



2021年第一期、2022年第一期成都医学城 三医融合产业园项目收益债券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：

2021年第一期、2022年第一期成都医学城三医融合产业园项目收益债券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
21九联项目债 01/21九联 01	AA+	AA+
22九联项目债 01/22九联 01	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：成都市温江区近年依托良好的生态资源大力发展大健康产业，“三医”产业融合优势日渐凸显，经济财政实力平稳发展。成都九联投资集团有限公司（以下简称“成都九联”或公司）作为温江区重要的基础设施建设实施主体，业务持续性较好，且继续获得较大力度的外部支持。但中证鹏元也注意到，公司资产整体流动性较弱，在建项目持续推进及到期债务较多放大资金缺口，债务压力进一步加重，且面临一定或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为温江区重要的基础设施建设主体，业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年6月28日

联系方式

项目负责人：陈良玮
chenlw@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞
hanf@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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	794.44	775.44	692.80	643.48
所有者权益	359.67	359.12	316.43	313.46
总债务	272.33	256.52	243.32	197.68
资产负债率	54.73%	53.69%	54.33%	51.29%
现金短期债务比	0.45	0.30	0.77	0.72
营业收入	7.76	26.32	24.81	20.65
其他收益	0.00	2.58	1.27	0.09
利润总额	0.87	4.54	3.83	5.87
销售毛利率	17.10%	16.29%	14.92%	19.39%
EBITDA	--	7.21	6.49	8.31
EBITDA 利息保障倍数	--	0.54	0.46	0.72
经营活动现金流净额	-1.41	-10.54	8.05	0.21

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **温江区经济总量在成都市 20 个区县中排名居中，近年来经济平稳发展，为公司提供良好外部环境。**温江区接壤成都市主城区，实现“双地铁”运营，交通条件较好，人口大幅净流入；近年依托良好的生态资源大力发展大健康产业，“三医”产业融合优势日渐凸显，经济财政实力平稳发展，政府性基金收入居全市各区县前列。2022 年温江区 GDP717.11 亿元，增速为 3%。
- **公司作为温江区重要的基础设施建设实施主体，业务可持续性较好。**截至 2022 年末公司代建业务计划总投资规模较大；随着温江区经济发展和城市建设进程的不断推进，及城南片区整体城镇化建设项目工程和成都医学城基础设施建设项目的逐步实施，将为公司带来充足稳定的工程建设项目。
- **公司继续获得当地政府的有力支持。**2022 年公司收到政府补助 2.58 亿元，提高了公司的利润水平。

关注

- **公司资产主要以应收款项、存货和投资性房地产为主，资产流动性较弱。**由于公司承接的基础设施建设项目结算及回款较为滞后，公司大量资金沉淀于项目建设形成的存货及在建工程中，并且因代建产生的对温江政府部门及区域内国有企业的应收类款项持续累积，对其资产变现能力造成较大影响，2022 年末公司应收账款、其他应收款、存货和投资性房地产合计占总资产的 88.03%。
- **在建项目持续推进及到期债务较多放大资金缺口，2022 年公司经营性现金流缺口较大，短期债务压力进一步加重。**截至 2022 年末公司主要待建项目尚需投资 43.61 亿元；经营性现金流净流出 10.54 亿元，公司资金缺口较大；且 2023-2024 年公司债券进入集中偿付期，存量债务本息接续压力较大。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额合计 81.48 亿元，占同期末净资产比例为 22.69%，主要为温江区其他国有公司的担保，大部分无反担保措施，公司面临一定或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总负债	职能定位
兴蓉西集团	温江区国资局	458.38	39.39 %	29.10	297.87	温江区城市运营
隆博公司	隆科集团	361.36	27.80%	12.96	139.16	温江区涉农领域城乡资源开发运营
九联集团	温江区国资局	359.12	53.69%	26.32	416.32	成都医学城综合开发运营
锦城光华集团	温江区国资局	82.20	55.41%	9.63	102.16	温江区交通类基础设施投资建设

注：“隆博公司”为成都隆博投资有限责任公司的简称；财务数据为 2022 年末/2022 年度。

资料来源：中证鹏元数据库、Wind，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
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
项目收益类债务融资工具评级方法	py_ff_2016V1.0

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	5/7
	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+，表示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

- 公司是温江区地区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，温江区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与温江区政府的联系非常紧密以及对温江区政府非常重要。同时，中证鹏元认为温江区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	AA+	2022-6-28	龚程晨、陈俊松	项目收益类债务融资工具评级方法（py_ff_2016V1.0） 、 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+	2021-6-16	罗力、刘玮	项目收益类债务融资工具评级方法（py_ff_2016V1.0） 、 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

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
21 九联项目债 01/21 九联 01	10.00	10.00	2022-6-28	2028-07-07
22 九联项目债 01/22 九联 01	10.00	10.00	2022-6-28	2029-04-20

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 2021 年 7 月发行 7 年期 10 亿元项目收益债券（21 九联项目债 01/21 九联 01），票面利率为 5.5%；于 2022 年 4 月发行 7 年期 10 亿元项目收益债券（22 九联项目债 01/22 九联 01），票面利率为 4.8%。两期债券募集资金均计划用于三医融合产业园项目的建设。截至 2022 年 12 月 31 日，“21 九联项目债 01/21 九联 01”、“22 九联项目债 01/22 九联 01”的募集资金专项账户余额为 41.61 万元。

表1 截至 2022 年末募投项目投资进度（单位：亿元）

预计投资额	拟使用募资额	已投资额	已使用募集资金
29.97	20.00	37.86	20.00

注：实际施工进度和投资额与预期存在差异，导致实际已投超过总投资
资料来源：公司提供

三、募投项目分析

三医融合产业园项目位于成都医学城范围内，建设内容包括 cGMP 标准厂房、医疗器械标准厂房、医药研发中心、人才公寓、附属配套设施、地下室等主体建设工程，以及道路、绿化、水电等配套性工程。该项目建设工期预计为 2 年，三医融合产业园项目中的 cGMP 标准厂房一期，成都医学城“三医创新中心”（四期）2022 年末投入运营，2022 年尚未实现收入。

四、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人均未发生变化。截至 2023 年 3 月末，公司注册资本及实收资本仍为 4.00 亿元，控股股东及实际控制人仍为成都市温江区国有资产监督管理局（以下简称“温江区国资局”）。2022 年 8 月 29 日温江区国资局将其持有的成都九联投资集团有限公司 10% 的股权一次性无偿划转给四川省财政厅持有，公司股权结构变为温江区国资局持股 90%，四川省财政厅持股 10%。2023 年 3 月温江区国资局无偿划转 0.19% 的股权至四川省财政厅，至此温江区国资局、四川省财政厅分别持有公司 89.81%、10.19% 股权，公司股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司仍主要负责温江区的城市基础设施建设业务，此外还包括房屋销售、网管租赁等业务。2022 年公司新增 2 家纳入合并范围的子公司，减少 2 家纳入合并范围的子公司；2023 年一季度公司合并范围无变化。截至 2023 年 3 月末，公司纳入合并范围的子公司共 17 家。公司纳入合并范围子公司明细见附录四。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）
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
成都九联产城置业有限公司	100.00%	0.04	房地产业	投资设立
成都九联腾云科技有限公司	100.00%	0.01	其他科技推广和应用服务业	投资设立

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
成都盛达兴业贸易有限责任公司	100.00%	0.09	批发和零售业	注销
成都正信融资担保有限责任公司	95.47%	2.40	其他金融业	股权划转

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、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

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；区域内上市公司数量较多，以现代服务业为代表的第三产业发达，经济发

展质量较高

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%，2022 年末进一步增长至 2,126.8 万人。

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：成都市经济发展质量较高，经济总量位居全国前列，经济首位度高。2022 年成都

市经济体量超 20,000 亿元，居全国地级及地级以上城市第 7 位，GDP 占全省比重为 36.68%，居全国 27 个省会城市第 4 位，经济首位度高。近年成都市地区生产总值持续增长，2022 年受电力电量双缺等因素影响，增速略低于同期全国及四川省水平，消费市场亦有所降温。2022 年固定资产投资对经济增长的推动力度有所下滑，固定资产投资增速下降至 5.0%，其中工业投资增长 1.2%，基础设施投资下降 7.2%。2022 年成都市拥有国际（地区）航线 131 条，开行国际班列超 5,000 列，成都始发的中欧班列连接境外城市 100 个。随成都市国际货运航线不断开通、中欧班列新增连接境外城市增长、“一带一路”经贸合作持续深化，进出口总额保持高速增长，但 2022 年国际环境复杂多变，进出口总额增速放缓，其中对东盟、欧盟进出口总额分别下降 2.0%、3.7%，对“一带一路”沿线国家实现进出口总额增长 4.4%，占全市进出口总额的 32.4%。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。

土地市场方面，2022 年成都市国有土地使用权出让收入为 1,956.89 亿元，较上年略有下滑。房地产市场方面，2021 年房地产开发投资同比增长 10.4%，商品房销售面积同比下降 1.0%；2022 年投资端持续增长，但销售端颓势不减，房地产开发投资比上年增长 7.0%，商品房销售面积同比下降 23.9%，其中住宅销售面积下降 23.0%，虽销售均价增长但商品房销售额仍同比下降 14.2%。

表3 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%	9.79	1,722.40	2,145.92
绵阳市	3,626.94	5.0%	7.43	159.70	205.28
宜宾市	3,427.84	4.5%	7.44	275.80	214.73
内江市	1,656.95	1.5%	5.28	76.01	97.66
自贡市	1,638.42	0.5%	5.17	61.22	106.99
攀枝花	1,220.52	3.5%	10.07	83.29	35.49
雅安市	902.51	4.0%	6.29	65.57	40.76
阿坝州	462.51	1.3%	5.16	56.50	6.10

资料来源：各市/自治州国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表4 成都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）	20,817.5	2.8%	19,916.98	8.6%	17,716.70	4.0%
固定资产投资	-	5.0%	-	10.0%	-	9.9%
社会消费品零售总额	9,096.5	-1.7%	9,251.8	14.0%	8,118.5	-2.3%
进出口总额	8,346.4	1.6%	8,222.0	14.8%	7,154.2	22.4%
人均 GDP（万元）		9.79		9.51		8.46
人均 GDP/全国人均 GDP		114.21%		117.47%		116.80%

注：“-”表示数据未公布；2020-2021 年人均 GDP 按照第七次人口普查数据计算；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 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：成都市围绕先进制造业、现代服务业、新经济和都市现代农业联动发展构建现代产业体系，以现代服务业为主的第三产业对经济增长的支撑作用明显但2022年有所下滑。近年成都市产业结构不断优化，三次产业结构由2020年的3.7：30.6：65.7调整为2022年的2.8:30.8:66.4，以现代服务业为主的第三产业对经济增长的支撑作用明显。但2022年第三产业对经济的贡献率下滑，三次产业对经济增长的贡献率分别为4.9%、59.6%、35.5%。截至2022年末成都市共有证券公司4家、期货公司3家、证券投资咨询公司3家，全球金融中心指数排位上升至第34位。金融对实体经济发挥重要的支持作用，2022年末共有境内外上市及过会企业149家，其中A股上市公司114家，全年股票市场上市融资367.8亿元。作为西部旅游集散中心，截至2023年2月末成都市共有4A级以上景区52个，2019-2021年全市分别实现旅游总收入4,663.5亿元、3,005.2亿元及3,085亿元，旅游市场表现持续走弱，2022年“国庆”假期成都市共接待游客1,211万人次，恢复至上年同期的64.6%。

先进制造业重点培育电子信息、装备制造两大万亿级集群，已建成成都先进材料产业园、简阳空天产业园等16个先进制造业产业园，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。生物医药、轨道交通装备入选国家战略性新兴产业集群，四川省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入围国家先进制造业集群，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。2022年电子信息产业工业增加值增长12.4%、装备制造产业增长2.2%、规模以上高技术制造业增加值增长4.9%。新经济重点布局数字经济等形态，落户了腾讯、阿里巴巴、百度、字节跳动、快手、爱奇艺等头部企业，2022年数字经济核心产业增加值占GDP比重达13.4%，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。都市现代农业坚持农商文旅体融合发展，2022年农产品加工产值达到2,000亿元，培育新上市农产品加工型企业5家；实现乡村旅游总收入650亿元，接待人数达到1.3亿人次。

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，政府债务余额快速扩张。2020-2022年成都市一般公共预算收入同比增速分别为2.5%、11.7%和5.8%，主要系税收收入变动影响所致。税收收入占比和财政自给率均超过70%，财税质量较好，财政自给程度较高。政府性基金收入随着土地出让收入规模增长而增长。区域债务方面，2020-2022年成都市地方政府债务余额复合增长率为16.15%，增速较高。

表5 成都市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	1,722.4	1,697.9	1,520.4
税收收入占比	73.61%	74.97%	74.35%
财政自给率	70.74%	75.88%	70.40%
政府性基金收入	2,145.9	2,183.4	1,891.4
地方政府债务余额	4,640.5	4,043.3	3,439.7

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

投融资平台：成都市市级投融资平台较多，主要依据业务板块进行职能划分，具体详见下表。

表6 截至 2022 年末成都市重要城投公司（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率 (%)	营业收入	总债务	职能定位
成都兴城投资集团有限公司	成都市国资委	1,249.55	86.74	1,715.49	1,824.21	成都市南部及东部片区的城市建设与运营
成都轨道交通集团有限公司	成都市国资委	1,297.78	67.53	67.22	1,894.16	主要业务板块为成都市地铁运营
成都交通投资集团有限公司	成都市国资委	570.70	64.81	129.79	474.22	负责成都市域内铁路、公路、枢纽、能源等交通项目的投融资、建设和经营管理
成都天府新区投资集团公司	四川天府新区财政金融局	478.51	67.74	101.37	898.11	负责天府新区基础设施建设及运营
成都产业投资集团有限公司	成都市国资委	562.13	58.91	100.81	691.52	现代物流与贸易板块，产业金融板块，产业地产板块和产业项目投融资
成都城建投资管理集团有限责任公司	成都市国资委	432.76	72.55	209.32	634.62	成都市基础设施、重大项目的建设主体，业务包括城市基础设施建设、燃气供应、房地产开发等多个版块
成都环境投资集团有限公司	成都市国资委	203.35	69.64	96.69	240.12	城市给水、排水基础设施的投融资、建设和运营管理以及其它基础设施建设的投融资和建设管理

注：上表数据为 2021 年/2021 年末数据，上表中将成都市国有资产监督管理委员会简称为“成都市国资委”。

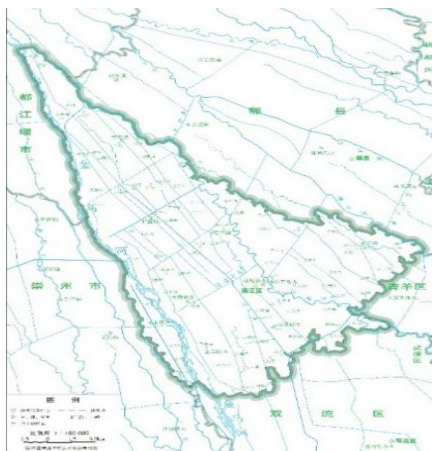
资料来源：Wind，中证鹏元整理

温江区接壤成都市主城区，实现“双地铁”运营，交通条件较好，人口大幅净流入；近年依托良好的生态资源大力发展大健康产业，“三医”产业融合优势日渐凸显，经济财政实力平稳发展，政府性基金收入居全市各区县前列

区位特征：温江区隶属成都市，交通便利，空间发展格局规划清晰，具有良好的生态资源，人口大幅净流入。温江区是成都市下辖区，地处成都平原腹心，东临成都市青羊区，南与双流区连界，西与崇州市接壤，北与郫都区、都江堰市相连。成温邛（成名）高速是温江区的城乡中轴线，以此为界构建了“南城北林”的空间格局，“南城”为城市集中发展区，重点优化城市功能，“北林”为生态涵养区，持续优化生态功能；此外，温江区约 90% 的区域属于成都市“西控”范畴，其余区域属于“中优”范畴。区内交通便利，互通绕城高速的永宁立交已建成通车，凤凰立交（五环路与成名高速立交节点）已开工

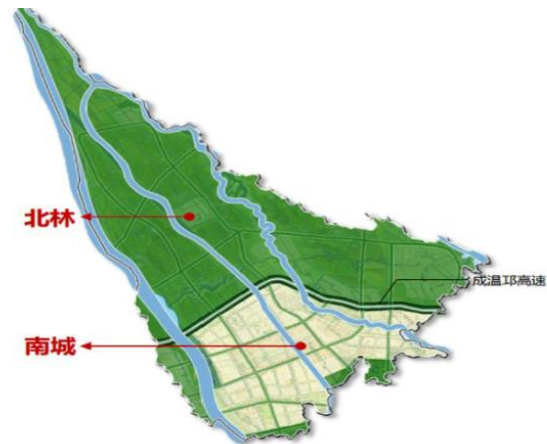
建设，地铁4号线、17号线也已正式开通运营，可实现半小时直达双流国际机场，一小时直达天府国际机场。温江区内地势平坦，土地肥沃，水文地质、气候条件优越，水利设施发达，具有良好的生态资源，入选“国家生态文明建设示范区”。全区下辖6个街道办事处、3个镇（镇同时挂街道办事处牌子）、95个村（社区），幅员面积277平方公里，根据第七次全国人口普查结果，温江区有常住人口96.79万人，较2010年的45.71万人增长111.75%，鉴于温江区房价和交通方面的比较优势，以及公共服务配套设施相对完善，其对人口的吸引力较强，常住人口城镇化率达78.01%。

图2 温江区位图



资料来源：温江区人民政府官网

图3 温江区“南城北林”功能分区示意图



资料来源：成都市温江区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：温江区经济总量在成都市20个区县中排名第10，经济平稳发展，第三产业占据主导地位。2022年温江区实现地区生产总值717.11亿元，同比增长3.0%，增速高于全省（2.9%）、全市（2.8%）平均水平；三次产业结构比为3.3：36.4：60.3，第三产业占据主导地位。投资是拉动温江区经济增长的主要引擎，近年全区固定资产投资保持增长，2021年第三产业投资同比增长25.1%，占全部总投资的比重达74.3%，但第二产业投资下跌，同时基础设施投资增速波动幅度较大。2022年温江区社会消费品零售总额实现173.9亿元，增长0.4%；外贸方面，借力“一带一路”，依托蓉欧快铁，全区进出口总额增长速度较快。2022年温江区人均GDP为74,089元，系全国人均GDP的86.45%。

从土拍市场来看，根据中国土地市场网公示的供地结果，2022年温江区共招拍挂出让22宗土地，包括9宗城镇住宅用地、7宗工业用地、5宗其他商服用地和1宗零售商业用地，其中城镇住宅用地主要集中在紧邻青羊区、双流区的涌泉街道（出让均价为1,219.84万元/亩）和“北林”片区的万春镇（出让均价为365.97万元/亩），工业用地主要在成都医学城片区内（出让均价36.98万元/亩）；22宗土地中，当地城投摘得13宗。

表7 2022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
龙泉驿区	1,545.74	1.8%	11.48	75.42	65.85
金牛区	1,499.13	0.6%	11.85	94.62	28.00
双流区	1,131.04	0.6%	7.72	95.70	141.73
新都区	1,032.59	2.1%	6.63	64.26	35.78
郫都区	751.01	3.0%	5.40	54.13	35.63
温江区	717.11	3.0%	7.21	52.44	60.73
都江堰市	483.66	1.0%	6.81	33.76	42.68
简阳市	470.44	0.5%	6.37	32.88	21.76

注：人均GDP按照第七次人口普查数据计算。

资料来源：各区/县人民政府官网，中证鹏元整理

表8 温江区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）	717.11	3.0%	688.13	7.2%	623.84	5.1%
固定资产投资	-	5.2%	-	13.6%	-	8.3%
社会消费品零售总额	173.9	0.4%	173.2	16.7%	148.50	-1.6%
进出口总额	47.0	-	43.6	27.1%	30.30	11.6%
人均 GDP（元）	72,104		70,275		64,453	
人均 GDP/全国人均 GDP	86.45%		86.78%		89.73%	

注：“-”表示数据未公开披露；2020年、2022年人均GDP按照第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：温江区 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报、温江区人民政府官网，中证鹏元整理

产业情况：温江区医药健康产业集聚成势，是全国四大花木基地之一，花木产业发展向好。2021年温江区实现工业增加值 200.81 亿元，同比增长 8.2%；生物医药、健康食品、电子信息和精密印务四大优势产业总产值增长 2.7%，占规模以上企业总产值的比重达 59%；2022 年规上工业增加值同比增长 3.9%。依托生态本底好、生物医药产业有基础以及公共服务配套设施相对完善的禀赋，2015 年温江区在全国率先提出医学、医药、医疗“三医”融合的发展理念，并构建起“三医+大数据/AI”主导产业体系。作为成都医药健康产业发展的主阵地之一，成都医学城获批国家新型工业化产业示范基地、四川省首批“5+1”重点特色园区，入选第二批成渝地区双城经济圈产业合作示范园区。目前成都医学城已入驻医药健康企业 510 余家，在研药械品种 1,136 个，在产药械品种 397 个，中国太保、泰康等四大险资的康养项目相继落户。医学研发方面，聚集了全球 CRO 排名前十的药明康德等企业；药械制造方面，聚集了百裕药业、科伦药业、罗欣药业等；医疗服务方面，汇聚了华西医院温江院区、德国勃林格殷格翰雾达（成都）康复医疗中心等医疗机构，“三医”企业集群成链。2021 年实现医药健康产业营收 350 亿元，近 3 年年均增长 20%以上。

此外，温江花卉产业园区已打造形成西部花木生产、交易、信息、进出口集散中心，是全国四大花

木基地之一。目前，温江区花木种植面积约 17.3 万亩，花木品种 1,300 余个，花卉苗木远销“一带一路”沿线国家，2022 年实现花木销售额 24 亿元，花木出口 193 万美元。

财政及债务水平：近年温江区一般公共预算收入稳步提升，财税收入质量相对较高，财政自给水平尚可，政府性基金收入位列全市各区县第 3，地方政府债务余额持续扩张。2022 年温江区实现一般公共预算收入 52.44 亿元，位列成都市各区县第 10，同口径增长 5.31%；其中税收收入完成 41.79 亿元，从税种构成上来看，以土地增值税、增值税、契税和耕地占用税为主。近年税收收入占一般公共预算收入的比重均在 80%左右，财政收入质量相对较高。近年温江区财政自给率存在波动，整体水平尚可。2022 年温江区实现政府性基金收入 60.73 亿元，位列全市各区县第 3，受房地产行业深度调整影响，规模较上年有所回落。区域债务方面，近年温江区地方政府债务余额持续扩张，2020-2022 年复合增长率为 13.28%，期末债务余额规模较大。

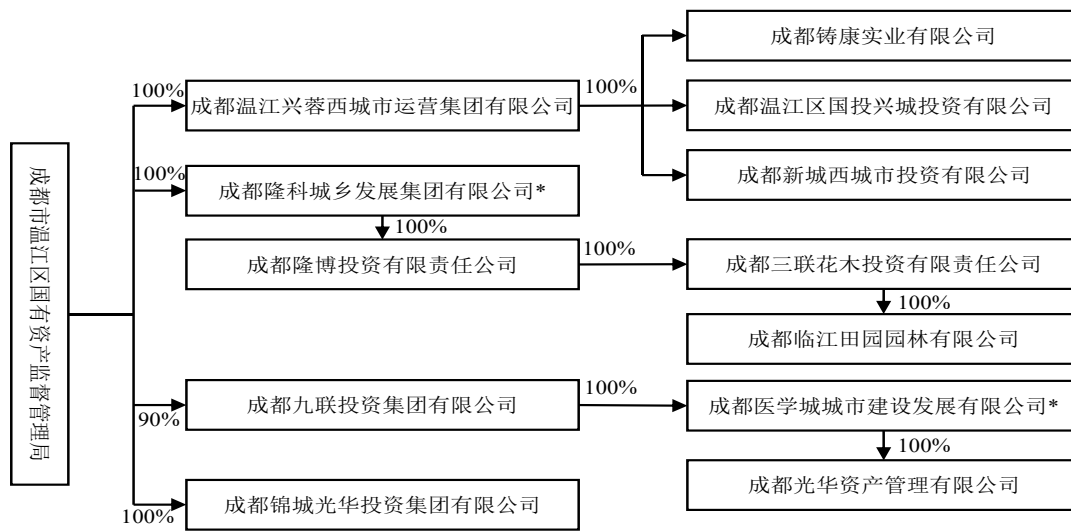
表9 温江区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	52.44	50.32	46.20
税收收入占比	79.69%	80.11%	80.15%
财政自给率	67.08%	72.86%	64.67%
政府性基金收入	60.73	79.93	73.65
地方政府债务余额	184.46	163.34	143.74

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：温江区人民政府官网，中证鹏元整理

投融资平台：温江区主要一级平台为成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司（以下简称“兴蓉西集团”）、成都隆科城乡发展集团有限公司（暂未发债，以下简称“隆科集团”）、成都九联投资集团有限公司（以下简称“九联集团”）和成都锦城光华投资集团有限公司（以下简称“锦城光华集团”），上述公司控股股东及实际控制人均为成都市温江区国有资产监督管理局（以下简称“温江区国资局”）。截至 2022 年末，全区已发债投融资平台共 10 家，其中，兴蓉西集团下属发债平台 3 家，隆科集团下属发债平台 3 家，九联集团下属发债平台 1 家。

图3 温江区已发债投融资平台股权关系图


注：“*”表示截至2022年末暂未发债。

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司是温江区重要的城市基础设施建设主体之一，定位为成都医学城综合开发运营商，近年来收入主要来源于工程代建收入，2022年末在建基础设施建设项目规模较大，业务有持续性较好，另外有房产销售、房屋租赁、管网租赁、检测业务、担保业务等对营业收入形成补充

公司是温江区城市基础设施的建设主体之一，主要以城南片区整体城镇化建设项目为根本任务，同时在医学城A、B片区开展基础设施建设工作，并推进城市交通枢纽以及相关配套设施建设。近年公司营业收入呈现上升趋势，其中工程代建是公司收入和毛利润的主要来源。

表10 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年 1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程代建	4.77	61.43%	13.08%	17.08	64.90%	13.07%	15.81	63.72%	14.27%
检测收入	0.00	0.02%	-104.61%	0.01	0.03%	-23.43%	0.04	0.16%	88.36%
担保费收入	-	-	-	-	-	-	0.03	0.11%	93.70%
房屋租赁及其他	0.35	4.56%	84.77%	1.50	5.68%	82.15%	1.65	6.65%	82.03%
房产销售	2.38	30.71%	13.65%	6.69	25.43%	7.66%	6.29	25.35%	-3.72%
网管租赁及其他	0.25	3.28%	31.34%	1.04	3.96%	30.25%	1.00	4.01%	26.85%
合计	7.76	100.00%	17.10%	26.32	100.00%	16.29%	24.81	100.00%	14.92%

资料来源：公司提供

（一）工程代建业务

公司作为温江区主要的基础设施建设和投融资主体之一，主要负责温江区城南片区整体城镇化建设项目和成都医学城项目等重点项目的建设，目前在建项目规模较大，业务持续性较好，但也面临一定的后续资金投入压力

公司工程代建业务包括市政基础设施项目建设和土地整理业务两部分，主要由公司本部、成都海科投资有限责任公司（以下简称“海科投资”）以及成都光华资产管理有限公司（以下简称“光华资产”）开展相关工作。工程代建业务主要采用委托代建模式，公司本部、海科投资及光华资产承接的工程代建项目多与政府及区属国有企业签订了回购或委托代建协议，按照成本加成一定比例确认投资收益，不同主体加成比例不同，项目回款情况亦不相同。

表11 公司工程代建协议主体及主要条款情况

受托方	委托方	投资收益率	回款安排
公司本部	原委托方：成都市温江区宏信资产投资有限公司 新委托方：成都金态合投资有限公司	25%	不同子项目支付方式不一，回购款均须于项目完工后2年内支付完毕
	成都海峡两岸科技产业开发园管委会	15%	竣工验收后统一结算
海科投资	成都市温江区房产管理局	-	根据协议分多年支付
	成都海峡两岸科技产业开发园管委会	15%	竣工验收后统一结算
光华资产及其子公司成都康城投资开发有限公司	成都海峡两岸科技产业开发园管委会	15%	竣工验收后统一结算
	温江区财政局	拆迁类 15%、投资建设类 13%、交通类 18%	拆迁及投资建设类：竣工验收确认回购额后，在6个月内结清 交通类：工程交付使用后，光华资产提交回购申请，10个工作日内支付

注：成都市温江区宏信资产投资有限公司、成都金态合投资有限公司实际控制人均为成都市温江区国有资产监督管理局
资料来源：公司提供

公司本部主要负责温江区城南片区整体城镇化建设、成都医学城A、B片区基础设施建设和温江区金马镇刘家濠、金泉社区土地储备服务等项目。公司本部从事的工程施工项目采取成本加成模式确认工程施工业务收入，公司与回购方签订《工程项目委托代建暨回购协议书》，负责前期工作代理和工程项目代建。公司与回购方签订《工程项目委托代建暨回购协议书》，负责前期工作代理和工程项目代建，包括项目立项、工程勘察等各项手续办理，施工图设计、施工监理、工程规划许可证、施工许可证、环保、消防等手续办理，主持工程招投标、工程合同的洽谈与签订、施工过程中的质量、安全、进度及资金管理，工程竣工验收等。在建项目中城南片区整体城镇化工程项目将由成都金态合投资有限公司作为回购方，对项目未结算支出予以回购。

项目建设方面，公司本部原受宏信资产委托建设温江区城南片区整体城镇化建设项目（以下简称“城南整体城镇化项目”）并与其签订了《工程项目委托代建暨回购协议书》，该项目位于温江区城南，涉及柳城、天府、涌泉三个街办部分区域，建设内容包括征地拆迁，新建安置房及配套用房、公共建筑

（含学校、综合体育中心、文化艺术中心）以及其他配套工程（含新建道路、管网以及生态绿化工程）。鉴于2019年末宏信资产股权划转至公司名下，成都金态合投资有限公司（以下简称“金态合公司”）作为新的委托方与公司签订了补充协议，协议约定自2020年1月1日起由金态合公司履行后续回购义务。

成都医学城基础设施建设项目分A、B区建设，建设内容包括A、B两区内拆迁及道路、管网、绿化提升等基础设施项目的建设，相关基础设施项目分两期进行。项目一期已经签订代建协议；二期项目尚未签订代建协议，具体收益实现方式尚不明确。

海科投资工程代建业务涵盖成都医学城范围内的基础设施、安置房以及棚改项目建设，具体包括成都市温江区棚户区改造一期、仁和新华三期等项目。光华资产及其子公司成都康城投资开发有限公司（以下简称“康城投资”）主要负责温江区征地拆迁、交通类项目建设。

表12 2022年公司项目建设收入及成本明细（单位：万元）

运营主体	项目名称	确认收入	确认成本
公司本部	城南整体城镇化项目	62,876.62	52,816.36
	酒店改造（文体旅局）项目收入	55.05	55.05
海科投资	天府老旧场镇 A 区棚户区改造（棚改一期）	70,598.65	61,390.13
	华温线输气管道迁改工程	73.35	63.78
	其他零星项目	976.76	849.36
光华资产	上医国际广场	13,904.76	12,716.95
	其他零星项目	2577.73	2250.05
康城	新居工程-康城嘉苑 A 区三组团	19,380.21	18,008.16
	市政道路	404.85	376.19
合计	-	170,847.97	148,526.02

资料来源：公司提供

公司在建及拟建项目储备量较丰富，在建项目中温江区城南片区整体城镇化建设项目及成都医学城A区供排水管网工程由于总投较大，采用工程进度法确认收入，其他工程代建项目则在竣工后经工程审计确认成本并确认收入。成都医学城基础设施建设项目涉及子项目众多，总体回购协议尚未完成签署。

表13 截至 2022 年末公司主要代建项目工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	是否签订代建协议
温江区城南片区整体城镇化建设项目	578,500.00	572,200.00	是
成都医学城基础设施建设项目	1,720,800.00	1,396,300.00	否
成都市温江区棚户区改造一期项目	154,500.00	107,900.00	是
仁和新华三期	47,100.00	25,300.00	是
成都医学城 A 区供排水管网工程建设项目	65,000.00	64,100.00	是
温江区土地综合整治项目	62,000.00	26,000.00	是
合计	2,627,900.00	2,191,800.00	-

资料来源：公司提供

土地整理方面，公司本部自2018年起开展土地整理业务，主要负责成都医学城A区的金马镇部分社区土地整理项目。根据公司与海峡两岸科技管委会签订的《工程项目委托建设合同》，公司负责组织协调拆迁安置、谈判并签订承包合同、筹集项目建设资金等相关工作，海峡两岸科技管委会按照项目支出成本加成19.05%（不含税）与公司结算。2021年公司土地整理项目确认收入1.95亿元，2022年公司无土地整理收入。

整体看来，公司工程代建业务模式较为稳定，项目储备丰富，随着温江区经济发展和城市建设进程的不断推进，及城南片区整体城镇化建设项目工程和成都医学城基础设施建设项目的逐步实施，将为公司带来充足稳定的工程建设项目，预计公司该业务持续性较好。截至2022年末公司代建业务后续尚需投资43.61亿元，面临一定的资金压力。

房产类业务丰富了公司的收入来源，但在建住房项目资金缺口较大；公司产业园区建设资金主要依靠自筹，后续主要通过出租或出售方式实现收益，收益实现存在不确定性

公司房产销售及房屋租赁为公司的自营业务，主要为成都医学城范围内的产业园区、人才公寓及配套社区的建设及运营。项目建设资金主要依靠自筹，建成后主要通过出租或出售方式实现收益。

公司下属成都九联科海健康科技有限公司负责主要的房产销售板块，公司投资建设医学城配套人才房康德馨苑一期、二期项目，为医学城招商引资企业员工提供配套住房，销售对象为经温江区政府认定的对全区产业功能区发展和区域功能完善有重大支撑作用的企业、项目等人才。至善雅居项目1-4号楼已于2022年5月取得预售许可证（蓉预售字第510115202257514号），预计未来可为公司带来一定的房地产销售收入。蓉禾雅居项目系保障性租赁住房，主要通过住宅、车位的出租获取收益。保障房方面，新居工程-康城嘉苑A区三组团及已完工保障房项目拟进行定向销售。2022年度公司实现房产销售收入66,930.70万元，占当年营业收入的25.43%，主要系公司建设完成并开始销售的康德馨苑一期项目。

房屋租赁业务主要是公司下属公司的房产出租业务，主要为成都九联科海健康科技有限公司投资建设的成都医学城“三医创新中心”（三期项目），已经投入使用，截至2022年末，成都医学城“三医创新中心”（三期项目）出租率约为85%。

表14 截至 2022 年末公司住房项目经营情况（单位：亿元、万平方米）

1、在建项目								
运营主体	项目名称	类型	预计总投资	累计已投资	建筑面积	可售面积	预售情况	预计完工日期
九联科海	康德馨苑项目（一期）	配套人才房	23.60	19.68	23.02	23.02	在售	2020.12
	康德馨苑项目（二期）	配套人才房	28.50	16.24	32.00	32.00	暂未预售	2022.06
	至善雅居项目	商品房	14.50	8.14	11.45	11.45	暂未预售	2022.12
	蓉禾雅居项目	保障性租赁住房	13.60	6.82	17.32	-	暂未预售	2023.12
合计		-	80.20	50.88	83.79	-	-	-
2、已完工项目								

公司本部	和声悦色项目	保障房	3.98	4.80	14.32	14.32	待移交政府	已完结
	东宫美阁项目	保障房	2.14	2.05	7.34	7.34	移交政府	已完结
康城投资	新居工程-康城嘉苑 A 区三组团	保障房	6.50	6.12	13.77	13.77	移交政府	已完结
合计		-	12.62	12.97	35.43	35.43	-	-

注：新居工程-康城嘉苑A区三组团、东宫美阁项目累计已投资额小于立项时计划总投资额，实际已完结，近年因资本化利息入账，已投资规模有少量增加。

来源：公司提供

产业园区建设方面，公司主要推动了三医融合产业园项目、成都医学城“三医创新中心”（四期、五期）及HEMO+亚太地区总部和研发生产基地等自营项目建设，项目建设资金主要依靠自筹，建成后主要通过出租或出售方式实现收益。

表15 截至 2022 年末公司主要在建产业园区项目情况（单位：亿元）

运营主体	项目名称	项目建设内容	预计总投资	累计已投资	尚需投资额
九联科海	成都医学城“三医创新中心”（四期）	建设医学、医疗、医药“三医”研发孵化载体及配套设施	6.80	7.54	0.00
	成都医学城标准化厂房项目	建设标准厂房及配套设施	10.50	9.25	1.25
	温江区电子科技大学三医及人工智能产业园一期	建设集企业总部基地、孵化器、企业加速器和新经济产业园	6.00	5.32	0.68
	中科院四川转化医学研究医院及四川省重点实验室项目	医学研究产业项目	2.80	0.64	2.16
大众健康	HEMO+亚太地区总部和研发生产基地	建设生产性厂房及配套设施	9.60	3.28	6.32
	智慧信息产业园项目	医学城产业园基础设施建设	12.15	2.16	9.99
	电子科技大学“三医+人工智能”科技园项目二期	医学城产业园基础设施建设	10.00	1.26	8.74
	四川省食品药品监督管理局药械化检验检测中心项目商业配套项目	商业综合体	5.40	60.18 万元	5.39
	尚诚怡美研发及中试生产基地项目	办公用房、研发中心、医美护肤品生产基地	2.00	1.55	0.45
	三医创新中心五期项目	医学城产业园基础设施建设	12.5	1.46	11.04
	永盛工改工项目一期	医辅产业园	4.50	28.82 万元	4.5
	四川省食品药品监督管理局药械化检验检测中心项目医疗服务配套项目	商业医疗综合体	4.40	0.39	4.01
合计		-	84.97	32.16	52.81

资料来源：公司提供

管网租赁、检测等其他业务为公司营业收入带来有益补充

管网租赁业务方面，公司拥有地下给排水管网资产960.52公里，入账价值146,122.11万元，包括污水排水管、雨水排水管、合流排水管等。公司将供水管网管道以及污水排放管道租赁给成都温江区自来水公司（以下简称“温江自来水公司”），租赁期限为2016-2026年，租赁单价为7.914万元/千米，温江自来水公司根据合同单价以及每年确认的管道租赁长度，按年支付租赁费，2022年公司实现管网租赁收入1.04亿元。

检测业务系子公司成都市温江区精科建设工程质量检测中心有限公司提供的建设工程质量检测服务、

现场材料委托检验，客户主要为当地建设企业，2022年实现检测收入74.26万元。

由于2022年成都正信融资担保有限责任公司不再纳入合并范围，故公司22年及以后无担保业务收入。

七、财务分析

财务分析基础说明

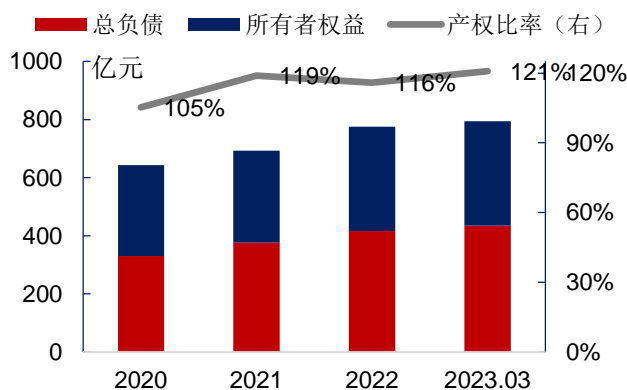
以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2023年3月末，公司纳入合并报表范围内的子公司共17家，详见附录四。

资本实力与资产质量

公司资产规模保持增长，以土地、应收款项及投资性房地产为主，其中土地使用权短期内难以集中变现，应收款项回款期限不确定，项目建设成本的回收依赖于项目结算进度及财政支出安排，且受限资产占比较高，整体流动性较弱

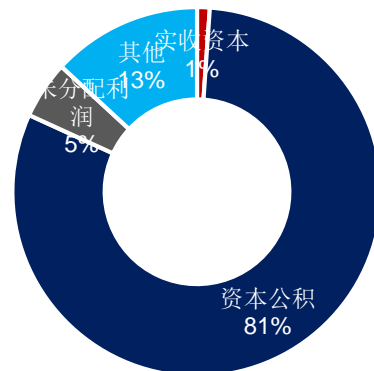
受益于投资性房地产公允价值大幅上升，公司所有者权益保持增长，但同期公司通过银行借款和发行债券等渠道扩大融资规模，负债总额大幅增长；综合影响下，2023年3月末公司产权比率有所上升，公司净资产对负债的保障程度有所减弱。所有者权益方面，资本公积占净资产的比重较大，主要为政府注入的市政管网及股权等资产。

图 4 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

图 5 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产总规模有所增加，流动性资产为主，存在一定的资产受限情况。2022年公司资产增长11.93%。公司资产主要以应收账款、其他应收款、存货和投资性房地产为主，上述资产合计占总资产的88.03%。截至2022年末，公司受限资产合计134.29亿元，占总资产比重为17.32%，占总资产比例

较高。其中受限货币资金3.00亿元，受限应收账款6.64亿元，受限存货17.67亿元，受限投资性房地产84.74亿元，受限在建工程22.18亿元，受限无形资产0.06亿元。

公司货币资金主要系银行存款，随着日常经营活动的支出，2022年末公司货币资金账面余额有所下降。公司应收账款主要来自代建业务，账面价值变化不大，应收账款全部为经营性应收款项，主要对象为成都海峡两岸科技产业开发园管委会及成都市温江区财政局，二者合计占应收账款的96.80%，集中度较高。公司其他应收款主要系对政府部门和其他国有公司的垫付工程款、垫付拆迁款及往来款，期限主要集中在3年内，2023年3月末应收联营企业成都星河九联公园城市建设有限公司（公司持有其35%的股权）借款6.97亿元。综合来看，公司应收款项规模较大，部分款项实际账龄较长，未来回款时间较不确定，对营运资金形成较大占用，同时需关注其坏账风险。公司存货规模较大，主要为开发成本及待开发土地，考虑到项目建设的持续投入，账面价值呈增长态势；2023年3月末待开发土地共19宗，账面价值58.36亿元，性质以出让土地为主，用途多为商业、住宅用地，其中账面价值合计5.26亿元的3宗土地权属正在办理。

2022年末公司投资性房地产大幅增长73.15%，主要系主要系存货、固定资产、在建工程转入投资性房地产所致。公司投资性房地产以公允价值计量，且评估价值持续增长，截至2023年3月末账面价值303.25亿元，其中34宗土地使用权账面价值合计281.40亿元，均为出让性质的商业、住宅或办公用地；房屋及建筑物21.85亿元，主要系办公大楼。公司在建工程主要包括HEMO+亚太地区总部和研发生产基地、尚诚怡美研发及中试生产基地项目和电子科大园区配套用房项目等，随项目建设推进，2022年末公司在建工程账面价值较2021年末增加16.62亿元，增幅为65.28%，系成都医学城“三医创新中心”三期、四期项目、成都医学城CGMP标准厂房（一期）项目、蓉禾雅居、HEMO+亚太地区总部和研发生产基地项目陆续开工，投入增加。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	28.25	3.56%	17.22	2.22%	49.33	7.12%
应收账款	71.86	9.05%	67.57	8.71%	60.93	8.79%
其他应收款（合计）	86.40	10.88%	86.02	11.09%	82.61	11.92%
存货	226.43	28.50%	225.78	29.12%	264.35	38.16%
流动资产合计	415.61	52.32%	399.14	51.47%	460.01	66.40%
在建工程	43.79	5.51%	42.08	5.43%	25.46	3.67%
投资性房地产	303.25	38.17%	303.25	39.11%	175.14	25.28%
非流动资产合计	378.83	47.68%	376.31	48.53%	232.79	33.60%
资产总计	794.44	100.00%	775.44	100.00%	692.80	100.00%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司收入规模保持增长，工程建设收入是主要收入来源，未来收入可持续性较好，政府补助提升了公司利润水平

公司作为温江区内重要的基础设施建设主体，基础设施建设业务收入仍是最主要的收入来源，目前在建项目储备丰富，业务持续性较好；房产销售、房屋租赁，检测等业务对公司的营业收入形成补充，2022年公司营业收入规模有所上升，随着自营项目陆续完工投入运营，公司收入来源将拓宽。近两年及一期，公司毛利率呈现上升趋势，主要系房屋销售及房产租赁毛利率上升。2022年公司收到政府补助2.58亿元，计入其他收益，政府补助占利润总额的56.83%，政府补贴对利润总额形成有力支撑。

表17 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年1-3月	2022年	2021年
营业收入	7.76	26.32	24.81
营业利润	0.87	4.55	3.84
其他收益	0.00	2.58	1.27
利润总额	0.87	4.54	3.83
销售毛利率	17.10%	16.29%	14.92%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模较大且持续攀升，现金类资产对短期债务、盈利对利息偿付的覆盖程度均较弱，债务压力进一步加重

公司债务以刚性债务为主，近年债务规模持续增长，2023年3月末为272.33亿元，总债务占总负债的比重为62.64%。从品种结构来看，公司债务类型主要包括银行借款、债券融资和非标融资，占比分别为63.69%、32.55%和3.76%。银行借款主要为保证、抵押和质押借款，利率多在4.00%-6.50%，贷款银行主要为国有银行、城商行及农商行等。发行债券是公司融资的重要渠道，公司存续的债券包括公司债、中期票据、企业债，票面利率在4.95%-7.60%，债券多设置回售或提前偿还条款，若回售期按照全部回售计算，公司存续债券将于2023-2025年进入集中偿付期。公司非标融资均为融资租赁，融资租赁债权人包括远东国际融资租赁有限公司、江苏金融租赁股份有限公司等。

此外，公司他应付款主要为和成都铸康实业有限公司、成都锦城光华投资集团有限公司、成都金态合投资有限公司等未到结算期的往来款项。

表18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.67	3.37%	16.67	4.01%	13.96	3.71%

其他应付款	54.95	12.64%	53.96	12.96%	50.04	13.29%
一年内到期的非流动负债	39.87	9.17%	33.68	8.09%	44.89	11.93%
流动负债合计	151.61	34.87%	145.84	35.03%	144.37	38.36%
长期借款	114.03	26.23%	104.77	25.16%	94.67	25.15%
应付债券	88.64	20.39%	88.48	21.25%	74.84	19.88%
长期应付款	24.98	5.75%	5.16	1.24%	9.96	2.65%
非流动负债合计	283.16	65.13%	270.48	64.97%	232.01	61.64%
负债合计	434.77	100.00%	416.32	100.00%	376.38	100.00%
总债务	272.33	62.64%	256.52	61.61%	243.32	64.65%
其中：短期债务	62.55	14.39%	58.11	13.96%	63.85	16.96%
长期债务	209.78	48.25%	198.41	47.66%	179.47	47.68%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2023 年 3 月公司现金类资产对短期债务的保障程度仍然较弱；2022 年公司经营活动净现金流为负且缺口较大，难以覆盖在建项目开支及还本付息。考虑到公司主要在建项目尚需投入一定资金，且项目建设和回收周期较长，仍需新增一定规模的外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，公司将面临较大的流动性压力和债务偿还压力。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年
资产负债率	54.73%	53.69%	54.33%
现金短期债务比	0.45	0.30	0.77
EBITDA 利息保障倍数	--	0.54	0.46

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元注意到，公司 2022 年因未取得环保手续就开工建设而受到温江区环境生态局罚款及责令改正，但总体看来对公司信用水平影响不大

环境方面，公司过去一年不存在因空气污染、温室气体排放、废水排放或废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会方面，2022 年 3 月，公司因建设道路工程项目时未取得环保手续就开工建设，受到温江区环境生态局处以罚款和责令改正。但公司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。2022年8月12日，公司董事由胡薇、屈阳、王谧、张业兵、张骥、宋勇钢和张楠变更为刘霞、赵竹、巨洪波、王莉、吴红川、宋勇钢和李强，同日公司监事由周嘉良、毛鉴、康伟、聂涛和黄金秀变更为王卫东、康伟、毛鉴、黄金秀和阳荣。

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5月10日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2023年3月末，公司对外担保余额为81.48亿元，占净资产比例为22.69%。主要为公司对温江区其他国有公司的担保，且上述对外担保大部分未提供反担保措施，具体见附录五所示，存在一定的或有负债风险。

九、外部特殊支持分析

公司是温江区政府下属重要企业，截至2023年3月末成都市温江区国有资产监督管理局、四川省财政厅分别持有公司89.81%、10.19%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，温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）公司与温江区政府的联系非常紧密。公司由政府接近全资拥有，温江区政府通过对公司经营管理层的任命实现对公司战略和业务运营的管控；公司近三年以来的业务收入基本来自政府单位；2022年公司收到政府补助2.58亿元且近五年来公司收到政府资产注入及补贴次数较多且支持力度较大，预计未来公司与政府的关系将保持稳定。

（2）公司对温江区政府非常重要。公司近三年对当地政府提供了对当地社会和经济至关重要的产品和服务；政府付出一定的努力和成本才能取代公司；公司作为当地的基础设施建设主体，公司在基础设施领域对政府贡献很大；公司为公开发债主体，公司违约会对当地的金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

十、债券偿还保障分析

“21九联项目债01/21九联01”、“22九联项目债01/22九联01”均设置差额补偿与资产抵质押双重增信措施，由公司对“21九联项目债01/21九联01”、“22九联项目债01/22九联01”承担差额补偿义务，募投项目所形成的资产或收益权可抵质押部分，足额向债权代理人抵质押。

项目实施主体将于募投项目竣工验收并办理权利凭证后10个工作日内，将项目建设、运营所形成的资产或收益权按照法律法规规定可以抵押或质押的部分，足额向债权代理人办理抵质押手续。

十一、结论

近年温江区经济稳步增长，依托良好的生态资源大力发展大健康产业，“三医”产业融合优势日渐凸显，为公司发展提供了良好基础。同时中证鹏元也注意到，公司资产构成仍以土地、应收款项及投资性房地产，受限资产占比较高，整体流动性较弱。公司在建项目尚需投入的资金规模较大，资金支出有所承压。总债务规模攀升，偿债压力加大。并且对外担保规模较大，大部分未设置反担保措施，面临或有负债风险。但是考虑到公司职能定位相对重要，公司作为温江区重要的城市基础设施建设主体之一，定位为成都医学城综合开发运营商，随着温江区城市建设进程的不断推进，及成都医学城基础设施建设项目的逐步实施，未来业务收入较有保障。且公司继续获得来自政府的财政补贴。整体看，公司抗风险能力较强。

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“21九联项目债01/21九联01”及“22九联项目债01/22九联01”的信用等级均为AA+。

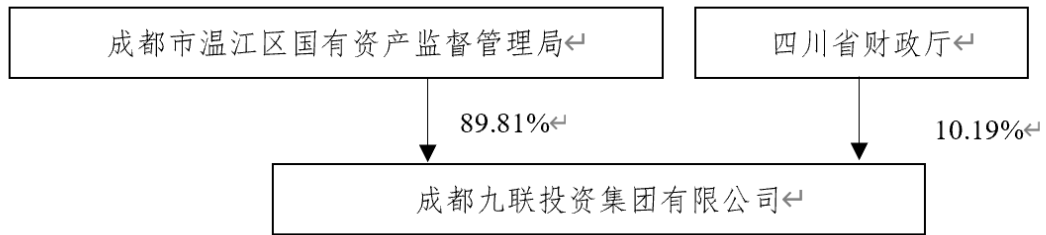
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	28.25	17.22	49.33	36.80
其他应收款（合计）	86.40	86.02	82.61	84.09
其他应收款	86.40	86.02	82.61	84.09
存货	226.43	225.78	264.35	239.82
流动资产合计	415.61	399.14	460.01	424.31
固定资产	17.64	18.21	19.35	21.43
在建工程	43.79	42.08	25.46	15.56
投资性房地产	303.25	303.25	175.14	171.77
非流动资产合计	378.83	376.31	232.79	219.16
资产总计	794.44	775.44	692.80	643.48
短期借款	14.67	16.67	13.96	9.26
应付账款	10.72	10.39	9.69	9.40
其他应付款（合计）	54.95	53.96	50.04	57.75
其他应付款	54.95	53.96	50.04	56.31
一年内到期的非流动负债	39.87	33.68	44.89	37.85
流动负债合计	151.61	145.84	144.37	137.83
长期借款	114.03	104.77	94.67	86.94
应付债券	88.64	88.48	74.84	44.00
长期应付款	24.98	5.16	9.96	20.74
递延所得税负债	54.21	54.21	40.24	40.18
非流动负债合计	283.16	270.48	232.01	192.18
负债合计	434.77	416.32	376.38	330.01
其中：短期债务	62.55	58.11	63.85	51.12
总债务	272.33	256.52	243.32	197.68
所有者权益	359.67	359.12	316.43	313.46
营业收入	7.76	26.32	24.81	20.65
营业利润	0.87	4.55	3.84	5.87
其他收益	0.00	2.58	1.27	0.09
利润总额	0.87	4.54	3.83	5.87
经营活动产生的现金流量净额	-1.41	-10.54	8.05	0.21
投资活动产生的现金流量净额	-1.52	-21.14	-16.30	-10.36
筹资活动产生的现金流量净额	14.16	1.16	16.48	11.40
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	17.10%	16.29%	14.92%	19.39%
资产负债率	54.73%	53.69%	54.33%	51.29%
短期债务/总债务	22.97%	22.65%	26.24%	25.86%

现金短期债务比	0.45	0.30	0.77	0.72
EBITDA（亿元）	--	7.21	6.49	8.31
EBITDA 利息保障倍数	--	0.54	0.46	0.72

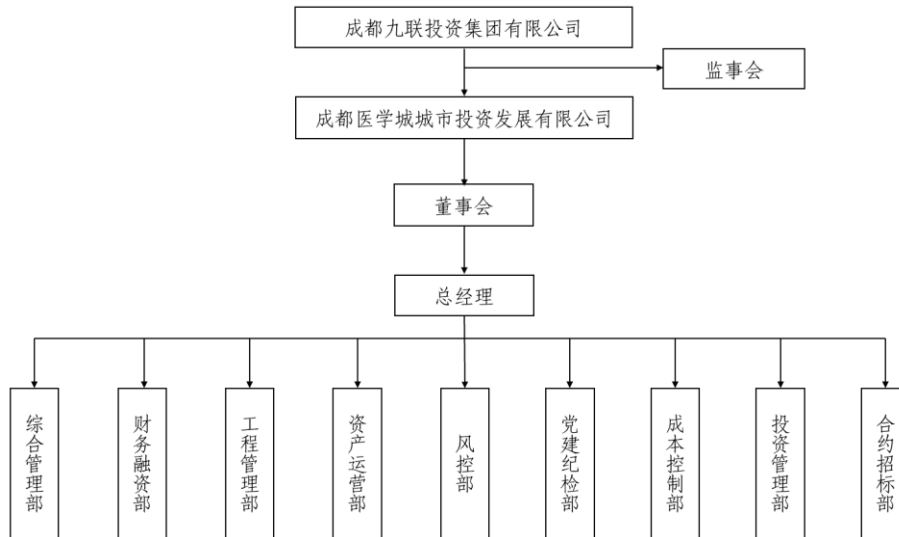
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年3月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
成都医学城城市建设发展有限公司	2.00	100.00%	科技推广和应用服务业
成都海科投资有限责任公司	19.87	100.00%	商务服务业
成都市温江区宏信资产投资有限公司	0.14	100.00%	金融业
成都光华资产管理有限公司	4.92	100.00%	商务服务业
成都康城投资开发有限公司	10.00	100.00%	商务服务业
成都海科资产管理有限公司	0.56	100.00%	商务服务业
成都市温江区精科建设工程质量检测中心有限公司	0.01	100.00%	专业技术服务业
成都光华兴教实业有限公司	1.00	100.00%	租赁和商务服务业
成都江安旅行社有限公司	0.01	100.00%	商务服务业
成都金马湖体育城投资有限公司	0.65	70.00%	商务服务业
成都金马湖马会俱乐部有限责任公司	0.03	66.67%	娱乐业
成都洪盛产城科技有限公司	0.01	100.00%	研究和试验发展
成都九东产城科技有限公司	0.01	100.00%	科技推广和应用服务业
成都九联腾云科技有限公司	0.01	100.00%	其他科技推广服务业
成都九联科海健康科技有限公司	1.11	100.00%	研究和试验发展
成都联讯建设工程有限公司	2.00	100.00%	建筑安装业
成都九联产城置业有限公司	0.04	100.00%	房地产业

资料来源：公司提供

附录五 截至 2023 年 3 月末公司对外担保明细（万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
成都科蓉城市投资有限公司	48,090.80	2034.1.16
成都温江区国投兴城投资有限公司	3,494.46	2024.9.29
成都铸康实业有限公司	4,067.78	2024.8.07
成都科蓉城市投资有限公司	4,600.00	2023.12.06
成都三联花木投资有限责任公司	4,600.00	2023.12.08
成都铸康实业有限公司	7,500.00	2024.1.07
成都铸康实业有限公司	500.00	2023.7.08
成都三联花木投资有限责任公司	11,000.00	2024.2.17
成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司公司	41,600.00	2024.2.22
成都温江区国投兴城投资有限公司	36,500.00	2034.12.31
成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司公司	4,500.00	2024.3.15
成都誉川美景园林绿化工程有限公司	4,200.00	2023.5.25
成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司公司	13,500.00	2024.6.14
成都科蓉商务服务有限公司	850.00	2024.7.07
成都温江区国投兴城投资有限公司	20,000.00	2024.8.31
成都隆科乡村发展有限公司	20,414.99	2029.9.25
成都隆科和悦企业管理有限公司	24,000.00	2024.1.20
成都西行起点旅游资源开发有限公司	10,000.00	2045.7.13
成都科蓉城市投资有限公司	19,800.00	2023.6.17
成都三联花木投资有限责任公司	7,000.00	2023.5.25
成都隆科城乡发展集团有限公司	3,000.00	2023.5.24
成都誉川美景园林绿化工程有限公司	4,000.00	2023.5.31
成都三联花木投资有限责任公司	8,000.00	2023.6.16
成都科蓉城市投资有限公司	9,025.00	2024.5.25
成都隆科城乡发展集团有限公司	27,700.00	2030.6.27
成都隆科城乡发展集团有限公司	9,500.00	2025.8.9
成都隆科城乡发展集团有限公司	5,000.00	2023.8.11
成都隆科城乡发展集团有限公司	19,500.00	2025.9.21
成都三联花木投资有限责任公司	10,000.00	2024.10.25
成都隆科城乡发展集团有限公司	7,000.00	2025.8.9
成都西行起点旅游资源开发有限公司	2,800.00	2023.11.1
成都隆科和悦企业管理有限公司	30,000.00	2025.11.29
成都市温江区自来水公司	14,700.00	2024.12.13
成都三联花木投资有限责任公司	5,000.00	2024.10.25
成都隆科乡村发展有限公司	30,000.00	2032.12.20
成都隆科乡村发展有限公司	6,400.00	2027.12.20

成都隆科乡村发展有限公司	5,000.00	2032.12.28
成都隆科乡村发展有限公司	5,000.00	2032.12.28
成都三联花木投资有限责任公司	15,000.00	2024.10.25
成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司公司	10,000.00	2026.1.2
成都三联花木投资有限责任公司	19,500.00	2024.3.13
成都隆科城乡发展集团有限公司	15,000.00	2024.8.9
成都隆科乡村发展有限公司	1,694.42	2025.9.29
成都隆科城乡发展集团有限公司	30,000.00	2025.3.22
成都隆科城乡发展集团有限公司	5,000.00	2024.3.29
成都隆科城乡发展集团有限公司	5,000.00	2024.3.22
成都市温江区自来水公司	889.74	2023.5.22
成都锦城光华投资集团有限公司	9400.00	2023.9.13
成都锦城光华投资集团有限公司	9400.00	2024.1.10
成都锦城光华投资集团有限公司	2,820.00	2024.2.28
成都锦城光华投资集团有限公司	6,600.00	2024.2.25
成都温江区国投兴城投资有限公司	2,106.94	2034.4.25
成都鱼鳧产城实业有限公司	5,000.00	2046.7.29
成都三联花木投资有限责任公司	6,000.00	2029.3.21
成都铸康实业有限公司	29,000.00	2026.6.19
成都宏图华信投资有限公司	42,000.00	2028.6.14
成都鑫城联创建设工程有限公司	23617.00	2035.11.2
成都锦城光华投资集团有限公司	23269.01	2029.5.22
成都三联花木投资有限责任公司	8,800.00	2023.12.20
成都铸康实业有限公司	21,000.00	2025.12.20
成都铸康实业有限公司	14,000.00	2026.3.22
成都铸康实业有限公司	17,350.00	2027.3.21
成都温江区国投兴城投资有限公司	4518.25	2034.12.22
合计	814,808.39	--

资料来源：公司提供

附录六 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

附录七 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。