



# 2014年泸州市纳溪区国有资产经营有限公司公司债券2021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.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：





# 2014年泸州市纳溪区国有资产经营有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-30	2020-06-05

## 债券概况

**债券简称:** 14 泸纳国资债/PR 泸纳债

**债券剩余规模:** 1.60 亿元

**债券到期日期:** 2021-09-11

**偿还方式:** 每年付息一次, 债券存续期的第 3-7 年末, 逐年分别偿还债券发行总额的 20%

## 联系方式

**项目负责人:** 游云星  
youyx@cspengyuan.com

**项目组成员:** 汪永乐  
wangyl@cspengyuan.com

**联系电话:** 0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元对四川纳兴实业集团有限公司<sup>1</sup>（以下简称“纳兴实业”或“公司”）及其 2014 年 9 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，公司主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部运营环境仍较好，为其发展提供了良好基础，工程代建管理及施工业务持续性较好，资产租赁业务保持稳定；同时中证鹏元也关注到公司应收款项占用较多资金，在建项目和有息债务规模较大，面临较大的资金支出压力和短期偿债压力，对外担保存在一定的或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 预计公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	187.52	159.10	151.25
所有者权益	73.83	72.29	70.47
总债务	77.04	50.09	58.09
资产负债率	60.63%	54.56%	53.41%
现金短期债务比	0.11	0.05	0.30
营业收入	26.09	26.44	11.93
其他收益	3.49	3.06	1.20
利润总额	2.12	2.46	1.16
销售毛利率	9.03%	7.06%	10.08%
EBITDA	3.73	4.20	1.77
EBITDA 利息保障倍数	0.85	1.44	0.38
经营活动现金流净额	-9.12	3.44	-11.48
收现比	0.79	0.80	0.68

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 2016 年 11 月公司名称由泸州市纳溪区国有资产经营有限公司变更为四川纳兴实业集团有限公司。

## 优势

- **外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础。**近年来泸州市酒类制造业等发展较快，2020年固定资产投资增长拉动经济保持较快增长，经济实力持续增强。
- **公司工程代建管理及施工业务持续性较好，资产租赁业务保持稳定。**公司主要从事泸州市纳溪区城市基础设施建设及国有资产运营等业务，主要在建工程投资规模较大，未来仍能够为公司带来一定的工程代建管理及施工收入；房屋和水库租赁业务收入稳定，且毛利率保持在较高水平，对盈利形成较好补充。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**2020年泸州市纳溪区人民政府持续通过注入资产等方式增加公司资本公积，同时纳溪区财政局给予公司基础设施建设等财政补助资金，有效提升了公司的利润水平。

## 关注

- **公司应收款项增长较快，占用较多资金，资产流动性较弱。**2020年末公司应收账款和其他应收款占总资产的比重较高，且应收款项回收时间较长，对公司资金形成较大占用，且需关注回款风险。
- **公司在建项目面临的较大资金支出压力。**截至2020年末，公司主要在建工程项目尚需投资较大，项目建设资金主要依靠公司自筹，且业务回款较差，经营活动现金流表现欠佳，资金支出压力较大。
- **公司短期债务压力较大。**2020年末公司资产负债率持续上升，有息债务规模较大，短期债务占比上升，现金短期债务比较低，面临短期债务压力较大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保金额较大，大部分未设置反担保措施，并存在对民企担保，存在一定的或有负债风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年9月公开发行7年期8亿元公司债券，募集资金计划用于泸州市纳溪区大渡口安置房建设工程、泸州市纳溪区九川安置房建设工程、泸州市纳溪区疏港路安置房建设工程，截至2020年12月31日募集资金专项账户余额为5.10万元。

## 三、发行主体概况

2020年公司注册资本、实收资本未发生变化，2021年2月泸州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泸州市国资委”）将持有的公司10%股权无偿划转给四川省财政厅。截至2021年5月末，公司注册资本和实收资本仍均为20,000万元，控股股东和实际控制人仍均为泸州市国资委，持股比例为90%，四川省财政厅持有公司10%股权。根据2021年6月8日泸州市纳溪区人民政府出具的任命文件，黄烈忠同志任公司董事长，截至2021年6月22日尚未完成工商变更。

公司仍主要从事泸州市纳溪区的基础设施建设和国有资产经营管理等业务。2020年公司新增纳入合并范围的子公司9家，无减少纳入合并范围子公司，明细如表1所示。截至2020年末，公司纳入报表合并范围的子公司明细如附录四所示。

**表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
四川纳诚供应链有限公司	51.00%	5,000.00	农业	投资设立
泸州管之星新材料有限公司	51.00%	1,000.00	科技推广和应用服务业	投资设立
泸州市纳溪区鼎锋企业管理有限公司	100.00%	5,000.00	商务服务业	投资设立
鼎锋清道夫（泸州）城市环境服务有限公司	51.00%	1,000.00	公共设施管理业	投资设立
四川智为商务服务有限公司	100.00%	500.00	商务服务业	投资设立
四川竹茂物业服务有限公司	51.00%	300.00	其他服务业	投资设立
泸州绿湖酒店餐饮管理有限公司	100.00%	800.00	商务服务业	投资设立
兴文县宏峰采石有限责任公司	55.00%	500.00	非金属矿物制品业	非同一控制下企业合并
泸州市蜀润建材有限公司	55.00%	6,000.00	非金属矿物制品业	非同一控制下企业合并

资料来源：公司2020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

#### 2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020 年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项

目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020 年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

## 区域经济环境

**泸州市酒类制造业等发展较快，固定资产投资增长拉动经济实力逐步增强，为公司发展提供了良好基础**

泸州市为四川省下属地级市，近年经济保持较快增长。2020 年泸州市实现地区生产总值 2,157.2 亿元，同比增长 4.2%，三次产业结构调整为 11.9:48.1:40.0，第二、第三产业对区域经济的拉动作用较大。

泸州市是我国西部地区传统工业基地之一，拥有泸州老窖（浓香型）和郎酒（酱香型）两大知名白酒品牌，是我国著名的酒城和世界白酒产业基地，除了酿酒业，还有化工和机械等产业，医药、建材、精细化工等产业都具有一定规模。从重点产业看，2020 年四大传统支柱产业增加值增长 5.2%，其中酒类制造业增加值增长 5.0%，化工行业增加值增长 6.1%，机械行业增加值增长 4.0%，支柱产业优势明显，对规模工业增长的贡献较高。从新动能看，以电子信息技术、现代医药、高端装备等为主体的战略新兴产业和高技术产业加快发展壮大，全市规模以上工业高技术行业增加值增长 14.0%。

投资方面，近年泸州市固定资产投资保持较快增长，2020 年全社会固定资产投资比上年增长 10.8%，其中基础设施投资比上年增长 26.8%，产业投资增长 15.7%。泸州市房地产投资保持较快增长，2020 年房地产开发投资完成 445.58 亿元，同比增长 11.7%，商品房销售面积 1,010.88 万平方米，较上年增长 8.9%；完成销售额 613.87 亿元，同比增长 6.4%。

**表2 泸州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,157.2	4.2%	2,081.26	8.0%
第一产业增加值	256.5	5.6%	216.98	2.6%
第二产业增加值	1,038.1	3.3%	1,021.86	8.2%
第三产业增加值	862.7	5.2%	842.42	9.5%
工业增加值	703.06	3.6%	678.08	8.7%
固定资产投资	-	10.8%	-	11.9%
社会消费品零售总额	1,013.81	-1.8%	850.99	11.4%
进出口总额（亿美元）	13.01	6.6%	12.20	-55.8%
存款余额	3,107.56	10.1%	2,822.52	6.3%
贷款余额	2,367.17	18.3%	2,001.33	16.3%
人均 GDP（元）		49,827		48,105
人均 GDP/全国人均 GDP		68.78%		67.86%

注：标“-”数据未公开披露；2020年地区人均GDP按照2019年末常住人口计算。

资料来源：2019-2020年泸州市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《关于泸州市2020年预算执行情况和2021年预算草案的报告》，2020年泸州市全市地方一般公共预算收入完成170.1亿元，考虑减税降费等因素同口径增长12.9%。其中：税收收入完成108.5亿元，同口径增长4.9%，税收收入占地方一般公共预算收入比重为63.79%。2020年全市政府性基金收入195亿元，为预算的120.2%。2020年全市一般公共预算支出达到450.1亿元，增长1.6%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为37.79%。

### 泸州市纳溪区以酒业、化工、造纸为三大支柱产业，整体经济保持较快增长

纳溪区隶属于四川省泸州市，是泸州主城区的重要组成部分。酒业、化工、造纸为纳溪区三大支柱产业，在支柱产业发展带动下，近年来纳溪区经济持续增长，2020年实现地区生产总值为197.28亿元，同比增长3.2%，受疫情冲击，2020年增速有所下降。根据泸州市纳溪区政府工作报告，2020年纳溪区聚力优化产业结构，推进白酒产业提质发展，完善中国酒镇·酒庄配套基础设施，加快建设泸州养源酒业大渡基地，促进酒类企业技改提升；依托化工基础优势，推进化工产业向精细化方向发展，提升化工企业安全环保风险防控能力；推进新兴产业集聚发展，着力培育绿色建筑、装备制造、新能源新材料等先进制造业，确保丰阳绿色钢结构装配式建筑基地项目建成投产，推进鸥克建材新型节能环保材料等项目开工建设，2020年规模以上工业增加值增速为3.5%。

此外，纳溪区固定资产投资保持增长，但增速有所下降，2020年1-12月纳溪区完成固定资产投资同比增长7.2%，其中项目投资同比增长0.3%，房地产开发投资同比增长77.1%，农户投资与去年持平。

**表3 泸州市纳溪区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2020年	2019年
----	-------	-------



	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	197.28	3.2%	191.25	7.1%
第一产业增加值	30.80	5.5%	25.53	2.7%
第二产业增加值	94.47	2.0%	95.90	8.5%
第三产业增加值	72.01	4.4%	69.82	6.8%
工业增加值	-	3.5%	72.00	8.8%
全社会固定资产投资	-	7.2%	212.59	11.0%
社会消费品零售总额	92.78	-2.2%	88.36	11.0%
人均 GDP（元）		55,603		41,302
人均 GDP/全国人均 GDP		76.75%		58.26%

注：由于数据可得性，2020年工业增加值为规模以上工业增加值；2019人均GDP分别按照当年纳溪区户籍总人口数计算，2020年人均GDP按照当年常住人口数计算。

资料来源：泸州市纳溪区2019年泸州市国民经济与社会发展统计公报、泸州市纳溪区政府网站，中证鹏元整理

2020年泸州市纳溪区实现公共财政预算收入115,417万元，自然增长3.4%，考虑疫情防控税费优惠政策等减收因素后同口径增长11%，其中税收收入完成57,527万元，占比49.84%。2020年纳溪区完成政府性基金收入70,437万元，增长18.6%。公共财政支出方面，2020年纳溪区公共财政预算支出295,050万元，增长0.67%，财政自给率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为39.12%。

## 五、经营与竞争

公司仍为泸州市纳溪区重要的城市基础设施建设主体及国有资产运营主体，主要从事泸州市纳溪区城市基础设施建设、安置房建设、资产租赁等业务，2020年营业收入以商品销售和工程代建管理及施工为主，由于其他业务中的土地使用权销售减少，2020年营业收入同比略有下降。公司房屋租赁及水库租赁业务保持稳定，房屋销售收入主要来自政府限价安置房销售，其他收入主要来源于服务费、广告费等业务，收入贡献度较低。从销售毛利率来看，由于工程代建管理及施工毛利变化，2020年公司销售毛利率有所提升。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建管理及施工	4.69	20.13%	1.16	14.38%
房屋租赁	0.62	97.38%	0.53	99.59%
水库租赁	0.15	100.00%	0.18	87.65%
房屋销售	0.01	-13.74%	0.24	24.82%
商品销售	19.34	2.02%	10.66	8.43%
提供劳务收入	0.66	5.32%	0.41	8.71%
其他主营业务	0.46	25.72%	0.19	6.14%
<b>主营业务收入合计</b>	<b>25.95</b>	<b>8.65%</b>	<b>13.37</b>	<b>13.88%</b>

其他业务收入	0.14	76.91%	13.07	0.07%
其中：土地使用权销售收入	0.00	-	13.05	0.03%
<b>营业总收入</b>	<b>26.09</b>	<b>9.03%</b>	<b>26.44</b>	<b>7.06%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2020年公司工程代建管理及施工收入有所增长，在建工程较多，业务持续性较好，但面临较大的资金支出压力，且自营项目收益存在不确定性**

作为泸州市纳溪区主要的基础设施和安置房建设主体，公司主要承担纳溪区范围内市政工程、保障性住房及相关配套的建设任务。公司近年承接的主要工程有纳溪区黄桷坝水利工程枢纽工程、农村安保工程项目、纳溪区第二期公共租赁住房建设工程、农村公路改建工程二标段项目等，业主单位多为纳溪区政府单位。公司与各业主单位根据不同项目签订相关项目建设协议或委托代建协议，并约定相应的收益，业主单位按照审定的工程进度结算工程款，分期支付，待项目竣工决算验收后结算剩余款项。

受审定工程结算规模增加影响，2020年公司工程代建管理及施工收入有所增长，实现工程代建管理及施工收入4.69亿元，由于根据项目不同而约定不同的收益，公司工程代建管理及施工业务毛利率有所波动。

**表5 近年公司工程项目结算情况（单位：万元）**

年份	项目名称	结算投资成本	确认收入
2020年	农村公路改建工程一、二标段/纳溪区乡镇污水处理设施建设项目/纳溪区渡改桥项目/纳溪区农村安保工程项目/纳溪区垃圾焚烧发电厂项目	37,458.86	46,901.20
2019年	农村公路改建工程一、二标段	9,924.39	11,591.10

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建工程计划总投资461,001.03万元，作为泸州市纳溪区重要的城市基础设施建设主体，随着代建管理及施工项目推进及结算，未来仍能够为公司带来一定的工程代建管理及施工收入。同时中证鹏元注意到，主要在建项目尚需投资较大，由于项目建设资金主要依靠公司自筹，面临较大的资金压力。

在建项目中，泸州市纳溪区林下经济综合利用开发项目为“17川纳绿色NPB”绿色债券的募投项目，根据公司提供的说明，截至2020年末已投资16,304.17万元，剩余募集资金变更用于子公司泸州力砼实业有限公司投资建设及经营；泸州市纳溪区宏达市场片区棚户区改造项目和泸州市纳溪区全域旅游第一期建设项目为“16泸纳债”募投项目，项目完工验收后，泸州市纳溪区宏达市场片区棚户区改造项目收益主要来源于住宅、商业、车位等物业的销售和出租收益，泸州市纳溪区全域旅游第一期建设项目收益主要来源于景区门票收入、商铺酒店等租金以及其他自营餐饮等服务收入，但受项目建设进度以及当地经济发展状况影响，募投项目未来能否实现预期收益存在不确定性。

**表6 截至2020年末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	已投资额	尚需投资
------	-------	------	------

泸州市纳溪区林下经济综合利用开发项目	79,869.00	16,304.17	63,564.83
泸州市纳溪区宏达市场片区棚户区改造项目	74,462.00	40,602.66	33,859.34
纳溪区疏港路安置房建设项目	72,563.03	69,934.96	2,628.07
泸州市纳溪区全域旅游第一期建设项目	72,357.00	27,363.31	44,993.69
纳溪区乡镇污水处理设施建设及运营项目	55,800.00	12,406.35	43,393.65
纳溪区黄桷坝水利工程枢纽工程	46,500.00	36,252.09	10,247.91
泸州市纳溪区 2017-2019 年农村公路建设工程（农村公路改建工程二标段项目）	38,450.00	24,106.69	14,343.31
纳溪区金山坡二期限价房建设项目和天仙镇安置房项目	21,000.00	14,106.28	6,893.72
<b>合计</b>	<b>461,001.03</b>	<b>241,076.50</b>	<b>219,924.52</b>

注：泸州市纳溪区林下经济综合利用开发项目、泸州市纳溪区宏达市场片区棚户区改造项目、泸州市纳溪区全域旅游第一期建设项目“已投资额”根据审计后的数据进行了调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司2019-2020年实现房屋销售收入0.24亿元和0.01亿元，来自纳溪区大渡口镇新西街限价房和纳溪区疏港路安置房建设项目，上述项目为政府定向限价销售的安置房性质，项目尚未完成审计决算。根据《泸州市纳溪区人民政府关于定向限价商品房建设实施意见》，该等项目竣工后，由纳溪区财政局和审计局指定审计单位对工程实际投入成本（含建设单位管理费）进行决算，公司开发建设管理利润按3%计算，盈亏均由纳溪区财政承担。

### 公司资产租赁业务保持稳定，毛利率水平较高，对收入和利润形成有益补充

作为泸州市纳溪区国有资产经营管理主体，公司将名下的房产物业和水库资产对外出租。截至2020年末，公司投资性房地产账面价值5.24亿元，出租物业主要位于纳溪区主城区，主要承租方有泸州市纳溪区财政局、当地国有企业及个体户等。2020年公司实现房租收入0.62亿元，收入保持稳定增长，由于维护管理成本较低，毛利率较高。

公司水库租赁业务由子公司泸州市纳溪区开天水务投资有限公司（以下简称“开天水务”）和泸州市纳溪区黄桷坝水利工程开发有限责任公司（以下简称“黄桷坝水利”）承担，其中开天水务拥有7座水库，库容量合计2,638.40万立方米，近年先后出租给泸州旺江产业投资有限公司和泸州市纳兴城市建设开发有限公司（以下简称“纳兴城建”）使用，租赁费用为每年1,500.00万元，租赁期限为2018年1月1日至2020年12月31日。根据《资产租赁合同》，若开天水务与金园现代农业未续签租赁合同，而承租方继续使用租赁资产，且开天水务又未提出异议，则租赁关系继续存在。此外，黄桷坝水利将其拥有的黄桷坝水库水域经营权出租给金园现代农业用于水面养殖，黄桷坝水库正常蓄水面积3,150亩，设计养殖水面2,560亩，租赁费用为每年150.00万元。

总体来看，公司资产租赁业务较稳定，毛利率水平较高，是公司营业收入和利润的有益补充。但中证鹏元注意到，受财政资金拨付安排等因素影响，部分承租单位支付租金存在一定的滞后性，公司资产租赁业务回款较慢。

公司商品销售收入规模较大，但盈利水平较弱，需关注业务受客户和供应商经营管理及资金状况等影响而存在波动，以及存在回款风险

公司商品销售贸易业务中子公司四川纳杰能源有限公司主要经营电解铜、锌锭、铝锭、阴极铜等大宗商品贸易销售，子公司四川科为奇商贸有限公司主要经营实现通讯、机电设备等贸易销售，子公司泸州力砫实业有限公司（以下简称“力砫实业”）主要经营砂石骨料加工、混凝土生产销售等，产品主要销售给当地建材企业。2020年公司实现商品销售收入19.34亿元，同比有所增长，但由于公司商品销售主要为贸易业务，毛利率整体较低。

**表7 近年公司商品销售业务销售收入情况（单位：万元）**

商品类别	2020年	2019年
铝锭、电解铜等大宗商品	71,534.33	56,218.21
通讯设备材料等	68,024.57	12,742.15
砂石、管材、钢材等建材	53,886.52	37,599.73
<b>合计</b>	<b>193,445.42</b>	<b>106,560.09</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司商品销售业务客户和供应商集中度均较高，且变动较大，客户主要为民营企业，需关注公司商品销售业务受客户和供应商经营管理及资金状况等影响而存在波动，以及存在回款风险。

**表8 近年公司商品销售前5大客户和前5大供应商情况**

年份	前五大客户	销售收入占比	前五大供应商	采购金额占比
2020年	四川星至科技有限公司	25.98%	江苏世纪均和国际贸易有限公司	14.82%
	中建投租赁股份有限公司	9.15%	江苏舜天股份有限公司	11.60%
	上海均达升国际贸易有限公司	7.94%	四川鼎能贸易有限公司	9.88%
	源山能源投资有限公司	5.19%	浙江花园铜业有限公司	7.27%
	均达升（厦门）能源有限公司	4.00%	东蓝数码科技有限公司	4.92%
	<b>合计</b>	<b>44.33%</b>	<b>合计</b>	<b>31.34%</b>
2019年	上海易达可国际贸易有限公司	15.68%	上海勒韦国际贸易有限公司	10.25%
	上海培信贸易有限公司	9.48%	宁波金田铜业集团上海实业有限公司	6.67%
	江苏国城通信技术有限公司	9.38%	江苏舜天股份有限公司	10.31%
	广州联华实业有限公司	6.20%	江苏港瑞供应链管理有限公司	6.85%
	泸州三禾混凝土工程有限公司	3.51%	四川园明月贸易有限公司	3.02%
	<b>合计</b>	<b>44.25%</b>	<b>合计</b>	<b>37.10%</b>

注：占比均为商品销售业务收入和采购金额的占比。

资料来源：公司提供

### 公司持续获得较大的外部支持，有效提升了资本实力和利润水平

公司作为泸州市纳溪区重要的基础设施建设和国有资产运营主体，近年在资产注入、财政补贴等方面获得的外部支持力度较大，有效提高了公司的资本实力和利润水平。

资产注入方面，2020年泸州市纳溪区政府注入公司房产，增加公司资本公积5,462.66万元。同时为支持公司基础设施工程建设业务发展，2020年泸州市纳溪区政府等合计给予公司财政补贴34,946.56万元，计入其他收益。

## 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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司新增纳入合并范围的子公司9家，无减少合并范围的子公司，截至2020年末，公司纳入报表合并范围的子公司明细如附录四所示。

### 资产结构与质量

**公司资产规模持续增长，但以应收款项、土地资产及在建工程为主，且应收款项增长较快，存在一定回款风险，整体资产流动性较弱**

随着经营业务扩展及负债增加，公司资产规模持续增长，主要集中于应收款项、存货及在建工程。

2020年末公司货币资金同比大幅增长，主要系对外借款资金增加所致，期末受限货币资金92.46万元主要系信用证保证金及履约保证金。应收账款主要为应收工程款、土地出让款和租金收入及商品销售收入等，随着业务扩展而持续增长，2020年末前五大欠款对象中应收明杰公司土地出让款10.06亿元、四川星至科技有限公司5.83亿元、应收腾杰公司土地出让款2.99亿元，其余欠款对象为泸州市纳溪区财政局等政府部门和国有企业及公司参股企业，欠款账龄较长。

公司其他应收款主要为代垫工程款及应收其他单位往来款等，2020年末前五大欠款对象中政府部门及国企有泸州市纳溪区财政局、纳兴城建、泸州旺江产业投资有限公司合计26.85亿元；民企四川星至科技有限公司和泸州市贤达投资有限公司往来款合计3.64亿元。2020年末公司应收账款和其他应收款规模较大，账龄偏长，债务人多为政府部门或国有企事业单位，但需关注其中民企欠款的坏账风险，且对公司资金形成较大占用。公司存货主要为土地和限价房、保障房等项目，2020年末存货中土地资产28.17亿元，土地均为出让性质，以商住用地、城镇住宅（兼商服）为主；开发成本里的限价房、保障房等项目合计3.64亿元。

非流动资产方面，投资性房地产主要系公司用于出租的房产物业等，在建工程主要系公司承建的基础设施建设项目和安置房项目，包括纳溪区疏港路安置房建设项目、纳溪区黄桷坝水利工程枢纽工程、泸州市纳溪区九川安置房建设工程等。其他非流动资产主要为公司用于出租的水库资产，变动不大。

2020年末公司受限资产中货币资金、应收账款、投资性房地产及可供出售金融资产合计3.68亿元，占总资产的1.96%。整体来看，近年来公司资产规模持续增长，但以应收款项、土地资产及在建工程为

主，且应收款项增长较快，存在一定资金占用和回款风险，整体资产流动性较弱。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.02	1.61%	0.97	0.61%
应收账款	42.79	22.82%	33.04	20.77%
预付款项	9.35	4.98%	4.46	2.80%
其他应收款	45.75	24.40%	37.57	23.61%
存货	32.13	17.13%	31.93	20.07%
<b>流动资产合计</b>	<b>133.78</b>	<b>71.34%</b>	<b>108.50</b>	<b>68.20%</b>
投资性房地产	5.24	2.79%	4.53	2.85%
在建工程	34.39	18.34%	33.28	20.92%
其他非流动资产	6.67	3.56%	6.67	4.19%
<b>非流动资产合计</b>	<b>53.74</b>	<b>28.66%</b>	<b>50.60</b>	<b>31.80%</b>
<b>资产总计</b>	<b>187.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>159.10</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 收入质量与盈利能力

### 2020年公司营业收入略有下降，盈利对政府补助依赖加大

2020年公司营业收入主要来自商品销售和工程代建管理及施工，受土地使用权销售减少影响，2020年营业收入略有下降。考虑到公司承接项目较多，未来仍能够为公司带来一定的工程代建管理及施工收入；房屋和水库租赁业务盈利较稳定。但商品销售业务易受客户和供应商经营管理及资金状况等影响而波动，且毛利率较低。由于工程代建管理及施工毛利变化，2020年公司销售毛利率有所提升。

公司业务回款表现一般，近年收现比均低于1.00，经营活动现金流表现欠佳。2020年公司获得政府补助等其他收益占同期利润总额的比重为164.62%，公司盈利对政府补助依赖加大。

**表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

项目	2020年	2019年
营业收入	26.09	26.44
收现比	0.79	0.80
营业利润	2.09	2.48
其他收益	3.49	3.06
利润总额	2.12	2.46
销售毛利率	9.03%	7.06%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司有息债务规模有所上升，短期债务压力仍较大

近年公司工程项目建设业务发展等资金需求较大，负债规模持续大幅增长。随着资产注入及自身经营积累，公司所有者权益亦有所增长，2020年末产权比率上升为154%，净资产对负债的保障程度较差。

图1 公司资本结构

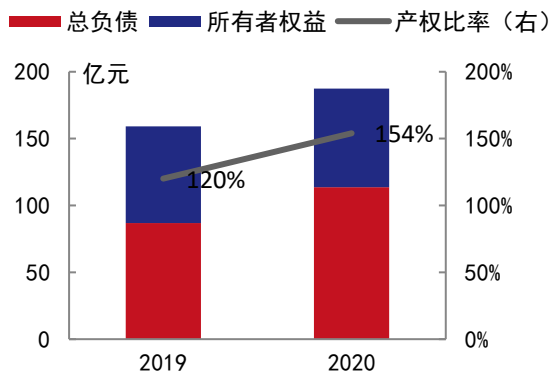
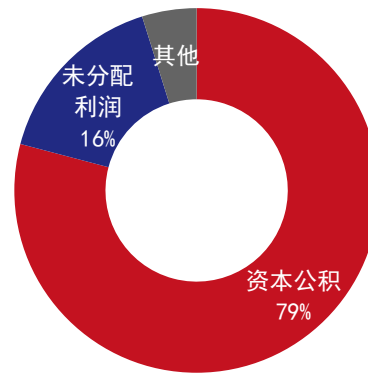


图2 2020年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司短期借款有所增长，应付账款主要为应付工程款，随着工程建设项目投入而增长。其他应付款主要为公司与政府单位和其他国有企业的往来款、押金保证金等，2020年规模略有下降。公司一年内到期的非流动负债增加至2020年末的18.82亿元，系1年内到期长期借款、应付债券和长期应付款中融资租赁款。

2020年公司长期借款有所下降，主要为保证借款、信用借款等。2020年末公司应付债券大幅增长至25.22亿元，包括“14泸纳债”、“16泸纳债”和“17川纳绿色NPB”，以及公司于2020年非公开发行的“20纳兴01、02、03”。公司长期应付款主要为融资租赁款，2020年规模有所下降；专项应付款主要为纳溪区财政局对农村安保工程、马庙水库供水站工程、泸州市纳溪区黄桷坝水利工程等工程项目的政策性专项拨款。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.55	5.76%	1.80	2.07%
应付账款	8.19	7.21%	4.30	4.96%
其他应付款	20.74	18.24%	21.79	25.10%
一年内到期的非流动负债	18.82	16.55%	15.85	18.26%
<b>流动负债合计</b>	<b>62.21</b>	<b>54.72%</b>	<b>50.26</b>	<b>57.90%</b>
长期借款	14.91	13.12%	15.51	17.87%
应付债券	25.22	22.18%	10.68	12.30%
长期应付款	3.57	3.14%	6.25	7.20%

专项应付款	1.48	1.30%	2.10	2.42%
<b>非流动负债合计</b>	<b>51.48</b>	<b>45.28%</b>	<b>36.55</b>	<b>42.10%</b>
<b>负债合计</b>	<b>113.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>86.81</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券及长期应付款等，近年规模持续增长，2020年末达到77.04亿元，且短期债务占比上升，面临的短期债务压力加大。

图 3 公司债务占负债比重

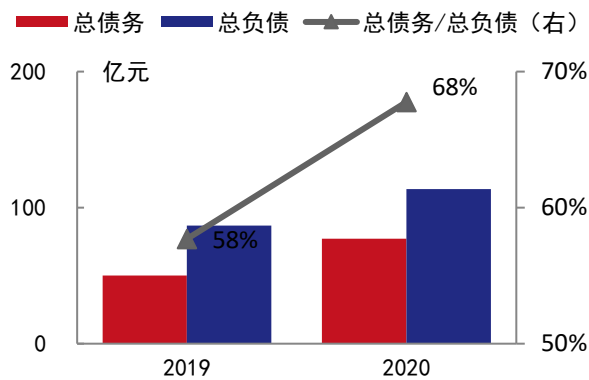
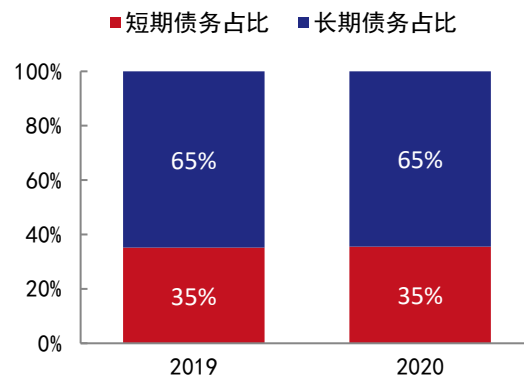


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率上升至60.63%，同时现金短期债务比略有提升，但仍处于较低水平，短期债务压力仍较大。受公司利润及有息债务规模波动影响，EBITDA利息保障倍数有所下降，整体来看，盈利对债务偿还的保障程度偏弱。

表12 公司偿债能力指标

项目	2020 年	2019 年
资产负债率	60.63%	54.56%
现金短期债务比	0.11	0.05
EBITDA 利息保障倍数	0.85	1.44

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月8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；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析



截至2020年末，公司对外担保金额合计8.94亿元，占期末净资产比重为12.11%，大部分未设置反担保措施，并存在部分对当地民企的担保，存在一定的或有负债风险。

**表13 截至2020年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	被担保对象性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
泸州巨臣建筑工程有限公司	国企	6,750.00	2028/11/3	否
纳兴城市建设投资有限公司	国企	6,000.00	2022/12/29	是
泸州乐道旅游开发有限公司	国企	10,145.74	2023/4/18	否
泸州市纳溪区国兴污水处理有限公司	国企	8,009.71	2022/4/20	否
纳溪区人民医院	医院	12,754.66	2025/4/23	否
四川星至科技有限公司	民企	19,999.98	2021/3/15	否
纳溪区中医院	医院	1,188.76	2024/9/23	否
泸州市超强机械有限公司	民企	494.50	2021/3/26	否
泸州金土地农业发展有限公司	民企	600.00	2021/3/8	否
四川大里特早茶有限公司	民企	300.00	2021/3/30	否
泸州荣丰农牧科技有限公司	民企	300.00	2021/3/8	否
泸州临港投资集团有限公司	国企	19,900.00	2023/12/24	否
泸州市纳溪区通纳农业有限公司	国企	3,000.00	2021/12/10	否
<b>合计</b>		<b>89,443.35</b>	--	--

资料来源：公司提供

## 八、结论

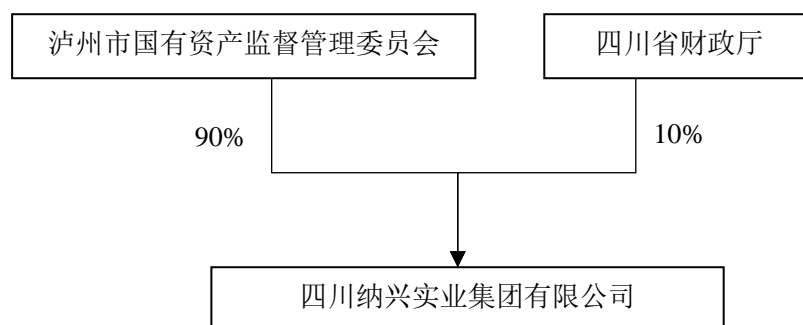
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

## 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）	2020年	2019年	2018年
货币资金	3.02	0.97	4.75
应收账款	42.79	33.04	17.82
其他应收款	45.75	37.57	32.41
存货	32.13	31.93	46.63
流动资产合计	133.78	108.50	104.49
在建工程	34.39	33.28	29.74
非流动资产合计	53.74	50.60	46.76
资产总计	187.52	159.10	151.25
短期借款	6.55	1.80	3.72
其他应付款	20.18	21.23	12.46
一年内到期的非流动负债	18.82	15.85	12.26
流动负债合计	62.21	50.26	36.21
长期借款	14.91	15.51	17.20
应付债券	25.22	10.68	16.64
长期应付款	3.57	6.25	8.26
非流动负债合计	51.48	36.55	44.57
负债合计	113.69	86.81	80.78
总债务	77.04	50.09	58.09
所有者权益	73.83	72.29	70.47
营业收入	26.09	26.44	11.93
营业利润	2.09	2.48	1.15
其他收益	3.49	3.06	1.20
利润总额	2.12	2.46	1.16
经营活动产生的现金流量净额	-9.12	3.44	-11.48
投资活动产生的现金流量净额	-7.83	-5.04	-4.90
筹资活动产生的现金流量净额	19.00	-2.18	3.70
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	9.03%	7.06%	10.08%
收现比	0.79	0.80	0.68
资产负债率	60.63%	54.56%	53.41%
现金短期债务比	0.11	0.05	0.30
EBITDA（亿元）	3.73	4.20	1.77
EBITDA 利息保障倍数	0.85	1.44	0.38

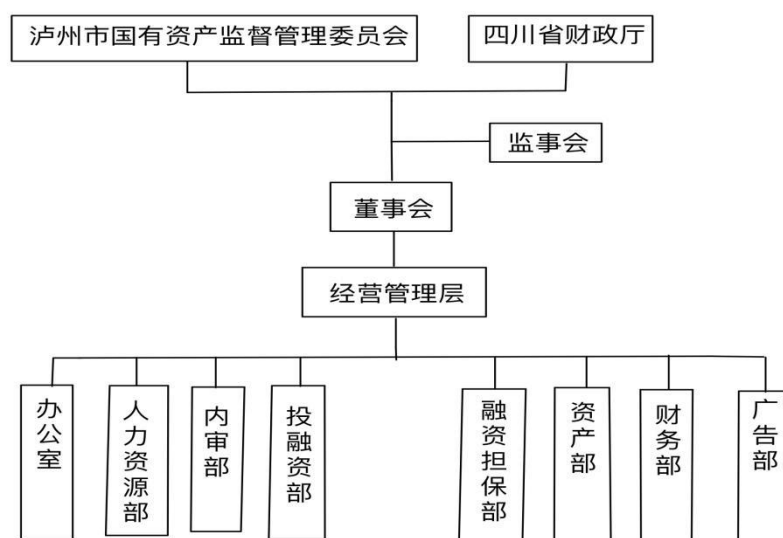
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	业务性质	直接持股比例	间接持股比例	取得方式
泸州市纳溪区鸿发房地产开发有限公司	房产建设及销售	75.00%	0.00%	投资设立
泸州酒镇酒庄文化投资有限公司	基础设施建设	83.33%	0.00%	投资设立
泸州市纳溪区金森林业开发有限责任公司	木材销售	100.00%	0.00%	划拨取得
泸州市纳溪区盛通投资有限公司	基础设施建设	100.00%	0.00%	划拨取得
泸州市纳溪区黄桷坝水利工程开发有限责任公司	基础设施建设	100.00%	0.00%	划拨取得
泸州市纳溪区鸿发小水电开发有限公司	基础设施建设	100.00%	0.00%	划拨取得
泸州市纳溪区开天水务投资有限公司	基础设施建设	100.00%	0.00%	划拨取得
泸州绿湖旅游资源开发有限公司	酒店销售	100.00%	0.00%	投资设立
泸州茂汇物业管理有限责任公司	物业管理	100.00%	0.00%	投资设立
泸州纳溪云溪水务有限公司	供水服务	100.00%	0.00%	投资设立
泸州力砼实业有限公司	砂石加工及销售	55.00%	0.00%	投资设立
四川长冲实业有限公司	货物销售	100.00%	55.00%	投资设立
泸州永源混凝土制品有限公司	货物销售	100.00%	55.00%	投资设立
泸州瑞科新材料科技有限公司	技术服务	100.00%	55.00%	投资设立
泸州西博实业有限公司	货物销售	85.00%	46.75%	投资设立
四川必同贸易有限公司	货物销售	90.00%	42.08%	投资设立
重庆博涵实业有限公司	货物销售	80.00%	36.00%	投资设立
四川中昱能源服务有限公司	货物销售	51.00%	28.05%	投资设立
泸州慧麟科技有限公司	广告业务	100.00%	0.00%	投资设立
四川雅联信息科技有限公司	技术服务	60.00%	60.00%	投资设立
泸州市云溪实业有限公司	基础设施建设	100.00%	0.00%	投资设立
泸州纳川园区投资有限公司	基础设施建设	100.00%	0.00%	划拨取得
泸州市纳溪区美晟商务服务有限公司	餐饮服务	100.00%	100.00%	划拨取得
泸州市纳溪区天弘劳务有限公司	劳务服务	100.00%	100.00%	划拨取得
泸州市纳溪区国盛环保有限公司	垃圾处理服务	100.00%	0.00%	划拨取得
四川科为奇商贸有限公司	货物销售	100.00%	0.00%	非同一控制下企业合并
四川纳杰能源有限公司	货物销售	51.00%	0.00%	投资设立
西南林竹交易中心有限公司	货物销售	100.00%	0.00%	投资设立
泸州市纳溪区市场开发服务有限公司	租赁和商务服务业	100.00%	0.00%	划拨取得
泸州纳溪麒安汽车租赁有限公司	租赁和商务服务业	100.00%	0.00%	划拨取得
泸州众惠医疗教育投资有限公司	租赁和商务服务业	100.00%	0.00%	投资设立
泸州市纳溪区云鹤殡葬服务有限责任公司	居民服务	100.00%	0.00%	划拨取得
泸州兴纳环保有限公司	批发和零售业	100.00%	0.00%	投资设立
泸州兴纳农业有限公司	农业	100.00%	0.00%	投资设立

泸州兴纳农业开发有限公司	农业	100.00%	0.00%	投资设立
四川纳诚供应链有限公司	批发业	51.00%	0.00%	投资设立
泸州管之星新材料有限公司	科技推广和应用服务业	51.00%	0.00%	投资设立
泸州市纳溪区鼎锋企业管理有限公司	商务服务业	100.00%	0.00%	投资设立
鼎锋清道夫（泸州）城市环境服务有限公司	公共设施管理业	51.00%	51.00%	投资设立
四川智为商务服务有限公司	商务服务业	100.00%	0.00%	投资设立
兴文县宏峰采石有限责任公司	非金属矿物制品业	100.00%	55.00%	非同一控制下企业合并
泸州市蜀润建材有限公司	非金属矿物制品业	100.00%	55.00%	非同一控制下企业合并
四川竹茂物业服务有限公司	其他服务业	51.00%	51.00%	投资设立
泸州绿湖酒店餐饮管理有限公司	商务服务业	100.00%	100.00%	投资设立

资料来源：公司 2020 年审计报告

## 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 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、债务人主体长期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、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。