



2018 年第一期、第二期眉山市东坡发展 投资有限公司公司债券 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：



2018年第一期、第二期眉山市东坡发展投资有限公司公司债券 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
18东坡01等级	AA	AA
18东坡02等级	AA	AA
评级日期	2021-6-29	2020-6-9

评级观点

- 中证鹏元对眉山市东坡发展投资集团有限公司¹（以下简称“公司”）及其2018年8月发行的第一期公司债券（以下简称“18东坡01”）和2019年1月发行的第二期公司债券（以下简称“18东坡02”）（以下合称“本次债券”）的2021年跟踪评级结果为18东坡01和18东坡02信用等级均维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性仍然较好，继续得到当地政府的大力支持；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，资金压力和债务压力加大，且存在一定的或有负债等风险因素。

未来展望

债券概况

债券简称：

第一期：18东坡01/18东坡发投债01
第二期：18东坡02/18东坡发投债02

债券剩余规模：18东坡01：6亿元
18东坡02：6亿元

债券到期日期：18东坡01：2025-08-16
18东坡02：2026-01-03

偿还方式：两期债券均为每年付息，存续期内第3-7年末分别按照发行总额20%的比例偿还本金

联系方式

项目负责人：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：张涛
zhangt@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872643

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	386.52	312.27	236.95
所有者权益	148.59	131.41	111.45
总债务	147.10	127.48	86.34
资产负债率	61.56%	57.92%	52.97%
现金短期债务比	0.50	0.58	1.97
营业收入	6.67	5.86	4.59
其他收益	1.42	0.00	0.00
利润总额	3.06	2.53	3.19
销售毛利率	31.90%	29.50%	58.86%
EBITDA	8.25	7.00	6.50
EBITDA利息保障倍数	1.03	1.08	1.23
经营活动现金流净额	-26.89	3.15	-18.33
收现比	1.20	1.07	0.96

资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

¹公司原名眉山市东坡发展投资有限公司，于2021年3月变更为现名。

优势

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**眉山市是“成都平原经济圈”的重要组成部分，是省会成都的卫星城市。东坡区是中国泡菜之乡，泡菜食品、生物医药、机械电子为东坡区三大支柱产业。2020年，眉山市及东坡区地区生产总值均持续增长，增速分别为4.2%及4.0%。
- 公司业务可持续性仍较好。**截至2020年末，公司土地开发成本账面价值达43.31亿元，未来土地整理业务可持续性较好；公司主要在建项目计划总投资51.18亿元，已投资30.58亿元。
- 公司继续获得外部的大力支持。**2020年，公司获得政府项目资金注入、货币增资等增加资本公积13.11亿元；同期公司获得1.42亿元的政府补助。

关注

- 公司资产流动性仍较弱。**截至2020年末，以土地资产、工程管理成本和土地开发成本为主的存货占总资产比重为76.74%，且账面价值54.85亿元的土地资产已用于抵押。
- 公司经营活动现金大额净流出，面临较大的资金支出压力。**2020年公司经营活动现金大额流出26.89亿元，截至2020年末，公司主要在建项目至少尚需投资23.37亿元。
- 公司总债务增长较快，债务压力进一步加大。**截至2020年末，公司总债务同比增长15.39%，现金短期债务比降至0.50，债务压力进一步加大。
- 公司面临一定的或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保余额合计22.68亿元，占2020年末净资产的比重为15.26%，其中对当地国企及民营企业担保余额分别为18.73亿元和3.95亿元，只对民营企业的担保存在反担保措施，同时根据公司提供的企业信用报告，截至2021年4月20日，公司作为担保人/反担保人，其他借贷交易关注类余额1.18亿元，

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次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、本次债券募集资金使用情况

公司于2018年8月发行7年期6亿元18东坡01，于2019年1月发行7年期6亿元18东坡02，两期债券募投项目相同，募集资金中7.2亿元计划用于眉山市东坡区污水处理及相关配套设施建设项目，4.8亿元用于补充流动资金。截至2021年3月末，募集资金专项账户余额合计为2,116.11万元。

三、发行主体概况

2021年3月，眉山市东坡区国有资产和金融工作局（以下简称“区国资局”）持有公司股权比例由61.96%上升至71.60%，公司名称变更为“眉山市东坡发展投资集团有限公司”；同时，中国农发重点建设基金有限公司对公司的持股比例由38.04%下降至28.40%。截至2021年5月末，公司注册资本仍为15.14亿元，区国资局以货币形式出资，增加公司实收资本1.46亿元，增资后本公司实收资本为10.84亿元

，区国资局仍为公司控股股东，公司实际控制人仍为眉山市东坡区人民政府。根据公司2021年2月20日出具的《变更公司名称、董监高人员和变动经营范围股东会决议》公告，同意公司经营范围变动为土地整治服务、房地产开发经营、非居住房地产租赁、信息咨询服务、矿产资源开采、建筑材料销售、电动汽车充电基础设施运营、机动车充电销售。

2020年公司合并报表范围无变化，法定代表人无变化。根据《眉山市东坡区国有资产和金融工作局关于调整眉山市东坡发展投资有限公司及子公司董监高人员等事宜的通知》（眉东国金办函[2021]10号），公司高管均有变更。

四、运营环境

（一）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。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，引导资金服务实体经济；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。

（二）区域经济环境

2020年眉山市工业发展保持稳定，成眉同城化带动天府新区眉山片区经济实力持续提升

眉山市是“成都平原经济圈”的重要组成部分，是省会成都的卫星城市。2020年眉山市全年地区生产总值增速4.2%，高于全国增速1.9个百分点；三次产业对GDP增长的贡献率分别为20.2%、32.7%、47.1%，三次产业构成比例由2019年的14.4：38.2：47.4调整为15.7：37.1：47.2。随着疫情得到控制，疫情对眉山市经济发展的影响逐渐消退，2020年前三季度累计地区生产总值增速分别为-2.1%、1.1%和2.7%，经济稳步向常态化回归。2021第一季度，眉山市经济持续复苏，地区生产总值355.75亿元，同比增长16.7%。

眉山市区位条件较好，工业稳定发展，招商引资效果较好，2020年新签约项目134个，引进中德通内斯、维亚康姆、通威全球创新基地、世界川菜创意产业园等优质项目58个，全年规模以上工业增加值保持增长。

受益成眉同城化持续推进，天府新区眉山片区经济实力持续提升，固定资产投资保持较快增速，房地产市场依旧繁荣，全年房地产开发投资增长19.5%；商品房施工面积3,065.61万平方米，增长31.1%，开发规模较大；商品房销售面积813.33万平方米，增长35.1%。

表1 眉山市2019-2020年主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,423.74	4.2%	1,380.20	7.5%
第一产业增加值	222.85	5.7%	199.16	3.0%
第二产业增加值	527.64	3.0%	527.13	7.8%
第三产业增加值	673.25	4.9%	653.91	9.1%
规模以上工业增加值	-	4.9%	-	9.8%
全年固定资产投资	-	10.7%	-	12.3%
社会消费品零售总额	543.3	-2.3%	548.69	10.5%
进出口总额	39.51	12.02%	35.27	-
本外币存款余额	2,651.92	14.0%	2,325.61	11.0%

本外币贷款余额	1,538.11	22.3%	1,257.40	20.5%
人均 GDP(元)	47,537		46,167	
人均 GDP/全国人均 GDP	65.61%		65.12%	

注：“-”表示数据未公开披露：2020年眉山市人均GDP=2020年眉山市GDP/2019年眉山市常住人口。

资料来源：眉山市2019-2020年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

眉山市财政收入增长较快，2020年全市地方一般公共预算收入为121.62亿元，增长9.8%，其中税收收入72.58亿元，增长6.65%，占公共财政收入比重为59.68%。全市政府性基金收入表现良好，达470.78亿元。同期全市地方一般公共预算支出275.54亿元，增长6.25%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为44.14%。

2020年东坡区经济保持增长，增速保持较高水平

2020年东坡区实现地区生产总值491.47亿元，按可比价格计算，较上年增长4.0%。其中，第一产业实现增加值60.96亿元，同比增长5.7%，第二产业实现增加值186.77亿元，同比增长2.8%，第三产业实现增加值243.74亿元，同比增长4.8%，三次产业结构的比例由2019年的11.6:39.8:48.6调整为2020年的12.4:38.0:49.6。

东坡区工业经济增速有所下滑，2020年规模以上工业实现增加值138.29亿元，增长3.0%。全社会固定资产投资较快增长，2020年东坡区全年固定资产投资500万元以上的施工项目入库177个，实现投资总额343.5亿元（含岷东新区），增长7.2%，增速略有放缓，其中第一、第二产业投资保持较快增长，分别增长28.2%和31.2%，第三产业投资仅增长0.2%。2020年全年房地产开发投资完成143.78亿元，增长27.6%。全区商品房销售面积206.56万平方米，增长18.2%；其中住宅销售面积171.23万平方米，增长24.3%。商品房销售额143.07亿元，增长10.2%，其中住宅销售额129.31亿元，增长17.1%。同期全区社会消费品零售总额191.43亿元，下降2.2%，主要是城镇市场实现消费品零售额下降所致。

近年来东坡区政府坚持围绕泡菜食品、生物医药、机械电子三大主导产业，突出产业链关键环节和缺失环节，立足招大引强引优。截至2021年3月末，东坡区政府促使宝能公司投资300亿元的宝能眉山大产业园项目，西安华陆投资120亿元的“眉州大宋不夜城”东坡文化旅游度假项目，亿达未来、立事达投资40亿元东坡味道智慧科创产业基地项目，蒙牛投资10.5亿元的西南生产基地项目，昊阳国际投资10亿元的大健康产业园项目等16个项目相继落户东坡，协议资金达531亿元。

眉山经济开发区新区（以下简称“眉山经开区新区”）位于东坡区内，系省级高新技术开发区，四川省首批新药证书持有人制度试点园区及四川省内十大重点发展医药产业园区。眉山“中国泡菜城”园区也位于东坡区内，规划面积13.61平方公里，是国家现代农业产业园区。2018年12月30日，以综合考评全国第一的成绩通过国家现代农业产业园创建验收工作，成为全国首批、全省唯一的国家现代农业产业园。

表2 眉山市东坡区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
----	-------	-------

	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	491.47	4.0%	476.10	8.0%
第一产业增加值	60.96	5.7%	54.64	2.9%
第二产业增加值	186.77	2.8%	187.67	8.2%
第三产业增加值	243.74	4.8%	233.78	9.1%
规模以上工业增加值	138.29	3.0%	-	10.5%
全年固定资产投资(不含市级园区)	343.5	7.2%	-	10.9%
社会消费品零售总额	191.43	-2.2%	170.1	10.6%
进出口总额	7.65	77.0%	-	-
存款余额	1043.24	9.5%	952.73	11.4%
贷款余额	629.51	17.1%	537.79	21.5%
人均GDP(元)	58,648		56,875	
人均GDP/全国人均GDP	80.95%		80.23%	

注：2020年人均GDP以2019年常住人口83.80万人计算；标“-”表示数据未公开披露；

资料来源：2020年眉山市东坡区国民经济与社会发展统计公报，2019年眉山市东坡区经济运行情况，中证鹏元整理

2020年东坡区实现公共财政收入24.17亿元，同比增长8.67%，其中税收收入11.91亿元，占公共财政收入比重为49.26%；实现政府性基金收入43.91亿元。

五、经营与竞争

公司主要从事眉山经开区新区和中国泡菜城园区内的土地整理、基础设施建设业务，土地整理和工程管理收入为公司收入主要来源，两项收入合计占到2020年营业总收入的58.89%，为拓展公司业务多样性，2020年公司新增公墓销售及管理服务业务，当年实现收入0.07亿元，由于金顶山人文纪念园系当地具有竞争力的公墓产品，未来将为公司营业收入形成一定补充。随着项目的推进，公司工程施工收入和砂石收入大幅增长，带动2020年公司营业收入同比增长13.70%。毛利率方面，由于按市场价出售土地，2020年公司土地整理业务毛利率回升至33.12%，但由于受疫情影响，公司工程施工业务毛利率及砂石销售业务毛利率均有所下降，综合影响下，2020年销售毛利率较小幅上升至31.90%。公司其他业务主要系经营性资产出租，由于维护成本高于出租收入，2020年毛利率依然亏损，但亏损幅度收窄。

表3 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
主营业务	65,062.34	32.87%	58,161.32	30.33%
土地整理收入	30,794.80	33.12%	36,910.67	16.27%
工程管理收入	8,465.44	100.00%	9,576.57	100.00%
担保服务	137.15	100.00%	84.05	100.00%
工程施工收入	12,545.73	10.09%	3,790.43	18.42%
砂石收入	12,367.88	10.35%	7,799.61	16.36%
公墓销售及管理服务收入	720.91	4.46%	0.00	-
劳务收入	30.43	7.56%	-	-
其他业务	1,608.33	-7.35%	476.11	-72.02%

合计	66,670.67	31.90%	58,637.43	29.50%
-----------	------------------	---------------	------------------	---------------

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司土地整理收入小幅下降，目前土地开发成本规模较大，未来土地整理业务持续性较好

公司是眉山市东坡区重要的土地开发主体，通过自有资金或外部融资筹集资金进行土地整理，整理完成的土地通过国土交易中心招拍挂程序挂牌出让，土地出让收入经区财政局扣除相关税费后全额返还至公司，公司获得的土地出让款确认为土地整理收入。2020年公司商住用地出让面积与上年基本持平，但相应出让收入大幅下滑47.65%至1.28亿元；同年公司整理出让的工业用地面积及相应收入均小幅增长。2020年公司共出让土地1,702.32亩，确认土地出让收入3.08亿元，较2019年下降16.57%。土地整理收入毛利率大幅上升，主要系2019年子公司眉山市经开区新区建设投资开发有限责任公司（以下简称“新区建投”）的DPQ2013-127地块（商住用地）以成本价出售给土地储备中心，导致2019年土地整理收入毛利率较低。

表4 2020年公司土地出让情况

项目	面积（亩）	收入（亿元）
工业用地	1,574.97	1.80
商住用地	127.35	1.28
合计	1,702.32	3.08

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司存货中土地开发成本账面价值达43.31亿元，未来业务可持续性较好，但土地出让进度及出让价格易受政府土地出让规划和土地一级市场景气度影响，收益的实现存在一定的不确定性。

2020年公司工程管理收入同比小幅下降，目前账面工程管理项目形成的工程成本量大，收入持续性较好，但需关注政府的回购情况

公司承担了东坡区内道路、供排水设施、安置房等基础设施建设工作，业务主要集中在经开区新区和中国泡菜城园区。根据《眉山市东坡区人民政府关于眉山市经开区新区建设投资开发有限责任公司承建相关城市基础设施建设项目的通知》、《眉山市东坡区人民政府关于眉山市东坡区岷江国有资产投资经营有限责任公司承建相关城市基础设施建设项目的通知》，从2014年起，眉山市东坡区人民政府对公司子公司眉山市经开区新区建设投资开发有限责任公司（以下简称“新区建投”）及眉山市东坡区岷江国有资产投资经营有限责任公司（以下简称“岷江国投”）分别承建的眉山经开区新区的城市基础设施建设项目、眉山“中国泡菜城”按照当年项目投资金额的15%支付代建管理费，公司仅将项目管理费确认为工程管理收入，工程成本未来由眉山市东坡区财政局进行回购。2020年公司实现工程管理收入0.85亿元，其中子公司岷江国投确认代建管理费0.63亿元，新区建投确认代建管理费为0.18亿元。

2020年末公司承担建设的工程管理项目数量实现收入的共计177个，包括各类道路工程、电路改造、绿化工程、污水处理、景观改造以及零星工程；眉山市东坡区财政局尚未对其形成的工程成本进行回购，在公司存货科目上形成工程管理成本137.68亿元，同比增长13.15%。根据眉山市东坡区财政局2020

年1月15日出具的《眉山市东坡区财政局关于眉山市东坡发展投资有限公司资产回购情况的说明》，眉山市东坡区财政局将于2020-2049年对公司截至2019年末账上的工程管理成本及在建工程等进行回购，其中2020-2029年每年回购10亿元，2030年、2031年分别回购9.04亿元，2032-2049年每年回购9亿元。但截止2020年末，东坡区财政局仍然未回购前述金额，未来需关注眉山市东坡区财政局按上述说明进行回购的进度情况。

2020年公司工程施工收入及砂石销售收入增长较快，新增的公墓销售及管理服务收入对公司主营业务收入形成一定补充

工程施工业务主要包括公司承建的眉山市东坡区东坡二幼建设项目、粤江河岸线产业道路项目及永寿镇玻璃江广场工程项目等，业务由东坡区政府牵线，收益实现方式为发包方结算。2020年，公司共承建106个项目，确认收入1.25亿元，毛利率较上年有所降低。

公司砂石销售收入主要由子公司眉山金财资产经营管理有限公司负责，挖掘疏浚思蒙河与白堰河交汇处砂石并出售，2020年公司砂石销售大幅增长，实现销售收入1.24亿元，但由于销售价格受行情影响，毛利率由上年的16.36%下降至10.35%。

2020年四季度公司新增金顶山人文纪念园公墓销售及管理服务业务，当年实现相关收入0.07亿元，考虑到公墓销售等行业存在一定稀缺性和较高的进入壁垒，公墓业务未来将对公司收入形成一定补充。公司担保服务收入来源于子公司眉山市东坡区农业和中小企业融资担保有限责任公司，担保规模及收入较小，担保对象主要为当地中小企业，存在一定的代偿风险。

公司在建项目规模较大，面临较大的资金支出压力

截至2020年末，公司主要在建工程包括城南棚户区改造、太和棚改（易地扶贫搬迁项目）、西北片区棚户区改造、“西湖”湿地公园等，计划总投资51.18亿元，已投资30.58亿元，至少尚需投资23.37亿元，规模较大，业务可持续性较好，同时公司面临较大的资金压力。此外，“18东坡01”、“18东坡02”募投项目——眉山市东坡区污水处理及相关配套设施建设项目预计总投资10.57亿元，截至2021年4月末已投资10.53亿元。其中，眉山市东坡区乡镇生活污水处理工程已经投资4.43亿元（其中乡镇污水管网工程项目和提标改造项目共投资1.46亿元，另外部分使用眉山市东坡区秸秆污泥综合利用设施工程资金，多投资的部分资金为公司自筹资金），完成总工程量的94%；眉山市东坡区工业园区污水处理工程投资6.1亿元，已完工；眉山市东坡区秸秆污泥综合利用设施工程暂未动工。前述募投项目均未投入运营，截至目前未产生收益。

表5 截至2020年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	已投资	尚需投资	业务模式
西北片区棚户区改造	13.92	6.43	7.49	代建
城南棚户区改造项目	7.70	8.28	-	代建
正大鸡蛋项目	7.66	3.62	4.04	自营
“西湖”湿地公园	7.20	1.53	5.67	代建
太和棚改（易地扶贫搬迁项目）	6.46	8.62	-	代建
东坡区城镇污水处理	3.98	1.25	2.73	自营

三苏文化名镇	3.20	0.46	2.74	代建
白马湖水库、蓝妖庙水库	0.90	0.20	0.70	代建
思蒙污水处理厂项目	0.14	0.17	-	自营
金顶山综合服务楼	0.02	0.02	-	自营
合计	51.18	30.58	23.37	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得的当地政府的大力支持

公司作为眉山市重要的基础设施建设主体，得到了东坡区政府的大力支持。2020年，公司获得东坡区政府通过注入资本金、代付工程款等方式增加公司资本公积13.11亿元，同期获得政府财政补助1.42亿元，有效提升了公司实力。

表6 跟踪期内公司获得的外部支持情况（单位：亿元）

1、资产注入		
依据文件		金额
《眉山市东坡区国有资产和金融工作局关于充实眉山市东坡发展投资有限公司资本金的通知》		7.70
《眉山市东坡区人民政府关于财政拨款作为眉山市运通路桥建设有限责任公司资本公积的通知》		5.05
《眉山市东坡区国有资产和金融工作局关于充实眉山市东坡发展投资有限公司资本金的通知》		0.36
小计		13.11
2、财政补贴		
《眉山市东坡区人民政府关于眉山市经开区新区建设投资开发有限责任公司 2020 年度财政拨款的批复》		0.20
《眉山市东坡区人民政府关于眉山市东坡发展投资有限公司 2020 年度财政拨款的批复》		0.60
眉东交【2020】82 号、《眉山市东坡区人民政府关于眉山市金岸资产经营有限公司 2020 年度财政拨款的批复》		0.29
《眉山市东坡区人民政府关于眉山市东坡区岷江国有资产投资经营有限公司 2020 年度财政拨款的批复》		0.33
小计		1.42

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年、2020年审计报告，报告采用新会计准则编制，2020年合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，但整体资产流动性依然较弱

2020年末公司资产总额达到386.52亿元，同比增长23.78%，主要系存货及其他应收款大幅增长所致。其中受限资产规模为58.32亿元，占比15.09%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，截至

2020年末，流动资产占总资产比重为90.71%。

表7 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	9.93	2.57%	8.82	2.83%
其他应收款	39.25	10.15%	25.97	8.32%
存货	296.62	76.74%	239.94	76.84%
流动资产合计	350.61	90.71%	279.15	89.39%
固定资产	1.95	0.50%	0.50	0.16%
在建工程	24.19	6.26%	24.64	7.89%
非流动资产合计	35.91	9.29%	33.12	10.61%
资产总计	386.52	100.00%	312.27	100.00%

资料来源：公司 2019 年、2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司货币资金9.93亿元，其中银行存款6.41亿元，用于质押的定期存款和担保保证金共计3.47亿元使用受限。截至2020年末，公司其他应收款账面价值39.25亿元，其中，账龄在1年的占比83.59%，账龄不长。公司其他应收款主要应收对象为政府职能部门，应收对象比较集中；公司其他应收款回收时间受当地财政影响较大，对公司资金形成一定占用。公司其他应收款金额前五名单位情况如下表所示，均未计提坏账准备。

表8 截至2020年末其他应收款余额前五名单位情况（单位：亿元）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额合计数的比例
眉山市东坡区财政局	往来款	19.94	1-3 年	50.72%
眉山市东坡区崇礼镇人民政府	往来款	4.97	1-4 年	12.64%
眉山市汇岷工程建设有限公司	往来款	4.50	1 年以内	11.45%
眉山市东坡区国有资产和金融工作局	往来款	2.10	1 年以内	5.33%
眉山市新城南建设开发有限公司	往来款	1.19	1 年以内	3.02%
合计	-	32.69	-	83.16%

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司存货主要为土地资产、工程管理成本和土地开发成本。截至2020年末，公司存货账面价值296.62亿元，同比增长23.62%，其中通过招拍挂新增土地资产账面价值29.64亿元。截至2020年末，公司存货中土地资产账面价值合计114.68亿元，面积合计471.50万平方米，大部分为城镇住宅、商服和商住用地；工程管理成本137.68亿元，同比增长13.15%，为公司工程管理业务的施工成本；土地开发成本43.31亿元，同比增长30.41%，为公司土地整理业务形成的土地补偿及安置补偿款、房屋建筑物补偿款等。截至2020年末公司共有价值54.57亿元的土地资产已用于抵押，占土地资产账面价值和公司总资产的比重分别为47.58%和15.93%。

公司固定资产主要为机器设备和房屋建筑物，2020年末固定资产账面价值较年初增加290.00%，系西南智慧农业项目由在建工程转入所致。公司在建工程账面价值较年初变化不大，截至2020年末公司在建工程账面价值达24.19亿元，同时西北片区棚户区改造项目由在建工程转到存货中的工程管理成本。总体来看，公司资产规模增长较快，截至2020年末，以土地资产、工程管理成本和土地开发成本为主的

存货占总资产比重为76.74%，且公司有账面价值54.85亿元的土地使用权已用于抵押，公司资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司收入及销售毛利率水平有所提升，政府补贴对利润贡献度较大，未来收入来源较有保障

公司营业收入主要来源于土地整理、工程管理收入以及砂石收入，2020年公司营业收入同比增长13.70%，销售毛利率较2019年上升2.4个百分点至31.90%。截至2020年末，公司已整理土地开发成本账面价值43.31亿元，未来土地整理业务收入较有保障；公司在建的工程管理及工程施工项目较多，未来工程项目收入可持续。

2020年公司收现比表现仍较好。同时由于2020年公司将1.42亿元政府补贴计入其他收益及持有的可供出售金融资产实现投资收益0.24亿元，2020年公司实现利润总额3.06亿元，同比增长20.12%。2020年公司获得1.42亿元的政府补助，占公司利润总额的46.43%，政府补贴对利润贡献度较大。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
营业收入	6.67	5.86
收现比	1.20	1.07
营业利润	3.07	1.26
其他收益	1.42	0.00
营业外收入	0.02	1.27
利润总额	3.06	2.53
销售毛利率	31.90%	29.50%

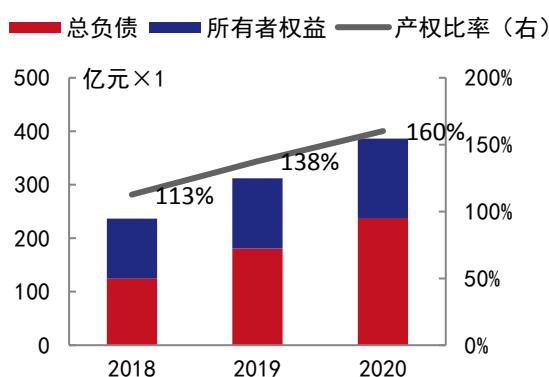
资料来源：公司2019年、2020年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务攀升较快，面临债务压力进一步加大

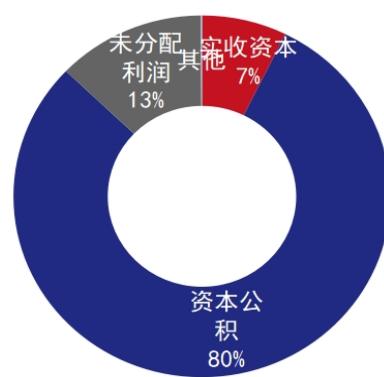
2020年公司所有者权益和负债规模均大幅增加，期末公司所有者权益为148.59亿元，负债总额为237.94亿元，产权比率为160.13%，公司所有者权益对债务的保障程度进一步减弱。

图1 公司资本结构



资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

图2 2020年末公司所有者权益构成



资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司短期借款为6.15亿元，同比增长112.80%，主要包括质押借款、保证借款和信用借款。截至2020年末，公司应付账款账面余额2.70亿元，主要为应付工程款。其中主要为应付四川省成城建设工程有限公司的1.60亿元账款，账龄超过1年。2020年末公司其他应付款合计82.21亿元，较上年末大幅增长77.60%；主要为应付眉山市东坡区财政局、眉山市中医医院及眉山市汇岷工程建设有限公司等单位未到偿还期的往来款。公司一年内到期非流动负债为13.81亿元，其中一年内到期的长期借款6.92亿元、应付债券3.40亿元以及长期应付款3.48亿元。

截至2020年末，公司长期借款74.08亿元，较上年末增长15.86%；公司应付债券20.08亿元，由“16东坡债”、“18东坡01”、“18东坡02”及2020年新发行的“20非公开项目收益债”构成。2020年末公司长期应付款余额32.98亿元，主要为应付眉山市国有资本投资运营集团有限公司、中国农发重点建设基金有限公司、光大兴陇信托有限责任公司等公司的借款，均为有息负债。

表10 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	6.15	2.58%	2.89	1.60%
应付账款	2.70	1.14%	2.65	1.46%
其他应付款（不含应付利息）	81.43	34.22%	45.70	25.27%
一年内到期的非流动负债	13.81	5.80%	12.33	6.82%
流动负债合计	110.79	46.56%	68.60	37.93%
长期借款	74.08	31.14%	63.94	35.36%
应付债券	20.08	8.44%	18.48	10.22%
长期应付款	32.98	13.86%	29.84	16.50%
非流动负债合计	127.14	53.44%	112.26	62.07%
负债合计	237.93	100.00%	180.86	100.00%

资料来源：公司 2019 年、2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司总债务规模增长较快，较2019年末增长15.39%，占负债总额的比重为61.82%。公司债务仍以长期债务为主，截至2020年末短期债务余额19.96亿元，仍然面临较大的债务压力。

图3 公司债务占负债比重

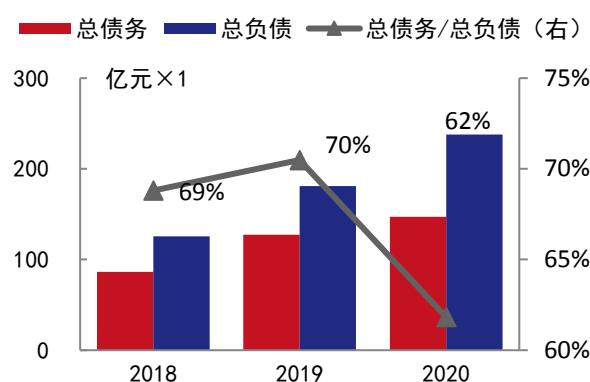
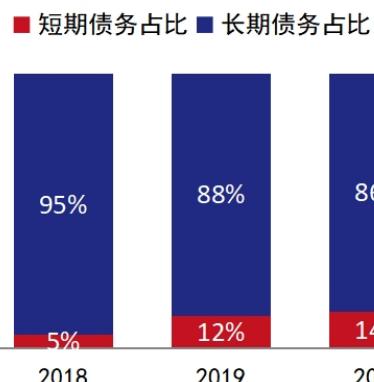


图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

随着负债规模增加，2020年末公司资产负债率上升为61.56%。2020年EBITDA有所增加，但总债务规模大幅增加，利息支出规模也有所增加，EBITDA利息保障倍数略有下降，EBITDA对总债务的覆盖能力减弱，同时现金短期债务比下降至0.50，公司债务压力进一步加大。

表11 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	61.56%	57.92%
现金短期债务比	0.50	0.58
EBITDA 利息保障倍数	1.03	1.08

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4月20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；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22.68亿元，占年末净资产的比重为15.26%，其中，对当地国有企业和民营企业担保余额分别为18.73亿元和3.95亿元，民营企业均设置反担保。同时根据公司提供的企业信用报告，截至2021年4月20日，公司作为担保人/反担保人，其他借贷交易关注类余额1.18亿元，存在一定的或有负债风险。

表12 截至2020年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保期限	单位性质	是否有反担保
眉山市东坡区益民供排水工程管理有限公司	7.37	2019/12/20-2034/12/19	国企	否
眉山市东坡区益民供排水有限公司	1.73	2018/6/1-2023/6/1	国企	否
眉山市东坡益民供排水工程管理有限公司	1.20	1.2亿元项目收益债差额 补足保证	国企	否
眉山市东坡区益民供排水有限公司	1.07	2018/01/25-2027/1/24	国企	否
眉山市中医医院	1.05	2019/1/31-2024/2/13	国企	否
眉山市中医院	1.00	2020/9/17-2021/9/17	国企	否
眉山市东坡区益民供排水有限公司	0.72	2019/8/13-2023/8/13	国企	否
四川茂华食品有限公司	0.70	2020/06/23-2021/6/22	民营企业	有
眉山市中医医院	0.63	2017/03/22-2022/3/22	国企	否
眉山市中医医院	0.61	2020/3/12-2025/3/12	国企	否
江西省宏发路桥建筑工程有限公司	0.50	2020/4/15-2022/3/30	民营企业	有
眉山岷江水电开发有限公司	0.50	2020/11/27-2035/11/23	民营企业	有

眉山市东坡区益民水质监测有限公司	0.50	2019/10/9-2027/9/22	国企	否
眉山市新城南建设开发有限公司	0.50	2020/1/23-2028/1/22	国企	否
眉山市中医医院 ²	0.50	2020/4/14-2021/4/14	国企	否
眉山机械产业园区资产管理有限公司	0.49	2019/06/27-2027/06/26	国企	否
四川省东海兴茂贸易有限公司	0.47	2020/1/16-2023/1/15	民营企业	有
眉山市东坡区益民供排水工程管理有限公司	0.45	2020/2/21-2023/2/20	国企	否
四川坤泉食品有限公司	0.38	2019/1/31-2022/1/31	民营企业	有
四川茂华食品有限公司	0.36	2018/12/29-2021/12/25	民营企业	有
四川菜花香食品有限公司	0.35	2020/7/30-2021/7/29	民营企业	有
眉山市东坡老家文旅传媒有限公司	0.30	2020/1/23-2028/1/22	国企	否
眉山市东坡区益民供排水有限公司	0.30	2019/10/9-2027/9/19	国企	否
眉山市中医院 ³	0.30	2020/4/28-2021/4/27	国企	否
四川茂华食品有限公司	0.30	2019/9/10-2022/9/9	民营企业	有
四川茂华食品有限公司	0.30	2019/8/14-2022/8/8	民营企业	有
四川固邦木业有限公司	0.05	2020/12/17-2021/12/15	民营企业	有
四川岷江现代农业有限公司	0.05	2018/10/08-2021/10/7	民营企业	有
合计	22.68			

资料来源：公司2020年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

八、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18东坡01和18东坡02信用等级均为AA。

² 已到期并解除担保

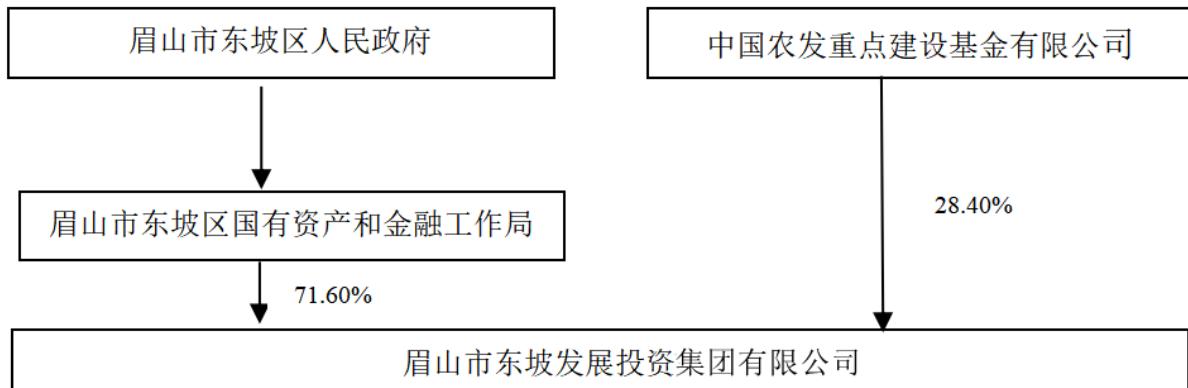
³ 已到期并解除担保

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：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	9.93	8.82	8.47
其他应收款	39.25	25.97	40.55
存货	296.62	239.94	163.94
流动资产合计	350.61	279.15	216.32
非流动资产合计	35.91	33.12	20.63
资产总计	386.52	312.27	236.95
短期借款	6.15	2.89	0.00
其他应付款	81.43	45.70	31.91
一年内到期的非流动负债	13.81	12.33	4.30
流动负债合计	110.79	68.60	43.47
长期借款	74.08	63.94	41.24
应付债券	20.08	18.48	14.73
长期应付款	32.98	29.84	26.07
非流动负债合计	127.14	112.26	82.04
负债合计	237.93	180.86	125.50
总债务	147.10	127.48	86.34
所有者权益	148.59	131.41	111.45
营业收入	6.67	5.86	4.59
营业利润	3.07	1.26	2.13
其他收益	1.42	0.00	0.00
利润总额	3.06	2.53	3.19
经营活动产生的现金流量净额	-26.89	3.15	-18.33
投资活动产生的现金流量净额	-6.88	-8.19	-2.78
筹资活动产生的现金流量净额	34.93	3.09	17.86
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	31.90%	29.50%	58.86%
收现比	1.20	1.07	0.96
资产负债率	61.56%	57.92%	52.97%
现金短期债务比	0.50	0.58	1.97
EBITDA（亿元）	8.25	7.00	6.50
EBITDA利息保障倍数	1.03	1.08	1.23

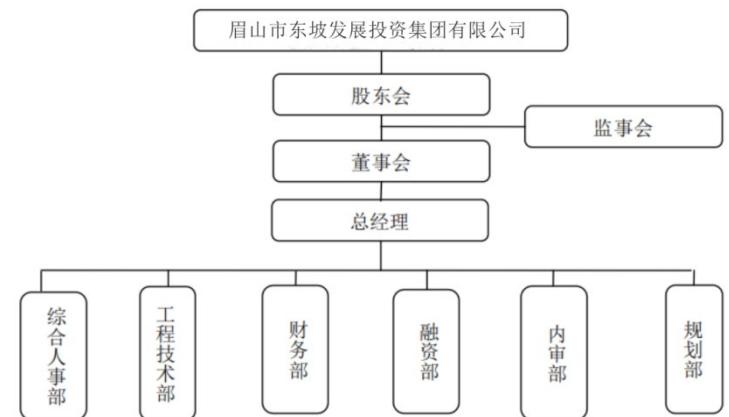
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
眉山市经开区新区建设投资开发有限责任公司	1.00	100%	项目投资开发及经营管理
眉山市东坡区岷江国有资产投资经营有限责任公司	4.67	100%	国有资产经营管理
眉山市东坡区农业和中小企业融资担保有限责任公司	1.31	100%	融资担保
眉山东创智慧农业有限公司	1.50	100%	农业科技、种植
眉山苏湖文化资源开发有限公司	6.00	100%	房地产开发；物业管理，销售商品房
眉山致民劳务服务有限公司	0.05	100%	人力资源管理咨询服务
眉山市东岸建设有限公司	0.43	100%	建筑劳务
眉山金财资产经营管理有限公司	5.00	100%	国有资产经营管理
眉山市天伦实业发展有限公司	4.50	100%	殡葬服务，殡葬设施开发
眉山西部药谷投资开发有限责任公司	4.00	100%	项目投资；房地产项目开发
眉山市运通路桥建设有限责任公司	2.00	100%	公路、桥梁、工程施工及相关技术咨询服务
眉山市安和旅游开发有限公司	0.50	100%	旅游景区开发、管理
眉山市东岸投资开发有限公司	2.76	100%	租赁和商务服务业
眉山市金岸资产经营有限公司	4.20	100%	建筑业
眉山市永惠农业发展投资有限公司	0.50	100%	农、林、牧、渔业

资料来源：公司 2020 年审计报告及国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

附录六 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。