

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0349号

## 什邡市国有投资控股集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“18什邡国投债/PR 什邡债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，同时维持“18什邡国投债/PR 什邡债”信用等级为AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二二年六月十六日



## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，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。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月16日



# 什邡市国有投资控股集团有限公司 主体及“18 什邡国投债/PR 什邡债”2022 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2022/6/16	AA/稳定	戴修远	张文昕

债项信用			评级模型																																																																																																																									
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型																																																																																																																									
	18 什邡国投债/PR 什邡债	AA+	AA+																																																																																																																									
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。																																																																																																																												
主体概况			2.二维矩阵映射				3.评级调整因素																																																																																																																					
<p>公司是四川省德阳市什邡市重要的基础设施建设主体，主要从事什邡市范围内的基础设施和保障房建设以及砂石开采与销售、酒店经营、融资担保、商品贸易等业务。什邡市国有资产监督管理局和金融工作局为公司控股股东，什邡市人民政府为公司实际控制人。</p>			地区综合实力								基础模型参考等级																																																																																																																	
			<table border="1"> <thead> <tr> <th>一级</th> <th>二级指标</th> <th>权重</th> <th>得分</th> <th>一级</th> <th>二级指标</th> <th>权重</th> <th>得分</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="9">地区综合实力</td> <td>区域层级</td> <td>20.00%</td> <td>11.20</td> <td rowspan="9">企业经营与财务实力</td> <td>资产总额</td> <td>36.00%</td> <td>21.60</td> </tr> <tr> <td>GDP 总量</td> <td>32.00%</td> <td>21.12</td> <td>净资产总额</td> <td>36.00%</td> <td>21.60</td> </tr> <tr> <td>GDP 增速</td> <td>4.00%</td> <td>2.16</td> <td>资产负债率</td> <td>9.00%</td> <td>5.40</td> </tr> <tr> <td>人均 GDP</td> <td>4.00%</td> <td>3.76</td> <td>全部债务资本化比率</td> <td>9.00%</td> <td>5.40</td> </tr> <tr> <td>一般公共预算收入</td> <td>32.00%</td> <td>19.20</td> <td>补助收入/利润总额</td> <td>5.00%</td> <td>4.00</td> </tr> <tr> <td>一般公共预算收入增速</td> <td>4.00%</td> <td>3.20</td> <td>(实收资本+资本公积)/资产总额</td> <td>5.00%</td> <td>1.00</td> </tr> <tr> <td>上级补助收入</td> <td>4.00%</td> <td>2.08</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>								一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分	地区综合实力	区域层级	20.00%	11.20	企业经营与财务实力	资产总额	36.00%	21.60	GDP 总量	32.00%	21.12	净资产总额	36.00%	21.60	GDP 增速	4.00%	2.16	资产负债率	9.00%	5.40	人均 GDP	4.00%	3.76	全部债务资本化比率	9.00%	5.40	一般公共预算收入	32.00%	19.20	补助收入/利润总额	5.00%	4.00	一般公共预算收入增速	4.00%	3.20	(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	1.00	上级补助收入	4.00%	2.08				无																																																													
			一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分																																																																																																																		
			地区综合实力	区域层级	20.00%	11.20	企业经营与财务实力	资产总额	36.00%	21.60																																																																																																																		
				GDP 总量	32.00%	21.12		净资产总额	36.00%	21.60																																																																																																																		
				GDP 增速	4.00%	2.16		资产负债率	9.00%	5.40																																																																																																																		
				人均 GDP	4.00%	3.76		全部债务资本化比率	9.00%	5.40																																																																																																																		
				一般公共预算收入	32.00%	19.20		补助收入/利润总额	5.00%	4.00																																																																																																																		
				一般公共预算收入增速	4.00%	3.20		(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	1.00																																																																																																																		
				上级补助收入	4.00%	2.08																																																																																																																						
<table border="1"> <thead> <tr> <th>维度</th> <th colspan="9">地区综合实力</th> </tr> <tr> <th></th> <th>1 档</th> <th>2 档</th> <th>3 档</th> <th>4 档</th> <th>5 档</th> <th>6 档</th> <th>7 档</th> <th>8 档</th> <th>9 档</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="9">企业经营与财务实力</td> <td>1 档</td> <td>AAA</td> <td>AAA</td> <td>AAA</td> <td>AAA</td> <td>AA+</td> <td>AA+</td> <td>AA</td> <td>AA</td> <td>AA-</td> </tr> <tr> <td>2 档</td> <td>AAA</td> <td>AAA</td> <td>AAA</td> <td>AAA</td> <td>AA+</td> <td>AA</td> <td>AA</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> </tr> <tr> <td>3 档</td> <td>AAA</td> <td>AAA</td> <td>AA+</td> <td>AA+</td> <td>AA</td> <td>AA</td> <td>AA</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> </tr> <tr> <td>4 档</td> <td>AAA</td> <td>AA+</td> <td>AA+</td> <td>AA+</td> <td>AA</td> <td>AA</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>A+</td> </tr> <tr> <td>5 档</td> <td>AA+</td> <td>AA+</td> <td>AA</td> <td>AA</td> <td>AA</td> <td>AA</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>A+</td> </tr> <tr> <td>6 档</td> <td>AA+</td> <td>AA</td> <td>AA</td> <td>AA</td> <td>AA</td> <td>AA</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>A+</td> </tr> <tr> <td>7 档</td> <td>AA</td> <td>AA</td> <td>AA</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>A+</td> </tr> <tr> <td>8 档</td> <td>AA</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>A+</td> </tr> <tr> <td>9 档</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>AA-</td> <td>A+</td> <td>A+</td> <td>A+</td> <td>A+</td> <td>A+</td> <td>A+</td> </tr> </tbody> </table>								维度	地区综合实力										1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档	企业经营与财务实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-	4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+	8 档	AA	AA-	A+	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+	4.主体信用等级											
维度	地区综合实力																																																																																																																											
	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档																																																																																																																			
企业经营与财务实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-																																																																																																																		
	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-																																																																																																																		
	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-																																																																																																																		
	4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+																																																																																																																		
	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+																																																																																																																		
	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+																																																																																																																		
	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+																																																																																																																		
	8 档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+																																																																																																																		
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+																																																																																																																		
基础模型参考等级								AA																																																																																																																				
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。																																																																																																																												

公司是四川省德阳市什邡市重要的基础设施建设主体，主要从事什邡市范围内的基础设施和保障房建设以及砂石开采与销售、酒店经营、融资担保、商品贸易等业务。什邡市国有资产监督管理局和金融工作局为公司控股股东，什邡市人民政府为公司实际控制人。

## 评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，德阳市经济实力很强，其下辖的什邡市地区经济实力仍较强；公司主营业务区域专营性仍较强，继续得到股东及各方支持；重庆进出口融资担保有限公司对“18 什邡国投债/PR 什邡债”提供的担保仍具有较强的增信作用。同时，东方金诚关注到，公司资产流动性仍较弱，全部债务规模继续增长，资金来源对筹资活动仍较为依赖。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“18 什邡国投债/PR 什邡债”的信用等级为 AA+。

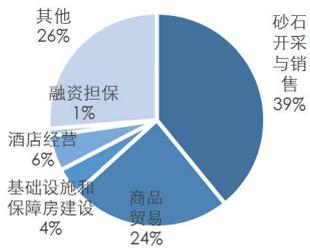
## 同业对比

项目	什邡市国有投资控股集团有限公司	绵竹市金申投资集团有限公司	安徽郎川控股集团有限公司	简阳市水务投资发展有限公司
地区	德阳市什邡市	德阳市绵竹市	宣城市郎溪县	成都市简阳市
GDP (亿元)	409.20	376.85	208.53	469.07
GDP 增速 (%)	9.0	8.8	11.1	7.9
人均 GDP (元)	100590*	85649*	65588*	63545*
一般公共预算收入 (亿元)	23.32	23.56	21.50	31.70
一般公共预算支出 (亿元)	37.68	37.09	33.16	65.65
资产总额 (亿元)	147.01	100.47	165.49	171.03
所有者权益 (亿元)	46.29	60.50	68.21	97.60
营业收入 (亿元)	5.61	7.49	11.05	11.42
利润总额 (亿元)	1.25	1.09	1.19	1.85
资产负债率 (%)	68.51	39.78	58.78	42.94
全部债务资本化比率 (%)	57.89	33.48	49.12	34.65

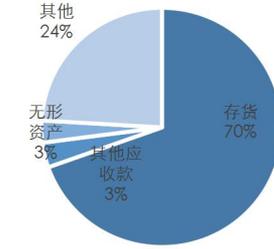
注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业公司，表中数据年份均为 2021 年，带“\*”项目为估算所得（全文同）。数据来源：经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

## 主要指标及依据

2021年公司营业收入构成



2021年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2019年	2020年	2021年
资产总额	114.49	136.03	147.01
所有者权益	40.04	44.47	46.29
营业收入	5.52	5.61	5.61
利润总额	1.06	1.17	1.25
全部债务	56.54	57.54	63.65
资产负债率	65.03	67.31	68.51
全部债务资本化比率	58.54	56.41	57.89

公司全部债务构成 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2019年	2020年	2021年
地区	德阳市什邡市		
GDP总量	358.6	372.7	409.2
GDP增速	8.7	3.9	9.0
人均GDP(元)	85380	91348	92239*
一般公共预算收入	19.42	21.92	23.32
一般公共预算收入增速	3.4	12.9	6.4
上级补助收入	11.29	13.12	-

注: 标“\*”项目为估算所得。

## 优势

- 跟踪期内, 德阳市经济实力很强, 其下辖的什邡市主要经济指标保持增长, 经济实力仍较强;
- 公司继续从事什邡市范围内的基础设施和保障房建设等业务, 区域专营性较强;
- 作为什邡市重要的基础设施建设主体, 公司在增资、资产划拨和财政补贴等方面继续得到股东及相关各方的支持;
- 重庆进出口担保为“18什邡国投债/PR什邡债”到期兑付提供的不可撤销的连带责任保证担保仍具有较强的增信作用。

## 关注

- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高, 资产流动性仍较弱;
- 跟踪期内, 公司全部债务规模持续增长, 债务率仍处行业中等偏高水平;
- 公司经营性现金流易受项目结算款回款水平和往来款波动等影响, 稳定性较弱, 资金来源对筹资活动仍较为依赖。

## 评级展望

预计德阳市和什邡市经济将保持增长, 公司基础设施和保障性住房建设业务区域专营性较强, 能够持续得到股东及相关各方的支持, 评级展望为稳定。

## 评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AA+(18什邡国投债/PR什邡债)	2021/6/25	戴修远 尚子书	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	<a href="#">阅读原文</a>
AA/稳定	AA+(18什邡国投债/PR什邡债)	2018/7/23	刘贵鹏 李梦吟	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015年)》	<a href="#">阅读原文</a>

注: 以上为不完全列示。

## 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
18 什邡国投债 /PR 什邡债	2021/6/25	6.00	2018/12/5~2025/12/5	连带责任保证担保	重庆进出口融资担保有限公司/AA+/稳定

注：“18 什邡国投债/PR 什邡债”设置本金提前偿还条款，即从第 3 个计息年度开始至第 7 个计息年度分别逐年偿还债券本金的 20%。

## 跟踪评级说明

根据相关监管要求及什邡市国有投资控股集团有限公司（以下简称“什邡国资”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

什邡国资系由什邡市财政局于 2000 年 12 月出资成立的国有独资有限责任公司，初始注册资本和实收资本均为人民币 500.00 万元。2020 年 12 月，什邡市国有资产监督管理局和金融工作局（以下简称“什邡市国资金融局”）将持有公司 10% 的股权无偿划转至四川省财政厅。截至 2021 年末，公司注册资本和实收资本分别为 100000.00 万元和 46325.77 万元，跟踪期内注册资本未发生变化，实收资本增加 8937.97 万元；什邡市国资金融局持有公司 90.00% 股权，四川省财政厅持有公司 10.00% 股权，什邡市国资金融局仍为公司控股股东，什邡市人民政府（以下简称“什邡市政府”）仍为公司实际控制人。

公司是什邡市重要的基础设施建设主体，跟踪期内继续从事什邡市范围内的基础设施和保障房建设，同时还从事砂石开采与销售、酒店经营、融资担保、商品贸易等其他经营性业务。

截至 2021 年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共有 9 家（详见图表 1），较 2020 年末新增 1 家，系公司投资设立的什邡市恒惠农业发展有限公司。

图表 1 截至 2021 年末公司纳入合并报表范围直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
四川京什建设投资有限公司	京什建投	21619.00	94.65	投资设立
什邡市锦程融资性担保有限公司	锦程担保	18700.00	100.00	投资设立
什邡市恒升实业有限公司	恒升实业	27408.00	100.00	无偿划拨
什邡市冰川水务投资有限公司	什邡水投	5000.00	80.00	投资设立
什邡市恒基建设投资发展有限公司	恒基建设	8000.00	100.00	无偿划拨
四川省什邡荃峰宾馆	荃峰宾馆	460.00	100.00	无偿划拨
四川省什邡市天然气公司	天然气公司	567.92	100.00	无偿划拨
什邡恒阳文化旅游发展有限责任公司	恒阳旅游	40000.00	100.00	吸收合并
什邡市恒惠农业发展有限公司	恒惠农业	20000.00	100.00	投资设立

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2022 年 4 月末，“18 什邡国投债/PR 什邡债”到期本金及利息已按期偿付；剩余尚未使用资金为 0.07 亿元。

## 宏观经济与政策环境

### 疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位

数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长6.5%，明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在3月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在4月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

### 逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

## 行业及区域经济环境

### 行业分析

#### 城投行业政策及再融资环境边际收紧，基建稳增长预期仍存，城投债净融资或将小幅收缩

2021年，随着经济持续修复，城投债发行再创历史新高，但宽信用政策逐渐退出，监管政策边际收紧，城投债净融资规模小幅缩量。政策层面，2021年12月中央经济工作会议强调，

坚决遏制地方隐性债务风险，压实企业自救主体责任。城投融资层面，沪深交易所公司债券审核指引、银保监发【2021】15号文及补充通知等政策相继出台，城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下，预计2022年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资，“稳增长”有望对基建投资形成资金支撑，基建稳增长的预期仍然存在。2022年，城投整体融资将受益于信用环境改善，基建发力利于提振城投债净融资需求，但监管对弱资质城投债审核趋严，两方因素相抵，预计城投债净融资将与2021年大致持平，并可能出现小幅收缩。

### 城投公司信用风险分化愈发显著，债务化解任重道远，城投转型持续推进

2022年，基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下，化解隐性债务工作持续推进，“全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位，作为隐性债务重要载体，城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下，城投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

国发【2021】5号文提出，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；叠加2022年国企改革三年行动收官，城投重组整合及清理力度将进一步加大，城投转型迫在眉睫。此外，2021年，房地产调控政策力度空前，土地市场降温，地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响，城投风险呈现出跨区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

## 地区经济

### 1.德阳市

**德阳市地区经济保持较快增长，机械、食品和化工等主导产业发展良好，第三产业发展增速较快，经济实力仍很强**

2021年，德阳市地区生产总值为2656.56亿元，同比增长8.7%，德阳市经济总量在四川省所辖21个地级市（州）中排名第4位，经济实力仍很强；三次产业结构由上年的11.3:46.9:41.8调整为10.6:48.3:41.1。

德阳市是我国重大技术装备制造基地以及四川省重要的工业城市，近年来工业经济保持增长，已基本形成机械、食品及化工三大支柱产业。2021年，成德高端能源装备产业集群成为国家25个先进制造业集群之一，德阳市新入选全国先进制造业百强市，并成功创建全省首批区域型数字化转型促进中心。跟踪期内，德阳市全部工业增加值增速快速增长。2021年，德阳市实现全部工业增加值1163.00亿元，同比增长9.0%。

2021年，德阳市第三产业实现增加值1091.91亿元，同比增长9.5%；社会消费品零售总额快速增长。德阳市旅游资源比较丰富，拥有A级景区17个，主要景点有德阳孔庙、德阳石刻、三星堆、蒙华山、九顶山、落凤坡等。2021年，德阳市什邡雪茄小镇、绵竹玫瑰小镇成功创建省级特色小镇。

图表 2 德阳市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	2335.90	7.2	2404.01	2.5	2656.56	8.7
人均地区生产总值（元）	65745	-	67531	-	76801*	-
全部工业增加值	1085.90	8.2	1020.10	1.3	1163.00	9.0
第三产业增加值	916.90	7.7	1002.70	3.7	1091.91	9.5
全社会固定资产投资	-	10.5	-	8.0	-	11.7
社会消费品零售总额	907.70	10.6	851.20	-4.8	1010.10	18.7
旅游总收入	458.70	19.1	269.63	-41.7	-	-
三次产业结构	10.0: 50.7: 39.3		11.3: 46.9: 41.8		10.6: 48.3: 41.1	

注：标“\*”项按“GDP/常住人口”估算所得。

资料来源：2019年~2021年德阳市国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

## 2.什邡市

### 跟踪期内，什邡市主要经济指标保持较快增长，经济实力仍较强

跟踪期内，什邡市地区经济保持较快增长，经济实力依然较强。2021年，什邡市实现地区生产总值409.20亿元，同比增长9.0%。同期，全社会固定资产投资和社会消费品零售总额同比分别增长10.4%和19.4%。

跟踪期内，什邡市工业经济持续发展，重点项目不断推进。2021年，什邡市规模以上工业增加值同比增长8.3%，新兴产业产值年均增长13.0%。什邡市工业产业体系逐步多元化，已初步形成食品加工、医药、化工、冶金、机械、建材等六大支柱产业。近年来，宏达集团、蓝剑饮品、振鸿钢制品先后进入全省百强大企业大集团、民营企业百强榜单；德阳交院、电子科大成都学院、雪茄小镇等一批重大项目建成投用；天域航通、爱思达、鑫宏威等一批重大项目签约引进；通用机场、国内首个大型无人机生产证、西南无人机适航审定中心落户什邡。第三产业方面，近年来什邡市创建3A级景区3个，荃华山旅游康养板块提档升级，雪茄博物馆名列全省十大产业文化地标。

## 财政状况

### 德阳市

#### 跟踪期内，德阳市一般公共预算收入保持增长，财政实力较强

跟踪期内，德阳市一般公共预算收入保持增长。2021年，德阳市实现一般公共预算收入148.68亿元，同比增长12.6%。同年，德阳市实现政府性基金收入193.30亿元，较2020年有所下降。2021年，德阳市实现一般公共预算支出326.39亿元，同比增长5.4%；政府性基金支出242.60亿元；地方财政自给率为45.55%，财政自给程度小幅提升。

图表 3 德阳市财政收支情况（单位：亿元、%）

科目	2019年	2020年	2021年
一般公共预算收入	124.96	132.07	148.68
政府性基金收入	114.45	221.11	193.30

图表 3 德阳市财政收支情况（单位：亿元、%）

科目	2019年	2020年	2021年
上级补助收入	142.10	162.47	153.04
<b>财政收入</b>	<b>381.51</b>	<b>515.65</b>	<b>495.01</b>
一般公共预算支出	288.23	309.54	326.39
政府性基金支出	106.75	261.75	242.60
地方财政自给率	43.35	42.67	45.55

注：地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

资料来源：德阳市 2019 年~2020 年市级决算报告、德阳市 2021 年预算执行情况，东方金诚整理

截至 2021 年末，德阳市政府债务余额为 489.51 亿元，其中一般债务余额为 134.65 亿元，专项债务余额为 354.86 亿元。

## 什邡市

### 2021 年，什邡市一般公共预算收入保持快速增长，财政实力仍较强

根据《关于什邡市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告》，2021 年，什邡市实现一般公共预算收入 23.32 亿元，同比增长 6.4%；一般公共预算支出 37.68 亿元，同比增长 0.6%；地方财政自给率为 61.89%，地方财政自给程度一般。

2021 年，什邡市政府性基金收入为 17.85 亿元，主要为国有土地使用权出让收入；政府性基金支出为 18.32 亿元。

截至 2021 年末，什邡市政府性债务年末预计余额为 54.22 亿元，同比增加 23.0%，其中：政府债务 51.69 亿元，占比 95.3%；负有担保责任的债务余额 2.51 亿元，占比 4.6%；可能承担一定救助责任的债务余额 280.00 万元，占比 0.1%。

## 业务运营

### 经营概况

跟踪期内，公司营业收入保持稳定，主要来自于砂石开采与销售、商品贸易业务及基础设施和保障房建设等业务，毛利润和毛利率有所下降

作为什邡市重要的基础设施建设主体，公司继续从事什邡市基础设施和保障房建设以及砂石开采与销售、酒店经营、融资担保、商品贸易等经营性业务。

2021 年，公司营业收入保持稳定。其中，砂石开采与销售收入有所下降；基础设施和保障房建设收入有所下降，主要系当期可结算项目较少所致；商品贸易业务、酒店经营业务收入均有所增长；融资担保业务收入与上年基本持平。此外，公司其他业务收入包括租金、运输装卸收入、检测收入、停车收入等，是当年营业收入的重要补充。

2021 年，公司毛利润为 1.86 亿元，较 2020 年有所下降，主要来自于砂石开采与销售业务；毛利率较上年有所下降。

图表 4 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
砂石开采与销售	3.06	55.47	2.67	47.50	2.20	39.18
商品贸易	0.90	16.32	1.03	18.40	1.35	24.03
基础设施和保障房建设	0.60	10.84	0.33	5.90	0.23	4.09
酒店经营	0.21	3.75	0.23	4.05	0.30	5.35
融资担保	0.07	1.21	0.06	1.01	0.06	1.06
其他	0.69	12.41	1.30	23.15	1.48	26.29
<b>合计</b>	<b>5.52</b>	<b>100.00</b>	<b>5.61</b>	<b>100.00</b>	<b>5.61</b>	<b>100.00</b>
项目	2019年		2020年		2021年	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
砂石开采与销售	1.73	56.46	1.47	54.95	1.09	49.44
商品贸易	0.03	3.10	0.10	9.39	0.08	5.89
基础设施和保障房建设	0.03	5.19	0.02	5.06	0.01	4.16
酒店经营	0.13	60.63	0.11	47.02	0.13	43.18
融资担保	0.07	100.00	0.06	100.00	0.06	100.00
其他	0.19	27.36	0.36	27.83	0.49	33.23
<b>合计</b>	<b>2.17</b>	<b>39.27</b>	<b>2.10</b>	<b>37.48</b>	<b>1.86</b>	<b>33.06</b>

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

### 基础设施和保障房建设

跟踪期内，公司继续承担什邡市范围内的基础设施及保障性住房建设，业务具有较强的区域专营性

跟踪期内，受什邡市人民政府委托，公司继续开展什邡市范围内市政、水利和农业基础设施及保障性住房项目建设，业务区域专营性较强，仍主要由子公司京什建投、恒升实业、什邡水投和恒基建设负责。

公司基础设施和保障房建设业务模式仍主要为委托代建，主要业务模式未发生重大变化。同时，“18 什邡国投债/PR 什邡债”募投项目为自建自营模式。

2021 年，公司实现基础设施和保障房建设结算收入 0.23 亿元，主要来自于什邡市八角水库工程等项目，同比有所下降，主要系公司可结算的项目减少所致；毛利润小幅下降。

截至 2021 年末，公司在建基础设施和保障房项目为什邡市市民中心、什邡市恒升综合市场和雍城壹号等，计划总投资合计 3.30 亿元，已完成投资合计 2.33 亿元，尚需投资合计 0.97 亿元；同期末，公司拟建项目为荃华山旅游康养产业园建设项目、青龙山公墓项目等，计划总投资合计 7.70 亿元。

### 砂石开采与销售

公司砂石开采业务具有很强的竞争优势，该业务是公司营业收入的重要来源

跟踪期内，公司砂石开采与销售业务继续由子公司恒升实业负责。近年来，什邡市对砂石加工行业进行了规范和整合，关停了多家环保不达标的砂石加工厂。截至 2021 年末，公司共有 1 条砂石生产线，该生产线于 2018 年投产，是什邡市唯一合法的砂石生产线，设计日最大产量

为 1.80 万方。整体来看，公司从事的砂石开采业务具有很强的竞争优势。

2021 年，恒升实业共计完成砂石销售 351.04 万吨；实现收入 2.20 亿元，受新冠疫情影响较上年有所下降；毛利润和毛利率均有所下降。

## 商品贸易

**跟踪期内，公司商品贸易业务仍是营业收入的重要构成，但毛利润贡献很低**

跟踪期内，公司商品贸易业务仍主要由恒升实业和京什建投及其子公司什邡市恒新建设投资有限公司负责。

2021 年，公司商品贸易业务收入小幅下降，毛利润为 0.08 亿元，对公司毛利润贡献仍较低；毛利率为 5.89%，毛利率水平仍较低。同期，公司商品贸易业务上游供应商和下游客户集中度较高。

**图表 5 2021 年公司商品贸易业务前五大客户和供应商情况（单位：万元、%）**

下游客户			上游供应商		
名称	金额	占比	名称	金额	占比
四川振鸿钢制品有限公司	8050.26	74.61	四川宏达股份有限公司	8002.48	80.04
什邡市裕丰化工有限公司	1219.28	11.30	上海申之禾化工集团有限公司	686.35	6.86
成都市三鹏建筑工程有限公司	626.71	5.81	广汉市砼盛混凝土有限责任公司	567.61	5.68
四川华霖建筑工程有限公司	456.32	4.23	四川省利森建材集团有限公司什邡新材分公司	468.53	4.69
四川惠群建设工程有限公司	437.86	4.05	四川云汉映兴农资有限公司	273.67	2.73
<b>合计</b>	<b>10790.43</b>	<b>100.00</b>	<b>合计</b>	<b>9998.64</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 酒店经营

公司酒店经营业务仍由子公司荃峰宾馆负责，其运营的荃峰宾馆位处什邡市城区中心区域，区位较好、交通便利。

公司酒店业务收入规模较小，但毛利率较高。公司酒店业务收入主要包括客房收入、餐厅收入及棋牌室收入。2021 年，公司酒店业务实现收入有所增长，毛利率有所下降。

**图表 6 公司酒店经营收入构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年	2020 年	2021 年
客房收入	510	514	586
餐厅收入	1326	1564	2214
棋牌室收入	234	194	202
<b>合计</b>	<b>2070</b>	<b>2272</b>	<b>3002</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 融资担保

公司融资担保业务仍由子公司锦程担保负责运营。锦程担保主要为德阳市内中小企业提供融资担保、工程履约担保、诉讼保全担保及经济咨询等业务。

截至 2021 年末，锦程担保在保责任余额 3.36 亿元，担保放大倍数为 1.41 倍，平均担保费

用率为 1.86%，累计代偿率为 4.90%。

## 外部支持

**跟踪期内，作为什邡市重要的基础设施建设主体，公司在增资、资产划拨和财政补贴等方面继续得到了股东及相关各方的支持**

2021 年，公司在增资、资产划拨和财政补贴等方面继续得到了股东及相关各方的支持。其中，增资方面，公司收到股东增资 8937.97 万元，实收资本增至 46325.77 万元；资产划拨方面，股东向公司划拨货币资金，合计增加资本公积 0.23 亿元；财政补贴方面，公司收到财政补贴 1.76 亿元。考虑到公司在什邡市基础设施和保障房建设领域的专营地位，预计未来股东及各方将继续给予公司支持。

## 企业管理

截至 2021 年末，公司注册资本和实收资本分别为 100000.00 万元和 46325.77 万元，跟踪期内注册资本未发生变化，实收资本增加 8937.97 万元；什邡市国资金融局仍为公司控股股东，什邡市政府仍为公司实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构与组织架构均未发生重大变化。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了 2021 年的合并财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年合并财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。跟踪期内，公司未更换审计机构。

截至 2021 年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共有 9 家，较 2020 年末新增 1 家，系公司投资设立的恒惠农业。

### 资产构成与资产质量

**跟踪期内，公司资产有所增长且以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性仍较弱**

2021 年末，公司资产总额有所增长，以流动资产为主。2021 年末，公司流动资产主要由存货、其他流动资产、其他应收款<sup>1</sup>和货币资金构成。

跟踪期内，公司存货保持增长，主要由待开发土地、开发产品和工程施工构成。2021 年末，公司土地使用权共 78 宗，账面价值合计为 55.86 亿元，其中，5 宗土地尚未取得土地权证，其余 73 宗均已取得土地使用权证；开发成本为 3.53 亿元；工程施工成本为 42.50 亿元，金额较大主要系 2020 年原计入其他流动资产科目的城南片区整体城镇建设项目建设完成转入存货所致。2021 年末，公司其他流动资产小幅增长，主要为预付土地款和待抵扣增值税；其他应收款主要为公司与关联单位或者政府部门产生的往来款项等，较 2020 年末有所下降，前五名应收对

<sup>1</sup> 其他应收款不含应收利息和应收股利。

象分别为什邡市通达城市道路建设有限公司、什邡市住房和城乡建设局、什邡市畅达交通建设有限责任公司、什邡市国土局和四川华磷科技有限公司，合计占比 31.98%。2021 年末，公司货币资金有所增长，其中受限的货币资金为 0.33 亿元。

图表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
<b>资产总额</b>	<b>114.49</b>	<b>136.03</b>	<b>147.01</b>
<b>流动资产</b>	<b>97.30</b>	<b>123.49</b>	<b>129.46</b>
存货	33.43	98.66	102.31
其他流动资产	26.38	0.87	2.29
其他应收款	24.59	8.00	4.94
货币资金	6.13	13.13	13.59
<b>非流动资产</b>	<b>17.19</b>	<b>12.54</b>	<b>17.55</b>
无形资产	8.61	2.99	4.37
投资性房地产	2.04	1.98	1.90
固定资产	1.96	2.40	2.54
长期股权投资	1.35	1.63	1.67

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司非流动资产有所增加，主要由无形资产、投资性房地产、固定资产和长期股权投资构成。公司无形资产为公司拥有的土地使用权和林权，2021 年末小幅增长主要系公司购置土地使用权所致。投资性房地产主要为公司外购和什邡市财政局划拨的商业用房、天鹅宾馆等房产；固定资产主要为房屋及建筑物；长期股权投资主要为公司对子公司和联营公司的投资。

截至 2021 年末，公司受限资产账面余额合计 13.92 亿元，占资产总额的比重为 9.47%。其中，受限的货币资金、投资性房地产、存货、固定资产和无形资产分别为 0.33 亿元、1.61 亿元、9.80 亿元、1.61 亿元和 0.56 亿元。

## 资本结构

### 跟踪期内，公司所有者权益保持增长，仍以资本公积为主

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，仍以资本公积为主。2021 年末，公司实收资本由 2020 年末的 3.74 亿元增至 4.63 亿元；资本公积有所增加主要系股东向公司划拨货币资金所致；未分配利润保持增长，为公司经营活动产生的净利润积累。

图表 8 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
<b>所有者权益</b>	<b>40.04</b>	<b>44.47</b>	<b>46.29</b>
实收资本	1.20	3.74	4.63
资本公积	32.99	34.25	34.48
未分配利润	5.36	5.91	6.09

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

### 跟踪期内，公司负债总额有所增长，仍以非流动负债为主

跟踪期内，公司负债总额有所增长，仍以非流动负债为主。2021 年末，公司流动负债有所

增长，主要由其他应付款<sup>2</sup>、一年内到期的非流动负债、短期借款和应付账款构成。

2021年末，公司其他应付款增长较快，主要为应付保证金、往来款和建筑款项等，前五名单位分别为什邡市财政局、四川省什邡市城市建设投资公司（以下简称“什邡城建”）、什邡市人民医院、四川中益建业物流有限公司、什邡市中医院，合计占比80.86%。同期末，公司一年内到期的非流动负债有所增加，其中一年内到期的长期借款和应付债券分别为3.57亿元和1.50亿元；短期借款规模有所增长，其中抵押借款1.88亿元、保证借款2.62亿元；应付账款较上年末有所下降，主要为应付工程款和材料款。

图表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2019年末	2020年末	2021年末
<b>负债总额</b>	<b>74.45</b>	<b>91.56</b>	<b>100.72</b>
<b>流动负债</b>	<b>30.01</b>	<b>40.36</b>	<b>47.05</b>
其他应付款	14.31	28.02	33.83
一年内到期的非流动负债	4.39	4.27	5.07
短期借款	6.80	3.08	4.50
应付账款	2.79	1.84	1.73
<b>非流动负债</b>	<b>44.44</b>	<b>51.20</b>	<b>53.67</b>
长期借款	32.46	35.39	40.59
应付债券	5.96	11.36	10.19

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动负债有所增长，主要由长期借款和应付债券构成。2021年末，公司长期借款（含一年内到期部分）中质押借款、抵押借款、保证借款、抵押+质押借款、抵押+保证借款、保证+质押借款、抵押+质押+保证借款分别为4.73亿元、3.28亿元、8.78亿元、2.64亿元、1.14亿元、8.41亿元和15.18亿元。2021年末，应付债券为公司发行的“18什邡国投债/PR什邡债”和“20什邡01”。

#### 跟踪期内，公司全部债务规模继续增长，债务率仍处行业中等偏高水平

2021年末，公司全部债务规模继续增加，仍以长期有息债务为主，其中短期有息债务较2020年末小幅下降。同期末，公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所升高，预计未来随着基建项目的持续推进，公司债务规模或将继续增长。

图表10 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

项目	2019年末	2020年末	2021年末
<b>全部债务</b>	<b>56.54</b>	<b>57.54</b>	<b>63.65</b>
其中：长期有息债务	41.53	46.75	53.67
短期有息债务	15.01	10.79	9.98
资产负债率	65.03	67.31	68.51
全部债务资本化比率	58.54	56.41	57.89

资料来源：公司审计报告及公司提供，东方金诚整理

截至2021年末，公司对外担保金额为17.57亿元，占所有者权益的比重为37.96%。担保

<sup>2</sup> 其他应付款不包含应付利息和应付股利。

对象主要包括什邡城建（17.42 亿元）和什邡市中医院（0.15 亿元），担保对象为国有企业和事业单位，且目前经营状况良好，公司代偿风险总体可控。

## 盈利能力

**跟踪期内，公司营业收入保持稳定，但收益率水平仍较低，盈利能力仍较弱**

跟踪期内，公司营业收入保持稳定；期间费用有所增长，主要为管理费用和财务费用；利润总额有所增长，其中补贴收入占比为 141.27%，公司利润对补贴收入的依赖程度大幅上升。同期，公司总资本收益率有所增长，净资产收益率小幅下降，收益率水平仍较低，公司盈利能力仍较弱。

图表 11 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	5.52	5.61	5.61
营业利润率	36.88	34.60	29.70
期间费用	1.48	2.01	2.90
利润总额	1.06	1.17	1.25
其中：补贴收入	0.07	1.24	1.76
总资本收益率	1.72	1.92	2.45
净资产收益率	2.00	1.88	1.84

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

## 现金流

**跟踪期内，公司经营性净现金流大幅下降，易受项目结算款回款水平和往来款波动等影响，稳定性较弱，资金来源对筹资活动仍较为依赖**

2021 年，公司经营活动现金流入主要为收到往来款、项目款和财政补助等形成的现金流入，现金流入大幅减少系公司收到的往来款大幅下降所致；现金收入比率为 155.84%，现金获取能力较好；经营活动现金流出主要为公司支付的原料成本、项目工程款以及往来款等形成的现金流出；经营性净现金流大幅下降，易受项目结算款和往来款等影响，未来存在较大的不确定性。

2021 年，公司投资活动现金流入规模有所增加；投资活动现金流出主要为对外投资以及购建固定资产所支付的现金；投资性净现金流持续为负。

2021 年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款及获得股东增资收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息形成的现金流出；筹资性净现金流持续净流入，资金来源对筹资活动依赖较大。

图表 12 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入	14.86	45.67	25.76
经营活动现金流出	9.85	41.53	25.54
<b>经营性净现金流</b>	<b>5.01</b>	<b>4.14</b>	<b>0.22</b>
现金收入比率（%）	73.42	135.49	155.84
投资活动现金流入	0.17	0.16	4.35

图表 12 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
投资活动现金流出	6.61	2.38	6.79
<b>投资性净现金流</b>	<b>-6.44</b>	<b>-2.23</b>	<b>6.79</b>
筹资活动现金流入	5.60	22.77	14.71
筹资活动现金流出	8.53	17.72	12.00
<b>筹资性净现金流</b>	<b>-2.93</b>	<b>5.05</b>	<b>2.71</b>
现金及现金等价物净增加额	-4.37	6.97	0.48

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

## 偿债能力

跟踪期内，公司作为什邡市重要的基础设施建设主体，主要业务具有较强的区域专营性，得到股东和相关各方的持续支持，偿债能力仍很强

从短期偿债能力指标来看，2021年末，公司流动比率与速动比率有所下降，公司流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，流动资产对流动负债的实际保障能力较弱。同时，公司的货币资金对短期有息债务的覆盖倍数有所增加，保障能力有所提升。从现金流来看，公司经营性净现金流大幅下降，易受往来款及项目结算款波动的影响而存在一定的不确定性，对到期债务的保障程度较弱。

从长期偿债能力指标来看，2021年末，公司长期债务资本化比率有所增长，EBITDA 利息保障倍数保持稳定，EBITDA 对全部债务的覆盖程度很弱。

图表 13 公司偿债能力指标情况（单位：%）

项目	2019年（末）	2020年（末）	2021年（末）
流动比率	324.23	305.99	275.15
速动比率	212.82	61.51	57.69
现金比率	20.44	32.53	28.87
货币资金/短期有息债务（倍）	0.41	1.22	1.36
经营现金流流动负债比率	16.68	10.26	0.47
长期债务资本化比率	50.91	51.25	53.69
EBITDA 利息保障倍数（倍）	2.48	1.22	1.22
全部债务/EBITDA（倍）	26.61	21.69	17.92

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

总体来看，公司作为什邡市重要的基础设施建设主体，主营业务仍具有较强的区域专营性，得到了股东及相关部门的持续支持，东方金诚认为公司的偿债能力仍很强。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（银行版），截至 2022 年 5 月 27 日，公司本

部已结清贷款中存在 1 笔不良类贷款、14 笔关注类贷款记录<sup>3</sup>，未结清贷款信息中无不良/关注类贷款记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券均如期履约偿付。

## 抗风险能力

基于对德阳市及什邡市地区经济及财政实力、股东及相关各方对公司各项支持，以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

## 增信措施

重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）为“18 什邡国投债/PR 什邡债”到期兑付提供不可撤销的连带责任保证担保。

### 重庆进出口担保为“18 什邡国投债/PR 什邡债”到期兑付提供的不可撤销的连带责任保证担保仍具有较强的增信作用

重庆进出口担保成立于 2009 年 1 月 15 日，是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富集团”）和中国进出口银行按 6: 4 比例出资设立的国有担保公司，初始注册资本 10 亿元。经 2010 年 8 月股东同比例增资以及 2014 年以来四次未分配利润转增股本后，截至 2020 年末，重庆进出口担保实收资本增加至 30 亿元。2018 年，渝富集团将持有的重庆进出口担保 60% 的股权全部无偿划转给其母公司重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”），由此重庆进出口担保控股股东变更为渝富控股。渝富控股为重庆市国资委全资子公司，股权划转后，重庆进出口担保实际控制人依旧为重庆市国资委。重庆进出口担保以经营各类融资性担保业务为主业，兼营诉讼保全担保、履约担保等非融资性担保业务，并以自有资金在监管许可范围内进行投资。截至 2020 年末，除重庆本部外，重庆进出口担保分别在北京、湖南、四川和南川设立了分公司以及在云南设立代表处，以拓展异地担保业务。2020 年，重庆进出口担保与重庆金融后援服务有限公司共同出资设立北京两江科技有限公司，重庆进出口担保持股 90%。截至 2020 年末，重庆进出口担保拥有 4 家控股子公司并参股 2 家公司，业务包括资产管理、应收账款保理、互联网信息服务、小额贷款、再担保业务等。

重庆进出口担保营业收入主要来自于担保业务及资金收益，盈利能力在全国同业担保机构中处于中上游水平。2020 年，受益于消费金融担保业务的开展，重庆进出口担保担保业务新增担保额 347.99 亿元，担保对营业收入贡献度增长，带动重庆进出口担保营业收入稳步增长。2020 年重庆进出口担保实现营业收入 6.98 亿元，同比增长 23.70%，其中担保业务收入、利息收入和投资收益占比分别为 74.39%、16.01%和 8.47%。

截至 2020 年末，重庆进出口担保资产总额 63.60 亿元，净资产 38.37 亿元；融资性担保责任余额 290.28 亿元。2020 年重庆进出口担保实现营业收入 6.98 亿元，净利润 2.03 亿元。

东方金诚认为，重庆市经济总量 2020 年末在全国城市中排名第 5 位，经济实力很强，政府对担保行业发展支持力度大，为重庆进出口担保业务开展营造了良好的外部环境；重庆进出口

<sup>3</sup> 根据中国农业银行股份有限公司什邡市支行（以下简称“农行什邡支行”）出具的《情况说明》，公司已还清债务中存在的 1 笔不良/违约类贷款及 5 笔关注类贷款，由于在 2008 年 5 月 12 日发生的“四川汶川特大地震”中什邡市属于重灾区，农行什邡支行按中国农业银行总行和四川省分行对灾区贷款管理相关规定的要求，将公司贷款由正常类调入不良/违约类，以便对公司灾后恢复工作密切关注，以上贷款公司均按时支付利息。公司关注类贷款中 9 笔已结清贷款为在国家开发银行股份有限公司四川省分行（以下简称“国开行四川分行”）的贷款，国开行四川分行基于审慎原则考虑，按照信贷管理的相关要求将公司资产质量划分为关注类，但公司贷款还本付息情况良好，仍属于正常类贷款，在国开行四川分行无不良信用记录。

担保两大股东为重庆渝富控股集团有限公司和中国进出口银行，股东背景较好，为业务发展提供一定支持；受益于向消费金融和产业链金融等小额批量化担保业务的转型，重庆进出口担保担保业务客户集中度有所降低；重庆进出口担保资产流动性良好，债务负担较轻，且准备金对代偿风险的抵补能力亦较好。

同时，东方金诚关注到，重庆进出口担保存量债券和传统贷款担保业务客户以中西部地区城投企业为主，行业投放较为集中；重庆进出口担保处于消费金融和产业链金融担保业务发展初期，与之相关的业务拓展能力和风险管理体系有待进一步观察；重庆进出口担保融资性担保放大倍数仍处于高位，对其未来业务开展形成一定的制约。

综上所述，东方金诚评定重庆进出口担保主体信用等级为 AA+，评级展望稳定。重庆进出口担保为“18 什邡国投债/PR 什邡债”到期兑付提供的不可撤销的连带责任保证担保仍具有较强的增信作用。

## 结论

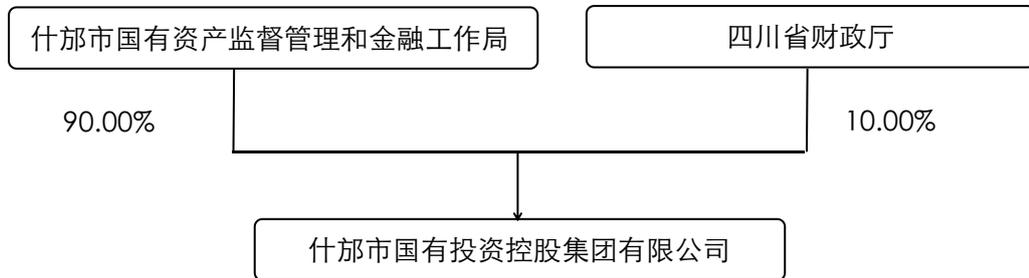
东方金诚认为，跟踪期内，德阳市经济实力很强，其下辖的什邡市主要经济指标保持增长，经济实力仍较强；公司继续从事什邡市范围内的基础设施和保障房建设等业务，区域专营性较强；作为什邡市重要的基础设施建设主体，公司在增资、资产划拨和财政补贴等方面继续得到股东及相关各方的支持；重庆进出口担保为“18 什邡国投债/PR 什邡债”到期兑付提供的不可撤销的连带责任保证担保仍具有较强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，公司流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性仍较弱；跟踪期内，公司全部债务规模继续增长，债务率仍处行业中等偏高水平；公司经营性现金流易受项目结算款回款水平和往来款波动等影响，稳定性较弱，资金来源对筹资活动仍较为依赖。

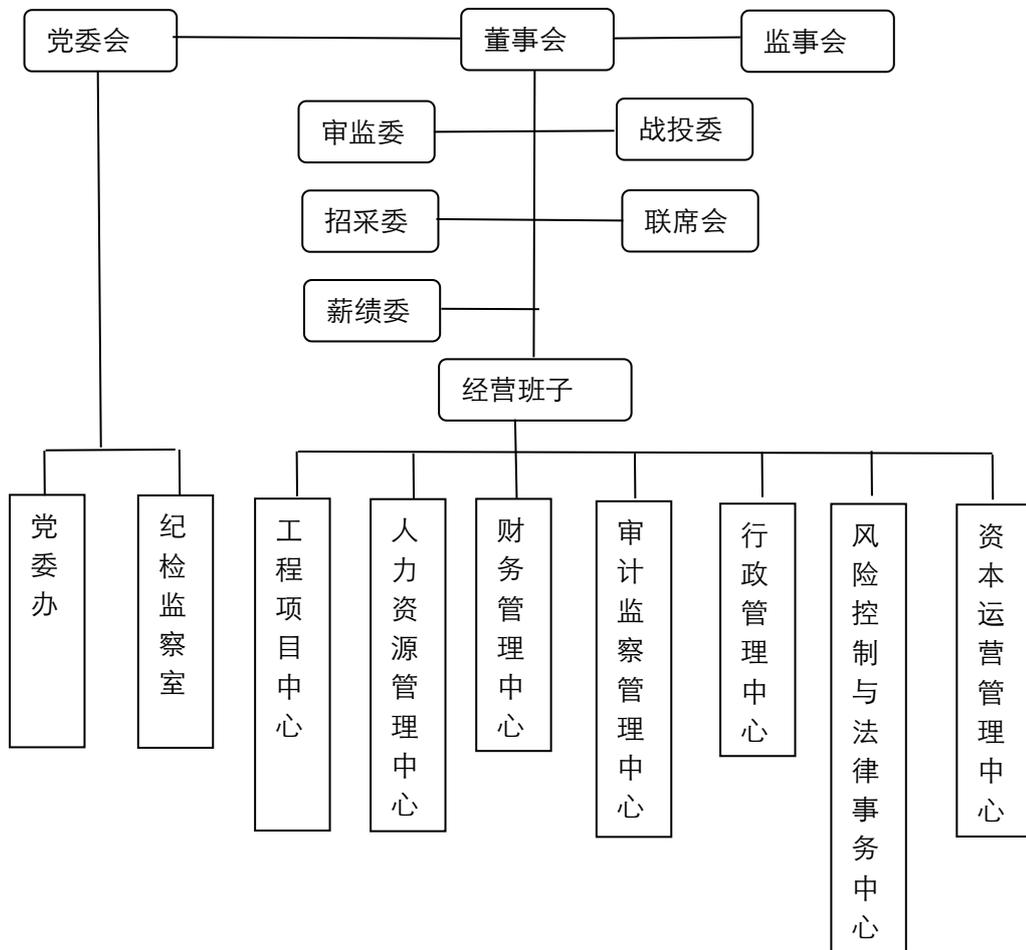
综上所述，公司主体信用风险很低，偿债能力很强，“18 什邡国投债/PR 什邡债”到期不能偿还的风险依然很低。

附件一：截至 2021 年末什邡国资股权结构图和组织结构图

股权结构图



组织结构图



## 附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)
<b>主要财务数据(单位:亿元)</b>			
资产总额	114.49	136.03	147.01
存货	33.43	98.66	102.31
其他流动资产	26.38	0.87	2.29
其他应收款	24.59	8.00	4.94
无形资产	8.61	2.99	4.37
负债总额	74.45	91.56	100.72
长期借款	32.46	35.39	40.59
其他应付款	14.31	28.02	33.83
短期借款	6.80	3.08	4.50
应付债券	5.96	11.36	10.19
全部债务	56.54	57.54	63.65
其中:短期有息债务	15.01	10.79	9.98
所有者权益	40.04	44.47	46.29
营业收入	5.52	5.61	5.61
利润总额	1.06	1.17	1.25
经营活动产生的现金流量净额	5.01	4.14	0.22
投资活动产生的现金流量净额	-6.44	-2.23	-2.44
筹资活动产生的现金流量净额	-2.93	5.05	2.71
<b>主要财务指标</b>			
营业利润率(%)	36.88	34.60	29.70
总资本收益率(%)	1.72	1.92	2.45
净资产收益率(%)	2.00	1.88	1.84
现金收入比(%)	73.42	135.49	155.84
资产负债率(%)	65.03	67.31	68.51
长期债务资本化比率(%)	50.91	51.25	53.69
全部债务资本化比率(%)	58.54	56.41	57.89
流动比率(%)	324.23	305.99	275.15
速动比率(%)	212.82	61.51	57.69
现金比率(%)	20.44	32.53	28.87
经营现金流流动负债比(%)	16.68	10.26	0.47
EBITDA利息倍数(倍)	2.48	1.22	1.22
全部债务/EBITDA(倍)	26.61	21.69	17.92

注:表中其他应收款不包含应收利息和应收股利,其他应付款不包含应付利息和应付股利。

### 附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销  
 长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务  
 短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务  
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

#### 附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，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，有较高违约风险
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 级和 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。

#### 短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，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。