

成都兴蜀投资开发有限责任公司

2019 年公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【294】号 01

分析师

姓名：
马琳丽 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
mall@cspengyuan.com

评级日期：
2019年6月20日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

成都兴蜀投资开发有限责任公司 2019年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：6.6亿元

评级展望：稳定

债券期限：7年

增信方式：保证担保

担保主体：天府（四川）信用增进股份有限公司

债券偿还方式：按年付息，在存续期的第3-7年末分别按照发行总额20%偿还债券本金

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对成都兴蜀投资开发有限责任公司（以下简称“兴蜀投资”或“公司”）本次拟发行总额6.6亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司外部环境较好，为其业务发展提供了良好基础；公司业务持续性较好，且近年获得的外部支持力度较大；此外，天府（四川）信用增进股份有限公司（以下简称“天府信用”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到了公司资金压力较大、资产流动性较弱、有息债务规模较大，以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。近年来，崇州市经济保持快速增长，2016-2018年分别实现GDP 254.04亿元、300.40亿元和340.00亿元，增速分别为11.3%、10.5%和10.6%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务持续性较好。公司主要从事崇州市经济开发区内路网开发及配套基础设施建设、厂房及配套建设以及安置房建设等，业务在崇州市经济开发区具有较强的区域专营性。截至2018年末，公司主要代建项目总投资合计59.14亿元，已投资44.82亿元，投资规模较大，未来工程代建收入来源较有保障，业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度较大。2017年崇州市政府向公司注入评估价值为3.46亿

元的土地资产，崇州市国有资产监督管理委员会（以下简称“崇州国资办”）出具《关于同意成都兴蜀投资开发有限公司独享资本公积相关事宜的通知》，确认由公司独享联营企业成都新蜀康建设投资有限公司（以下简称“新蜀康建投”）部分土地资产和房产，土地性质为出让，证载用途为商业和住宅，上述资产评估价值合计 26.58 亿元；2018 年崇州市国资办向公司投资 19,832.71 万元，并计入资本公积。此外，公司 2016-2018 年分别获得了 1.40 亿元、1.32 亿元、0.91 亿元的补贴收入。

- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，天府信用主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的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。

关注：

- **公司面临较大的资金压力。**近年公司经营活动现金流表现较弱，截至 2018 年底，公司主要在建、拟建项目尚需投入资金 28.53 亿元，随着开发区建设的推进，作为开发区基础设施建设主体，公司还需投入大量建设资金，资金支出压力较大。
- **公司资产流动性较弱。**2018 年末公司应收账款和其他应收款合计 29.59 亿元，占总资产的 14.07%；土地资产价值 93.32 亿元，占总资产 44.37%，其中已抵押的土地资产价值 21.20 亿元，占总资产 10.08%，公司资产整体流动性较弱。
- **公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力。**2018 年末公司有息债务为 61.46 亿元，较 2016 年末增长 25.42%，占负债总额为 78.96%；资产负债率为 37.00%，EBITDA 利息保障倍数为 0.31，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保余额 26.65 亿元，占净资产的比重为 20.12%，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,103,328.62	1,975,242.69	1,685,642.18
所有者权益	1,325,049.57	1,290,339.55	975,987.77
有息债务	614,567.83	599,282.70	490,013.53
资产负债率	37.00%	34.67%	42.10%
流动比率	4.29	7.08	3.15
营业收入	93,475.96	45,867.41	40,440.81

其他收益	9,129.32	13,156.54	-
营业外收入	80.12	-	14,064.34
利润总额	16,690.46	18,654.46	17,480.75
综合毛利率	10.56%	10.48%	10.33%
EBITDA	16,946.54	19,026.99	19,198.23
EBITDA 利息保障倍数	0.31	0.47	0.56
经营活动现金流净额	966.43	113.79	-29,759.63

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

天府信用主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
总资产	425,704.30	403,086.05
所有者权益	421,358.23	402,077.32
增信责任余额	917,000.00	0.00
准备金覆盖率	0.23%	0.00%
增信放大倍数	2.18	0.00

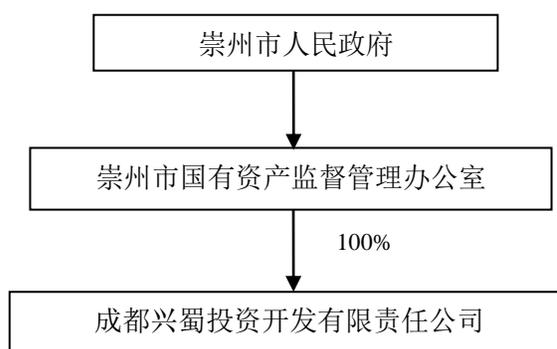
资料来源：天府信用2017-2018年审计报告及天府信用提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2007年12月7日，系经崇州市人民政府《关于成立成都兴蜀投资开发有限责任公司的通知》（崇府函[2007]177号）批准，由崇州市土地储备中心（以下简称“崇州市土储中心”）以评估价值为7,000万元的土地使用权、成都市蜀州城市建设投资有限责任公司（以下简称“蜀州城建”）以3,000万元现金共同出资成立的有限责任公司，初始注册资本为10,000万元。2018年5月10日，崇州国资办向公司下发《崇州市国有资产监督管理委员会关于成都兴蜀投资开发有限责任公司股权变更的批复》（崇国资发[2018]27号），同意将崇州市土储中心和蜀州城建持有的公司股权划转至崇州国资办名下。

截至2018年12月31日，公司注册资本及实收资本均为10,000万元，崇州国资办持有公司100%股权，为公司的唯一股东，实际控制人为崇州市人民政府。

图 1 截至 2018 年 12 月 31 日公司产权控制关系图



资料来源：公司提供

公司是崇州市重要的基础设施建设主体之一，主要负责崇州市经济开发区路网开发及配套基础设施建设、厂房及配套建设以及安置房建设等。截至2018年12月31日，公司无纳入合并报表范围的子公司。

二、本期债券概况

债券名称：2019年成都兴蜀投资开发有限责任公司公司债券；

发行总额：6.6亿元；

债券期限和利率：7年；采用固定利率方式，票面利率为Shibor基准利率加上基本利差；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，同时设置本金提前偿还条款，即在债券存续

期内的第3-7年末，分别按照发行总额的20%比例偿还本金，当期利息随本金一起支付；

增信方式：本期债券由天府信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为6.6亿元，资金投向明细如下：

表 1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
成都市崇州经开区智能制造标准化厂房建设项目	117,765.05	60,000.00	50.95%
补充营运资金	-	6,000.00	-
合计	-	66,000.00	-

资料来源：公司提供

成都市崇州经开区智能制造标准化厂房建设项目总用地面积为159,820.08m²，约239.73亩，总建筑面积220,753.46m²。建设内容主要包括经开区智能制造标准化厂房、综合楼、库房、辅助厂房、污水处理站、固废库、大宗气站、10kv开关站、配套设施工程和室外总平及配套设施等。该项目总投资为117,765万元，建设期为18个月，即2018年12月至2020年6月，截至2018年末，该项目仍在前期准备过程中，项目获得的批复情况如表2所示。

表 2 截至 2018 年末成都市崇州经开区智能制造标准化厂房建设项目获得批复情况

核准日期	核准部门	核准内容	核准文号/说明
2018年4月17日	成都崇州经开区管理委员会	关于崇州市经开区智能制造标准化厂房建设项目选址预审意见	成都崇州经开区管理委员会负责经开区内项目规划预审事宜
2018年4月16日	崇州市国土资源局	崇州市经开区智能制造标准化厂房建设项目规划审查意见	崇土规审【2018】009号
2018年6月1日	崇州市发展和改革局	关于崇州经开区智能制造标准化厂房建设项目可行性研究报告的批复	崇发改审批【2018】87号
-	崇州市人民政府	崇州市人民政府关于崇州市产业集聚、未来发展规划、工业地产去库存及智能制造标准化厂房项目相关情况的说明	-
-	崇州市人民政府	关于崇州经开区智能制造标准化厂房建设项目社会稳定风险评估报告的批复	-
-	崇州市环境保护局	备案公示	备案号：201851018400000506

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据公司提供的由四川中唯信工程咨询有限公司出具的《成都市崇州经开区智能制造标准化厂房建设项目可行性研究报告》，该项目建成后由公司自主经营，收入主要来源于标准化厂房、库房、辅助厂房、综合楼、固废库及机动车位的出租和出售收入。根据经济效益测算，该项目在经营期（本期债券存续期第3-7年）内预计可实现收入合计131,342.57万元，能够覆盖项目总投资。但该项目总体投资规模较大，如果建设期间建筑材料、设备和劳动力成本上涨，将对施工成本造成一定影响，项目实际投资有可能超出预算，施工期限也可能延长，影响项目按期竣工及正常投入运营，从而影响项目的盈利水平；同时未来该项目的出售率和出租率，以及出售价格和出租价格能否达到预期也存在一定的不确定性。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2016-2018年，我国国内生产总值（GDP）从74.71万亿元增长至90.03万亿元，各年分别增长6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018年，战略性新兴产业增加值分别增长10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018年战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动GDP的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为积极财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

自2014年43号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2014年10月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，以下简称“43号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。后续相关政策延续43号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。2015年2月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策上一定程度放松了对融资平台发债的限制。2015年5月，发改办财金[2015]1327号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐

步规范城投行业发展。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017年至2018年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。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），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，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。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），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。2018年2月，发展改革委、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。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公

司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 3 近年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
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015年5月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
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、规范政府和与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6月	《关于坚决制止地方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严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、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

2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

依托“全域成都”的区位优势 and 制鞋等产业的发展，近年崇州市地区生产总值持续增长，为公司发展提供了良好的基础

崇州市为四川省下辖县级市，由成都市代管，位于岷江中上游川西平原西部，东邻成都市温江区和双流区、南同新津县毗连、西与大邑县相接、北与都江堰市相依、西北部与汶川县接壤，下辖1个街道18个镇6个乡，东距成都市区（成温邛高速公路）25公里，全市幅员面积1,090平方公里，是四川省成都平原都市群重点发展的中等城市。2018年崇州市人均GDP为51,126元，为同期全国人均GDP的79.09%。

交通方面，崇州市位于川藏公路干线上，成温邛高速公路贯穿全境，已建设的川西旅游环线、怀华路崇州段、崇双货运大道、以及光华大道大邑延伸线崇州段，成都第二绕城高速公路、成温邛快速通道、成蒲高铁设有崇州站。崇州市自然资源丰富。崇州市雨量充沛，除降水外，崇州市年河川径流总量为157,074万立方米。矿产资源方面现已发现的有14种，其中探明储量的有5种（煤、铅、锌等）；尚未查明储量的有9种（硫铁矿、银、金等）。生物资源主要有65科300余种植物，其中，药用植物有120余种，国家保护的珍贵稀有树木5种（红豆树、水杉等）。

依托“全域成都”的区位优势 and 制鞋、家具等产业的发展，近年崇州市经济持续增长。2016-2018年崇州市地区生产总值分别为254.0亿元、300.4亿元和340.0亿元，按可比价计算，同比增速分别为11.3%、10.5%和10.6%，较快的经济增速为公司发展提供了良好的基础。从产业结构来看，近年崇州市第二、三产业发展相对较快，为推动地区生产总值增长的重要动力。产业结构方面，崇州市是全国商品粮基地县、瘦肉型猪基地县、粮棉专贷大县和

国家级农业综合开发区。另外崇州市按照“工业向园区集中”的原则，崇阳镇工业集中发展区重点发展制鞋产业、家具、建材、食品加工等产业，形成以制鞋为龙头、家具等优势产业为重要支撑的产业发展格局。

受家具制造业、计算机通信及其电子设备制造业等产业的发展，近年崇州市工业增加值稳步增长。投资方面，2016-2018年崇州市固定资产投资总额同比增速分别为17.6%、15.3%和14.3%，增速呈下降趋势，但仍对拉动地方经济发展具有重大作用。2018年崇州市全市完成房地产投资27.0亿元，同比下降18.6%；全年商品房屋施工面积为456.26万平方米，同比增长40.5%；商品房销售面积达97.2万平方米，同比增长35.2%，实现商品房销售额73.7亿元，增长66.7%。除工业经济外，随着城镇居民生活水平的提高，消费规模持续增长，且增速稳步提升。2016-2018年崇州市进出口总额分别为1.9亿美元、21.1亿元和25.6亿元。此外，存款余额持续增长，但增速有所下降；贷款余额自2017年始呈下降态势。

表 6 崇州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	340.0	10.6%	300.4	10.5%	254.0	11.3%
第一产业增加值	37.8	4.5%	36.2	5.2%	33.6	4.5%
第二产业增加值	167.1	10.6%	148.8	12.3%	123.4	13.1%
第三产业增加值	135.1	12.6%	115.5	9.9%	97.0	11.5%
工业增加值	135	15%	113.6	15.6%	75.3	17.9%
固定资产投资	204.7	14.3%	292.8	15.3%	253.9	17.6%
社会消费品零售总额	97.5	13.0%	86.3	12.9%	76.5	9.0%
进出口总额	25.6	21.4%	21.1	-	1.9	-
存款余额	494.7	4.8%	471.9	7.13%	440.5	11.1%
贷款余额	178.2	-6%	189.6	-2.57%	194.6	10.5%
人均 GDP（元）	51,126		45,193		38,237	
人均 GDP/全国人均 GDP	79.09%		75.75%		70.84%	

注：1）上表中标“-”表示数据未取得；2）2016年崇州市进出口总额为1.9亿美元。

资料来源：崇州市 2016-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

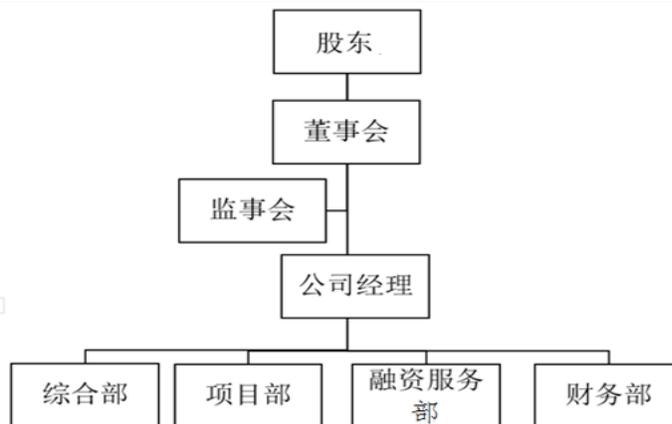
2018年崇州市全市实现公共财政收入23.67亿元，按可比价计算，同比增长14.1%；其中税收收入19.70亿元，同比增长19.2%，占当年公共财政收入的83.12%；同期崇州市全市公共财政支出为39.98亿元，按可比价计算，同比增长15.4%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为59.21%。

五、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》等有关法律法规的要求，设立了包括董事会、监事会和经理层在内的法人治理结构。公司董事会由5人组成，设董事长一名，职工代表1名，董事任期每届三年，任期届满，可连派（连选）连任。董事长由崇州国资办委派或更换，董事长为公司法定代表人，经出资人批准和同意，董事可以兼任总经理。公司设监事会，监事会设监事3人，其中1名由崇州国资办委派或更换，2名为职工代表，设监事会主席一名，监事会主席由公司监事过半数选举产生。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，统一负责公司的日常经营和管理。公司设总经理一名，任期三年。总理由董事长提名，经董事会讨论通过，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责。副总经理、财务负责人由总经理提名，经董事会批准后，由董事会聘任，也可由董事会向社会公开招聘。根据经营管理的需要，公司共设置了4个职能部门，分别为综合部、项目部、融资服务部和财务部。

图 2 截至 2018 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年3月31日，公司有董事5名、监事3名、高级管理人员3名（其中2名由董事兼任），公司董事、监事和高管均在公司领取薪酬，不存在政府部门人员在公司兼任职务或在公司领取薪酬的情况。

表 5 截至 2019 年 3 月 31 日，公司董事、监事、高级管理人员基本情况表

姓名	性别	出生年月	职务	任期起始日期
周宾	男	1969 年 7 月	董事长、总经理	2015 年 1 月
王亚	女	1971 年 2 月	董事、财务总监	2015 年 1 月
胡林川	男	1964 年 7 月	董事	2015 年 1 月
杨彬	男	1966 年 1 月	董事	2015 年 1 月
马芸	女	1983 年 12 月	董事	2015 年 1 月

邱仕能	男	1975年12月	监事	2015年1月
李遥	男	1986年4月	监事	2015年1月
李英	女	1980年10月	监事	2015年1月
袁明东	男	1964年7月	副总经理	2014年7月

资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司是崇州市重要的基础设施建设主体之一，主要负责崇州市经济开发区路网开发及配套基础设施建设、厂房及配套设施建设以及安置房建设等，主营业务在崇州市经济开发区具有较强的区域专营性。2016-2018年公司分别实现营业收入4.04亿元、4.59亿元和9.35亿元，收入的99%以上来源于工程代建业务。2016-2018年公司综合毛利率为10.33%、10.48%和10.56%，较为稳定，主要系公司工程代建收入均按成本加成12%确认所致。

表 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	93,349.23	10.71%	45,701.07	10.71%	40,327.62	10.71%
其他	126.74	-101.79%	166.34	-54.95%	113.19	-127.58%
合计	93,475.96	10.56%	45,867.41	10.48%	40,440.81	10.33%

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司工程代建收入持续上升，且目前代建项目投资规模较大，未来工程代建收入来源较有保障，但存在较大的资金压力

公司项目建设采取委托代建模式，崇州市人民政府作为委托人将安置房、城市基础设施等项目委托公司建设，公司进行工程招标，招标完成后将项目委托给施工方建设，公司负责项目的预算、工程建设监督和管理。代建工程收入根据项目投资资金加成一定比例确定，2016年营业税改增值税以来，代建工程收入包含了公司需缴纳的增长税。

近三年公司代建项目结算成本分别为3.60亿元、4.08亿元和8.33亿元，分别确认工程代建收入4.03亿元、4.57亿元和9.33亿元。2018年公司代建业务收入大幅增加，主要系明湖安置区二期项目结转确认收入金额较大所致。

表 7 公司代建工程确认收入情况（单位：万元）

年份	项目	投资金额	确认收入
2018	成都崇州经济开发区明湖安置区二期紫竹苑一期安置房项目	20,353.26	22,795.65
	成都崇州经济开发区明湖安置区二期紫竹苑二期安置房项目	15,988.92	17,907.59

	成都崇州经济开发区明湖安置区二期清溪苑四期安置房项目	17,162.88	19,222.42
	成都崇州经济开发区明湖安置区二期紫金苑五期安置房项目	11,717.47	13,123.56
	崇州市干五里河河道整治项目	18,125.00	20,300.00
	合计	83,347.53	93,349.22
2017	捷普项目电力设施新（扩）建工程	5,737.65	6,426.17
	捷普一期配套基础设施创新大道上跨成温邛快速通道桥梁工程	4,950.97	5,545.09
	创业路延伸段晨曦大道南段以西（含三、四斗渠）基础设施建设工程	2,699.44	3,023.38
	110KV 高庆变电站至捷普支路 10KV 电力线路建设工程 111号	2,546.12	2,851.65
	泗维路北一段基础设施建设项目	2,499.89	2,799.87
	泗维路北二段（含跨白马河桥一座）基础设施建设工程	2,399.90	2,687.88
	泗维路北二段（含白马桥一座）基础设施建设工程 106号	2,360.97	2,644.28
	泗维路北一段基础设施建设工程	2,346.28	2,627.83
	顺利路基础设施建设工程	1,799.92	2,015.91
	泗维路南段景观绿化基础设施建设工程 134号	1,799.38	2,015.31
	110KV 鲁家变电站至捷普 4 回 10KV 电力线路建设工程 335号	1,799.38	2,015.31
	110KV 鲁家变电站至捷普 4 回 10KV 电力线路建设工程	1,787.04	2,001.48
	110KV 隆康线 52#-62#杆迁改工程	1,199.59	1,343.53
	110KV 隆康线 50#-60#迁改工程	1,017.92	1,140.07
	泗维支路道路工程	1,010.79	1,132.08
	其他项目	4,849.29	5,431.20
		合计	40,804.53
2016	工业区基础设施（九条道路）	32,500.30	36,400.34
	同心路至污水处理厂污水干管工程	1,600.98	1,793.10
	华新路建设工程	707.26	792.13
	创业路（泗维路至华新路段）三斗渠改道工程	216.89	242.91
	创新大道延伸段 11 回 10KV 电力线路	155.75	174.44
	宝石路南段建设工程	825.63	924.70
	合计	36,006.80	40,327.62

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司主要在建项目为捷普工业区（D\E 区）标准厂房配套、发展区东区（明湖安置区二期）基础设施及农迁房建设项目、崇州停车场建设项目等，拟建项目为本期债券募投项目，主要在建、拟建项目计划总投资 82.91 亿元，已投资 54.38 亿元，还需投资 28.53 亿元。其中主要代建项目总投资 59.14 亿元，已投资 44.82 亿元，资规模较大，未来工程代建收入来源较有保障，但随着项目建设的推进，公司面临较大的资金压

力。

表 8 截至 2018 年 12 月 31 日公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资	是否代建
捷普工业区（D\E区）标准厂房配套	156,366.00	99,657.27	是
工业区（捷普一、二期）配套基础设施建设项目	90,000.00	84,265.63	是
工业区（经开区 2017 年）配套基础设施建设工程	64,000.00	57,856.93	是
创新大道南段延伸段基础设施建设工程	90,000.00	57,306.27	是
发展区东区（明湖安置区二期）基础设施及农迁房建设项目	120,000.00	101,473.79	是
明湖二期-清溪苑三期	32,000.00	23,448.35	是
顺安路附属设施建设工程	27,000.00	18,462.73	是
IPC 枢纽大楼工程	12,000.00	5,693.53	是
崇州停车场建设项目	120,000.00	95,617.59	否
经开区智能制造标准化厂房建设项目	117,765.05	0.00	否
合计	829,131.05	543,782.09	-

注：发展区东区（明湖安置区二期）基础设施及农迁房建设项目已部分结转，2018 年确认收入 6.52 亿元
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得的外部支持力度较大

资产注入方面，2017年崇州市政府向公司注入7宗土地，土地性质为国有建设用地，土地用途为住宅用地，面积合计13.73万平方米，根据房地产评估报告（成天合房评字[2017]第026号），上述土地入账价值为34,576.43万元。此外，崇州国资办于2017年12月20日出具《关于同意成都兴蜀投资开发有限责任公司独享资本公积相关事宜的通知》，确认由公司独享联营企业新蜀康建投部分土地和房产，根据北京亚超评报字[2017]03194号评估报告，上述资产的评估价值为265,782.83万元。2018年崇州市国资办向公司拨付19,832.71万元，并计入资本公积。

财政补贴方面，公司于2016-2018年分别获得财政补贴款14,020.10万元、13,156.54万元和9,129.32万元，有效提升了公司的利润水平。

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2014-2016年三年连审审计报告及2017-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制，2016-2018年公司无纳入合并报表范围的子公司。

资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，但以应收款项、土地使用权和开发成本为主，应收款项回款时间具有一定不确定性，且部分土地使用权已抵押，整体资产流动性较弱

近年公司资产规模持续增长，2018年末为210.33亿元，较2016年末增长24.78%。从资产结构来看，以流动资产为主，流动资产占比有所下降，主要系货币减少以及长期股权投资增加。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10,134.30	0.48%	64,451.74	3.26%	202,549.04	12.02%
应收账款	125,503.97	5.97%	49,879.26	2.53%	62,722.33	3.72%
其他应收款	170,433.74	8.10%	130,826.98	6.62%	133,566.87	7.92%
存货	976,260.45	46.42%	941,687.69	47.67%	852,214.53	50.56%
流动资产合计	1,316,458.70	62.59%	1,206,658.37	61.09%	1,269,325.76	75.30%
长期股权投资	276,347.83	13.14%	276,117.58	13.98%	10,395.99	0.62%
在建工程	95,617.59	4.55%	86,803.00	4.39%	26.36	0.00%
其他非流动资产	371,683.13	17.67%	371,683.13	18.82%	371,683.13	22.05%
非流动资产合计	786,869.92	37.41%	768,584.32	38.91%	416,316.43	24.70%
资产总计	2,103,328.62	100.00%	1,975,242.69	100.00%	1,685,642.18	100.00%

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货组成。2018年末公司货币资金为1.01亿元，无受限资金。公司应收账款为应收崇州市财政局工程代建款，2018年末为12.55亿元，同比增长151.62%，主要系2018年工程代建业务收现情况较差所致。公司其他应收款主要是与关联单位的往来款，2018年末为17.04亿元，其中新蜀康建投、崇州市财政局、崇州市兴旅游景区管理有限公司、成都崇州经济开发区管理委员会、成都蜀景天建设投资有限公司的欠款占比分别为38.33%、33.28%、10.56%、9.25%和2.67%。截至2018年末，公司应收账款和其他应收款合计29.59亿元，占总资产的14.07%，欠款单位主要为政府部门和政府控股公司，回款时间易受到政府资金调配影响而具有不确定性。公司存货主要为开发成本和待开发土地，规模较大，2018年末为97.63亿元，占资产总额的46.42%，其中开发成本41.47亿元，待开发土地56.16亿元，开发成本主要为捷普工业区（D/E区）标准厂房配套、发展区东区（明湖安置区二期）基础设施及农迁房建设项目、崇州停车场建设项目等在建项目；待开发土地性质主要为出让，用途主要为商业和住宅，土地面

积合计276.26万平方米，其中已抵押土地账面价值为1.70亿元（土地资产明细见附录三）。

表 10 2018 年末公司其他应收款前五名明细（单位：万元）

债务人名称	期末余额	账龄	占比
成都新蜀康建设投资有限公司	65,335.30	1 年以内、1-2 年、2-3 年	38.33%
崇州市财政局	56,712.15	1 年以内、1-2 年	33.28%
崇州市兴旅景区管理有限公司	18,000.00	1 年以内	10.56%
成都崇州经济开发区管理委员会	15,758.74	1 年以内、2-3 年、5 年以上	9.25%
成都蜀景天建设投资有限责任公司	4,555.88	1 年以内	2.67%
合计	160,362.07	-	94.09%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、在建工程和其他流动资产组成。公司长期股权投资主要为所持有的新蜀康建投的股权。新蜀康建投成立于2011年5月，注册资本为1.80亿元，由公司和成都工投园区建设投资有限公司共同出资组建，公司持股44.44%，目前新蜀康建投的业务主要为建设崇州市数据产业园孵化中心。2017年12月20日，崇州国资办出具《关于同意成都兴蜀投资开发有限责任公司独享资本公积相关事宜的通知》，确认公司独享新蜀康建投部分土地和房产，上述土地和房产的评估价值合计26.58亿元，受此影响，2017年末公司长期股权投资增加至27.61亿元，2018年长期股权投资规模基本无变化。公司在建工程为崇州城区停车场建设项目，项目总投资为12.00亿元，2018年末账面价值为9.56亿元。公司其他非流动资产为政府划入政府储备用地，土地用途为建设用地，按评估价值入账，2018年末账面价值为37.17亿元，其中已抵押土地的账面价值为19.51亿（土地资产明细见附录三）。

截至2018年末，公司资产中土地资产包括存货中待开发土地56.15亿元，其他非流动资产中政府划入政府储备用地37.17亿元，合计93.32亿元，占总资产的44.37%，其中已抵押的土地资产价值合计21.20亿元，占总资产10.08%。

总体来看，公司资产规模持续增长，但以应收款项、土地使用权和开发成本为主，应收款项回款时间具有一定不确定性，且部分土地使用权已抵押，整体资产流动性较弱。

表 11 截至 2018 年末公司资产受限情况（单位：万元）

受限资产	账面价值	受限原因
存货-待开发土地	16,970.78	借款抵押
其他非流动资产-政府划入储备用地	195,079.12	借款抵押
合计	212,049.90	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入来源较为单一，利润对政府补贴依赖较大

政府工程代建业务是公司收入的主要来源，营业收入易受到代建项目建设进度和政府竣工验收、审计决算进度影响。2016-2018年公司分别实现营业收入4.04亿元、4.59亿元和9.35亿元，2018年较2017年大幅增长，主要系明湖安置区项目结转和崇州干五里河河道整治项目部分结转所确认的收入金额较大所致。

毛利率方面，由于工程代建收入按照投入成本加成12%确认，故公司综合毛利率较为稳定，2016-2018年分别为10.33%、10.48%和10.56%。公司盈利主要来源于代建业务和政府补助，2017年起由于会计政策变更，公司收到的政府补助从计入营业外收入转为计入其他收益中，营业利润及相关科目变化较大，但公司实际盈利能力不受此影响。2016-2018年公司分别获得政府补助1.40亿元、1.32亿元和0.91亿元，占利润总额的80.46%、70.53%和54.70%，占比呈出持续下降趋势但是总体仍处于较高水平。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	93,475.96	45,867.41	40,440.81
其他收益	9,129.32	13,156.54	-
营业利润	16,793.08	18,703.44	3,446.73
营业外收入	80.12	-	14,064.34
利润总额	16,690.46	18,654.46	17,480.75
综合毛利率	10.56%	10.48%	10.33%

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流净额表现较弱，在建项目还需投入大量资金，面临较大资金压力

2016-2018 年，公司收现比分别 0.56、1.31 和 0.22，2017 年收现情况大幅改善，应收账款规模有所下降，但是 2018 年收现比大幅下降，公司工程代建收入大幅增长，但工程代建收入现金回流情况较差，大部分形成了应收账款。2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 2.06 亿元，较 2017 年减少 65.77%；2018 年末应收账款为 12.55 亿元，较 2017 年增长 151.62%。同时，受往来资金规模波动影响，公司经营活动现金流表现很弱，2016-2018 年经营活动净现金流分别为-2.98 亿元、0.01 亿元和 0.10 亿元。

公司投资活动主要表现为构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金以及

投资支付的现金，近三年公司投资活动现金持续净流出。2016-2017年的投资活动现金净流出较大，分别为2.43亿元和8.40亿元，主要系2016年公司购买崇州市崇州贵银资产管理中心（有限合伙）股权以及购买华宝-崇州城市发展基金集合信托计划，2017年公司投资建设崇州城区18个停车场所致。2018年由于公司停车场项目投资减少，投资活动现金净流出额大幅减少至0.92亿元。

公司主要依赖外部筹资解决资金需求，筹资方式包括银行借款、往来单位借款、融资租赁及信托借款等。2016年筹资活动现金净流入15.58亿元，2017-2018年由于偿债较多，筹资活动活动现金净流出1.32亿元和2.61亿元。

2018年末公司主要在建、拟建项目尚需投资28.53亿元，考虑到公司自身造血能力较弱，后续资金压力较大，预计未来对筹资活动将持续依赖。

表 13 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	0.22	1.31	0.56
销售商品、提供劳务收到的现金	20,568.83	60,081.51	22,573.80
收到的其他与经营活动有关的现金	82,033.66	22,853.21	366,175.87
经营活动现金流入小计	102,602.49	82,934.72	388,749.66
购买商品、接受劳务支付的现金	76,160.52	54,127.39	57,498.85
支付的其他与经营活动有关的现金	22,590.09	28,243.82	360,365.19
经营活动现金流出小计	101,636.06	82,820.93	418,509.29
经营活动产生的现金流量净额	966.43	113.79	-29,759.63
投资活动产生的现金流量净额	-9,212.35	-84,004.61	-24,273.28
筹资活动产生的现金流量净额	-26,071.53	-13,206.48	158,460.62
现金及现金等价物净增加额	-34,317.44	-97,097.29	104,427.72

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增长较快且规模大，存在较大的刚性债务压力

2017年末为公司所有者权益为129.03亿元，较2016年末增长32.21%，主要系当年政府注入土地资产及公司独享新蜀康建投部分土地和房产所致。受此影响，2017年末公司产权比率出现明显下降。2018年公司权益和负债均小幅增长，2018年末公司产权比率为58.74%，权益对负债的保障程度尚可。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年	2016年
------	-------	-------	-------

负债总额	778,279.06	684,903.14	709,654.41
所有者权益	1,325,049.57	1,290,339.55	975,987.77
产权比率	58.74%	53.08%	72.71%

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司负债结构有所变动，2018年末非流动负债占负债总额的比重为60.57%，较2016年末上升了17.40个百分点。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	8,300.00	1.21%	16,600.00	2.34%
其他应付款	128,402.25	16.50%	60,900.92	8.89%	206,273.09	29.07%
一年内到期的非流动负债	143,177.71	18.40%	76,402.24	11.16%	167,075.53	23.54%
流动负债合计	306,888.94	39.43%	170,322.68	24.87%	403,316.41	56.83%
长期借款	133,383.33	17.14%	140,100.00	20.46%	92,400.00	13.02%
应付债券	202,000.00	25.95%	182,000.00	26.57%	0.00	0.00%
长期应付款	136,006.79	17.48%	192,480.46	28.10%	213,938.00	30.15%
非流动负债合计	471,390.12	60.57%	514,580.46	75.13%	306,338.00	43.17%
负债合计	778,279.06	100.00%	684,903.14	100.00%	709,654.41	100.00%
其中：有息债务	614,567.83	78.96%	599,282.70	87.50%	490,013.53	69.05%

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司短期借款为信用借款，近年来占总资产比例小，2018年末下降为零。公司其他应付款为应付的往来款和暂借款，近年规模波动较大。2017年公司归还往来款导致当年末其他应付款大幅下降至6.09亿元，2018年末公司其他应付款为12.84亿元，同比大幅增长，其中账龄1年以内的占比81.44%，1-2年的占比16.45%，2-3年的占比0.01%，3年以上的占比2.10%，应付对象前五名金额占比96.65%，其中最大应付对象成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司占比近一半。2018年末公司一年内到期的非流动负债为14.32亿元，其中一年内到期的长期借款为3.89亿元，一年内到期的长期应付款为10.43亿元。

表 16 2018 年末公司其他应付款前五名明细（单位：万元）

债权单位	年末余额	占比	账龄	未偿原因
成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司	65,508.55	51.02%	1 年以内、1-2 年	未到还款期限
崇州市羊马新城建设投资发展有限责任公司	20,000.00	15.58%	1 年以内	未到还款期限

成都市蜀州城市建设投资有限责任公司	18,596.27	14.48%	1年以内	未到还款期限
崇州市蜀城房屋拆迁有限公司	15,000.00	11.68%	1年以内	未到还款期限
崇州市崇中展业投资有限公司	5,000.00	3.89%	1年以内	未到还款期限
合计	124,104.82	96.65%	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2018年末公司长期借款为17.23亿元（包含一年内到期的长期借款3.89亿元），其中质押借款2.01亿元，抵押借款7.93亿元，保证借款6.38亿元，信用借款0.92亿元，抵押借款的抵押物为公司土地使用权。2017年末公司应付债券大幅增加，主要系公司当年发行城市停车场建设专项债券（17兴蜀专项债）13.00亿和北京金融资产交易所债券5.20亿所致。公司长期应付款主要为融资租赁款、信托借款以及关联方借款，2018年末为13.6亿元，其中关联方借款不付息。

截至2018年末，公司有息债务总额为61.46亿元，较2016年末增长25.42%，占负债总额的比重为78.96%，公司刚性债务压力较大。从有息债务本金偿还期限结构来看，以长期有息债务为主，2018年末公司长期有息债务为47.14亿元，占有息债务总额的比重为76.70%。

从偿债能力指标来看，公司资产负债率有所波动，但整体负债水平不高，2018年末为37.00%，较2016年末下降5.10个百分点。公司流动比率和速动比率表现较好，但公司流动资产主要由存货和其他应收款构成，其他应收款回款时间存在一定的不确定性，存货即时集中变现难度较大，公司实际短期偿债能力较弱。近年公司EBITDA规模较为稳定，但有息债务增长较快，EBITDA利息保障倍数低且持续下降。随着本期债券的发行，公司未来债务压力将进一步加大。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年	2016年
资产负债率	37.00%	34.67%	42.10%
流动比率	4.29	7.08	3.15
速动比率	1.11	1.56	1.03
EBITDA（万元）	16,946.54	19,026.99	19,198.23
EBITDA 利息保障倍数	0.31	0.47	0.56
有息债务/EBITDA	36.27	31.50	25.52

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，募投项目收益是本期债券偿债资金的主要来源。根据《成都崇州经开区智能制造标准化厂房建设项目可行性研究报告》，该项目在经营期（本期债券存续期第3-7年）内预计可实现收入合计13.13亿元，能够覆盖本期债券本息。但募投项目建成后，造标准化厂房、配套厂房、辅助用房和库房、综合楼以及停车位等能否顺利实现租售以及租售价格均存在一定的不确定性，募投项目收入的稳定性未来需持续关注；同时，考虑到募投项目投资规模较大，若无法按期完成，相关的现金流入将无法顺利实现。

其次，公司经营活动获取的现金是本期债券按时还本付息的重要保障。2016-2018年公司分别实现营业收入4.04亿元、4.59亿元和9.35亿元，“销售商品、提供劳务收到的现金”合计实现10.32亿元，截至2018年末，公司代建项目投资规模较大，未来工程代建收入来源较有保障，但工程代建收入规模易受项目建设进度和政府竣工验收、审计决算进度影响，且相关现金回流受政府资金调配影响而具有一定的不确定性。

最后，土地资产变现是本期债券还本付息资金的有益补充。公司共有土地资产73宗，其中通过出让获得的土地资产47宗，用途主要为商住用地，土地面积合计为263.75万平方米，账面价值合计52.68亿元，公司在必要时可通过变现土地资产来补充偿债资金。但部分土地资产已用于借款抵押，且未来变现金额受当地土地市场行情影响较大，土地资产能否顺利变现及变现金额存在一定的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

天府信用提供的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

本期债券由天府信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据天府信用于2018年12月4日出具的《天府（四川）信用增进股份有限公司信用增进函》（天府信用函【2018】019号），本次保证范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。天府信用承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

天府信用是经四川省政府国有资产监督管理委员会（川国资改革[2017]39号）文件批准，于2017年8月28日以发起设立方式组建的股份有限公司，注册资本400,000.00万元（货币出资），实际控制人为四川省人民政府。天府信用的股东包括四川发展（控股）有限责任公司、四川省铁路产业投资集团有限责任公司、四川金融控股集团有限公司等9家单位，

除中银投资资产管理有限公司外，其余8家均为四川省内的国有企业。

天府信用主要经营信用增进业务和投资业务。2018年度，天府信用实现营业总收入2.79亿元；其中，增信业务收入1.18亿元，投资收益1.51亿元；实现利润总额2.58亿元。截至2018年末，天府信用资产总额为42.57亿元，所有者权益为42.14亿元。

表 19 天府信用主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
总资产	425,704.30	403,086.05
所有者权益合计	421,358.23	402,077.32
现金类资产	117,502.23	285.49
营业总收入	27,925.91	3,375.58
已赚增信费	11,759.03	0.00
利息收入	1,019.33	124.25
投资收益	15,138.11	3,251.33
利润总额	25,752.75	2,783.00
净资产收益率	4.68%	1.03%
增信责任余额	917,000.00	0.00
准备金覆盖率	0.23%	0.00%
增信放大倍数	2.18	0.00

资料来源：天府信用 2017-2018 年审计报告及天府信用提供，中证鹏元整理

天府信用股东背景强大，资本实力雄厚，资产流动性高，增信业务发展较快。同时中证鹏元也关注到了近年债券市场受经济去杠杆政策影响较大，信用风险事件较多，违约债券规模仍处于较高水平；天府信用尚处于初创期，未来发展情况尚待观察等风险因素。

经中证鹏元综合评定，天府信用主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其提供的不可撤销的连带责任保证有效提升了本期债券的信用水平。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，2016年1月1日至报告查询日（2019年4月9日），公司本部有2笔历史欠息记录，分别为：2017年5月20日至2017年5月21日欠乐山市商业银行利息106,695.00元，根据乐山市商业银行出具的说明，系银行系统提前跑批扣息所致，非公司恶意欠息；2016年11月21日至2016年11月28日欠成都银行崇州支行利息2,625,958.33元，根据成都银行崇州支行出具的说明，系公司误将利息转入结算账户，非公司恶意欠息。除

此之外，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司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。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额合计26.65亿元，占当年末所有者权益的比重达20.12%，被担保方主要为崇州市国有企业或政府控股公司，对外担保均未设置反担保措施，公司面临或有负债风险。

表 20 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保方式	反担保措施
成都市蜀州城市建设投资有限责任公司	40,000.00	信用担保	无
成都市蜀州兴宇城市建设投资有限责任公司	66,000.00	信用担保	无
成都新蜀康建设投资有限公司	55,550.00	信用担保	无
崇州市鼎兴实业有限公司	105,000.00	信用担保	无
合并	266,550.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	10,134.30	64,451.74	202,549.04
存货	976,260.45	941,687.69	852,214.53
长期股权投资	276,347.83	276,117.58	10,395.99
其他非流动资产	371,683.13	371,683.13	371,683.13
总资产	2,103,328.62	1,975,242.69	1,685,642.18
短期借款	-	8,300.00	16,600.00
其他应付款	128,402.25	60,900.92	206,273.09
一年内到期的非流动负债	143,177.71	76,402.24	167,075.53
长期借款	133,383.33	140,100.00	92,400.00
应付债券	202,000.00	182,000.00	-
长期应付款	136,006.79	192,480.46	213,938.00
总负债	778,279.06	684,903.14	709,654.41
有息债务	614,567.83	599,282.70	490,013.53
所有者权益	1,325,049.57	1,290,339.55	975,987.77
营业收入	93,475.96	45,867.41	40,440.81
营业利润	16,793.08	18,703.44	3,446.73
营业外收入	80.12	-	14,064.34
利润总额	16,690.46	18,654.46	17,480.75
经营活动产生的现金流量净额	966.43	113.79	-29,759.63
投资活动产生的现金流量净额	-9,212.35	-84,004.61	-24,273.28
筹资活动产生的现金流量净额	-26,071.53	-13,206.48	158,460.62
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	10.56%	10.48%	10.33%
收现比	0.22	1.31	0.56
产权比率	58.74%	53.08%	72.71%
资产负债率	37.00%	34.67%	42.10%
流动比率	4.29	7.08	3.15
速动比率	1.11	1.56	1.03
EBITDA（万元）	16,946.54	19,026.99	19,198.23
EBITDA 利息保障倍数	0.31	0.47	0.56
有息债务/EBITDA	36.27	31.50	25.52

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告及 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 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
产权比率	负债总额/所有者权益
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录三 截至2018年末公司土地资产情况（单位：平方米、万元）

科目	土地证号	土地用途	面积	价值	是否抵押
存货	崇国用（2005）第 12130-3 号	住宅	176,000.00	30,980.75	否
	崇国用（2007）第 12645-1 号	住宅	160,000.80	26,219.78	否
	崇国用（2007）第 12645-2 号	住宅	86,667.10	12,791.98	否
	崇国用（2007）第 12645-3 号	住宅	86,667.10	14,264.88	否
	崇国用（2007）第 12646 号	住宅	170,000.00	58,833.60	否
	崇国用（2007）第 12647 号	住宅	58,666.67	24,128.37	否
	崇国用（2007）第 12648 号	住宅	138,666.67	47,989.76	否
	崇国用（2008）第 1000 号	住宅	48,640.02	8,892.61	否
	崇国用（2008）第 1001 号	住宅	72,430.76	13,160.10	否
	崇国用（2008）第 1002 号	住宅	17,207.06	3,259.33	否
	崇国用（2008）第 1003 号	住宅	12,409.02	2,310.91	否
	崇国用（2008）第 1100 号	商业	33,333.31	8,353.29	否
	崇国用（2008）第 33 号	住宅	78,315.50	11,018.84	否
	崇国用（2008）第 34 号	住宅	119,828.99	16,970.78	是
	崇国用（2008）第 35 号	住宅	31,723.60	5,718.18	否
	崇国用（2009）第 10006 附 1 号	住宅	46,666.67	16,097.53	否
	崇国用（2009）第 10114 号	商业、住宅	19,409.31	5,794.99	否
	崇国用（2009）第 10115 号	商业、住宅	48,209.21	6,415.49	否
	崇国用（2009）第 10116 号	商业、住宅	43,546.41	2,582.91	否
	崇国用（2009）第 10068 号	商业、住宅	33,499.00	4,744.29	否
	崇国用（2009）第 10069 号	商业、住宅	48,000.70	6,798.10	否
	崇国用（2009）第 10093 号	商业、住宅	43,089.99	7,895.68	否
	崇国用（2009）第 10094 号	商业、住宅	23,943.96	4,387.42	否
	崇国用（2009）第 10131 号	商业、住宅	39,603.73	10,316.25	否
	崇国用（2009）第 10132 号	商业、住宅	79,347.26	20,668.93	否
	崇国用（2009）第 10133 号	商业、住宅	74,861.28	19,500.39	否
	崇国用（2009）第 10134 号	商业、住宅	72,853.40	18,977.36	否
	崇国用（2010）第 10023 号	住宅	66,666.66	11,977.97	否
	崇国用（2011）第 15000 号	商业、住宅	43,546.41	12,548.69	否
	崇国用（2011）第 15004 号	商业、住宅	33,499.00	14,059.53	否
	崇国用（2013）第 15005-1 号	商业	19,693.33	4,293.15	否
	崇国用（2013）第 15007-1 号	商业	5,386.67	1,172.68	否
	崇国用（2013）第 15012-1 号	商业	21,693.33	5,121.80	否
崇国用（2013）第 15013-1 号	商业	9,874.81	2,153.70	否	
崇国用（2013）第 15014-1 号	商业	1,674.53	395.36	否	

	崇国用（2013）第 15015-1 号	商业	13,931.77	3,289.29	否
	崇国用（2013）第 15016-1 号	商业	29,693.33	7,010.60	否
	崇国用（2013）第 15017-1 号	商业	26,382.09	5,756.57	否
	崇国用（2013）第 15019-1 号	商业	5,903.46	1,393.81	否
	崇国用（2013）第 15020-1 号	商业	26,970.62	5,879.60	否
	崇国用（2013）第 15021-1 号	商业	25,820.58	6,096.24	否
	崇国用（2013）第 15048-1 号	商业	13,126.67	2,864.24	否
	崇国用（2013）第 15049-1 号	商业	103,643.28	22,614.96	否
	崇国用（2013）第 15051-1 号	商业	27,240.00	5,938.32	否
	崇国用（2015）第 2796 号	工业用地	123,378.70	2,310.78	否
	崇国用（2015）第 2797 号	工业用地	152,282.32	2,852.05	否
	川（2017）崇州市不动产权第 0009323 号	住宅用地	12,152.82	3,524.32	否
	川（2017）崇州市不动产权第 0009324 号	住宅用地	2,481.98	719.77	否
	川（2017）崇州市不动产权第 0009322 号	住宅用地	17,026.37	5,559.11	否
	川（2017）崇州市不动产权第 0009320 号	住宅用地	15,494.23	5,058.87	否
	川（2017）崇州市不动产权第 0012398 号	住宅用地	30,476.29	5,592.40	否
	川（2017）崇州市不动产权第 0009319 号	住宅用地	19,315.84	3,312.67	否
	川（2017）崇州市不动产权第 0015054 号	住宅用地	40,333.20	10,809.30	否
	川（2018）崇州市不动产权第 000358 号	工业用地	11,318.20	210.86	否
	合计	-	2,762,594.01	561,589.15	
其他非流动资产	崇国用（2011）第 15025-1-2 号	建设用地	40,016.09	13,321.36	否
	崇国用（2011）第 15026-1-2 号	建设用地	81,249.23	23,131.66	否
	崇国用（2012）第 10010 号	建设用地	65,051.79	18,965.51	是
	崇国用（2012）第 10011 号	建设用地	101,952.24	29,719.08	是
	崇国用（2012）第 10012 号	建设用地	99,662.64	29,051.66	是
	崇国用（2012）第 10013 号	建设用地	71,557.67	20,859.06	是
	崇国用（2012）第 10014 号	建设用地	63,582.84	18,534.40	是
	崇国用（2012）第 10015 号	建设用地	64,859.48	18,906.54	是
	崇国用（2012）第 10016 号	建设用地	72,275.56	21,068.33	是
	崇国用（2012）第 10017 号	建设用地	61,057.77	17,798.34	是
	崇国用（2012）第 10027 号	建设用地	74,616.11	20,176.20	是
	崇国用（2012）第 10063 号	建设用地	112,746.71	13,698.73	否
	崇国用（2012）第 10065 号	建设用地	178,990.41	21,747.34	否
	崇国用（2012）第 10074 号	建设用地	132,105.54	19,710.15	否
	崇国用（2012）第 10075 号	建设用地	115,006.84	13,973.33	否

崇国用（2012）第 10076 号	建设用地	160,657.26	23,905.80	否
崇国用（2012）第 10077 号	建设用地	131,231.96	15,944.68	否
崇国用（2012）第 10078 号	建设用地	127,671.67	15,512.11	否
崇国用（2012）第 10097 号	建设用地	88,718.70	15,658.85	否
合计		1,843,010.51	371,683.13	

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。