

2017 年第一期、2018 年第一期
成都花园水城城乡建设投资有限责任公司
公司债券 2020 年跟踪
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員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：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【257】号 01

债券简称：2017 年第一期：17 蓉园 01/17 蓉花园债 01；2018 年第一期：18 蓉园 01/18 蓉花园债 01

债券剩余规模：17 蓉园 01：6 亿元；18 蓉园 01：6 亿元

债券到期日期：17 蓉园 01：2024 年 9 月 11 日；18 蓉园 01：2025 年 6 月 13 日

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

分析师

姓名：
陈刚 何卫平
电话：
0755-82872028
邮箱：
hewp@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司城投公司信用评级方法，该评级方法已披露于中证鹏元官方网站。

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

2017 年第一期、2018 年第一期成都花园水城城乡建设投资有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

债券信用等级

发行主体长期信用等级

评级展望

评级日期

本次跟踪评级结果

第一期：AA；第二期：AA

AA

稳定

2020 年 6 月 16 日

上次信用评级结果

第一期：AA；第二期：AA

AA

稳定

2019 年 6 月 18 日

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”）对成都花园水城城乡建设投资有限公司（以下简称“水城建投”或“公司”）及其 2017 年 9 月 11 日发行的 2017 年第一期成都花园水城城乡建设投资有限公司公司债券（以下简称“17 蓉园 01”）、2018 年 6 月 13 日发行的 2018 年第一期成都花园水城城乡建设投资有限公司公司债券（以下简称“18 蓉园 01”）的 2020 年度跟踪评级结果为：17 蓉园 01 及 18 蓉园 01 信用等级均维持为 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外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，同时公司代建管理业务收入具有一定持续性，且获得的外部支持力度仍较大；同时中证鹏元关注到公司整体资产流动性较弱，且其他应收款对公司资金形成占用，经营活动现金流表现较差，有息债务规模有所增长以致偿债压力不断加大，对外担保存在较大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。2019 年金堂县实现 GDP 440.4 亿元，同比增长 8.7%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司为金堂县重要基础设施建设主体之一，代建管理业务具有一定持续性。公司作为金堂县重要基础设施建设主体之一，主要负责城市道路、桥梁等基础设施工作；截至 2019 年底，公司存货中的待结算项目金额为 58.42 亿元，且主要在建及拟建的代建项目尚需投资 23.32 亿元项目代建业务具有一定的持续性。
- 公司获得的外部支持力度较大。地方政府在资金补助等方面持续给予了公司较大支持，2019 年合计获得地方政府拨付的财政补助资金 9,850.14 万元，计入公司其

他收益科目。

关注：

- **公司整体资产流动性较弱，且其他应收款对公司资金形成占用。**公司资产以存货和其他应收款为主，2019 年末两者合计占公司总资产 96.35%，其他应收款回收时间存在较不确定性，对公司资金形成占用；截至 2019 年末存货中账面价值为 62.03 亿元、占比 86.49%的土地资产已用于抵押，流动性受限。
- **公司经营活动现金流表现较差，资金压力较大。**近年来公司经营活动现金持续净流出，表现较差；截至 2019 年底，公司主要在建及拟建项目尚需投入资金 32.43 亿元，面临较大的资金支出压力。
- **公司资产负债率有所上升，有息债务规模有所增长，偿付压力不断加大。**截至 2019 年末，公司资产负债率为 61.26%，较上年增加 4.79 个百分点；2019 年末有息债务规模达到 558,042.28 万元，同比增长 13.54%，现金短期债务比下降至 0.23，公司偿付压力不断加大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额共计 63.00 亿元，与 2019 年末公司净资产的之比为 87.74%，对外担保金额较大，且均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,853,577.67	1,631,502.74	1,443,902.79
所有者权益	718,047.09	710,181.93	703,651.67
有息债务	558,042.28	491,478.04	447,730.23
资产负债率	61.26%	56.47%	51.27%
现金短期债务比	0.23	2.46	1.23
营业收入	40,895.28	12,606.83	19,715.10
其他收益	9,850.14	3,842.29	3,675.17
利润总额	10,585.82	7,511.22	16,016.83
综合毛利率	13.09%	45.19%	67.97%
EBITDA	11,059.22	7,795.94	16,347.96
EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.57	2.10
经营活动现金流净额	-92,300.52	-65,583.47	-144,552.34
收现比	0.60	1.55	1.01

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

一、债券募集资金使用情况

公司于2017年9月11日公开发行6亿元17蓉园01，于2018年6月13日公开发行6亿元18蓉园01，募集资金原计划用于金堂县淮口九龙安置房建设项目。截至2020年6月5日，17蓉园01、18蓉园01募集资金专项账户余额为10,952.50元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、主营业务、控股股东、控股股东持股比例及实际控制人均未发生变化，金堂县国有资产管理委员会办公室持有公司（以下简称“金堂国资委办公室”）100%股权，为公司控股股东和实际控制人。2019年公司合并报表范围未发生变化。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等

传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得

作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年金堂县整体经济实力进一步增强，增速保持平稳

2019年金堂县经济总量保持增长，2019年金堂县实现地区生产总值440.4亿元，同比增长8.7%，其中第一产业增加58.7亿元，同比增长2.8%；第二产业增加171.7亿元，同比增长8.0%；第三产业增加210.0亿元，同比增长11.2%。2019年金堂县三次产业结构由上年的11.6：46.9：41.5调整为13.3：39.0：47.7，第三产业占比有所提高。2019年全县人均生产总值为61,419元，是全国人均生产总值的86.64%，地方经济发展水平一般。

2019年金堂县规模以上工业企业达200家，规模以上工业增加值同比增长12%，2019年金堂县完成固定资产投资325.1亿元，同比增长11.6%，其中，完成工业投资122.1亿元，促进前沿生物等21个项目开工、中电建轨道交通等25个项目加快建设，邑诚科技等16个项目竣工。

2019年金堂县全年实现社会消费品零售总额98.4亿元，增长11.4%。按消费形态分，其中餐饮收入23.2亿元，增长23.8%，商品零售75.2亿元，增长8.0%。社会消费品零售总额和规模以上固定资产投资额均保持较快增长。

表1 金堂县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	440.4	8.7%	424.1	10.5%
第一产业增加值	58.7	2.8%	49.2	4.3%
第二产业增加值	171.7	8.0%	198.7	10.4%
第三产业增加值	210.0	11.2%	176.2	12.5%
固定资产投资	325.1	11.6%	291.3	13.3%
社会消费品零售总额	98.4	11.4%	88.4	11.0%
存款余额	446.3	6.87%	418.3	-4.6%

贷款余额	325.0	12.8%	288.1	16.1%
人均 GDP		61,419		-
人均 GDP/全国人均 GDP		86.64%		-

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：金堂县统计局、2019 年金堂县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据金堂县统计局数据，2019年金堂县实现公共财政收入35.5亿元，同比增长8.0%；其中税收收入为18.4亿元，占公共财政收入的比例为51.83%；2019年公共财政支出为67.1亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为52.99%。

四、经营与竞争

2019年公司新增土地整理开发收入，同时继续从事项目代建、砂石销售等业务。2019年公司实现营业收入40,895.28万元，较2018年大幅上升224.39%；从构成来看，2019年土地转让收入和代建管理费收入分别占营业收入的41.41%、54.95%，是公司收入的主要来源。毛利率方面，项目代建收入的毛利率由2018年的46.59%下降至18.11%，主要系2018年项目代建收入结算方式发生改变，导致2019年公司综合毛利率较上年下降了28.48个百分点。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地转让收入	16,935.67	7.19%	0.00	0.00%
项目代建收入	22,473.39	18.11%	11,763.98	46.59%
砂石销售收入	1,306.14	-0.81%	675.17	22.68%
其他收入	180.08	42.00%	167.69	37.72%
合计	40,895.28	13.09%	12,606.83	45.19%

注：其他业务收入主要包括房屋租金收入等。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司承担大量代建业务，是公司的重要收入来源之一，业务具有一定持续性但面临资金压力

公司作为金堂县重要基础设施建设主体之一，主要负责城市道路、桥梁、交通水利等基础设施和安置房建设工作。业务模式上，公司于2011年12月13日与金堂县财政局签订《回购协议书》，协议约定公司自协议签订之日起所有建设项目在完成建设、验收合格后由金堂县财政局进行回购，金堂县财政局支付公司项目回购款项，回购款项包括经审计确认的项目总投资和投资回报，投资回报为项目总投资的15%；账务处理上，2018年之前，公司

每年按照项目建设进度，将工程投资回报确认为代建管理收入，将建设期投入的项目投资计入存货中的代建开发成本子科目，待公司收到财政局拨付的项目回购款后，直接冲减存货，不计入利润表；资金回笼方面，项目回购款由地方财政局根据财政资金安排和公司资金实际需求情况进行安排支付；2018年开始，公司承接的项目按照代建成本加代建收益（15%）全额法结算确认代建项目收入。

近年公司承担了大量的基础设施项目建设任务，代建管理收入是公司营业收入的重要来源。根据《金堂县人民政府关于成都花园水城城乡建设投资有限公司委托代建收入确认问题的函》（金堂府函[2019]184号），2019年公司承建代建项目168个，其中87个为2018年前的代建项目，已投资额为17,726.91万元，81个为2018年后新承接的代建项目，已投资额为18,402.40万元，2019年公司已完成投资总金额为36,129.31万元，代建管理费收入为23,821.79万元（含税）。毛利率方面，前期承建的代建项目按照（15%）净额结算，2018年开始承接的项目按照代建成本加代建收益（15%）全额法结算，造成毛利率波动，因此公司代建管理业务的毛利率大幅下降，由于2019年新承接的项目较多，其毛利率大幅降至为18.11%。

表3 2018-2019年公司代建管理费收入情况（单位：个、万元）

年份	承建项目数量	当年工程总金额	代建管理费率	代建管理费	依据文件
2019年	168	36,129.31	15%	23,821.79	金堂府函[2019]184号
2018年	144	41,244.92	15%	12,469.82	金堂府函[2018]265号

注：表中代建管理费为含税收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年底，公司主要在建及拟建项目计划总投资额合计56.12亿元，已投资23.69亿元，尚需投资32.43亿元，作为金堂县主要的基础设施建设主体，公司未来仍将承担其他项目任务。

除了淮口九龙安置房和金堂农产品精深加工园三期项目外，其他项目均由金堂县财政局代政府进行回购，未来可形成代建管理收入，但代建管理业务受工程进度和地方政府政策的影响较大，存在一定不确定性。整体看来，目前公司代建项目较多，未来收入具有一定的持续性；但所需资金量较大，面临较大的资金压力。

表4 截至2019年底公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目		预算总投资	已投资	尚需投资
在建	淮口九龙安置房	165,615.76	157,334.97	8,280.79
	金堂农产品精深加工园三期项目	118,053.90	35,200.00	82,853.90

	金堂县中医医院二期扩建项目	27,975.00	21,976.00	5,999.00
	瑞光小学新建工程	17,364.00	11,000.00	6,364.00
	淮口社区卫生服务中心业务用房建设项目	5,701.00	1,000.00	4,701.00
	金堂实验小学改扩建工程	3,912.00	2,500.00	1,412.00
	平桥幼儿园新建项目	3,293.00	1,300.00	1,993.00
	平桥乡卫生院改扩建项目	2,632.00	2,000.00	632.00
	隆盛镇卫生院改扩建项目	1,596.00	1,100.00	496.00
	清江镇卫生院改扩建项目	1,339.00	1,000.00	339.00
	金堂县土桥中心卫生院公卫综合大楼建设项目	1,353.00	900.00	453.00
	云合镇卫生院改扩建项目	1,311.00	1,000.00	311.00
	金堂县又新镇卫生院改扩建项目	1,202.00	600.00	602.00
拟建	金堂县新型城镇化综合试验区学府星兰东苑（B区）工程	56,786.00	0.00	56,786.00
	金堂县新型城镇化综合试验区学府星兰东苑（A区）工程	51,863.00	0.00	51,863.00
	三星大道建设工程	47,000.00	0.00	47,000.00
	能源大厦建设工程	26,779.00	0.00	26,779.00
	淮口一小改扩建工程	17,720.00	0.00	17,720.00
	金堂县社会福利院迁建项目	5,417.00	0.00	5,417.00
	金堂县福兴镇三合碑乡村振兴基础设施建设项目	4,323.00	0.00	4,323.00
	合计	561,235.66	236,910.97	324,324.69

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司新增土地转让收入，金额为1.69亿元，系土地证号为川（2019）金堂县不动产权0011784号土地出让所得，面积为2.81万平方米，账面价值为1.57亿元，于2019年8月28日通过国土局招拍挂的方式出让给成都干道金翔置业有限责任公司。

2019 年公司砂石业务收入有所增加，但毛利率大幅下降

公司砂石销售业务收入来源于子公司成都水城砂石投资管理有限公司（以下简称“砂石公司”）。金堂县拥有储量较为丰富的建筑用砂、砾石矿床，多产于砂砾石夹沙层及县境内主干河流中，砂砾石年产量约50-120万立方米。砂石公司拥有当地的砂石开采权，公司开采砂石，委托加工后对外销售，实现砂石销售收入。

2019年砂石销售收入为1,306.14万元，大幅同比上升93.45%。从毛利率来看，2019年公司砂石业务毛利率为-0.81%，同比大幅下降23.49个百分点，主要系2019年公司开采量较大，生产成本较高且较多砂石滞销所致，产销率由上年的127.34%大幅下降至32.51%原因

系2019年公司产量大幅增加且定价虚高所致。2019年公司对前三名客户销量占总销量的比例达56%，集中度很高。

表 5 2018-2019 年公司砂石业务情况（单位：立方米、元/立方米）

年份	产量	销量	均价	产销率	前三名客户销量占比
2019 年	337,720	109,795	119	32.51%	56%
2018 年	38,412	48,916	170	127.34%	86%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司在财政补贴等方面继续得到政府较大的支持，在一定程度上缓解了公司的偿债压力

公司作为金堂县重要基础设施建设主体之一，继续在财政补贴等方面受到地方政府的支持。根据金堂县财政局文件（金堂财政发[2019]131号），拨付公司9,850.00万元基础设施建设专项补助，2019年公司合计获得地方政府拨付的财政补助资金9,850.14万元，计入公司其他收益科目。

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公司2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年纳入公司合并报表范围的子公司未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模持续增加，但仍以其他应收款和存货为主，整体资产流动性仍然较弱

随着外部融资规模的扩大，公司资产规模持续增加，截至2019年底，公司资产总额为185.36亿元，同比增长13.61%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2019年末流动资产占比为99.50%。

2019年末货币资金余额为2.57亿元，主要是银行存款，其中2.45亿元为银行承兑汇票保证金和用于担保的定期存款或通知存款，使用受限。2019年末预付款项为2.30亿元，同比大幅上升153.45%，主要系成都市景华投资有限公司、南充兴宏建筑工程有限公司、广西大都投资有限公司和四川省铭涵建筑工程有限责任公司等民营企业的为工程预付款。2019年末其他应收款主要是公司与金堂县财政局（17.85亿元）、金堂通达建设有限责任公

司（15.31亿元）、四川成阿发展实业有限公司（3.24亿元）及成都成金资产管理有限公司（2.77亿元）等单位的往来款，考虑到其他应收款欠款单位多为有政府背景的企事业单位，回收风险不大，但是回收时间存在较大的不确定性，对公司资金形成一定的占用。2019年末公司存货账面价值为130.38亿元，主要包括拟开发土地（71.72亿元）和开发成本（58.42亿元），土地资产共计60宗地，面积合计为476.92万平方米，均是出让性质的商住、二类居住用地或城镇住宅用地，其中账面价值为62.03亿元、占比86.49%的土地资产已用于抵押，流动性受限；开发成本余额为58.42亿元，均是公司承接的已完工或在建的政府代建项目，截至2019年共计331个，2019年末增长较多主要系工程项目投入增加所致。公司非流动资产为投资性房地产，投资性房地产主要为提供给机关、事业单位使用的房屋及建筑物，未收取租金。

总体来看，公司资产以存货和其他应收款为主，2019年末两者合计占公司总资产96.35%，其中账面价值为62.03亿元、占比86.49%的土地资产已用于抵押，流动性受限；其他应收款欠款回收时间存在较大的不确定性，且对公司资金形成占用，公司整体资产流动性较弱。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	25,683.24	1.39%	23,601.93	1.45%
预付款项	23,003.37	1.24%	9,076.06	0.56%
其他应收款	482,166.93	26.01%	374,848.70	22.98%
存货	1,303,812.78	70.34%	1,209,819.86	74.15%
流动资产合计	1,844,324.72	99.50%	1,622,538.04	99.45%
投资性房地产	4,073.16	0.22%	4,177.60	0.26%
非流动资产合计	9,252.95	0.50%	8,964.70	0.55%
资产总计	1,853,577.67	100.00%	1,631,502.74	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司收入规模大幅上升，但主营业务稳定性不足，其他收益是利润的有益补充

2019年公司实现营业收入4.09亿元，同比大幅上升224.39%，主要系2019年新增土地转让收入1.69亿元所致。毛利率方面，由于结算模式的改变，2019年公司项目代建收入的毛利率下降至18.11%，综合毛利率较上年下降32.10个百分点至13.09%。2019年公司的营业利润和利润总额分别为10,691.22万元和10,585.82万元，较2018年均有所上升。收入持续

性方面，公司目前承接的在建项目较多，截至2019年底，公司存货中的开发成本为58.42亿元，且公司主要在建及拟建项目计划总投资额合计56.12亿元，已投资23.69亿元，尚需投资32.43亿元，大部分在建项目与政府签订《回购协议书》，公司代建管理收入具有一定的持续性；代建管理业务、土地整理开发业务均受当地政府在基础设施建设安排、土地出让状况等方面的影响较大，未来公司主营业务可能存在一定的波动。2019年其他收益为9,850.14万元，其他收益是利润的有益补充。

表 7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	40,895.28	12,606.83
营业利润	10,691.22	7,847.10
营业外收入	0.53	3.72
利润总额	10,585.82	7,511.22
综合毛利率	13.09%	45.19%
其他收益	9,850.14	3,842.29

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流持续净流出，面临较大的资金压力

公司2019年公司的收现比为0.60，表现较差，由于代建项目以及土地整治开发的施工成本支出，当年公司经营活动现金流仍表现为净流出9.23亿元。

2019年公司投资活动现金流规模较小，对整体现金流影响不大。筹资活动方面，公司为满足经营支出的需要，主要通过银行贷款、信托贷款、发行债券等外部渠道进行融资，2019公司筹资活动现金净流入8.99亿元，考虑到截至2019年末公司在建及拟建项目尚需投资32.43亿元，未来公司依然面临较大的资金压力。

表 8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.60	1.55
销售商品、提供劳务收到的现金	24,706.10	19,535.76
收到其他与经营活动有关的现金	22,572.39	242,584.38
经营活动现金流入小计	47,278.49	262,120.14
购买商品、接受劳务支付的现金	136,949.06	131,162.70
支付其他与经营活动有关的现金	1,369.36	195,363.49
经营活动现金流出小计	139,579.00	327,703.61

经营活动产生的现金流量净额	-92,300.52	-65,583.47
投资活动产生的现金流量净额	-14.08	-22.59
筹资活动产生的现金流量净额	89,895.90	7,082.07
现金及现金等价物净增加额	-2,418.70	-58,523.99

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率持续攀升，有息债务规模有所增长，偿债压力不断加大

2019年公司加大外部融资力度，期末公司负债总额113.55亿元，同比增长23.25%；2019年末公司所有者权益为71.80亿元，同比增长1.11%。由于负债规模增长速度快于所有者权益规模增长速度，2019年末公司产权比率为158.14%，较上年末上升28.41个百分点，净资产对负债的保障程度进一步下降。

表 9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债合计	1,135,530.57	921,320.82
所有者权益合计	718,047.09	710,181.93
产权比率	158.14%	129.73%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司短期借款主要系哈尔滨银行成都金堂支行获得的利率为7.50%的保证加质押借款和重庆银行成都分行获得的利率为6.09%的保证加抵押借款，2019年末为1.40亿元，较上年增长45.73%。2019年公司应付票据同比增长30.00%至1.69亿元，系银行承兑汇票和商业承兑汇票。应付账款主要系应付材料款和工程款，2019年末为1.09亿元，其他应付款余额为51.54亿元，同比大幅上升37.30%，主要是公司与金堂通达建设有限责任公司（8.25亿元）、四川花园水城城乡产业发展投资开发有限责任公司（5.59亿元）及成都花园水城城市建设集团有限公司（5.44亿元）等单位的往来款，随着往来款的大幅增加公司其他应付款规模有所增加。2019年公司新增一年内到期的非流动负债9.82亿元，主要系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款。

公司长期借款规模有所上升，2019年末金额为16.79亿元，同比上升53.27%，长期借款主要是以保证加抵押和质押取得的借款，利率区间为4.87%-12.00%。应付债券为本16水城建投债和本期债券。2019年长期应付款12.29亿元，较上年下降27.40%，主要系西部信托有限公司、哈银金融租赁有限责任公司及五矿国际信托有限公司等公司的长期非金融机构借款。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	13,990.00	1.23%	9,600.00	1.04%
应付票据	16,900.00	1.49%	13,000.00	1.41%
应付账款	10,877.90	0.96%	15,234.17	1.65%
应交税费	28,462.81	2.51%	21,701.71	2.36%
其他应付款	515,353.62	45.38%	375,342.49	40.74%
一年内到期的非流动负债	98,178.00	8.65%	0.00	0.00%
流动负债合计	684,668.98	60.30%	435,464.45	47.27%
长期借款	167,867.00	14.78%	109,525.00	11.89%
应付债券	160,057.84	14.10%	206,991.04	22.47%
长期应付款	122,936.75	10.83%	169,340.33	18.38%
非流动负债合计	450,861.59	39.70%	485,856.37	52.73%
负债合计	1,135,530.57	100.00%	921,320.82	100.00%
其中：有息债务	558,042.28	49.14%	491,478.04	53.34%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年底，公司有息债务为55.80亿元，同比增长13.54%；其中2020-2022年分别到期11.22亿元、9.96亿元和15.71亿元，公司短期偿债压力进一步加大，公司有息债务增幅较快，面临一定的集中偿付压力。

表 11 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
短期借款	13,990.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	98,178.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	20,000.00	50,000.00	97,867.00
应付债券	0.00	41,409.27	41,409.27	77,239.31
长期应付款	0.00	38,225.00	65,724.43	14,000.00
合计	112,168.00	99,634.27	157,133.70	189,106.31

资料来源：公司提供

从各项偿债指标看，2019年末公司资产负债率为61.26%，较上年增加4.79个百分点，债务负担有所增加。2019年末公司货币资金对短期债务覆盖程度较低，短期偿付压力较大。2019年EBITDA规模有所增加，EBITDA利息保障倍数小幅上升至0.74，但表现仍一般。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	61.26%	56.47%

现金短期债务比	0.23	2.46
EBITDA（万元）	11,059.22	7,795.94
EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.57

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、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，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月5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2019年末，公司对外担保金额共计63.00亿元，与2019年末公司净资产之比为87.74%，被担保对象均是金堂县内其他平台公司，均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表 15 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保到期日	是否有反担保
成都望城投资有限责任公司	69,000	2018.5.22-2021.5.21	否
	60,000	2016.4.28-2025.4.27	否
	60,000	2016.4.28-2025.4.27	否
	30,000	2019.4.4-2021.4.3	否
四川花园水城城乡产业发展投资开发有限责任公司	60,000	2018.9.18-2026.9.18	否
	19,000	2019.1.29-2021.6.21	否
	15,000	2019.8.2-2021.8.2	否
	14,000	2018.10.26-2020.12.5	否
金堂县山水生态城建设投资有限责任公司	45,000	2018.3.13-2021.3.6	否
	40,000	2016.11.31-2019.11.31	否
成都宜居水城城乡交通建设投资有限公司	36,940	2016.3.2-2021.2.2	否
成都金堂发展投资有限公司	30,000	2019.1.28-2021.4.3	否
	6,000	2019.12.20-2022.12.20	否
	5,900	2019.12.20-2022.12.20	否
成都金建东蓉投资集团有限公司	20,000	2019.5.27-2024.5.26	否
金堂县鑫垚建设投资有限责任公司	20,000	2018.11.28-2020.12.16	否

成都天府水城城乡水务建设有限公司	20,000	2017.10.10-2020.7.5	否
金堂县净源排水有限责任公司	15,000	2016.3.25-2021.3.10	否
	12,336	2018.2.28-2023.2.28	否
成都成金物业服务有限公司	15,000	2019.11.6-2021.11.6	否
成都成金资产管理有限公司	15,000	2019.11.6-2021.11.5	否
四川凯金交通建设投资有限公司	11,870	2016.5.14-2019.5.13	否
金堂县国有资产投资经营有限责任公司	10,000	2017.6.2-2022.6.2	否
合计	630,046.20	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2019年外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司代建管理业务收入具有一定持续性，获得的外部支持力度仍较大；同时中证鹏元也关注到公司整体资产流动性较弱，且其他应收款对公司资金形成占用，经营活动现金流表现较差，有息债务有所增长，偿债压力不断加大，对外担保存在较大的或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持17蓉园01及18蓉园01信用等级均为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

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）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	25,683.24	23,601.93	82,125.93
其他应收款	482,166.93	374,848.70	280,429.99
存货	1,303,812.78	1,209,819.86	1,063,422.24
总资产	1,853,577.67	1,631,502.74	1,443,902.79
短期借款	13,990.00	9,600.00	12,000.00
其他应付款	515,353.62	375,342.49	252,548.64
一年内到期的非流动负债	98,178.00	0.00	54,590.00
长期借款	167,867.00	109,525.00	223,800.00
应付债券	160,057.84	206,991.04	157,340.23
长期应付款	122,936.75	169,340.33	5,014.56
总负债	1,135,530.57	921,320.82	740,251.12
归属于母公司所有者权益合计	718,047.09	710,181.93	703,651.67
所有者权益合计	718,047.09	710,181.93	703,651.67
营业收入	40,895.28	12,606.83	19,715.10
营业利润	10,691.22	7,847.10	16,478.18
净利润	7,865.17	6,530.25	12,821.04
经营活动产生的现金流量净额	-92,300.52	-65,583.47	-144,552.34
投资活动产生的现金流量净额	-14.08	-22.59	-1,110.22
筹资活动产生的现金流量净额	89,895.90	7,082.07	169,080.52
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	13.09%	45.19%	67.97%
收现比	0.60	1.55	1.01
产权比	158.14%	129.73%	105.20%
资产负债率	61.26%	56.47%	51.27%
现金短期债务比	0.23	2.46	1.23
EBITDA（万元）	11,059.22	7,795.94	16,347.96
EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.57	2.10
有息债务/EBITDA	50.46	63.04	27.39

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
成都水城砂石投资管理有限公司	2,200	100.00%	砂石销售业务

资料来源：公司 2019 年审计报告

附录三 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

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。