



2017年泸州汇兴投资有限公司公司债券 2023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。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2017年泸州汇兴投资有限公司公司债券2023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
PR 泸汇兴/17 泸州汇兴债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：泸州汇兴投资集团有限公司¹（以下简称“公司”或“泸州汇兴”）控股股东为泸州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泸州市国资委”），泸州市泸县经济持续增长，公司作为泸县核心的城市开发建设和国有资产经营主体，业务较为多元，持续性较好，未来收入有保障，且公司获得外部支持力度仍较大，四川发展融资担保股份有限公司（以下简称“四川发展担保”）为 PR 泸汇兴/17 泸州汇兴债（以下简称“本期债券”）提供保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大偿债压力，存在一定或有负债等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为未来较长一段时期内公司仍将作为城市开发建设和国有资产经营主体，公益性业务可以保持较大规模且持续性较好，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年6月26日

联系方式

项目负责人：李佳
lij@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	2022	2021	2020
总资产	232.97	172.94	138.82
所有者权益	106.01	68.24	51.64
总债务	90.54	78.52	61.95
资产负债率	54.50%	60.54%	62.80%
现金短期债务比	0.44	0.16	0.41
营业收入	17.71	10.17	7.74
其他收益	3.42	2.72	2.34
利润总额	1.14	1.18	0.91
销售毛利率	3.89%	10.97%	-2.13%
EBITDA	3.64	3.64	2.06
EBITDA 利息保障倍数	0.65	0.99	0.58
经营活动现金流净额	4.51	-1.77	1.28

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2018年9月3日公司名称由“泸州汇兴投资有限公司”变更为“泸州汇兴投资集团有限公司”

优势

- **泸县经济总量排名泸州市前列，固定资产投资是推动经济发展的主要动力，以白酒、化工、医药为代表的工业发展较好。**泸县地处成渝地区双城经济圈重要节点，近年固定资产投资保持较快增速，白酒、化工、医药等是当地传统优势产业，为公司发展提供了良好环境。
- **公司是泸县核心的城市开发建设和国有资产经营主体，业务较为多元，持续性较好，未来收入有保障。**截至 2022 年末，公司主要在建项目计划总投资额、累计已投资额及尚需投资额均较大，已完工未结算的代建项目账面价值 26.27 亿元；公司作为泸县辖区内的农村宅基地改革土地整治项目建设的唯一主体，截至 2022 年末土地指标收储账面价值余额为 15.69 亿元，整体来看，公司业务持续性较好。
- **公司继续获得较大力度的政府支持。**2022 年公司获得泸县政府划入水库资产 37.16 亿元、房产 0.63 亿元等资产，提升了公司资本实力，此外，还获得政府补贴收入 3.21 亿元，占公司利润总额的 281.58%，是公司利润的主要来源。
- **四川发展担保为本期债券提供连带责任保证担保，仍有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，四川发展担保主体信用等级为 AAA，其为本期债券还本付息提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱，无收益资产及受限资产规模较大。**截至 2022 年末，公司资产以土地指标收储、水库、项目开发成本、房屋建筑物及与当地机关国企的往来款为主，其中尚未产生收益的水库资产价值 55.33 亿元，另有受限资产 30.03 亿元，受限资产规模较大，项目开发成本及房屋建筑物即时变现较为不易。
- **2022 年公司总债务规模持续快速上升，偿债指标表现较弱，公司面临较大偿债压力。**公司主要业务土地指标及代建业务项目回款仍较慢，面对主要在建项目较大规模的尚需投资额及现存债务滚续需求，公司债务规模上升至 90.54 亿元，使得 EBITDA 利息保障倍数下降至低位，现金短期债务比表现亦仍较弱，且公司备用流动性较低。
- **需关注贸易产品价格波动使公司贸易业务产生亏损的风险。**2022 年公司贸易业务收入较上年大幅增加，但毛利率较低，需关注相关贸易产品价格波动使公司贸易业务产生亏损的风险。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保占同期末净资产的 14.79%，担保对象均为泸县当地国企，均未设置反担保措施；此外，公司为泸州医药产业园股权投资基金合伙企业（有限合伙）及优先和管理人等合伙人的投资收益及本金退出承担回购责任，金额 4.51 亿元。

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_2022V1.0
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	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	3/7
	行政层级	2/5			
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

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

- 公司是泸州市泸县核心的城市开发建设和国有资产经营主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，泸县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与泸县政府的联系非常紧密以及对泸县政府非常重要。同时，中证鹏元认为泸县政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA/PR 泸汇兴、17 泸州汇兴债	2022-6-28	龚程晨、陈俊松	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+/PR 泸汇兴、17 泸州汇兴债	2017-9-7	刘志强、何佳欢	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

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
PR 泸汇兴/17 泸州汇兴债	10.00	4.00	2022-6-28	2024-10-19

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2017年10月发行7年期10亿元公司债券，募集资金中6.5亿元计划用于泸县建设街棚户区改造项目，3.5亿元计划用于补充营运资金。截至2022年12月31日，PR泸汇兴/17泸州汇兴债募集资金专项账户余额为24.15万元。

三、发行主体概况

2022年以来公司注册资本、实收资本、控股股东和实控人均未发生变化，截至2023年4月末，公司注册资本、实收资本仍为3.00亿元，控股股东和实控人均为泸州市国资委。截至2023年4月末，公司股东及其持股比例同2021年末无变化。较上次跟踪评级以来，严雪峰、张菊梅接替庞勇、王若瑜公司董事职位，此外，唐敬富、钟晓宁接替刘霞、杨星监事职位。

截至2022年末公司纳入合并范围的子公司共35户，相比上年度增加5户、减少2户。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：%、万元）

1、跟踪期内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	主营业务	合并方式
泸县汇兴物业管理服务有限公司	100.00	200.00	居民服务业	新设
泸州鼎荣商贸有限公司	100.00	500.00	批发业	新设
泸县振兴乡村服务集团供应链有限公司	100.00	10,000.00	居民服务业	政府划拨取得
泸县水利电力开发有限公司	100.00	500.00	水利电力	政府划拨取得
四川泸县国家粮食储备库有限责任公司	100.00	200.00	农副食品加工	政府划拨取得

2、跟踪期内不再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	主营业务	不再纳入的原因
泸县龙跃文化旅游发展有限公司	100.00	2,000.00	旅游服务	划出
泸州汇兴家禽屠宰有限公司	100.00	50.00	家禽屠宰	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4 月，央行 23 条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5 月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典

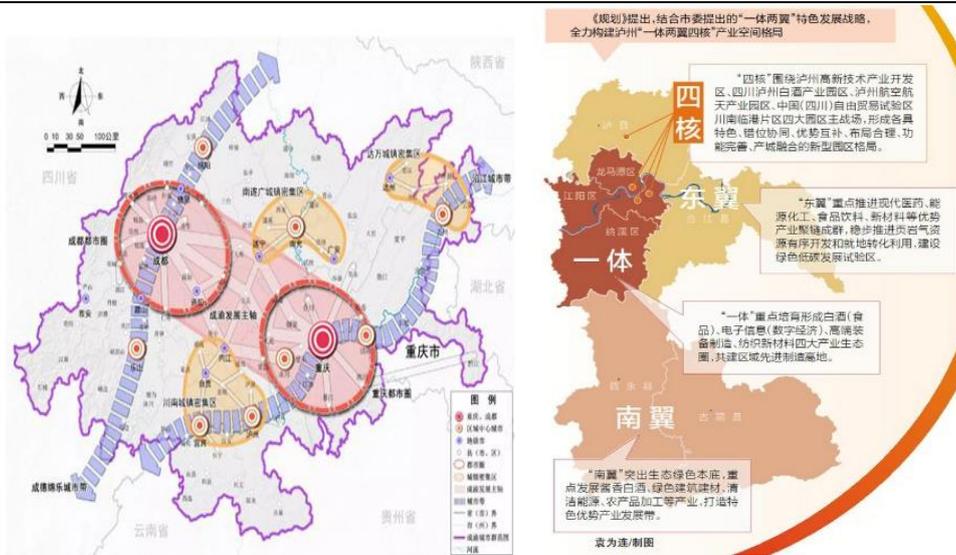
型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

泸州市是四川省唯一的港口型国家物流枢纽承载城市，区域开放平台多、开放能级高，为产业发展创造良好条件，白酒产业是区域的支柱产业，传统化工产业持续转型升级；深度融入成渝地区双城经济圈的建设，2022年经济总量在四川省21个地市州排名第6，整体发展前景向好，但政府债务规模快速扩张

区位特征：泸州市是成渝地区双城经济圈建设规划的川南区域中心城市，区域开放平台多、开放能级高，拥有港口资源，在川内具有较强竞争优势。泸州市是四川省辖地级市，地处长江上游，位于四川、重庆、云南、贵州四省市结合部，拥有四川第一大水港泸州港和第三大航空港云龙新机场，绵泸高铁内自泸段已全面贯通、成渝地区双城经济圈战略实施以来首条川渝直达高速——泸永高速建成通车，渝昆高铁正加快建设，现有高速公路里程居川南第一，拥有“水公铁空”立体交通网络，凭借优越交通条件成为成渝双城经济圈南向门户。泸州市下辖3区4县，幅员1.22万平方公里，根据七普数据，泸州市常住人口425.41万人，较2010年增长0.85%，泸州市常住人口数量排名全省第七位。同时，泸州市拥有中国（四川）自由贸易试验区川南临港片区、综合保税区、跨境电商综合试验区、进境粮食指定监管场地、进境肉类指定监管场地、国家中医药服务出口基地、国家临时开放水运口岸7个国家级开放平台，是成渝地区双城经济圈除成都、重庆以外开放平台最多、开放能级最高的地级市，扩大开放、深化合作的条件优越，在川内具有较强竞争优势。

图 1 泸州市区位及“十四五”规划产业功能布局


资料来源：泸州市人民政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：2022 年泸州市经济总量在四川省 21 个地州市排名第 6，经济发展增速较快，但人均 GDP 水平不高。近年来泸州市经济总量持续增长，产业结构主要以第二、三产业为主，2022 年末三次产业结构为 10.6:51.2:38.2，近年来产业结构占比变化不大。2020-2022 年泸州市固定资产投资增速保持高位，其中基础设施投资和产业投资增长较快，2022 年分别较上年增长 17.1%、24.8%，是拉动当地经济发展的主要动力之一。泸州市人均 GDP 水平偏低，占全国人均 GDP 的 70% 左右。消费市场方面，2022 年泸州市社会消费品零售额 12,44.4 亿元，比上年增长 3.3%。房地产市场方面，2022 年泸州市房地产业增加值较上年下降 5.2%。

表2 2022 年四川省部分地级行政区经济财政指标情况（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	20,817.50	2.8%	9.81	1,722.40	2,145.90
绵阳市	3,626.94	5.0%	7.40	159.67	205.28
宜宾市	3,427.84	4.5%	7.47	275.80	214.73
泸州市	2,601.50	4.1%	6.12	192.50	164.00
凉山州	2,081.36	6.0%	4.28	184.18	83.20
眉山市	1,635.51	3.8%	5.53	156.09	267.46
广元市	1,139.78	0.3%	5.01	61.08	76.44

注：若市（州）未公布人均GDP数据，则各市（州）人均GDP按照2022年末常住人口或第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：各地市州政府官网、统计公报。

表3 泸州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,601.5	4.1%	2,406.1	8.5%	2,157.2	4.2%
固定资产投资	--	10.6%	--	11.2%	--	10.8%

社会消费品零售总额	1,244.4	3.3%	1,204.3	18.8%	1,013.81	-1.8%
进出口总额	192.2	--	129.53	44.3%	89.78	6.6%
人均 GDP（万元）		6.12		5.66		5.07
人均 GDP/全国人均 GDP		71.36%		69.88%		70.42%

资料来源：2020-2021 年泸州市国民经济与社会发展统计公报、2022 年泸州市经济运行统计新闻发布稿，中证鹏元整理

产业情况：白酒产业是泸州市支柱产业，传统化工产业持续转型升级，依托四大园区载体吸引了华为、恒力集团等落户，整体产业发展前景向好。白酒和化工是泸州市传统支柱产业，泸州市坐落在有“中国白酒金三角”之称的长江、沱江、岷江、赤水河流域，是我国著名的酒城和世界白酒产业基地，正构建以泸州老窖、郎酒、川酒集团“三大龙头”为引领的白酒产业集群。2020 年泸州市酒类产业营业收入首次突破千亿大关，实现“千亿白酒产业、百亿酒税”的发展目标，2022 年赤水河左岸千亿级酱酒项目持续推进，郎酒吴家沟二期、盘龙湾技改、仙潭技改扩能等项目竣工投用，白酒产业是泸州市经济发展的重要支撑。同时，泸州市是天然气化工的发源地、国家规划的 15 个大化工基地和 14 个精细化工基地之一，集聚了四川省四分之一的化工生产企业，代表企业包括上市公司泸天化、北化股份等。但随着天然气资源逐渐枯竭，2011 年泸州市被列为全国第三批资源枯竭城市，产业转型升级迫在眉睫。目前泸州市精准对接全省“5+1”现代产业体系，大力培育白酒、电子信息、新兴产业“三大千亿产业”。依托泸州国家高新区、四川泸州（长江）经济开发区、四川泸州白酒产业园区、泸州航空航天产业园区四大园区载体，先后吸引了中海沥青（四川）有限公司、四川北方硝化棉股份有限公司、华为四川大数据中心、恒力集团、四川理文竹浆纸全产业链项目、冠捷科技等落户泸州，其中恒力集团整个项目投资 200 亿元、占地面积 5,000 亩，一期项目已于 2022 年建成投产，预计每年可实现营业收入 200 至 300 亿元，是泸州市近年最大招商引资项目。

2022 年，泸州市规模以上工业增加值比上年增长 6.0%，规模以上工业企业产品销售率为 92.6%。其中，酒的制造业比上年增长 8.1%。2022 年 1-11 月，泸州市规模以上工业企业实现营业收入 2,432.9 亿元，同比增长 9.7%，实现利润总额 362.3 亿元，增长 26.0%。整体来，泸州市产业转型持续推进并卓有成效，整体发展前景向好。

发展规划及机遇：2021 年 11 月，《泸永江融合发展示范区总体方案》正式印发（以下简称“总体方案”），未来，泸州市、重庆市永川区和江津区三地将积极探索经济区与行政区适度分离改革路径，打造成渝地区双城经济圈南翼重要的增长极。泸永江融合发展示范区是川渝两省市积极探索经济区与行政区适度分离改革，打造成渝地区双城经济圈南翼重要增长极的重要探索，是川渝毗邻地区首批合作共建区域发展功能平台，也是川渝两省市第三个获批实施平台。2022 年，泸永高速建成通车，川渝千亿立方米天然气（泸州）基地、合江食品工业园推进建设，泸州市融入成渝地区双城经济圈的建设初见成效，区域协调发展格局加快形成。

财政及债务：近年来泸州市财政实力不断增强，但财税质量持续下滑，财政自给率水平较低，地方政府债务余额快速扩张。2020-2022 年泸州市一般公共预算收入持续增长，同口径税收收入有所增长，

但财政自给率处于较低水平。受近两年房地产市场低迷和土地市场降温影响，2021、2022 年泸州市政府性基金收入较 2020 年下滑幅度较大。近年泸州市政府债务余额持续快速扩张，三年复合增长率为 19.25%，主要用于重大铁路建设、城镇基础设施建设、园区基础设施建设、社会民生事业等领域项目。

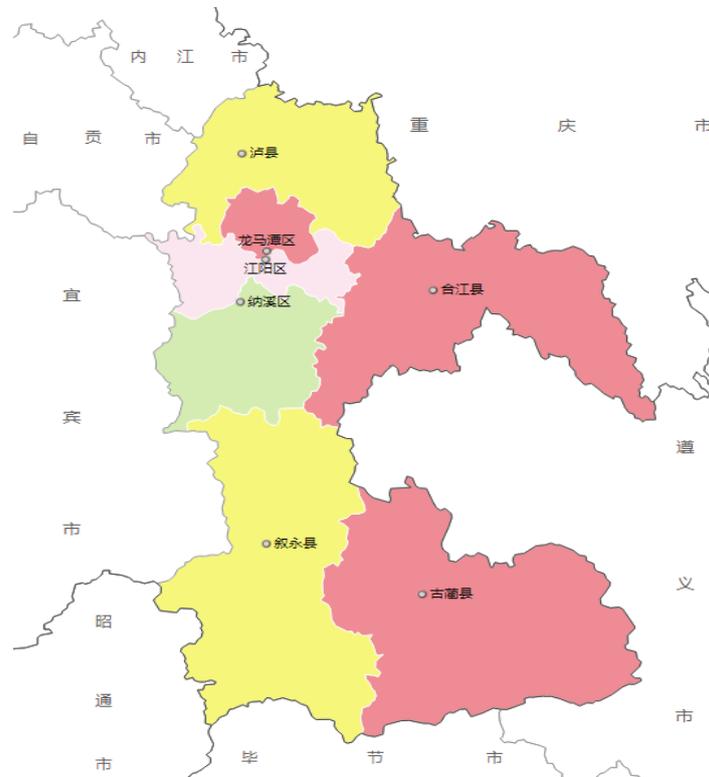
表4 泸州市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	192.5	190.0	170.1
税收收入占比	55.32%	59.84%	63.79%
财政自给率	42.21%	42.89%	37.79%
政府性基金收入	164.0	163.0	195.0
地方政府债务余额	867.7	726.6	610.2

资料来源：泸州市人民政府网，中证鹏元整理

泸县地处成渝地区双城经济圈重要节点和川渝滇黔结合部核心腹地，页岩气资源丰富；泸县经济体量较小但工业经济发展较快，初步形成白酒、能源化工、医药等产业集群；作为泸州市“一体两翼”战略之“东翼”主战场，泸县面临较好的发展机遇

区位特征：泸县是泸州市下辖县，位于四川南部、长江北岸，地处成渝地区双城经济圈重要节点和川渝滇黔结合部核心腹地，页岩气资源丰富。泸县是泸州市下辖三区四县之一，位于四川南部、长江北岸，地处成渝地区双城经济圈重要节点和川渝滇黔结合部核心腹地。泸县交通条件较好，属于成都 2 小时经济圈和重庆 1 小时经济圈，泸州云龙机场位于泸县与龙马潭区交界处，泸县高铁站于 2021 年通车，四川第一大港——泸州国际集装箱港距县城 39 公里，泸县神仙桥码头是泸州港的五大作业区之一。泸县水稻土占耕地面积的 83%，是四川省农产品主产区。泸县页岩气资源储备丰富，总资源量约 1.42 万亿立方米，拥有全国日产量最大的页岩气井。全县幅员面积 1,525 平方公里，辖 19 个镇、1 个街道，拥有泸州国家高新区医药产业园和泸县省级经济开发区。根据第七次全国人口普查数据，泸县常住人口为 76.44 万人，与第六次全国人口普查数据相比常住人口减少 9.03%。

图 2 泸州市泸县区位图


资料来源：民政部官网

经济发展水平：泸县经济总量（GDP）在泸州 7 个区县中排名第 2，经济体量较小但增长较快，固定资产投资是推动经济发展的主要动力。

近年来泸县地区生产总值持续增长，2022 年增速高于全省全市平均水平，但人均 GDP 持续低于全国平均水平，经济发展水平偏低，2022 年泸县 GDP 规模排名全市第 2。近年来泸县固定资产投资增速较快保持在 11% 以上，持续高于全省全市平均水平，2022 年固定资产投资同比增长 18.3%，2022 年泸县第二产业增加值 261.5 亿元、同比增长 5.1%。泸县三次产业结构由 2021 年的 15.2:54.7:30.1 调整为 2022 年的 14.8:55.6:29.6，经济结构以第二产业为主，2022 年规上工业增加值增长 7.2%，工业发展较好，泸县于 2017 年入选全省工业强县示范县。

消费市场方面，2022 年，泸县实现社会消费品零售总额 163.7 亿元，同比增长 3.2%，居全市第 4 位。

表 5 2022 年泸州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
江阳区	767.8	4.00%	10.08	24.4	3.24
龙马潭区	431.7	3.80%	8.97	15.41	--
泸县	475.2	4.70%	6.20	13.70	21.01
合江县	302.3	4.10%	4.39	11.25	20.90

纳溪区	232.2	3.60%	6.54	13.52	10.3
古蔺县	222.1	5.30%	3.41	23.2	26.5
叙永县	170.3	3.60%	3.09	11.04	8.28

注：人均GDP按第七次人口普查常住人口数据计算。

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、政府网站等，中证鹏元整理

表6 泸县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	475.2	4.7%	435.1	8.3%	393.9	4.5%
固定资产投资	--	18.3%	--	11.8%	--	14.5%
社会消费品零售总额	163.7	3.2%	158.6	18.4%	134.0	-1.8%
人均GDP（元）	62,036.55		56,923.3		51,533.2	
人均GDP/全国人均GDP	72.38%		70.3%		71.1%	

注：2020-2022年人均GDP根据地区第七次人口普查数据和GDP计算。

资料来源：泸县2019-2021年国民经济和社会发展统计公报、泸县人民政府官网、泸县统计局等，中证鹏元整理

产业情况：近年泸县工业快速发展，依托泸州国家高新区医药产业园和泸县省级经济开发区，已初步形成白酒、能源化工、医药及智能制造业等百亿级产业集聚。

泸县工业快速发展，2022年规上工业增加值增长7.2%，主要是酒类、医药制造业、建筑业增长。

泸县经开区作为全区工业企业集中地，已形成以白酒、智能制造、能源化工为主导的百亿级产业集群。作为原酒²大县，泸县有泸州龙窖源酒业、汉唐酒业等酒企，2022年引入厚成龙酱等酒类企业10家，实现白酒产值340亿元、同比增长10%。能源化工方面，泸县主要依托其丰富的页岩气资源，以及众邦制药全球领先的盐酸金刚烷胺产能优势，重点发展页岩气综合利用和原料药两大产业方向，2022年泸县投产气井70口、年产气量16亿立方米，实现能源化工产值120亿元、同比增长25.6%，2022年泸县神仙桥产业园获批省级化工园区。智能制造方面，2022年泸县武珞电子信息产业园、东远路桥等项目持续推进。泸县医药产业园是泸州国家高新区主体园区之一，园区已入驻科瑞德、步长集团、九州通集团、奥泰医学影像等89家医药企业，2022年，实现现代医药产值220亿元，同比增长25%。此外，2022年泸县实现建筑业总产值560亿元，同比增长10.5%。

发展规划及机遇：泸州市积极推进建成全省和成渝地区经济副中心，泸县作为泸州市“东翼”，发展前景较好。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》（以下简称“纲要”），同年11月，泸州市第九次党代会提出实施“一体两翼”特色发展战略、奋力建设新时代区域中心城市，泸县充分发挥泸永江协作平台和泸州“东翼”位势优势，打造服务川南渝西的区域综合交通枢纽。

财政及债务水平：近年来泸县一般公共预算收入持续下降，收入质量趋弱，财政自给率水平低。

²原酒是指以粮谷为原料，用大曲、小曲或麸曲及酒母等作为糖化发酵剂，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏而制成，未添加非白酒发酵产生的呈香、呈味物质，可作为白酒基酒和调味酒使用的白酒。

2020-2022 年泸县一般公共预算收入持续下降，2019-2021 年税收收入持续下降，分别为 11.2 亿元、10.8 亿元、8.3 亿元，一般公共预算收入质量趋弱。近年泸县政府性基金收入规模有所波动。区域债务方面，2020-2022 年地方政府债务余额持续保持较快增长，三年复合增速为 27.82%，主要系近年来新增专项债较多。

表7 泸县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	13.70	15.1	16.6
税收收入占比	--	55.0%	65.1%
财政自给率	24.41%	31.8%	35.0%
政府性基金收入	21.01	19.0	21.0
地方政府债务余额	121.66	89.08	74.47

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：泸县政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2022 年末，泸县核心城投公司为泸州汇兴投资集团有限公司。

五、经营与竞争

公司是泸县重要的城市开发建设和国有资产经营主体，业务较为多元，主要包括土地指标收储、基础设施代建、贸易、商砼销售、保安及安保工程、粮油销售等业务，2022 年新增化学用品类贸易，此外，公司是泸县辖区内的农村宅基地改革土地整治项目建设的唯一主体

公司业务较为多元，主要包括土地指标收储、基础设施代建、贸易、商砼销售、保安及安保工程、粮油销售等业务。公司收入主要来自贸易、土地指标及粮油业务，2022 年受土地指标业务项目结算规模下降影响，土地指标收储业务收入较上年大幅下降；贸易业务收入增加主要系公司贸易业务趋于成熟并新增化学用品类贸易。毛利润主要来自土地指标业务及学校相关业务。

表8 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比 (%)	毛利率 (%)	金额	占比 (%)	毛利率 (%)
土地指标	1.17	6.80	18.74	4.16	41.23	19.70
代建开发	0.41	2.38	2.42	1.12	11.10	8.62
贸易	9.46	54.97	0.56	0.27	2.68	3.05
粮油	1.81	10.52	0.71	0.83	8.23	-0.09
广告及课后服务	0.96	5.58	5.37	0.90	8.92	6.14
学校相关	0.84	4.88	16.33	0.70	6.94	18.33
保安及安保工程	0.78	4.53	3.08	0.71	7.04	2.52
商砼	0.52	3.02	11.65	0.52	5.15	8.46
供水及安装	0.46	2.67	-22.23	0.51	5.05	-1.64

固定资产租赁	0.17	0.99	50.26	0.16	1.59	53.09
其他主营业务	0.61	3.54	-38.35	0.19	1.88	-112.45
合计	17.21	100.00	1.84	10.09	100.00	10.27

注：表中 2021 年数据同 2022 年跟踪报告不一致系公司于 2022 年更换会计师事务所，业务统计口径同上年不同所致
 资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）土地指标业务

2022年受土地市场景气度较低影响，公司土地指标业务收入较上年大幅下降，此外，公司作为泸县辖区内的农村宅基地改革土地整治项目建设的唯一主体，该业务具备较好的持续性，但未来收入可能存在波动

公司作为泸县重要的国有资产经营主体，承担了泸县农村宅基地土地复垦工作，相关土地指标开发业务具体由公司全资子公司泸县土地开发建设发展集团有限公司（以下简称“泸县土发”）负责，泸县土发是经泸县人民政府授权的泸县农村宅基地有偿退出节余建设用地土地指标收购的唯一合法主体。泸县土发以自有资金按政府指导价向农户收储宅基地，泸县土发将土地复垦后形成的结余建设用地指标交由泸县土地统征和储备中心（以下简称“泸县土储中心”）进行出售，待土地指标出售后，泸县土发根据资金需求与政府进行结算，根据泸县土储中心与泸县土发签署的《泸县宅基地退出土地整治一期项目建设用地指标收购合同》、《泸县农村宅基地有偿退出二期项目建设用地指标收购合同》、《泸县农村宅基地有偿退出三期项目建设用地指标收购合同》、《泸县农村宅基地有偿退出四期项目建设用地指标收购合同》，宅基地整理结余建设用地指标收购单价为15万元/亩，泸县土发接收到的款项确认土地指标收入并结转相应成本。

受土地市场景气度较低影响，2022年公司结算土地指标规模较上年大幅下降，公司土地指标业务收入较上年大幅下降，该业务未来收入可能存在波动。

截至2022年末，公司土地指标收储账面价值余额为15.69亿元，随着后续相应土地指标流转，该业务未来收入较有保障。泸县作为2015年全国人大常委会第13次会议批准的33个国家级宅基地制度改革试点县（市、区）之一，土地指标流转前景较好，公司作为泸县辖区内的农村宅基地改革土地整治项目建设的唯一主体，该业务具备较好的持续性。但相关收储宅基地资金需公司自筹，公司面临一定资金压力。

（二）代建开发业务

受代建项目结算进度影响，2022年公司代建开发收入较上年下降，但公司已完工未结算的代建项目规模较大，主要在建项目规模较大，业务持续性较好；此外，在建自营项目规模较大，未来收益能否达到预期存在一定不确定性，且面临较大资金压力

作为泸县重要的国有资产经营主体，公司承担了泸县大量的基础设施项目代建工作。公司代建开发业务具体由子公司泸县宏远实业有限公司（以下简称“宏远实业”）、泸州汇兴城市开发投资有限公司

（以下简称“汇兴城投”）和泸县龙跃文化旅游发展有限公司（以下简称“龙跃文化”）负责。

宏远实业、汇兴城投和龙跃文化分别与泸县交通局、泸县住房和城乡建设局（以下简称“泸县住建局”）和泸县旅游局签订了代建协议，约定由公司自筹资金建设泸县政府部门委托的工程项目，代建的项目每年进行一次决算，工程完工后由泸县政府部门负责验收，并根据泸县审计局出具的《工程审计报告》进行竣工决算，项目竣工决算后，公司按与政府结算确认的相关代建费用加成一定比例确认为代建开发收入，同时结转相应成本。

2022年公司代建开发业务收入因政府资金安排结算规模较上年下降，截至2022年末，公司有已完工待结算的代建政府项目26.27亿元（计入其他非流动资产科目），主要在建代建项目总投资15.42亿元，尚需投入11.95亿元，规模均较大，保障了公司代建业务的持续性和稳定性。

公司自营项目主要有泸县农村供排水一体化改扩建工程、泸县玉蟾山景区保护与利用项目、川南城铁泸县站交通综合枢纽开发等项目，后续将通过房屋销售、供水、景区运营等方式获取收益，收益能否达到预期存在一定不确定性。整体来看，公司在建项目规模较大，剔除未知预计总投资额的项目后，尚需投资规模达27.40亿元，后续面临较大的资金压力。

表9 截至 2022 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	累计总投资
雨污分流项目	150,000.00	33,894.73
污水处理厂提标工程	2,600.00	820.00
污水处理厂维修维护改造项目工程	1,600.00	31.91
加明收纳库工程	--	872.88
在建代建项目小计	154,200.00	35,619.52
泸县农村供排水一体化改扩建工程	81,706.05	1,180.60
泸县玉蟾山景区保护与利用项目	43,150.58	993.01
川南城铁泸县站交通综合枢纽开发项目	35,000.00	4,147.67
神仙桥集中供水站三期取水设施工程	3,965.21	2,949.24
截污干管工程（泸县至石洞段）	--	13,736.63
泸县方舱隔离点建设项目（二期）	--	5,396.60
乡镇污水管网工程	--	5,217.17
其他	--	18,929.16
在建自营项目小计	163,821.84	52,550.08
合计	318,021.84	88,169.60

注：“--”表示未取得相关数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）贸易业务

2022年公司贸易业务收入较上年大幅增加，对公司收入形成较好补充，但毛利率较低，同时需关

注相关贸易产品价格波动使公司贸易业务产生亏损的风险

贸易业务主要由子公司泸州汇兴物资有限公司经营，主要经营包括化学用品类（乙二醇）、金属类（钢铁、有色金属）产品贸易。上游采购方面，公司根据订单进行专项采购，以销定采；下游销售方面，主要采取先款后货的模式开展经营。2021-2022年，公司贸易收入分别为0.27亿元、9.46亿元，毛利率均较低。2022年贸易收入较上年大幅增加主要系公司贸易业务趋于成熟，同时新增化学用品类贸易所致。

公司2022年新增化学用品类贸易，主要供应商为航天长城贸易有限公司、国药药材（珠海）有限公司、宁波迪凯进出口有限公司和杭州惟信贸易有限公司；主要客户为湖北齐星工贸有限公司、湖北齐星新能源发展有限公司和湖北齐星汽车车身股份有限公司。

金属类贸易方面，主要供应商为泸州智同建材科技有限公司和隆昌市龙腾商贸有限公司；主要客户为德阳蓉北建设工程有限公司、泸州智同建材科技有限公司、四川万富来商贸有限公司和中铁十七局集团第四工程有限公司。

贸易业务的开展对公司营业总收入形成较好补充，2021-2022年毛利率分别为3.05%、0.56%，该业务毛利率较低，对公司利润贡献较小，同时需关注相关贸易产品价格波动使公司贸易业务产生亏损的风险。

（四）其他业务

广告及课后服务、粮油收入、商砼和学校相关等业务为公司营业收入带来良好补充，但盈利能力一般

商砼销售业务由子公司泸县龙城商砼有限公司（以下简称“龙城商砼”）经营，2017年底开始试运营。商砼销售业务包括商砼销售和砂浆销售两部分，销售对象主要为泸县各大建筑公司。2021-2022年公司分别实现商砼销售业务收入0.52亿元、0.52亿元，收入稳定。毛利率方面，2021-2022年公司商砼业务毛利率分别为8.46%、11.65%。

粮食购销业务由子公司泸县开元粮食有限责任公司（以下简称“开元粮食”）负责经营。开元粮食主要负责国家、省、市、县级粮油储备、粮食托市收购、军粮供应、应急粮油供应、国有实物资产和其它政策性粮油管理及经营业务，同时接受政府委托执行粮油购销调存等调控任务。受业务性质影响，该业务持续呈亏损或微利状态。

开元粮食自营粮油业务系代客户进行粮食采购，客户主要为当地的中低端白酒酿制企业，开元粮食依照客户订单量采购，各年度购销数量受客户订单需求量直接影响，波动较大，且业务模式较为简单，毛利率水平低。高粱作为酿造白酒的主粮，在采购和销售的粮食品种中占比较高。公司粮食购销业务市场化程度相对较高，近年收入和毛利率水平有所波动，主要系订单量变动和市场价格变动所致。受每年下达的储备粮油轮换计划有较大差异及市场价格水平变动影响，储备粮油的销量波动较大。由于旧粮价

格均低于新粮价格，加之仓储库存等成本较高，近年公司储备粮油轮换业务毛利率均为负值。上级政府对公司储备粮轮换进行了专项扶持，2021-2022年，泸县人民政府分别下达省、县粮油储备及利息补贴843.58万元、732.63万元。

表10 公司粮油收入构成情况（单位：万元）

项目	2022年	2021年
自营粮油收入	12,803.3	6,567.60
储备粮油轮换收入	5,164.69	1,522.84
其他	196.59	204.64
合计	18,164.58	8,295.08

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 截至2022年末开元粮食粮油仓储能力明细

仓库名称	位置	占地面积 (亩)	仓房 (幢)	仓容 (万吨)	储油罐 (个)	罐容 (万吨)
嘉明仓库	泸县嘉明镇	35.0	12	2.2	0	0.0
粮食物流园	泸县工业园区C区	99.0	7	7.3	2	0.1

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据泸县人民政府出具的《泸县人民政府关于泸县各镇供水特许经营的批复》，公司子公司泸县顺通水务有限公司（以下简称“顺通水务”）具有泸县各镇供水的特许经营权，特许经营区域为泸县各镇，特许经营期限至2035年5月4日止。截至2022年末顺通水务拥有奇峰水厂、天兴水厂和太伏水厂等多个水厂。供水及安装业务收入包括售水业务收入和安装工程及维修材料收入两部分。

2022年公司供水及安装业务收入及毛利率较上年下降主要系供水管网覆盖范围增速下降使得高毛利的安装工程及维修材料收入下降所致。

表12 公司供水及安装业务构成情况（单位：万元）

分类	2022年	2021年
售水业务收入	3160.71	2,982.66
安装工程及维修材料收入	1125.69	2,056.96
迁改工程	330.68	0.00
其他	0.00	81.57
合计	4,617.08	5,121.19

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司广告及课后服务主要是“四点半课堂”服务，其课后教育业务盈利模式为按总托管收入提取管理费。保安及安保工程业务由子公司泸县汇兴保安服务有限责任公司运营，其业务主要为泸县范围内的安保服务以及监控安保设施安装等，毛利率较低。公司负责泸县二中实验学校以及泸县天立小学两家学校的建设和运营，泸县二中实验学校于2020年正式运营，泸县天立小学于2021年投入运营，学校相关业务已度过初期投入较大阶段，2021-2022年分别实现收入0.70亿元、0.84亿元，毛利率尚可。公司固定资

产租赁收入来源于公司本部将政府注入的商铺、办公楼、仓库、住房等经营性资产对外出租获得的收入。2021-2022年公司分别取得租赁收入0.16亿元、0.17亿元，毛利率保持在50%以上。

泸县人民政府在财政补贴和资产注入方面继续给予公司较大支持

公司是泸县重要的市政基础设施建设和国有资产经营主体，近年持续获得泸县人民政府的较大力度支持。2022年公司获得政府补贴收入3.21亿元；获得泸县政府划入水库资产37.16亿元、房产0.63亿元等资产，提升了公司资本实力。

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喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告及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年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2022年末，公司纳入合并范围内子公司见附录四。

资本实力与资产质量

公司在泸州市泸县的平台地位突出，2022年因政府无偿划拨水库资产使得公司资产较上年有较大增加，截至2022年末，公司资产以土地指标收储、水库、项目开发成本及与当地机关国企的往来款为主，受限资产规模较大，且较大规模的水库资产无收益，资产整体流动性较弱

受益于泸县政府的划入水库资产、房产、子公司股权等，2022年公司所有者权益有较大增加，同期公司融资规模因项目开支及还本付息扩张，综合影响下，公司产权比率较上年末有所下降。截至2022年末，公司所有者权益主要由土地、水库资产、子公司股权等构成，资本公积占所有者权益比重达84%，公司所有者权益结构较为稳定。

图 3 公司资本结构

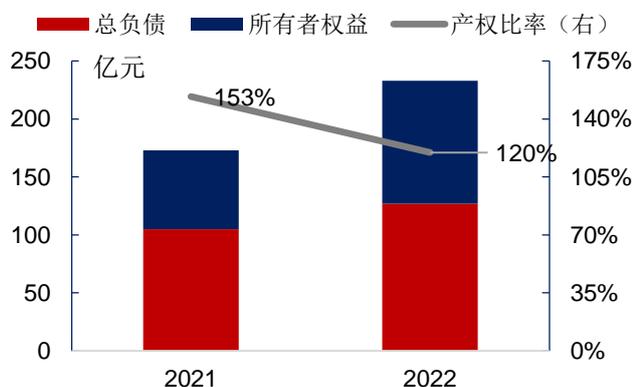
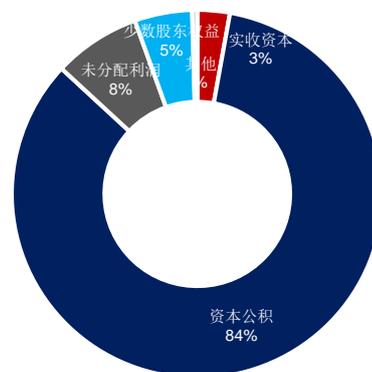


图 4 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

受益于政府注入资产和项目建设持续投入，2022年末公司资产较上年末增加34.71%。截至2022年末，公司资产主要由土地指标收储、水库、项目开发成本、房屋建筑物及与当地机关国企的往来款等构成。

截至2022年末，公司其他非流动资产主要由政府划拨水库资产（55.33亿元）、已完工待结算政府项目（26.27亿元）、预付土地款（9.19亿元）构成，其中水库资产尚未产生收益，属于公益性资产，其他非流动资产较上年末大幅增加主要系泸县政府划入价值37.16亿元的水库资产。公司存货主要系土地指标收储15.69亿元、开发成本5.02亿元和工程施工4.78亿元，规模较上年增加主要系项目投入增加。投资性房地产规模较为稳定，主要由房屋和建筑物、土地使用权构成，采用公允价值模式计量。截至2022年末公司其他应收款主要由泸县财政局、泸县国有资产经营有限公司等当地政府机关及其相关单位往来款构成，前五大其他应收款对象合计占比92.48%，账款回收风险相对可控，但规模较大，且回收时间存在不确定性，对营运资金形成较大占用。

其他资产方面，截至2022年末，公司固定资产主要系房屋建筑物；货币资金主要由银行存款构成，其中有2.50亿元因应付票据保证金、定期存单等受限，规模较上年末增加主要系应付货款及应付往来款增加。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.85	3.80%	2.62	1.51%
其他应收款	43.03	18.47%	39.59	22.89%
存货	26.71	11.46%	23.46	13.57%
流动资产合计	82.88	35.57%	69.10	39.96%
固定资产	22.28	9.56%	23.01	13.30%
投资性房地产	22.85	9.81%	22.33	12.91%
其他非流动资产	93.55	40.16%	48.83	28.23%
非流动资产合计	150.09	64.43%	103.84	60.04%
资产总计	232.97	100.00%	172.94	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

受限资产方面，截至2022年末，公司受限资产合计30.03亿元，占当期末所有者权益的28.33%，受限资产规模较大。

表14 截至 2022 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

科目	金额	原因
货币资金	2.50	定期存单及保证金
存货	13.12	为贷款提供抵押
其他非流动金融资产	0.50	为贷款提供抵押

投资性房地产	11.87	为贷款提供抵押
固定资产	2.04	为贷款提供抵押
合计	30.03	--

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司贸易业务收入大幅增长，整体来看，公司业务收入来源较为多元，可持续性较好，但盈利能力大幅下滑，政府补助仍是公司利润的主要来源

2022年公司营业收入因贸易业务收入大幅增加而增加，分业务看，贸易业务收入增加主要系公司贸易业务趋于成熟，同时新增化学用品类贸易所致；土地指标收储及代建开发业务收入较上年下降主要受当期项目结算规模下降影响；粮油收入规模较上年增加主要系客户订单需求量增加所致。公司作为泸县辖区内的农村宅基地改革土地整治项目建设的唯一主体，土地收储业务持续性较好；在建代建项目规模较大，其他业务收入为公司收入带来良好补充；此外，公司存货中土地指标收储业务、代建业务沉淀成本规模较大，整体来看，业务可持续性较好。

因毛利率尚可的土地指标收储业务收入占比下降，2022年公司销售毛利率较上年大幅下降，公司利润主要由土地指标收储及学校业务产生。公司其他业务因其有较强的民生业务性质使得盈利能力一般。

2022年公司继续获得较大规模的泸县政府补贴（3.21亿元），主要由公用事业基础设施项目补贴3.06亿元构成，当期政府补助占公司利润总额的281.58%，是公司利润的主要来源。

表15 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	17.71	10.17
营业利润	1.40	1.22
其他收益	3.42	2.72
利润总额	1.14	1.18
销售毛利率	3.89%	10.97%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2022年公司总债务规模继续快速上升，偿债指标表现较弱，不考虑收益性较低的资产后实际负债负担较重，且备用流动性较低，公司面临较大偿债压力

受益于贸易业务规模大幅增加，2022年公司经营性现金流净额由负转正，公司土地指标及代建业务项目回款仍较慢，面对主要在建项目较大规模的尚需投资额及现存债务滚续需求，公司债务规模攀升至90.54亿元，较上年增加15.31%。

截至2022年末，公司总债务规模占总负债比重为71.32%，其中短期债务占总债务的比重为22.06%。

结构上，债务类型主要是银行借款（55.57亿元）、债券融资（26.47亿元）和融资租赁借款（8.39亿元）构成，公司银行借款利率集中在3.65%-7.70%之间，大部分到期时间在2024年以后；融资租赁借款利率集中在7.80%-8.50%之间，对象主要由重庆银海融资租赁有限公司、青岛城乡建设融资租赁有限公司等，融资成本偏高；公司存续债券主要系非公开发行产品，票面利率集中在6.28%-7.50%，其中有10.00亿元债券将于2024年下半年到期。

截至2022年末，公司长期应付款规模较上年末增加主要系应付融资租赁款增加及新增三星桥水库专项应付款（1.32亿元）、共饮长江水工程专项应付款（1.65亿元）所致。应付账款主要由土地整理款和存货采购款构成，账龄集中在3年以内，应付账款对象主要系当地村委及国企，规模较上年增加主要系应付存货采购款增加。其他应付款主要系与当地机关国企的往来款。一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（7.70亿元）、一年内到期的长期应付款（0.88亿元）和一年内到期的应付债券（2.62亿元）构成。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.67	6.83%	6.82	6.51%
应付账款	6.31	4.97%	3.71	3.54%
其他应付款	10.08	7.94%	7.66	7.31%
一年内到期的非流动负债	11.20	8.82%	9.43	9.01%
流动负债合计	41.71	32.85%	31.80	30.37%
长期借款	39.21	30.88%	32.33	30.88%
应付债券	23.86	18.79%	25.70	24.54%
长期应付款	19.91	15.68%	12.57	12.01%
非流动负债合计	85.25	67.15%	72.90	69.63%
负债合计	126.96	100.00%	104.70	100.00%
总债务	90.54	71.32%	78.52	74.99%
其中：短期债务	19.97	15.73%	16.25	15.52%
长期债务	70.57	55.59%	62.26	59.47%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，受益于泸县政府较大规模的资产注入，2022年末公司资产负债率下降至54.50%，但规模较大的水库资产的尚未产生收益，公司实际资产负债率高于账面表现。2022年公司债务规模快速上升，EBITDA规模保持稳定，使得EBITDA利息保障倍数下降至低位。2022年末公司短期债务较上年末有所增长，但同期可动用现金类资产相对不足，同时公司整体资产流动性较弱，难以对即期债务偿付形成有效保障，公司现金短期债务比仍较低。

公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支，项目建设和回收周期较长，自营项目较多，较大规模的尚需投资额需要新增大量长期外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内公司

债务规模将持续攀升。截至2022年末，公司的银行授信剩余额度约为4.38亿元，备用流动性较低。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	54.50%	60.54%
现金短期债务比	0.44	0.16
EBITDA 利息保障倍数	0.65	0.99

资料来源：公司 2021-2022 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 表现良好，对公司持续经营和信用水平未产生负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《泸州汇兴投资集团有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司未因环境因素受到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《泸州汇兴投资集团有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

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。中证鹏元注意到，公司与政府部门及当地国企的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月25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2022年末，公司对外担保金额共15.68亿元，占同期末净资产的14.79%，担保对象为国有企业或事业单位，均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险。另外，公司2017年与泸县兴园管理服务有限责任公司与泸州医药产业园股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“医药基金”）签订《投资协议》：医药基金向泸县兴园管理服务有限责任公司投资50,000.00万元（其中通过增资扩股投资5,000.00万元，通过专项委托贷款方式投资45,000.00万元），投资期10年；医药基金未能收回总投资或总投资回报率低于年化收益7.931%时，公司承诺对医药基金的优先级合伙人和管理人所持基金份额45,050.00万元（其中

优先级合伙人持有45,000.00万元；基金管理人持有50.00万元），按年化收益率7.931%进行溢价回购。

表18 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
泸县振兴乡村服务集团有限公司	780.00	2025/1/28	否
泸县振兴乡村服务集团有限公司	590.00	2025/1/28	否
泸县振兴乡村服务集团有限公司	780.00	2025/1/28	否
泸州汇兴大数据有限公司	490.00	2025/1/13	否
泸州汇兴大数据有限公司	960.00	2025/1/13	否
泸县人民医院	2,600.00	2023/11/23	否
泸县人民医院	1,746.79	2024/6/28	否
泸县人民医院	2,960.48	2024/2/18	否
泸县人民医院	1,000.00	2023/3/8	否
泸县人民医院	3,658.67	2025/10/18	否
泸县人民医院	2,767.99	2025/6/18	否
泸县根油贸势总公司	967.00	2025/6/1	否
沙县根油贸易总公司	483.00	2025/6/1	否
泸州泸化能源有限公司	475.00	2025/3/27	否
泸州泸化能源有限公司	950.00	2025/3/27	否
泸州泸化能源有限公司	475.00	2025/3/27	否
泸县第二人民医院	2,600.00	2023/9/15	否
泸县第二人民医院	1,150.00	2024/3/25	否
川省泸川建设工程有限公司	600.00	2023/6/25	否
泸县棍油贸易总公司	450.00	2025/6/1	否
川纳兴事业集团有限公司	20,000.00	2023/5/25	否
川纳兴实业集团有限公司	20,000.00	2022/12/22	否
四川省泸川贸易有限公司	700.00	2023/3/17	否
泸州泸川电子商务有限公司	500.00	2023/3/17	否
泸州航空发展投资集团有限公司	20,000.00	2023/9/29	否
泸州高新区医药产业园区孵化管理有限公司	990.74	2023/9/30	否
泸州高新区医药产业园区孵化管理有限公司	5,950.00	2024/6/17	否
泸州汇兴大数据有限公司	1,000.00	2023/4/12	否
泸县粮油贸易总公司	1,500.00	2034/12/15	否
泸州高新区医药产业园企业孵化管理有限公司	20,403.35	2034/12/15	否
泸州高新区医药产业园企业孵化管理有限公司	13,722.33	2034/12/15	否
泸州高新区医药产业园企业孵化管理有限公司	9,449.55	2034/12/15	否
泸州高新区医药产业园企业孵化管理有限公司	6,232.49	2034/12/15	否
泸州高新区医药产业园企业孵化管理有限公司	5,582.00	2034/12/15	否
泸州高新区医药产业园企业孵化管理有限公司	4,328.25	2034/12/15	否

合计
156,842.64

-- --

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是泸县政府下属重要企业，泸州市国资委持有公司 45.90% 股权，泸县国资金融局持有公司 44.10% 股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，泸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) 公司与泸县政府的联系非常紧密。泸县政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，且公司的业务一大部分来自泸县的政府单位。同时，近年公司持续获得来自泸县政府的资产注入，并获得政府财政补贴。此外，预计公司与政府的联系将保持稳定。

(2) 公司对泸县政府非常重要。公司提供了一些公共产品和服务，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。

九、债券偿还保障分析

四川发展担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升PR泸汇兴/17泸州汇兴债的信用水平

四川发展担保成立于2010年9月，由四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展控股”）全额出资组建，成立时注册资本5.00亿元。2015年4月，通过股东四川发展控股的增资和新股东四川发展投资有限公司的引入，四川发展担保注册资本增至8.82亿元，并于同年9月完成股份制改造，同时更改为现名。2016年4月，经国家发改委批准，四川发展担保成为专项建设基金投入融资担保体系的试点机构，同年10月，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）25.00亿元专项建设基金增资款全部到位，同时控股股东四川发展控股增资25.00亿元，增资完成后，四川发展担保注册资本达到58.82亿元。2017年7月，原控股股东四川发展控股将其持有的四川发展担保全部股权以股权出资的方式注入四川金融控股集团有限公司（以下简称“四川金控”）。2021年10月，根据国开基金、四川金控和四川发展控股签订的股权转让协议约定，国开基金将其持有的2.00亿元四川发展担保股权转让给四川金控。截至2022年末，四川发展担保的注册资本和实收资本均为58.82亿元，四川金控的持股比例为60.77%，为四川发展担保的控股股东。

四川发展担保主要在四川省内开展担保业务。近年四川发展担保的担保余额持续增长，截至 2022 年末担保余额为 425.26 亿元，其中债券担保余额占比为 83.97%。

表19 四川发展担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	119.07	149.21	146.26
当期解除担保额	75.93	40.06	34.06
期末担保余额	425.26	382.12	272.97
其中：债券担保余额	357.10	335.11	233.33
借款及其他融资担保余额	34.33	34.17	31.28
非融资担保余额	33.84	12.85	8.36
融资担保责任余额	358.59	310.04	228.23
融资担保责任余额放大倍数（X）	5.98	5.72	3.92

资料来源：四川发展担保提供，中证鹏元整理

四川发展担保的债券担保客户以四川省内城投公司为主，发行人主体信用级别集中于 AA 及以上，担保的债券主要是企业债和中期票据，另有部分公司债、PPN 以及少量短期融资券、ABS 等品种，一般采取不动产抵押、应收账款质押以及第三方连带责任保证等方式作为反担保措施。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，需关注该类企业信用风险的变化情况。

四川发展担保的借款及其他融资担保业务包括借款类担保业务和专项建设基金项目担保业务。四川发展担保的借款类担保客户主要为四川省内国有独资企业和国有控股企业，并采取股权质押、应收账款质押、第三方保证担保等反担保措施。四川发展担保于 2016 年开始承接中国农业发展银行专项建设基金项目担保业务并于 2017 年起停止新增该类业务。该业务模式包括农发基金以资本金注入的方式对融资人进行投资，在约定期限内要求融资人或其控股股东分期回购股权，四川发展担保负责对该回购行为进行担保。

截至 2022 年末，四川发展担保的资产总额为 76.23 亿元，主要由货币资金、委托贷款、金融投资以及存出保证金构成，同期末上述资产的账面价值分别为 43.76 亿元、15.15 亿元、9.63 亿元和 2.93 亿元。委托贷款对象主要是国有独资企业，金融投资资产为结构性存款和四川发展担保担保的债券。

截至 2022 年末，四川发展担保的负债总额为 11.76 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金和预收担保费组成。

四川发展担保的营业收入主要来源于担保业务收入、投资资产产生的投资收益以及委托贷款和存款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，四川发展担保的营业收入和盈利能力持续提升，2022 年四川发展担保实现营业收入 5.94 亿元，当期实现净利润 2.76 亿元，净资产收益率为 4.40%。

四川发展担保的代偿项目均来自借款类担保业务，近年来四川发展担保主动调整业务结构，逐步压缩传统中小企业流动资金贷款担保业务规模，累计担保代偿率持续下降。截至2022年末，四川发展担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为2.53%和38.76%。

表20 四川发展担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	76.23	71.28	67.90

其中：货币资金	43.76	44.61	41.11
应收代偿款净额	0.20	0.51	2.50
所有者权益合计	64.46	61.50	60.37
营业收入	5.94	3.75	2.64
其中：担保业务收入	4.05	3.61	2.59
净利润	2.76	1.04	0.51
净资产收益率	4.40%	1.71%	0.85%
累计担保代偿率	2.53%	3.05%	3.43%
累计代偿回收率	38.76%	34.66%	29.95%
拨备覆盖率	4,310.05%	1,275.08%	195.89%

注：四川发展担保于2022年将企业财务决算报表变更为金融企业财务报表，将投资收益计入营业收入下。

资料来源：四川发展担保2020-2022年审计报告及四川发展担保提供，中证鹏元整理

公司股东四川金控是四川省唯一的省属国有金融资本控股及运营平台，业务范围广泛，资本实力雄厚，综合实力很强。四川发展担保作为四川省省级国有融资担保机构，主营债券担保业务，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，在业务拓展及资金等方面获得四川金控有力支持。

综上，四川金控综合实力很强，可在业务拓展、资本补充等方面为四川发展担保提供有力支持；受益于担保业务规模的增长，四川发展担保的盈利能力持续提升；资本实力较强，资产流动性较好。同时中证鹏元也关注到，四川发展担保的融资担保业务行业集中度和区域集中度较高；代偿回收情况欠佳。

经中证鹏元综合评定，四川发展担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券由四川发展担保提供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。

表21 四川发展担保主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	43.76	44.61	41.11
交易性金融资产	6.35	4.51	3.99
应收账款	0.20	0.51	2.50
其他应收款	0.11	0.21	0.46
债权投资	3.28	3.51	2.96
其他非流动资产	0.00	9.70	13.98
委托贷款	15.15	0.00	0.00
长期股权投资	2.80	2.64	1.62
资产总额	76.23	71.28	67.90
未到期责任准备金	2.02	0.00	0.00
担保赔偿准备金	6.18	0.00	0.00
保险合同准备金	0.00	6.25	4.76
负债总额	11.76	9.78	7.53
实收资本	58.82	58.82	58.82

所有者权益合计	64.46	61.50	60.37
营业收入	5.94	3.75	2.64
其中：担保业务收入	4.05	3.61	2.59
信用减值损失（损失以“-”号列）	0.23	(1.68)	(1.44)
营业利润	3.42	1.66	1.27
利润总额	3.42	1.67	1.30
净利润	2.76	1.04	0.51

经营和财务指标	2022年	2021年	2020年
期末担保余额	425.26	382.12	272.97
融资担保余额	391.43	369.27	264.61
非融资担保余额	33.84	12.85	8.36
融资担保责任余额	358.59	310.04	228.23
融资担保责任余额放大倍数	5.98	5.72	3.92
当期担保代偿率	0.11%	0.00%	0.97%
累计担保代偿率	2.53%	3.05%	3.43%
累计代偿回收率	38.76%	34.66%	29.95%
拨备覆盖率	4,310.05%	1,275.08%	195.89%
总资产收益率	3.74%	1.49%	0.76%
净资产收益率	4.40%	1.71%	0.85%

资料来源：四川发展担保 2020-2022 年审计报告及四川发展担保提供，中证鹏元整理

十、结论

泸县经济总量排名泸州市前列，固定资产投资是推动经济发展的主要动力，以白酒、化工、医药为代表的工业发展较好。公司是泸县重要的城市开发和国有资产经营主体，业务主要包括土地指标收储、基础设施代建、贸易、商砼销售、保安及安保工程、粮油销售等，业务较为多元，持续性较好。2022年，公司继续获得泸县政府较大力度支持，获取政府注入水库资产、房产等和政府现金补助。同时中证鹏元也关注到公司资产以土地指标收储、水库、项目开发成本、房屋建筑物及与当地机关国企的往来款为主，水库资产及受限资产规模较大，资产整体流动性较弱；公司偿债指标表现较弱，公司面临较大偿债压力；存在一定或有负债风险等。总体来看，基于对公司外部运营环境、经营竞争力和偿债能力等的综合判断，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“PR泸汇兴/17泸州汇兴债”的信用等级为AAA。

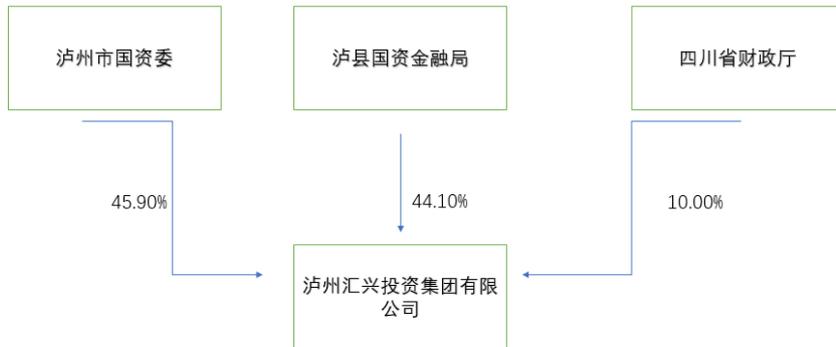
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	8.85	2.62	5.24
其他应收款	43.03	39.59	26.95
存货	26.71	23.46	43.47
流动资产合计	82.88	69.10	81.78
固定资产	22.28	23.01	23.90
在建工程	4.69	2.94	1.84
其他非流动资产	93.55	48.83	2.54
非流动资产合计	150.09	103.84	57.04
资产总计	232.97	172.94	138.82
短期借款	8.67	6.82	1.34
应付账款	6.31	3.71	5.29
一年内到期的非流动负债	11.20	9.43	11.32
流动负债合计	41.71	31.80	27.23
长期借款	39.21	32.33	33.93
应付债券	23.86	25.70	12.79
长期应付款（合计）	19.91	12.57	8.79
长期应付款	6.62	3.27	8.79
专项应付款	13.29	9.30	0.00
非流动负债合计	85.25	72.90	59.95
负债合计	126.96	104.70	87.17
其中：短期债务	19.97	16.25	12.66
总债务	90.54	78.52	61.95
所有者权益	106.01	68.24	51.64
营业收入	17.71	10.17	7.74
营业利润	1.40	1.22	0.90
其他收益	3.42	2.72	2.34
利润总额	1.14	1.18	0.91
经营活动产生的现金流量净额	4.51	-1.77	1.28
投资活动产生的现金流量净额	-7.96	-7.85	-1.78
筹资活动产生的现金流量净额	7.19	7.03	2.78
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	3.89%	10.97%	-2.13%
资产负债率	54.50%	60.54%	62.80%
短期债务/总债务	22.06%	20.70%	20.44%
现金短期债务比	0.44	0.16	0.41
EBITDA（亿元）	3.64	3.64	2.06

EBITDA 利息保障倍数	0.65	0.99	0.58
---------------	------	------	------

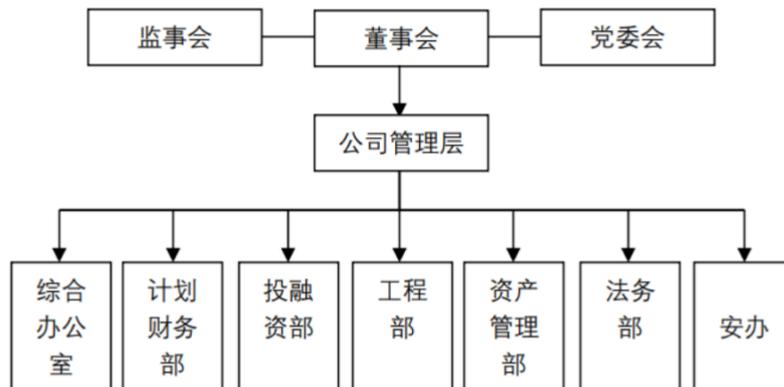
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 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	持股比例 (%)	
		直接	间接
泸州汇兴城市开发投资有限公司	房地产开发	73.25	--
泸县宏远实业有限责任公司	基础设施建设	100.00	--
泸县汇兴保安服务有限责任公司	服务业	100.00	--
泸县汇兴汽车服务有限公司	服务业	100.00	--
泸县龙城商，有限公司	制造业	51.00	--
泸县汇兴驾考咨询服务有限公司	服务业	100.00	--
泸县顺通水务有限公司	自来水供应	100.00	--
泸州智康教育广告投资有限公司	广告服务业	100.00	--
泸县现代农业开发有限责任公司	农业投资	100.00	--
泸县土地开发有限公司	房地产开发	100.00	--
泸县开元粮食有限责任公司	农副食品加工	100.00	--
四川龙城文化旅游发展有限公司	旅游业	100.00	--
泸县雨坛彩龙演艺有限公司	旅游业	--	100.00
泸县龙跃文化旅游发展有限公司	旅游业	--	100.00
泸县市政环卫工程有限公司	基础设施维护	60.00	--
泸州龙兴建筑有限公司	工程承包	100.00	--
泸县聚有贸易有限公司	批发零售	100.00	--
泸县玉蟾殡仪服务有限公司	殡仪服务	100.00	--
泸县天立小学	教育	100.00	--
泸县二中实验校	教育	100.00	--
泸州汇兴物资有限公司	批发业	100.00	--
泸州汇兴龙脑桥健康养老服务有限公司	居民服务业	100.00	--
泸州汇兴置业管理有限公司	房地产业	100.00	--
泸州汇兴恒旺商贸有限公司	批发业	100.00	--
四川龙城旅行社有限公司	旅游业	--	100.00
具新闻传媒有限公司	传媒业	100.00	--
泸县商铁枢纽综合开发建设有限公司	基础设施建设	100.00	--
泸州汇兴能源有限公司	能源行业	100.00	--
泸州汇兴家禽屠宰有限公司	农副产品加工	100.00	--
泸县振兴乡村服务集团供应链有限公司	居民服务业	100.00	--
泸县汇兴管线通讯工程有限公司	基础设施建设	100.00	--
泸县水利电力开发有限公司	水利电力	100.00	--
四川泸县国家粮食储备库有限责任公司	农副食品加工	--	100.00

泸县汇兴物业管理服务有限公司	居民服务业	--	100.00
泸州鼎荣商贸有限公司	批发业	--	100.00

资料来源：公司 2022 年审计报告，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	$\text{EBITDA} / (\text{分配股利、利润或偿付利息支付的现金})$
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。