

四川秦巴新城投资集团有限公司 2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：洪少育 shyhong@ccxi.com.cn

项目组成员：郑远航 yhzheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 6 月 25 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1363号

四川秦巴新城投资集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“17 秦巴新城债 01/PR 秦投 01”、“17 秦巴新城债 02/PR 秦投 02”、“19 秦巴新城债 01/19 秦投 01”和“19 秦巴新城债 02/19 秦投 02”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十五日

评级观点：中诚信国际维持四川秦巴新城投资集团有限公司（以下简称“秦巴新城”或“公司”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；维持“17 秦巴新城债 01/PR 秦投 01”、“17 秦巴新城债 02/PR 秦投 02”、“19 秦巴新城债 01/19 秦投 01”和“19 秦巴新城债 02/19 秦投 02”的债项信用等级为**AA**。中诚信国际肯定了公司区域地位突出并获得较多的外部支持等因素对公司发展的积极作用。同时中诚信国际也关注到公司债务结构有待优化及短期偿债压力较大、主营业务回款能力下滑及应收类款项占比进一步提高和筹资活动现金流持续净流出等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

秦巴新城（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	210.30	218.98	227.96
所有者权益合计（亿元）	106.41	107.80	109.22
总负债（亿元）	103.88	111.18	118.74
总债务（亿元）	67.77	71.13	69.89
营业总收入（亿元）	2.28	3.29	2.62
经营性业务利润（亿元）	1.58	1.59	1.24
净利润（亿元）	1.65	1.67	1.30
EBITDA（亿元）	1.78	1.80	1.50
经营活动净现金流（亿元）	1.12	2.60	0.61
收现比(X)	0.45	0.76	0.22
营业毛利率(%)	59.93	39.01	31.54
应收类款项/总资产(%)	15.56	13.49	21.74
资产负债率(%)	49.40	50.77	52.09
总资本化比率(%)	38.91	39.75	39.02
总债务/EBITDA(X)	38.00	39.48	46.59
EBITDA 利息倍数(X)	0.37	0.31	0.24

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告整理；2、公司各期财务报表均按新会计准则编制；3、中诚信国际将公司财务报表其他应付款中的带息金额纳入短期债务核算，长期应付款中的带息金额纳入长期债务核算。

正 面

■ **公司区域地位突出。**四川巴中经济开发区（以下简称“巴中经开区”或“经开区”）为省级重点开发区，巴中市委将其定位为全市发展的“一号区域”，公司作为经开区唯一的基础设施建设主体，区域地位突出。

■ **获得较多外部支持。**2020 年以来，巴中市政府主要从税收减

免及财政补贴方面给与公司较多支持，公司各项业务得以持续发展。

关 注

■ **债务结构有待优化，短期偿债压力较大。**截至 2020 年末，公司总债务为 69.89 亿元，其中短期债务为 21.74 亿元，短期债务占总债务比重有所上升，债务结构有待改善，同时，结合期末公司账面货币资金情况来看，存在较大的短期偿债压力。

■ **主营业务回款能力下滑，应收类款项占比进一步提高。**2020 年，公司收现比下降至较低水平，经营回款较弱；同期公司应收类款项占比进一步上升，对公司资金形成一定占用。

■ **筹资活动现金流持续净流出。**2020 年，公司筹资活动净现金流继续为负，且账面货币资金余额持续减少，公司再融资能力有待关注。

评级展望

中诚信国际认为，四川秦巴新城投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**巴中市经济财政实力持续显著增强；公司资本实力显著增强，盈利及各项财务指标大幅改善等。

■ **可能触发评级下调因素。**巴中市融资环境恶化；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；公司的债务压力加剧、各项财务指标出现明显恶化等。

同行业比较

2020 年四川省同级别基础设施投融资企业主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 合计 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
四川秦巴新城投资集团有限公司	227.96	109.22	52.09	2.62	1.30	0.61
遂宁市富源实业有限公司	154.26	87.45	43.31	10.56	1.20	3.33
资阳市凯利建设投资有限公司	160.84	80.44	49.99	15.34	3.60	6.35

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债 项信用 等级	上次债 项信用 等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余 额(亿 元)	存续期	特殊条款
17 秦巴新城 债 01/PR 秦 投 01	AA	AA	2020/6/22	8.00	6.40	2017/07/07~2024/07/07	设置提前偿还本金条款，自债券存续期的第 3 年至第 7 年年末，逐年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金
17 秦巴新城 债 02/PR 秦 投 02	AA	AA	2020/6/22	7.00	5.60	2017/07/25~2024/07/25	设置提前偿还本金条款，自债券存续期的第 3 年至第 7 年年末，逐年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

19 秦巴新城 债 01/19 秦投 01	AA	AA	2020/6/22	4.00	4.00	2019/07/31~2026/07/31	设置回售条款，投资者有权选择在 债券的第 4 个计息年度的付息日将 持有的债券按面值全部或部分回售 给公司
19 秦巴新城 债 02/19 秦投 02	AA	AA	2020/6/22	3.40	3.40	2019/12/27~2026/12/27	设置回售条款，投资者有权选择在 债券的第 4 个计息年度的付息日将 持有的债券按面值全部或部分回售 给公司

资料来源：中诚信国际整理

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“17 秦巴新城债 01/PR 秦投 01”募集资金 8.00 亿元，其中 4.20 亿元用于巴中经开区产业园建设项目，0.60 亿元用于巴中经开区兴文镇安置还房建设项目，3.20 亿元用于补充流动资金。截至 2020 年末，全部募集资金已按规定用途使用完毕。

“17 秦巴新城债 02/PR 秦投 02”募集资金 7.00 亿元，其中 3.50 亿元用于巴中经开区产业园建设项目，0.70 亿元用于巴中经开区兴文镇安置还房建设项目，2.80 亿元用于补充流动资金。截至 2020 年末，全部募集资金已按规定用途使用完毕。

“19 秦巴新城债 01/19 秦投 01”募集资金 4.00 亿元，全部用于巴中经开区城市棚户区改造项目。截至 2020 年末，全部募集资金已按规定用途使用完毕。

“19 秦巴新城债 02/19 秦投 02”募集资金 3.40 亿元，全部用于巴中经开区城市棚户区改造项目。截至 2020 年末，全部募集资金已按规定用途使用完毕。

表 1：截至 2020 年末公司募集资金使用情况（亿元）

项目名称	总投资额	拟用募集资金	已使用募集资金
巴中经开区产业园建设项目	11.01	7.70	7.70
巴中经开区兴文镇安置还房建设项目	9.81	1.30	1.30
巴中经开区城市棚户区改造项目	15.22	7.40	7.40
补充营运资金	--	6.00	6.00
合计	36.04	22.40	22.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数

影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下，信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部

环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年，巴中市经济和财政实力仍较弱，且受疫情影响增速有所放缓，地方政府债务处于较高水平，

存在一定的显性债务压力

巴中市为四川省地级市，幅员 1.23 万平方公里，下辖巴州区、恩阳区、平昌县、南江县、通江县和 1 个省级经济技术开发区。巴中市地处成都、重庆、西安三大中心城市的几何中心，是联结“一带一路”和成渝—关天经济区的重要节点，也是秦巴山片区区域发展与扶贫攻坚中心城市及原川陕苏区中心城市。

图 1：巴中市区位图



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

巴中市经济总量较小，近年来经济增长速度有所放缓，2020 年，巴中市完成地区生产总值 766.99 亿元，按可比价格计算，增速为 2.5%。2020 年，巴中市地区生产总值在四川省 21 个地州市中排第 18 位，三次产业结构由上年的 16.4: 32.1: 51.5 调整为 21.1: 28.0: 50.9，三次产业对经济增长的贡献率分别为 31.4%、12.6% 和 56.0%，分别拉动经济增长 0.8 个、0.3 个和 1.4 个百分点。2020 年，巴中市全年全社会固定资产投资比上年增长 4.6%，第一产业投资比上年增长 111.1%；第二产业投资增长 29.1%，其中工业投资增长 30.9%；第三产业投资下降 6.2%。

2020 年，巴中市一般公共预算收入为 48.40 亿元，税收占比保持在 50% 左右，近年来一般公共预算收入增速不高且税收占比较低；同期巴中市一般公共预算支出为 310.42 亿元，一般公共预算平衡率保持在 15% 左右，自身财政平衡能力弱，对上级补助依赖大；2020 年，巴中市实现政府性基金收入 91.12 亿元，呈逐年增长趋势；截至 2020 年末，巴中市地方政府债务余额为 527.75 亿元，处于较高水

平，存在一定的显性债务压力。

表 2：2018~2020 年巴中市经济及财政概况（亿元）

主要指标	2018	2019	2020
GDP（亿元）	645.88	754.29	766.99
GDP 增速(%)	8.0	6.0	2.5
一般公共预算收入（亿元）	45.46	47.67	48.40
政府性基金收入（亿元）	79.90	80.34	91.12
一般公共预算支出（亿元）	313.92	313.16	310.42
财政平衡率(%)	14.0	15.0	16.0
地方政府债务余额（亿元）	443.94	467.12	527.75

资料来源：巴中市统计公报、政府工作报告，中诚信国际整理

根据川东北经济区发展规划纲要及重要部署，巴中市定位于秦巴山片区中心城市以及红色生态旅游，将着力壮大能源化工、生态文化旅游等优势特色产业。未来随着秦巴生态经济带的发展以及城镇化建设进程的加快，巴中市的经济发展潜力有望得到进一步挖掘。

巴中经开区作为四川省重点培育营业收入超 500 亿元的省级开发区，被巴中市市委作为全市发展的“一号区域”，是巴中市培育发展新兴战略产业的主要载体，产业集聚效应渐显，投产运营工业企业 60 家，规上工业企业 25 家，“生物医药、电子信息、食品饮料、新能源新材料”四大工业主导产业格局已初步形成，目前呈现出产业经济底部基础逐步夯实的发展态势。巴中经开区作为巴中市发展的重点区域，其快速的发展也为公司的发展创造了良好的外部条件。

2020 年，公司代建业务模式稳定，但确认收入及回款进度缓慢；公司大部分在建及拟建基础设施建设项目继续采用 PPP 模式运作，投资压力得到较大缓

解

2020 年以来，公司职能定位未发生改变，是巴中经开区的唯一基础设施建设主体，主要承担了巴中经开区基础设施建设、保障性住房建设及配套服务等职能。业务模式方面，公司基础设施建设的业务模式主要有两种：一是代建模式，由巴中市政府与公司签订委托代建协议，约定由公司负责代建，建设完工后由巴中市财政局安排财政资金支付项目代建成本和 10% 的代建服务费；二是 PPP 模式，公司和社会资本方共同成立项目公司，公司出资比例在 10% 到 30% 之间，由项目公司负责融资及建设，公司按照在项目公司中出资份额分享收益。此外，公司有部分项目采用自建自营模式。

截至 2020 年末，公司代建模式下的基础设施建设项目均已完工，总投资额为 47.44 亿元，已确认收入 4.74 亿元，已回款 4.22 亿元，已完工项目的待确认收入和待回款金额较大。截至 2020 年末，公司在建基础设施建设项目合计 3 个，均为已入库的 PPP 模式项目，公司持股比例均为 10%，总投资额合计 15.09 亿元，已完成投资 9.74 亿元，目前上述项目均处于建设实施阶段，暂未确认投资收益。同期末，公司拟建基础设施项目 9 个，计划总投资 15.31 亿元，其中 8 个项目拟采用 PPP 模式。

总的来看，公司基础设施建设项目储备较为充足，业务可持续性尚可，目前主要采用 PPP 模式进行建设，投资压力得到较大缓解，但已完工的代建类基础设施建设项目收入确认及回款进度缓慢。

表 3：截至 2020 年末公司主要在建基础设施项目情况

项目名称	社会资本方	建设期限	建设模式	总投资（亿元）	已投资（亿元）
湿地公园	中电建路桥集团有限公司、中国水利水电第四工程局有限公司联合体	2015~2023	PPP	3.50	0.09
巴中市体育中心	中电建路桥集团有限公司、中国水利水电第四工程局有限公司联合体	2015~2021	PPP	6.44	5.65
规划 1 路	中建筑港集团有限公司	2014~2022	PPP	5.15	4.00
合计		--	--	15.09	9.74

注：1、表中合计数与实际投入有差别主要系四舍五入所致；2、公司根据相关宏观调控政策及项目实际建设情况，对在建项目的建设期限及投资额进行相应调整，故相关数据存在变动；3、部分 PPP 项目实际投入资金大于协议规定的出资比例，后续由公司与社会资本方协商解决。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

表 4：截至 2020 年末公司主要拟建基础设施项目情况

项目名称	建设期限	拟采用模式	总投资（亿元）
规划 19 路北沿线	2020~2021	PPP	1.40
规划 36 路南二段	2020~2021	PPP	2.50
规划 51 路及延伸段	2020~2021	PPP	1.03
秦巴文化活动中心	2020~2023	PPP	4.50
巴中市博物馆建设项目	2020~2021	PPP	2.20
巴中市图书馆建设项目	2020~2021	PPP	1.50
第三完全小学	2020~2021	PPP	1.00
巴中经开区西片河道（职教学院段）建设项目	2020~2021	PPP	0.90
巴中市市级消防战勤保障物资储备中心营房建设项目	2020~2021	公开招标	0.28
合计	--	--	15.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

2020 年，公司公租房及安置房建设业务稳步推进，投融资压力较为可控，但未来项目结算进度情况仍需关注

2020 年，公司公租房及安置房项目业务模式较上年无变化，仍采用委托代建的模式，由巴中市政府与公司签订委托代建合同，建设完工后由巴中市财政局安排财政资金支付购买款并按照项目进度给予 10% 的项目管理费，公司将收益部分确认为项目代建管理费收入。

截至 2020 年末，公司已完工公租房及安置房项目包括东片棚户区改造项目、东片二期棚户区改造项目、西片安置还房一期、二期项目及兴文场镇棚户区改造项目等，已投资合计 33.46 亿元，已确认收入 6.36 亿元，已回款 4.34 亿元，项目结算及回款进度情况缓慢。2020 年，公司对于部分已完工安置房项目，按照交房数量与巴中经开区管委会签订安置房销售确认书，并实现收入 1.51 亿元，该销售收入属于产权转移收入，故未列入代建管理费收入，而是单列为棚改房销售收入。

在建及拟建项目方面，截至 2020 年末，公司公租房及安置房在建及拟建项目总投资规模约为 18.44 亿元，实际已投资 14.69 亿元，尚需投资 3.75 亿元。总的来看，公司公租房及安置房建设业务投融资压力较为可控，但未来项目结算进度、结算方式及回款资金到位情况还需关注。

表 5：截至 2020 年末公司主要在建及拟建安置房项目情况（亿元）

	项目名称	总投资	已投资	建设周期
在 建	巴中经开区城市棚户区改造项目	15.22	14.69	2017~2021
拟 建	双井-沙溪城中村改造项目	1.92	0.00	2020~2021
	西溪沟城中村改造项目	1.30	0.00	2020~2021
	合计	18.44	14.69	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年以来，公司经营性业务发展较为稳健，但受区域市场环境限制，经营性业务收入规模较小

除基础设施及保障房建设业务外，公司依托于巴中经开区积极发展经营性业务板块，目前已初步形成商业运营管理、物业管理、工程施工、汽车服务、旅游开发等多板块经营业务，但受区域市场环境限制，目前各经营性板块收入规模尚小。

商业运营管理业务主要由子公司巴中秦巴瑞阳商贸有限公司（以下简称“瑞阳商贸”）负责运营，运营内容包括代理销售商品及对市场及商铺等资产进行出租。截至 2020 年末，瑞阳商贸运营管理的项目包括东西片农贸市场、福锦苑商铺、巴中经开区人才大厦及公租房商铺等。2020 年，瑞阳商贸实现营业收入 0.27 亿元，主要包括商品销售收入 0.23 亿元以及租赁收入 0.03 亿元。

物业管理业务主要由子公司巴中兴城物业管理有限公司（以下简称“兴城物管”），兴城物管管理

的房产主要来源于政府划拨及工程项目形成的经营性房产。截至 2020 年末，兴城物管管理的物业面积合计 87.50 万平方米，覆盖巴中经开区福锦苑及文锦苑等楼盘，2020 年，兴城物管实现物业管理收入 0.07 亿元。

工程施工业务由子公司巴中经济开发区市政工程有限公司（以下简称“经开市政”）负责，经开市政具有建筑施工总承包三级资质。2020 年以来，经开市政建筑施工合同较少，加之受疫情影响，其实现的工程施工收入大幅减少，2020 年，经开市政实现工程施工收入 0.01 亿元。

汽车服务业务由子公司巴中舜通汽车服务有限公司（以下简称“舜通汽服”）负责，业务涵盖代驾陪练、道路救援、维修保养、车辆挂靠等，客户包含了多家党政机关、企事业单位及个人用户。截至 2020 年末，舜通汽服拥有多个车型约 22 辆，8 名专业司机。2020 年，舜通汽服实现汽车服务收入 0.01 亿元。

旅游开发业务由子公司四川秦巴新城文化旅游投资开发有限公司（以下简称“秦巴文旅”）负责，主要运营招商中心酒店及九寨沟山景区项目，截至 2020 年末，秦巴文旅拥有的旅游资产有账面价值合计 0.53 亿元，2020 年，秦巴文旅实现营业收入 0.03 亿元。

中诚信国际关注到，公司基础设施建设业务因采用 PPP 模式运作，未来投资压力得以缓解，同时，中诚信国际也将关注公司后续回款资金到位情况及其他业务的拓展情况。

财务分析

以下分析基于经公司提供的大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年审计报告，公司各期财务报表均依照新会计准则编制，各期财务数据均为审计报告期末数。

2020 年，公司新增毛利率较低的棚改房销售收入，

使得营业毛利率有所下降；利润总额对政府补助有一定依赖，现金回款情况明显弱化

2020 年，公司收入仍主要来源于代建业务，其他各板块业务成波动变化态势。具体来看，2020 年，公司代建项目管理费收入受完工及结算进度影响有所减少；工程施工收入显著下降，主要系新签合同金额规模下降所致；同期，公司仍未实现写字楼销售收入，但按照交房数量与经开区管委会签订安置房销售确认书，并实现棚改房销售收入 1.51 亿元；此外，其他业务对营业收入贡献较小，但呈增长趋势，随着公司经营业务的逐步发展，未来能对公司营业总收入形成有益补充。

表 6：近年来公司主要板块收入结构(亿元)

项目	2018	2019	2020
代建项目管理费收入	1.18	1.03	0.63
工程施工收入	0.14	0.04	0.005
棚改房销售收入	0.00	1.85	1.51
写字楼销售收入	0.78	0.00	0.00
其他业务收入	0.18	0.37	0.48
合计	2.28	3.29	2.62
占比	2018	2019	2020
代建项目管理费收入	51.74	31.44	24.00
工程施工收入	6.31	1.34	0.19
棚改房销售收入	--	56.31	57.65
写字楼销售收入	34.49	--	--
其他业务收入	7.46	10.91	18.16
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

营业毛利率方面，2020 年，由于公司将代建项目管理费收益部分确认为收入，该板块毛利率持续为 100.00%；棚改房销售收入毛利率较低，仍维持 4.55%；受疫情因素影响，公司工程收入、租金收入和商品销售收入等毛利率均有所下降，使得公司营业毛利率从去年的 39.01% 上下降至 31.54%。

表 7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2018	2019	2020
代建项目管理费	100.00	100.00	100.00
工程收入	42.86	9.74	-182.61
棚改房销售收入	--	4.55	4.55
写字楼销售收入	9.37	--	--
其他业务	26.94	44.72	28.99
营业毛利率	59.93	39.01	31.54

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司期间费用以管理费用为主，近年管理费用占期间费用比重在 90% 左右，主要为职工薪酬费用。此外，由于利息支出大部分进行资本化处理，公司财务费用较低。2020 年，公司期间费用合计较为稳定，但由于公司营业总收入的减少，期间费用率有所上升。

公司利润总额主要来自经营性利润。2020 年，公司利润水平较上年有所下降，当期公司收到政府补贴 0.94 亿元，是公司利润总额的重要组成部分。2020 年，公司实现公允价值变动收益 0.15 亿元，来源于公司招商中心办公楼等投资性房地产的公允价值变动损益；此外，公司资产减值损失为-0.13 亿元，主要为计提的坏账损失，对公司利润形成一定侵蚀。

收现比方面，2020 年，公司主营业务款项回收情况较弱，收现比指标大幅下降。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

项目	2018	2019	2020
期间费用合计（亿元）	0.44	0.43	0.46
期间费用率（%）	19.36	13.05	17.48
经营性业务利润（亿元）	1.58	1.59	1.24
资产减值损失	-0.06	-0.11	-0.13
其他收益（亿元）	0.71	0.81	0.94
公允价值变动收益（亿元）	0.15	0.24	0.15
利润总额（亿元）	1.65	1.67	1.30
收现比（X）	0.45	0.76	0.22

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年以来，公司总资产规模小幅增长，应收类款项占比进一步提高，需关注回款情况；公司债务水平有所下降，但债务结构有待改善

2020 年以来，随着公司业务的持续推进，当期末公司资产规模增长至 227.96 亿元，较上年末增加 8.98 亿元，主要系长期应收款等增长所致。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，当期末公司流动资产占总资产的比重为 67.56%。

具体来看，公司存货在资产中占比最大，2020 年末达到 57.40%，主要由 62.99 亿元的工程施工项目对应的开发成本及 67.81 亿元的待开发土地组

成，存货中土地资产共计 28 宗，均为出让性质的商服和商住用地，其中 22 宗土地为巴中市政府注入，账面价值合计 60.76 亿元；另外 6 宗土地为子公司经开市政通过“招拍挂”所得，已缴清土地出让金，账面价值合计 7.05 亿元；2020 年末公司存货中共计账面价值为 23.64 亿元土地使用权已作抵押融资，占土地使用权总价值的 34.86%。2020 年，因规划调整及招商引资需要，巴中经开区管委会收回公司 8 宗土地（账面原值 18.91 亿元），并确认长期应收款 18.91 亿元，带动长期应收款大幅增加，公司当期已收到经开区管委会土地置换资金 1.63 亿元。公司其他非流动资产主要系公租房及棚改项目的投入，2020 年末同比减少 2.39 亿元，主要系项目结算所致。公司货币资金主要为银行存款，2020 年以来账面余额持续减少，主要系偿还有息债务所致。截至 2020 年末，公司受限制的货币资金为 0.03 亿元，系经开区管委会托管资金。

2020 年以来，公司应收类款项账面余额有所增加。其中，应收账款主要为公司应收巴中经开区管委会的项目代建款；其他应收款系对政府部门及区域内其他企业的往来款，截至 2020 年末，公司其他应收款前五名合计占总额的 73.86%，集中度较高，其中部分为民营企业，且巴中万马汽车有限公司近年来多次被纳入失信人名单，需对款项回收情况保持关注；长期应收款主要为应收巴中经开区管委会土地转让款，因土地的收回已累计至较大规模，且回款情况不佳。

表 9：截至 2020 年末公司前五名其他应收款情况

单位名称	款项性质	账面余额（亿元）	占其他应收款余额的比例（%）
巴中市土地储备中心	往来款	7.41	51.89
巴中政务服务和公共资源交易服务中心	往来款及保证金	1.05	7.33
四川力信卓邦集团有限公司	往来款	0.90	6.28
巴中市国有资本运营集团有限公司	往来款	0.61	4.26
巴中万马汽车有限公司	往来款	0.59	4.10
合计		10.58	73.86

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司所有者权益合计略有增加，主要来自未分配利润的积累。从构成来看，2020年末，公司实收资本、资本公积和其他权益工具分别保持12.00亿元、81.30亿元和4.98亿元，其中其他权益工具系国开发展基金有限公司注资的1.35亿元和中国农发行重点建设基金有限公司注资的3.63亿元，资金专项用于兴文场镇棚改、河道整治等项目建设，回购期限15~20年不等。

公司负债总额较为平稳，负债结构以非流动负债为主。截至2020年末，非流动负债占总负债的比重达到75.83%，主要由长期借款、应付债券及长期应付款组成，其中长期借款主要系保证借款、抵押借款和信用借款，借款利率在4.445~11.37%不等；应付债券主要为公司往年发行的企业债券及定向债务融资工具；长期应付款占总负债比重最大，主要为经开区管委会对公司基建项目的统一拨款、非标借款以及拆借款，2020年末，长期应付款中有息债务规模为8.06亿元。此外，2020年末，公司一年内到期的非流动负债有所增加，主要系转入一年内到期的长期应付款及应付债券所致。

2020以来，公司债务规模有所减少，财务杠杆水平相对平稳，截至2020年末的资产负债率和总资本化比率分别为52.09%和39.02%。债务结构方面，公司短期债务占总债务比重有所上升，2021年存在债务集中到期的压力，债务结构有待改善。

表 10：近年来公司主要资产及负债情况（亿元）

项目	2018	2019	2020
总资产	210.30	218.98	227.96
货币资金	1.97	1.37	0.62
应收账款	3.28	4.29	6.42
其他应收款	12.23	13.26	13.88
存货	136.03	139.70	130.85
投资性房地产	6.14	6.38	6.61
无形资产	2.32	5.22	5.09
长期应收款	17.20	11.98	29.27
其他非流动资产	25.23	26.09	23.70
总负债	103.88	111.18	118.74
一年内到期的非流动负债	13.69	14.85	19.91
长期借款	9.32	13.16	19.79
应付债券	15.10	21.00	20.30

长期应付款	54.84	53.94	49.95
所有者权益	106.41	107.80	109.22
实收资本	12.00	12.00	12.00
资本公积	81.30	81.30	81.30
其他权益工具	5.22	4.98	4.98
未分配利润	6.83	8.28	9.40

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 11：近年来公司资本结构及资产质量情况

项目	2018	2019	2020
资产负债率（%）	49.40	50.77	52.09
总债务（亿元）	67.77	71.13	69.89
总资本化比率（%）	38.91	39.75	39.02
短期债务/总债务（X）	0.27	0.23	0.31
应收类款项/总资产（%）	15.56	13.49	21.74

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2020年，公司经营活动现金流呈小幅流入状态，投资活动净现金流由负转正，但筹资活动净现金流持续为负，公司再融资能力有待关注；公司偿债指标有所弱化，短期偿债压力较大

现金流方面，近年来公司经营活动净现金流持续呈小幅流入状态，2020年，由于公司收到的代建回款较少，当期经营活动净现金流随之减少；同年，公司投资活动净现金流由负转正，主要系公司收到部分土地出让回款所致。筹资活动方面，2020年，公司主要通过银行借款及融资租赁借款实现筹资活动现金流入，融资力度略大于2019年，但公司偿还债务所支付的现金增长较多，当期筹资活动净现金流筹资活动净现金流持续为负，公司再融资能力有待关注。

2020年，公司EBITDA有所减少，对总债务及利息支出的覆盖能力持续减弱；同期，虽然公司经营活动净现金流持续为正，但规模较小，对债务及利息支出的覆盖能力也较弱。2020年以来，随着公司账面货币资金的减少及短期债务增加，当期末公司货币资金/短期债务比值继续降至0.03，公司短期偿债压力较大。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况

项目	2018	2019	2020
经营活动净现金流（亿元）	1.12	2.60	0.61
投资活动净现金流（亿元）	3.99	-0.50	4.41
筹资活动净现金流（亿元）	-8.04	-2.70	-5.78
经营净现金流/总债务（X）	0.02	0.04	0.01

经营活动净现金流利息覆盖倍数 (X)	0.24	0.45	0.10
EBITDA (亿元)	1.78	1.80	1.50
总债务/EBITDA (X)	38.00	39.48	46.59
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	0.37	0.31	0.24
货币资金/短期债务 (X)	0.11	0.08	0.03

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 2021 年到期债务规模较大，面临集中偿债压力；公司财务弹性较弱，部分资产受限，不存在对外担保情况

截至 2020 年末，公司未来三年需要偿还债务的金额分别为 21.48 亿元、9.36 亿元和 10.50 亿元，其中 2021 年到期规模较大，公司存在债务集中到期的压力。

表 13：截至 2020 年末公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2021	2022	2023	2024 及以后
到期金额	21.53	9.36	10.50	28.40

注：由于统计口径的不同，公司所提供的债务数据与财报数据存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司授信总额为 20.92 亿元，未使用的授信额度为 5.43 亿元，财务弹性较弱。

截至 2020 年末，公司无对外担保。

截至 2020 年末，公司受限资产合计 33.73 亿元，占总资产比例为 14.80%，主要系抵押融资的土地使用权及投资性房地产等。

表 14：截至 2020 年末公司受限资产明细（亿元）

项目名称	账面价值	受限原因
存货	23.64	抵押借款
固定资产	0.19	抵押借款
投资性房地产	6.61	抵押借款
无形资产	3.29	抵押借款
合计	33.73	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关说明，截至 2021 年 4 月 7 日，公司已结清信贷中有 2 笔关注类贷款，未结清信贷中有 4 笔关注类贷款，主要系国家开发银行四川省分行将贷款项目资产质量分类列为关注类所致，该 6 笔关注类贷款均还本付息正常，无不良记录。

外部支持

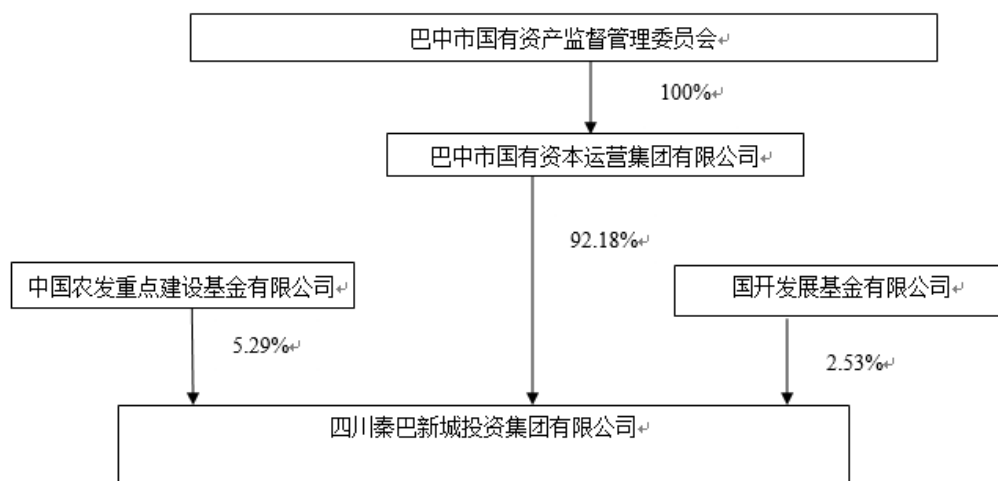
公司作为巴中经开区唯一的基础设施投资建设主体，在当地建设和经济社会发展中发挥了重要作用，2020 年以来，巴中市政府继续给予公司有力的政策及资金支持，为公司的发展提供了保障

2020 年以来，巴中市各级政府继续在政策扶持、化解债务及财政补贴上给予公司支持。税收减免方面，根据相关文件约定，公司代建管理费产生的税金及附加均由经开区管委会承担；化解债务方面，2020 年，经开区财政局拨付预算资金 5 亿元用于化解公司债务；此外，当期公司获得政府补助 0.95 亿元，对公司利润形成一定支撑。

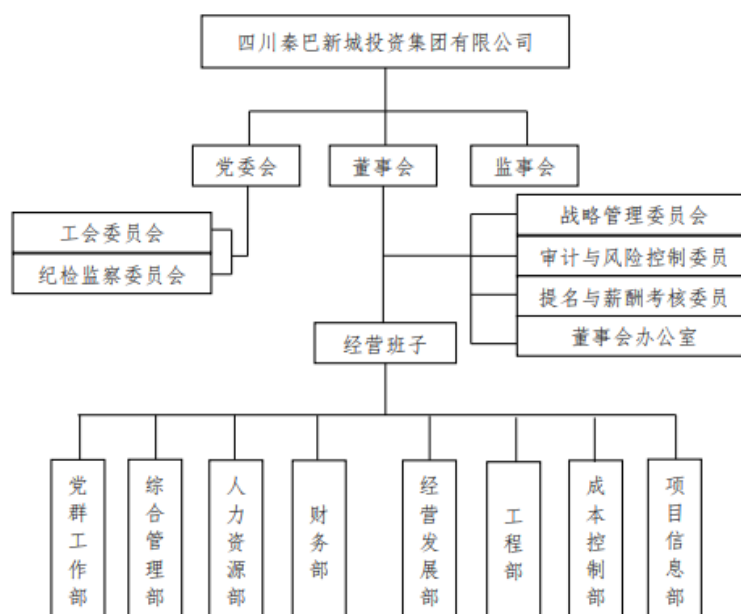
评级结论

综上所述，中诚信国际维持四川秦巴新城投资集团有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 秦巴新城债 01/PR 秦投 01”、“17 秦巴新城债 02/PR 秦投 02”、“19 秦巴新城债 01/19 秦投 01”和“19 秦巴新城债 02/19 秦投 02”的债项信用等级为 **AA**。

附一：四川秦巴新城投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



全称	简称	持股比例
巴中经济开发区市政工程有限公司	经开市政	90.00%
巴中舜通汽车服务有限公司	舜通汽服	100.00%
巴中兴城物业管理有限公司	兴城物管	100.00%
巴中秦巴瑞阳商贸有限公司	瑞阳商贸	100.00%
四川秦巴新城文化旅游投资开发有限公司	秦巴文旅	100.00%
四川秦巴新城能源投资有限公司	秦巴能源	51.00%



资料来源：公司提供

附二：四川秦巴新城投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	19,724.42	13,748.94	6,160.43
应收账款	32,806.07	42,873.58	64,173.51
其他应收款	122,314.93	132,641.86	138,789.49
存货	1,360,301.77	1,397,007.97	1,308,484.69
长期投资	7,020.88	30,760.45	31,356.24
在建工程	43,860.52	48,571.79	55,620.06
无形资产	23,240.71	52,214.05	50,876.34
总资产	2,102,970.66	2,189,776.93	2,279,575.56
其他应付款	73,553.03	57,287.02	52,735.79
短期债务	183,787.47	163,997.88	217,413.64
长期债务	493,943.11	547,334.53	481,535.14
总债务	677,730.58	711,332.42	698,948.78
总负债	1,038,827.48	1,111,815.18	1,187,376.53
费用化利息支出	414.06	314.97	172.93
资本化利息支出	47,275.82	58,046.37	62,977.19
实收资本	120,000.00	120,000.00	120,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	1,708.59
所有者权益合计	1,064,143.18	1,077,961.76	1,092,199.03
营业总收入	22,751.53	32,875.96	26,234.66
经营性业务利润	15,761.75	15,893.96	12,435.22
投资收益	87.76	133.98	610.40
净利润	16,489.70	16,707.46	13,016.39
EBIT	16,922.38	17,022.43	13,189.63
EBITDA	17,833.91	18,019.01	15,001.45
销售商品、提供劳务收到的现金	10,157.24	24,842.10	5,847.98
收到其他与经营活动有关的现金	7,865.88	8,966.68	9,594.30
购买商品、接受劳务支付的现金	1,129.07	2,104.10	4,018.93
支付其他与经营活动有关的现金	2,265.64	2,316.73	1,658.77
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	1,708.14
资本支出	3,156.17	39,108.19	8,987.72
经营活动产生现金净流量	11,209.31	25,999.13	6,073.91
投资活动产生现金净流量	39,922.57	-4,978.48	44,109.90
筹资活动产生现金净流量	-80,390.49	-26,996.13	-57,772.31
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	59.93	39.01	31.54
期间费用率(%)	19.36	13.05	17.48
应收类款项/总资产(%)	15.56	13.49	21.74
收现比(X)	0.45	0.76	0.22
总资产收益率(%)	0.81	0.79	0.59
资产负债率(%)	49.40	50.77	52.09
总资本化比率(%)	38.91	39.75	39.02
短期债务/总债务(X)	0.27	0.23	0.31
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.02
FFO 利息倍数(X)	0.35	0.26	0.23
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.24	0.45	0.10
总债务/EBITDA(X)	38.00	39.48	46.59
EBITDA/短期债务(X)	0.10	0.11	0.07
货币资金/短期债务(X)	0.11	0.08	0.03
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.37	0.31	0.24

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告整理；2、公司各期财务报表均按新会计准则编制；3、中诚信国际将公司财务报表其他应付款中的带息金额纳入短期债务核算，长期应付款中的带息金额纳入长期债务核算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。