



2019年成都兴蜀投资开发有限责任公司 公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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
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： 梁楷



2019年成都兴蜀投资开发有限责任公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-10	2020-06-29

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”）及其 2019 年 7 月 29 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 上述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，公司工程代建业务持续性仍较好，且获得的外部支持力度仍较大，天府（四川）信用增进股份有限公司（以下简称“天府信用”）提供的保证担保仍能有效提升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，债务压力较大，以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

债券概况

债券简称：19 兴蜀投资债/19 兴蜀债

债券剩余规模：6.6 亿元

债券到期日期：2026-07-29

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

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

未来展望

- 目前公司在建项目丰富，总投资规模较大，预计公司业务持续性较好，且公司有望继续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	243.97	232.45	210.33
所有者权益	142.14	133.77	132.50
总债务	82.73	80.55	61.46
资产负债率	41.74%	42.45%	37.00%
现金短期债务比	0.19	0.44	0.07
营业收入	9.79	7.95	9.35
其他收益	0.69	0.56	0.91
利润总额	1.55	1.47	1.67
销售毛利率	23.47%	12.03%	10.56%
EBITDA	1.92	1.49	1.69
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.30	0.31
经营活动现金流净额	2.79	0.86	0.10
收现比	0.74	0.67	0.22

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张晨
zhangch@cspengyuan.com

项目组成员：马琳丽
mall@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**依托“全域成都”的区位优势和制鞋、家具等产业的发展，崇州市经济持续增长，为公司发展提供了良好基础。
- **公司工程代建业务持续性较好。**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、厂房及配套设施建设以及安置房建设等，截至 2020 年末，公司主要在建代建项目投资规模较大，公司工程代建业务持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度较大。**公司继续获得政府注入的资产，增强了公司的资本实力，继续获得政府补贴，提高了公司利润水平。
- **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仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司面临较大的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投入较多资金，面临较大的资金压力。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、土地资产和项目开发成本为主，应收款项规模回款时间具有一定不确定性，土地资产中部分已抵押，公司资产流动性较弱。
- **公司面临较大的债务压力。**截至 2020 年末，公司总债务为 82.73 亿元，规模较大，现金短期债务比降至 0.19，且公司 EBITDA 利息保障倍数表现很弱，面临较大的债务压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保余额为 45.77 亿元，占年末净资产的 32.20%，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年7月29日发行7年期6.6亿元公司债券，募集资金用于经开区智能制造标准化厂房建设项目和补充营运资金。截至2021年5月21日，本期债券募集资金专项账户余额为111.43万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本和实收资本未发生变更。2020年6月22日，公司股东崇州市国有资产监督管理委员会部门职能改组并更名，公司股东变更为崇州市国有资产监督管理局和金融工作局（以下简称“崇州市国资局”）。截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为10,000.00万元，崇州市国资局为公司唯一股东，崇州市人民政府为公司实际控制人。

跟踪期内公司合并范围子公司无变化。截至2020年末，公司无纳入合并报表范围的子公司¹。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。

¹ 公开资料显示公司全资拥有崇州市大划污水处理有限公司（以下简称“污水处理公司”）。由于公司尚未实际出缴，污水处理公司尚未开始正常运营，因此未将污水处理公司纳入合并报表范围。



消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2% 左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020 年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长

背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

崇州市大力发展电子信息、智能家居等主导产业，推动地区生产总值继续增长，但增速有所回落

崇州市是四川省辖县级市，由成都市代管，全市幅员面积1,089平方公里，呈“四山一水五分田”格局，是四川省成都平原都市圈重点发展的中等城市。崇州市坚持“三步走”²战略目标，坚守“西控”定力，聚力绿色转型，全力推进“三区一地”建设，经济发展稳步推进。2020年崇州市地区生产总值为405.85亿元，按可比价格计算，同比增长5.8%，增速居郊区新城第2位、成都市第4位。2021年一季度，崇州市实现地区生产总值100.18亿元，同比增长19.2%，总体呈现“加快恢复，稳步向好态势”。产业结构方面，崇州市坚持以构建产业生态圈创新生态链为引领，加快建立现代化产业体系，三次产业结构比由2019年的12.6：52.5：34.9调整为2020年的12.4：47.0：40.6。2020年崇州市三次产业对经济增长的贡献率分别为7.2%、73.7%和19.1%，第二产业贡献较大，且占比较高，为推动地区生产总值增长的重要动力。截至2019年末，崇州市常住人口数为66.67万人。按2019年末常住人口计算，2020年崇州市人均GDP为60,874.46元，为全国人均GDP的84.03%。

崇州市传统行政区经济加快向现代功能区经济转变，2020年全市三大产业功能区（天府优质粮油融合发展功能区、成都智能应用产业功能区、天府康养旅游功能区）承载90%以上的产业化项目、集聚70%以上高层次人才和创新载体，成功创建国家新型工业化产业示范基地（大数据）、国家全域旅游示范区。2020年崇州市工业发展持续向好，全年全市规模以上工业增加值同比增长10.5%，增幅位于郊区新城第1位，电子信息、智能家居（含绿色建材）主导产业占规模以上工业比重提升至88%。其中，电子信息产业实现产值217.1亿元，同比增长27.3%；高技术工业完成产值196.6亿元（占规模以上工业总产值的比重43.0%），同比增长24.6%。服务业方面，崇州市房地产、金融业增加值持续稳定增长，2020年上述产业增加值同比增速分别为9.0%、5.0%。崇州市聚焦绿色高端转型，索菲亚工业4.0、捷普OP2、惠富康光通讯建成投产，安居天下成功创建国家级绿色工厂，兰雨精工、更新家具成功创建省级绿色工厂。2021年一季度，崇州市规模以上工业增加值同比增长42.5%，位于成都市第1位，仍以电子信息和智能家居产业为主。

投资方面，崇州市固定资产投资不断提质增效，2020年为258.5亿元，同比增长13.4%。2021年一季度

²崇州“三步走”战略目标：第一步，到2020年，高标准全面建成小康社会，高标准建设“产业新城、品质崇州”；第二步，从2020年到2035年，基本实现现代化，全面建成生态宜居的现代田园城市典范；第三步，从2035年到本世纪中叶，全面实现现代化，成为可持续发展的明日之城。

度，崇州市实现固定资产投资54.48亿元，同比增长13.1%。细分领域看，2020年崇州市基础设施投资同比下降12.3%，公共服务投资同比增长70.8%，房地产开发投资同比增长79.1%。此外，崇州市2020年商品房销售面积136.01万平方米，同比增长17.9%；商品房销售额112.02亿元，同比增长28.52%。崇州市建筑业发展保持稳定，2020年实现建筑业增加值29.2亿元，同比增长2.3%；资质内建筑企业48家，实现利润2.68亿元，同比增长56.1%。2020年崇州市消费需求稳步回升，全市实现社会消费品零售总额113.5亿元，同比下降1.9%；2021年一季度为30.6亿元，同比增长33.0%。2020年崇州市对外贸易逆势上扬，全年实现外贸进出口总额32.65亿元，同比增长40.5%，完成进度列成都市第1位。此外，2020年末崇州市金融机构本外币各项存款余额和贷款余额均保持增长，但增速较同比大幅下降。

表1 崇州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年一季度		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	100.18	19.2%	405.85	5.8%	381.1	8.6%
第一产业增加值	6.16	9.6%	50.23	4.1%	44.4	2.7%
第二产业增加值	51.25	27.4%	190.92	7.6%	178.9	8.2%
第三产业增加值	42.77	12.5%	164.7	3.3%	157.8	11%
工业增加值	-	-	161.7	8.4%	151.1	10.8%
固定资产投资	54.48	13.1%	258.5	13.4%	228	11.4%
社会消费品零售总额	30.6	33.0%	113.5	-1.9%	115.7	11.5%
进出口总额	-	-	32.65	40.5%	23.2	-
存款余额	-	-	594.4	7.7%	552.1	11.6%
贷款余额	-	-	235.1	9.6%	214.6	20.4%
人均 GDP（元）	-	-	60,874.46	-	57,232	-
人均 GDP/全国人均 GDP	-	-	84.03%	-	80.73%	-

注：1）上表中“-”表示数据未公开披露；2）2020 年人均 GDP=地区生产总值（GDP）/2019 年末崇州市常住人口数；3）2020 年固定资产投资数据源自《2020 年崇州市经济运行情况》。

资料来源：2019-2020 年崇州市国民经济和社会发展统计公报及 2021 年一季度崇州市经济运行情况，中证鹏元整理

2020 年崇州市实现一般公共预算收入 28.26 亿元，增长 8.4%；实现政府性基金收入 34.02 亿元，同比增长 31.4%；实现上级补助收入 23.32 亿元。

五、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。2020年公司开始实现较大规模的建材销售收入，还对外转让两个工程项目，营业收入和销售毛利率均有所提高。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年
----	--------	--------

	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	63,184.06	11.84%	79,385.19	12.21%
建材销售	10,701.23	16.32%	0.00	--
主营业务小计	73,885.29	12.49%	79,385.19	12.21%
租赁	277.62	100.00%	0.00	--
其他	23,709.77	56.79%	129.59	-97.35%
其他业务小计	23,987.39	57.29%	129.59	-97.35%
营业收入	97,872.68	23.47%	79,514.78	12.03%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

公司工程代建收入有所减少，目前代建项目投资规模较大，未来收入来源较有保障，但面临较大的资金压力

公司项目建设主要采取委托代建模式，崇州市人民政府或当地国企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。公司每年根据项目成本加成一定比例确定代建工程收入。于每期期末或项目竣工时，委托方与公司对项目进行中期结算确认收入，在项目竣工决算后，根据双方确认的未支付工程款，由委托方安排支付。

受工程建设及结算进度影响，2020年公司工程代建收入有所减少。2020年确认代建收入6.32亿元，较上年减少20.41%；工程代建毛利率均为11.84%，变化不大。

表3 公司代建工程确认收入情况（单位：万元）

年份	项目	结转成本	确认收入
2020 年	工业区配套基础设施建设工程	29,204.52	32,709.06
	南城星汇二期	19,300.00	22,195.00
	崇阳市经开区人才公寓二期	7,200.00	8,280.00
	合计	55,704.52	63,184.06
2019 年	明湖二期安置区清溪苑三期	25,343.92	28,385.19
	南城星汇一期	31,565.22	36,300.00
	崇州市经开区人才公寓一期	12,782.61	14,700.00
	合计	69,691.75	79,385.19

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2020 年末，公司主要在建项目计划总投资 87.19 亿元，已投资 57.36 亿元，还需投资 29.83 亿元。其中代建项目总投资 63.42 亿元，已投资 41.88 亿元。公司未来工程代建收入来源较有保障，但随着项目建设的推进，面临较大的资金压力。

表4 截至 2020 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	是否代建
崇州市棚户区城中村改造项目	230,000.00	83,202.60	是
捷普工业区（D/E 区）标准厂房配套	156,366.00	113,574.06	是
发展区东区（明湖片区二期）基础设施及农迁房建设项目	120,000.00	116,975.53	是
创新大道南段延伸段一段基础设施建设工程	90,000.00	78,379.23	是
顺安路附属设施建设工程	27,000.00	18,562.00	是



黑石河城市中央森林公园项目	6,000.00	4,001.74	是
汇兴南路道路工程	4,800.00	4,062.21	是
崇州停车场建设项目	120,000.00	113,394.52	否
经开区智能制造标准化厂房建设项目	117,765.05	41,484.82	否
合计	871,931.05	573,636.71	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

崇州停车场建设项目位于崇州市崇阳镇和大划镇，总用地面积424,275平方米（约636亩），主要建设内容包括地下停车场、地面停车场及配套商业。项目建成后由公司自主经营，经营管理期限为30年，收入来源主要为停车位的租售收入、配套商业出租收入、充电服务收入和广告位租赁收入。项目总投资12.00亿元，截至2020年末已投资11.34亿元，处于试运营阶段。

经开区智能制造标准化厂房建设项目为本期债券募投项目，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。项目总投资11.78亿元，截至2020年末已投资4.15亿元

公司建材销售主要品种为线材、钢模、管架、变压器、连砂石和机砂等。2020年，公司建材销售实现收入10,701.23万元，成本为8,955.00万元。公司建材销售需求全部来自于崇州市蜀城房地产拆迁有限公司，采购全部来自于成都市诚瑞商业管理有限责任公司。公司建材销售业务目前尚处于起步阶段，经营规模较小，销售方和采购方均单一稳定，毛利空间相对较高，2020年毛利率为16.32%。

2020年公司其他业务收入规模较大，主要是因为当年公司对外转让了IPC办公室大楼和明湖人才公寓两个项目，转让价款分别为10,101.00万元和13,136.00万元。

公司获得的外部支持力度较大

资产注入方面，崇州市国资局于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，上述资产的评估价值为265,782.83万元，但2020年崇州市国资局收回其中57,180.48万元。2020年崇州市国资局向注入两宗土地，评估价值127,015.13万元。

财政补贴方面，公司于2019-2020年分别获得财政补贴款5,630.00万元和6,900.00万元，有效提升了公司的利润水平。

六、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公司2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2020年末，公司无纳入合并报表范围的子公司。

资产结构与质量

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，资产流动性较弱

公司资产规模持续增长，2020年末为243.97亿元。从资产结构来看，仍以流动资产为主，2020年末为62.44%。

2020年末公司货币资金为3.5亿元，无受限资金，较上年末大幅减少。2020年末应收账款为18.02亿元，较上年增长16.75%，其中应收崇州市财政局代建项目的工程款15.81亿元。公司其他应收款主要是与关联单位的往来款，2020年末为20.54亿元，前五大应收对象为新蜀康建投、崇州市财政局、成都蜀景天建设投资有限公司、成都市蜀州城市建设有限责任公司、成都崇州经济开发区管理委员会，均为往来款，合计余额占比88.94%。截至2020年末，公司应收账款和其他应收款合计38.56亿元，占总资产的15.81%，欠款单位主要为政府部门和本地国企，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，2020年末为106.71亿元，占资产总额的43.74%。其中开发成本50.04亿元，待开发土地56.67亿元。待开发土地为58宗土地，土地性质主要为出让，用途主要为商住，土地面积合计296.31万平方米，其中已抵押土地账面价值为0.29亿元。

公司长期股权投资主要为所持有的新蜀康建投44.44%股权，2020年末为23.00亿元。公司投资性房地产系2020年崇州市国资局向注入两宗土地，以评估价值入账，公司资本公积相应增加。2020年末公司在建工程为15.49亿元，为崇州城区停车场建设项目11.34亿元和经开区智能制造标准化厂房建设项目4.15亿元。公司其他非流动资产主要为政府划入的19宗政府储备用地，土地用途为建设用地，面积合计184.30万平方米，2020年末账面价值为37.96亿元，其中已抵押土地账面价值为19.51亿元。截至2020年末，公司受限资产账面价值合计26.95亿元，占期末总资产的11.05%，其中，其他流动资产储备地19.51亿元，投资性房地产7.16亿元，均系借款抵押。

总体来看，公司资产规模有所增长，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5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.50	1.44%	10.30	4.43%
应收账款	18.02	7.39%	15.44	6.64%
其他应收款	20.54	8.42%	22.70	9.76%
存货	106.71	43.74%	102.28	44.00%
流动资产合计	152.33	62.44%	154.27	66.36%
长期股权投资	23.00	9.43%	27.68	11.91%
投资性房地产	12.70	5.21%	0.00	-
在建工程	15.49	6.35%	10.44	4.49%
其他非流动资产	37.96	15.56%	37.96	16.33%
非流动资产合计	91.64	37.56%	78.19	33.64%
资产总计	243.97	100.00%	232.45	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入和销售毛利率有所提高，政府补贴提升了公司的利润水平

2020年公司实现营业收入9.79亿元，较上年增长23.09%；销售毛利率为23.47%，较上年大幅提高11.44个百分点，营业收入提高和销售毛利率的提升均系公司2020年对外转让两个项目，实现其他收入2.37亿元所致。截至2020年末公司在建代建项目较多，未来工程代建收入较有保障。2019-2020年公司收现比分别为0.74和0.67，收现情况较差。

公司期间费用2020年大幅增长，但期间费用率仍较低。2019-2020年公司期间费用分别为473.85万元和4,235.55万元，期间费用率分别为0.60%和4.33%。此外，2019-2020年公司分别实现投资净收益1,019.45万元和2,164.65万元，对利润有较大贡献。

2019-2020年公司分别获得政府补助5,630.00万元和6,900.00万元，占利润总额的38.38%和44.61%，政府补贴对公司利润贡献较大。

表6 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年
营业收入	9.79	7.95
收现比	0.74	0.67
营业利润	1.71	1.46
其他收益	0.69	0.56
利润总额	1.55	1.47
销售毛利率	23.47%	12.03%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，面临较大的债务压力

公司总负债和所有者权益均略有增长。2020年末公司总负债为101.83亿元，较上年末增长3.19%；所有者权益为142.14，较上年末增长6.26%。2020年末产权比率为71.64%，权益对负债的保障程度尚可。

图 1 公司资本结构

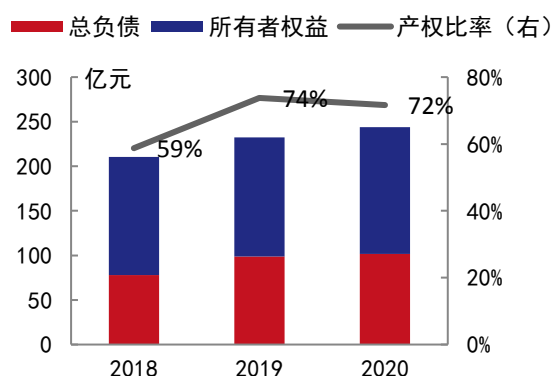
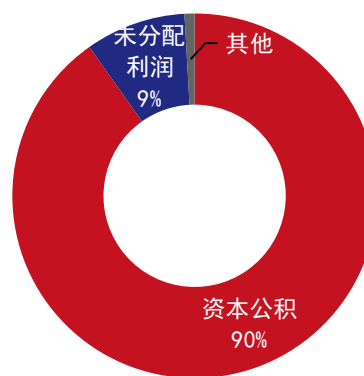


图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理 资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主，2020年末非流动负债占比为62.67%，占比较2019年末有所提升。2020年末公司短期借款均为保证借款，较上年末大幅增长。公司其他应付款主要为应付往来款，2020年末公司其他应付款为14.52亿元，应付对象前五名为成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司、崇州市国有资产投资经营有限责任公司、崇州市羊马新城建设投资发展有限责任公司、崇州市蜀城房屋拆迁有限公司、崇州市鼎兴实业有限公司，合计余额占比89.64%，均为往来款。2020年末公司一年内到期的非流动负债为10.88亿元，其中一年内到期的长期借款为5.36亿元，一年内到期的应付债券为3.60亿元，一年内到期的长期应付款为1.92亿元。

2020年末公司长期借款为13.55亿元，加上一年内到期的部分后为18.91亿元，其中质押借款5.96亿元，抵押借款4.00亿元，保证借款8.95亿元。2019年末公司应付债券为32.40亿元，加上一年内到期部分为36.00亿元，其中17兴蜀专项债10.40亿元、2018年第一期债权融资计划2.00亿元、2019年度债权融资计划4.50亿元、19兴蜀投资债6.60亿元、19兴蜀投资PPN001为7.50亿元、20兴蜀投资PPN001为5.00亿元。公司长期应付款主要为融资租赁款和信托借款，2020年末为17.88亿元，较上年大幅增长，加上一年内到期的部分后为19.79亿元，其中融资租赁款为3.87亿元，信托借款15.40亿元，最大一笔为应付中航信托股份有限公司8.60亿元。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

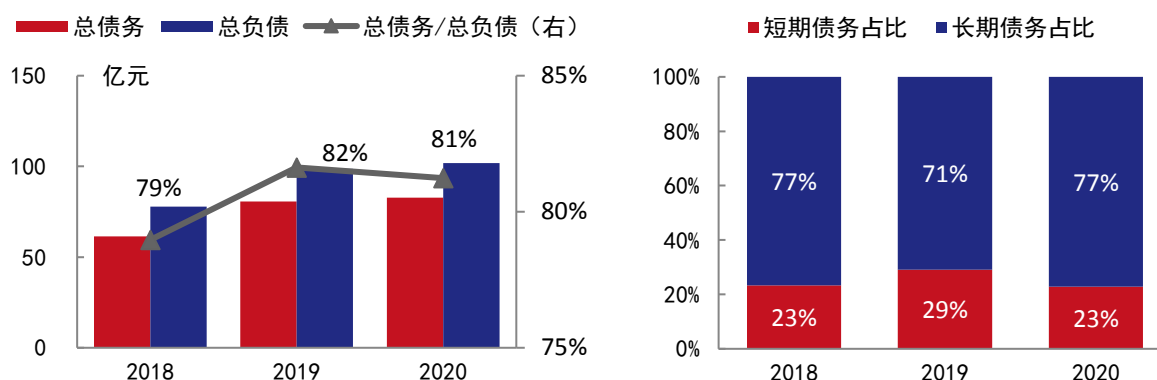
项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.03	7.89%	2.80	2.84%
其他应付款	14.52	14.26%	14.20	14.39%
一年内到期的非流动负债	10.88	10.68%	20.68	20.96%
流动负债合计	38.01	37.33%	41.61	42.16%
长期借款	13.55	13.30%	12.03	12.19%
应付债券	32.40	31.82%	36.20	36.68%
长期应付款	17.88	17.55%	8.85	8.97%
非流动负债合计	63.82	62.67%	57.07	57.84%
负债合计	101.83	100.00%	98.68	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务为82.73亿元，占负债总额的81.24%，公司债务规模较大；短期债务18.91亿元，占比22.86%，债务期限结构尚可。

图 3 公司债务占负债比重

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率41.74%，总体负债水平不高。2020年末公司现金短期债务比降至0.19，现金对短期债务的保障程度较差。2020年公司EBITDA保障倍数为0.32，处于较低水平。

融资弹性方面，截至2020年末，公司获得各银行授信总额度共计45.70亿元，已使用额度33.98亿元，尚未使用的授信额度为11.73亿元，为公司提供了一定的备用流动性支持。

表8 公司偿债能力指标

项目	2020 年	2019 年
资产负债率	41.74%	42.45%
现金短期债务比	0.19	0.44
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.30

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年3月16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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保余额为45.77亿元，占同期末净资产的比重为32.20%，被担保方均为崇州市地方国企。公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表9 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保时限	担保方式
成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司	79,000.00	2019.12-2028.12	保证担保
成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司	64,000.00	2018.12-2021.12	保证担保



成都新蜀康建设投资有限公司	44,440.00	2018.9-2033.9	保证担保
崇州市鼎兴实业有限公司	35,000.00	2016.3-2026.3	保证担保
崇州市鼎兴实业有限公司	30,000.00	2016.3-2026.3	保证担保
崇州市羊马新城建设投资发展有限责任公司	23,900.00	2019.7-2021.7	保证担保
成都新蜀康建设投资有限公司	11,110.00	2018.9-2033.9	保证担保
崇州市鼎兴实业有限公司	8,000.00	2019.7-2021.6	保证担保
崇州市鼎兴实业有限公司	5,000.00	2020.1-2021.1	保证担保
崇州市路桥工程建设有限责任公司	5,000.00	2019.11-2020.11	保证担保
崇州市崇兴投资有限责任公司	2,500.00	2019.8-2021.8	保证担保
崇州市崇兴投资有限责任公司	32,000.00	2020.12-2023.11	保证担保
崇州市鼎兴实业有限公司	25,000.00	2020.96-2021.9	保证担保
成都市崇州联创城乡统筹投资有限公司	22,000.00	2020.3-2021.1	保证担保
崇州市鼎兴实业有限公司	15,000.00	2020.6-2021.6	保证担保
崇州市兴旅景区管理有限公司	10,000.00	2020.7-2025.7	保证担保
崇州市崇兴投资有限责任公司	9,000.00	2020.5-2021.5	保证担保
崇州市兴旅景区管理有限公司	9,000.00	2020.4-2021.4	保证担保
成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司	9,000.00	2020.3-2021.3	保证担保
崇州文化旅游投资集团有限公司	6,300.00	2020.6-2021.6	保证担保
崇州市鼎兴实业有限公司	5,000.00	2020.1-2021.1	保证担保
成都新蜀康建设投资有限公司	2,222.00	2020.7-2023.7	保证担保
崇州市公共交通有限公司	3,200.00	2020.6-2025.6	保证担保
成都崇信大数据服务有限公司	1,000.00	2020.12-2021.12	保证担保
成都景天建设投资有限公司	1,000.00	2020.8-2021.8	保证担保
合计	457,672.00	-	-

资料来源：公司提供

八、本期债券偿还保障分析

天府信用提供的全额不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性

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。

天府信用成立于2017年8月28日，初始注册资本为40亿元，截至2020年末，注册资本和实收资本均为40亿元。天府信用股东以四川省国有企业为主，实际控制人为四川省人民政府。

表10 截至2020年末天府信用股权结构（单位：万元）

股东名称	出资额	持股比例
四川发展（控股）有限责任公司	100,000.00	25.00%
四川省铁路产业投资集团有限责任公司	60,000.00	15.00%
四川金融控股集团有限公司	60,000.00	15.00%
四川交投产融控股有限公司	60,000.00	15.00%

中银投资资产管理有限公司	30,000.00	7.50%
成都高新投资集团有限公司	30,000.00	7.50%
成都空港兴城投资集团有限公司	30,000.00	7.50%
成都交子新兴金融投资集团股份有限公司	20,000.00	5.00%
成都工投资产经营有限公司	10,000.00	2.50%
合计	400,000.00	100.00%

资料来源：天府信用提供

天府信用主要经营信用增进业务和投资业务，2020 年实现营业收入 9.00 亿元，其中增信业务收入和投资收益占营业收入的比重分别为 59.04%、35.93%。增信业务方面，天府信用主要为非公开定向债务融资工具、公司债、企业债等品种提供增信服务，业务区域集中于四川省内，客户群体主要为城投类企业，近年来天府信用增信业务快速发展，2018-2020 年增信业务收入复合增长率为 112.52%。

投资业务方面，天府信用投资收益主要来源于投资的债券和委托贷款，其中债券投资标的主要为天府信用增信的债券，投资期限大多为 3 年；委托贷款资金使用方均为国有企业，以城投类企业为主。受益于债券投资和委托贷款规模增加，2020 年天府信用投资收益大幅增长。

表11 天府信用收入构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	5.33	59.29%	2.79	54.79%	1.18	42.11%
其中：增信业务收入	5.31	59.04%	2.79	54.79%	1.18	42.11%
基金管理收入	0.02	0.25%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
投资收益	3.23	35.93%	1.86	36.42%	1.51	54.21%
利息收入	0.35	3.88%	0.45	8.76%	0.10	3.65%
营业收入合计	9.00	100.00%	5.09	100.00%	2.79	100.00%

资料来源：天府信用 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2020 年末，天府信用总资产为 77.27 亿元，股东权益合计 62.20 亿元，其中实收资本为 40.00 亿元，其他权益工具为 15.00 亿元，均为永续债。2020 年末天府信用增信余额为 457.06 亿元，增信业务放大倍数为 5.98。受益于增信业务快速发展和对外投资规模增加，天府信用营业收入规模大幅增加，净利润明显提升。天府信用 2018-2020 年主要财务指标如表 X 所示。

表12 天府信用主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
资产总额	77.27	59.61	42.57
股东权益合计	62.20	43.82	42.14
营业收入	9.00	5.09	2.79
其中：增信业务收入	5.31	2.79	1.18
投资收益	3.23	1.86	1.51
净利润	5.77	3.38	1.93
净资产收益率	10.88%	7.86%	4.68%
期末增信余额	457.06	295.62	91.80
其中：债券增信余额	457.06	295.62	91.80
增信责任余额	372.08	242.96	76.20

增信业务放大倍数	5.98	5.54	1.81
----------	------	------	------

资料来源：天府信用 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，天府信用主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

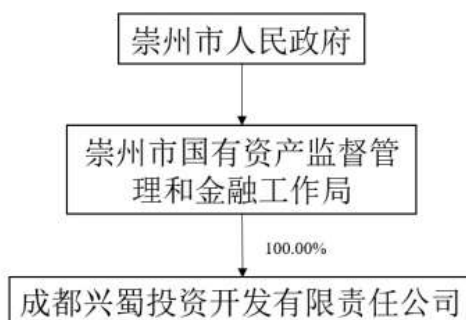


附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	3.50	10.30	1.01
存货	106.71	102.28	97.63
流动资产合计	152.33	154.27	131.65
其他非流动资产	37.96	37.96	37.17
非流动资产合计	91.64	78.19	78.69
资产总计	243.97	232.45	210.33
短期借款	8.03	2.80	0.00
其他应付款	14.52	14.20	12.84
一年内到期的非流动负债	10.88	20.68	14.32
流动负债合计	38.01	41.61	30.69
长期借款	13.55	12.03	13.34
应付债券	32.40	36.20	20.20
长期应付款	17.88	8.85	13.60
非流动负债合计	63.82	57.07	47.14
负债合计	101.83	98.68	77.83
总债务	82.73	80.55	61.46
所有者权益	142.14	133.77	132.50
营业收入	9.79	7.95	9.35
营业利润	1.71	1.46	1.68
其他收益	0.69	0.56	0.91
利润总额	1.55	1.47	1.67
经营活动产生的现金流量净额	2.79	0.86	0.10
投资活动产生的现金流量净额	-4.43	0.08	-0.92
筹资活动产生的现金流量净额	-5.16	8.35	-2.61
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	23.47%	12.03%	10.56%
收现比	0.74	0.67	0.22
资产负债率	41.74%	42.45%	37.00%
现金短期债务比	0.19	0.44	0.07
EBITDA（亿元）	1.92	1.49	1.69
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.30	0.31

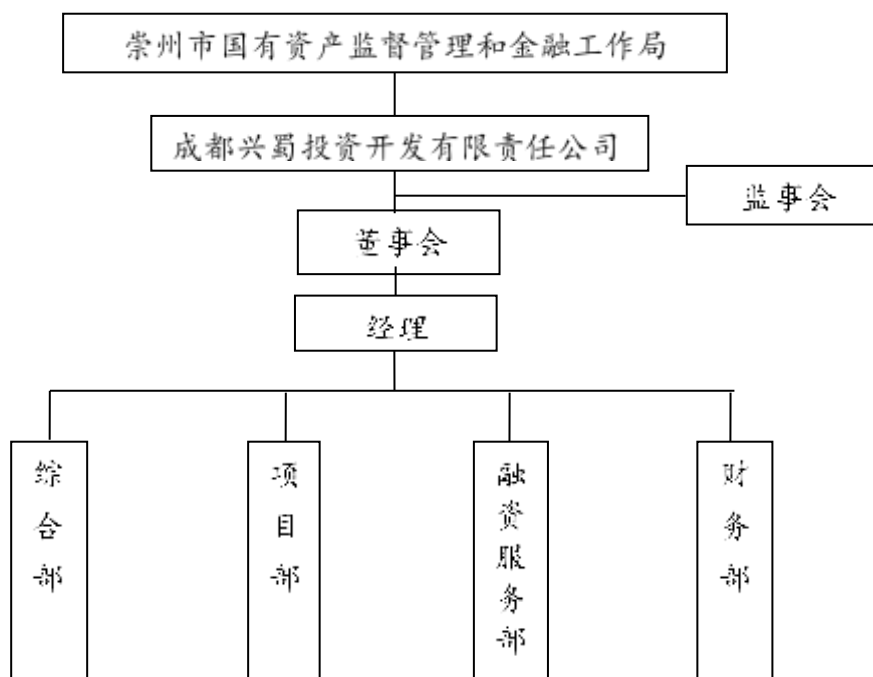
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录五 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。