庙、中国四大年画之一的绵竹年画、“音乐活化石”仓山大乐、我国最大的现代石刻群德阳石刻艺术墙等。截至2023年末，德阳市常住人口为345.30万人，较第七次全国人口普查数据的345.62万人基本持平。

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**



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。2023年德阳市GDP在四川省19个地级市中位居第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，2023年末三次产业占比为10.07：47.16：42.76。固定资产投资是德阳市经济增长的主要推动力，但2023年增速有所下滑，分产业看，2023年德阳市第二产业投资同比增长12.9%，其中工业投资同比增长24.9%。2023年德阳市全年社会消费品零售总额比上年增长9.8%，消费市场加快恢复，带动经济增长。房地产市场方面，2023年德阳市房地产开发投资比上年下降17.7%，商品房施工面积下降15.9%，商品房销售面积下降17.5%，房地产市场继续降温。近年德阳市人均GDP

逐年提升，整体经济发展水平尚可。

**表3 2023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	22,074.70	6.0	10.38	1,929.30	1,886.60
绵阳市	4,038.73	8.0	8.22	201.47	206.15
宜宾市	3,806.64	7.5	8.23	313.90	199.39
<b>德阳市</b>	<b>3,014.40</b>	<b>6.7</b>	<b>8.73</b>	<b>183.60</b>	<b>215.45</b>
自贡市	1,750.47	6.2	7.14	81.38	138.77
眉山市	1,737.00	6.2	5.87	159.84	243.64

注：绵阳市、德阳市、自贡市人均GDP=当年地区生产总值（GDP）/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决算报告等，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	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）	3,014.40	6.7%	2,816.9	3.1%	2,656.6	8.7%
固定资产投资	--	5.6%	--	10.7%	--	11.7%
社会消费品零售总额	1,114.1	9.8%	1,014.8	0.5%	1,010.1	18.7%
进出口总额（亿元）	226.9	26.1%	183.5	30.9%	143.7	23.3%
人均GDP（万元）		8.73		8.14		7.68
人均GDP/全国人均GDP		97.70%		95.0%		94.8%

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：2021-2023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、食品饮料、数字经济为“3+1”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，带动形成了机械装备、材料化工、食品饮料、数字经济“3+1”主导产业，2023年全市规模以上工业增加值比上年增长8.4%，“3+1”主导产业规上工业增加值增长9.7%，规模以上高技术（制造）产业比上年增长13.6%。

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；数字经济产业方面，德阳主要依托天府数谷功能区，落地了云上天府大数据产业园、万石控股“德阳数字科创城”、优刻得智能制造西南总部基地以及海尔卡奥斯、奇安信等项目，园区注册各类数字经济及相关企业160余家，2023年全市新增数字经济规模以上企业11家，核心产业营收达425亿元。德阳市招商引资表现较好，2023年全市新签约30亿元及以上项目29个，包括总投资106亿的中海信创新产业城项目、总投资30亿元的德蕴电气项目、总投资10亿的分布式光伏发电项目等。

**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 and 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业基地，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，2023年同比增速达17.32%，但财政自给能力偏低，地方政府债务规模增长快。2023年德阳市一般公共预算收入同比增长17.32%，其中税收占比59.64%，税收收入占比持续下滑。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，财政自给程度偏低。近年德阳市政府性基金收入持续增长，在房地产市场低迷的环境下表现出韧劲。区域债务方面，2021-2023年德阳市政府债务余额扩张快，复合增长率达24.67%。

**表5 德阳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	183.6	156.50	148.68
税收收入占比	59.64%	62.23%	64.16%
财政自给率	49.45%	44.67%	45.55%
政府性基金收入	215.45	197.32	193.30
地方政府债务余额	760.85	630.01	489.51

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；经济总量和财政收入保持增长但体量较小，整体实力较弱**

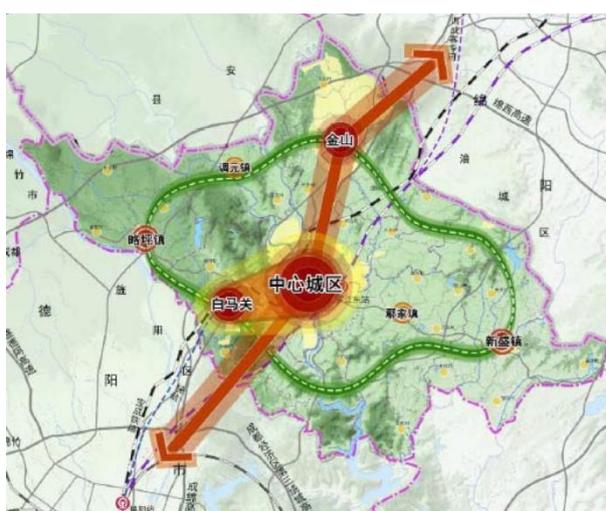
**区位特征：**罗江区位于“成德绵”经济发展主轴上，交通较便利，常住人口数量相对较少。罗江区隶属于四川省德阳市，地处成都平原东北部边缘，介于中国重装基地德阳市区与国家科技城绵阳之间，为“成德绵”经济带重要节点。罗江区辖区面积447.88平方千米，辖7个镇（万安镇、鄢家镇、金山镇、略坪镇、调元镇、新盛镇、白马关镇），2017年7月，经国务院批准，罗江撤县设区。罗江区交通较便利，位于“成德绵”经济发展主轴上，具有公路、铁路、航空“三位一体”的立体交通优势。京昆高速公路、成绵高速复线、G108国道纵贯南北，宝成铁路和成绵乐高铁贯穿全境，距成都双流国际机场1小时车程，绵阳机场半小时车程。截至2022年末，罗江区常住人口20.90万人，近年人口数较为稳定。

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，整体经济实力较弱，以投资驱动经济增长，但固定资产投资增速持续下滑。近年罗江区经济总量保持增长，2023年GDP总量在德阳市各区县中排名末位，经济增速低于德阳市平均水平0.7个百分点；2024年1-3月，全区实现地区生产总值38.8亿元，同比增长7.6%，高于德阳市0.1个百分点。经济结构以第二产业为主，2023年末三次产业结构比为15.1:53.7:31.2。固定资产投资是驱动罗江区经济增长的主要动力，但增速持续下滑，后劲不足，2024年1-3月全区全社会固定资产投资同比增长11.8%，较德阳市平均水平低0.9个百分点。近年工业投资保持较快增长，2023年工业投资同比增长22.5%，2024年1-3月工业投资同比增长62.9%，增速居德阳市第1。2023年以来罗江区消费市场回暖向好，2024年1-3月全区实现社会消费品零售总额11.5亿元，同比增长9.2%。房地产市场方面，2023年以来罗江区房地产呈下行态势，2023年和2024年1-3月房地产投资分别同比下降2.3%、14.2%，2023年全区商品房销售面积24.7万平方米，同比下降11.3%。近年罗江区人均GDP有所提升但增幅较慢，低于全国平均水平。

表6 2023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	920.80	6.2%	11.11	21.07	53.61
广汉市	536.50	6.0%	8.56	32.57	40.55
什邡市	470.90	8.1%	11.54	27.98	21.30
中江县	466.14	6.1%	4.93	13.00	36.50

绵竹市	438.60	8.0%	9.02	33.00	6.13
<b>罗江区</b>	<b>181.50</b>	<b>6.0%</b>	<b>8.68</b>	<b>9.30</b>	<b>15.00</b>

资料来源：各区县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

**表7 罗江区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）	181.50	6.0%	171.70	4.0%	160.04	8.3%
固定资产投资	-	5.1%	-	10.7%	-	14.2%
社会消费品零售总额	46.40	9.6%	42.30	2.7%	41.25	18.1%
进出口总额（亿元）	12.87	62.1%	10.8	41.5%	7.63	52.0%
人均GDP（万元）		8.68		8.22		7.66
人均GDP/全国人均GDP		97.09%		95.9%		94.6%

资料来源：2021-2022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，工业经济规模不大但发展态势良好。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。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，目前总产值不超过100亿元。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，总产值规模在50亿元以下。2023年罗江区规上工业企业超过160家，规上工业增加值同比增长6.8%；2024年1-3月，全区规上工业增加值同比增长13.1%，工业总产值同比增长15.3%。罗江区工业经济整体发展态势良好，2023年9月四川玻纤无机非金属材料产业园一期项目竣工投产，预计每年新增销售收入4.6亿元；2023年8月新签约10万吨天然（改性）石墨负极材料项目，计划5年总投资50亿元，分为三批建设；投资230亿元的西部（德阳）光电材料产业园项目计划2024年5月投产。

**财政及债务水平：**罗江区财政收入保持增长，但实力较弱且收入质量下降，政府性基金收入对区域财力形成补充，地方政府债务余额规模持续扩大。近年罗江区一般公共预算收入保持较快增长，2023年同比增长17.7%，但增长主要来自非税收入，税收收入规模总体保持稳定，收入质量持续下降。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较为稳定，对区域财力形成补充，但近年房地产市场景气度下行，未来收入规模可能存在波动。区域债务方面，2021-2023年罗江区政府债务余额复合增长率为13.53%，增速一般。

**表8 罗江区主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	9.30	7.80	6.43
税收收入占比	37.23%	39.49%	48.38%
财政自给率	45.41%	43.09%	35.68%
政府性基金收入	15.00	16.00	15.29

地方政府债务余额 44.86 38.97 34.81

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

公司系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，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，种类较为多元。随着贸易业务规模持续扩大，2023年公司收入保持较快增长，粮油销售及贸易业务仍系公司营业收入的主要来源，占比进一步提升，同时工程施工业务收入保持增长，租赁和文体服务仍对收入形成一定补充，但规模略有减少。毛利率方面，虽然贸易业务毛利率小幅提升，但工程施工、租赁和文体业务毛利率均出现不同程度下滑，使得整体毛利率较上年有所下降。

表9 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
工程施工	4.92	12.89%	14.63%	3.39	13.09%	19.19%
销售商品	31.39	82.22%	2.55%	20.17	77.85%	0.58%
其中：贸易	27.48	71.99%	2.82%	14.67	56.62%	0.54%
粮油购销	3.91	10.23%	0.62%	5.50	21.23%	0.68%
租赁业务	0.81	2.12%	38.66%	0.88	3.39%	47.65%
文体服务	0.81	2.11%	15.50%	1.08	4.16%	37.72%
其他	0.25	0.66%	-27.26%	0.39	1.51%	4.85%
合计	38.18	100.00%	4.95%	25.90	100.00%	6.22%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### （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仍占据主导地位，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，公司面临的资金压力仍较大

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，仍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。

2023年公司实现工程施工业务收入4.92亿元，较上年有所增长。截至2023年末，公司主要在建代建项目包括罗江区金山镇棚户区（金山湖片区）改造项目中村（一期）改造项目、罗江区金山镇棚户区（金山湖片区）改造项目中村（一期）改造项目等，主要在建代建项目尚有一定投资规模，未来持续性较好，但项目建设仍面临资金需求。

**表10 截至 2023 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中村（一期）改造项目	6.34	5.03
金山幸福里项目	3.50	2.47
罗江县周家坝湿地公园项目	1.48	0.24
罗江自来水厂扩建项目	0.70	0.67
<b>合计</b>	<b>21.05</b>	<b>10.84</b>

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“23西南01/23西南发展债01”募投项目，包括冷链物流基地建设项目（一期）和金山工业园智慧标准厂房工程建设与运营项目，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。PET新型包装材料项目生产线的建设主体为子公司汉江新材料，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8.80亿元，各股东方按持股比例投入资金。截至2023年末，PET新型包装材料项目生产线一期项目已投产运营，2023年汉江新材料实现营收22.29亿元。公司自营及合作经营项目尚需一定投资规模，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 2023 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	3.57
PET 新型包装材料项目生产线	8.80	6.58
德阳市罗江区金山工业园区污水处理厂新建项目	1.19	0.36
德阳市罗江区红玉污水处理厂改扩建项目	0.77	0.37
<b>合计</b>	<b>17.96</b>	<b>10.90</b>

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，仍由政府划拨的3家粮油子公司负责开展，业务持续性较好，但2023年收入同比下滑较多，毛利率

水平仍很低且客户集中度仍较高；其他商品贸易业务规模较大且持续增加，毛利率随着贸易品种结构变动而小幅提升，但水平仍很低，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。2023年公司粮油收储业务收入有所减少，该业务盈利能力仍很弱，粮油购销品种仍主要为玉米、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	2023年		2022年	
	销量	销售收入	销量	销售收入
玉米	6.57	1.83	12.94	3.57
小麦	0.83	0.23	0.15	0.05
其他	5.06	1.85	5.87	1.88
<b>合计</b>	<b>12.46</b>	<b>3.91</b>	<b>18.95</b>	<b>5.50</b>

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，2023年公司粮油购销业务前五大客户销售金额合计占比有所下滑，但仍在80%以上，集中度水平较高。2023年客户均为民企，且第一大客户四川省齐全饲料有限责任公司存在3笔被执行信息，执行标的合计639.39万元。

**表13 公司粮油购销业务客户构成情况（单位：亿元）**

2023年			2022年		
客户名称	销售金额	销售占比	客户名称	销售金额	销售占比
四川省齐全饲料有限责任公司	1.30	33.26%	四川省齐全饲料有限责任公司	2.40	43.65%
吉林齐全共享饲料有限公司	1.12	28.73%	吉林齐全共享饲料有限公司	1.59	28.85%
成都北投天汇科技有限公司	0.29	7.46%	简阳市水务投资发展有限公司	0.40	7.25%
德阳正鹏饲料有限公司	0.28	7.19%	成都鹏程祥新能源科技有限公司	0.27	4.97%
四川锦铖源粮油有限公司	0.14	3.47%	德阳城投控股集团有限公司	0.23	4.17%
<b>合计</b>	<b>3.13</b>	<b>80.13%</b>	<b>合计</b>	<b>4.89</b>	<b>88.88%</b>

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、子公司德阳金和万兴供应链管理有限公司和汉江新材料负责经营，2023年公司贸易品种发生较大变动，主要系2023年3月汉江新材料开始投产生产PET，公司将乙二醇销售给汉江新材料，汉江新材料加工生产为聚酯切片后对外销售，收入大幅增长，毛利率小幅提升，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	2023年		2022年	
	销量	销售收入	销量	销售收入
乙二醇	-	-	11.25	4.72
建材	2.45	1.04	3.71	1.65
精对苯二甲酸	16.12	8.43	9.54	5.00
聚酯切片	27.42	17.60	2.17	1.63
其他	-	0.41	2.09	1.66
<b>合计</b>	<b>45.99</b>	<b>27.48</b>	<b>28.76</b>	<b>14.67</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

客户方面，2023年其他商品贸易业务前五大客户销售金额合计占比有所下降，客户集中度降低，其中上海欣奕实业有限公司、广西晨泓环保科技有限公司为民营企业，公司其他商品贸易业务盈利水平仍很低，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	2023年		客户名称	2022年	
	销售金额	销售占比		销售金额	销售占比
西安联易得供应链股份有限公司	4.08	14.86%	泰州源希新能源有限公司	6.16	41.49%
上海欣奕实业有限公司	1.92	7.00%	广西晨泓环保科技有限公司	2.54	17.09%
广西晨泓环保科技有限公司	1.79	6.50%	广西恒川水务有限公司	2.11	14.20%
德阳启航产业运营有限公司	1.58	5.74%	泰州永昇新能源有限公司	1.28	8.63%
德阳城投控股集团有限公司	1.49	5.42%	广西吉邦泰节能环保科技有限公司	1.08	7.28%
<b>合计</b>	<b>10.86</b>	<b>39.52%</b>	<b>合计</b>	<b>13.17</b>	<b>88.68%</b>

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，2023年文体服务收入有所下滑，仍对收入形成补充，毛利率水平进一步下降；租赁业务仍主要通过“拨改租”模式开展，2023年收入和毛利率均有所下滑

文体服务业务仍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，系公司经营管理的德阳市体育馆、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。2023年公司文体服务业务收入0.81亿元，较上年下滑25%，仍对收入形成一定补充；原合作项目停止未续签新项目，同时由于成本主要为固定的资产折旧摊销，毛利率进一步下降至15.50%，对利润贡献下降。

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赁合同书》，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。2023年，公司实

现租赁业务收入0.81亿元，毛利率下滑至38.66%，但仍保持在较高水平。

### 公司继续得到较大力度的外部支持

作为德阳市罗江区核心基础设施建设主体，公司继续获得政府在资产划拨和财政补贴方面的支持。2023年，德阳市罗江区财政局将略坪镇红星村、同乐村靠近绵远河侧区域内1.5平方公里的砂砾石资产划入公司，以评估价值入账，增加公司资本公积10.91亿元；同时公司获得罗江区政府增资0.57亿元。此外，公司继续获得财政补助2.81亿元，有效提升了公司利润水平。

## 六、 财务分析

### 财务分析基础说明

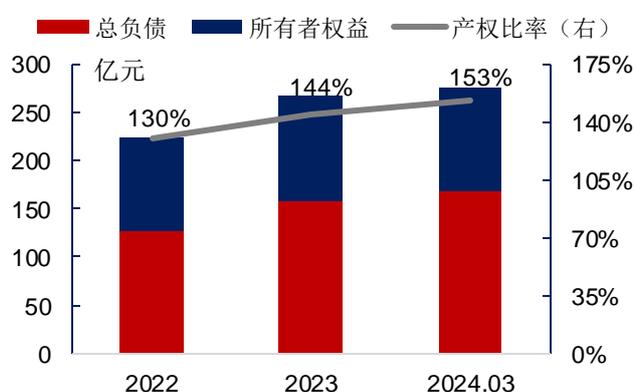
以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022年三年连审审计报告、2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年-2024年1-3月公司合并报表范围新增4家子公司，无子公司减少，详见表1，该合并报表范围变动不影响公司财务报表可比性。

### 资本实力与资产质量

2023年公司资本实力增强，但同时债务规模继续扩张，使得财务杠杆水平进一步上升；公司资产仍以土地资产、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，砂石处置权尚未实现收益，部分资产使用受限，资产流动性仍较弱

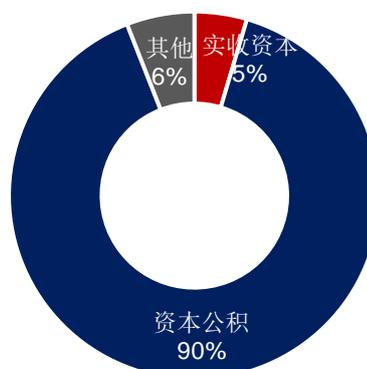
受益于政府注入砂石资产及增资等，公司资本实力继续增强，同时债务融资规模亦保持扩张态势，使得产权比率持续上升，2024年3月末达153%，整体财务杠杆水平较高。从权益结构来看，公司所有者权益仍主要来自罗江区政府以资产注入方式对公司增资形成的资本公积。

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、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

图 6 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产规模保持较快增长，增量主要来自政府划拨的砂石资产及新购置的土地资产，资产仍以存货（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）和无形资产（砂石处置权、项目特许经营权）为主，2023年末上述资产合计占公司总资产的72.82%。公司存货主要为土地使用权和代建基础设施项目的投入成本，2023年末账面价值继续增长，主要系新增土地使用权和项目投入增加所致，其中土地使用权账面价值为74.18亿元，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15.38亿元，包括罗江区金山镇棚户区域中村（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，规模继续增长，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4.02亿元，占应收账款总额的53.12%。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，应收民营企业四川省齐全饲料有限责任公司款项0.32亿元，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，2023年末前五大对象合计应收余额为37.33亿元，占比为87.44%。总体来看，公司应收款项规模较大，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，随着2023年政府注入砂石资产，期末账面价值显著增长，包括砂砾石固废处置权41.68亿元、德阳市文化体育PPP项目特许经营权6.55亿元、城市基础设施项目租赁特许经营权1.56亿元；砂石资产目前尚未产生收益。

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，2023年末规模增加系在建项目PET新型包装材料项目生产线转入所致。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保持增长。预付款项主要为公司支付的工程及贸易款项，随着业务开展，2023年-2024年3月末规模增长较多。

截至2023年末，公司受限资产包括货币资金8.45亿元、投资性房地产11.92亿元、存货17.72亿元、无形资产0.21亿元和固定资产0.04亿元，合计38.34亿元，占总资产比例为14.38%，主要为保证金及抵押受限的土地房产。

**表16 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	22.94	8.30%	21.74	8.16%	18.06	8.11%
应收账款	10.65	3.86%	7.44	2.79%	6.89	3.10%
预付款项	11.39	4.12%	4.88	1.83%	1.28	0.58%
其他应收款	42.19	15.27%	42.70	16.02%	35.03	15.74%

存货	94.45	34.19%	92.40	34.67%	80.27	36.06%
<b>流动资产合计</b>	<b>185.87</b>	<b>67.28%</b>	<b>179.34</b>	<b>67.28%</b>	<b>150.86</b>	<b>67.77%</b>
固定资产	9.28	3.36%	9.38	3.52%	6.03	2.71%
在建工程	9.08	3.29%	6.55	2.46%	6.20	2.79%
投资性房地产	14.05	5.09%	13.94	5.23%	12.89	5.79%
无形资产	51.35	18.59%	51.55	19.34%	41.15	18.49%
<b>非流动资产合计</b>	<b>90.40</b>	<b>32.72%</b>	<b>87.20</b>	<b>32.72%</b>	<b>71.75</b>	<b>32.23%</b>
<b>资产总计</b>	<b>276.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>266.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>222.61</b>	<b>100.00%</b>

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

## 盈利能力

2023年公司收入保持增长，仍主要来源于销售商品业务，但该业务盈利能力仍很弱；工程施工业务收入有所增长，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仍低，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。2023年公司收入保持较快增长，其中商品销售业务仍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，2023年收入规模有所增长，目前在建项目储备较为充足，业务持续性较好；公司承担罗江区粮油收储任务，2023年受市场波动情况粮油销售收入有所下滑，但业务持续性较好；其他商品贸易业务规模较大且持续增长，但业务开展易受市场波动影响。2023年其他商品贸易业务毛利率小幅提升，但工程施工、租赁和文体业务毛利率均出现不同程度下滑，使得整体毛利率较上年有所下降，盈利能力弱。2023年公司继续获得较大规模的各项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17 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	14.45	38.18	25.90
营业利润	0.15	1.50	1.43
其他收益	1.03	2.81	2.27
利润总额	0.15	1.50	1.47
销售毛利率	1.50%	4.95%	6.22%

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

公司债务规模扩张较快，仍以银行借款和债券为主，配有少量国企间资金拆借，短期债务规模较大，且剩余银行授信额度不足，债务压力较大

公司负债仍以刚性债务为主。随着公司业务开展及项目投资持续增加，2023年公司债务进一步扩张，2023年末较上年末增长17.00%。公司债务类型仍以银行借款和债券融资为主，此外还包括票据及少量国

企业资金拆借，2023年末占比分别为50%、40%、5%和2%，债务品种结构较为稳定。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。2023年末公司存续债券共6只，其中私募债3只，除“22通融统筹PPN001”外，其余5只债券均设置了增信措施，2023年公司新发行“23西南01/23西南发展债01”、“23西南02”、“23西南03”，规模合计29.40亿元，其中“23西南01/23西南发展债01”用途为德阳市罗江区“补短板”升级改造项目建设及补充流动资金，“23西南02”、“23西南03”用于偿还有息债务，2022年以来公司发债利率分布在4.40%-4.83%之间。2023年末长期应付款中2.12亿元主要为四川省城乡建设投资有限公司借款，其余2.77亿元主要为项目专项资金。从债务期限结构来看，2023年末长、短期债务占比为72%、28%，短期债务占比变动不大。

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，2023年末规模进一步增长，但具备一定的偿付弹性。

**表18 截至 2023 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	55.31	24.57	30.74
债券融资	48.44	1.12	47.32
资金拆借	2.13	0.00	2.12
票据	5.26	5.26	0.00
<b>合计</b>	<b>111.14</b>	<b>30.96</b>	<b>80.18</b>

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

**表19 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	12.71	7.61%	12.69	8.07%	10.86	8.63%
应付票据	6.02	3.60%	5.26	3.34%	6.73	5.34%
其他应付款	23.87	14.29%	25.02	15.90%	16.50	13.11%
一年内到期的非流动负债	5.80	3.47%	13.00	8.26%	7.68	6.10%
<b>流动负债合计</b>	<b>69.09</b>	<b>41.36%</b>	<b>74.27</b>	<b>47.20%</b>	<b>50.31</b>	<b>39.98%</b>
长期借款	38.71	23.17%	30.74	19.53%	33.39	26.53%
应付债券	47.39	28.37%	47.32	30.08%	33.04	26.25%
长期应付款	11.74	7.03%	4.89	3.11%	9.09	7.22%
<b>非流动负债合计</b>	<b>97.97</b>	<b>58.64%</b>	<b>83.08</b>	<b>52.80%</b>	<b>75.55</b>	<b>60.02%</b>
<b>负债合计</b>	<b>167.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>157.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>125.86</b>	<b>100.00%</b>
<b>总债务</b>	--	--	<b>111.14</b>	<b>70.63%</b>	<b>94.99</b>	<b>75.48%</b>
其中：短期债务	--	--	30.96	19.67%	25.27	20.08%
长期债务	--	--	80.18	50.96%	69.72	55.40%

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

偿债指标方面，随着融资规模扩大，公司资产负债率处于较高水平且有所上升；随着融资资金到位较多，2023年末公司现金类资产规模扩大，但同时短期债务亦增长较快，最终导致现金短期债务比保持稳定，现金类资产对短期债务的覆盖能力尚可；2023年公司EBITDA利息保障倍数有所上升，EBITDA对利息保障能力提升。

公司流动性需求主要来自债务还本付息及项目建设，2024年内公司债务到期规模约31亿元，公司面临较大的刚性债务偿付压力，同时项目建设仍面临资金需求。公司主要依赖银行借款和债券发行平衡资金缺口，截至2023年末，公司银行剩余授信额度为13.99亿元，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20 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	60.47%	59.04%	56.54%
现金短期债务比	--	1.02	1.04
EBITDA 利息保障倍数	--	1.72	1.25

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。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。2023年3月，李旻新任公司董事，王明森不再担任公司董事；2024年3月，公司董事会成员由5人调整为4人，公司董事长由尹华剑变更为兰军。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2022年1月1日至报告查询日（2024年5月17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，公司对外担保金额为16.57亿元，占同期末净资产的15.18%，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21 截至 2023 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	2.16	2037/12/11	否
德阳金泰城乡发展有限公司	1.58	2038/11/11	否
德阳兴罗投资发展有限公司	0.64	2024/3/29	否
德阳兴罗投资发展有限公司	1.73	2024/6/30	否
德阳两山林业开发有限公司	3.00	2041/12/20	否
德阳金泰城乡发展有限公司	0.40	2024/9/22	否
德阳兴罗投资发展有限公司	1.19	2024/6/30	否
德阳兴罗投资发展有限公司	0.20	2024/3/30	否
德阳启航产业运营有限公司	0.10	2026/9/26	否
四川国开能源科技有限公司	0.07	2025/9/26	否
德阳城投控股有限公司	5.50	2038/11/28	否
<b>合计</b>	<b>16.57</b>	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本次评级公司个体信用状况为 a，较上次评级上调 1 个级别，主要是由于评级方法模型变更所引起，上次评级适用评级方法模型为《城投公司信用评级方法和模型》（版本号：cspy\_ffmx\_2022V1.0）。

## 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。

经评估，罗江区政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信

用状况上调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差减少1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy\_ffmx\_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+4”调整为“+3”。

## 九、债券偿还保障分析

### 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“23西南01/23西南发展债01”的信用水平

德阳发展出具了担保函，承诺为“23西南01/23西南发展债01”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“23西南01/23西南发展债01”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“23西南01/23西南发展债01”持有人会议批准，“23西南01/23西南发展债01”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“23西南01/23西南发展债01”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。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，德阳发展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。经过数次以股权、土地使用权、货币等形式增资，截至2024年3月末，德阳发展注册资本为100.00亿元，实收资本为67.75亿元。

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小幅波动，整体处于较低水平。

表22 德阳发展营业收入及毛利率构成（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
<b>1.主营收入小计</b>	<b>342.79</b>	<b>98.38%</b>	<b>4.62%</b>	<b>361.25</b>	<b>97.33%</b>	<b>3.10%</b>
基础设施业务	23.09	6.63%	12.77%	16.58	4.47%	19.10%
销售商品	301.54	86.54%	3.55%	322.37	86.86%	1.73%
服务业务	4.35	1.25%	-7.65%	6.88	1.85%	10.31%

专业服务	3.71	1.06%	9.79%	3.81	1.03%	12.55%
交通运输业务	2.93	0.84%	-18.71%	1.85	0.50%	-54.58%
房地产业务	2.87	0.82%	58.81%	5.90	1.59%	15.20%
信息技术服务	1.87	0.54%	33.17%	1.33	0.36%	26.45%
项目运营	0.89	0.25%	9.67%	1.11	0.30%	34.27%
其他	1.56	0.45%	21.22%	1.42	0.38%	44.78%
<b>2.其他业务小计</b>	<b>5.64</b>	<b>1.62%</b>	<b>41.11%</b>	<b>9.89</b>	<b>2.67%</b>	<b>48.69%</b>
租赁收入	1.32	0.38%	43.63%	1.27	0.34%	48.47%
服务收入	0.60	0.17%	37.10%	0.40	0.11%	8.09%
其他收入	3.72	1.07%	40.87%	8.22	2.21%	50.71%
<b>合计</b>	<b>348.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.21%</b>	<b>371.14</b>	<b>100.00%</b>	<b>4.32%</b>

项目	2021年		
	金额	占比	毛利率
<b>1.主营收入小计</b>	<b>233.74</b>	<b>95.21%</b>	<b>3.37%</b>
基础设施业务	10.45	4.26%	34.47%
销售商品	212.84	86.70%	1.39%
服务业务	1.61	0.66%	22.56%
房地产业务	0.00	0.00%	0.00%
专业服务	2.61	1.06%	8.24%
交通运输业务	1.62	0.66%	-45.63%
信息技术服务	2.20	0.90%	15.08%
项目运营	1.21	0.49%	43.59%
其他	1.20	0.49%	50.30%
<b>2.其他业务小计</b>	<b>11.75</b>	<b>4.79%</b>	<b>33.37%</b>
租赁收入	0.76	0.31%	63.54%
服务收入	0.33	0.13%	15.68%
其他收入	10.67	4.35%	31.76%
<b>合计</b>	<b>245.50</b>	<b>100.00%</b>	<b>4.80%</b>

资料来源：德阳发展 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

受益于德阳产投、西南发展股权划转及融资规模增加等，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2023年末，德阳发展总资产为1,384.40亿元，较2021年末增长68.33%；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，2023年末，德阳发展所有者权益为461.76亿元。

**表23 德阳发展主要财务指标（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
总资产	1,384.40	1,227.07	822.42
所有者权益	461.76	428.99	308.30
总债务	-	589.90	391.00

资产负债率	66.65%	65.04%	62.51%
现金短期债务比	-	0.79	1.12
营业收入	348.43	371.14	245.50
其他收益	9.41	7.87	3.35
利润总额	8.00	6.43	4.85
销售毛利率	5.21%	4.32%	4.80%
EBITDA	-	29.97	20.59
EBITDA 利息保障倍数	-	1.50	1.49
经营活动现金流净额	-9.55	0.19	0.12

资料来源：德阳发展 2021-2023 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“23西南01/23西南发展债01”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，经济财政实力稳定增长，为公司发展提供了良好环境。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，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23西南01/23西南发展债01”的信用等级为AA+。

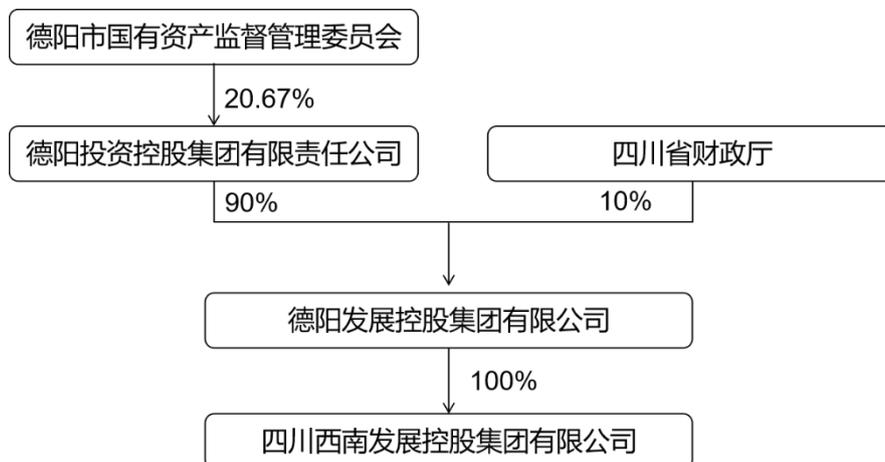
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	22.94	21.74	18.06	11.51
应收账款	10.65	7.44	6.89	2.70
预付款项	11.39	4.88	1.28	8.79
其他应收款	42.19	42.70	35.03	26.47
存货	94.45	92.40	80.27	69.16
流动资产合计	185.87	179.34	150.86	124.03
固定资产	9.28	9.38	6.03	8.43
在建工程	9.08	6.55	6.20	2.38
投资性房地产	14.05	13.94	12.89	5.89
无形资产	51.35	51.55	41.15	13.95
非流动资产合计	90.40	87.20	71.75	39.40
资产总计	276.27	266.53	222.61	163.43
短期借款	12.71	12.69	10.86	10.66
应付票据	6.02	5.26	6.73	2.96
应付账款	5.06	1.86	2.40	2.85
预收款项	6.99	0.05	0.00	0.02
其他应付款	23.87	25.02	16.50	10.04
一年内到期的非流动负债	5.80	13.00	7.68	13.61
流动负债合计	69.09	74.27	50.31	42.48
长期借款	38.71	30.74	33.39	32.56
应付债券	47.39	47.32	33.04	14.96
长期应付款	11.74	4.89	9.09	3.95
非流动负债合计	97.97	83.08	75.55	51.46
负债合计	167.06	157.35	125.86	93.95
所有者权益	109.22	109.18	96.75	69.48
营业收入	14.45	38.18	25.90	14.68
营业利润	0.15	1.50	1.43	1.38
其他收益	1.03	2.81	2.27	1.73
利润总额	0.15	1.50	1.47	1.39
经营活动产生的现金流量净额	4.90	-3.18	0.62	-5.45
投资活动产生的现金流量净额	-3.36	-7.70	-2.76	-5.55
筹资活动产生的现金流量净额	-0.01	11.89	5.68	8.33
<b>财务指标</b>	<b>2024年3月</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
销售毛利率	1.50%	4.95%	6.22%	5.38%
资产负债率	60.47%	59.04%	56.54%	57.48%
短期债务/总债务	--	27.86%	26.60%	34.64%

现金短期债务比	--	1.02	1.04	0.60
EBITDA（亿元）	--	5.93	5.07	3.89
EBITDA 利息保障倍数	--	1.72	1.25	1.80

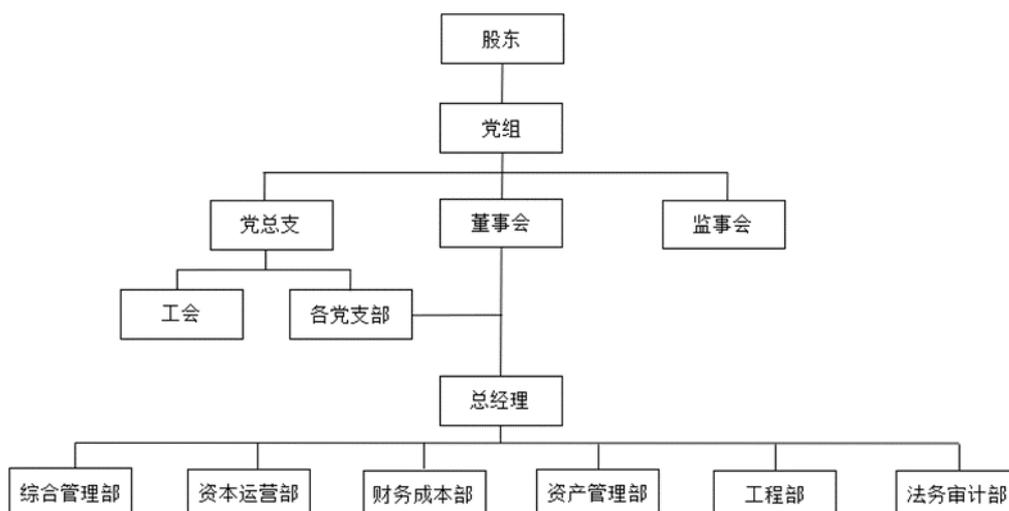
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2024年3月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		100%
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		60%
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%
四川纹江致远建筑开发工程有限公司	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%
四川汉江物流有限公司	100.00		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%
四川西南汽车服务有限公司	1,500.00		100%
四川西南佰仕佳酒店管理有限公司	400.00		100%
四川西南产业发展有限公司	300,000.00		100%

资料来源：公司 2023 年审计报告、企查查，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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。