



2021年第一期成都成华国资经营投资有限 责任公司公司债券、2022年成都成华国资 经营投资有限责任公司公司债券2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年第一期成都成华国资经营投资有限责任公司公司债券、2022年成都成华国资经营投资有限责任公司公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
21 成华国资 01/21 成华 01	AA+	AA+
22 成华国资/22 成华 01	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持成都成华国资经营投资有限责任公司（以下简称“成华国投”或“公司”）的主体信用等级为 AA+，维持评级展望为稳定；维持“21 成华国资 01/21 成华 01”、“22 成华国资/22 成华 01”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：成华区为成都市中心城区之一，服务业较发达，公司具有重要的业务地位，继续得到当地政府的支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性弱，面临较大的资金支出压力和偿债压力，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 24 日

联系方式

项目负责人：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

项目组成员：龚程晨
gongchch@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	201.78	197.08	183.20	158.63
所有者权益	103.34	103.93	103.86	102.14
总债务	--	63.42	50.53	39.12
资产负债率	48.79%	47.27%	43.31%	35.61%
现金短期债务比	--	0.57	0.13	0.11
营业收入	3.18	7.87	7.22	7.02
其他收益	0.00	0.88	0.87	0.90
利润总额	0.33	1.81	1.99	1.63
销售毛利率	13.40%	13.84%	13.42%	13.62%
EBITDA	--	1.88	2.04	1.64
EBITDA 利息保障倍数	--	0.45	0.65	1.04
经营活动现金流净额	-2.55	0.50	-8.30	-3.56
收现比	0.47	2.05	0.92	0.07

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **成华区为成都市中心城区之一，服务业较发达。**成华区交通便利，旅游资源丰富，近年受益于商贸服务业、都市旅游业等相关产业发展，经济发展态势良好。
- **公司具有重要的业务地位。**作为成华区基础设施建设的重要主体，公司经营业务主要为成华区范围内的市政工程、安置房等基础设施和配套设施建设以及土地整理；截至 2021 年末，公司主要在建项目投资规模仍较大，业务可持续性较好。
- **公司继续获得外部支持。**2021 年公司继续获得政府补贴资金，仍有效提升了公司利润水平。

关注

- **公司资产流动性弱。**2021 年末公司应收款项占款压力仍较大，代建业务形成的沉淀资金多且继续增加，政府储备土地用于抵押融资或变现难度大。
- **公司面临较大的资金支出压力。**2021 年公司经营性现金流净额规模较小，截至 2021 年末，公司在建项目后续仍需较大规模资金投入，需要依赖于外部融资。
- **公司面临较大的债务压力。**2021 年末公司总债务规模继续上升，且现金短期债务比及 EBITDA 利息保障倍数仍处于较低水平。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司为成华区国有企业提供的担保规模较大，占期末公司净资产比重较高，均未设置反担保措施。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	较低	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	4		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	2
	公共财政收入	3		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	中等			
	业务竞争力	4			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	2			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa

调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			1
公司主体信用等级			AA+

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2022-2-24	游云星、邹火雏	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）	阅读全文
AA+/稳定	AA+	2021-7-29	游云星、邹火雏	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）	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
21 成华国资 01/21 成华 01	8.00	8.00	2021-7-29	2028-12-29
22 成华国资/22 成华 01	7.70	7.70	2022-2-24	2029-4-15

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司分别于2021年12月、2022年4月发行7年期公司债券，发行规模分别为8亿元、7.70亿元，募集资金原计划用于成都市成华区龙潭保平安置房建设工程项目（以下简称“龙潭保平安置房项目”）及地铁北郊车辆段安置房“瑞景新城”建设工程项目（调整）（以下简称“瑞景新城安置房项目”）建设以及补充营运资金。截至2022年4月30日，“21成华国资01/21成华01”、“22成华国资/22成华01”募集资金专项账户余额为9.08亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本未发生变更，截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本仍均为3.80亿元。2021年6月，根据《成都市成华区国有资产监督管理和金融工作局关于无偿划转区属国有企业产权的通知》，成都市成华区国有资产监督管理和金融工作局（以下简称“成华国资金融局”）将其持有的公司100.00%股权无偿划转至成都市成华发展集团有限责任公司（以下简称“成华发展”）¹，公司控股股东变更为成华发展，持股比例为100.00%。2022年3月末，公司唯一股东为成华发展，实际控制人仍为成华国资金融局，股权结构图见附录二。2021年公司总理由高燕变更为李乐。

2021年公司合并报表范围内子公司无变化，截至2021年末，纳入公司合并报表范围子公司仅成都新蓉华文旅发展投资有限公司（以下简称“新蓉华公司”）1家，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供

¹成华发展成立于2021年3月，唯一股东为成华国资金融局。成华区根据中央和省市关于国企改革三年行动的决策部署，将成华国资金融局持有的成都成华国资经营投资有限责任公司、成都成华棚户区惠民改造建设有限责任公司、成都成华旧城改造投资有限责任公司、成都兴华生态建设开发有限公司、成都东方广益投资有限公司5家公司股权划转入成华发展，形成“1+6+N”的企业组织架构。

供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印

发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国发[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

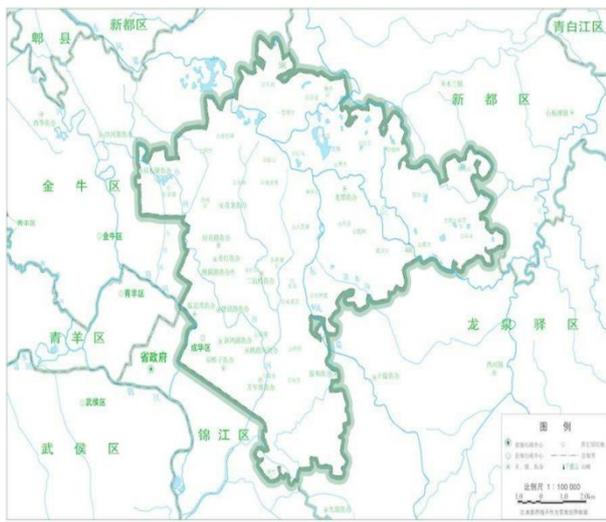
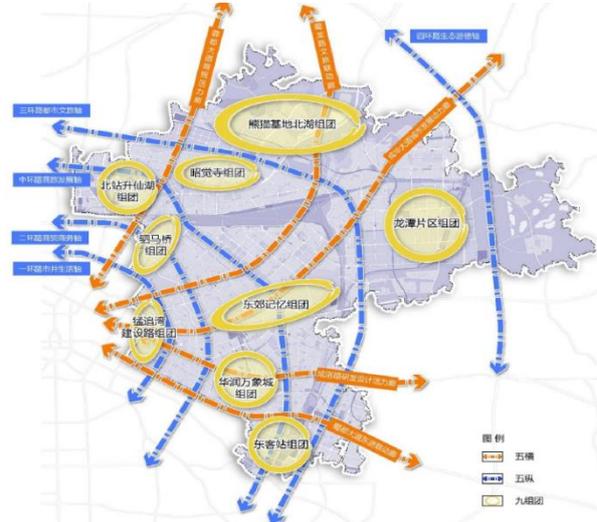
区域经济环境

成华区是成都市主城区，拥有西部最大的综合交通枢纽成都东站及丰富的旅游资源；以商贸商务、都市旅游业等第三产业为主，受益于相关产业发展，经济规模保持增长

区位特征：成华区为成都市中心城区之一，交通便利，区内的成都东站是西部最大的综合交通枢纽，旅游资源丰富，人口净流入较多。成华区位于成都市城区东北部，东与龙泉驿区交界，南与锦江区相连，西与金牛区毗邻，北与新都区接壤；全区幅员面积109.3平方公里，下辖11个街道。成华区交通便利，是成都中心城区的“东大门”。区内的成都东站是国内六大枢纽客站之一，融铁路和公路为一体，是西部最大的综合交通枢纽，日均客流量达40万人次，是全国高铁网中“两纵一横”重要节点，覆盖全国近30个主要城市，10小时直达香港，通过地铁公交与双流机场、天府国际机场、自贸试验区等开放平台接驳。区内共有五桂桥、东客站、昭觉寺和五块石4个长途汽车客运站；沪蓉高速、夏蓉高速、京昆高速及成都绕城高速等均贯穿全区。成华区旅游资源丰富，拥有4A级旅游景区成都大熊猫繁育研究基地及东郊记忆，新华公园、龙潭水乡、成都动物园等景点，同时具有独特的人文资源，如馆藏6万件自然珍品的成都自然博物馆，“川西第一禅林”成都昭觉寺、西部第一高塔-天府熊猫塔等。根据《成都市第七次全国人口普查公报》，成华区常住人口为138.19万人，位居中心五城区第一，占成都市常住人口的6.60%；较2010年普查结果增加44.13万人，增长47.20%，年平均增长3.94%。

从城市发展空间格局来看，成华区加快构建“五横五纵九组团”城市空间格局，沿成华大道、蜀都大道、蓉都大道、成洛路、蜀龙路五条主干道打造集交通轴、产业轴、文化轴、生态轴、景观轴等于一

体的综合廊道；以一环路、二环路、中环路、三环路、四环路特色塑造“五纵”主题发展轴；协同推进“九组团”联动建设，打造猛追湾建设路、华润万象城等九大既相互独立又互联互通组团，形成“多中心多组团”的城市空间发展格局。

图1 成华区区位图

图2 成华区城市发展空间格局


资料来源：四川省省情网、成华区政府官网

经济发展水平：成华区经济发展水平较高，固定资产投资拉动全区经济增长。得益于第三产业的持续发展，成华区经济保持增长，但增速受疫情等因素影响有所波动。2021年全区地区生产总值在成都市20个区县中排名第5，三次产业结构占比为0.00：30.09：69.91，第三产业为全区经济增长主要的推动力。2019-2021年成华区固定资产投资整体增速较快，2021年工业投资同比增长39.9%、服务业投资同比增长17.3%，拉动了全区经济增长。受疫情等因素冲击，2020年成华区社会消费品零售总额同比下降2.7%，2021年成华区消费市场稳定恢复。近年成华区人均GDP高于全国平均水平，整体经济发展情况较好。

表1 2021年成都市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区县名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
龙泉驿区	1,504.39	7.2%	11.18	78.71	95.12
青羊区	1,454.93	8.1%	15.22	93.62	22.05
成华区	1,273.27	9.9%	9.21	85.40	23.98
新都区	1,000.11	8.2%	6.42	72.00	57.73
郫都区	724.19	8.0%	5.21	50.92	48.45
新津区	444.41	8.6%	12.22	33.47	38.00
邛崃市	386.32	8.6%	6.41	30.48	35.82
蒲江县	203.94	8.7%	7.98	12.48	13.12

注：人均 GDP 为七普数据。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表2 成华区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		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）	1,273.3	9.9%	1,103.3	3.2%	1,060.0	7.9%
固定资产投资	-	19.0%	-	8.9%	-	10.5%
社会消费品零售总额	623.4	12.3%	555.4	-2.7%	571.0	9.8%
进出口总额（亿美元）	-	-	14.8	8.0%	12.8	4.9%
人均GDP（万元）		9.21		7.98		11.08
人均GDP/全国人均GDP		113.8%		110.2%		156.3%

注：人均GDP按常住人口计算，其中2021年为七普数据。

资料来源：2019-2020年成华区国民经济与社会发展统计公报、成华区统计局，中证鹏元整理

产业情况：成华区全面构建以现代服务业为主体支撑、以都市工业为重要依托、以新经济为转型方向的现代产业体系。商贸商业、都市旅游业等产业是成华区服务业发展的重要支柱。商贸商业方面，成华区以建设路商圈、新北天地商旅中心等各类商业综合体为载体，引进国际性大型百货、超市、专卖店及免税直营店等知名商贸企业近千家。旅游业方面，依托区内成都大熊猫繁育研究基地、昭觉寺及东郊记忆等优质旅游资源，成华区着力打造“文旅成华”区域品牌，预计2021年全年游客接待量突破1,900万人次，年旅游收入达到290亿元。工业经济方面，成华区工业以龙潭总部经济城为依托，大力发展数字通信、人工智能和工业互联网三大产业，区内已引进的重点企业（项目）主要包括京东集团、联想集团、航天科工通信技术研究院、北方光电VR总部、奇酷360手机总部、锤子科技总部、中国二重集团等，但整体发展规模较小，对全区经济贡献不足。目前成华区工业发展对区内龙头企业依赖度较高，石油和天然气开采、开采专业及辅助性活动、有色金属冶炼和压延加工业为三大主导行业，2020年西南油气田分公司、川庆钻探工程有限公司2家企业产值占全区规上工业企业总产值的比重达88%。

发展规划及机遇：根据《成都市成华区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，成华区将坚持“成于中优，华在文商”工作主题，推进“产业立区、文商兴区、改革活区、品牌强区、环境优区”五大战略兴区，培育形成两千亿级现代服务业、千亿级新经济、都市工业集群，实现服务业增加值1,200亿元以上，基本建成践行新发展理念的公园城市示范区。

财政及债务水平：成华区税收收入占比不断提升，财政自给能力较强，2021年政府性基金收入显著上升，地方政府债务压力可控。2021年成华区实现一般公共预算收入85.40亿元，同比增长8%，其中税收占比73.32%，随着税收增长、非税收入规模压缩，近年税收占比持续上升，税收以土地增值税、增值税、企业所得税等为主。2021年全区实现政府性基金收入23.98亿元，均为国有土地使用权出让收入，同比增长574.7%，主要系2021年上市的新征建设用地较上年增加较多。近年成华区财政自给程度较好。区域债务方面，2019-2021年成华区政府债务余额持续扩张，复合增长率达21.51%，但总体规模不大，债务压力可控。

表3 成华区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
----	-------	-------	-------

一般公共预算收入	85.40	79.08	82.06
税收收入占比	73.32%	70.70%	64.37%
财政自给率	108.38%	105.11%	107.20%
政府性基金收入	23.98	3.55	9.98
地方政府债务余额	53.26	48.99	36.07

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：成华区政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，成华区一级城建类平台以成都市成华发展集团有限责任公司为主，其下属有5家全资控股的二级城建类平台，具体见下表。

表4 截至2021年末成华区主要城投公司（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
成都成华棚户区惠民改造建设有限责任公司	成都市成华发展集团有限责任公司	152.61	64.93%	13.46	210.76	成华区重要的土地整理和基础设施建设主体
成都成华旧城改造投资有限责任公司	成都市成华发展集团有限责任公司	121.79	62.73%	14.24	146.63	成华区旧城改造开发的运营主体
成都兴华生态建设开发有限公司	成都市成华发展集团有限责任公司	187.88	47.46%	16.17	145.13	成华区重要的建设主体之一
成都成华国资经营投资有限责任公司	成都市成华发展集团有限责任公司	103.93	47.27%	7.87	63.42	成华区重要的基础设施建设主体
成都东方广益投资有限公司	成都市成华发展集团有限责任公司	93.34	60.48%	8.74	124.26	成华区重要的基础设施建设主体

注：财务数据为2021年末/2021年度；成都成华棚户区惠民改造建设有限责任公司、成都兴华生态建设开发有限公司总债务未考虑其他调整项。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是成都市成华区基础设施建设的重要主体，经营业务主要为成华区范围内的市政工程、安置房等基础设施和配套设施建设以及土地整理，另有部分房屋租赁业务。随着代建项目结算，2021年公司营业收入小幅增长，仍主要来源于代建业务。毛利率方面，由于公司代建项目（含基础设施项目和土地整理）均按投资成本加成固定比例结算，毛利率表现较为稳定。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建业务	7.73	12.71%	7.14	12.73%
租赁业务	0.14	77.06%	0.08	71.28%
合计	7.87	13.84%	7.22	13.42%

注：代建业务收入包含代建基础设施项目和土地整理。

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

作为成华区基础设施建设的重要主体，公司主要在建项目投资规模较大，代建业务可持续性较好，

同时面临较大的资金支出压力

公司主要负责成华区范围内的市政工程、安置房等基础设施和配套设施项目建设以及土地整理，跟踪期内，代建业务模式未发生变更，具体如下：公司本部及子公司新蓉华公司分别与成都市成华区新北天地商贸旅游发展区促进中心²（以下简称“新北天地促进中心”）签订《成都市成华区基础设施建设类工程项目委托代建框架协议》，公司本部与新北天地促进中心签订《成都市成华区土地整理开发类项目委托代建框架协议》，项目建设和建设资金的筹集均由公司负责，委托方每年度根据工程实际支出加成18%支付委托建设工程款。账务处理上，公司将项目建设投入计入存货核算，每年根据新北天地促进中心确认的“工程建设结算单”确认项目代建收入并结转相应的成本。随着代建项目不断推进结算，2021年公司项目代建收入同比小幅增长，毛利率稳定在12.7%左右。

公司主要建设的项目涉及安置房、公园、道路、学校、立面整治、土地整理等，截至2021年末公司主要代建项目计划总投资规模仍较大，存货中尚待结转的工程项目投入成本尚有102.73亿元，代建业务可持续性较好，未来业务收入来源较有保障。

但需注意的是，公司代建项目实际回款进度受成华区财政支出安排影响较大，存在较大不确定性。龙潭保平安安置房项目和瑞景新城安置房项目为“21成华国资01/21成华01”、“22成华国资/22成华01”募投项目，项目收入主要来源于住宅和商业的出售以及商业和机动车停车位的出租。

表6 截至2021年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	项目类型
龙潭保平安安置房项目	10.01	1.29	自营安置房
瑞景新城安置房项目	9.62	3.28	自营安置房
保和天鹅安置房建设工程项目	9.60	3.73	自营安置房
普洛斯物流园	8.00	7.93	代建基础设施
西林6、7组	5.00	4.73	代建基础设施
民兴苑	3.86	1.38	代建基础设施
人民塘片区配套中学建设工程项目	3.70	2.20	代建基础设施
府青路立交至水碾河路环线立面光彩及院落综合整治工程项目	2.71	1.12	代建基础设施
一环路成华段城市空间品质提升改造工程项目	2.30	1.33	代建基础设施
成都市实验中学新校区四期扩建工程	1.06	1.05	代建基础设施
合计	55.85	28.04	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得外部支持

² 2020年公司代建项目均与新北天地促进中心重新签订代建协议及工程建设结算单，项目委托方及工程款结算方由成都市成华区住房和城乡建设局变更为成都市成华区新北天地商贸旅游发展区促进中心，后者登记管理机关为成都市成华区事业单位登记管理局。

根据《成都市成华区财政局关于拨付成都成华国资经营投资有限责任公司补助资金的通知》，2021年公司获得成都市成华区财政局拨付的补助资金合计0.88亿元，有效提升了公司利润水平。

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利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但代建项目形成的业务沉淀资金多且继续增加，回款时间存在较大不确定性，政府储备土地规模较大，应收款项规模有所下降但占款压力仍较大，整体资产流动性弱

受业务发展、融资规模增加等影响，近年公司资产规模有所增长，结构上仍以流动资产为主。

因项目回款及融资规模增加等影响，2021年末公司货币资金增长较多，无使用受限情形。应收账款主要为应收新北天地促进中心代建工程款，2021年末应收账款规模较上年末有所减少，主要系项目回款较多所致。其他应收款主要为应收成都市成华区财政局23.92亿元的往来款，占其他应收款项的83.87%，随着款项结算，其他应收款规模有所减少。存货为公司最主要的资产，随着代建项目投入增加，2021年末账面价值持续增长，包括代建工程项目成本102.73亿元和1宗待开发土地23.31亿元。其中待开发土地已办理土地使用权证，面积为16.76万平方米，为政府划拨储备土地，用途为建设用地，未缴纳土地出让金。

整体来看，公司存货占总资产的比重仍较高，代建项目回款时间存在较大不确定性，业务沉淀资金多且继续增加，政府储备土地规模较大，难以用于抵押融资或变现，应收款项规模有所下降但占款压力仍较大，资产流动性弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.12	2.54%	8.49	4.31%	2.12	1.16%
应收账款	23.98	11.88%	21.98	11.15%	27.63	15.08%
其他应收款	27.92	13.84%	28.46	14.44%	31.04	16.94%
存货	131.55	65.19%	126.04	63.95%	111.93	61.10%
流动资产合计	195.27	96.77%	190.68	96.75%	179.34	97.89%
非流动资产合计	6.51	3.23%	6.41	3.25%	3.86	2.11%

资产总计	201.78	100.00%	197.08	100.00%	183.20	100.00%
------	--------	---------	--------	---------	--------	---------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入稳定增长，仍主要来源于代建业务，主业回款能力有所提升，政府补助提升了利润水平

2021年公司营业收入稳步提高，仍主要来源于代建基础设施项目。盈利能力方面，由于代建业务按投资成本加成固定比例结算，近年来代建业务毛利率在12.7%左右，进而公司整体销售毛利率保持稳定。截至2021年末，公司主要代建项目投资金额较大，业务可持续性仍较好。此外，租赁业务继续为公司收入提供一定补充。2022年1-3月公司实现营业收入3.18亿元，毛利率变化不大。因代建项目回款较多，2021年公司收现比显著提升，收入质量有所提高；受结算进度安排影响，2022年一季度收现比下降至0.47。2021年公司继续获得政府补助，计入“其他收益”，有效提升了公司利润水平。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

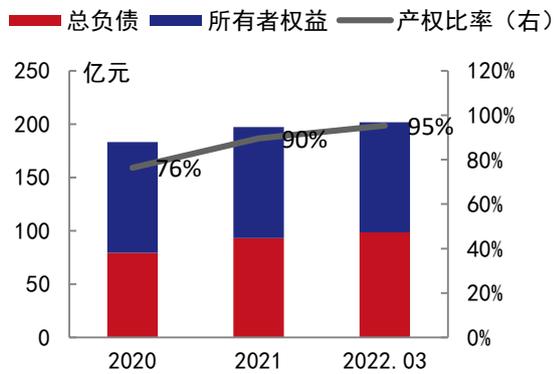
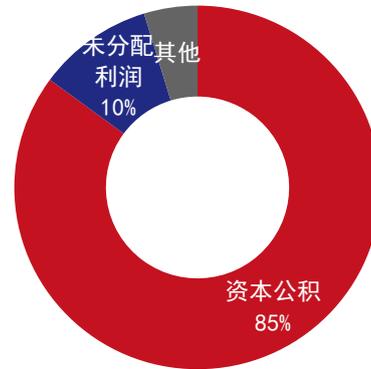
项目	2022年1-3月	2021年	2020年
收现比	0.47	2.05	0.92
营业收入	3.18	7.87	7.22
营业利润	0.33	1.81	1.98
其他收益	0.00	0.88	0.87
利润总额	0.33	1.81	1.99
销售毛利率	13.40%	13.84%	13.42%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大且增长较快，债务期限较长，偿债压力较大

受益于公司的经营积累等，2021年末公司所有者权益规模略有增长，主要由资本公积构成，2022年3月末保持稳定。随着融资规模增加，近年公司总负债规模有所增长，2022年3月末为98.44亿元，流动、非流动负债占比相当。由于总负债增长较快，公司产权比率明显上升，所有者权益对债务的覆盖程度弱化。

图3 公司资本结构

图4 2021年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

因短期资金需求增加，2022年3月末公司新增短期借款。公司预收款项主要为预收工程款，随着工程项目推进，规模有所增长。公司其他应付款主要为公司同政府部门及国有企业的往来款，其中2021年末应付成都东方广益投资有限公司往来款余额7.15亿元和成都市荷花池四区综合贸易市场经营管理有限责任公司往来款余额4.34亿元均为有息借款；因往来款项增多，2022年3月末其他应付款规模增长较多。一年内到期的非流动负债包含为一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券。

2021年末公司长期借款规模主要包括信用借款、保证/质押借款和质押借款等，主要借款机构包括成都银行、兴业银行、华鑫国际信托有限公司等，主要集中于2023-2024年到期。2021年末公司应付债券余额较上年末增长较多，主要系公司于2021年12月发行“21成华01/21成华国资01”，发行规模为8亿元，票面利率为4.2%。由于新增融资租赁借款，2021年末公司长期应付款大幅增长，包括融资租赁借款5.59亿元和项目专项应付款1.38亿元，其中融资租赁借款单位主要为成都益航资产管理有限公司和光大金融租赁股份有限公司。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.74	0.75%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
预收款项	5.91	6.00%	6.34	6.81%	3.01	3.80%
其他应付款	36.57	37.15%	31.11	33.40%	34.37	43.31%
一年内到期的非流动负债	3.18	3.23%	3.18	3.41%	4.91	6.19%
流动负债合计	48.86	49.63%	43.35	46.53%	44.17	55.67%
长期借款	13.73	13.95%	15.84	17.00%	14.53	18.31%
应付债券	27.00	27.43%	27.00	28.98%	19.50	24.58%
长期应付款	8.85	8.99%	6.97	7.48%	1.15	1.45%
非流动负债合计	49.58	50.37%	49.81	53.47%	35.18	44.33%

负债合计	98.44	100.00%	93.15	100.00%	79.34	100.00%
------	-------	---------	-------	---------	-------	---------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司总债务有所增长，规模为63.42亿元，占总负债的比重为56%，长期债务占比有所增加，债务期限较长。

图 5 公司债务占负债比重

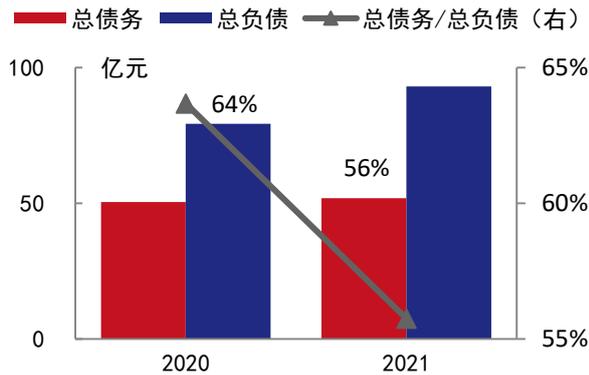
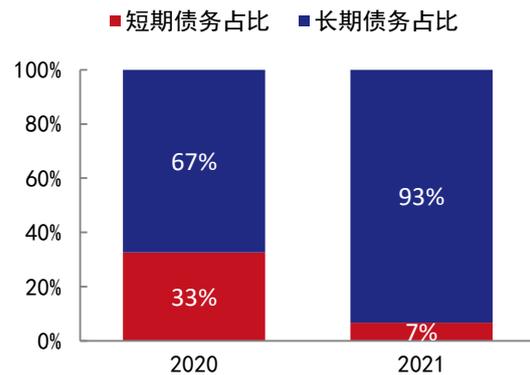


图 6 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2021年末公司资产负债率保持增长；因代建回款、长期融资资金等到位较多，期末现金短期债务比有所提升，但仍处于较低水平，现金类资产对短期债务的覆盖能力较低；EBITDA利息保障倍数有所下降，处于较低水平，EBITDA对利息的偿还保障程度较弱。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	48.79%	47.27%	43.31%
现金短期债务比	--	0.57	0.13
EBITDA利息保障倍数	--	0.45	0.65

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，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2019年1月1日至报告查询日（2022年4月28日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息存在1个不良类账户，根据成都银行股份有限公司成华支行提供的《贷款结清证明》，系由人民银行系统原因造成。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保余额规模较大，被担保方均为成华区国有企业，但均未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表11 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
成都成华棚户区惠民改造建设有限责任公司	74,250.00	2022/5/26	否
成都成华棚户区惠民改造建设有限责任公司	9,730.00	2022/4/25	否
成都成华棚户区惠民改造建设有限责任公司	7,211.00	2022/4/25	否
成都成华棚户区惠民改造建设有限责任公司	19,640.00	2022/5/26	否
成都成华棚户区惠民改造建设有限责任公司	25,000.00	2023/5/28	否
成都成华棚户区惠民改造建设有限责任公司	47,400.00	2022/12/29	否
成都东方广益投资有限公司	24,725.00	2023/5/30	否
成都东方广益投资有限公司	14,000.00	2023/3/15	否
成都东方广益投资有限公司	39,999.00	2025/11/20	否
成都东方广益投资有限公司	24,900.00	2024/8/3	否
成都成华旧城改造投资有限责任公司	90,000.00	2024/8/3	否
成都成华旧城改造投资有限责任公司	39,470.67	2022/12/31	否
成都兴华生态建设开发有限公司	57,000.00	2028/12/9	否
成都蓉华置业发展有限责任公司	30,000.00	2024/12/20	否
成都蓉华置业发展有限责任公司	10,000.00	2025/1/3	否
成都蓉华置业发展有限责任公司	8,530.71	2026/6/22	否
成都市荷花池四区综合贸易市场经营管理有限公司	6,970.17	2026/6/15	否
成都市荷花池四区综合贸易市场经营管理有限公司	23,616.31	2026/10/8	否
成都兴华生态建设开发有限公司	31,897.00	2024/5/15	否
成都兴华生态建设开发有限公司	56,250.00	2026/12/7	否
合计	640,589.86	--	--

资料来源：公司提供

八、抗风险能力分析

成华区为成都市中心城区之一，服务业较发达，交通便利，旅游资源丰富，近年受益于商贸服务业、都市旅游业等相关产业发展，经济规模保持增长。公司是成华区重要的基础设施建设主体，承接成华区范围内的市政工程、安置房等基础设施和配套设施建设以及土地整理等业务，2021年公司营业收入保持增长。截至2021年末公司主要在建项目总投资规模较大，存货中尚待结转的工程项目投入成本尚有102.73亿元，代建业务可持续性较好，未来业务收入来源较有保障。2021年公司继续获得成华区政府的政府补贴。总体来看，公司的抗风险能力较强。

九、结论

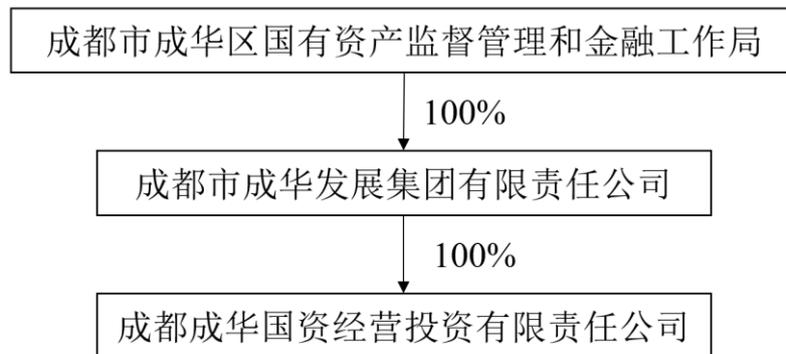
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“21成华国资01/21成华01”、“22成华国资/22成华01”的信用等级为AA+。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	5.12	8.49	2.12	2.03
应收账款	23.98	21.98	27.63	24.23
其他应收款	27.92	28.46	31.04	32.88
存货	131.55	126.04	111.93	89.41
流动资产合计	195.27	190.68	179.34	154.30
非流动资产合计	6.51	6.41	3.86	4.34
资产总计	201.78	197.08	183.20	158.63
短期借款	0.74	0.00	0.00	0.00
其他应付款	36.57	31.11	34.37	27.20
一年内到期的非流动负债	3.18	3.18	4.91	5.73
流动负债合计	48.86	43.35	44.17	34.95
长期借款	13.73	15.84	14.53	21.05
应付债券	27.00	27.00	19.50	0.00
长期应付款	8.85	6.97	1.15	0.50
非流动负债合计	49.58	49.81	35.18	21.55
负债合计	98.44	93.15	79.34	56.49
总债务	--	63.42	50.53	39.12
营业收入	3.18	7.87	7.22	7.02
所有者权益	103.34	103.93	103.86	102.14
营业利润	0.33	1.81	1.98	1.63
其他收益	0.00	0.88	0.87	0.90
利润总额	0.33	1.81	1.99	1.63
经营活动产生的现金流量净额	-2.55	0.50	-8.30	-3.56
投资活动产生的现金流量净额	-0.12	-1.40	-0.86	-0.49
筹资活动产生的现金流量净额	-0.68	7.27	9.45	2.41
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	13.40%	13.84%	13.42%	13.62%
收现比	47.29%	204.57%	91.75%	6.97%
资产负债率	48.79%	47.27%	43.31%	35.61%
现金短期债务比	--	0.57	0.13	0.11
EBITDA（亿元）	--	1.88	2.04	1.64
EBITDA 利息保障倍数	--	0.45	0.65	1.04

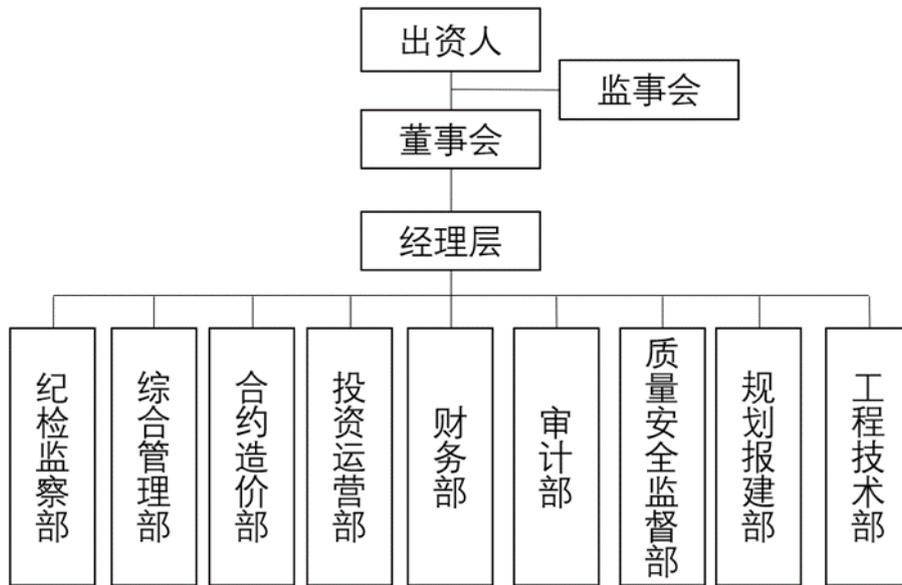
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 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
成都新蓉华文旅发展投资有限公司	4.00	100.00%	土地整理、基础设施建设等

资料来源：公司 2021 年审计报告，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
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。