

2017 年都江堰新城建设投资有限责任公司
公司债券(第一期)、2018 年都江堰新城建设
投资有限责任公司公司债券(第一期、第二期)
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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【303】号 01

债券简称：
2017年（第一期）：17都
江堰/17都新城 01；
2018年（第一期）：18都
江堰/18都新城 01；
2018年（第二期）：18都
新城/18都新城 02

债券剩余规模：
2017年（第一期）6.0亿
元；2018年（第一期）3.0
亿元；2018年（第二期）
3.0亿元

债券到期日期：
2017年（第一期）：2024
年10月19日；2018年（第
一期）：2025年5月2日；
2018年（第二期）：2025
年10月11日

债券偿还方式：按年付息，
在债券存续期的第3年末
起分别按照债券发行总额
20%的比例偿还本金

分析师

姓名：
邓凌宇 蒋申

电话：
0755-82872940
邮箱：
dengly@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年都江堰新城建设投资有限责任公司公司债券（第一期）、2018年都江堰新城建设投资有限责任公司公司债券（第一期、第二期）2020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	2017年第一期：AA	2017年第一期：AA
发行主体长期信用等级	2018年第一期、第二期：AA	2018年第一期、第二期：AA
评级展望	AA	AA
评级日期	稳定	稳定
	2020年06月26日	2019年06月28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”）对都江堰新城建设投资有限责任公司（以下简称“公司”）及其2017年10月19日发行的2017年（第一期）、2018年5月2日发行的2018年（第一期）和2018年10月11日发行的2018年（第二期）公司债券（以下合称“本期债券”）的2020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，并将公司主体长期信用等级及本期债券信用等级移出信用评级观察名单。该评级结果是考虑到都江堰市经济保持较快增长，公司未来收入来源仍有一定保障，继续获得外部支持，且公司已从失信被执行人名单中移出。同时中证鹏元也关注到，公司面临较大的短期偿债压力和投资资金压力，本期债券募投项目建设进度不及预期，资产流动性较弱，以及存在较大或有负债等风险因素。

正面：

- 都江堰市经济保持较快增长，旅游业发展势头较好。2019年都江堰市实现地区生产总值424.51亿元，增长8.0%；作为国家历史文化名城和中国优秀旅游城市，2019年1-11月全市接待游客2,572.15万人次，实现旅游综合收入303.9亿元，同比增长19.50%。
- 公司基础设施代建项目和土地整理项目待结算成本规模较大，未来收入仍有一定保障。截至2019年末，公司主要的在建基础设施代建项目账面待结算成本约48

亿元；土地整理项目总回购款为 54.46 亿元，累计确认收入 10.54 亿元。主要基础设施代建项目和土地整理项目待结算成本规模较大，且已签订代建或回购协议。

- **公司继续获得外部支持。**为支持公司的城市建设开发、基础设施建设及环境综合治理工作，2019 年都江堰市财政局给予公司财政补助资金 6,500.00 万元。
- **公司已从失信被执行人名单中移出。**因民间借贷纠纷，2019 年 4 月公司作为借款担保人被重庆市沙坪坝区人民法院扣划资金 1 亿元，并被列入失信被执行人名单，2019 年 7 月该款项已转至重庆聚融小额贷款股份有限公司银行账户，公司从失信被执行人名单中移出。

关注：

- **公司有息债务规模仍较大，短期偿债压力大。**截至 2019 年末，公司有息债务合计 83.12 亿元，占总负债的比例为 54.60%，资产负债率上升至 59.13%，现金短期债务比仅为 0.04，当年 EBITDA 利息保障倍数仅为 0.51。
- **本期债券募投项目建设进度不及预期，未来收益存在不确定性。**本期债券募投项目总投资 26.47 亿元，截至 2019 年末已投资 13.41 亿元，主要用于危旧房拆迁安置、补缴土地出让金和主体工程。项目原计划于 2018 年末完工，但用于销售的配套住房和商业房实际建设进度不及预期，且未来的销售状况易受棚户区改造建设情况和房地产市场行情影响，存在不确定性。
- **公司收入回款欠佳，面临较大的建设资金压力。**2019 年公司业务回款情况欠佳，销售商品、提供劳务收到的现金为 1.40 亿元，收现比仅为 0.16。截至 2019 年末，公司在建的主要基础设施代建项目尚需投资 3.07 亿元，本期债券募投项目尚需投资 13.06 亿元，仍存在较大的建设资金缺口。
- **公司资产流动性较弱。**2019 年末存货和应收款项账面价值分别占公司总资产的 59.86% 和 26.81%，其中存货主要为土地和项目开发成本；应收款项规模较大，回收时间不确定，对营运资本形成占用。此外，公司部分土地使用权和房产已用于抵押，账面价值分别为 20.06 亿元和 6.66 亿元，分别占存货中全部土地使用权账面价值的 47.09%、投资性房地产账面价值的 66.09%。
- **公司对外担保规模较大，存在较大或有负债风险。**截至 2019 年末，公司提供对外担保余额合计 43.57 亿元，占年末净资产的比重为 41.41%，被担保方全部为当地国有企业，均无反担保措施，部分被担保方债务压力较大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	2,574,779.72	2,475,982.33	2,213,813.61
所有者权益	1,052,385.17	1,049,022.20	1,028,756.40
有息债务	831,210.44	888,065.68	832,843.03
资产负债率	59.13%	57.63%	53.53%
现金短期债务比	0.04	0.11	0.08
营业收入	86,361.25	62,279.47	56,222.56
其他收益	6,500.00	15,000.00	18,000.00
营业利润	28,953.13	23,439.11	22,514.83
公允价值变动收益	10,376.44	-20.13	56.53
利润总额	28,928.89	23,436.20	22,429.68
综合毛利率	14.07%	17.32%	18.97%
EBITDA	30,474.77	27,559.62	24,261.26
EBITDA 利息保障倍数	0.51	0.49	0.48
经营活动产生的现金流量净额	94,731.27	16,445.36	-323,249.22
收现比	0.16	0.91	0.57

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

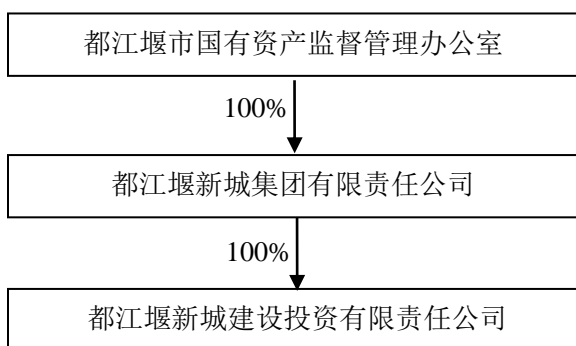
一、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2017年10月、2018年5月和2018年10月发行6亿元2017年（第一期）公司债券、3亿元2018年（第一期）公司债券和3亿元2018年（第二期）公司债券，合计发行12亿元，募集资金原计划用于都江堰市天府第一街（二期）危旧房棚户区改造项目、都江堰市米市坝片区危旧房棚户区一期改造项目、都江堰市振华公司危旧房棚户区改造一期项目（以下合称“本期债券募投项目”）。截至2020年3月末，公司募集资金专项账户（三期债券为同一账户）余额为1.78万元。

二、发行主体概况

2019年以来，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2020年3月31日，公司控股股东仍为都江堰新城集团有限责任公司，实际控制人仍为都江堰市国有资产监督管理委员会（以下简称“都江堰国资办”），注册资本和实收资本仍均为16,100.00万元。公司的产权及控制关系如下图所示。

图1 截至2020年3月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司主要从事都江堰市基础设施代建、土地整理、物业租售及管理服务等业务。截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共5家，减少1家，系2019年根据都江堰国资办文件，将都江堰市小城镇建设投资有限责任公司划拨给控股股东都江堰新城集团有限责任公司。

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

都江堰市经济保持较快增长，旅游业发展势头较好

都江堰市为四川省下辖县级市，由成都市代管，2019年都江堰市实现地区生产总值424.51亿元，按可比价格计算，增长8.0%；其中，第一产业增加值33.76亿元，增长3.1%；第二产业增加值145.03亿元，增长7.0%；第三产业增加值245.73亿元，增长9.5%；三次产业结构由上年的7.4：36.2：56.4变为2019年的8.0：34.2：57.9。2019年末全市常住人口70.28万，人均GDP为60,403元，是同期全国人均GDP的85.2%。

都江堰市是国家历史文化名城和中国优秀旅游城市，旅游业及康养度假、文创游乐等相关产业较为发达，2019年1-11月，全市接待游客2,572.15万人次，实现旅游综合收入303.9亿元，同比增长19.50%。未来随着都江堰-四姑娘山观光铁路的开通和中国大熊猫国家公园主题公园的建成，都江堰川西旅游集散中心地位将更加突出，旅游及相关产业有望进一步提升。

工业方面，近年都江堰市以新型工业为发展方向，形成了机械电子、新型材料、生物医药、特色食品等支柱产业，2019年实现工业增加值比上年增长10.7%。2019年都江堰市完成固定资产投资229.00亿元，增速为11.2%，相较上年增速略有放缓。消费方面，都江堰市2019年全年社会消费品零售总额增速为12.1%。

表1 2018-2019年都江堰市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	424.51	8.0%	384.80	7.7%
其中：第一产业增加值	33.76	3.1%	28.45	4.6%
第二产业增加值	145.03	7.0%	139.45	6.3%
第三产业增加值	245.73	9.5%	216.89	9.1%
工业增加值	-	10.7%	89.48	9.4%
固定资产投资	229.00	11.2%	207.40	13.5%
社会消费品零售总额	142.20	12.1%	126.91	11.0%
存款余额	588.71	10.7%	531.85	4.0%
贷款余额	288.30	0.9%	285.62	8.6%
地区人均GDP（元）		60,403		55,446
地区人均GDP/全国人均GDP		85.2%		85.8%

注：2019年工业增加值未披露，上表中工业增加值增长率实为规模以上工业增加值增长率。

资料来源：2018-2019年都江堰市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《都江堰市2019年财政预算执行情况和2020年财政预算草案的报告》，2019年都江堰市实现公共财政收入30.47亿元，同比增长8.4%，其中税收收入21.58亿元，增长6.9%；实现政府性基金收入70.45亿元，同比增长24.5%。

四、经营与竞争

公司主要从事都江堰市基础设施代建、土地整理、物业租售及管理服务等业务。2019年公司实现营业收入为86,361.25万元，同比增长38.67%。其中，政府按回购协议结算土地整理项目，土地整理收入同比增长66.39%；基础设施代建项目的结算金额有所减少，相关收入同比下降26.73%；同时公司加大了房产的销售和招租力度，房产销售和租金收入均大幅增长。其他收入主要为商铺管理费，对整体收入影响不大。

2019年公司综合毛利率为14.07%，同比下降3.25个百分点。其中，土地整理按回购协议和实际成本结算，毛利率有所下滑；基础设施代建仍按协议和工程结算函结算，毛利率与上年一致；为促进房产销售有所让利，导致房产销售业务的毛利率下降。

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
土地整理收入	52,395.31	12.28%	31,490.30	15.29%
基础设施代建业务	20,839.95	18.57%	28,442.05	18.57%
房产销售	12,010.21	8.14%	2,041.24	19.28%
租金等业务	1,035.43	75.91%	280.65	96.01%
其他业务	80.35	100.00%	25.24	100.00%
合计	86,361.25	14.07%	62,279.47	17.32%

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司主要基础设施代建项目所需的后续投入不大，待结算项目较多，未来收入仍有一定保障

公司承建项目的主要模式是委托代建模式，按指定项目与都江堰市人民政府签订了相关协议，按照代建工作范围和内容完成代建工作，项目建成后在规定时间内向都江堰市人民政府办理移交手续。协议约定都江堰市人民政府于指定年度内向公司拨付年度代建资金，包括建设期拨付的项目资本金、项目还款期用于偿还银行贷款的代建资金，都江堰市人民政府将根据项目还本付息的实际情况调整委托代建资金拨付额度。实际执行上，公司每年按照工程结算函确认基础设施或安置房代建收入和成本，都江堰市人民政府根据其资金状况安排回款。

近年，公司承建的基础设施项目包括壹街区基础设施、都江堰景区、青城山建设、外北街延伸段、仰天广场旅游商业综合体以及各类中小型项目，其中，壹街区基础设施、都江堰景区、青城山建设项目签订了代建协议，其他项目虽未签订相关代建协议，但均按上述协议约定以及每年的工程结算函结算确认收入和成本。

2019年公司实现基础设施代建收入20,839.95万元，同比下降26.73%，主要系本年度结算的项目金额少于上年，结算的项目包括城区光彩工程建设项目、都江堰市仰天广场提升项目、城区2.5环内排水管网体系改造工程等。

截至2019年末，公司在建的主要基础设施项目计划总投资56.38亿元，已投资53.31亿元，尚需投资3.07亿元，所需的后续投入不大，无新增重大项目。壹街区基础设施、都江堰景区、青城山建设、外北街延伸段、仰天广场旅游商业综合体等主要项目账面待结算成本合计约48亿元，未来将根据协议逐步确认收入，收入来源仍有一定保障。

表3 截至 2019 年末公司在建的主要代建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资
壹街区基础设施项目	210,000.00	202,410.19	7,589.81
都江堰景区	105,000.00	100,561.23	4,438.77
外北街延伸段	100,000.00	91,905.52	8,094.48
仰天广场旅游商业综合体	75,000.00	72,975.53	2,024.47
都江堰市行政中心	16,500.00	16,146.87	353.13
青城山建设	40,000.00	35,476.97	4,523.03
胥家镇旧街综合改造安置房建设项目	11,000.00	8,141.83	2,858.17
检察院办公用房	6,300.00	5,499.25	800.75
合计	563,800.00	533,117.40	30,682.60

注：壹街区基础设施项目、仰天广场旅游商业综合体和都江堰市行政中心总投资较上年有调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司承建的基础设施和安置房项目部分为专项项目，即由政府拨付专项资金建设并指定由公司对竣工后的项目进行运营、管理。截至 2019 年末，公司在建专项项目已投资 3.47 亿元，计入在建工程科目，建成后转为固定资产，不产生收入。

公司土地整理项目规模较大且已签订回购协议，未来收入有一定保障，但资金回收期较长

公司土地整理业务主要由公司本部以及子公司都江堰市建工建材有限责任公司（以下简称“都江堰建工”）承担。公司在整理的项目主要为青城山镇、滨江新区、胥家镇和蒲阳镇的土地，总面积约为7,461.93亩。2016年10月都江堰市土地储备中心与公司本部签订的《土地整理及前期开发服务购买协议》，公司作为乙方承接滨江新区和青城山镇芒城村、沿江村的土地收购、征地拆迁安置及前期开发，都江堰市土地储备中心按保本微利原则补偿企业的支出，服务费按季度支付，并约定了资金支付进度表，见表4。根据2017年8月都江堰市土地储备中心与都江堰建工签订的《政府购买服务协议》，都江堰建工中标“胥家镇、蒲阳镇土地项目”，中标额为80,000万元，服务费率按7.22%/年计算，按季度支付服务费，不与项目实施进度挂钩，并规定了资金支付计划表，具体见表4。

截至2019年末上述两个土地整理项目已基本完工，总投资额33.68亿元，已投资33.39亿元，2019年滨江新区、青城山镇项目和胥家镇、蒲阳镇土地项目的含税结算金额分别为21,000.00万元和34,539.03万元，共确认收入52,395.31万元。两个项目政府需支付的服务费合计54.46亿元，公司根据结算函每年按回购金额确认收入，截至2019年末累计确认收入10.54亿元，未来收入仍有一定保障。

表4 公司土地整理项目政府采购服务资金支付计划表（单位：万元）

年度	滨江新区、青城山镇项目	胥家镇、蒲阳镇土地项目
2017年	21,000.00	1,716.76
2018年	21,000.00	10,764.97
2019年	21,000.00	30,033.94
2020年	21,000.00	52,587.17
2021年	50,476.00	0.00
2022年	58,200.00	0.00
2023年	94,700.00	0.00
2024年	98,926.00	0.00
2025年	63,150.00	0.00
合计	449,452.00	95,102.84

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司物业销售收入波动较大，未来收入存在不确定性；本期债券募投项目用于销售的配套住房和商业房建设进度不及预期，且存在较大的建设资金压力

截至2019年末，公司在售物业主要为都江堰市中心商务区（CBD）建设项目（简称“金融中心”），该项目总占地面积66亩，总投资10.70亿元，已于2016年建设完成，整体可售（租）面积为65,696.24平方米，主要销售对象为各大银行，已售3.27万平方米。此外，公司还有壹街区、水乡人家、城北山水、山茶园等项目的住宅和商铺用于销售和租赁。其中，金融中心项目剩余可售（租）面积约为3.30万平方米，壹街区住宅剩余可售（租）面积约为0.67万平方米，壹街区商铺剩余可售（租）面积约为3.00万平方米。

2019年公司实现房产销售收入12,010.21万元，同比增长488.38%，主要系当年度公司加大了自持物业的销售力度，并且结转了部分上年度销售的物业。

表5 2018-2019年房屋销售收入（单位：万元）

项目	2019年	2018年
商品房销售收入	9,018.30	1,346.07
商铺销售收入	2,991.91	695.17
合计	12,010.21	2,041.24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本期债券募投项目计划总投资26.47亿元，收益主要来源于统一拆迁安置后的剩余物业销售，原计划于2018年末完成建设。截至2019年末项目已投资13.41亿元，主要用于危旧房的拆迁安置、补缴土地出让金和主体工程，公司自建用于销售的配套住房和商业房建设进度不及预期，且未来的销售状况易受棚户区改造建设情况和房地产市场行情影响，存在不确定性。同时，该项目资金缺口较大，使公司面临建设资金压力。

公司继续获得外部支持

为支持公司的城市建设开发、基础设施建设及环境综合治理工作，根据都财发【2019】

155号文件，2019年都江堰市财政局给予公司财政补助资金6,500.00万元。此外，根据都国发【2018】74号文件，都江堰国资办将子公司都江堰市小城镇建设投资有限责任公司¹划拨给控股股东都江堰新城集团有限责任公司，导致公司资本公积减少1.63亿元。

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2017-2019年三年连审审计报告，报告采用新会计准则编制。截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共5家，见附录三。都江堰市小城镇建设投资有限责任公司被划拨给控股股东都江堰新城集团有限责任公司，合并范围子公司减少1家。

资产结构与质量

公司资产规模小幅增长，但应收款项、土地和项目开发成本占比仍较高，应收款项对资金占用较大，资产整体流动性偏弱

2019年末公司总资产为257.48亿元，同比增长3.99%。截至2019年末，公司货币资金余额为0.90亿元，主要为银行存款和少量现金，无受限货币资金。

应收账款主要为项目建设款，2019年末主要包括应收都江堰市财政局24.93亿元、都江堰市土地储备中心6.02亿元，欠款对象以政府单位为主，坏账风险较小，但回收时间不确定，对公司资金占用较大。

其他应收款主要系与都江堰市国有资产投资经营有限责任公司、都江堰市财政局、都江堰新城集团有限责任公司（公司控股股东）、都江堰市小城镇建设投资有限责任公司的应收往来款，2019年末余额分别为26.07亿元、4.24亿元、2.85亿元、0.93亿元，账龄主要在3-5年，欠款对象主要为地方国有企业和政府单位，对公司资金形成较大占用；2019年末其他应收款账面价值同比增加8.16%。

截至2019年末，公司存货账面价值为154.12亿元，较上年末增长3.78%，主要是土地使用权及项目开发成本。其中，土地使用权的面积为284.88万平方米，账面价值为42.61亿元，较上年末无变化，主要为出让性质的商业、商住用地²；其余主要为基础设施建设

¹ 该公司往年实际业务较少，2018年末实现营业收入，主要资产为政府拨付专项资金的安置房项目和应收款项，2018年末总资产和净资产分别为3.75亿元和1.63亿元。

² 用途为公共设施的的土地使用权账面价值合计1,024.44万元，为公益性资产。

及土地整理的开发成本。

公司投资性房地产以公允价值计量，主要是自持的商铺，2019年账面价值合计10.08亿元，其中已抵押部分账面价值为6.66亿元。

其他非流动资产主要为公司持有的都江堰市浦新资产管理中心（有限合伙）份额6.00亿元和都江堰市睿都资产管理中心（有限合伙）份额1.24亿元。都江堰市浦新资产管理中心（有限合伙）成立于2016年，其中上海浦银安盛资产管理有限公司作为优先级有限合伙人出资23.97亿元，公司作为劣后级有限合伙人出资6亿元，出资额主要用于增资公司子公司都江堰市城盛土地整理有限责任公司，同时约定第三方都江堰市土地储备中心有义务在2021-2024年收购优先级有限合伙人份额，每年回购金额分别为3亿元、4亿元、8亿元、8.97亿元。都江堰市睿都资产管理中心（有限合伙）成立于2017年，其中川财证券有限责任公司作为优先级合伙人出资5亿元，公司作为劣后级有限合伙人出资1.24亿元，出资额主要用于增资公司子公司都江堰市城睿土地整理有限公司，同时约定第三方都江堰市土地储备中心具有受让优先级有限合伙人份额的义务。

受限资产方面，2019年末，公司的抵押资产主要为土地使用权和房产，账面价值分别为20.06亿元和6.66亿元，分别占存货中全部土地使用权账面价值的47.09%、投资性房地产账面价值的66.09%。

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	8,984.95	0.35%	28,293.26	1.14%
应收账款	309,860.47	12.03%	250,278.70	10.11%
其他应收款	380,384.12	14.77%	351,684.69	14.20%
存货	1,541,217.89	59.86%	1,485,061.39	59.98%
流动资产合计	2,323,164.84	90.23%	2,221,517.31	89.72%
投资性房地产	100,815.23	3.92%	90,438.79	3.65%
其他非流动资产	72,482.33	2.82%	72,482.33	2.93%
非流动资产合计	251,614.88	9.77%	254,465.02	10.28%
资产总计	2,574,779.72	100.00%	2,475,982.33	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

总体来看，2019年公司资产规模小幅增长，应收款项、存货（主要为土地和项目开发成本）占比高达86.67%，公司应收款项账龄偏长，回收时间不确定，对营运资金形成占用，公司部分土地和投资性房产已经抵押，整体资产流动性偏弱。

盈利能力

公司收入在土地整理业务的带动下实现增长，未来收入仍有一定保障，利润水平受公允价值变动和政府补助影响较大

2019年公司营业收入为86,361.25万元，同比增长38.67%。因当年度政府对土地整理的结算金额较高，土地整理收入同比增长66.39%；同时公司加快物业出售和出租，使房屋销售收入和租金收入大幅增长；因结算金额减少，基础设施代建收入则有所下降。毛利率方面，2019年公司综合毛利率为14.07%，同比下降3.25个百分点，主要系房产促销导致销售毛利率大幅下降，土地整理的结算毛利率也有所下滑，拖累公司综合毛利率。截至2019年末，壹街区基础设施、都江堰景区、外北街延伸段、仰天广场旅游商业综合体、青城山建设等项目待结算开发成本较高且已签订代建协议；同时，公司土地整理项目已签订回购协议，约定业主按计划支付回购款，需支付的服务费合计54.46亿元，截至2019年末累计确认收入10.54亿元，未来收入仍有一定保障。

2019年公司公允价值变动收益为10,376.44万元，主要来源于投资性房地产评估增值。此外，公司获得政府补助6,500万元。综上，2019年公司实现的利润总额为28,928.89万元，同比增长23.44%。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	86,361.25	62,279.47
其他收益	6,500.00	15,000.00
营业利润	28,953.13	23,439.11
公允价值变动收益	10,376.44	-20.13
利润总额	28,928.89	23,436.20
综合毛利率	14.07%	17.32%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司业务回款情况欠佳，仍存在较大的建设资金压力

公司2019年业务回款情况欠佳，收现比仅为0.16。在业务回款减少的同时，项目建设现金支出也同比下降。以往来款、政府补助为主要的其他与经营活动有关的现金对经营活动现金流影响较大，当期净流入11.04亿元，使公司实现经营活动现金净流入9.47亿元。

2019年公司投资活动现金流入主要是股权投资收到的现金分红，同时投资支出较少，使投资活动现金净流入0.11亿元。2019年公司筹资活动现金流入主要是通过银行借款、发行债券所得，合计10.44亿元；筹资活动现金支出主要系偿还债务和支付利息的支出，合计21.95亿元。当年公司筹资活动现金净流出11.51亿元。

截至2019年末，公司在建的主要基础设施代建项目尚需投资3.07亿元，本期债券募投项目尚需投资13.06亿元，仍存在较大的建设资金压力。

表8 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.16	0.91
销售商品、提供劳务收到的现金	13,989.91	56,404.75
收到的其他与经营活动有关的现金	479,163.24	946,870.89
经营活动现金流入小计	493,153.15	1,003,275.64
购买商品、接受劳务支付的现金	27,215.35	90,645.70
支付的其他与经营活动有关的现金	368,772.05	895,099.35
经营活动现金流出小计	398,421.88	986,830.28
经营活动产生的现金流量净额	94,731.27	16,445.36
投资活动产生的现金流量净额	1,084.05	2,684.45
筹资活动产生的现金流量净额	-115,123.63	-14,183.36
现金及现金等价物净增加额	-19,308.31	4,946.45

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模仍然较大，短期偿付压力大

2019年末公司负债规模为152.24亿元，同比增长6.69%；所有者权益为105.24亿元，同比增长0.32%，综合影响下，2019年末产权比率上升至144.66%，权益对负债的保障程度进一步减弱。

需注意的是，2019年末公司少数股东权益规模达36.67亿元，主要系子公司都江堰市城盛土地整理有限责任公司96.77%的股份由都江堰市浦新资产管理中心(有限合伙)持有，表决权全部则由公司代为行使，公司对其形成实际控制纳入合并范围；另一子公司都江堰市城睿土地整理有限公司48.80%的股份由都江堰市睿都资产管理中心（有限合伙）持有。

表9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	1,522,394.55	1,426,960.13
所有者权益	1,052,385.17	1,049,022.20
其中：少数股东权益	366,723.17	363,933.78
产权比率	144.66%	136.03%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司短期借款主要为保证借款和抵押借款，因部分债务偿还，2019年末短期借款余额同比下降24.11%。其他应付款主要是与都江堰市土地储备中心、都江堰兴市集团有限责任公司、都江堰兴堰投资有限公司、成都华风置业有限公司和都江堰风景名胜区管理局等单位的往来款，2019年末的欠款余额分别为14.50亿元、3.86亿元、3.79亿元、1.80亿元、1.63

亿元，一年以内账龄的其他应付款占比为57.69%。一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款和应付债券。

公司长期借款主要为抵押借款和质押借款，到期时间在2020-2028年间；2019年末长期借款余额同比下降7.58%。2019年末应付债券主要为本期债券10.67亿元，以及对重庆安如信资产管理有限公司、上海神庭资产管理有限公司、中博基金管理有限公司及漫钱（厦门）资产管理有限公司发行的定向融资产品，余额合计0.46亿元。长期应付款（不含专项应付款）为应付浦银金融租赁股份有限公司的长期融资租赁款，2019年末进一步向其融资，期末余额同比增长63.76%。2019年末公司其他非流动负债主要为公司发行的信托计划和应付融资租赁借款，包括渤海国际信托借款9.85亿元、华融资产公司借款2.10亿元、远东国际租赁有限公司借款3.46亿元、中航信托股份有限公司借款6.00亿元。公司通过融资租赁、信托计划等形式融资的利息成本较高，综合利息成本约为8%-14%。

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	8,200.00	0.54%	10,805.00	0.76%
其他应付款	477,722.49	31.38%	391,760.03	27.45%
一年内到期的非流动负债	219,267.98	14.40%	251,333.20	17.61%
流动负债合计	797,858.50	52.41%	715,187.34	50.12%
长期借款	247,763.11	16.27%	268,094.43	18.79%
应付债券	111,293.06	7.31%	124,146.56	8.70%
长期应付款（不含专项应付款）	30,625.87	2.01%	18,701.53	1.31%
其他非流动负债	214,060.43	14.06%	214,984.95	15.07%
非流动负债合计	724,536.04	47.59%	711,772.79	49.88%
负债合计	1,522,394.55	100.00%	1,426,960.13	100.00%
有息债务	831,210.44	54.60%	888,065.68	62.23%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务合计为83.12亿元，同比减少6.40%，占总负债的比例为54.60%。根据公司有息债务偿还计划表，公司2020年到期债务较多，短期偿债压力大。

表11 截至 2019 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年
本金	22.75	13.42	20.09

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年末公司资产负债率为59.13%，同比增长1.50个百分点，现金短期债务比仅为0.04，现金对短期债务的覆盖不足。当年公司EBITDA利息保障倍数为0.51，EBITDA对有息债务本息的保障程度较低。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	59.13%	57.63%
现金短期债务比	0.04	0.11
EBITDA（万元）	30,474.77	27,559.62
EBITDA 利息保障倍数	0.51	0.49
有息债务/EBITDA	27.28	32.22

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，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，自2017年1月1日至报告查询日（2020年5月8日），公司本部和子公司都江堰建工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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

公司于2019年4月被列入失信被执行人名单，该事件为民间借贷纠纷，公司作为借款人都江堰兴堰投资有限公司的担保人被重庆市沙坪坝区人民法院扣划资金1亿元，2019年7月重庆市沙坪坝区人民法院将前期已划扣的1.00亿元划转至重庆聚融小额贷款股份有限公司账户，并根据相关规定将公司移出失信被执行人名单。

（二）或有事项分析

公司对外担保规模较大，部分担保对象债务偿付压力较大，存在较大或有负债风险

截至2019年末，公司提供对外担保余额合计43.57亿元，占年末净资产的比重为41.41%，被担保方全部为地方国有企业，均无反担保措施。

中证鹏元注意到部分被担保方短期债务压力较大，被担保方相关债务若不能按期偿还，将给公司带来或有负债风险。其中，2019年11月7日成都都江堰旅游集团有限责任公司（以下简称“都江堰旅游集团”）发生信托贷款到期违约支付事件，该笔信托贷款融资总额为11亿元，相关逾期部分贷款已由都江堰旅游集团于2019年11月22日、12月2日偿付，剩余一笔于2020年3月末到期，目前已偿付。根据平安信托有限责任公司出具的《情况说明》，相关逾期贷款已由关注类调为正常类。

此外，根据公司提供的企业信用，截至报告查询日（2020年5月8日），公司本部存在一笔关注类对外担保，余额为1.03亿元，该笔担保为都江堰市国有资产投资经营公司（以下简称“国投公司”）于2016年在华融金融租赁股份有限公司（以下简称“华融租赁”）

获得的借款，2019年6月国投公司应还部分本金，因国投公司未能在还款日前偿付或及时签订调整计划还款协议，该笔贷款调为关注类，国投公司已于2019年7月与华融租赁签订了调整计划还款协议，目前正在与华融租赁沟通撤销信用报告中的关注事项。

表13 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日
成都都江堰旅游集团有限责任公司	66,850.00	2032.8.16
都江堰市国有资产投资经营公司	59,547.92	2026.12.14
成都都江堰旅游集团有限责任公司	54,850.00	2021.3.19
都江堰市工业集中发展建设投资有限责任公司	50,000.00	2026.8.15
都江堰兴市集团有限责任公司	49,750.00	2020.3.19
都江堰市国有资产投资经营公司	40,000.00	2020.6.11
都江堰兴市集团有限责任公司	21,473.00	2026.6.24
都江堰兴市集团有限责任公司	18,450.00	2032.1.11
都江堰兴市集团有限责任公司	15,000.00	2020.4.28
都江堰兴堰投资有限公司	12,700.00	2027.8.17
都江堰市国有资产投资经营公司	11,174.38	2021.4.10
都江堰岷江水务集团有限责任公司	11,000.00	2020.6.24
都江堰岷江水务集团有限责任公司	9,000.00	2020.11.20
都江堰兴堰投资有限公司	4,858.69	2020.7.11
都江堰市小城镇建设投资有限责任公司	1,530.00	2020.8.28
都江堰市城镇发展有限公司	1,530.00	2019.9.7
成都蒲汇实业有限公司	1,500.00	2020.3.7
都江堰市易泊停车管理有限公司	950.00	2020.10.23
都江堰市易泊停车管理有限公司	690.93	2020.7.22
都江堰市易泊停车管理有限公司	500.00	2020.7.22
都江堰市小城镇建设投资有限责任公司	495.00	2020.7.23
都江堰市城镇发展有限公司	495.00	2020.7.23
都江堰市城市建设投资开发有限公司	495.00	2020.7.23
成都兴堰旅游投资有限公司	495.00	2020.7.23
都江堰市易泊停车管理有限公司	495.00	2020.7.23
都江堰市自来水公司	490.00	2020.6.24
都江堰市岷江投资经营有限责任公司	490.00	2020.6.24
都江堰兴市污水处理有限公司	490.00	2020.6.24
成都丽景酒店有限公司	450.00	2020.12.23
合计	435,749.92	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、评级结论

公司主要从事都江堰市的基础设施建设、土地整理及物业租售等业务，2019年都江堰市区域经济保持较快增长，旅游业发展势头较好；公司基础设施代建和土地整理项目待结算成本规模较大，且主要项目已签订代建或回购协议，未来收入仍有一定保障；公司继续

获得了外部支持；此外，2019年7月的民间借贷纠纷涉及款项已划转至原告，公司已从失信被执行人名单中移出。

同时中证鹏元也关注到公司有息债务规模较大，短期偿债压力大；本期债券募投项目建设进度不及预期，且未来收益存在不确定性；在建项目面临较大的建设资金压力；资产整体流动性较弱；公司对外担保规模较大，部分担保对象债务压力较大，存在较大或有负债等风险因素。

基于上述分析，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定，并将公司主体长期信用等级及本期债券信用等级移出信用评级观察名单。

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	8,984.95	28,293.26	23,346.81
应收账款	309,860.47	250,278.70	234,152.28
其他应收款	380,384.12	351,684.69	223,599.32
存货	1,541,217.89	1,485,061.39	1,388,158.09
投资性房地产	100,815.23	90,438.79	90,458.92
其他非流动资产	72,482.33	72,482.33	72,482.33
总资产	2,574,779.72	2,475,982.33	2,213,813.61
短期借款	8,200.00	10,805.00	42,400.00
其他应付款	477,722.49	391,760.03	246,983.31
一年内到期的非流动负债	219,267.98	251,333.20	243,023.53
长期借款	247,763.11	268,094.43	139,375.10
应付债券	111,293.06	124,146.56	59,132.10
长期应付款（不包括专项应付款）	30,625.87	18,701.53	6,237.78
其他非流动负债	214,060.43	214,984.95	342,674.52
总负债	1,522,394.55	1,426,960.13	1,185,057.21
有息债务	831,210.44	888,065.68	832,843.03
所有者权益	1,052,385.17	1,049,022.20	1,028,756.40
营业收入	86,361.25	62,279.47	56,222.56
其他收益	6,500.00	15,000.00	18,000.00
公允价值变动收益	10,376.44	-20.13	56.53
营业利润	28,953.13	23,439.11	22,514.83
利润总额	28,928.89	23,436.20	22,429.68
经营活动产生的现金流量净额	94,731.27	16,445.36	-323,249.22
投资活动产生的现金流量净额	1,084.05	2,684.45	-9,922.79
筹资活动产生的现金流量净额	-115,123.63	-14,183.36	220,193.04
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	14.07%	17.32%	18.97%
收现比	0.16	0.91	0.57
产权比率	144.66%	136.03%	115.19%
资产负债率	59.13%	57.63%	53.53%
现金短期债务比	0.04	0.11	0.08
EBITDA（万元）	30,474.77	27,559.62	24,261.26
EBITDA 利息保障倍数	0.51	0.49	0.48
有息债务/EBITDA	27.28	32.22	34.33

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，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
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
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金类资产	货币资金
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款（不包括专项应付款）+其他非流动负债

附录三 截至2019年末纳入公司合并范围的子公司

企业名称	注册资本 (万元)	持股比例	经营范围
都江堰市建工建材有限责任公司	52,000	100.00%	建工、建辅材料（不含危险品）的生产及批发零售。
都江堰锦新建材有限责任公司	200	100.00%	销售建辅建材（不含危险品）、装饰材料（不含危险品）、五金交电、钢材、水泥及商品混凝土；生产、销售页岩砖；室内外装饰装修。
都江堰市城盛土地整理有限责任公司	62,000	3.23%	土地整理、土地开发、市政工程施工。
都江堰市城睿土地整理有限公司	3,906.25	51.20%	土地整理、市政工程施工。
都江堰市城恒土地整理有限责任公司	1,000	100.00%	土地整理、市政工程施工

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，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。