

2015 年成都市蜀州城市建设投资有限责任公司

公司债券 2018 年跟踪

信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【577】号 01

债券简称：15 蜀州城投
债/PR 蜀城投

增信方式：国有土地使
用权抵押担保

债券剩余规模：4.0 亿元

债券到期日期：2022 年
05 月 26 日

债券偿还方式：本期债
券每年付息一次，分次
还本，在债券存续期的
第 3 至 7 年末分别按照
债券发行总额 20% 的比
例偿还债券本金。

分析师

姓名：
蒋志超 刘伟强

电话：
0755-8287 1651

邮箱：
jiangzhch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2015 年成都市蜀州城市建设投资有限责任公司 公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 19 日	2017 年 07 月 12 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对成都市蜀州城市建设投资有限责任公司（以下简称“蜀州城投”或“公司”）及其 2015 年 5 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，项目建设业务持续性较好，土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平；但鹏元也关注到，公司资产流动性偏弱，面临较大的资金压力及一定的偿债压力，存在一定或有负债风险，公司未按要求对本期债券抵押物进行后续跟踪评估等风险因素。

正面：

- 公司外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年，崇州市地区生产总值为 300.40 亿元，同比增长 10.5%，增速较快；同期公共财政收入为 20.55 亿元，同比增长 20.96%。
- 公司项目建设业务持续性较好，未来收入较有保障。截至 2017 年末，公司主要在建项目账面价值为 33.04 亿元，已竣工未回购的项目为 3.59 亿元，未来可形成一定规模的工程施工收入。
- 土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。公司以其合法拥有的 5 宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，评估价值为 18.89 亿元（评估基准日为 2016 年 2 月 26 日），为本期债券未偿还本金及一年期利息之和的 4.43 倍，仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产整体流动性偏弱。**截至 2017 年末，公司存货（主要为土地使用权）和在建工程分别为 55.05 亿元和 33.04 亿元，合计占总资产的 78.69%，其中已抵押土地资产为 34.12 亿元，占资产总额的 30.48%，公司资产整体流动性偏弱。
- **公司面临较大的资金压力及一定的偿付压力。**截至 2017 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投入 74.12 亿元，其次，公司 2017 年末有息债务为 14.25 亿元，占同期负债总额的 50.11%，公司未来面临较大的资金压力及一定的偿付压力。
- **公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保余额为 7.50 亿元，占年末净资产的 8.98%，规模较大且均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。
- **公司未按约定对本期债券抵押物价值进行跟踪评估。**根据约定，在本期债券存续期间，公司应当每年聘请评估机构对为本期债券提供抵押担保的土地使用权进行跟踪价值评估，并出具年度评估报告。2017 年公司未按约定对本期债券抵押物价值进行重新评估。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,119,431.09	1,131,077.75	850,174.59
所有者权益合计（万元）	835,126.36	816,120.29	589,160.75
有息债务（万元）	142,478.91	179,328.51	173,866.50
资产负债率	25.40%	27.85%	30.70%
流动比率	4.80	5.61	6.65
营业收入（万元）	46,075.48	45,047.07	55,802.38
营业利润（万元）	19,301.37	21,162.91	21,077.60
利润总额（万元）	19,300.43	21,127.78	21,077.60
综合毛利率	41.82%	46.89%	38.60%
EBITDA（万元）	19,341.91	21,172.48	21,124.98
EBITDA 利息保障倍数	1.49	1.64	0.76
经营活动净现金流（万元）	-10,006.46	51,225.97	8,237.57

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年5月26日发行7年期5亿元公司债券，用于崇州市崇阳棚户区改造项目，截至2017年末，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2018年3月，崇州市土地储备中心（以下简称“市土储中心”）将其所持公司60%股份以6,000万元价款转让给崇州市国有资产管理中心（简称“市国资中心”），本次股权转让后股东市国资中心出资额为10,000万元，占公司注册资本的100%。截至2018年5月末，公司注册资本和实收资本均为10,000万元，控股股东和实际控制人为市国资中心。公司无纳入财务报表合并范围的子公司。

截至2017年12月31日，公司资产总额为1,119,431.09万元，所有者权益为835,126.36万元，资产负债率为25.40%。2017年度，公司实现营业收入46,075.48万元，利润总额19,300.43万元，经营活动现金净流出10,006.46万元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，

消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资

源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表1 2017年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式，扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机

严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)

关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格 PPP 模式适用范围,严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

2017年崇州市经济总量保持增长,经济实力有所增强

崇州市为成都市下辖的县级市,依托“全域成都”的区位优势和制鞋、家具等产业,崇州市经济保持持续增长。2017年,崇州市地区生产总值为300.40亿元,同比增长10.5%,增速同比略有放缓。2017年末人均GDP为45,193.00元,为同期全国人均GDP的75.75%,经济发展水平较低。从结构来看,近年崇州市第二、三产业发展相对较快,2017年第二产业和第三产业增加值分别同比增长12.3%和9.9%,增速略有下降。除传统产业外,2017年崇州市引入6家电子信息企业,电子信息产业成为崇州首个百亿级支柱产业。投资方面,2017年崇州市完成固定资产投资总额292.80亿元,同比增长15.3%,增速有所下降。

整体来看,近年崇州市经济总量保持增长,经济实力有所增强,第二产业对经济的拉动较为明显。

表2 2016-2017年崇州市主要经济指标(单位:亿元)

经济指标	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	300.40	10.5%	254.04	11.3%
第一产业增加值	36.19	5.2%	33.64	4.5%
第二产业增加值	148.75	12.3%	123.40	13.1%
第三产业增加值	115.45	9.9%	97.00	11.5%
工业增加值	113.61	15.6%	75.34	17.9%
固定资产投资	292.80	15.3%	253.86	17.6%
社会消费品零售总额	86.29	12.9%	76.45	9.0%
进出口总额(亿美元)	211,241 万元	-	1.88	34.72%
存款余额	471.95	7.1%	440.54	11.1%
贷款余额	189.64	-2.6%	194.63	10.5%
人均GDP(元)		45,193		38,237.00
人均GDP/全国GDP		75.75%		70.83%

注:标“-”表示数据未取得。

资料来源:崇州市2015-2016年国民经济和社会发展统计公报,2017年数据由崇州市统计局提供

2017年崇州市公共财政收入有所增长,但财政自给能力一般

2017年崇州市地方综合财力为50.05亿元，同比增长3.08%，主要系公共财政收入增长所致。从收入构成来看，上级补助收入和公共财政收入占比较大。

2017年崇州市实现公共财政收入20.55亿元，同比增长20.96%，其中，税收收入占比为79.38%，较2016年同比增长24.42%，公共财政收入质量较好。作为崇州市地方综合财力的重要来源，近年其获得的上级补助收入规模较大，2017年为18.04亿元，占地方综合财力的36.05%，较前两年有所下降，其中专项转移支付收入占比偏高。崇州市政府性基金收入主要来自于国有土地使用权出让收入，2017年实现政府性基金收入11.46亿元，考虑到崇州市作为县级市，其房地产市场空间相对有限，政府性基金收入易受房地产市场与政府供地计划的影响，未来存在一定的不确定性。

财政支出方面，2017年崇州市财政支出为48.87亿元，本年度支出规模有所下降主要系政府性基金支出同比下降23.32%所致；2017年公共财政支出为37.86亿元，其中刚性支出¹占比为53.16%。近年崇州市财政自给率有所提高，2017年财政自给率较上年增加8.52个百分点至54.28%，但仍处于一般水平。

总体而言，2017年崇州市公共财政收入稳定增长，但财政自给能力仍一般。

表3 2016-2017年崇州市财政收支构成情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	500,458	485,527
（一）公共财政收入	205,493	169,881
其中：税收收入	163,121	131,100
非税收入	42,372	38,781
（二）上级补助收入	180,414	200,068
其中：税收返还	10,201	9,900
一般性转移支出收入	92,032	97,729
专项转移支付收入	78,181	92,439
（三）政府性基金收入	114,551	115,578
其中：国有土地使用权出让收入	88,747	-
财政支出=（一）+（二）	488,659	514,818
（一）公共财政支出	378,592	371,277
（二）政府性基金支出	110,067	143,541
财政自给率	54.28%	45.76%

注1：“-”表示数据未取得。

注2：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%。

资料来源：崇州市财政局，鹏元整理

¹刚性支出包括：一般公共服务支出、社会保障和就业支出、教育支出、医疗卫生与计划生育支出。

四、经营与竞争

公司是崇州市重要的基础设施建设投融资平台，收入主要来源于土地整理及基础设施建设业务。2017年公司营业收入为4.61亿元，同比增长2.28%。毛利率方面，公司土地整理业务相对稳定，保持在50%左右，工程施工收入2017年因营改增因素毛利率有所下滑。2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况如表4所示。

表4 2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理收入	31,465.98	57.60%	36,519.26	54.79%
工程施工收入	14,609.50	7.83%	8,527.82	13.04%
合计	46,075.48	41.82%	45,047.07	46.89%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司土地整理业务保持相对稳定，但未来易受当地房地产市场及城市规划等因素影响存在一定的不确定性

根据公司与市土储中心签署的《委托经营合同》，从2008年1月1日起至2017年12月31日（已续签至2027年12月31日），市土储中心委托公司实施土地开发工作，公司承担土地开发的全部成本和费用，并确认相应的委托经营收入。实际操作中，公司土地整治验收合格后，交由土地行政主管部门按规划统一组织招标、拍卖和挂牌出让，土地出让收入经崇州市财政返还至公司，公司将土地出让价款确认为土地整理收入，将土地整理过程中实际发生的成本（主要包括征地、拆迁、青苗补偿，市政配套相关费用等）全部确认为土地整理成本。

公司近三年土地整理业务毛利率均保持在50%以上。2017年公司整理出让的土地为102.83亩，获得土地整理收入3.15亿元，土地平均出让价格为306.00万元/亩，土地坐落的区位的不同导致均价与上年存在一定差异。考虑到崇州市近年土地市场景气度存在一定波动，未来公司的土地整理业务易受当地土地市场景气度和城市用地规划等因素影响，存在一定不确定性。

表5 2016-2017年公司整理的土地情况（单位：亩、万元）

年份	土地坐落	面积	确认收入金额
2017年	崇州市崇阳镇永康东路与江源南路交汇处东南侧	102.83	31,465.98
2016年	崇州市崇阳镇永康西路与蜀州南路交汇处西南侧	6.56	2,590.02
	街子镇天顺村（三街路北侧）	25.73	1,646.62
	崇州市永康东路与晋康路交汇处东北侧（崇阳镇仁里社区2组，白碾社区4组，石羊社区2组）	71.76	10,045.73

	崇州市崇阳街道蜀州中路与西街交汇处东南侧	33.85	10,154.76
	崇州市崇阳镇文体路与崇庆南路交汇处西南侧	75.51	12,082.13
	小计	213.40	36,519.26

资料来源：公司提供

公司待回购的项目较多，工程施工收入来源有保障，但在建项目尚需大量投资，公司面临较大的资金压力

公司承担着崇州市主要基础设施项目的建设任务，其运营模式为：公司代崇州市财政局（以下简称“市财政局”）投资建设项目，并负责筹集项目建设所需资金。项目竣工后，市财政局根据相关部门审定的项目实际投资额（包括经审计的工程结算价款、资本化利息、前期费用等）及回购加成向公司支付回购款并完成代建项目的移交工作。回购加成按项目实际造价的一定比例收取，每个项目的加成比例由其回购协议约定。公司将回购款确认为工程施工收入，未完工的建设项目计入在建工程科目，当年已竣工但未回购的项目计入存货中。实际操作中，由于部分项目包含多个子项目，政府可对已竣工的子项目先进行回购，未完工部分仍计入在建工程中。项目竣工结算后，市财政局收到公司回购申请后，将回购资金拨付给公司。

2017年公司实现工程施工收入14,609.50万元，确认收入的项目主要包括崇州市城区滨水新城及南河路片区建设项目一标段、崇州市崇阳镇永安村-毛桥村道路（含世纪大道道路改造工程-318国道至唐安东路）和崇州市智能交通系统建设等项目，本年度公司受营改增因素影响毛利率下滑至7.83%。公司已竣工但未回购的项目为华怀路新崇双段灾后重建工程，2017年末其账面价值为3.59亿元。此外，截至2017年末，公司在建工程科目合计33.04亿元，其中主要在建项目账面金额约为27.37亿元，未来可形成一定规模的工程施工收入。同时也应关注到，崇州市滨江新城基础设施建设项目的投资规模较大，2017年末公司主要在建及拟建项目总投资约为101.19亿元，未来尚需投入74.12亿元，存在较大的资金压力。此外，崇州市崇阳棚户区改造项目为本期债券募投项目，该项目原预计于2016年12月底完成工程建设，2017年末其工程建设投入约3.90亿元，项目进度低于计划进度。

表6 截至2017年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

分类	项目名称	预计总投资	累计已投	账面金额	回款方式
在建工程	崇州市崇阳棚户区改造项目	199,900.00	38,982.75	38,982.75	-
	城区市政基础设施建设项目	74,400.00	55,900.74	55,900.74	回购
	滨水新城及南河路片区	39,357.00	20,464.14	13,164.54	回购
	南部新城土地整理	33,900.00	44,188.51	44,188.51	回购
	城乡一体化基础设施项目-女鞋之都	32,782.00	31,516.67	31,516.67	回购

	农村基础设施建设	29,640.00	14,630.46	14,630.46	回购
	西街宫保里棚户区改造项目	28,200.00	3,356.64	3,356.64	回购
	光华大道大邑延伸线崇州段	25,100.00	22,158.88	22,158.88	回购
	崇州市城区向荣街片区基础建设	24,000.00	7,653.54	7,653.54	回购
	滨水新城土地整理项目	15,200.00	11,523.32	11,523.32	回购
	第二快速通道	14,544.42	13,817.20	13,817.20	回购
	风貌整治	8,800.00	2,855.16	2,855.16	回购
	崇州崇阳镇同心二期安置房建设项目	27,737.86	12,736.36	12,736.36	自主运营
	崇州市崇阳镇永安村安置房建设项目	65,121.23	1,192.55	1,192.55	自主运营
	小计	618,682.51	280,976.92	273,677.32	-
拟建工程	崇州崇阳镇石羊二期安置房建设项目	29,128.26	-	-	自主运营
	崇州市滨江新城基础设施建设项目	240,000.00	-	-	拟回购
	崇州市三和社区周边配套基础设施建设项目	8,000.00	-	-	拟回购
	北大公学基础设施建设项目	8,100.00	-	-	拟回购
	崇州市李家岩水库工程复建道路建设项目	88,000.00	-	-	拟回购
	崇州市崇阳新城道路建设项目	20,000.00	-	-	拟回购
	小计	393,228.26	-	-	-
合计	1,011,910.77	280,976.92	273,677.32	-	

注1：由于部分项目包含多个子项目，政府可对已竣工的子项目先进行回购，未完工部分仍计入在建工程中，故账面价值小于累计已投资。

注2：以上部分项目由多个子项目构成，有些子项目为突发项目，无预计总投资，或子项目过多，未统计预计总投资，因此预计总投资金额存在一定的偏差。

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，公司财务报表均按新会计准则编制。公司无纳入财务报表合并范围的子公司。

资产结构与质量

2017年公司资产规模基本平稳，但土地和在建工程占比较大，整体流动性较弱

2017年末公司资产规模为111.94亿元，较去年基本平稳。从资产构成来看，公司资产中存货和在建工程为主要组成部分，2017年末两者账面价值合计为88.09亿元，占总资产的78.69%。

表7 2016-2017年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	697,882.16	62.34%	751,339.91	66.43%
货币资金	67,446.45	6.03%	88,696.16	7.84%
其他应收款	74,732.19	6.68%	93,906.23	8.30%
存货	550,532.12	49.18%	561,530.16	49.65%
非流动资产合计	421,548.93	37.66%	379,737.84	33.57%
长期股权投资	86,766.04	7.75%	86,753.97	7.67%
在建工程	330,353.52	29.51%	288,486.38	25.51%
资产总计	1,119,431.09	100.00%	1,131,077.75	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资产、其他应收款和存货。截至2017年末，公司货币资金6.74亿元，主要为银行存款，无受限资金。其他应收款主要系公司与关联方及其他国有企业的往来款，近年其账面价值有所下降，2017年末其账面价值为7.47亿元，主要系公司冲减部分与财政局的往来款所致，前五大应收对象期末占比为99.99%，其中应收崇州市羊马新城建设投资发展有限责任公司和崇州市蜀城房屋拆迁有限公司款项占比分别为64.88%和28.83%，集中度较高，部分款项账龄偏长，回款时间尚不确定，公司资金较大程度被占用。存货是公司最主要的资产，截至2017年末，存货账面价值为55.05亿元，账面价值较2016年小幅下降主要系土地整理项目结算所致。存货中包括51.23亿元的土地使用权、3.59亿元的已完工待回购项目以及0.23亿元土地整理项目，其中，土地使用权均为出让性质的商业用地或商住用地，面积合计418.32万平方米，其中价值34.12亿元的土地资产已抵押，占总土地资产的66.60%，占公司总资产的30.48%，受限资产规模较大，未抵押土地尚能为公司提供一定的融资弹性。

公司非流动资产主要为长期股权投资和在建工程。2016年崇州市政府以崇州市羊马新城建设投资发展有限责任公司30%的股权置换公司3宗土地，公司新增账面价值8.68亿元的长期股权投资。公司在建工程主要为公司代建的项目，近年其账面价值持续增长，待项目完工后将由市财政局进行回购，2017年末其账面价值为33.04亿元。

总体而言，2017年公司资产规模基本平稳，存货和在建工程占比较大，且存货中部分土地已抵押，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司2017年营业收入有所增长，土地整理业务盈利能力尚可

公司收入来源于土地整理收入和工程施工收入，2017年公司实现营业收入4.61亿元，其中土地整理收入占比68.29%，是公司主要的收入和利润来源。考虑到2017年末公司在建工程中尚需回购的项目账面价值为33.04亿元，存货中已竣工但未回购的项目为3.59亿元，未来可形成一定规模的工程施工收入。毛利率方面，近年公司土地整理业务毛利率基本稳健，2017年因受营改增因素影响工程施工收入毛利率有所下降，公司综合毛利率下降至41.82%。

整体来看，公司近年营业收入有所波动，土地整理业务盈利能力尚可。

表8 2016-2017年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年
营业收入	46,075.48	45,047.07
营业利润	19,301.37	21,162.91
利润总额	19,300.43	21,127.78
净利润	19,006.07	20,847.32
综合毛利率	41.82%	46.89%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流转为净流出，未来尚需投资较多使得公司面临较大的资金压力

公司经营活动现金流入主要来源于主营业收入回笼和往来款的流入，销售商品、提供劳务收到现金主要为土地整理款项和代建管理费，2017年公司现金回收能力尚可，收现比为0.93，因公司承建的土地整理和项目建设支出增多，2017年支付的往来款大幅增长致使公司经营活动净流出1.00亿元，表现变差。

公司投资活动现金流较少，资金需求主要依赖筹资活动。因2017年公司筹资力度有所减弱，筹资活动现金流仍然表现为净流出。截至2017年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资74.12亿元，随着项目的持续推进，公司未来将面临较大的资金压力。

表9 2016-2017年公司主要现金流指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.93	1.06
销售商品、提供劳务收到的现金	42,620.71	47,826.85
收到其他与经营活动有关的现金	190,948.56	190,352.68
经营活动现金流入小计	233,569.28	238,179.53
购买商品、接受劳务支付的现金	72,162.96	76,214.96
支付其他与经营活动有关的现金	171,402.64	110,737.21
经营活动现金流出小计	243,575.74	186,953.55

经营活动产生的现金流量净额	-10,006.46	51,225.97
筹资活动产生的现金流量净额	-11,243.25	-7,088.33
现金及现金等价物净增加额	-21,249.71	44,137.65

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

财务安全性

公司有息债务规模有所减少，存在一定偿付压力

公司2017年负债规模有所下降，截至2017年末，公司负债合计28.43亿元，较2016年有所下降主要系偿还部分长期借款所致。2017年偿还部分长期借款后产权比率下降至34.04%，公司权益对负债的保障程度有所提升。

表10 2016-2017年公司资本结构情况（单位：万元）

资本构成	2017年	2016年
负债总额	284,304.73	314,957.46
所有者权益	835,126.36	816,120.29
产权比率	34.04%	38.59%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要为其他应付款和一年内到期的非流动负债。其他应付款主要为公司与市财政局及其他国有企业的往来款，近年规模持续增长，2017年末其账面价值为11.88亿元，主要系与市财政局等单位的往来款大幅增长所致。一年内到期的非流动负债账面价值为1.94亿元，主要为公司向中铁信托有限责任公司1.00亿元的信用借款。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和专项应付款。截至2017年末，公司长期借款合计7.34亿元，主要包括向国家开发银行四川省分行、中国农业发展银行及重庆银行崇州支行等银行的长期借款，利率水平正常，2017年公司偿还部分长期借款后其规模有所下降。公司应付债券系15年发行的本期债券，2017年末账面余额为4.97亿元。公司专项应付款为财政专项款，合计1.58亿元，对公司的项目建设形成一定的资金支持。

表11 2016-2017年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	145,387.45	51.14%	133,822.09	42.49%
其他应付款	118,792.20	41.78%	113,415.50	36.01%
一年内到期的非流动负债	19,398.50	6.82%	14,030.00	4.45%
非流动负债合计	138,917.28	48.86%	181,135.37	57.51%
长期借款	73,370.00	25.81%	115,693.50	36.73%
应付债券	49,710.41	17.48%	49,605.01	15.75%

专项应付款	15,836.86	5.57%	15,836.86	5.03%
负债总额	284,304.73	100.00%	314,957.46	100.00%
其中：有息债务	142,478.91	50.11%	179,328.51	56.94%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

表12 截至 2017 年末公司有息债务的偿付计划（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年及以后
本金	29,398.50	26,970.00	86,110.41

资料来源：公司提供

2017年末资产负债率为25.40%，整体负债水平较低。公司近年有息债务规模较去年有所下降，截至2017年末，公司有息债务规模为14.25亿元，较上年小幅下降，占公司负债总额的50.11%。从偿债能力来看，公司流动比率和速动比率表现尚可，2017年有所弱化，考虑到部分其他应收款账龄较长且回收时间不确定，存货中土地资产占比较大，实际流动性偏弱。2017年由于公司EBITDA有所下降，EBITDA利息保障倍数下降至1.49，公司息税前利润对利息支付的保障程度尚可。公司目前承建项目工程较多，未来融资规模有望增长，届时偿债压力亦将增加。

表13 2016-2017 年公司主要偿债能力指标

项目	2017 年	2016 年
资产负债率	25.40%	27.85%
流动比率	4.80	5.61
速动比率	1.01	1.42
EBITDA（万元）	19,341.91	21,172.48
EBITDA 利息保障倍数	1.49	1.64

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保仍能够有效提升本期债券的信用水平

公司以其合法拥有的5宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保。用于抵押的土地面积合计38.58万平方米，土地规划用途主要为商住或商业用地。万隆（上海）资产评估有限公司以2014年4月30日为评估基准日对5宗土地进行了评估，评估价值合计17.08亿元，对本期债券本金的覆盖倍率为3.42。本期债券发行成功后，公司已于2015年7月8日办妥抵押土地的抵押登记手续。

根据抵押监管协议，在本期债券存续期间，公司应持续聘请具备国家认可评估资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，年度评估报告的出具时间不应迟于本期债券当年付息首日后三十个工作日，但2017年公司未对本期债券抵

押物进行重新评估。根据万隆（上海）资产评估有限公司2016年3月15日出具的评估报告，以2016年2月26日为评估基准日对上述5宗土地进行评估，评估结果为18.89亿元，为本期债券未偿还本金及一年利息之和的4.43倍，具体的土地使用权情况如表14所示。

表14 本期债券用于抵押增信的土地使用权情况（单位：平方米、万元、元/平方米）

序号	权证编号	位置	用途	性质	面积	评估价值	单价
1	崇国用（2008）第1492-1号	崇州市崇阳镇西桥社区	商住	出让	101,891.28	62,897.49	6,173
2	崇国用（2008）第1494-1号	崇州市崇阳镇三和社区20组	商住	出让	144,486.74	89,263.90	6,178
3	崇国用（2013）第15054-1-2号	崇州市崇阳镇水陆村2、3、4组	商业	出让	98,491.84	25,952.60	2,635
4	崇国用（2013）第15068-1-2号	崇州市崇阳镇罗墩村7、8组	商业	出让	6,800.88	1,786.59	2,627
5	崇国用（2005）第12113附1号	崇州市崇阳镇兴畹村7、8组	住宅	出让	34,153.33	9,043.80	2,648
合计		-	-	-	385,824.07	188,944.38	-

资料来源：公司提供

总体而言，公司以其合法拥有的5宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，仍可有效提升本期债券的信用水平。值得注意的是，抵押资产规模较大，极端情况下能否及时变现，以及变现时的出让价格是否达到预期，存在不确定性。

七、或有事项分析

公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险

截至2017年末，公司对外担保余额为7.50亿元，占2017年末公司净资产的8.98%，担保对象均为国有企业，但规模较大且均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表15 截至2017年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保类型	担保金额	是否有反担保
崇州市国有资产投资经营有限公司	保证担保	30,000.00	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	保证担保	20,000.00	否
崇州市国有资产投资经营有限公司	抵押担保	20,064.80	否
成都兴蜀投资开发有限责任公司	保证担保	4,940.90	否
合计	-	75,005.70	

资料来源：公司提供

八、评级结论

2017年崇州市地区生产总值为300.40亿元，同比增长10.5%，同期公共财政收入为

20.55 亿元，同比增长 20.96%，为公司发展提供了良好的外部环境。截至 2017 年末，公司主要在建项目账面价值为 33.04 亿元，已竣工未回购的项目为 3.59 亿元，未来可形成一定规模的工程施工收入。另外，土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。

但鹏元也关注到，截至 2017 年末，公司存货（主要为土地使用权）和在建工程分别为 55.05 亿元和 33.04 亿元，合计占总资产的 78.69%，其中已抵押土地资产为 34.12 亿元，占资产总额的 30.48%，公司资产整体流动性偏弱。截至 2017 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投入 74.12 亿元，其次，公司 2017 年末有息债务为 14.25 亿元，占同期负债总额的 50.11%，公司未来面临较大的资金压力及一定的偿付压力。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。此外，公司未对本期债券抵押物进行跟踪价值评估。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级为 AA+，公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	67,446.45	88,696.16	52,558.52
应收账款	5,171.39	7,207.36	9,973.24
其他应收款	74,732.19	93,906.23	104,688.92
存货	550,532.12	561,530.16	436,245.84
流动资产合计	697,882.16	751,339.91	603,466.51
可供出售金融资产	3,100.00	3,100.00	3,100.00
长期股权投资	86,766.04	86,753.97	0.00
固定资产	1,223.98	1,265.46	1,335.00
在建工程	330,353.52	288,486.38	242,124.02
递延所得税资产	105.38	132.03	149.05
非流动资产合计	421,548.93	379,737.84	246,708.07
资产总计	1,119,431.09	1,131,077.75	850,174.59
应付账款	136.35	562.76	1,485.33
应交税费	5,110.38	3,863.82	3,025.48
应付利息	1,950.02	1,950.02	1,997.92
其他应付款	118,792.20	113,415.50	64,806.54
一年内到期的非流动负债	19,398.50	14,030.00	19,493.00
流动负债合计	145,387.45	133,822.09	90,808.27
长期借款	73,370.00	115,693.50	104,373.50
应付债券	49,710.41	49,605.01	50,000.00
专项应付款	15,836.86	15,836.86	15,832.06
非流动负债合计	138,917.28	181,135.37	170,205.56
负债合计	284,304.73	314,957.46	261,013.83
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积金	594,869.75	594,869.75	388,757.54
盈余公积金	23,025.66	21,125.05	19,040.32
未分配利润	207,230.94	190,125.48	171,362.89
归属于母公司所有者权益合计	835,126.36	816,120.29	589,160.75
所有者权益合计	835,126.36	816,120.29	589,160.75
负债和所有者权益总计	1,119,431.09	1,131,077.75	850,174.59

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	46,075.48	45,047.07	55,802.38
减：营业成本	26,807.73	23,926.52	34,262.81
营业税金及附加	102.28	58.36	132.94
管理费用	106.44	90.45	123.47
财务费用	-123.68	-123.08	-57.79
资产减值损失	-106.58	-68.08	263.36
投资收益	12.07	-	-
资产处置收益	-	-35.12	-
三、营业利润	19,301.37	21,127.78	21,077.60
减：营业外支出	0.94	-	-
四、利润总额	19,300.43	21,127.78	21,077.60
减：所得税	294.36	280.46	491.54
五、净利润	19,006.07	20,847.32	20,586.06

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	42,620.71	47,826.85	50,920.03
收到其他与经营活动有关的现金	190,948.56	190,352.68	191,908.83
经营活动现金流入小计	233,569.28	238,179.53	242,828.87
购买商品、接受劳务支付的现金	72,162.96	76,214.96	42,075.11
支付给职工以及为职工支付的现金	10.13	1.39	0.00
支付的各项税费	-	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	171,402.64	110,737.21	192,516.19
经营活动现金流出小计	243,575.74	186,953.55	234,591.30
经营活动产生的现金流量净额	-10,006.46	51,225.97	8,237.57
取得借款收到的现金	36,955.00	42,970.00	78,000.00
筹资活动现金流入小计	36,955.00	42,970.00	78,000.00
偿还债务支付的现金	36,955.00	37,113.00	21,256.50
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11,243.25	12,945.33	27,667.47
支付其他与筹资活动有关的现金	-	0.00	8,000.00
筹资活动现金流出小计	48,198.25	50,058.33	56,923.97
筹资活动产生的现金流量净额	-11,243.25	-7,088.33	21,076.03
现金及现金等价物净增加额	-21,249.71	44,137.65	29,313.60

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	19,006.07	20,847.32	20,586.06
加：资产减值准备	-106.58	-68.08	263.36
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	41.48	44.70	47.37
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	35.12	0.00
投资损失	-12.07	0.00	0.00
递延所得税资产减少	26.65	17.02	-65.84
经营性应收项目的减少	-35,158.86	13,548.57	-51,635.36
经营性应付项目的增加	6,196.86	16,801.31	39,041.98
经营活动产生的现金流量净额	-10,006.46	51,225.97	8,237.57

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	0.93	1.06	0.91
有息债务（万元）	142,478.91	179,328.51	173,866.50
资产负债率	25.40%	27.85%	30.70%
流动比率	4.80	5.61	6.65
速动比率	1.01	1.42	1.84
综合毛利率	41.82%	46.89%	38.60%
EBITDA（万元）	19,341.91	21,172.48	21,124.98
EBITDA 利息保障倍数	1.49	1.64	0.76

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，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
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	长期借款+应付债券+短期借款+一年内到期的非流动负债

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。