



2023年成都市瀚宇投资有限公司公司债券 (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年成都市瀚宇投资有限公司公司债券（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 瀚宇 02/23 瀚宇投资债 02	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：依托成都国际铁路港的物流枢纽功能，青白江区经济实现较快发展，为成都市瀚宇投资有限公司（以下简称“公司”或“瀚宇投资”）提供了较好的外部环境；公司作为青白江区的基础设施建设及投融资主体，业务持续性仍较好；此外，中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）对 23 瀚宇 02/23 瀚宇投资债 02（以下简称“本期债券”）提供的保证担保仍能有效提升其安全性。同时中证鹏元也关注到公司资产变现能力不强，同时面临较大的存量债务本息接续压力和项目建设资金支出压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为青白江区的基础设施建设主体和投融资主体，业务持续性仍较好，且将持续获得一定力度的外部支持。

评级日期

2024 年 6 月 28 日

联系方式

项目负责人：李佳
lij@cspengyuan.com

项目组成员：蒲德慧
pudh@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	2023	2022	2021
总资产	450.93	438.21	390.59
所有者权益	186.10	184.87	140.93
总债务	204.37	214.07	242.08
资产负债率	58.73%	57.81%	63.92%
现金短期债务比	0.11	0.24	0.28
营业收入	13.45	11.62	6.16
其他收益	0.01	0.00	0.01
利润总额	3.29	2.55	1.71
销售毛利率	37.03%	37.20%	40.90%
EBITDA	5.36	4.77	2.82
EBITDA 利息保障倍数	0.41	0.39	0.15
经营活动现金流净额	21.44	36.73	-0.12

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **青白江区具有重要的物流枢纽功能，经济发展水平尚可。**成都市是西部地区重要中心城市，经济发展水平较高，综合实力较强。青白江区属成都市中心城区，同时也是成都国际铁路港所在地和成都中欧班列始发地，拥有西部最大铁路枢纽和亚洲最大的集装箱中心站；2023 年经济总量位列成都市各区县第 11/20，人均 GDP 是全国人均 GDP 的 1.5 倍；近年形成了以整车贸易、跨境电商等为特色的国际贸易产业链，对外贸易成为拉动经济增长的新动力。
- **公司业务持续性仍较好、竞争力尚可。**公司作为青白江区的基础设施建设主体和投融资主体，业务涉及棚户区改造、保障房建设、城市基础设施建设、砂石业务等。截至 2023 年末，公司在建代建项目预计总投资 165.92 亿元，尚需投资 30.39 亿元，业务持续性仍较好；同时，公司负责青白江区行政范围内的砂石资源的运营管理，砂石业务具有区域专营性。
- **中合担保提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，中合担保主体信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的安全性。

关注

- **公司资产流动性仍较弱。**公司资产以项目建设成本、采砂经营权、与其他单位的往来款构成，上述资产合计占比超过 80%，其中主要建设项目未来收益权受限，与其他单位的往来款回收时间不确定，采砂经营权无权属证明。整体而言，公司主要资产变现能力不强。
- **公司面临较大存量债务本息接续压力。**截至 2024 年 3 月末，公司总债务规模 192.43 亿元（不含应付票据），一年内到期本金 49.07 亿元，短期债务规模较大，公司面临较大的存量债务本息接续压力。此外，公司每年亦有较大规模利息支出。截至 2023 年末，公司现金短期债务比仅 0.11，银行备用流动性以项目贷款为主。
- **公司面临较大的项目建设资金支出压力。**截至 2023 年末，公司在建项目尚需投资规模较大，项目建设资金主要来源于金融机构，且公司负责的拟回购棚改项目结算较慢，公司垫资周期较长。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额 23.20 亿元，占期末公司所有者权益 12.47%，被担保对象均为区属国有企业，但担保均未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	职能定位
成都陆港枢纽投资发展集团有限公司	1,562.48	595.53	88.93	青白江区规模最大的融资平台，业务主要涉及基础设施建设业务、货运物流业务和拆迁工程业务等
成都市青白江区国有资产投资经营有限公司	901.10	305.68	42.17	系青白江区主要平台，负责基建、保障房、土地开发等任务
瀚宇投资	450.93	186.10	13.45	青白江区主要的基础设施投融资和建设主体，业务涉及棚户区改造、保障房建设、城市基础设施建设、砂石业务等
成都凯利捷投资发展有限公司	237.89	94.30	11.86	主营拆迁整理业务，附带房地产开发、租赁和公墓销售等业务

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：同花顺 iFinD，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	5/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	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					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

- 公司是成都市青白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，青白江区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为：一方面，公司实际控制人为青白江区国有资产监督管理和金融工作局（以下简称“青白江区国资金融局”），其对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，公司业务基本来源于政府及其相关单位；另一方面，公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，公司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，中证鹏元认为青白江区政府提供支持的能力很强，主要体现为青白江区属成都市中心城区，同时也是成都国际铁路港所在地和成都中欧班列始发地，拥有西部最大铁路枢纽和亚洲最大的集装箱中心站，经济总量位列成都市各区县第 11/20，人均 GDP 是全国人均 GDP 的 1.5 倍。

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 瀚宇 02/23 瀚宇投资债 02	6.00	6.00	2023-06-26	2030-04-19

一、跟踪评级原因

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

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年4月发行7年期6亿元企业债，即23瀚宇02/23瀚宇投资债02，募集资金计划用于成都市青白江区福洪镇欧创路安置房建设项目（以下简称“福洪镇安置房”）建设。截至2024年3月31日，23瀚宇02/23瀚宇投资债02募集资金专项账户余额为121.77万元。

三、发行主体概况

截至2024年5月末，公司实收资本和注册资本均为5.08亿元，公司控股股东为成都青白江蓉欧园区运营管理有限公司（以下简称“蓉欧公司”），实际控制人为青白江区国资金融局，公司股权结构详情见附录二，较本期债券上次评级无变化。

公司是成都市青白江区负责棚户区改造、保障房建设和城市基础设施项目建设的重要主体，业务涉及棚户区改造、保障房建设、城市基础设施建设、砂石业务、房产租赁业务、文体中心运营和管理服务业务及清扫保洁等。截至2023年末，公司控股子公司仍只有一家，即成都市光捷城市管理服务有限公司（以下简称“光捷公司”）。

表1 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

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”的总体思路下，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

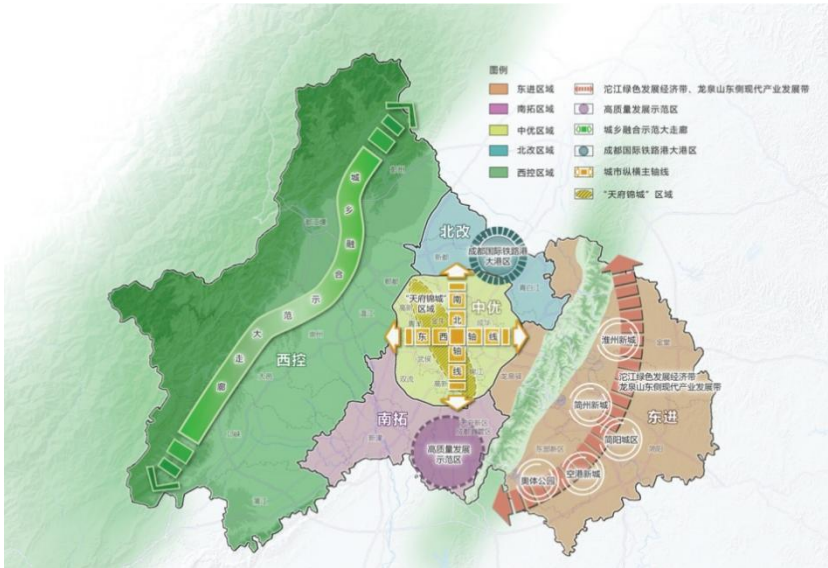
成都市是西部地区重要的中心城市、商贸物流中心和综合交通枢纽，综合实力较强，经济首位度高，近年人口大幅净流入；重点打造电子信息、装备制造两大万亿级集群，同时以软件和信息技术服务、金融等为主的现代服务业蓬勃发展，发展质效稳步提升；此外，成渝地区双城经济圈建设规划为成都市发展带来重大机遇

区位特征：成都市是四川省省会城市，是国务院批复确定的国家重要的高新技术产业基地、商贸物流中心、综合交通枢纽、西部地区重要的中心城市及国家发展和改革委员会及住房和城乡建设部认定的九个国家中心城市之一，作为成渝地区双城经济圈核心城市，定位突出。成都市位于四川盆地西部、成都平原腹地，处于承东启西、南联北通的枢纽位置，是国道主干线“五纵七横”中的一纵一横（二连浩特至河口、上海至拉萨）的交汇点，并拥有成都双流国际机场、成都天府国际机场双机场，是交通部规划的20个国际性综合交通枢纽城市之一。成都市下辖12个市辖区、3个县、代管5个县级市，拥有国家级自主创新示范区成都高新技术产业开发区、国家级经济技术开发区成都经济技术开发区、国家级新区四川天府新区成都直管区，总面积14,335平方千米。成都市对省内人口虹吸作用较强，近年人口持续增长，根据第七次人口普查数据，成都市常住人口为2,093.78万人，在15个新一线城市排名第二，较2010年增长38.49%，2023年末进一步增长至2,140.3万人，常住人口城镇化率为80.5%。

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

成华区)、天府新区、高新区、温江区等区域，布局商贸服务业。

图 1 成都市主体功能分区重点片区示意图



资料来源：《成都市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》

经济发展水平：成都市经济总量位居全国前列，经济实力较强且首位度高。2023 年成都市经济总量超 2.20 万亿元，居全国地级及以上城市第 7 位，GDP 占全省比重为 36.71%，居全国 27 个省会城市第 4 位，经济首位度高；增速与四川省水平持平。近年成都市产业结构不断优化，三次产业结构由 2021 年的 2.9:30.7:66.4 调整为 2023 年的 2.7:28.9:68.4，三次产业对经济增长的贡献率分别为 1.8%、15.4% 和 82.9%。从经济增长的驱动因素来看，近年成都市固定资产投资对经济增长的推动力度持续下滑，2023 年固定资产投资增速下降至 2.0%，其中第三产业完成投资占全部固定资产投资比重达 86.8%；房地产开发投资占全部固定资产投资比重为 43.9%。消费市场复苏态势良好，2023 年成都市社会消费品零售总额突破 1 万亿元。目前，成都市开通国际及地区定期客货运航线数量达 67 条，数量位居全国第四、中西部第一，通达欧洲、美洲、澳洲、非洲的洲际客运骨干航线网络基本形成，亚洲重要航点基本实现全覆盖，但因国际环境复杂多变，2023 年进出口总额同比有所下滑，对“一带一路”沿线国家实现进出口总额增长 1.8%，占全市进出口总额的 41.8%；对东盟、欧盟进出口总额分别下降 9.5%、19.1%。近年来成都市人均 GDP 均高于全国平均水平，经济发展水平较高。

表2 2023 年四川省部分地级市/自治州经济财政指标情况（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	6.00	10.35	1,929.30	1,886.60
绵阳市	4,038.73	8.00	8.25	201.47	-
宜宾市	3,806.64	7.50	8.24	313.99	199.39
泸州市	2,725.90	5.60	6.39	208.00	165.00
乐山市	2,447.50	6.50	7.76	159.14	135.75

凉山州	2,261.11	7.00	4.62	204.80	-
眉山市	1,737.00	6.20	5.87	159.84	243.64
广元市	1,179.82	6.20	5.20	68.12	-

注：1）未披露数据2023年人均GDP的市（州）根据2023年GDP和2022年常住人口计算；2）“-”表示该值尚未披露。

资料来源：各地市（州）政府官网，中证鹏元整理

表3 成都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）	22,074.7	6.0%	20,817.5	2.8%	19,916.98	8.6%
固定资产投资	--	2.0%	--	5.0%	--	10.0%
社会消费品零售总额	10,001.6	10.0%	9,096.5	-1.7%	9,251.8	14.0%
进出口总额	7,489.8	-9.7%	8,346.4	1.6%	8,222.0	14.8%
人均 GDP（万元）	10.35		9.79		9.51	
人均 GDP/全国人均 GDP	115.79%		114.21%		117.47%	

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

资料来源：成都市2021-2023年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：成都市重点打造电子信息、装备制造两大万亿级集群，先进制造业招商引资态势良好，同时以软件和信息技术服务、金融等为主的现代服务业对经济形成较强支撑。近年成都市着力构建以先进制造业、现代服务业等为代表的现代产业体系。2023年，全市规模以上工业营业收入合计17,780.9亿元、利润总额1,019.7亿元，同比增速分别为0.7%和-8.0%，实现规模以上工业增加值5,148.51亿元、同比增长4.1%。2023年成都位列赛迪“全国先进制造业百强市”第9位、西部地区首位，先进制造业重点打造电子信息、装备制造两大万亿级集群，以及集成电路、智能终端、汽车制造、轨道交通、航空航天、生物医药等10个以上千亿级产业集群，拥有一汽成都、中航（成都）、新易盛、中国航发、极米、天马微电子等产业链链主企业；形成3个国家级先进制造业产业集群（成都市软件和信息服务集群、成（都）德（阳）高端能源装备集群、成渝地区电子信息先进制造集群）和2个国家战略性新兴产业集群（生物医药、轨道交通装备产业集群），其中成都市软件和信息服务集群集聚成飞集团、中国网安等行业龙头企业，产值规模近6,000亿元。2023年电子信息产业工业增加值增长4.0%、装备制造产业增长8.1%。2023年全市引进先进制造业项目281个、协议投资5,014.35亿元。

现代服务业以信息传输、软件和信息技术服务业、金融业、民航运输、旅游等为优势产业。目前成都市落户了腾讯、阿里巴巴、百度、字节跳动、快手、爱奇艺等头部互联网企业，2022年成都智算中心上线运行，工业互联网标识解析国家顶级节点（成都托管与灾备节点）启动运营；2023年前三季度，成都市信息传输、软件和信息技术服务业平稳增长，实现增加值973.69亿元，占服务业增加值比重为9.1%，全年信息传输、软件和信息技术服务业增加值同比增长6.2%。金融业方面，成都市现已落户金融机构及中介服务机构2,750余家，机构数量居全国主要城市前列，2023年实现金融业增加值2,555.6亿元，同比增长6.0%，年末金融机构本外币存款、贷款余额分别为5.81万亿元、6.05万亿元，均居中西部城市第1位，

分别同比增长9.2%、13.7%。作为西部旅游集散中心，2023年成都国际航空枢纽实现旅客吞吐量7,492.4万人次、位居全国城市第3位，同比增长141.0%。旅游业方面，截至2024年1月末成都市共有4A级以上景区52个，2021-2022年全市分别实现旅游总收入3,085亿元和1,814亿元；2023年以来旅游业强劲恢复，接待游客2.8亿人次、超过2019年水平。

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

财政及债务水平：成都市财政实力较强，政府债务余额持续较快增长。2021-2023年成都市一般公共预算收入同比增速分别为11.7%、5.8%和5.9%（扣除留抵退税因素）；2023年税收收入完成1,449.4亿元，按自然口径计算增长14.3%，扣除留抵退税因素后同口径增长6.0%；税收收入占比和财政自给率均超过70%，财税质量和财政自给程度尚可。因土地市场景气度波动等因素，近年政府性基金收入持续下滑。区域债务方面，2021-2022年成都市地方政府债务余额复合增长率为13.72%，增速较快。

表4 成都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	1,929.3	1,722.4	1,697.9
税收收入占比	75.13%	73.61%	74.97%
财政自给率	74.58%	70.74%	75.88%
政府性基金收入	1,886.60	2,145.9	2,183.4
地方政府债务余额	5,228.7	4,640.5	4,043.3

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：成都市人民政府网站，中证鹏元整理

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

区位特征：属于成都市“北改”核心区之一，坐拥亚洲最大的集装箱中心站，铁路和公路交通较发达。青白江区隶属于四川省成都市，位于成都市东北部，东邻金堂县、南连龙泉驿区、西接新都区、北与广汉市接壤，2017年正式被纳入成都市中心城区，主体区域位于第二绕城高速之内，是成都市“北改”核心区之一，幅员面积378.9平方公里，辖7个镇（街道）、83个村（社区）。青白江区常住人口较少，在成都市20个区县中位列倒数第4，但呈现出净流入的趋势，截至2023年末青白江区常住人口50.98万人，较七普数据增长1.97万人。

青白江区铁路和公路交通较发达，区域地位重要。青白江区地处“丝绸之路经济带”和“长江经济带”国家战略交汇点，境内的成都国际铁路港占地33.6平方公里，是贯彻落实“一带一路”倡议和成都构建“国际陆海联运”走廊的重要载体，作为蓉欧班列的始发地以及中国（四川）自由贸易试验区三大片区之一的青白江区，坐拥亚洲最大的集装箱中心站、西部最大铁路枢纽和密集的公路交通网络，公路密度2.71公里/平方公里，境内共4条高速（成都第二绕城高速、成绵高速、成南高速、成德南高速）穿境而过。

图2 青白江区发展格局示意图



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

经济发展水平：经济总量位列成都市各区县第11/20位，人均GDP较高；依托于成都国际铁路港，形成了以整车贸易、跨境电商等为特色的国际贸易产业链，对外贸易成为拉动经济增长的新动力。2023年青白江区实现GDP达684.10亿元，位列成都市各区县第11/20位，但增速低于全省（6.0%）与全市（6.0%）平均水平；按2023年末常住人口计算青白江区人均GDP达13.42万元，为同期全国人均GDP的1.50倍，人均GDP水平较高，三次产业结构由2021年的2.5:30.4:67.1调整为2023年的2.5:27.5:70.1。2021年四川成都青白江经济开发区升级为国家级经济技术开发区，定名为成都国际铁路港经济技术开发区，并跻身全国综合实力百强区，得益于区域内成都国际铁路港的建设与发展，近年青白江区现代物流、国际贸易等第三产业对经济贡献较大。

依托国际通道和成都铁路口岸优势，青白江区形成了以整车贸易、跨境电商等为特色的国际贸易产业链，外贸发展势头强劲，成为拉动经济增长的新动力。2023年青白江区国际通道持续拓展，成功打通中吉乌、中缅公铁联运新通道以及“中老泰全铁”快线等新线路，实现连接境外108个城市，成都国际铁路港集装箱吞吐量突破100万标箱。2023年成都国际铁路港综合保税区实现高质量运行，落地全国首个“内陆综保区通关一体化”模式、全国首单“区内直转”业务，预计成都国际铁路港全年实现进出口总值300亿元、增长25.3%，持续位居全省综保区第二。2023年青白江区发挥“自贸+口岸+综保”优势，实现整车进出口近2.8万辆、增长210%，跨境电商交易300万单、货值增长22.2%，大宗贸易超45亿元、

增长103.6%。全区实现外贸进出口394亿元、增长29.1%，拉动全省外贸增速近1个百分点。

近年青白江区加速推动老工业基地转型升级，工业平稳发展。近年青白江区聚焦绿色建材、绿色低碳、新能源商用车、消费类电子信息产品出口加工四大产业，签约引进中商巨建等总投资721亿元的项目87个，其中重大项目和高能级项目20个，2023年一、三季度荣获全市招商引智“红榜”。

但近年青白江区新增重大项目接续不畅，2023年预计固定资产投资同比下降30%以内，对经济拉动作用减弱。消费方面，2023年青白江区实现社会消费品零售总额171.9亿元、同比增长9.0%，消费需求复苏态势良好。

表5 2023年成都市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
青羊区	1,589.50	6.1%	16.34	114.42	26.02
龙泉驿区	1,502.50	6.1%	10.91	85.47	54.69
新都区	1,086.10	6.0%	6.82	70.57	27.91
温江区	728.90	5.5%	7.21	55.73	44.76
青白江区	684.10	5.4%	13.42	49.12	36.63
新津区	502.70	5.3%	13.40	36.90	51.20
大邑县	344.35	5.5%	6.78	21.99	21.16

注：人均 GDP 以成都市统计局公布的 2023 年末常住人口数据计算。

资料来源：成都市各区县政府官网，中证鹏元整理

表6 青白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）	684.1	5.4%	650.69	2.9%	620.16	8.7%
固定资产投资	-	-	-	6.2%	-	19.1%
社会消费品零售总额	171.9	9.0%	157.81	0.8%	156.53	16.7%
进出口总额	394.0	29.1%	305.22	15.2%	265.10	74.5%
人均 GDP（万元）	13.42		12.85		12.38	
人均 GDP/全国人均 GDP	150.11%		149.94%		152.09%	

注：“-”表示该数据暂未公开披露。

资料来源：青白江区 2021-2022 年国民经济和社会发展统计公报、2024 年青白江区人民政府工作报告，中证鹏元整理

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

财政及债务水平：青白江区财政实力居成都市中等，2023年地区一般公共预算收入有所回升，政府性基金收入持续下滑；近年地方政府债务余额持续扩张。2023年青白江区一般公共预算收入有所回升，

主要系税收收入增长较快，收入质量及财政自给率亦有所回升；2021-2023年青白江区政府性基金收入持续下降，2023年实现政府性基金收入36.63亿元，相比2021年下降55.68%。近年青白江区积极推进国际铁路港综合园区及其配套基础设施的建设，政府债务余额持续扩张，近三年政府债务余额复合增长率约17.03%。

表7 青白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	49.12	43.10	45.01
税收收入占比	62.56%	58.17%	62.41%
财政自给率	56.09%	53.72%	60.35%
政府性基金收入	36.63	43.18	82.65
地方政府债务余额	172.04	153.91	125.61

注：1）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：关于青白江区 2021-2023 年预算执行情况和 2022-2024 年预算草案的报告，中证鹏元整理

投融资平台：区域内基础设施投资类企业较多，整体债务压力较大。截至2023年末，青白江区内发债平台共有7家，实际控制人均是青白江区国金融局，各家平台财务数据及职能定位如下表所示，其中一级平台2家，分别是成都陆港枢纽投资发展集团有限公司（以下简称“陆港投集团”）、成都市融禾投资发展集团有限公司（以下简称“融禾公司”）。2021年陆港投集团通过吸收合并多家区属平台，成为青白江区规模最大的基础设施投资类企业，其余5家平台均系陆港投集团的子公司，各家平台均涉及基础设施建设。截至2023年末，区域内两家一级平台总债务合计877.50亿元，债务规模较大。

表8 青白江区主要投融资平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
陆港投集团	青白江区国金融局	595.53	61.89%	88.93	730.04	青白江区规模最大的融资平台，业务主要涉及基础设施建设业务、货运物流业务和拆迁工程业务等
融禾公司	青白江区国金融局	100.84	62.99%	7.20	147.46	青白江区新农村建设的工程施工主体
成都市青白江区国有资产投资经营有限公司	陆港投集团	305.68	66.08%	42.17	374.91	系青白江区主要平台，负责基建、保障房、土地开发等任务
成都新开元	成都市青白江区国有资产投资经营有限公司	220.46	59.31%	28.32	118.62	青白江区重要的代建平台，主要经营基础设施建设、公交客运、安置房附属商铺等业务
成都凯利捷投资发展有限公司	成都市青白江区国有资产投资经营有限公司	94.30	60.36%	11.86	98.78	主营拆迁整理业务，附带房地产开发、租赁和公墓销售等业务
蓉欧公司	陆港投集团	218.84	59.97%	20.82	-	青白江欧洲产业城综合运营商
瀚宇投资	蓉欧公司	186.10	58.73%	13.45	204.37	系青白江区主要的基础设施投融资和建设主体，以棚改、安置房建设、砂石、房产租赁业务为主

注：1）财务数据截至 2023 年末/2023 年度；2）总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息部分+永续债。

资料来源：DM、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是成都市青白江区的基础设施建设和投融资主体，业务涉及棚户区改造、城中村改造、安置房建设、道路建设；2023年代建业务收入增长，截至目前公司在建代建项目投资规模较大，尚需投资较大规模，业务持续性和稳定性均较好，但面临较大的建设资金支出压力；此外，公司砂石业务仍具有区域专营性，业务盈利能力尚可，对公司收入和利润均形成一定支撑

公司是成都青白江区的基础设施建设和投融资主体，业务涉及棚户区改造、保障房建设、城市基础设施建设、砂石业务、房产租赁业务、文体中心运营和管理服务业务及清扫保洁等。其中代建业务和砂石业务毛利率水平较高，是公司收入和利润的主要来源。2023年代建业务确认收入增加，带动营业收入上升。

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
代建业务	10.83	80.53%	36.56%	9.13	78.57%	36.72%
砂石业务	1.21	8.98%	77.06%	1.35	11.62%	59.88%
其他业务收入	1.41	10.50%	6.46%	1.13	9.81%	14.00%
合计	13.45	100.00%	37.03%	11.62	100.00%	37.20%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）工程业务

公司仍主要从事青白江区的基础设施项目建设，职能、业务范畴、业务模式未改变，涉及棚户区改造、保障房建设、城市基础设施建设，业务模式分为代建和自营。

1、代建模式

跟踪期内公司代建业务收入增长，业务持续性较好，截至目前公司代建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的建设资金支出压力

前期公司以委托代建模式进行承接的项目主要属棚改类，公司与江城公司就下表中的4个棚改项目签订委托代建协议，江城公司委托公司实行全过程建设管理服务。代建协议约定项目合同价款等于工程建设管理费用与回报收益之和，回报收益暂定为按毛利率35%计算，最终以双方共同委托的审计机构进行审核的金额为准，合同价款支付方式为货币、土地使用权、其他资产等，协议未约定合同价款支付时点。每年公司根据江城公司出具的结算单确认收入。2023年公司取得代建收入10.83亿元，占营收比为80.53%，均来自2017年老工业基地棚户区改造项目，毛利率36.56%，代建业务对公司收入及利润形成重要支撑。

表10 截至 2023 年末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

工程名称	项目类别	总投资	已投资	尚需投资	账面价值
2017年老工业基地棚户区改造项目	棚改类	76.08	76.47	-	63.26
2017年老工业基地城中村改造项目	棚改类	25.00	20.05	4.95	12.00
2017年棚户区改造项目	棚改类	24.51	19.24	5.27	14.25
青白江区铁路港毗邻区域城中村改造项目	棚改类	24.17	7.70	16.47	7.70
清泉大道（欧洲产业城段）建设项目	基础设施类	5.27	3.71	1.56	3.71
港城大道南段建设项目	基础设施类	3.38	3.12	0.26	3.12
青云路建设工程项目	基础设施类	3.19	2.36	0.83	2.36
三洲路西延线项目	基础设施类	2.16	1.50	0.66	1.50
东山大道建设项目	基础设施类	2.16	1.77	0.39	1.77
合计	-	165.92	135.92	30.39	109.67

注：1）青云路建设工程项目、三洲路西延线项目、东山大道建设项目上年提供已投资额数据有误，已做更正；2）因人工、材料等价格上涨导致部分项目累计已投资超过计划总投资，尚需投资额合计中不包含该项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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

截至2023年末，公司主要在建代建项目如上表所示，项目预计总投资165.92亿元，尚需投资30.39亿元，业务持续性较好，同时公司也面临较大建设资金支出压力；上表代建项目账面价值109.67亿元，随着项目结算，未来公司代建业务收入较有保障，但是项目整体结算进度较慢，且回款受财政支出安排存在一定不确定性。

2、自营模式

公司还以自营模式进行安置房建设，其中青白江区祥福镇陆港花园安置房分两期建设，一期项目是“21青白江安置房项目NPB”的募投项目，二期是“21瀚投01”、“21瀚投02”、“21瀚投03”的募投项目；福洪镇安置房是本期债券的募投项目。建设的安置房定向销售给征地拆迁或棚户区改造所涉及的拆迁户，项目中包含的商业用房和停车场进行市场化销售，截至2023年末，青白江区祥福镇陆港花园安置房一期、二期住宅部分已竣工验收，尚未取得收入，福洪镇安置房正在建设中，未来随着项目出售，可给公司带来收入。公司自营安置房项目尚需投资规模较大，公司面临较大资金支出压力。

表11 截至 2023 年末公司自营安置房项目建设情况（单位：亿元）

项目	主要建设内容	总投资	已投资
青白江区祥福镇陆港花园安置房	一期：住宅用房建筑面积 32.13 万㎡，商业用房建筑面积 2.54 万㎡ 二期：住宅用房建筑面积 24.49 万㎡，商业用房建筑面积 7.83 万㎡	28.53	23.72
成都市青白江区福洪镇欧创路安置房	住宅用房：建筑面积 34.11 万㎡，18~24 高层，30 个住宅单元 商业用房：建筑面积 4.43 万㎡，临街独立，2-3 层	22.33	12.57
合计	-	50.86	36.29

注：1）成都市青白江区福洪镇欧创路安置房为本期债券募投项目；2）安置房项目已投资额为工程口径，与账面价值存在一定差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）砂石业务

青白江区行政范围内的砂石资源由公司进行运营管理，该业务在区域内具有专营性，毛利率水平较高，对公司利润形成一定支撑。2023年受房地产行业下行影响，公司砂石销售收入有所减少

公司负责青白江区行政范围内的砂石资源的接管、加工、出售等工作，青白江区行政范围内的砂石资源实行统一利用管理，任何单位和个人不得以任何手段非法开采、侵占、买卖和破坏，故该业务具有区域专营性。跟踪期内公司所负责接管、加工及出售的砂石资源范围未发生变化，仍按照《成都市青白江区砂石资源管理暂行办法》（青府办发〔2019〕35号）执行，截至2023年末，公司管理运营的砂石资源评估价值合计为61.77亿元。

公司砂石业务分为三个阶段，分别为砂石接管、砂石加工、砂石生产。具体模式为房地产项目建设业主在项目宗地成交后，与公司签订《社会投资项目地下砂石接管协议》，房地产项目建设业主对项目红线范围内的地下砂石进行挖掘后运输至公司指定的堆场，公司对砂石数量和质量（含泥沙量等）进行验收，验收合格后向房地产项目建设业主出具砂石接管凭证，并依据合同约定数量分阶段结算砂石发方量及支付砂石挖运费，砂石挖运产生的其他一切费用由房地产项目建设业主承担；在接管砂石后，公司与生产加工劳务服务方签订加工生产项目协议，公司供应原材料，生产加工劳务服务方负责进行砂石加工作，公司按合同规定支付砂石加工劳务服务费；之后公司将加工完毕的砂石对外销售。报告期内，公司接管的砂石主要来源于一带一路成都国际铁路港进出口商品展示交易中心、瀚城丽都、临港服务产业园二期等工程项目。

2023年公司分别取得砂石销售收入1.21亿元，占营收比约8.98%，毛利率77.06%，2023年毛利率增长主要系公司砂石挂网销售不再承担运费。受房地产行业下行影响，砂石销售收入持续下滑，但毛利率水平较高，能持续对公司利润形成一定支撑。2023年公司砂石业务前五大客户如下表所示，下游客户主要为建筑企业或贸易物流公司。

表12 2023 年公司砂石业务前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	销售金额	销售占比
成都豪汐物流有限公司	1,773.18	14.69%
成都领创盛建材有限公司	1,551.68	12.85%
成都永木林商贸有限公司	1,282.55	10.62%
四川景页天建筑工程有限公司	777.34	6.44%
成都华鑫科农业科技有限公司	538.49	4.46%
合计	5,923.24	49.06%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）其他业务

公司其他业务主要包括租赁业务、文化体育中心进行运营和管理业务、清扫保洁业务，2023年新增供应链贸易业务，2023年公司其他业务收入1.41亿元，对公司收入形成一定补充

租赁业务方面，公司将划拨取得的青白江文化体育中心对外出租，2022年取得权属证明。公司租赁业务相关合同如下表所示，2023年公司确认租金收入0.26亿元。截至目前仅与成都市青白江区机关事务服务中心及陆港投集团的合同尚在存续期，未来该部分收入存在一定不确定性，且暂未收到成都市青白江区机关事务服务中心实际回款。

表13 公司房产租赁合同情况（单位：万元）

承租人	租赁物	租赁合同	租赁期	年租金
成都市青白江区机关事务服务中心	青白江区文体中心体育场	《房屋租赁合同》	2020.12.1-2026.11.30 (共 6 年)	2,525.00
成都陆港枢纽投资发展集团有限公司		《体育场馆租赁合同》	2024.5.1-2025.4.30 (共 1 年)	149.21

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

文化体育中心进行运营和管理业务方面，成都市青白江区文化体育和旅游局和成都中奥广场管理有限公司签署《青白江区文体中心运营和管理服务合同》，并共同与公司签订《青白江区文体中心运营和管理补充协议》，公司对青白江区文化体育中心进行运营和管理，作为文体中心的业主，每年向成都市青白江区文化体育和旅游局收取运营管理服务费0.17亿元（含税），再向第三方管理服务机构成都中奥广场管理有限公司支付服务费。2023年实现文化体育中心进行运营和管理业务收入0.16亿元。

清洁保洁业务方面，光捷公司与成都市青白江区综合行政执法局签署《环卫作业服务承包合同书》，负责道路清扫保洁、清扫区域内垃圾的收集和转运、绿化带和行道树的立体冲洗及保洁等保洁服务，每月收取清扫保洁服务费用，2023年实现清扫保洁收入0.24亿元。

供应链贸易业务方面，2023年光捷公司新增供应链贸易业务，贸易商品主要为尿素、碳铵、三聚氰胺等化工产品，公司业务模式采取以销定采的方式，待下游客户有实际订单后，再向上游供货商购货，公司收到下游货款再进行货权转移，基本无账期。2023年实现贸易业务收入0.42亿元，毛利率为0.11%，盈利能力很弱。

六、 财务分析

财务分析基础说明

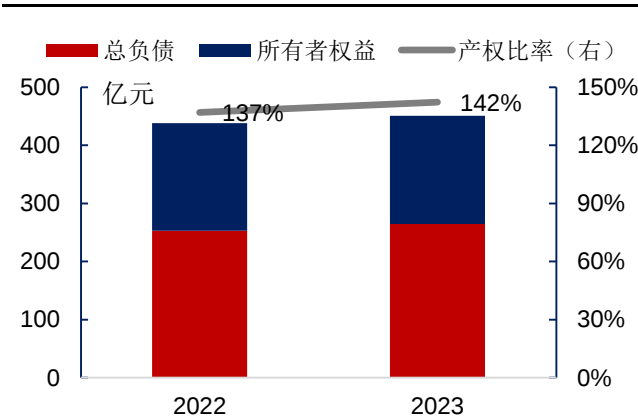
以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内合并报表范围无变化。

资本实力与资产质量

2023年随着项目建设的推进，公司资产规模进一步提升。截至期末公司资产以项目建设成本、采砂经营权、与其他单位的往来款构成，其中主要建设项目未来收益权受限，与其他单位的往来款回收时间不确定，采砂经营权无权属证明，整体而言，公司资产流动性仍较弱

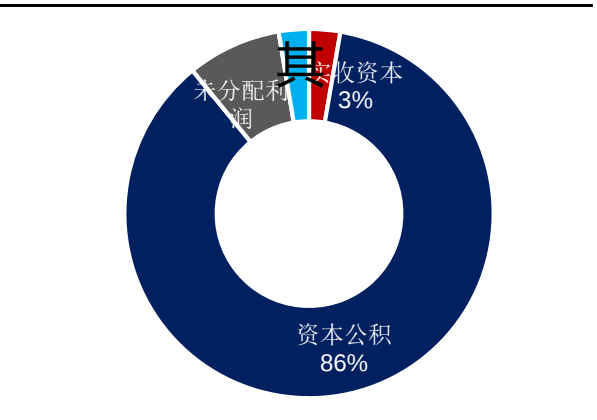
2023年公司其他应付款大幅增长，总负债有所增加，而净资产规模较上年末基本持平，净资产对负债覆盖力度有所减弱，产权比率提升至142%。截至2023年末，公司净资产186.10亿元，其中资本公积160.78亿元，占比约86.39%，公司资本结构较稳定。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年公司资产规模进一步增长，增量资产主要来自项目建设投入。截至期末，公司资产主要由存货、其他应收款、无形资产构成，上述资产合计占比超过80%。

公司存货主要由棚户区改造、安置房、管网道路等棚改类或基础设施类项目合同履行成本构成，2023年随着项目建设的推进，存货中合同履行成本账面价值增加16.39亿元，较大部分项目签订了代建协议，未来随着项目结算能为公司收入提供保障。

公司其他应收款仍主要系公司与青白江区内的国企及政府部门间的往来款，2023年公司其他应收款较上年小幅增长，截至期末前五大应收对象应收合计69.97亿元，占比94.36%，主要应收对象为江城公司、成都市青白江区财政局等，公司应收款项规模较大，虽应收对象主要为政府部门及国企，但对象集中，回收时间不确定，对公司资金形成较大占用。

公司无形资产主要是采砂特许权，当期无形资产与上年基本持平，截至期末公司无形资产中采砂经营权61.77亿元。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.89	1.08%	12.92	2.95%

其他应收款	74.15	16.44%	71.96	16.42%
存货	231.38	51.31%	215.00	49.06%
合同资产	21.74	4.82%	12.98	2.96%
流动资产合计	340.71	75.56%	329.22	75.13%
固定资产	26.45	5.87%	26.82	6.12%
投资性房地产	17.55	3.89%	15.79	3.60%
无形资产	63.33	14.04%	63.26	14.44%
非流动资产合计	110.22	24.44%	108.99	24.87%
资产总计	450.93	100.00%	438.21	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司其他资产主要包括货币资金、固定资产、投资性房地产及合同资产。公司货币资金占总资产比例约1.08%，规模较小，对同期末短期债务覆盖力度很弱，公司货币资金无使用受限情形；固定资产较上年变化不大，仍主要由青白江文体中心和青白江区综合客运枢纽站构成，青白江区综合客运枢纽站仍未办理权证；投资性房地产主要系祥福镇陆港花园安置房项目的土地使用权及大港建材城商业房地产；2023年合同资产规模大幅增长，主要系公司当期确认的代建收入增加了对江城公司的应收款规模。

截至2023年末，公司存在部分项目未来收益权质押情形，如下表所示。

表15 截至 2023 年末公司主要收益权质押情况（单位：亿元）

收益权质押项目名称	账面价值
北部新区道路路网建设工程道路 14 标、北部新区道路路网建设工程道路 1 标、北部新区道路路网建设工程道路 2 标、北部新区道路路网建设工程道路 8 标、北部新区道路路网建设及区域环境综合整治 11 标、北部新区道路路网建设及区域环境综合整治 12 标	1.32
2017 年棚户区改造项目	14.25
2017 年老工业基地城中村改造项目	12.00
2017 年老工业基地棚户区改造项目	63.26
合计	90.83

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至期末，公司资产以项目建设成本、采砂经营权、与其他单位的往来款构成，其中主要建设项目未来收益权受限，与其他单位的往来款回收时间不确定，采砂经营权无权属证明，整体而言，公司资产流动性仍较弱。

盈利能力

2023年营业收入有所增长，毛利率仍维持在较高水平，盈利能力尚可；受区域内房地产景气度下行影响，砂石业务收入有所下降

2023年公司营业收入大幅增长，增量收入主要来自代建业务，代建业务和砂石业务仍是公司收入及毛利的主要来源。截至期末，公司代建项目投资规模较大，未来收入较有保障，但代建项目结算及回款进度受财政支出影响而存在不确定性；公司砂石业务具有区域专营性，业务持续性较好，但收入规模受

区域内房地产景气度影响较大。近年公司销售毛利率维持在较高水平，净利润主要来自经营性业务，业务盈利能力尚可。

表16 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	13.45	11.62
营业利润	3.27	2.55
其他收益	0.01	0.00
利润总额	3.29	2.55
销售毛利率	37.03%	37.20%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模较大，但持续下降，非标融资占比也有所下降；EBITDA对利息的保障能力很低，现金类资产对短期债务覆盖力很弱，公司面临较大的偿债压力

公司负债由总债务和与其他单位的往来款构成，2023年公司净融资为负，总债务规模有所减少，截至2023年末总债务204.37亿元，占负债比下降至77.17%；当期公司新增约16.59亿元与其他国企的往来款，期末其他应付款增加至46.50亿元，占负债比上升至17.56%，该部分负债具有一定偿还弹性。

公司债务类型主要由银行借款、债券融资、非标融资（融资租赁及信托）构成，截至2024年3月末，上述债务类型占比为62.53%、19.56%、16.15%，平均融资成本分别为4.93%、6.88%、7.53%。此外，公司尚存续少量永续债。债务期限结构方面，截至2024年3月末，公司短期债务占比25.50%，一年内到期债务本金49.07亿元（不含应付票据），公司短期债务规模较大，公司面临较大的存量债务本息接续压力。

表17 截至 2024 年 3 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	4.93%	120.33	16.50	103.83
应付债券	6.88%	37.63	13.89	23.74
非标融资	7.53%	31.08	16.98	14.10
永续债	6.50%	3.40	1.70	1.70
合计	5.75%	192.43	49.07	143.37

注：上述债务不包含应付票据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.19	3.85%	7.73	3.05%

其他应付款	46.50	17.56%	29.91	11.81%
一年内到期的非流动负债	33.26	12.56%	44.70	17.65%
流动负债合计	101.71	38.41%	94.85	37.44%
长期借款	104.31	39.39%	111.17	43.88%
应付债券	37.38	14.11%	15.80	6.24%
长期应付款	20.80	7.86%	30.95	12.22%
非流动负债合计	163.11	61.59%	158.49	62.56%
负债合计	264.83	100.00%	253.34	100.00%
总债务	204.37	77.17%	214.07	84.50%
其中：短期债务	43.55	16.44%	53.37	21.07%
长期债务	160.83	60.73%	160.70	63.43%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年公司负债水平较上年有所增长，资产负债率小幅提升。公司一年内到期债务本金规模较大，现金类资产对其覆盖力度依旧很弱；公司债务规模较大，利润难以覆盖当期利息支出，2023年营业利润有所增长，EBITDA利息保障倍数有所上升，但仍处于很低水平。整体而言，公司短期面临较大还本付息压力。

公司资金需求主要来自债务还本付息和项目开支。公司代建及自营项目投资规模较大，建设资金仍对外部融资较依赖；2024年公司需支付的本息规模较大，较大部分债务还本依靠债务滚续。截至2024年3月末，公司的银行授信剩余额度为53.46亿元，以项目贷为主，备用流动性尚可；综合考虑区域经济发展状况、公司自身业务竞争力及债务压力，预计未来公司再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	58.73%	57.81%
现金短期债务比	0.11	0.24
EBITDA 利息保障倍数	0.41	0.39

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境和社会方面，根据公开查询和公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司不存在因空气污染、温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问

题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

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

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2024年5月8日）、控股股东蓉欧公司（报告查询日为2024年4月17日）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23.20亿元，占期末公司所有者权益12.47%，担保对象均为区域内的国企或事业单位，担保均未设置反担保，公司存在一定或有负债风险。

表20 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保期限	反担保措施
成都盛鼎宏园区管理有限公司	5.73	2021/3/31-2035/12/10	无
	0.45	2022/3/18-2025/3/18	无
成都市青白江区国有资产投资经营有限公司	5.00	2022/12/7-2024/12/31	无
	0.89	2022/8/18-2024/9/16	无
	0.50	2022/8/17-2025/8/16	无
成都市融禾嘉泰现代农业发展有限公司	4.07	2021/8/27-2029/7/10	无
成都市智汇新城投资发展有限公司	1.59	2019/6/27-2025/6/23	无
成都青白江蓉欧园区运营管理有限公司	1.38	2023/7/28-2026/7/15	无
	1.10	2023/6/2-2024/12/30	无
	1.04	2023/3/9-2038/3/7	无
成都市凯利捷投资发展有限公司	0.50	2022/8/17-2025/8/16	无
青白江区妇幼保健院	0.40	2023/3/17-2024/12/29	无
成都市融禾投资发展集团有限公司	0.29	2021/7/27-2024/7/27	无
成都集装箱物流投资有限公司	0.17	2021/2/3-2024/2/3	无
成都市江城投资有限公司	0.09	2022/10/17-2024/10/16	无
合计	23.20	-	-

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

其他

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

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

（1）公司与青白江政府的联系非常紧密。公司由政府接近全资拥有，没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例；政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力；公司的业务基本来源于政府及其相关单位；近5年内受到政府支持（一般性支持或特殊支持）的次数多且支持力度较大；展望未来，与政府的联系将比较稳定。

（2）公司对青白江政府非常重要。公司作为青白江区的基础设施建设主体和投融资主体，最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务；公司在基础设施建设方面贡献很大；若公司发生违约将对地区金融环境和融资成本产生实质性影响，但政府在付出一定努力和成本的情况下可以取代公司。

经评估，青白江区人民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“+3”调整为“+2”。

九、债券偿还保障分析

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

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

中合担保成立于2012年7月，由中国进出口银行、海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）、中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）、海宁宏达股权投资管理有限公司（以下简称“海宁宏达”）、西门子（中国）有限公司、内蒙古鑫泰投资有限公司、JPMorgan China Investment Company Limited（以下简称“JPMorgan China”）出资发起设立，初始注册资本为51.26亿元，是为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目而成立的担保机构。2022年4月，海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）宣布风险处置工作基本结束，包括海航资本等在内的321家公司实质合并重整计划已经执行完毕，海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）不在重整范围内，根据海航科技2022年4月发布的公告，海航集团破产重整导致海航科技实际控制人已由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人。截至2023年末，海航资本与海航科技均无实际控制人，且无一致行动人关系。

2023年，中合担保原第二大股东JPMorgan China以协议转让的方式，将其持有中合担保的12.76亿股（占公司全部股份的17.78%）转让给宏达控股集团有限公司，该事项已经北京市地方金融监督管理局和北京市市场监督管理局备案通过。截至2023年末，中合担保注册资本和实收资本均为71.76亿元，无控股股东和实际控制人。

表21 截至 2023 年末中合担保股权结构（单位：亿元）

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

资料来源：中合担保 2023 年审计报告，中证鹏元整理

中合担保是全国展业的融资担保机构，主要从事直接和间接融资担保、自有资金投资等业务，以直接融资担保业务为主。受自身经营策略调整、海航集团破产重组以及城投债发行政策收紧等因素影响，近年来中合担保存续担保业务规模持续收缩。截至 2023 年末，中合担保融资担保余额为 267.02 亿元，同比下降 20.40%。2023 年以来，因中合担保主营的城投债担保业务受到城投债发行政策影响，中合担保调整自身经营策略，未来计划控制城投债担保业务规模，在通过业务及风控数字化以提高运营效率的同时，借助股东中国宝武的资源拓展供应链金融创新业务，从而为其带来新的业务和盈利增长点，实现中长期的健康发展，但未来中合担保的整体经营表现需要关注。

中合担保主要从事以服务城投类企业为主的直接融资担保业务，担保品种主要包括企业债、中期票据以及公司债等。受城投债发行政策收紧影响，2023 年中合担保新增担保业务规模合计 100.95 亿元，同比下降 9.38%；同时因解保规模较大，截至 2023 年末中合担保直接融资担保余额同比下降 20.99%至 251.68 亿元，在担保余额中的占比为 94.25%，其中城投类业务担保余额为 245.36 亿元，全部为公募债券担保业务。截至 2023 年末，中合担保间接融资担保余额为 12.23 亿元，供应链金融担保业务的开展带动间接融资担保业务笔均规模快速下降，间接融资担保业务在保项目 513 个，在保客户 65 户，户均担保规模为 0.19 亿元。自 2020 年新管理团队到位以来，中合担保重点围绕股东中国宝武及其上下游企业开展以供应链金融为主的新金融业务，同中国宝武协同开展的“订单宝”、“赊销宝”、“小额宝”、“宝武应付产品”等创新型担保产品先后落地，并实现线上化运营。2023 年，中合担保全年累计开展新金融业务担保规模为 41.60 亿元，在业务转型方面取得了一定进展，但未来中合担保新金融业务发展速度以及业务转型的整体进展仍需关注。

2023 年，公司以自有资金为其全资子公司中合明智商业保理（天津）有限公司（以下简称“中合保理”）增资 3.00 亿元，中合保理注册资本增加至 3.50 亿元。此外，中合担保推出池保理等创新型保理业务模式，通过担保+保理的组合方式高效满足中国宝武产业链上下游中小企业多样化的融资需求，带动保理业务快速发展。截至 2023 年末，中合担保应收保理款账面价值为 9.14 亿元，相当于 2022 年末的 31.03 倍。

表22 中合担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	100.95	111.39	37.84
当期解除担保额	169.38	199.18	240.87
期末担保余额	267.02	335.46	423.25
其中：融资担保余额	263.91	335.46	423.25
直接融资担保余额	251.68	318.54	407.85
间接融资担保余额	12.23	16.91	15.40
融资担保责任余额	213.35	271.66	342.35
融资担保责任余额放大倍数（X）	2.92	3.68	4.70

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

2023 年，中合担保未发生担保代偿，同时追偿工作取得较大进展，全年实现代偿回收金额 1.26 亿元，2023 年末累计代偿回收率同比上升 2.58 个百分点至 35.30%，但仍处于较低水平。整体来看，中合担保的担保代偿风险得到一定控制，但在宏观经济增速放缓、城投行业经营和融资政策持续调整的背景下，中合担保未来可能面临的代偿风险仍需关注，同时代偿追偿效果仍需进一步提升。截至 2023 年末，中合担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备金分别为 1.24 亿元、2.63 亿元和 0.47 亿元，担保风险准备金合计为 4.34 亿元，同比下降 8.99%；拨备覆盖率为 123.47%，总体来看中合担保风险准备金提取较为充足。

资金运用业务方面，近年来中合担保投资业务策略有所调整，自 2019 年起除因担保项目追偿产生的抵债资产外，不再新增非标债权及股权类投资项目，资金运用业务逐步以债券投资为主。截至 2023 年末，中合担保投资资产合计 65.18 亿元（含货币资金及定期存款），其中债券投资资产为 48.97 亿元，在投资资产中的占比为 75.13%；持仓债券均为利率债以及 AAA 级央国企发行人所发行的债券，相关投资流动性较好，信用风险较为可控。

表23 中合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	86.09	82.18	83.55
货币资金	0.74	4.83	5.85
应收代偿款	1.13	3.10	8.09
所有者权益合计	73.12	73.97	73.13

营业收入	4.26	4.59	5.91
营业支出	-2.58	-3.53	-4.03
信用减值损失	-1.07	-2.56	-5.34
净利润	1.55	1.05	1.58
净资产收益率	2.11%	1.43%	2.16%
当期担保代偿额	0.00	0.00	5.30
当期担保代偿率	0.00%	0.00%	2.20%
累计担保代偿率	2.83%	3.14%	3.60%
累计代偿回收率	35.30%	32.72%	26.28%
拨备覆盖率	123.47%	153.75%	88.40%

资料来源：中合担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

中合担保资产构成以现金类资产和金融投资资产为主，截至 2023 年末资产规模为 86.09 亿元，同比增长 4.76%；其中货币资金和定期存款分别为 0.74 亿元和 3.58 亿元，货币资金包括活期存款和证券交易备付金，不存在使用受限情况。截至 2023 年末，中合担保投资资产（含货币资金及定期存款）在资产总额中的占比为 75.71%。近年来中合担保加大应收代偿款的追偿及计提减值力度，截至 2023 年末应收代位追偿款余额为 13.67 亿元，已计提减值准备 12.55 亿元，账面价值为 1.13 亿元，同比下降 63.63%。截至 2023 年末，中合担保无 II 级资产，I 和 III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为 70.45%和 16.71%，以国债、AAA 级信用债等金融资产为主的 I 级资产占比较高，资产流动性较好。

中合担保负债以担保业务相关准备金及卖出回购金融资产为主，截至 2023 年末负债总额为 12.97 亿元，同比增长 57.97%；其中短期借款为 1.24 亿元，在负债总额中的占比为 9.54%。受担保业务余额持续下降影响，2023 年末中合担保的担保赔偿准备金和未到期责任准备金分别为 2.63 亿元和 1.24 亿元，同比分别下降 3.35%和 28.73%，合计在负债总额中的占比为 29.78%。为提高自有资金运营效率，中合担保开展了一定规模债券回购业务，产生了部分卖出回购金融资产款，2023 年末其余额同比增长 191.34%至 5.86 亿元，在负债总额中的占比为 45.15%。

近年来中合担保所有者权益规模基本保持稳定，截至 2023 年末，中合担保所有者权益合计 73.12 亿元，其中实收资本为 71.76 亿元，资本实力较强。2023 年末中合担保融资担保责任余额放大倍数下降至 2.92 倍，未来担保业务发展空间较大。

表24 中合担保收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
担保业务净收入（已赚保费）	2.52	2.81	3.89
投资收益	2.09	2.12	2.06
公允价值变动损益	-0.59	-0.60	-0.09
汇兑损益	0.03	0.20	-0.07
其他收益	0.00	0.01	0.00
其他业务收入	0.22	0.05	0.12

营业收入合计	4.26	4.59	5.91
--------	------	------	------

注：2021-2023 年公司投资收益中均包括存款利息收入；其他业务收入主要为咨询服务收入、追偿收入、基金管理业务收入和保理业务收入等，其他收益为政府补助和个税及附加税手续费返还。

资料来源：中合担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

中合担保的营业收入主要来源于担保业务收入、存款利息收入、金融投资资产带来的投资收益以及中合保理产生的保理业务收入。2023年，因担保业务规模收缩，中合担保营业收入同比下降7.28%至4.26亿元，其中担保业务净收入为2.52亿元，同比下降10.43%，在营业收入中的占比为59.10%；受投资资产规模压缩、风险偏好收紧等因素影响，投资收益同比下降1.52%至2.09亿元，主要来自于债券投资；受益于保理业务的快速发展，其他收入同比大幅增长至0.22亿元，其中保理业务收入为0.13亿元，相当于2022年的10.42倍。近年来中合担保营业支出持续下降，2023年营业支出同比下降26.95%至2.58亿元，其中信用减值损失大幅下降58.00%至1.07亿元，主要系追偿工作取得进展使得应收代位追偿款减值损失大幅下降。2023年，中合担保实现净利润1.55亿元，同比增长47.59%；净资产收益率为2.11%，同比上升0.68个百分点。

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

综上，中合担保股权结构多元且股东实力强，重要股东中国宝武综合实力极强，在公司治理及内部管理方面给予中合担保较大支持；风险进一步出清，供应链担保业务转型初显成效；资本实力强，资产流动性较好，担保代偿能力很强。同时中证鹏元也关注到，中合担保股权结构的不确定性对其经营战略等方面带来潜在不利影响；担保余额持续下降，担保代偿回收率仍处于较低水平，追偿效果有待加强；受城投债发行政策收紧以及自身经营策略调整等因素影响，目前中合担保主营的城投债担保业务未来规模或将进一步收缩，未来中合担保的整体经营表现需要关注等。

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

十、 结论

成都市是西部地区重要中心城市，经济发展水平较高，综合实力较强，青白江区属成都市中心城区，同时也是成都国际铁路港所在地和成都中欧班列始发地，拥有西部最大铁路枢纽和亚洲最大的集装箱中心站，近年形成了以整车贸易、跨境电商等为特色的国际贸易产业链，为公司发展提供了较好的环境。公司作为青白江区的基础设施建设及投融资主体，业务持续性仍较好。同时中证鹏元也关注到公司资产变现能力不强，同时面临较大的存量债务本息接续压力和项目建设资金支出压力，且存在一定的或有负债风险。整体而言，公司抗风险能力尚可。此外，中合担保对本期债券提供的保证担保仍能有效提升其安全性。

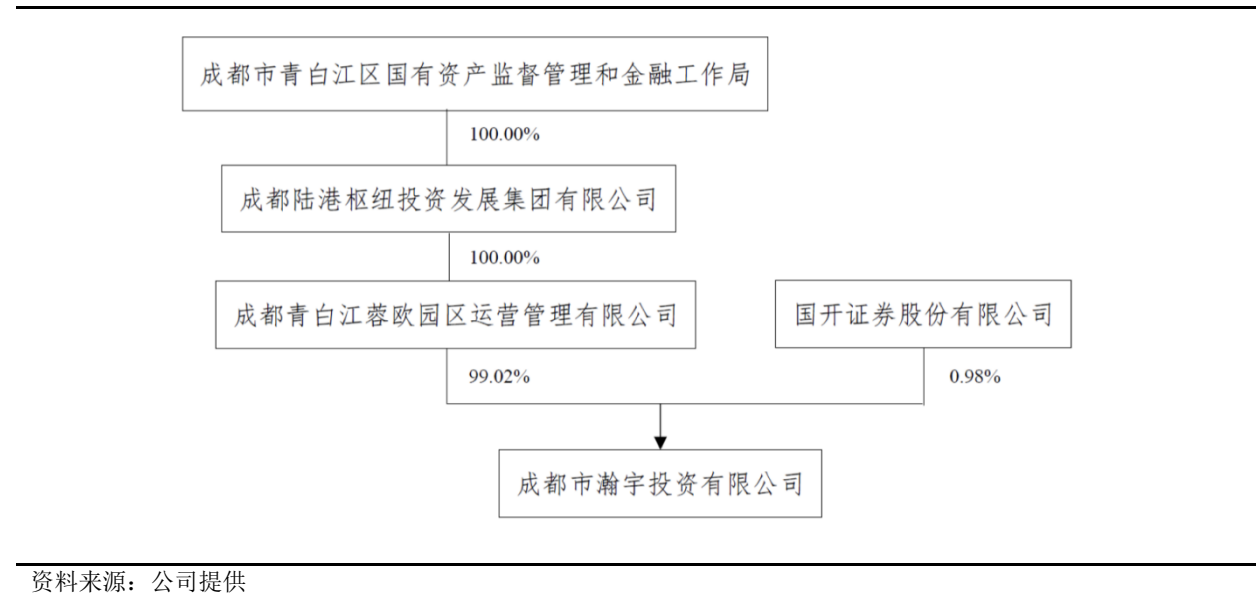
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23瀚宇02/23瀚宇投资债02”信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

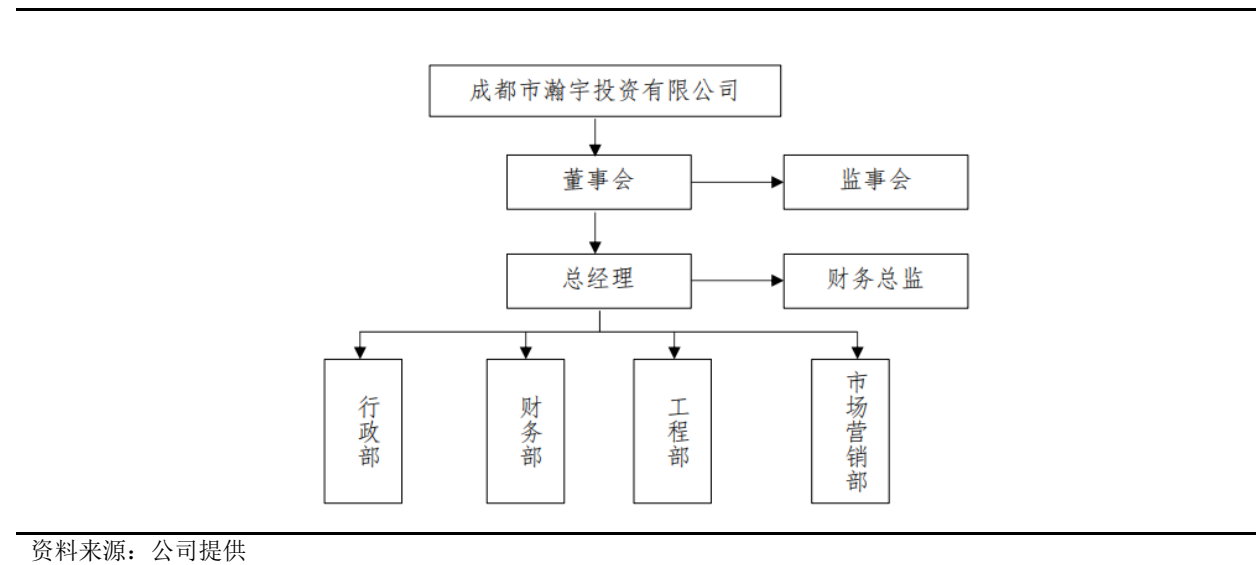
财务数据（单位：亿元）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	4.89	12.92	17.28
其他应收款	74.15	71.96	96.76
存货	231.38	215.00	162.83
合同资产	21.74	12.98	1.93
流动资产合计	340.71	329.22	284.21
固定资产	26.45	26.82	26.01
投资性房地产	17.55	15.79	14.67
无形资产	63.33	63.26	45.61
非流动资产合计	110.22	108.99	106.38
资产总计	450.93	438.21	390.59
短期借款	10.19	7.73	12.99
应付账款	1.44	1.51	2.13
合同负债	8.85	8.89	0.81
其他应付款	46.50	29.91	8.43
一年内到期的非流动负债	33.26	44.70	48.53
流动负债合计	101.71	94.85	73.80
长期借款	104.31	111.17	111.97
应付债券	37.38	15.80	36.40
长期应付款	20.80	30.95	27.09
非流动负债合计	163.11	158.49	175.85
负债合计	264.83	253.34	249.66
所有者权益	186.10	184.87	140.93
营业收入	13.45	11.62	6.16
营业利润	3.27	2.55	1.73
其他收益	0.01	0.00	0.01
利润总额	3.29	2.55	1.71
经营活动产生的现金流量净额	21.44	36.73	-0.12
投资活动产生的现金流量净额	0.30	-0.27	-8.25
筹资活动产生的现金流量净额	-29.77	-40.81	-1.20
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	37.03%	37.20%	40.90%
资产负债率	58.73%	57.81%	63.92%
短期债务/总债务	21.31%	24.93%	25.41%
现金短期债务比	0.11	0.24	0.28
EBITDA（亿元）	5.36	4.77	2.82
EBITDA 利息保障倍数	0.41	0.39	0.15

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 5 月末）



附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 5 月末）



附录四 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

附录五 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。