2020年第一期成都市金牛环境投资发展集团有限公司

绿色债券

信用评级报告

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号：【新世纪债评(2020)010919】

评级对象： 2020 年第一期成都市金牛环境投资发展集团有限公司绿色债券

主体信用等级： AA+
评级展望： 稳定
债项信用等级： AA+　　**评级时间：** 2020 年 11 月 23 日

计划发行： 16.00 亿元
本期发行： 基础发行额为 6.00 亿元，弹性配售额为 2.00 亿元　　**发行目的：** 项目投资、补充营运资金
存续期限： 7 年　　**偿还方式：** 按年付息，分次还本
增级安排： 无

主要财务数据及指标

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	4.01	2.96	7.00	22.23
刚性债务	51.51	54.76	51.15	66.51
所有者权益	106.73	110.77	93.93	95.03
经营性现金净流入量	-3.60	6.61	-0.56	8.08
合并数据及指标：				
总资产	170.07	175.77	255.66	277.13
总负债	63.21	64.82	108.01	128.30
刚性债务	62.56	63.79	98.07	117.30
所有者权益	106.86	110.96	147.65	148.84
营业收入	2.83	4.03	9.17	2.33
净利润	1.49	2.10	2.84	0.18
经营性现金净流入量	-3.43	6.74	-11.02	-4.25
EBITDA	1.90	2.55	3.50	--
资产负债率[%]	37.17	36.88	42.25	46.29
长短期债务比[%]	73.14	61.07	274.48	158.86
营业利润率[%]	56.23	55.43	33.93	10.62
短期刚性债务现金覆盖率[%]	19.74	7.67	64.03	70.18
营业收入现金率[%]	36.24	27.14	16.55	35.32
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.93	9.67	-9.31	--
EBITDA/利息支出[倍]	0.69	1.12	1.82	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.04	--

注：发行人数据根据金牛环投经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

张雪宜 zxy@shxsj.com
李娟 lijuan@shxsj.com
Tel：(021) 63501349　Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势：

- **外部环境良好。**金牛区作为成都市的中心城区之一，区位及产业布局相对优化，经济实力较强，能够为金牛环投业务发展提供较好的外部环境。
- **业务地位重要。**金牛环投目前的核心业务区域为环城生态区及“117”区域，以上区域在金牛区打造宜居都市及产业培育的规划中占有重要地位，公司业务重要性较突出，能够持续获得地方政府在业务、资源及资金等方面的支持。
- **资本实力增强。**得益于土地划拨、资金注入等，金牛环投已具备一定的资本实力，并有望持续增强。

主要风险：

- **债务压力。**金牛环投已累积较大规模的刚性债务，以目前成本及渠道看，融资结构仍有优化空间。
- **投融资压力。**金牛环投代建业务资金回笼较缓，且未来仍有持续的工程投入计划，公司面临投融资压力。
- **资金回收风险。**金牛环投与其他区属企业存在较密切的资金往来，且向外借出较大额资金，不利于自身资金周转。
- **对外担保风险。**金牛环投对外担保增至较大规模，不利于财务风险的控制。

➢ 未来展望

通过对金牛环投及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2020年第一期成都市金牛环境投资发展集团有限公司

绿色债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

成都市金牛环境投资发展集团有限公司（以下简称“金牛环投”、“该公司”或“公司”）成立于2007年9月，原名为成都市金牛区农发投资有限公司，系由成都市金牛区国有资产管理委员会办公室（以下简称“金牛区国资办”）出资组建，初始注册资本0.30亿元。2009年6月，该公司更名为成都市鑫金农发投资有限公司。2010年5月，金牛区国资办决定对公司以货币形式增资0.80亿元，公司注册资本增至1.10亿元。2014年12月，金牛区国资办决定将其持有的公司 100%股权无偿划转至成都市金牛城市建设投资经营集团有限公司（以下简称“金牛城投”，原名成都市金牛城建投资有限公司）。2018年9月，根据《成都市金牛区区属国有企业改革方案》（金牛委办发[2017]68号），金牛城投将其持有的公司100%股权无偿划转至金牛区国资办。同年9月，公司名称变更为成都市金牛农发投资有限公司。2019年4月，根据成都市金牛区委金牛委办文[2019]16号文件，金牛区国资办更名为成都市金牛区国有资产监督管理和金融工作局（以下简称“金牛区国资局”），同年11月，经金牛区国资局批准、成都市金牛区行政审批局核准，公司更为现名。2020年2月，金牛区国资局以货币形式对公司增资2.00亿元，公司注册资本增至3.10亿元。同年3月，金牛区国资局向公司拨付资金1.00亿元用于增加注册资本，本次增资于2020年5月13日完成工商变更。截至本评级报告出具日，公司注册资本和实收资本均为4.10亿元，由金牛区国资局全资持股，公司实际控制人为金牛区国资局。

该公司是金牛区重要的土地整理及基础设施建设主体之一，主要业务区域为环城生态区和“117”区域[1]，投资项目领域侧重于建筑业，环境（环卫环保）、交通运输业，水利、都市旅游业及新经济等。此外，配合金牛区的产业培育规划，后续公司将作为产业功能区招商引资及项目投资主体全面参与金牛科技服务产业功能区建设运营。

[1] 成都市中心城区（即绕城高速以内）规划建设用地中未建成的117平方公里区域。

2. 债项概况

（1）债券条款

该公司拟申请发行总额度为 16.00 亿元的固定利率绿色债券，债券发行议案已通过董事会会议审议并获股东批准。本期债券基础发行额为 6.00 亿元，弹性配售额为 2.00 亿元，期限为 7 年，募集资金拟用于项目投资和补充营运资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	2020 年第一期成都市金牛环境投资发展集团有限公司绿色债券
总发行规模：	16.00 亿元
本期发行规模：	基础发行额为 6.00 亿元，弹性配售额为 2.00 亿元
本期债券期限：	7 年
债券利率：	固定利率
定价方式：	按面值发行
偿还方式：	每年付息一次，分次还本。在债券存续期的第 3-7 年，每年末按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付
增级安排：	无

资料来源：金牛环投

（2）募集资金用途

A. 补充营运资金

随着该公司各业务板块的运营扩张，公司对营运资金的需求不断提高，公司拟将本期债券募集资金中的 4.00 亿元用于补充营运资金，以保证经营活动的顺利进行。

B. 项目投资

该公司拟将本期债券募集资金中的 4.00 亿元用于成都市金牛区环城生态区建设资源循环利用示范项目（以下简称“环城生态区示范项目”或“该项目”）建设。

图表 2. 本期债券募集资金拟投资项目概况

项目名称	项目批文情况	计划总投资（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
成都市金牛区环城生态区建设资源循环利用示范项目	建设项目环境影响登记表备案号：202051010600000173 金发改投资融〔2020〕1 号 金发改投资融〔2020〕2 号	10.26	4.00

资料来源：金牛环投

环城生态区示范项目位于金牛区环城生态区，包括生态苗圃花圃基地和园林绿化垃圾循环利用基地项目两个子项目，该项目建设总面积约 6012 亩，主要建设内容包括苗木栽植、花卉种植、园林绿化垃圾处理装置等。其中生态苗圃花圃基地项目占地 6000 亩，建设内容主要包括基地基础设施及配套，地力

提升，苗木及花卉，配套建（构）筑物及生态厕所等，项目计划栽植各类苗木93.2万株，花卉460万株，建设温室大棚约50000平方米，冷鲜仓库5000平方米，生态厕所10座，配套用房2000平方米。园林绿化垃圾循环利用基地项目占地约12亩，建设内容为垃圾处理及综合利用设备购置、安装工程，计划建设生产区8000平方米，各类垃圾处理及循环利用设备26套。环城生态区示范项目计划总投资10.26亿元，其中生态区苗圃花圃基地项目计划总投资10.03亿元，园林绿化垃圾循环利用基地项目计划总投资0.22亿元。该项目建设周期为24个月，收入来源于苗木及花卉销售、配套用房及办公用房租赁等。根据本期债券募集说明书，按计算期20年（其中建设期2年，运营期18年）计算，项目在计算期内合计可实现收入14.64亿元，静态投资回收期为19.62年。

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产

泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，

城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《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），加强融资平台公司融资管理。5 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预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018 年 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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 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；指出要“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，国务院办公厅下发《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），对 7 月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时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，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；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。此外，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。2019 年 3 月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出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。

2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

金牛区隶属于四川省成都市，是成都市的中心城区之一，拥有较为便利的交通条件和较为优化的产业布局，区内商贸及科技服务业发达，经济总量位列全市各区县前列。

成都市是四川省省会城市，位于四川盆地西部、成都平原中部，下辖 11 个区、4 个县，代管 5 个县级市[2]，全市总面积 1.43 万平方公里，2019 年末常住人口 1658.10 万人，常住人口城镇化率 74.41%。成都市是西南地区重要的经济、文化、教育中心，同时还是西南地区的金融中心和交通通信枢纽，在西南地区具有重要地位。作为西南地区重要的中心城市，在西部大开发的战略背景下，成都市经济保持较快发展，但 2020 年以来新冠疫情对经济增势形成负面影响。2017-2019 年及 2020 年第一季度，成都市分别实现地区生产总值 13889.4 亿元、15342.8 亿元、17012.7 亿元和 3845.6 亿元，按可比价格计算，同比增速分别为 8.1%、8.0%、7.8%和-3.0%。成都市工业经济基础雄厚，目前已形成了电子信息产品制造、机械、汽车、石化、食品饮料及烟草、冶金、建材和轻工八大特色优势产业。2017-2018 年，成都市分别实现全部工业增加值 5217.2 亿元和 5663.8 亿元，同比分别增长 8.4%和 7.6%。2019 年，全市规模以上工业增加值同比增长 7.8%，上述八大特色优势产业规上工业增加值同比增速分别为 12.5%、8.7%、-9.0%、19.2%、8.6%、12.2%、13.8%和-0.2%。

金牛区隶属于四川省成都市，与成华区、青羊区接壤，系成都市中心城区之一，辖区面积为 108 平方公里，辖 15 个街道和 1 个省级工业开发区，2019 年末常住人口为 122.03 万人，城镇化率 100%。

作为成都市主城区，金牛区具有较为便利的交通条件和较为优化的产业布局。从区位及交通配套设施看，金牛区地处成德绵经济带起点和天府大道“百里中轴线”北中轴的核心位置，区内拥有成都火车站，也是轨道交通规划站点

[2] 2016 年新增代管县级简阳市。

最多的主城区。从产业布局来看，金牛区以第三产业为绝对主导，属成都市内商贸市场、科研院所最为集中的区域，区内楼宇经济、商贸及科技服务产业较为发达。区内拥有知名的“川派服饰基地”荷花池市场、西部规模最大的商品综合交易平台——成都国际商贸城；区内电子商务专业楼宇总面积超过 30 万平方米。第二产业方面，虽然金牛区工业产值的规模优势不显著，但产业特色较为鲜明，区域工业发展以轨道交通、电子信息和医药健康为重点，区内拥有全国唯一覆盖全产业链的轨道交通产业园、西部第一个以“北斗”为主题的地理信息产业园，以及拥有中医药、五金机电两个“国家级指数”。

总体上来看，金牛区经济总量在成都市下辖 22 个区县中处于前列。2017-2019 年全区分别实现地区生产总值 1061.0 亿元、1196.9 亿元[3]和 1289.7 亿元，增速分别为 7.7%、7.8%和 7.4%，2019 年人均地区生产总值为 10.59 万元，较上年增长 7.1%。分产业结构看，2019 年第一产业增加值 0.1 亿元，同比下降 8.6%；第二产业增加值 234.4 亿元，同比增长 8.7%；第三产业增加值 1055.2 亿元，同比增长 7.0%；三次产业结构由 2017 年的 0.01:20.85:79.14 调整为 0.006:18.175:81.819，产业结构进一步优化。

图表 3. 2017 年以来金牛区主要经济指标

指 标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增幅（%）	金额	增幅（%）	金额	增幅（%）
地区生产总值（亿元）	1061.0	7.7	1196.9	7.8	1289.7	7.4
其中：第一产业增加值（亿元）	0.1	-0.5	0.1	-6.4	0.1	-8.6
第二产业增加值（亿元）	221.2	6.5	242.9	4.5	234.4	8.7
第三产业增加值（亿元）	839.8	8.0	954.0	8.6	1055.2	7.0
规模以上工业总产值（亿元）	95.6	10.0	96.8	7.0	111.0	8.3
规模以上工业增加值（亿元）	95.6	10.0	--	4.8	--	11.5
固定资产投资（亿元）	488.0	14.0	--	9.7	--	10.9
社会消费品零售总额（亿元）	824.9	10.4	863.5	9.2	947.8	9.8
城镇居民人均可支配收入（万元）	4.0	8.3	4.3	8.2	4.7	8.9

资料来源：2017-2019 年金牛区国民经济和社会发展统计公报及其他政府公开信息

近年来金牛区工业经济持续增长，但增速波动较大，2017-2019 年全区分别实现规模以上工业总产值 95.6 亿元、96.8 亿元和 111.0 亿元，同比分别增长 10.0%、7.0%和 8.3%；规模以上工业增加值增速分别为 10.0%、4.8%和 11.5%。主导产业方面，电子信息、机械、饮料食品业产值实现较快增长，医药工业产值有所下滑。2019 年规模以上电子及通信设备制造业实现总产值 29.3 亿元，同比增长 34.1%；机械工业实现总产值 20.0 亿元，同比增长 11.1%；饮料食品业实现总产值 21.5 亿元，同比增长 18.0%；医药工业实现总产值 27.1 亿元，同比下降 10.7%。2017-2019 年，金牛区建筑业分别实现增加值 102.9 亿元、113.3 亿元和 146.4 亿元，同比分别增长 10.0%、4.8%和 6.1%，根据金牛区发展规划，随着金牛高新技术产业园区、量力医药健康城和天奥电子产业园等

[3] 依据地区生产总值核算制度和第四次全国经济普查结果，成都市统计局对 2018 年金牛区地区生产总值初步核算数据进行了修订。金牛区 2018 年地区生产总值初步核算数为 1196.94 亿元，修订数为 1199.99 亿元。

重大产业化项目顺利推进，金牛区工业经济发展有望获得新的动力。

得益于良好的商贸资源集聚，金牛区商贸业销售额具有一定规模优势，近年来全区商贸业销售总额保持增长，但增速存在较大波动。以交易金额看，金牛区贸易品种仍以传统建材为主，钢材销售额的波动对全区商贸营业额增速影响较大。2017-2019 年，金牛区限额以上批零贸易及住宿餐饮业实现销售额分别为 881.8 亿元、1004.6 亿元和 1410.3 亿元，同比增速分别为 1.7%、15.0%和 7.8%，其中钢材行业销售额分别为 215.2 亿元、321.7 亿元和 570.4 亿元，同比增速分别为-1.2%、41.2%和 5.5%。除此外，家电、医药及汽车行业销售额贡献也相对突出，2019 年分别实现销售额 97.1 亿元、230.1 亿元和 177.1 亿元，同比分别增长 6.3%、12.3%和 0.6%。

投资及消费是支持金牛区经济发展的主要动力。2017-2019 年，金牛区固定资产投资当年的可比口径增速分别为 14.0%、9.7%和 10.9%，投资集中于第三产业。2017-2018 年，金牛区第三产业投资分别为 351.1 亿元和 305.7 亿元，2019 年金牛区第三产业投资同比增长 10.9%。2017-2019 年，全区社会消费品零售总额分别为824.9亿元、863.5亿元和947.8亿元，同比分别增长10.4%、9.2%和 9.8%，增长相对平稳。

房地市场方面，受当地限购及去库存政策影响，金牛区房地产开发投资额逐年回落，2017-2019 年全区房地产投资额同比分别下降 1.6%、22.0%和 8.7%。从成交量来看，2017-2019 年，金牛区商品房销售面积分别为 164.9 万平方米、98.1 万平方米和 83.2 万平方米，受调控因素影响较大。

图表 4. 2017 年以来金牛区房地产市场情况

指 标	2017 年		2018 年		2019 年	
	数额	增长（%）	数额	增长（%）	数额	增长（%）
房地产开发投资(亿元)	209.0	-1.6	163.1	-22.0	--	-8.7
房屋施工面积（万平方米）	1094.7	13.5	--	--	--	--
其中：新开工面积（万平方米）	343.7	43.3	--	--	--	--
商品房销售面积（万平方米）	164.9	32.3	98.1	--	83.2	-15.1
商品房销售额（亿元）	--	--	--	--	123.7	-9.3

资料来源：2017-2019 年金牛区国民经济和社会发展统计公报

土地市场方面，2017-2019 年，金牛区土地出让量和出让价格均呈现一定波动，其中 2018 年受住宅用地出让均价及出让面积均下滑影响，当年土地出让总价较低。2017-2019 年金牛区土地出让总面积分别为 38.56 万平方米、22.30 万平方米和 35.73 万平方米，出让总价分别为 84.31 亿元、37.91 亿元和 67.69 亿元。

图表 5. 2017 年以来金牛区土地市场交易情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年
土地出让总面积（万平方米）	38.56	22.30	35.73
其中：住宅用地出让面积	38.56	19.65	35.73

指标	2017年	2018年	2019年
商业/办公用地出让面积	--	2.65	--
工业用地出让面积	--	--	--
其他用地出让面积	--	--	--
土地出让总价（亿元）	**84.31**	**37.91**	**67.69**
其中：住宅用地出让总价	84.31	34.73	67.69
商业/办公用地出让总价	--	3.18	--
工业用地出让总价	--	--	--
其他用地出让总价	--	--	--
土地出让均价（万元/平方米）	**21867.94**	**16997.94**	**18942.71**
其中：住宅用地出让均价	21867.94	17676.31	18942.71
商业/办公用地出让均价	--	11975.31	--
工业用地出让均价	--	--	--
其他用地出让均价	--	--	--

资料来源：CREIS 中指指数

2011 年起，成都市启动环城生态区的立法保护和规划建设，决定打造“八十公里环城绿廊”生态景观。2012 年 11 月，《成都市环城生态区保护条例》正式经成都市人大通过、四川省人大批准。成都环城生态区规划为成都中心城区绕城高速公路两侧各 500 米范围及周边 7 大楔形地块内的生态用地和建设用地所构成的控制区域，是一条为成都市中心城区提供绿色生态隔离空间的屏障。

金牛区环城生态区是成都市环城生态区的重要组成部分，是金牛区提升区域生态质量、建设宜居都市、集聚高端要素和创新要素的重要空间载体。金牛区环城生态区规划面积为 21.68 平方公里，涉及金泉、沙河源、西华、天回镇 4 个涉农街道，22 个涉农社区，区域总人口约 3.35 万人，其中农业人口约 2.83 万人。根据规划，金牛环城生态区划分为两河、沙河源、西华、外环路、银杏园 5 个片区。其中，两河片区以健康养老休闲为主题定位，打造养老养生特色生态园；上府河（西华）片区以都市高端商务休闲为主题定位，打造安靖湿地旅游区；上府河（沙河源）片区以文化生态休闲为主题定位，打造居家特色生态园；外环路片区以现代农业生态休闲为主题定位，打造田园风光示范区；银杏园片区以生态农业、运动休闲为主题定位，打造观光休闲示范区。在成都市“全域增绿”，“尊重自然、绿色低碳”的发展理念下，金牛区环城生态区发展前景向好。

2019 年 10 月，金牛区拟对原有的产业功能区进行优化调整，根据《中共成都市金牛区委机构编制委员会关于设立现代都市工业等 3 个功能区管理机构有关事项的通知》（金机编发[2019]10 号），金牛区共设立金牛天府国际商贸商务功能区、金牛现代都市工业功能区、金牛科技服务产业功能区（曾用名“金牛区环交大科创文创功能区”，以下简称“科技服务功能区”）3 个产业功能区。其中科技服务功能区规划范围 42.39 平方公里，以科技服务为主导产业，轨道交通、电子信息、科技文智慧健康为细分产业，是全市轨道交通“一校一总部两基地”中“一校一总部”核心承载区。目前该区域建设主要围绕国宾茶花和西南交大片区、中铁二院二局马家花园片区、沙河源友联片区三个重点片区展

开，规划布局轨道交通科技研发、科研转化、勘察设计、工程建设、技术服务、人才培育、总部办公等主要功能，辐射金牛中铁轨道交通产业园，与新都现代交通产业功能区和新津天府智能制造产业园协同发展。科技服务产业功能区内涵盖中电 10 所、中电 29 所、中铁二院、中铁二局、西南交大、电子科大九里堤校区等大型科研院校，聚力发展智慧交通、文创设计、文博展贸、网络视听、数字娱乐、工业设计等细分领域，计划打造成为国家科技创新中心和特色文创承载地。

2. 业务运营

该公司主要以代建模式参与金牛区环城生态片区和“117”区域的基础设施、安置房建设及土地整理，近年来在以上领域垫付了较大额的资金，并且未来仍有持续投入计划，存在较大的融资需求。

该公司是金牛区重要的土地整理及基础设施建设主体之一，主要业务区域为环城生态区和“117”区域，业务内容包括基础设施建设、安置房建设和土地整理，以代建为经营模式，代建收入是公司营业收入的主要来源。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现营业收入 2.83 亿元、4.03 亿元、9.17 亿元和 2.33 亿元，其中代建业务收入占比分别为 99.50%、99.71%、99.70%和 94.81%，2020 年第一季度代建业务收入占比有所下降主要系当期公司增加管网维护业务所致。公司工程代建业务按照成本加成模式确认收入，毛利率水平较为稳定，同期毛利率分别为 12.71%、12.71%、12.80%和 12.71%。

图表 6. 2017 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**2.83**	**100.00**	**4.03**	**100.00**	**9.17**	**100.00**	**2.33**	**100.00**
工程代建	2.82	99.50	4.02	99.71	9.16	99.86	2.21	94.81
管网维护	--	--	--	--	--	--	0.12	5.06
其他[4]	0.01	0.50	0.01	0.29	0.01	0.14	0.00	0.14
营业毛利	**0.37**	**100.00**	**0.52**	**100.00**	**1.18**	**100.00**	**0.30**	**100.00**
工程代建	0.36	96.21	0.51	97.74	1.17	98.99	0.28	95.02
管网维护	--	--	--	--	--	--	0.02	6.04
其他	0.01	3.79	0.01	2.26	0.01	1.01	-0.00	-1.06
综合毛利率		**13.15**		**12.97**		**12.91**		**12.68**
工程代建		12.71		12.71		12.80		12.71
管网维护		--		--		--		15.16
其他		100.00		100.00		90.21		-99.47

资料来源：金牛环投

[4] 其他业务收入来自土地场地租赁及子公司成都金牛天府环境管理有限公司（以下简称“天府环境”）的道路清扫保洁收入、环卫和养护收入。

（1）工程建设

该公司的工程建设业务主要由公司本部和子公司成都金牛环城投资管理有限公司（以下简称“金牛环城”）负责，建设内容主要包括市政道路、园区配套等基础设施以及安置房，以代建为主要业务模式；目前主要负责开发的区域是金牛区环城生态区及“117”区域，开发面积合计约23.41平方公里[5]。

对于代建业务，2016-2018年，该公司于每年年初与成都市金牛区建设和交通局（以下简称“金牛区建设局”）签订《成都市金牛区基础设施建设类工程项目委托代建框架协议》；子公司金牛环城也已就多个项目与成都市金牛区人民政府（以下简称“金牛区政府”）签订了《成都市金牛区基础设施建设类工程项目委托代建框架协议》。公司负责项目建设并落实建设资金，项目建成后进行竣工验收并办理移交手续。委托建设项目年度成本每年底结算一次，公司提交年度工程建设结算单作为结算依据，委托方根据委托建设工程实际支出加成18%代建管理费向公司支付委托建设工程款。公司按照工程结算款确认基础设施建设收入并结转相应成本。

2017-2019年，该公司确认的基础设施及安置房的代建收入（不含税）分别为1.54亿元、3.07亿元和7.41亿元，当年结算项目对应的投入分别为1.34亿元、2.68亿元和6.47亿元，2017年以来的主要结算项目为金牛区环城生态区天府（绕城）绿道项目、有轨电车蓉2号线项目和两河公园拆迁安置项目等。截至2019年末，公司存货中尚未结算的基础设施及安置房建设项目投入额为47.38亿元[6]。

截至2019年末，该公司主要在建工程项目包括清淳家园二期安置房及配套项目、国宾1号点位安置房项目、金牛区环城生态区天府（绕城）绿道项目、环城生态区外环路0-200米建设项目、有轨电车蓉2号线项目等，预计总投资额合计为60.08亿元，截至2019年末公司主要在建项目已投入38.84亿元。

[5] 其中公司负责的“117”区域开发面积约1.73平方公里，金牛区环城生态区开发面积约21.68平方公里。

[6] 2019年末公司存货中另含利息待摊14.75亿元。

图表 7. 截至 2019 年末公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）[7]

项目名称	建设期间	回款期间	预计总投资额	已投资额	已确认收入	已回款金额	是否签订协议
清淳家园二期安置房及配套项目	2012-2020	2013-2022	26.63	22.15	13.23	13.63	是
有轨电车蓉 2 号线项目	2017-2021	2018-2021	3.77	1.00	1.15	0.10	是
环城生态区外环路 0-200 米建设项目	2015-2020	2016-2021	5.70	5.70	0.41	0.37	是
金牛区环城生态区天府(绕城）绿道项目	2017-2020	2018-2021	6.20	5.30	6.07	0.27	是
凤凰大道工程	2015-2021	2016-2022	2.20	1.80	0.05	0.05	是
金凤凰大道（万石路）	2016-2020	2017-2021	1.70	1.57	--	--	是
国宾 1 号点位安置房项目	2019-2021	2019-2021	12.85	1.30	--	--	是
木龙社区综合体	2019-2021	2020-2021	1.03	0.02	--	--	是
合计	--	--	**60.08**	**38.84**	**20.91**	**14.42**	--

资料来源：金牛环投

截至 2019 年末，该公司主要拟建工程项目为新水碾路建设工程，主要建设内容包括道路工程、排水工程、电力工程、照明工程、交通工程、渠道工程、景观绿化工程等，该工程计划总投资 0.14 亿元，项目建设周期为 2020 年 3 月至 2023 年 3 月，项目建成后将移交委托方运营。此外，2020 年 4 月公司新增环城生态区示范项目，该项目计划总投资 13.52 亿元，建成后进行项目运营以获取苗木及花卉销售、配套用房及办公用房租赁、运动场地租赁、停车费、充电桩及广告牌等收入。

（2）土地整理

土地整理是近年来该公司的重点投入领域之一。公司受成都市金牛区人民政府（以下简称“金牛区政府”）委托，承担金牛区环城生态区及“117”区域的土地开发整理业务，在区域内公司该业务具有较强的专营性。根据公司与金牛区政府签订的《成都市金牛区土地整理开发类项目委托代建框架协议》，公司负责项目建设并落实建设资金，项目建成后交由金牛区政府进行竣工验收并办理移交手续。委托建设项目年度成本每年底结算一次，公司提交年度工程建设结算单作为结算依据，金牛区政府根据委托建设工程实际支出加成 18%代建管理费向公司支付委托建设工程款。公司按照工程结算款确认基础设施建设收入并结转相应成本。

2017-2019 年，该公司确认的土地整理收入（不含税）分别为 1.28 亿元、0.95 亿元和 1.75 亿元，当年结算项目对应的投入分别为 1.12 亿元、0.83 亿元和 1.51 亿元。截至 2019 年末，公司存货中尚未结算的土地整理项目投入额为 34.38 亿元。

截至 2019 年末，该公司在进行的土地整理项目主要包括两河片区、西华青杠片区、绕城片区等，预计总投资额合计 82.64 亿元，已投资 38.13 亿元，

[7] 表中部分项目已投资额和已回款金额经审计确认后有所调整。

后续仍有一定投资需求。

图表 8. 截至 2019 年末公司主要在进行土地整理项目情况（单位：亿元、万亩）

项目名称	建设期间	回款期间	预计总投资	已投资	面积	已确认收入	已回款金额	是否签订协议
绕城片区	2015 年至今	2020-2024	11.71	2.48	0.20	0.99	0.09	是
西华青杠片区	2014 年至今	2020-2023	15.80	6.81	0.64	0.81	0.09	是
沙河源片区	2013 年至今	2020-2023	23.50	6.68	0.32	--	--	是
银杏园	2013 年至今	2021-2024	5.00	0.89	0.65	0.80	--	是
两河片区	2014 年至今	2020-2024	26.63	21.27	0.65	1.76	0.44	是
合计	--	--	**82.64**	**38.13**	**2.46**	**4.36**	**0.62**	--

资料来源：金牛环投

（3）管网维护

该公司管网维护业务运营主体为子公司金牛环城，根据金牛环城与金牛区农业和水务局签订的《设施维护管理服务项目战略合作框架协议》，金牛环城负责对区管市政排水维护管理服务项目范围内的市政排水管道、检查井、进水井等设施组织开展巡查、清淤疏掏等排水管网日常管理维护工作，同时负责雨污水管网、排水管网设施塌陷、破损、缺失等病害问题进行治理及管网污染源调查工作，以保障项目管网的正常使用。对于上述服务，金牛环城每年向成都市金牛区农业和水务局收取固定金额的服务费，服务费暂定为 0.50 亿元/年，协议期限暂定为 3 年。2020 年第一季度公司确认管网维护收入 0.12 亿元，当期该业务毛利率为 15.16%。

管理

该公司为金牛区国资局下属的国有独资企业，产权结构清晰。公司法人治理结构较健全，组织架构和管理制度较完善，基本能够满足公司日常经营管理需要。

1. 产权关系与公司治理

（1）产权关系

该公司为国有独资企业，截至本评级报告出具日，公司注册资本和实收资本均为 4.10 亿元，金牛区国资局持有公司全部股权，为公司实际控制人，产权结构清晰。公司产权状况详见附录一。

（2）公司治理

该公司根据《公司法》等有关法律法规的要求，逐步建立健全法人治理结构。根据公司于 2019 年 11 月修订的章程，目前公司不设股东会，由金牛区国资局依法行使股东职权。公司设立董事会，由 5 人组成，非职工代表董事由出

资人委派或更换；董事会成员中设职工代表，由职工大会或职工代表大会选举产生；董事会设董事长1名，由金牛区国资局委派或更换；董事会每届任期三年。公司设监事会，监事会设监事5人，设监事会主席1名；非职工代表监事、监事会主席由金牛区国资局委派、指定或更换；监事中应有不低于三分之一比例的职工代表，由职工大会或职工代表大会选举产生。公司设总经理、副总经理若干名，任期三年；总经理由董事长提名，经董事会讨论通过，由董事会聘任或解聘。截至2020年3月末，公司董事会、监事会人员及总经理、副总经理已全部到位。

（3）主要关联方及关联交易

近两年该公司的关联交易主要体现为关联方之间的资金往来。2017-2018年，公司与金牛环城存在较大规模的资金拆借，同期末其他应付款中应付金牛环城的款项余额分别为21.67亿元和32.81亿元。2019年3月，金牛区国资局将持有的金牛环城100%股权划转至公司，公司将金牛环城纳入合并范围后，合并口径其他应付款出现较明显缩减，截至2019年末公司其他应付款中无应付关联方款项。2017-2019年末，公司其他应收款中应收股东金牛区国资局往来款余额分别为16.95亿元、18.62亿元和32.31亿元。

2. 运营管理

（1）管理架构及模式

该公司根据业务与行政管理需要设置有党委办公室、董事会办公室、行政事务部、财务部、法律事务部、经营管理部、发展规划部和工程建设部8个职能部门，各部门之间权责较明确，基本能满足公司日常经营管理需要。公司组织架构详见附录二。

（2）管理制度及水平

该公司制定了较为完善的内部管理制度，对各职能部门的权责进行了明确规定，并在财务及工程项目等方面进行制度化管控。

在项目管理方面，该公司结合《成都市金牛农发投资有限公司建设项目管理办法》及政府投资管理办法，原则上对公司各类房屋建筑、公建配套、绿化景观、市政基础设施项目的设计勘察、清单及控制价编制的各阶段成果均需进行审查优化工作；对公司各项目施工阶段的签证变更工作从技术可行性、经济合理性、风险控制范围等方面实施全过程管理并形成合理集体决策机制。公司推行现场项目经理主体负责制，并逐步建立公司监督主体责任制度。

资金管理方面，该公司制定了《资金审批拨付管理办法》。根据该办法，公司对货币资金实行集中管理，由财务部门负责资金预算编制工作；公司财务部统一管理公司授信额度工作，根据年度资金需求计划，与银行签订授信

额度协议。

资金筹措管理方面，该公司制定了《融资管理办法》，由财务部负责公司各项融资。金融机构的长、短期贷款原则上由公司统一贷款，统一安排投资项目，统一偿还，也可根据实际工作需要，对分公司授权，办理贷款。

内控审计方面，该公司根据《公司法》、《审计法》、《内部审计准则》、《企业内部控制基本规范》、《党政主要领导干部和国有企业领导人员经济责任审计规定》等法律法规，结合《公司章程》相关规定及公司实际情况，制定了《内控审计管理办法》，以严肃财经法纪和企业规章制度，维护经营管理秩序，保护投资者和债权人的合法权益，保证会计信息和经营指标的真实性、准确性及资产的完整性。

（3）过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的2020年4月23日本部《企业信用报告》，公司本部已结清业务中存在一笔2亿元的关注类贷款，已于2013年9月正常结清，根据公司提供的说明，该贷款因欠息而显示为关注，由于利息估算失误，公司账户余额资金不足以支付当期利息，公司发现上述问题后及时结清了当期利息。根据子公司金牛环城、成都金牛绿城建设管理有限公司（以下简称“金牛绿城”）及天府环境提供的于2020年4月出具的《企业信用报告》，三者无未结清不良信贷。但根据金牛环城2020年2月14日的《企业信用报告》，金牛环城已结清贷款中存在一笔欠息记录，欠息金额为6.11万元，最近一次结清日期为2019年12月，根据泸州银行成都分行于2020年2月20日出具的说明，该笔欠息非恶意欠息。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台2020年5月30日的信息查询结果，该公司于2017年8月被金牛区市场和质量监督管理局列入经营异常名录，主要系通过登记的住所或者经营场所无法联系，通过依法办理住所或者经营场所变更登记，公司已于2017年11月移出经营异常名录。除此之外，截至2020年5月30日，未发现公司本部存在重大异常情况。

3. 发展战略

根据该公司发展规划，未来公司将继续加大对金牛区城市基础设施建设及土地整理项目的投入和运营，并努力开拓经营性业务，加快实施资本运作，逐步建立“融资、投资、建设、经营发展”良性循环机制。公司将紧紧围绕金牛区政府关于“一核三轴六区”的城市空间新格局规划，充分整合内外部资源，继续壮大资产规模，提高筹融资能力，多渠道筹集资金，形成以基础设施建设、土地整理为发展重点，不断转变机制、注重品质、提升规模、实现业务快速发展，建设成为金牛区政府范围内建设项目承接载体、产业培育载体、公共服务载体和资金保障载体。

财务

近年来，该公司在工程代建项目方面持续投入，非筹资性现金流存在缺口，融资需求较高，但得益于前期金牛区政府向公司注入较大额土地，加之近年来持续向公司拨付资本性注入资金及划入资产，公司负债率尚在合理范围。公司负债以刚性债务为主，资产集中于项目投入、划拨地及应收款，融资结构及资产流动性均有待优化。代建业务系公司收入和毛利最主要的来源，毛利率水平相对稳定，但盈利性有限，政府补助为公司利润实现提供重要支撑。

1. 公司财务质量

亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017-2019 年的财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》及其他相关规定。

2019 年末，该公司合并范围包括 3 家子公司，分别为金牛绿城、金牛环城和天府环境，持股比例均为 100%，取得方式分别为出资设立、划拨取得和出资设立。其中，金牛绿城于 2010 年 7 月设立，目前主要承接金牛区内城市公园、小游园、微绿地等绿化景观工程建设及绿化养护管理；金牛环城是体量相对较大的子公司，于 2019 年 3 月进入公司合并范围，当期根据《关于无偿划转成都金牛环城投资管理有限公司国有股权的批复》（金牛国资办发[2019]17 号），公司收到金牛区国资局无偿划转的金牛环城 100%股权。截至 2019 年末，金牛环城总资产 121.08 亿元，所有者权益为 52.52 亿元；当年营业收入 3.60 亿元、净利润 1.36 亿元。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

A. 债务结构

近年来，因工程建设及土地整理持续推进，且 2019 年合并范围新增金牛环城，该公司负债规模持续扩张，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末公司负债总额分别为 63.21 亿元、64.82 亿元、108.01 亿元和 128.30 亿元，2019 年末的负债增量主要来自本部增加的长期借款及新纳入合并范围的金牛环城的长期借款；2020 年 3 月末的负债增量主要来自债券发行以及金牛环城和金牛绿城增加的金融机构借款。同期末，公司资产负债率分别为 37.17%、36.88%、42.25%和 46.29%。虽然融资需求不断上升，但由于前期金牛区政府向公司注入较大额土地，加之近年来持续向公司拨付资本性注入资金、股权及管网资产，逐步扩充公司净资产，现阶段公司负债率尚处于合理范围。

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 73.14%、61.07%、274.48%和 158.86%，2019 年以来受金牛环城纳入合并范围影响，公

司往来借款减少，但长期借款大幅增加，期末长期债务占比大幅提升；2020年以来由于部分长期借款重新分类至“一年内到期的非流动负债”科目，加之短期借款增加，公司长短期债务比有所下降。2019 年末，公司非流动负债余额为 79.17 亿元，由长期借款和其他非流动负债构成，年末上述二者占非流动负债的比重分别为 99.43%和 0.57%。其中，长期借款余额为 78.72 亿元，为保证借款、信用借款、质押借款和保证抵押借款；其他非流动负债余额为 0.45 亿元，系公司于 2019 年 10 月发行的大连金融资产交易所有限公司投资收益权产品，借款利率为 7.5%~8.0%，由金牛城投提供不可撤销的连带责任保证担保。2020 年 3 月末，公司非流动负债余额较 2019 年末下降 0.55%至 78.73 亿元。长期借款余额较 2019 年末下降 9.44%至 71.28 亿元，主要系部分借款重新分类至“一年内到期的非流动负债”科目所致；应付债券余额为 7.00 亿元，系公司于 2020 年 3 月 16 日发行的 5 年期“20 金牛环投 PPN001”；其他主要科目无重大变化。

2019 年末，该公司流动负债余额为 28.84 亿元，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债和短期借款构成，上述三者占流动负债的比重分别为 44.64%、38.72%和 12.00%。同年末，公司其他应付款余额为 12.87 亿元，其中应付金牛区财政局、金牛城投的往来款余额分别为 6.02 亿元和 2.08 亿元，应付成都青野园林绿化有限公司借款余额为 4.28 亿元，借款利率为 4.75%；较 2018 年末下降 61.07%，主要系当期金牛环城纳入合并范围导致合并抵消所致。一年内到期的非流动负债余额为 11.17 亿元，较 2018 年末增长 74.52%，全部为一年内到期的长期借款。短期借款余额为 3.46 亿元，全部为保证借款。2020 年 3 月末，公司流动负债余额较 2019 年末增长 71.84%至 49.56 亿元。其中，其他应付款较 2019 年末增长 7.71%至 13.87 亿元，主要系当期收到成都市金牛区规划和自然资源局拨付的国宾 1 号点位安置房项目建设资金；一年内到期的非流动负债较 2019 年末增长 16.30 亿元至 27.47 亿元；短期借款较 2019 年末增长 97.07%至 6.82 亿元，全部为保证借款；其他主要科目无重大变化。

B. 刚性债务

该公司主要通过银行借款、信托借款和企业拆借款筹集资金，由此形成了较大规模的刚性债务。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 62.56 亿元、63.79 亿元、98.07 亿元和 117.30 亿元，占负债总额的比重分别为 98.97%、98.41%、90.80%和 91.43%；同期末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 170.82%、173.95%、150.55%和 126.88%，股东权益对刚性债务的保障程度虽有所下降，但尚处于较好水平。

截至 2020 年 3 月末，该公司金融机构借款余额为 105.58 亿元。其中，银行借款余额为 83.12 亿元，借款行以地方银行为主，借款利率在 4.75%~8.80%之间；信托借款余额为 18.46 亿元，债权人主要为中铁信托和百瑞信托，借款利率在 4.75%~9.50%之间；委托贷款余额为 4.00 亿元，资金来源于四川交投产融控股有限公司和四川发展融资担保股份有限公司，借款利率在 8.50%~9.00%之间。从借款主体看，公司金融机构借款主要集中于金牛环城及公司本部，同

期末金牛环城和公司本部金融机构借款余额分别为 65.19 亿元和 24.71 亿元，占金融机构借款总额的比率分别为 61.75%和 23.41%。从借款方式看，公司金融机构借款以保证借款和信用借款为主，保证方式为公司对子公司担保或由其他区属国有企业提供担保，保证人主要包括金牛城投、成都市星诚企业管理有限公司、成都市金牛区财政信用有限公司、成都市金牛国有资产投资经营集团有限公司等金牛区国有企业。2020 年及 2021 年公司需偿还的金融机构借款总额分别为 12.92 亿元和 31.80 亿元，2021 年银行借款偿付规模较大，届时将面临一定集中偿付压力。

图表 9. 截至 2020 年 3 月末公司金融机构借款情况（单位：亿元）

借款类别	短期借款	一年内到期的非流动负债	长期借款	合计
保证借款	6.82	7.98	42.51	**57.31**
信用借款	--	0.49	20.22	**20.71**
质押借款	--	5.70	8.55	**14.25**
保证抵押借款	--	13.30	--	**13.30**
合计	**6.82**	**27.47**	**71.28**	**105.58**

资料来源：金牛环投

此外，该公司于 2019 年 10 月在大连金融资产交易所有限公司发行固定收益产品 0.45 亿元，借款利率为 7.5%~8.0%，由金牛城投提供不可撤销的连带责任保证担保；于 2020 年 3 月 16 日发行 7.00 亿元“20 金牛环投 PPN001”，期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 3.95%。

C. 或有负债

截至 2020 年 3 月末，该公司对外担保余额为 21.18 亿元，担保比率为 14.23%，担保对象集中于金牛区国资局控制下的公司，包括成都市鑫金工发投资有限公司、成都鑫金城市建设投资有限公司、成都青野园林绿化有限公司、成都市金牛国有资产投资经营集团有限公司和金牛城投。

图表 10. 截至 2020 年 3 月末公司主要对外担保情况（单位：亿元）

被担保方名称	担保余额	担保到期日
成都市鑫金工发投资有限公司	5.50	2022.03.14
成都青野园林绿化有限公司	4.28	2024.07.02
	1.00	2022.01.06
成都市金牛国有资产投资经营集团有限公司	1.50	2022.03.12
	1.50	2021.10.30
成都市金牛城市建设投资经营集团有限公司	2.40	2021.08.20
成都鑫金城市建设投资有限公司	5.00	2022.03.17
总计	**21.18**	--

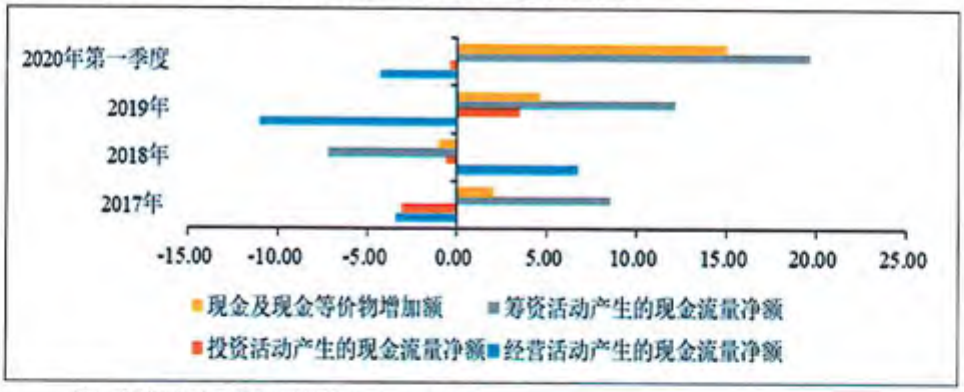
资料来源：金牛环投

（2）现金流分析

该公司收入主要来源于代建业务，近年来看业务获现能力较弱，工程回款有所滞后。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 36.24%、27.14%、16.55%和 35.32%。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-3.43 亿元、6.74 亿元、-11.02 亿元和-4.25 亿元，缺口主要由代建工程持续支出而现金回款较缓导致，其中 2018 年经营活动现金流呈净流入状态，主要系当年收到区属企业资金拆借款规模较大，同时土地整理业务支付的征迁款规模下降所致。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-3.08 亿元、-0.63 亿元、3.48 亿元和-0.43 亿元，2017-2018 年投资活动现金流持续净流出主要系企业间资金拆借、工程保证金支付款项所致；2019 年投资活动现金净流入主要系金牛绿城收回向成都市鑫金工发投资有限公司发放的长期借款，同时金牛环城纳入合并范围导致货币资金增加所致。公司主要通过外部融资方式弥补资金缺口，2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 8.55 亿元、-7.18 亿元、12.13 亿元和 19.65 亿元，其中 2018 年筹资活动现金流呈净流出状态主要系当期银行借款及融资租赁借款偿还所致。

图表 11. 2017 年以来公司现金流情况（单位：亿元）



注：根据金牛环投提供资料整理、绘制

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 1.90 亿元、2.55 亿元和 3.50 亿元，主要由利润总额及利息支出构成，主要得益于利润总额逐年增加，公司 EBITDA 规模逐年增长，对刚性债务的保障程度仍有待提升。公司经营活动及投资活动现金流净额存在较大波动，使得非筹资性现金流无法对债务形成稳定保障。

图表 12. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.69	1.12	1.82
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.04	0.04
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-13.56	17.57	-31.89
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-6.28	10.67	-13.61

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-25.74	15.92	21.81
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-11.93	9.67	-9.31

资料来源：金牛环投

（3）资产质量分析

前期金牛区政府向该公司注入了较大额土地，且近年来金牛区国资局持续向公司拨付项目资金款、股权及管网资产，公司资本实力持续增强。2017-2019年末及2020年3月末，公司所有者权益分别为106.86亿元、110.96亿元、147.65亿元和148.84亿元，其中实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重分别为96.75%、94.98%、94.30%和94.23%，公司资本结构稳定性较好。截至2020年3月末，公司资本公积为136.14亿元，其中货币资金43.28亿元、土地使用权64.05亿元、管网资产16.01亿元、股权12.80亿元。

2017-2019年末及2020年3月末，该公司资产总额分别为170.07亿元、175.77亿元、255.66亿元和277.13亿元，得益于持续的资产及股权划拨、资本金注入及外部融资增加等，公司资产规模逐年扩大；其中流动资产占比较高，同期末流动资产占比分别为94.86%、94.49%、90.45%和91.04%。2019年末公司流动资产余额为231.24亿元，主要由存货、其他应收款、应收账款和货币资金构成，年末上述四者占流动资产的比重分别为69.44%、18.42%、6.27%和5.24%。其中，存货余额为160.56亿元，包括代建项目开发成本96.50亿元和通过划拨获得的储备用地64.05亿元，较2018年末增长18.47%，主要系代建项目开发成本增加所致；其他应收款余额为42.59亿元，其中应收金牛区国资局的往来款占比75.87%，2019年以来增量较多，主要系公司合并范围增加金牛环城，应收金牛区国资局及金牛城投往来款相应增加所致；应收账款余额为14.50亿元，主要为应收金牛区财政局的工程款，较2018年末增加7.93亿元，主要系金牛区环城生态区天府(绕城)绿道项目、两河片区土地整理、有轨电车蓉2号线等项目结算所致；货币资金余额为12.11亿元，其中因借款质押使用受限的货币资金4.50亿元，2019年末短期刚性债务现金覆盖率为64.03%，货币资金对短期刚性债务的覆盖程度不高。2020年3月末，公司流动资产余额较2019年末增长9.10%至252.29亿元。其中，存货余额较2019年末增长1.33%至162.70亿元，系代建项目开发成本增加所致；其他应收款余额较2019年末增长5.75%至45.04亿元，系应收金牛区国资局国宾1号点位安置房、清淳家园二期安置房、西华青杠片区项目拆迁款增加所致；应收账款余额为16.08亿元，较2019年末增长10.92%，主要系绕城0-200米防护林建设（198生态绿化）项目结算所致；货币资金余额为27.07亿元，较2019年末增加14.96亿元，主要系部分融入资金尚未使用所致；其他主要科目无重大变化。

2019年末，该公司非流动资产余额为24.42亿元，占资产总额的比重为9.55%。公司非流动资产主要由固定资产、其他非流动资产和可供出售金融资产构成，年末上述三者占非流动资产的比重分别65.58%、29.17%和4.97%。

2019 年末，固定资产余额为 16.02 亿元，主要系 2019 年 9 月成都市金牛区农业和水务局向公司划入的管网资产；非流动资产余额为 7.13 亿元，为金牛绿城向金牛城投和成都青野园林绿化有限公司发放的长期借款，借款期限为 5 年，利率为 4.75%；可供出售金融资产余额为 1.22 亿元，系公司持有的成都锦江绿道建设投资有限公司、成都市农村产权流转担保股份有限公司和成都市金牛区交子股权投资基金合伙企业股权，较 2018 年末增长 82.71%，主要系当期增加对成都锦江绿道建设投资有限公司和成都市金牛区交子股权投资基金合伙企业投资所致。2020 年 3 月末，公司非流动资产余额较 2019 年末略增 1.70%至 24.84 亿元。其中，其他非流动资产余额较 2019 年末增加 0.25 亿元至 7.38 亿元，系当期公司对成都市融资再担保有限责任公司拨入的投资款增加所致，截至 2020 年 3 月末成都市融资再担保有限责任公司暂未完成工商设立；长期股权投资余额较 2019 年末增加 0.26 亿元至 0.33 亿元，系当期公司对合营企业成都市金牛交子都市工业运营管理有限公司追加投资所致；其他主要科目无重大变化。

图表 13. 2017 年末以来公司资产构成情况（单位：亿元）

注：根据金牛环投提供资料整理、绘制

（4）流动性/短期因素

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司货币资金余额分别为 7.08 亿元、3.01 亿元、12.11 亿元及 27.07 亿元，现金比率分别为 19.39%、7.48%、41.97%和 54.61%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 19.74%、7.67%、64.03%和 70.18%，2019 年末主要由于金牛环城纳入合并范围，公司对合并范围外的短期企业借款减少，期末短期刚性债务现金覆盖率大幅增长；2020 年以来由于货币资金存量增加，货币资金对短期刚性债务的保障程度进一步增强。但总体来看，公司货币资金保有量一般，且对短期刚性债务的覆盖程度仍然不高。公司资产虽然以流动资产为主，但实际构成集中于代建工程、划拨地及应收类款项，资产变现及回收进度存在一定的不确定性。整体来看，公司实际资产流动性弱于指标表现。

图表 14. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率（%）	441.90	412.71	801.74	509.04

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
现金比率（%）	19.39	7.48	41.97	54.61
短期刚性债务现金覆盖率（%）	19.74	7.67	64.03	70.18

资料来源：金牛环投

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，该公司受限资产余额为 33.73 亿元，占期末总资产的比率为 12.17%，其中质押借款受限的货币资金 4.50 亿元，融资抵押的土地使用权 29.23 亿元。

3. 公司盈利能力

代建业务系该公司营业毛利的最主要来源，2017-2019 年及 2020 年第一季度公司分别实现营业毛利 0.37 亿元、0.52 亿元、1.18 亿元和 0.30 亿元，其中代建业务毛利贡献率分别为 96.21%、97.74%、98.99%和 95.02%。同期，公司综合毛利率分别为 13.15%、12.97%、12.91%和 12.68%，公司综合毛利率较稳定，但整体盈利能力弱。

由于该公司项目大多处于在建状态，相关借款利息已进行资本化处理，公司期间费用规模较小。2017-2019 年和 2020 年第一季度，公司期间费用分别为 0.28 亿元、0.31 亿元、0.51 亿元和 0.12 亿元，期间费用率分别为 10.01%、7.58%、5.53%和 5.36%。2017-2019 年和 2020 年第一季度，公司分别获得政府补贴 1.19 亿元、1.70 亿元、2.00 亿元和 0.00 万元，为公司盈利提供重要支撑。2017-2019 年和 2020 年第一季度，公司营业利润分别为 1.59 亿元、2.23 亿元、3.11 亿元和 0.25 亿元，净利润分别为 1.49 亿元、2.10 亿元、2.84 亿元和 0.18 亿元。2017-2019 年，公司总资产报酬率分别为 1.19%、1.47%和 1.62%，净资产收益率分别为 1.43%、1.92%和 2.20%，公司资产获利能力较弱。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司主要以代建模式参与金牛区环城生态片区和“117”区域的基础设施、安置房建设及土地整理，近年来在以上领域垫付了较大额的资金，并且未来仍有持续投入计划，存在较大的融资需求。但得益于前期金牛区政府向公司注入较大额土地，加之近年来持续向公司拨付资本性注入资金，公司负债率尚在合理范围。公司负债以刚性债务为主，资产集中于项目投入、划拨地及应收款，融资结构及资产流动性均有待优化。代建业务系公司收入和毛利最主要的来源，毛利率水平相对稳定，但盈利性有限，政府补助为公司利润实现提供重要支撑。

2. 外部支持因素

作为金牛区重要的基础设施投资建设主体之一，该公司能持续获得地方政府在业务及资金等方面的大力支持。公司在金牛区环城生态区和“117”区域的开发领域具有较强的业务专营性，自成立以来，获得了较大额的土地及现金注入。截至2020年3月末，公司资本公积为136.14亿元，其中货币资金43.28亿元，土地使用权64.05亿元。近三年，公司分别获得财政拨付的政府补贴1.19亿元、1.70亿元和2.00亿元。2020年2月，金牛区国资局以货币形式对公司增资2.00亿元，公司注册资本增至3.10亿元。同年3月，金牛区国资局向公司拨付资金1.00亿元用于增加注册资本，本次增资于2020年5月13日完成工商变更。

此外，该公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至2020年3月末，公司共获得银行授信89.44亿元，其中未使用授信4.99亿元。

本期债券偿付保障分析

1. 盈利保障分析

作为金牛区重要的基础设施投资建设主体之一，该公司在金牛区环城生态区和“117”区域的开发领域具有较强的业务专营性，目前项目储备较多，且代建项目已与金牛区政府、金牛区建设局签订有相关协议，为公司持续性的盈利积累提供了较为有效的保障。2017-2019年及2020年第一季度，公司分别实现营业收入2.83亿元、4.03亿元、9.17亿元和2.33亿元，同期分别实现净利润1.49亿元、2.10亿、2.84亿元和0.18亿元。

2. 募投项目收益保障分析

本期债券募投项目环城生态区示范项目具有良好的经济效益及社会效益，根据本期债券募集说明书，按计算期20年（其中建设期2年，运营期18年）计算，项目在计算期内合计可实现收入14.64亿元，静态投资回收期为19.62年。募投项目收益可为本期债券偿付资金提供一定来源。

评级结论

金牛区隶属于四川省成都市，是成都市的中心城区之一，拥有较为便利的交通条件和较为优化的产业布局，区内商贸及科技服务业发达，经济总量位列全市各区县前列。

该公司为金牛区国资局下属的国有独资企业，产权结构清晰。公司法人治理结构较健全，组织架构和管理制度较完善，基本能够满足公司日常经营管理需要。

该公司主要以代建模式参与金牛区环城生态片区和“117”区域的基础设施、安置房建设及土地整理，是金牛区重要的建设主体之一。近年来公司在以上领域垫付了较大额的资金，并且未来仍有持续投入计划，存在较大的融资需求。但得益于前期金牛区政府向公司注入较大额土地，加之近年来持续向公司拨付资本性注入资金及划入资产，公司负债率尚在合理范围。公司负债以刚性债务为主，资产集中于项目投入、划拨地及应收款，融资结构及资产流动性均有待优化。代建业务系公司收入和毛利最主要的来源，毛利率水平相对稳定，但盈利性有限，政府补助为公司利润实现提供重要支撑。

本期债券募投项目具有一定收益，同时该公司作为金牛区重要的建设主体之一，可获得较强的外部支持，本期债券偿付安全性能够得到较好保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年6月30日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

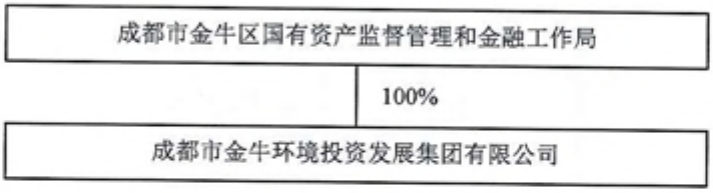
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

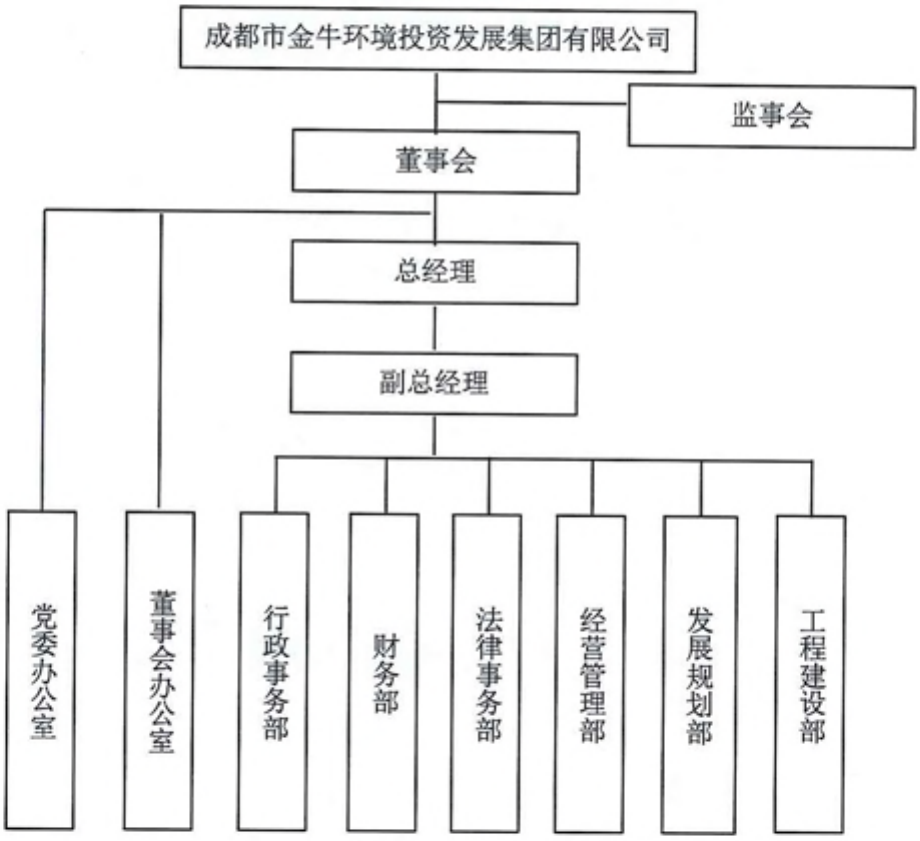
公司股权结构图



注：根据金牛环投提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据金牛环投提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司持股比例（%）	主营业务	2019年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营环节现金净流入量（亿元）	
成都市金牛环境投资发展集团有限公司	金牛环投	--	土地整理及基础设施建设、物业租赁等	51.15	93.93	5.57	1.49	-0.56	公司本部
成都金牛绿城建设管理有限公司	金牛绿城	100.00	园林绿化施工与设计;花卉租赁与销售	9.08	14.15	0.04	0.00	2.53	--
成都金牛环城投资管理有限公司	金牛环城	100.00	基础设施建设、市政设施管理；园林绿化工程施工等	59.56	52.52	3.60	1.36	-12.99	--
成都金牛天府环境管理有限公司	天府环境	100.00	环境卫生管理；城乡市容管理；清洁服务	--	0.05	--	0.00	0.00	--

注：根据金牛环投提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
资产总额［亿元］	170.07	175.77	255.66	277.13
货币资金［亿元］	7.08	3.01	12.11	27.07
刚性债务[亿元]	62.56	63.79	98.07	117.30
所有者权益［亿元］	106.86	110.96	147.65	148.84
营业收入[亿元]	2.83	4.03	9.17	2.33
净利润［亿元］	1.49	2.10	2.84	0.18
EBITDA[亿元]	1.90	2.55	3.50	--
经营性现金净流入量[亿元]	-3.43	6.74	-11.02	-4.25
投资性现金净流入量[亿元]	-3.08	-0.63	3.48	-0.43
资产负债率[%]	37.17	36.88	42.25	46.29
长短期债务比[%]	73.14	61.07	274.48	158.86
权益资本与刚性债务比率[%]	170.82	173.95	150.55	126.88
流动比率[%]	441.90	412.71	801.74	509.04
速动比率[%]	85.51	75.86	239.92	177.94
现金比率[%]	19.39	7.48	41.97	54.61
短期刚性债务现金覆盖率[%]	19.74	7.67	64.03	70.18
利息保障倍数[倍]	0.69	1.12	1.82	--
有形净值债务率[%]	59.15	58.42	73.15	86.20
担保比率[%]	32.75	35.87	8.25	14.23
毛利率[%]	13.15	12.97	12.91	12.68
营业利润率[%]	56.23	55.43	33.93	10.62
总资产报酬率[%]	1.19	1.47	1.62	--
净资产收益率[%]	1.43	1.92	2.20	--
净资产收益率*[%]	1.43	1.92	2.20	--
营业收入现金率[%]	36.24	27.14	16.55	35.32
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-13.56	17.57	-31.89	--
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.28	10.67	-13.61	--
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-25.74	15.92	-21.81	--
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.93	9.67	-9.31	--
EBITDA/利息支出[倍]	0.69	1.12	1.82	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.04	--

注：表中数据依据金牛环投经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计－期末存货余额－期末预付账款余额－期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/（报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出）
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计－期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1－报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。