



成都天府水城城乡水务建设有限公司2020 年度第二期中期票据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

成都天府水城城乡水务建设有限公司2020年度第二期中期票据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
20 天府水城 MTN002	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：成都天府水城城乡水务建设有限公司（以下简称“天府水城”或“公司”）的实际控制人为金堂县国有资产监督管理局和金融工作局（以下简称“金堂国资金融局”），公司为金堂县水利水务基础设施建设的重要主体，短期内代建业务具有一定的持续性；公司继续获得较大力度的外部支持；四川省金玉融资担保有限公司（以下简称“金玉担保”）提供的不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“20 天府水城 MTN002”（以下简称“本期债券”）信用水平。同时中证鹏元关注到，公司资产质量不佳且流动性较弱，面临较大的资金支出压力，自营项目未来收益实现情况尚待观察；2023 年末公司总债务规模较大，偿债指标表现弱，且存在较大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。我们认为在未来较长一段时间内公司作为金堂县水利水务基础设施建设的重要主体定位不会改变，代建业务将具有一定的持续性。

评级日期

2024 年 7 月 24 日

联系方式

项目负责人：王钰
wangyu@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

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	399.12	392.28	397.06	386.80
所有者权益	248.11	247.86	246.86	246.19
总债务	134.05	130.67	136.39	132.29
资产负债率	37.84%	36.82%	37.83%	36.35%
现金短期债务比	0.10	0.05	0.07	0.10
营业收入	4.78	17.21	11.59	10.46
其他收益	0.20	0.80	0.85	0.91
利润总额	0.33	1.27	1.13	0.96
销售毛利率	10.72%	11.29%	15.98%	14.97%
EBITDA	--	3.46	3.52	2.75
EBITDA 利息保障倍数	--	0.35	0.34	0.27
经营活动现金流净额	3.37	5.54	11.67	1.35

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

- **公司仍为金堂县水利水务基础设施建设的重要主体，代建业务具有一定的持续性。**公司仍为金堂县水利水务基础设施建设的重要主体，主要业务涉及代建工程、商品贸易等；2023年末公司待结算的代建项目成本以及在在建代建项目总投资尚有一定规模，短期内业务具有一定的持续性。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2023年公司获得政府补助0.80亿元，计入其他收益，较大程度上提升了利润水平。
- **保证担保仍能有效提升本期债券信用水平。**经中证鹏元综合评定，金玉担保主体信用等级为AAA，其提供的不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券信用水平。

关注

- **公司低收益性资产规模仍较大，资产质量不佳且流动性较弱。**2023年公司资产结构相对稳定，截至2023年末公司资产仍以应收款项、土地、水利资产、砂石开采权为主，因应收对象主要为国有企业，回款时间存在一定的不确定性，收益性较低的水利资产、砂石经营权等资产规模合计为148.47亿元，占总资产的比例为37.85%；土地即时变现能力较弱且部分用于抵押。
- **公司面临较大的资金支出压力，自营项目未来收益实现情况尚待观察。**截至2023年末，公司主要在建代建、自营项目尚需投资12.27亿元，持有的现金规模较小、经营活动净现金流明显下滑，综合来看，公司项目建设面临较大的资金压力；且自营项目的未来收益情况受当地经济环境、产业发展情况影响较大，存在一定不确定性。
- **公司总债务规模较大，偿债指标表现弱。**2024年3月末总债务保持相对稳定，占负债总额的比重为88.77%，以银行借款、债券为主，配有少量非标融资；EBITDA对利息支出的保障能力以及现金类资产对短期债务的覆盖能力很弱。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至2023年末，虽然公司对外担保金额下降至75.66亿元，但其占当期末净资产的比重仍较高，为30.53%，被担保对象虽均为地方国企和事业单位，但均未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

企业名称	职能定位	净资产	资产负债率	营业总收入
成都天府大港集团有限公司	天府水城（金堂县城）主要的基础设施投融资建设主体	818.71	40.98%	74.13
成都天府水城城乡水务建设有限公司	水利水务基础设施建设的重要主体	247.86	36.82%	17.21
金堂县国有资产投资经营有限责任公司	本部主要负责金堂县内的基础设施及安置房建设业务	256.93	44.02%	21.31
四川花园水城城乡产业发展投资开发有限责任公司	全县市政基础设施建设，棚户区改造最主要的实施主体	170.15	48.98%	12.98
成都金堂发展投资有限公司	道路、管网、安置房等代建，同时开展商品房开发业务	86.95	52.14%	4.41
成都东进淮州新城投资集团有限公司	淮州新城主要的基础设施投融资建设主体	-	-	-
成都花园水城城乡建设投资有限责任公司	城市道路、桥梁等基建以及学校、医院等事业单位配套基建	92.98	57.31%	2.47
金堂县兴金开发建设投资有限责任公司	承担淮口镇及省级开发区四川金堂工业园区的基建任务	96.37	54.26%	14.20
金堂县鑫垚建设投资有限责任公司	淮州新城北部副中心主要建设主体之一	96.04	34.70%	14.99
四川成阿发展实业有限公司	成阿工业园区内的基础设施及安置房建设业务	107.69	51.63%	9.42
成都金农兴实业集团有限公司	农业板块投资运营主体，主要负责食用菌产业园开发建设	-	-	-

金堂县现代农业投资有限公司	全县现代农业基础设施、食用菌产业园配套设施项目代建	143.06	37.68%	11.52
---------------	---------------------------	--------	--------	-------

注：1)“-”表示该数据暂未公开披露；2)财务数据均为2023年末数据。
 资料来源：同花顺 iFinD、中证鹏元数据库等，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	6/7
				财务状况	3/7
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，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

- 公司是金堂县重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，金堂县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与金堂县政府的联系非常紧密，公司由金堂县政府全资拥有，金堂县政府对公司人员任命、经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司业务基本来源于金堂县政府及相关单位，近 5 年内受到政府支持的次数多且支持力度较大，包括资产注入及政府补助，公司为金堂县水利水务基础设施建设的重要主体，故公司未来与政府关系较为稳定；公司对金堂县政府非常重要，公司最主要的目标是提供对公共产品和服务；近三年公司项目结算量较大，2023 年末公司待结算的代建项目成本以及在在建代建项目总投资尚有一定规模，在基建方面对当地政府贡献很大；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。
- 同时，中证鹏元认为金堂县政府提供支持的能力很强，主要体现为金堂县为成都市辐射带动川东北经济区的第一门户，近年晶硅光伏、新型锂电等主链产业招商引资成效显著，经济保持较快发展，2023 年首次跻身全国百强县，金堂县拥有很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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
20天府水城 MTN002	2.50	2.50	2023-07-24	2025-12-14

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2020年12月发行5年期2.50亿元中期票据，募集资金计划用于偿还有息负债。截至2024年4月末，本期债券募集资金专项账户余额为0万元。

三、发行主体概况

2023年及2024年1-3月公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2024年3月末注册资本、实收资本仍均为6.00亿元，唯一股东仍为成都天府大港集团有限公司（以下简称“大港集团”），实际控制人仍为金堂国资金融局，公司股权结构图见附录二。

2023年公司新设立1家全资子公司，为成都金腾贸源建设工程有限公司，注册资本为30,000.00万元，业务性质为土木工程建筑业；无不再纳入合并范围内的子公司，当年末子公司数量为3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。

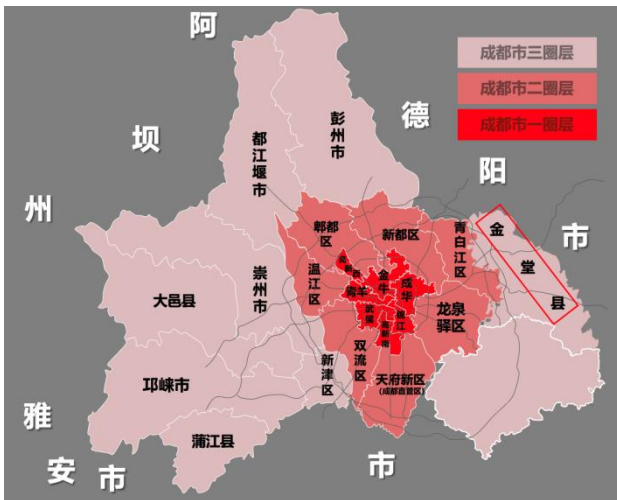
区域经济环境

作为成都市辐射带动川东北经济区的第一门户，随着成渝地区双城经济圈、成都“东进”与“北改”等战略机遇交汇，金堂县面临的发展环境较好；近年晶硅光伏、新型锂电等主链产业招商引资成效显著，2023年首次跻身全国百强县，GDP增速居成都各区县第二；但财政收入质量较低，财政自给能力偏弱，地方政府债务余额持续快速扩张，城投平台出现非标、定融违约舆情；2024年以来，县内国企出现重大资产重组，人事发生较大变更，需关注区域国企整合进展情况

区位特征：金堂县为成都市远郊县，县内淮州新城是成渝北线重要节点之一，是成都市东北向发展的重要门户。金堂县是成都市下属20个区县之一，地处四川盆地中部、成都平原东北部边缘，龙泉山脉由北向南斜贯县境。县内位于龙泉山脉东西两侧的地区经济发展较为不平衡，其中西侧为主城区，东侧开发相对落后。目前位于东侧的淮州新城被定位为成都“东进”战略主战场，淮州新城为成渝北线重要节点之一，是成都市东北向发展的重要门户城市，依托成南、成巴等重要交通廊道融入成渝双城经济圈建设，纵深推进“成东中心、公园水城”建设。从交通条件来看，全县大部分区域介于成都第二、第三绕城高速之间，属成都远郊县。与其他远郊区县相比，金堂县轨道交通相对不发达，目前尚无城轨通往成都主城区，淮口南站交通枢纽工程预计2024年投入运营，建成后该站至成都东站仅需18分钟。全县面积1,156平方公里，辖10个镇、6个街道和2个省级开发区。截至2023年末，金堂县常住人口81.21万人，较第七次全国人口普查数据增加1.17万人，呈净流入状态。金堂县江河纵横，水资源丰沛，地下水资源储量7,276万立方米，水能资源理论蕴藏量为5.91万千瓦，可开发量为2.88万千瓦。

图1 金堂县区位图

图2 金堂县“淮州为核、三区联动”城市发展格局示意图



资料来源：中证鹏元整理

资料来源：《金堂县国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》

经济发展水平：2023年金堂县经济总量（GDP）在成都市20个区县中排名第13，增速排名第2，经济发展水平在成都市三圈层¹中尚可，2023年首次跻身全国百强县。2023年金堂县实现地区生产总值650.30亿元，在成都市20个区县中排名第13，在成都市三圈层10个区县（市）中排名第3，经济增速居全市第2。金堂县三次产业结构由2021年13.2:39.0:47.8调整为2023年的12.6:38.4:49.0，第三产业占比持续提升，且占据主导地位。近年来金堂县人均GDP持续提升，但仍未达到全国平均水平。消费方面，2023年全县社会消费品零售总额152.7亿元，增速回升至10.0%，消费需求复苏态势良好；外贸方面，2022年借助成都市RCEP原产地证书“首单”落户金堂县的示范带头作用，全年实现外贸进出口总额95.94亿元，同比增长240.9%；投资方面，2022年固定资产投资中工业投资150.6亿元，增长7.3%，高于全市平均增幅6.1个百分点，但相比2021年增速有所放缓。2023年，金堂县首次跻身全国百强县，位列第95位。

表1 2023年成都市部分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
青羊区	1,589.50	6.1%	16.38	114.42	26.02
龙泉驿区	1,502.50	6.1%	10.91	85.47	54.69
简阳市	806.99	10.40%	6.88	52.03	27.52
温江区	728.90	5.5%	7.25	55.73	44.76
金堂县	650.30	8.1%	8.01	44.76	38.05
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
蒲江县	214.46	5.4%	8.35	15.57	12.45

¹ 根据区域地理及经济区位特征划分，本报告中三圈层指青白江区、金堂县、都江堰市、彭州市、新津区、简阳市、崇州市、邛崃市、大邑县和蒲江县共10个区县（市）。

注：若人均 GDP 数据未公开，则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2 金堂县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）	650.30	8.1%	602.93	6.5%	524.40	9.0%
固定资产投资	-	-	391.8	5.3%	371.90	19.3%
社会消费品零售总额	152.7	10.0%	138.9	-3.3%	143.70	19.3%
人均 GDP（万元）		8.01		7.47		6.55
人均 GDP/全国人均 GDP		89.60%		87.16%		80.91%

注：“-”表示该数据暂未公开披露。

资料来源：金堂县 2021-2022 年国民经济和社会发展统计公报、金堂县政府网站等，中证鹏元整理

产业情况：金堂县重点发展晶硅光伏、新型锂电两大绿色低碳主链，工业经济增长迅速。金堂县拥有淮州新城、天府水城、竹篙新城（金堂食用菌产业园区）三大产业功能区，其中淮州新城为金堂县发展重心，立足成阿工业园区、金堂工业园区、成都国际铁路港经开区金堂片区 3 个省级开发区的功能优势，突出发展晶硅光伏、新型锂电两大绿色低碳主链。2023 年全县 223 户规上工业企业产值突破 800 亿元，产值过百亿企业达 3 户，包括成都巴莫科技有限责任公司等。晶硅光伏和新型锂电池等绿色制造产业实现产值 575.8 亿元，增长 25.4%，带动全县规模以上工业增加值增速 21%，居全市第 1 位，主赛道链主企业主要有通威、通合、金堂时代（宁德时代金堂基地）、巴莫等。同时重点行业产值增长较快，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 124.1%，医药制造业增长 21.5%，电气机械和器材制造业增长 19%，通用设备制造业增长 8.4%，主要得益于金堂近年招商引资成效显著。2023 年新签约海生光伏玻璃等产业化项目 37 个、协议总投资 351.6 亿元，两个季度入选全市招商引智红榜，推动士兰汽车半导体封装一期等 42 个项目加快建设、县城区再生水厂及配套管网一期等 45 个项目全面建成。

表3 金堂县三大产业功能区定位

功能区名称	发展定位
淮州新城	先进制造业主要承载地，重点布局节能环保（光伏）、通用航空、应急安全三大主导产业。节能环保主要布局光伏新能源，重点企业有中节能、环能德美、通威光伏新能源，累计培育省级以上专精特新企业 26 户，其中国家专精特新“小巨人”5 户。
天府水城 （金堂县城）	依托临近成都国际铁路港枢纽的交通区域优势，布局以大临港智造、大商贸流通、大文旅运动为主导，生产性服务业为配套的产业发展体系。
竹篙新城 （金堂食用菌产业园区）	定位为“绿色产业之都·中国菌乡新城”、中国菌业中心与国家级食品精深加工基地。

资料来源：《金堂县国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》和金堂县政府官网，中证鹏元整理

发展规划及机遇：随着成渝地区双城经济圈、成都“东进”与“北改”等战略机遇交汇，金堂县发展环境较好。2021 年 10 月，中共中央、国务院印发了《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，明确提出推动成都东进，以促进制造业高质量发展为重点将成都东部建成与重庆联动的重要支点。成都市推动成渝地区双城经济圈建设工作领导小组办公室印发《发挥区（市）县改革创新主体作用推动成渝地区双城经济圈建设工作方案（2021—2025）》，其中提出了引领构建双城经济圈发展新格局，高起点推动城

市东进，打造双核联动双圈互动重要支点，明确了联动淮州新城和简阳市、龙泉驿区，集聚发展先进制造业和生产性服务业。此外，金堂县还被纳入成都“北改”战略规划，全面对接成都国际铁路港经开区产业发展、功能承载能力外溢等需求，未来或将受益于天府水城（金堂县城）与欧洲产业城、青白江国际铁路港两大产业功能区联动发展。

财政水平：受大规模减税降费因素影响，近年金堂县一般公共预算收入有所波动，财税收入质量较低，政府性基金收入持续下滑，财政自给能力偏弱，地方政府债务余额持续快速扩张。近三年金堂县一般公共预算收入有所波动，其中 2022 年受大规模减税降费因素影响，一般公共预算收入略有下降，税收收入占一般公共预算收入的比重明显下降；2023 年一般公共预算增长较快，其中增值税、企业所得税、国有资源（资产）有偿使用收入较上年有所增长，土地增值税、契税、行政事业性收费收入有所下降。整体而言，金堂县一般公共预算收入主要以国有资源（资产）有偿使用收入和行政事业性收费收入构成的非税收入为主，税收收入占比较低，财税收入质量较低；同期金堂县财政自给率有所波动，自给水平偏低。政府性基金收入是金堂县地方政府财力的重要补充，以国有土地使用权出让收入为主，近年受土地市场行情影响，金堂县政府性基金收入规模持续下降，2022 年下滑较为明显。

表4 金堂县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	44.76	40.65	41.96
税收收入占比	38.11%	37.54%	41.90%
财政自给率	59.39%	58.83%	61.03%
政府性基金收入	38.05	40.11	57.10
地方政府债务余额	277.64	242.13	173.97

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：金堂县政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：2024 年金堂县国企发生重大资产重组，较多国企主要高管成员发生变动，关注区域内平台整合进展情况。截至 2023 年末，金堂县下属投融资平台数量较多，主要发债平台有 10 家，另有 1 家发债项目公司。根据成都市委网站相关信息，2020 年金堂县按照“一功能区一国企，一国企一定位”的原则，整合了原有县属国有企业，组建了三家核心投资运营集团，分别聚焦三大产业功能区建设，其中成都天府大港集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司分别负责天府水城（金堂县城）和淮州新城的基础设施投融资建设；成都金农兴实业集团有限公司作为农业板块投资运营主体，主要负责食用菌产业园开发建设。

2023 年 12 月金堂县人民政府同意对成都天府大港集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司和成都金农兴实业集团有限公司进行重组整合。自 2024 年 4 月，金堂县现代农业投资有限公司就其重大资产重组事项发布公告，主要包括金堂县净额排水有限责任公司的划入和成都金农兴投资管理有限公司的出售等重组交易事项。此外，金堂县积极谋划整合产投平台——成都东锦投资发展集团有限公司（以下简称“东锦集团”），该公司成立于 2011 年，2023 年 12 月东锦集团注册资本增至 20.00 亿元，2024 年 1 月控股股东变更为金堂县国有资产监督管理和金融工作局（以下简称“金堂县国资金融局”），

2024年4月东锦集团法人代表及董事长、总经理等主要成员发生变更，当月新增对三家子公司的投资。此外，自2024年2月以来，成都东进淮州新城投资集团有限公司、成都天府大港集团有限公司、成都金农兴实业集团有限公司、金堂县现代农业投资有限公司等多家国企董事长、总经理等主要成员均发生变动。

表5 截至2023年末金堂县主要投融资平台情况（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	职能定位
成都天府大港集团有限公司	金堂县国资金融局	818.71	40.98%	74.13	天府水城（金堂县城）主要的基础设施投融资建设主体
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都天府大港集团有限公司	247.86	36.82%	17.21	水利水务基础设施建设的重要主体
金堂县国有资产投资经营有限责任公司	成都天府大港集团有限公司	256.93	44.02%	21.31	本部主要负责金堂县内的基础设施及安置房建设业务
四川花园水城城乡产业发展投资开发有限责任公司	成都天府大港集团有限公司	170.15	48.98%	12.98	全县市政基础设施建设，棚户区改造最主要的实施主体
成都金堂发展投资有限公司	成都天府大港集团有限公司	86.95	52.14%	4.41	道路、管网、安置房等代建，同时开展商品房开发业务
成都东进淮州新城投资集团有限公司	金堂县国资金融局	-	-	-	淮州新城主要的基础设施投融资建设主体
成都花园水城城乡建设投资有限责任公司	成都东进淮州新城投资集团有限公司	92.98	57.31%	2.47	城市道路、桥梁等基建以及学校、医院等事业单位配套基建
金堂县兴金开发建设投资有限责任公司	成都东进淮州新城投资集团有限公司	96.37	54.26%	14.20	承担淮口镇及省级开发区四川金堂工业园区的基建任务
金堂县鑫垚建设投资有限责任公司	成都东进淮州新城投资集团有限公司	96.04	34.70%	14.99	淮州新城北部副中心主要建设主体之一
四川成阿发展实业有限公司	金堂县国有资产投资经营有限责任公司	107.69	51.63%	9.42	成阿工业园区内的基础设施及安置房建设业务
成都金农兴实业集团有限公司	金堂县国资金融局	-	-	-	农业板块投资运营主体，主要负责食用菌产业园开发建设
金堂县现代农业投资有限公司	金堂县国资金融局	143.06	37.68%	11.52	全县现代农业基础设施、食用菌产业园配套设施项目代建

注：1）“-”表示该数据暂未公开披露；2）财务数据为2023年度数据。

资料来源：同花顺 iFinD、中证鹏元数据库等，中证鹏元整理

区域债务及化债政策：金堂县地方政府债务余额持续快速扩张，部分城投平台出现非标、定融违约舆情，需持续关注区域内城投公司债务偿付情况及融资环境变化带来的影响。2022年末，金堂县金融机构存款余额和贷款余额分别为632.4亿元和449.1亿元，分别同比增长13.6%和15.0%，增速均高于全国平均水平。政府债务方面，2021-2023年金堂县地方政府债务余额持续快速扩张，复合增长率达26.32%，2023年末金堂县地方政府债务余额持续增至277.64亿元，区域债务压力较大。金堂县城投公司融资渠道主要包括银行借款、债券和非标借款，不同平台的主要融资渠道存在较大差异，整体来看，非标融资占比较大。2023年9月份以来，金堂县现代农业投资有限公司、金堂县兴金开发建设投资有限责任公司和成都成金资产管理有限公司等城投公司陷入非标、定融违约舆情，而金堂县鑫垚建设投资有限责任公司、成都花园水城城乡建设投资有限责任公司、成都金堂发展投资有限公司和四川成阿发展实业有限公司等作为担保方亦有涉及，需持续关注区域内城投公司债务偿付情况及融资环境变化带来的影响。

2021-2023 年金堂县政府债务虽持续快速扩张，但其政府债务余额均控制在成都市政府核定限额以内。根据《金堂县 2023 年财政收支预算执行情况和 2024 年财政收支预算草案的报告》，2023 年金堂县争取了国家建制县化债资金 23 亿元和专项债资金 8 亿元用于化解政府隐性债务，2024 年金堂县将从严遏制新增隐性债务，用好建制县试点化解隐性债务再融资债券，统筹财力、多渠道盘活资金资产化解存量隐性债务，有序降低隐性债务风险等级。此外，针对金堂县非标、定融违约舆情，金堂县于 2024 年 1 月出具《金堂县国资金融局关于系统解决我县国有企业定融事项情况说明》，表示自 2023 年 3 月末金堂县要求县属国企停止定融发行，金堂县计划通过兑付及合格产品置换等多种方式，实现对投资者本息的完全兑付和转换。

五、经营与竞争

公司仍为金堂县水利水务基础设施建设的重要主体，因微利的商品贸易收入大幅增长，2023 年公司营业收入虽大幅增长，但盈利水平有所下降；公司代建工程收入继续增长，代建项目有一定的储备，短期内业务具有一定的持续性；2023 年冷链物流项目新增投资较多，需关注未来自营项目的收益实现情况；公司项目建设尚需投资规模较大，存在较大的资金压力；商品贸易业务收入大幅增长，但毛利率水平很低，前五大客户集中度很高；砂石销售收入有所减少，资产租赁收入保持稳定

公司仍为金堂县水利水务基础设施建设的重要主体，承担全县范围内的水利水务等项目的投融资和建设任务。因微利的商品贸易收入大幅增长，2023 年公司营业收入虽大幅增长，但销售毛利率有所下降；其中代建工程业务收入继续增长，且仍为主要利润来源。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程收入	108,225.76	62.88%	15.20%	97,250.30	83.89%	16.24%
租赁收入	9,174.31	5.33%	21.48%	9,174.31	7.91%	21.48%
砂石销售	2,481.73	1.44%	11.09%	3,550.05	3.06%	6.78%
商品贸易	51,501.71	29.92%	0.12%	5,441.46	4.69%	1.39%
其他	725.95	0.42%	92.42%	506.11	0.44%	89.00%
合计	172,109.46	100.00%	11.29%	115,922.23	100.00%	15.98%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）代建工程业务和土地整理业务

公司仍为金堂县水利水务基础设施建设的重要主体，2023 年代建工程收入继续增长，毛利率保持相对稳定；当年末公司待结算的代建项目成本以及在在建代建项目总投资尚有一定规模，短期内该业务具有一定的持续性；2023 年公司仍未实现土地整理收入，存货有一定规模的待结算成本可为收入提供一定保障

公司的工程项目主要为金堂县范围内水利水务工程项目，包括管网建设、污水治理、污水净化及防洪改造等；主要由公司本部承接，同时子公司成都鑫永晟建设工程有限公司（以下简称“永晟建设”）亦承担一定的工程项目建设任务。公司工程项目仍采取委托代建模式，加成比例（20%-25%）和结算方式未发生明显变化。该业务回款较为滞后，导致2023年应收账款继续增长。

2023年公司工程项目收入有所增长，主要来自于金堂县沱江干流河道疏浚工程、金堂县城镇污水处理能力提升工程等项目；毛利率保持相对稳定，2023年为15.20%。2023年公司代建项目主要新增金堂县城区再生水厂及配套管网项目（一期），总投资5.74亿元。2023年末公司存货中待结算的代建项目成本12.38亿元，主要代建项目尚需投资额为4.12亿元，短期内该业务具有一定的持续性。

表7 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
金堂县城区再生水厂及配套管网项目(一期)	5.74	1.78
金堂县沱江干流河道疏浚工程	3.42	3.34
金堂县城镇污水处理能力提升工程	2.14	2.23
金堂县“8.17”水毁堤防永久修复工程（毗河、中河段）	0.25	0.21
金堂县县城生活污水处理厂排污口下移工程	0.08	0.04
县城 1、2#橡胶坝上下游管道迁改抢险工程	0.03	0.03
合计	11.66	7.63

注：因成本上升，金堂县城镇污水处理能力提升工程已投资已超过总投资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

土地整理业务方面，公司完工尚未结算的土地整理项目为金堂县白果街道和淮口镇等地区土地整理项目，成本规模为11.30亿元，计入其他非流动资产，2023年未发生结算。

（二）其他业务

公司自营项目总投资规模较大，2023年冷链物流项目新增投资较多，需关注未来自营项目的收益实现情况，项目建设面临较大的资金支出压力；商品贸易业务收入大幅增长，但毛利率水平很低，前五大客户集中度很高；资产租赁收入保持稳定，砂石销售收入有所减少

截至2023年末，公司主要自营项目包括金堂县城乡供水管网提升工程、沱江沿线乡镇污水管网建设工程、金堂县清溪河龚家村段综合治理工程和冷链物流项目，其中冷链物流项目新增较多的投资，沱江沿线乡镇污水管网建设工程新增少量投资，其余项目无新增投资。

整体来看，公司自营项目投资规模较大，未来收益情况受当地经济环境、产业发展情况影响较大，存在一定不确定性。2023年末公司主要在建自营、代建项目尚需投资12.27亿元，存在较大的资金压力。

表8 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	预计盈利方式
冷链物流	16.23	9.35	厂房出租

金堂县城乡供水管网提升工程	9.33	9.84	收取管网使用费等
沱江沿线乡镇污水管网建设工程	2.30	1.32	污水管网租赁等
金堂县清溪河龚家村段综合治理工程	0.60	0.31	公益性项目，无收入
合计	28.46	20.81	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

商品销售业务由永晟建设负责运营，主要贸易品种为原木、钛白粉、螺纹钢。结算方面，永晟建设与上下游企业主要采取现款现货模式，部分客户需支付预付款或者存在一定的账期。2023年贸易收入规模大幅增长，但盈利能力很弱。前五大客户均为民营企业（经公开信息查询，均无诉讼情况），其中四家在宁波市，前五大客户销售量占销售总额的比例很高，集中度很高。

表9 2023年公司贸易业务前五大客户情况（单位：万元）

下游客户名称	销售额	占销售总额的比例
宁波冠瑞进出口有限公司	36,373.04	70.62%
宁波科朋供应链有限公司	6,364.50	12.36%
宁波市渝昌商贸有限公司	2,986.50	5.80%
阜新佳善能源科技有限公司	1,822.37	3.54%
宁波明晓希商贸有限公司	907.47	1.76%
合计	48,453.89	94.08%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产租赁业务方面，子公司永晟建设与成都成金资产管理有限公司签订的城市基础设施租赁合同还有7年到期，出租物为水利管网设施，2023年永晟建设租赁收入及毛利率保持稳定。

砂石销售业务方面，子公司永晟建设仍负责金堂县河道砂石资源的接管、加工、出售等经营管理工作。受河道疏浚工程量减少导致可销售砂石量减少影响，2023年公司砂石销售收入有所减少至0.25亿元。

六、 财务分析

财务分析基础说明

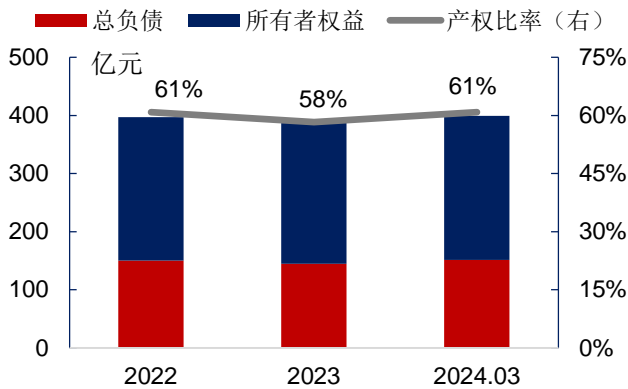
以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新设立1家全资子公司，为成都金腾贸源建设工程有限公司，注册资本为30,000.00万元，业务性质为土木工程建筑业；无不再纳入合并范围内的子公司，当年末子公司数量为3家，详见附录四。

资本实力与资产质量

公司资产以应收款项、土地、水利资产、砂石开采权为主，应收款项因应收对象主要为国有企业，回款时间存在一定的不确定性，低收益性资产规模较大（水利资产、砂石开采权等），土地即时变现能力较弱，受限资产尚有一定规模，公司资产质量不佳且流动性较弱

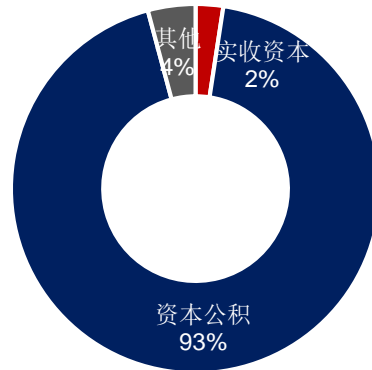
2023年公司负债总额、净资产均保持相对稳定，公司资产规模亦保持相对稳定，财务杠杆水平处于一般水平；2024年3月末净资产主要由政府资产注入所形成的资本公积构成。

图 3 公司资本结构



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

图 4 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

公司资产以应收当地国有企业的款项、土地、水利资产、砂石开采权为主，2023年末上述资产所在科目占总资产的比重为89.53%，较2022年末基本不变。因公司部分代建工程款项未实现回款，2023年末公司应收账款有所增长，绝大部分为应收成都成金资产管理有限公司的工程款。2024年3月末应收账款进一步增长至16.83亿元，其中工程款、贸易款各增加2.4亿元、1.9亿元。随着公司与成都鑫辉邦筑建设有限公司、成都五凤古镇生态旅游开发有限责任公司等的往来款减少，2023年末其他应收款有所减少但仍主要为应收金堂县政府单位以及国有企业的往来款，前五大应收对象分别为成都天府大港集团有限公司、成都花园水城城乡建设投资有限责任公司、四川花园水城城乡产业发展投资开发有限责任公司、金堂县净源排水有限责任公司、成都天府水城勤业贸易有限公司，均为当地国有企业，前五大应收款项合计占期末总数的比例为41.66%，集中度一般。应收款项因主要应收对象为国有企业，回款时间存在不确定性，对公司营运资金存在一定占用。

主要因公司结算部分代建项目成本，2023年末存货规模略有减少，主要包括土地138.02亿元、开发成本12.38亿元；土地主要位于淮州新城、金堂县工业园区、社区及乡镇等，土地性质以出让为主，土地用途主要为商业/住宅、工业、二类居住用地以及水域及水利设施用地，土地产权证均已办理，其中水域及水利设施用地价值为11.98亿元；开发成本均为代建项目，包括毗河、北河和中河金堂段河道疏浚工程、金堂县沱江干流河道疏浚工程、金堂县金堂山片区供水工程等。因计提折旧，2023年末公司固定资产略有减少，主要包括管网、堤坝以及水库等组成的水利资产68.75亿元，当年实现租赁收入0.92亿元，收益性较低。2023年末无形资产保持相对稳定，主要包括政府无偿划拨的砂石经营权67.43亿元，2023年实现砂石销售收入0.25亿元。

其他资产方面，公司货币资金主要为银行存款，其中1.00亿元银行存款因贷款质押而使用受限，现金类资产对短期债务的覆盖能力很弱。主要由于公司对冷链物流项目投入资金，2023年末在建工程有所增长，包括冷链物流项目、金堂县城乡供水管网提升工程、沱江沿线乡镇污水管网建设工程、金堂县清溪河龚家村段综合治理工程。2023年末其他非流动资产未发生变化，系公司的土地整理项目。截至2023年末，公司水利设施用地、公益性自营项目、收益性较低的水利资产、砂石经营权等资产规模合计为148.47亿元，占总资产的比例为37.85%。

受限资产方面，2023年末公司受限资产53.21亿元，占总资产的比例为13.57%；其中用于质押的银行存款1.00亿元，用于抵押的土地52.21亿元。此外，公司以应收租金7.80亿元为质押物，向哈尔滨银行股份有限公司成都金堂支行借款。

表10 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	4.24	1.06%	2.52	0.64%	4.97	1.25%
应收账款	16.83	4.22%	12.53	3.19%	8.48	2.14%
其他应收款	51.30	12.85%	50.75	12.94%	53.54	13.48%
存货	151.13	37.87%	150.40	38.34%	153.47	38.65%
流动资产合计	228.48	57.25%	221.29	56.41%	225.07	56.68%
固定资产	69.67	17.46%	70.11	17.87%	71.87	18.10%
在建工程	20.91	5.24%	20.82	5.31%	18.00	4.53%
无形资产	67.43	16.89%	67.43	17.19%	67.46	16.99%
非流动资产合计	170.64	42.75%	170.99	43.59%	171.99	43.32%
资产总计	399.12	100.00%	392.28	100.00%	397.06	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

盈利能力

公司仍为金堂县水利水务基础设施建设的重要主体，2023年公司微利的贸易收入大幅增长，使得营业收入实现较快增长，但盈利水平下降；代建工程业务仍为主要利润来源，该业务短期内具有一定的持续性；政府补助较大程度上提升了利润水平

2023年公司营业收入实现较快增长，但销售毛利率出现下降，主要系当年公司低毛利的商品贸易业务扩张明显所致。2023年代建工程业务仍为主要利润来源，2023年末公司待结算的代建项目成本以及在建代建项目总投资尚有一定规模，该业务短期内具有一定的持续性。2023年公司获得政府补助0.80亿元，计入其他收益，较大程度上提升了利润水平。

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	4.78	17.21	11.59
营业利润	0.33	1.33	1.15
其他收益	0.20	0.80	0.85
利润总额	0.33	1.27	1.13
销售毛利率	10.72%	11.29%	15.98%

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

偿债能力

公司总债务规模保持相对稳定，占负债总额的比重很高，以银行借款、债券为主，非标融资占比略有下降；EBITDA对利息支出的保障能力以及现金类资产对短期债务的覆盖能力表现很弱，偿债压力仍很大

2024年3月末总债务较2022年末变动较小，仍保持在较大规模，占负债总额的比重为88.77%；短期债务占比为23.81%，短期债务占比较2022年末有所降低。公司债务类型包括银行借款、债券融资、非标融资，2024年3月末占总债务比例分别约为34%、59%、7%，非标融资占比略有下降。其中银行借款授信方主要有四川银行、成都农商银行、中国农业银行、徽商银行，借款类型主要为抵押借款、信用借款等，利率主要集中在5.4%-6.5%。公司存续债券主要包括私募公司债券、企业债券、中期票据等，发行利率分布在6.0%-7.5%。非标融资规模为9.54亿元，较2022年末减少2.59亿元，主要包括资本管理公司借款9.50亿元（较2022年末减少0.40亿元），其融资成本为9.0%，计入其他非流动负债科目。

其余主要负债中，随着公司预收货款减少，2024年3月末公司合同负债较2022年末大幅减少。2024年3月末公司其他应付款较2022年末大幅增长，主要系公司新增与四川夏迈商贸有限公司（民营企业）、成都鑫美旅游开发投资有限公司（国有企业）等的往来款。

表12 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	融资成本	融资余额	1年以内	1年以上
银行借款	主要集中在 5.4%-6.5%	44.60	13.65	30.94
债券融资	6.0%-7.5%	77.71	16.02	61.69
非标融资	大部分非标债务利率为 9.0%	9.54	0.04	9.50
合计	-	131.84	29.71	102.14

注：上述债务未包括应付票据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表13 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	8.98	5.95%	9.84	6.81%	10.75	7.16%
应付票据	2.21	1.47%	1.33	0.92%	0.23	0.15%
合同负债	2.46	1.63%	1.64	1.14%	5.53	3.68%

其他应付款	9.07	6.01%	7.58	5.25%	3.58	2.38%
一年内到期的非流动负债	20.72	13.72%	22.12	15.31%	28.90	19.24%
流动负债合计	48.87	32.37%	47.02	32.56%	53.68	35.74%
长期借款	30.94	20.49%	26.30	18.21%	28.14	18.73%
应付债券	61.69	40.85%	61.59	42.65%	58.44	38.91%
其他非流动负债	9.50	6.29%	9.50	6.58%	9.90	6.59%
非流动负债合计	102.14	67.63%	97.39	67.44%	96.51	64.26%
负债合计	151.01	100.00%	144.42	100.00%	150.20	100.00%
总债务	134.05	88.77%	130.67	90.48%	136.39	90.81%
其中：短期债务	31.92	21.14%	33.28	23.04%	39.88	26.55%
长期债务	102.14	67.63%	97.39	67.44%	96.51	64.26%

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

从偿债能力指标来看，2024年3月末公司资产负债率保持相对稳定，处于一般水平，但考虑到收益性很低的资产占比高，实际杠杆水平高于账面表现。由于利息支出规模仍较大，2023年末EBITDA利息保障倍数保持在很低水平，EBITDA对债务利息保障能力很弱。2024年3月末公司现金短期债务比相比2022年末变动很小，仍处于很低水平，现金类资产对短期债务的覆盖能力很弱，公司面临很大的债务压力。

表14 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	37.84%	36.82%	37.83%
现金短期债务比	0.10	0.05	0.07
EBITDA 利息保障倍数	--	0.35	0.34

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，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的说明文件，过去一年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，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。近三年公司董事、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。

2023 年公司董事长、总经理等重要职位人员发生变动，需关注公司未来经营策略、发展战略的变化，变动情况具体见下表。

表15 2023 年公司董事及高管变动情况

变更人员类型	变更人员名称	变更人员职务	变更类型	生效时间
董事	何君	董事长	辞任	2023/2/8
董事	李铭	董事长	聘任	2023/2/8
董事	熊方文	董事	辞任	2023/6/26
董事	江英	职工董事	辞任	2023/6/26
监事	陈琴	监事	辞任	2023/6/26
高级管理人员	祝年俊	总经理	辞任	2023/6/26
董事	张琳琳	董事	聘任	2023/6/26
董事	陈琴	职工董事	聘任	2023/6/26
监事	伍恒宇	监事	聘任	2023/6/26
高级管理人员	熊方文	总经理	聘任	2023/6/26

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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（公司本部：2024年5月6日，永晟建设：2024年5月7日），公司本部及永晟建设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；公司本部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，公司对外担保金额合计为75.66亿元，占当期末净资产的比重为30.53%，被担保对象虽均为地方国企和事业单位，但均未设置反担保措施，公司面临较大的或有负债风险。

表16 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

担保方	被担保方	担保金额	企业性质
成都天府水城城乡水务建设有限公司	四川凯金交通建设投资有限公司	6.00	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	金堂县净源排水有限责任公司	7.80	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	四川花园水城城乡产业发展投资开发有限责任公司	10.00	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	金堂县净源排水有限责任公司	1.50	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	四川花园水城城乡产业发展投资开发有限责任公司	1.00	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都天府水城城市运营管理有限公司	0.40	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都天府水城城市运营管理有限公司	0.65	国有企业

成都天府水城城乡水务建设有限公司	金堂县第一人民医院	2.30	事业单位
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都天府大港集团有限公司	4.00	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都金堂发展投资有限公司	5.50	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	金堂县兴金开发建设投资有限责任公司	0.33	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	金堂县兴金开发建设投资有限责任公司	0.77	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都金堂发展投资有限公司	0.10	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都天府大港集团有限公司	2.21	国有企业
成都鑫永晟建设工程有限公司	成都准州新城能源科技有限公司	7.29	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都天府大港集团有限公司	9.02	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都天府大港集团有限公司	5.52	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都天府大港集团有限公司	1.52	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都天府大港集团有限公司	3.00	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都天府水城环境资产管理有限公司	0.49	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都天府水城勤业贸易有限公司	0.08	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都鑫美旅游开发投资有限公司	0.78	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	金堂县净源排水有限责任公司	1.10	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都鑫辉邦筑建设有限公司	0.20	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都鑫辉邦筑建设有限公司	0.50	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都鑫美旅游开发投资有限公司	2.90	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都五凤古镇生态旅游开发有限责任公司	0.10	国有企业
成都鑫永晟建设工程有限公司	成都五凤古镇生态旅游开发有限责任公司	0.10	国有企业
成都鑫永晟建设工程有限公司	成都巍源旅游投资发展有限公司	0.10	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都立宏智慧城市管理服务有限公司	0.10	国有企业
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都立宏智慧城市管理服务有限公司	0.30	国有企业
合计	-	75.66	-

资料来源：公司提供

其他

本次评级公司个体信用状况为a，较上次评级上调2个级别，主要是由于2023年金堂县区域状况评分同比有所提升，分影响指标来看，一是经济指标，2023年金堂县经济实现较快发展，GDP增速（6.5%）居成都市第二，且远高于成都市增速（2.8%），比全国GDP增速高出1.3个百分点；2023年首次跻身全国百强县，位列第95位；2023年人均GDP同比增长6.30%至80,076.35元。二是财政指标，2023年金堂县地方政府经营收入同比增长2.54%至82.81亿元。三是区域融资环境指标，2024年金堂县非标融资逐步得到有效管控，随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，城投的融资畅通度有所改善，综合来看，金堂县的融资环境有所改善。

八、外部特殊支持分析

公司是金堂县政府下属重要企业，金堂县政府间接持有公司100.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，金堂县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与金堂县政府的联系非常紧密。公司由金堂县政府全资拥有，金堂县政府对公司人员任命、经营战略和业务运营拥有绝对控制权，2022年公司营业收入的91.81%来自金堂县政府及当地国有企业，包括工程收入及租赁收入，近5年内受到政府支持的次数多且支持力度较大，包括资产注入及政府补助，公司为金堂县水利水务基础设施建设的重要主体，故公司未来与政府关系较为稳定。

(2) 公司对金堂县政府非常重要。2022年公司83.89%的收入来自于公共产品和服务项目，为工程收入；公司不是当地最大最核心的城投公司，金堂县政府在付出一定的努力和成本的情况下是可以取代公司的；近三年公司项目结算量较大，2023年末公司待结算的代建项目成本以及在建代建项目总投资尚有一定规模，在基建方面对当地政府贡献很大；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，金堂县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2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2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“+5”调整为“+3”。

九、 债券偿还保障分析

金玉担保为本期债券提供的不可撤销连带责任保证担保能有效提升其信用水平

根据金玉担保出具的《四川省金玉融资担保有限公司【2020】年度第【一】期担保函【005】号》（以下简称“担保函”）及金玉担保和公司共同出具的《关于中票担保函的说明》，金玉担保就公司在中国银行间市场交易商协会注册的7.5亿元中期票据（包括公司已发行的5.00亿元“20天府水城MTN001”及本期债券）提供不可撤销的连带责任保证，担保范围为债券本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用；保证期间为本期债券存续期及兑付日起两年，若本期债券持有人在保证期间内未要求金玉担保承担担保责任，则金玉担保将免除相应责任。

四川省金玉融资担保有限公司（以下简称“金玉担保”）成立于2007年11月，由四川省水电投资经营集团有限公司（以下简称“水电集团”）出资成立，初始注册资本0.99亿元。后经过数次增资和股权变更，截至2016年末，金玉担保实收资本增加至10亿元，四川能投金鼎产融控股集团有限公司（以下简称“金鼎控股”）持股比例为66%。2017年12月，金玉担保作为全国首家获批中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）支持的融资担保机构，获得农发基金20亿元专项建设基金支持，同时金玉担保股东金鼎控股也向金玉担保增资20亿元。增资后，金鼎控股、农发基金和水电集团的持股比例分别为53.20%、40.00%和6.80%。2019年8月，金鼎控股收购水电集团所持6.80%股权。截至

2023 年末，金玉担保注册资本和实收资本均为 50.00 亿元，控股股东为金鼎控股，持股比例为 60.00%，实际控制人为四川省能源投资集团有限责任公司（以下简称“四川能投”），金玉担保股权结构如下表所示。

表17 截至 2023 年末金玉担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
四川能投金鼎产融控股集团有限公司	30.00	60.00%
中国农发重点建设基金有限公司	20.00	40.00%
合计	50.00	100.00%

资料来源：金玉担保提供，中证鹏元整理

金玉担保主要在四川省内从事直接融资担保、间接融资担保、投标担保和工程履约担保等非融资担保及委托贷款业务。受宏观经济与政策的影响，近年金玉担保业务规模增长有所放缓，截至2023年末，金玉担保的担保余额为315.72亿元，较2022年末增长9.27%。

表18 金玉担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	90.11	106.18	142.92
当期解除担保额	63.33	44.92	43.71
期末担保余额	315.72	288.93	227.68
其中：融资担保余额	286.08	262.34	202.08
直接融资担保余额	256.55	233.03	163.98
间接融资担保余额	29.53	29.31	38.10
非融资性担保余额	29.63	26.59	25.60
融资担保责任余额	231.81	215.44	168.98
融资担保责任余额放大倍数	4.14	3.95	3.17

资料来源：金玉担保提供，中证鹏元整理

金玉担保的直接融资担保业务均为债券担保，自2018年起金玉担保在四川省内开展债券担保业务，通过银行或同业推荐、自主拓展等方式获取客源，重点拓展四川省城投公司发行债券的担保业务。截至2023年末，金玉担保直接融资担保余额为256.55亿元，占期末担保余额的81.26%，但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，未来金玉担保直接融资担保业务增长承压，担保业务结构或将面临转型压力。

近年来，金玉担保在间接融资担保业务方面适当压缩中小民营企业贷款担保业务规模以控制风险，目标客户群体由中小民营企业逐步转向政府平台类企业、国有企业等。同时为弥补债券担保市场需求缩减的影响，金玉担保计划继续大力拓展政府平台类企业、国有企业等客户的间接融资担保业务，并加大普惠担保类业务开展力度。2023年5月，金玉担保创新推出“蜀担快贷”普惠担保产品，该产品参与国家融担基金分险体系。截至2023年末，金玉担保间接融资担保余额为29.53亿元，与上年末基本持平，其中普惠担保业务“蜀担快贷”产品成功落地106笔业务，累计担保总额达到3.84亿元。

金玉担保非融资担保业务主要包括工程履约保函、预付款保函以及2023年新增的投标保函等，其中工程履约保函业务主要客户为承接地方国企建设工程的施工方，投标保函的客户主要为地方资源公共平台招标项目的投标人。截至2023年末，金玉担保非融资担保业务余额为29.63亿元，较上年末增长11.43%。

2023年金玉担保当期担保代偿额为0.34亿元，其中间接融资担保业务代偿0.13亿元、非融资担保业务代偿0.21亿元，当期担保代偿率为0.54%，较2022年上升0.25个百分点。金玉担保当期担保代偿率有所上升，但现阶段担保业务总体代偿风险可控。金玉担保主要通过司法追偿和处置抵质押物等方式回收担保代偿款，近年来累计代偿回收率持续上升，截至2023年末，金玉担保代偿回收率为43.90%，仍处于较低水平，需关注金玉担保后续的代偿回收情况；同期末，担保风险准备金合计为11.39亿元，拨备覆盖率为199.32%，较2022年末上升44.49个百分点。

为提高资金使用效率，金玉担保在符合监管要求的情况下，利用闲置资金开展委托贷款和债券投资业务。2023年金玉担保发放贷款15.70亿元，同比增长42.35%，期末贷款余额为10.64亿元，同比增长15.36%，其中对国有企业的贷款余额为10.00亿元，占期末贷款余额的比例为93.97%，剩余期限均在1年以内。截至2023年末，金玉担保债券投资业务共4笔，规模合计1.32亿元，其中3笔投资标的为金玉担保所担保的债券。

表19 金玉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	72.18	68.84	65.09
其中：货币资金	48.79	43.73	41.61
应收代偿款账面余额	5.80	5.79	6.16
应收代偿款坏账准备	0.09	0.09	0.09
所有者权益合计	56.01	54.49	53.24
营业收入	5.02	4.53	3.88
其中：担保业务收入	3.76	3.43	3.08
委托贷款业务收入	1.25	1.09	0.80
净利润	2.45	2.19	1.84
净资产收益率	4.44%	4.06%	3.48%
当期担保代偿率	0.54%	0.29%	3.69%
累计担保代偿率	2.68%	3.10%	3.56%
累计代偿回收率	43.90%	42.14%	37.58%
拨备覆盖率	199.32%	154.83%	106.19%

资料来源：金玉担保 2021-2023 年审计报告及金玉担保提供，中证鹏元整理

近年金玉担保资产规模小幅增长，截至2023年末，金玉担保资产总额为72.18亿元，较2021年末增加10.89%。金玉担保资产主要为货币资金和对地方国有企业发放的委托贷款。截至2023年末，金玉担保货币资金48.79亿元，在资产总额中的占比为67.59%，其中受限货币资金2.55亿元，均为金玉担保缴纳的

担保业务保证金。截至2023年末，应收代偿款账面余额为5.80亿元，已计提减值准备0.09亿元；同期末，其他流动资产为10.74亿元，主要为委托贷款以及少量定期存单利息。

截至2023年末，金玉担保I级资产与资产总额扣除应收代偿款的比例为75.32%，I级资产和II级资产之和与资产总额扣除应收代偿款的比例为76.01%，III级资产与资产总额扣除应收代偿款的比例为20.22%。三级资产占比均符合《融资担保公司监督管理条例》的规定，整体来看金玉担保货币资金占比高，资产流动性较好。

近年金玉担保负债总额快速增长，截至2023年末，负债总额为16.17亿元，同比增长12.72%，主要系担保业务风险准备金增长。金玉担保负债主要为担保业务风险准备金和预收担保费，截至2023年末，预收担保费2.71亿元，其他流动负债为11.30亿元，同比增长28.12%，包括9.56亿元担保赔偿准备金和1.74亿元未到期责任准备金。

金玉担保所有者权益规模基本保持稳定，截至2023年末为56.01亿元，其中实收资本50.00亿元，资本实力较强。近年来随着担保业务规模的增长，金玉担保融资担保责任余额放大倍数持续上升，截至2023年末为4.14倍，仍处于较低水平，未来具备较大的业务发展空间。

受益于担保业务和委托贷款业务规模的上升，金玉担保营业收入保持增长，2023年金玉担保实现营业收入5.02亿元，同比增长10.96%，其中担保业务和委托贷款业务的营收占比分别为74.93%和24.88%。2023年金玉担保净利润、净资产收益率分别为2.45亿元、4.44%，较2022年均有所上升。

从外部支持方面来看，金玉担保控股股东为金鼎控股，实际控制人为四川能投。金玉担保作为四川省重要的国有融资担保机构，主营债券担保业务和市场化贷款担保业务，在降低企业融资成本、完善地方信用体系建设、助力当地经济高质量发展等方面具有较高重要性，自成立以来在资本注入和业务开展方面获得金鼎控股和四川能投的大力支持。

综上，金玉担保股东背景强，在资本注入和业务拓展等方面给予金玉担保大力支持；担保余额持续增长，带动业务收入持续增长；资本实力强，I级资产占比较高，整体资产流动性较好。同时中证鹏元也关注到，受政策影响，未来金玉担保债券担保业务开展或将面临一定的转型压力；累计担保代偿率偏高，累计代偿回收情况欠佳。

经中证鹏元综合评定，金玉担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券由金玉担保提供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

区域环境方面，近年金堂县晶硅光伏、新型锂电等主链产业招商引资成效显著，经济增速较快，为公司发展提供了有利条件。虽然公司资产质量不佳且流动性较弱，面临较大的资金支出压力，自营项目未来收益实现情况尚待观察；2023年末公司总债务规模较大，偿债指标表现弱，且存在较大的或有负债风险。但是公司为金堂县水利水务基础设施建设的重要主体，短期内代建业务具有一定的持续性，继续

获得较大力度的外部支持。综合来看，公司抗风险能力尚可。此外，金玉担保提供的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。

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“20天府水城MTN002”的信用等级为AAA。

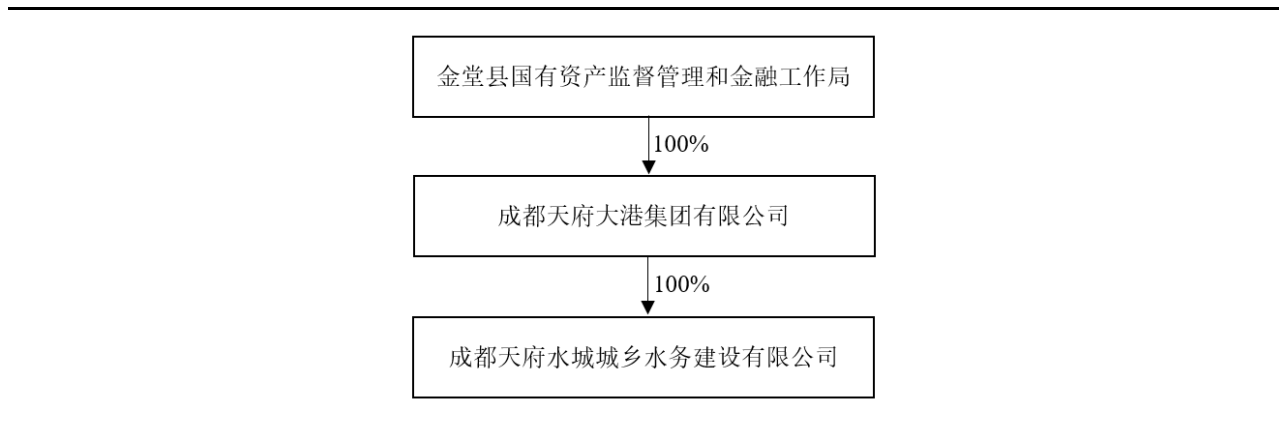
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	4.24	2.52	4.97	4.07
应收账款	16.83	12.53	8.48	8.48
其他应收款	51.30	50.75	53.54	51.17
存货	151.13	150.40	153.47	152.93
流动资产合计	228.48	221.29	225.07	217.63
固定资产	69.67	70.11	71.87	73.66
在建工程	20.91	20.82	18.00	12.79
无形资产	67.43	67.43	67.46	67.73
非流动资产合计	170.64	170.99	171.99	169.17
资产总计	399.12	392.28	397.06	386.80
短期借款	8.98	9.84	10.75	15.00
应付账款	1.42	0.87	0.41	0.27
其他应付款	9.07	7.58	3.58	3.30
一年内到期的非流动负债	20.72	22.12	28.90	26.64
流动负债合计	48.87	47.02	53.68	50.06
长期借款	30.94	26.30	28.14	26.41
应付债券	61.69	61.59	58.44	61.26
其他非流动负债	9.50	9.50	9.90	0.00
非流动负债合计	102.14	97.39	96.51	90.56
负债合计	151.01	144.42	150.20	140.61
总债务	134.05	130.67	136.39	132.29
其中：短期债务	31.92	33.28	39.88	41.73
长期债务	102.14	97.39	96.51	90.56
所有者权益	248.11	247.86	246.86	246.19
营业收入	4.78	17.21	11.59	10.46
营业利润	0.33	1.33	1.15	1.03
其他收益	0.20	0.80	0.85	0.91
利润总额	0.33	1.27	1.13	0.96
经营活动产生的现金流量净额	3.37	5.54	11.67	1.35
投资活动产生的现金流量净额	-0.09	-0.65	-2.99	-2.78
筹资活动产生的现金流量净额	-1.55	-6.23	-7.68	-4.95
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	10.72%	11.29%	15.98%	14.97%
资产负债率	37.84%	36.82%	37.83%	36.35%
短期债务/总债务	23.81%	25.47%	29.24%	31.55%
现金短期债务比	0.10	0.05	0.07	0.10

EBITDA（亿元）	--	3.46	3.52	2.75
EBITDA 利息保障倍数	--	0.35	0.34	0.27

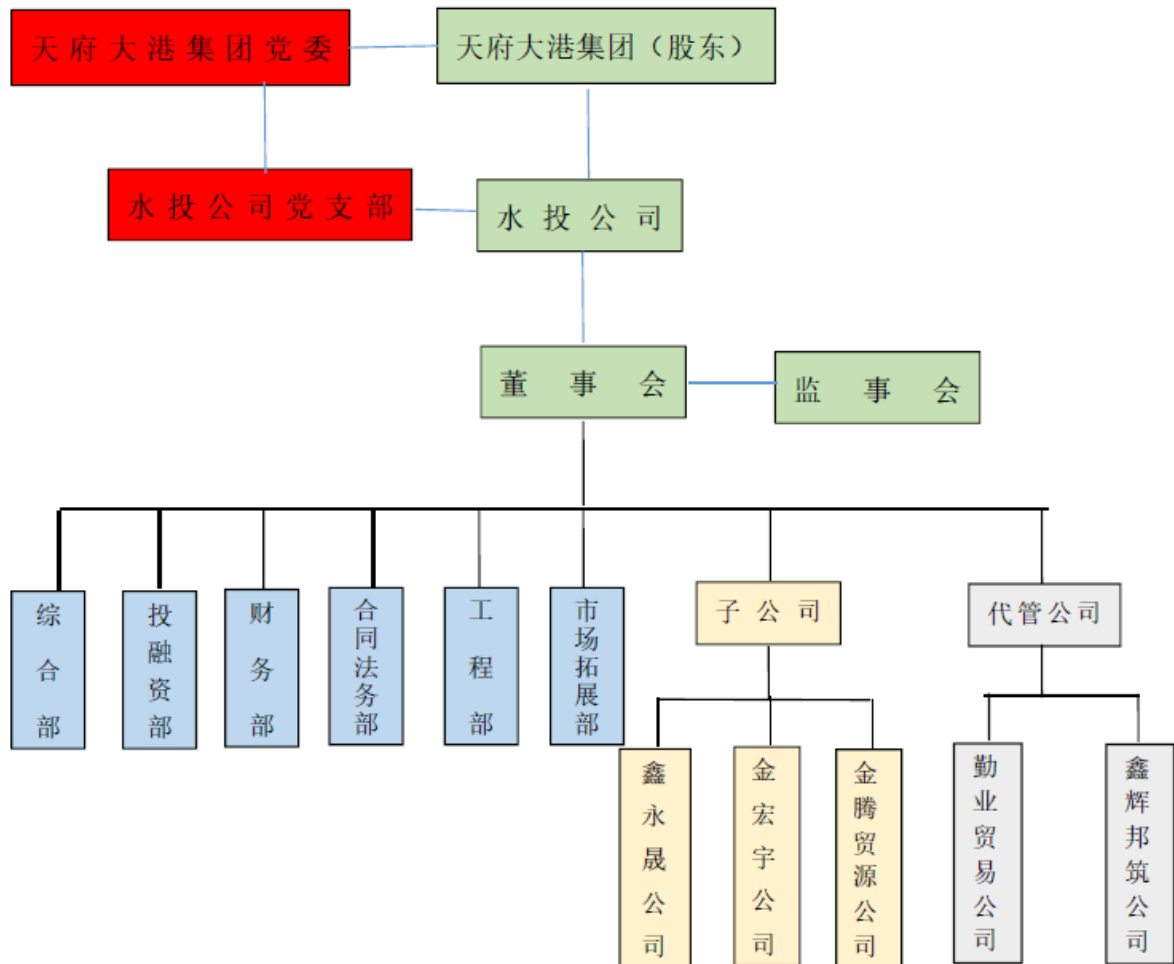
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

企业名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
成都鑫永晟建设工程有限公司	建筑安装业	30,000.00	100.00
成都金宏宇建设项目管理有限公司	工程管理服务	5,000.00	100.00
成都金腾贸源建设工程有限公司	土木工程建筑业	30,000.00	100.00

资料来源：公司 2023 年审计报告，国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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。