

成都市金牛环境投资发展集团有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2022]100684】

评级对象：成都市金牛环境投资发展集团有限公司及其发行的公开发行债券

20 金牛环境 MTN001	21 金牛环境 MTN001	G20 环投	G21 环投
主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪： AA+/稳定/ AA+/2022 年 6 月 28 日	AA+/稳定/ AA+/2022 年 6 月 28 日	AA+/稳定/ AA+/2022 年 6 月 28 日	AA+/稳定/ AA+/2022 年 6 月 28 日
前次跟踪： AA+/稳定/ AA+/2021 年 6 月 24 日	AA+/稳定/ AA+/2021 年 6 月 24 日	AA+/稳定/ AA+/2021 年 6 月 24 日	AA+/稳定/ AA+/2021 年 6 月 24 日
首次评级： AA+/稳定/ AA+/2020 年 5 月 20 日	AA+/稳定/ AA+/2021 年 2 月 4 日	AA+/稳定/ AA+/2020 年 11 月 23 日	AA+/稳定/ AA+/2021 年 2 月 23 日

主要财务数据

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	7.00	29.25	17.56	18.95
刚性债务	51.15	112.47	152.01	175.07
所有者权益	93.93	96.62	103.71	103.85
经营性现金净流入量	-0.56	-7.32	-21.64	-6.42
发行人合并数据及指标：				
总资产	255.66	285.22	307.58	321.18
总负债	108.01	147.68	172.08	185.53
刚性债务	98.07	141.40	156.98	170.56
所有者权益	147.65	137.54	135.50	135.65
营业收入	9.17	9.20	13.57	3.69
净利润	2.84	2.12	2.44	0.15
经营性现金净流入量	-11.02	-20.84	-15.24	-10.00
EBITDA	3.50	2.82	3.43	—
资产负债率[%]	42.25	51.78	55.95	57.77
长短期债务比[%]	274.48	200.31	330.67	337.91
营业利润率[%]	33.93	23.46	20.53	6.07
短期刚性债务现金覆盖率[%]	64.03	80.26	91.68	86.97
营业收入现金率[%]	16.55	71.18	79.22	114.08
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-9.31	-15.73	-14.27	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.82	1.44	0.36	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.02	0.02	—

注：发行人数据根据金牛环投经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。其中，2020 年财务数据以 2021 年审计报告期初数/上年数填列。

分析师

张雪宜 zxy@shxsj.com
 黄丹 huangdan@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“本评级机构”）对成都市金牛环境投资发展集团有限公司（简称“金牛环投”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的 20 金牛环境 MTN001、21 金牛环境 MTN001、G20 环投与 G21 环投的跟踪评级反映了 2021 年以来金牛环投在外部环境、业务地位等方面保持优势，同时也反映了公司在债务偿付、投融资、资金回收及对外担保等方面继续面临压力和风险。

主要优势：

- **外部环境良好。**金牛区作为成都市的中心城区之一，区位及产业布局相对优化，经济实力较强，能够为金牛环投业务发展提供较好的外部环境。
- **业务地位重要。**跟踪期内，金牛环投的核心业务区域仍为环城生态区及“117”区域，以上区域在金牛区打造宜居都市及产业培育的规划中占有重要地位，公司业务重要性较突出，能够持续获得地方政府在业务、资源及资金等方面的支持。

主要风险：

- **债务压力。**金牛环投债务扩张较为快速，已累积较大规模的刚性债务，债务负担呈上升趋势，且面临一定即期偿付压力。
- **投融资压力。**金牛环投代建业务资金回笼较缓，且未来仍有持续的工程投入计划，公司面临投融资压力。
- **资金回收风险。**金牛环投与其他区属企业存在较密切的资金往来，且向外借出较大额资金，不利于自身资金周转。



- 对外担保风险。金牛环投对外担保增至较大规模，不利于财务风险的控制。

➤ 未来展望

通过对金牛环投及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA⁺ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA⁺ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



成都市金牛环境投资发展集团有限公司及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照成都市金牛环境投资发展集团有限公司 2020 年度第一期中期票据、成都市金牛环境投资发展集团有限公司 2021 年度第一期中期票据、2020 年第一期成都市金牛环境投资发展集团有限公司绿色债券、2021 年第一期成都市金牛环境投资发展集团有限公司绿色债券（分别简称“20 金牛环境 MTN001”、“21 金牛环境 MTN001”、“G20 环投”及“G21 环投”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据金牛环投提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对金牛环投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2020 年 9 月 17 日发行了 10.00 亿元 5 年期 20 金牛环境 MTN001，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权与投资者回售选择权，票面利率为 4.00%，募集资金用途为偿还公司有息债务，截至 2022 年 4 月末募集资金已按照约定用途使用 7.73 亿元。

该公司于 2021 年 2 月 25 日发行了 10.00 亿元 5 年期 21 金牛环境 MTN001，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权与投资者回售选择权，票面利率为 4.38%，募集资金用途为偿还有息债务，截至 2022 年 4 月末募集资金已按约定用途使用完毕。

该公司于 2020 年 12 月 11 日发行了 8.00 亿元 7 年期 G20 环投，附第 4 年末发行人调整票面利率选择权与投资者回售选择权，票面利率为 5.00%，募集资金中 4.00 亿元用于补充营运资金，4.00 亿元用于环城生态区示范项目建设，截至 2022 年 4 月末募集资金已使用 7.93 亿元，其中项目建设已使用 3.93 亿元。

该公司于 2021 年 3 月 26 日发行了 8.00 亿元 7 年期 G21 环投，附第 4 年末发行人调整票面利率选择权与投资者回售选择权，票面利率为 4.80%，募集资金中 4.00 亿元用于补充营运资金，4.00 亿元用于环城生态区示范项目建设，截至 2022 年 4 月末募集资金已使用 7.68 亿元，其中项目建设已使用 3.93 亿元。

截至 2022 年 5 月末，该公司合并口径待偿债券本金余额为 71.50 亿元，已发行债券还本付息情况正常。

图表 1. 截至 2022 年 5 月末公司存续期内债券情况（单位：年、亿元）

债券简称	起息日	期限	发行金额	余额	票面利率
20 金牛环投 PPN001	2020.3.18	5（3+2）	7.00	7.00	3.95%
20 金牛环境 MTN001	2020.9.21	5（3+2）	10.00	10.00	4.00%
G20 环投（20 金牛环绿债 01）	2020.12.15	7（4+3）	8.00	8.00	5.00%
21 金牛环境 MTN001	2021.3.1	5（3+2）	10.00	10.00	4.38%

债券简称	起息日	期限	发行金额	余额	票面利率
G21 环投（21 金牛环绿债 01）	2021.3.30	7（4+3）	8.00	8.00	4.80%
21 金牛环境 MTN002	2021.4.29	5（3+2）	10.00	10.00	4.17%
21 金牛环境 CP001	2021.8.9	1	9.00	9.00	3.00%
22 金牛环境 CP002	2022.2.28	1	9.50	9.50	2.80%
合计	--	--	71.50	71.50	--

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021 年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将继续保持。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。具体来看，2017 年至 2018 年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018 年下半年至 2019 年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。

2021 年以来，随着疫后经济逐步修复，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境总体有所收紧。2021 年 4 月，《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号）发布，再次提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年，沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15 号文及补充通知等政策出台，明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款，增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓，但区域融资分化继续，头部地区城投企业净融资规模依然扩张，且在融资成本方面具有良好的议价能力，尾部区域城投企业再融资压力有所加大，净融资规模受限。

2022 年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，作为城市基础设施的主要投资建设主体，城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障，存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整和市场转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

（3）区域经济环境

金牛区隶属于四川省成都市，是成都市的中心城区之一，拥有较为便利的交通条件和较为优化的产业布局，区内商贸及科技服务业发达，经济总量位列全市各区县前列。

成都市是四川省省会城市，位于四川盆地西部、成都平原中部，下辖 12 个区、3 个县，代管 5 个县级市¹，全市总面积 1.43 万平方公里，2021 年末常住人口 2119.2 万人，常住人口城镇化率 79.5%。成都市是西南地区重要的经济、文化、教育中心，同时还是西南地区的金融中心和交通通信枢纽，在西南地区具有重要地位。作为西南地区重要的中心城市，在西部大开发的战略背景下，成都市经济保持较快发展，经济总量和增速均位居副省级城市前列。2019-2021 年，成都市分别实现地区生产总值 17012.7 亿元、17716.7 亿元和 19917.0 亿元，按可比价格计算，同比增速分别为 7.8%、4.0% 和 8.6%。成都市工业经济基础雄厚，目前已形成电子信息产业、医药健康产业、装备制造产业、绿色健康产业、新材料产业五大先进制造业。2019 年，成都市实现全部工业增加值 5663.8 亿元，同比增长 7.6%。2020-2021 年，全市规模以上工业增加值同比分别增长 5.0% 和 11.4%，2021 年五大先进制造业规上工业增加值合计增长 11.2%，其中电子信息产业、医药健康产业、装备制造产业、绿色健康产业、新材料产业分别增长 20.4%、10.7%、8.0%、5.9% 和 -3.0%。2022 年第一季度，成都市实现地区生产总值 4894.99 亿元，同比增长 5.0%；同期，全市规模以上工业增加值同比增长 8.5%。

金牛区隶属于四川省成都市，与成华区、青羊区接壤，系成都市中心城区之一，辖区面积为 108 平方公里，辖 13 个街道和 1 个省级工业开发区，2021 年末常住人口为 128.02 万人，城镇化率 100%。

作为成都市主城区，金牛区具有较为便利的交通条件和较为优化的产业布局。从区位及交通配套设施看，金牛区地处成德绵经济带起点和天府大道“百里中轴线”北中轴的核心位置，区内拥有成都火车站，也是轨道交通规划站点最多的主城区。从产业布局来看，金牛区以第三产业为绝对主导，属成都市内商贸市场、科研院所最为集中的区域，区内楼宇经济、商贸及科技服务产业较为发达。区内拥有知名的“川派服饰基地”荷花池市场、西部规模最大的商品综合交易平台——成都国际商贸城；区内电子商务专业楼宇总面积超过 30 万平方米。第二产业方面，虽然金牛区工业产值的规模优势不显著，但产业特色较为鲜明，区域工业发展以轨道交通、电子信息和医药健康为重点，区内拥有全国唯一覆盖全产业链的轨道交通产业园、西部第一个以“北斗”为主题的地理信息产业园，以及拥有中医药、五金机电两个“国家级指数”。

总体上来看，金牛区经济总量在成都市下辖 20 个区县中处于前列。2019-2021 年全区分别实现地区生产总值 1289.7 亿元、1329.9 亿元和 1427.9 亿元，增速分别为 7.4%、2.8% 和 7.2%，2021 年以来随着国内疫情得到有效控制及复工复产的推进，金牛区经济增速明显回升。分产业结构看，2021 年第一产业增加值 0.1 亿元，同比增长 10.1%；第二产业增加值 279.3 亿元，同比增长 8.5%；第三产业增加值 1193.5 亿元，同比增长 6.9%；三次产业结构由 2019 年的 0.01:18.18:81.82 调整为 0.01:18.96:81.03，第二产业占比有所提高。

图 2. 2019 年以来金牛区主要经济指标

指 标	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)
地区生产总值 (亿元)	1289.7	7.4	1329.9	2.8	1427.9	7.2
其中：第一产业增加值 (亿元)	0.1	-8.6	0.1	2.5	0.1	10.1

¹ 2016 年新增代管县级简阳市。

指 标	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)
第二产业增加值 (亿元)	234.4	8.7	251.5	7.1	279.3	8.5
第三产业增加值 (亿元)	1055.2	7.0	1078.4	1.6	1193.5	6.9
规模以上工业增加值 (亿元)	--	11.5	--	5.3	--	13.5
固定资产投资 (亿元)	--	10.9	--	9.4	--	16.1
社会消费品零售总额 (亿元)	947.8	9.8	866.0	-3.0	996.0	15.0
城镇居民人均可支配收入 (万元)	4.7	8.9	5.0	5.7	5.4	8.0

资料来源：2019-2021 年金牛区国民经济和社会发展统计公报及其他政府公开信息

近年来金牛区工业经济持续增长，但增速波动较大，2019-2021 年，全区规模以上工业增加值增速分别为 11.5%、5.3%和 13.5%，2020 年主要因工业生产受新冠疫情影响，工业增加值增速有所下降。2021 年规模以上工业企业中，五大先进制造业营业收入比上年增长 9.8%，其中装备制造业、绿色食品制造业、医药健康制造业分别增长 26.2%、20.1%和 7.5%。2019-2021 年，金牛区建筑业分别实现增加值 146.4 亿元、162.7 亿元和 179.3 亿元，同比分别增长 6.1%、8.8%和 6.7%。近五年，金牛区腾退低效工业用地 2000 余亩，建成工业载体 128 万平方米，成功引进航天科工二院成都分院等龙头项目 19 个。

投资及消费是支持金牛区经济发展的主要动力。2019-2021 年，金牛区固定资产投资当年的可比口径增速分别为 10.9%、9.4%和 16.1%，2021 年第二、第三产业投资增速分别为 52.4%和 12.8%，增速均保持在较高水平。同期，全区社会消费品零售总额分别为 947.8 亿元、866.0 亿元和 966.0 亿元，同比增速分别为 9.8%、-3.0%和 15.0%，2020 年的新冠疫情对消费市场产生较大冲击，受 2020 年低基数影响，2021 年全区社会消费品零售总额实现较快增长。

房地产市场方面，受当地限购及去库存政策影响，2019 年金牛区房地产开发投资额呈回落态势，全区房地产投资额同比下降 8.7%。2020 年 4 月以来，随着国内疫情得到有效控制，金牛区加大供地规模，全区房地产市场开始复苏，但 2021 年下半年以来在“三道红线”和“信贷收紧”的调控下，房地产市场出现拐点，2020-2021 年全区房地产投资额增速分别为 2.2%和 12.2%。从成交量来看，2019-2021 年，金牛区商品房销售面积分别为 83.2 万平方米、131.9 万平方米和 104.8 万平方米。

图表 3. 2019 年以来金牛区房地产市场情况

指 标	2019 年		2020 年		2021 年	
	数额	增长 (%)	数额	增长 (%)	数额	增长 (%)
房地产开发投资 (亿元)	--	-8.7	--	2.2	--	12.2
其中：新开工面积 (万平方米)	--	--	115.3	-56.8	80.6	--
商品房销售面积 (万平方米)	83.2	-15.1	131.9	58.4	104.8	--
商品房销售额 (亿元)	123.7	-9.3	252.1	103.8	--	--

资料来源：2019-2021 年金牛区国民经济和社会发展统计公报

土地市场方面，2019-2021 年，金牛区土地出让量和出让总价整体呈增长态势，全区土地出让总面积分别为 35.73 万平方米、48.66 万平方米和 63.51 万平方米，出让地块以住宅用地为主，分别实现土地出让总价 67.69 亿元、89.83 亿元和 154.62 亿元。同期土地出让均价分别为 18943 元/平方米、18461 元/平方米和 24346 元/平方米，2021 年土

地出让均价有所提升主要系当期土地出让均价相对较高的住宅用地出让面积占比提高所致。2022 年第一季度，全区共 2 宗地块实现出让，为住宅用地和综合用地（含住宅），土地出让总面积为 5.87 万平方米，土地出让总价为 15.23 亿元。

图表 4. 2019 年以来金牛区土地市场交易情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
土地出让总面积（万平方米）	35.73	48.66	63.51	5.87
其中：住宅用地出让面积	1.07	10.41	44.56	2.73
综合用地（含住宅）出让面积	34.66	22.43	9.21	3.15
商业/办公用地出让面积	--	13.72	9.73	--
工业用地出让面积	--	2.10	--	--
土地出让总价（亿元）	67.69	89.83	154.62	15.23
其中：住宅用地出让总价	4.57	35.08	120.36	7.37
综合用地（含住宅）出让总价	63.12	39.52	25.55	7.86
商业/办公用地出让总价	--	14.72	8.70	--
工业用地出让总价	--	0.50	--	--
土地出让均价（元/平方米）	18943	18461	24346	25929
其中：住宅用地出让均价	42600	33713	27009	27000
综合用地（含住宅）出让均价	18211	17619	27738	25000
商业/办公用地出让均价	--	10729	8944	--
工业用地出让均价	--	2400	--	--

资料来源：CREIS 中指指数

2011 年起，成都市启动环城生态区的立法保护和规划建设，决定打造“八十公里环城绿廊”生态景观。2012 年 11 月，《成都市环城生态区保护条例》正式经成都市人大通过、四川省人大批准。成都环城生态区规划为成都中心城区绕城高速公路两侧各 500 米范围及周边 7 大楔形地块内的生态用地和建设用地所构成的控制区域，是一条为成都市中心城区提供绿色生态隔离空间的屏障。

金牛区环城生态区是成都市环城生态区的重要组成部分，是金牛区提升区域生态质量、建设宜居都市、集聚高端要素和创新要素的重要空间载体。金牛区环城生态区规划面积为 21.68 平方公里，涉及金泉、沙河源、西华、天回镇 4 个涉农街道，22 个涉农社区，区域总人口约 3.35 万人，其中农业人口约 2.83 万人。根据规划，金牛环城生态区划分为两河、沙河源、西华、外环路、银杏园 5 个片区。其中，两河片区以健康养老休闲为主题定位，打造养老养生特色生态园；上府河（西华）片区以都市高端商务休闲为主题定位，打造安靖湿地旅游区；上府河（沙河源）片区以文化生态休闲为主题定位，打造居家特色生态园；外环路片区以现代农业生态休闲为主题定位，打造田园风光示范区；银杏园片区以生态农业、运动休闲为主题定位，打造观光休闲示范区。在成都市“全域增绿”，“尊重自然、绿色低碳”的发展理念下，金牛区环城生态区发展前景向好。

2019 年 10 月，金牛区拟对原有的产业功能区进行优化调整，根据《中共成都市金牛区委机构编制委员会关于设立现代都市工业等 3 个功能区管理机构有关事项的通知》（金机编发[2019]10 号），金牛区共设立金牛天府国际商务功能区、金牛现代都市工业功能区、金牛科技服务产业功能区（曾用名“金牛区环交大科创文创功能区”，以下简称“科技服务功能区”）3 个产业功能区。其中科技服务功能区规划范围 42.39 平方公里，以科技服务为主导产业，轨道交通、电子信息、科技文智慧健康为细分产业，是全

市轨道交通“一校一总部两基地”中“一校一总部”核心承载区。目前该区域建设主要围绕国宾茶花和西南交大片区、中铁二院二局马家花园片区、沙河源友联片区三个重点片区展开，规划布局轨道交通科技研发、科研转化、勘察设计、工程建设、技术服务、人才培育、总部办公等主要功能，辐射金牛中铁轨道交通产业园，与新都现代交通产业功能区和新津天府智能制造产业园协同发展。科技服务产业功能区内涵盖中电 10 所、中电 29 所、中铁二院、中铁二局、西南交大、电子科大九里堤校区等大型科研院校，聚力发展智慧交通、文创设计、文博展贸、网络视听、数字娱乐、工业设计等细分领域，计划打造成为国家科技创新中心和特色文创承载地。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍主要以代建模式参与金牛区环城生态片区和“117”区域的基础设施、安置房建设及土地整理，在以上领域垫付了较大额的资金，并且未来仍有持续投入计划，存在较大的融资需求。此外，公司依托下属子公司开展道路清扫保洁、运维服务、物业租赁等经营性业务，业务均集中在金牛区内，经营性业务对公司收入形成重要补充。

跟踪期内，该公司仍主要以代建模式参与金牛区环城生态片区和“117”区域的基础设施、安置房建设及土地整理，代建收入是公司营业收入的主要来源。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现营业收入 13.57 亿元和 3.69 亿元，其中工程代建业务收入分别为 9.42 亿元和 2.85 亿元，占营业收入的比重分别为 69.40% 和 77.26%，为营业收入的主要来源。此外，公司依托下属子公司开展道路清扫保洁、运维服务、物业租赁等经营性业务，业务范围集中于金牛区，2021 年以来经营性业务收入大幅增长，对公司营业收入形成重要补充。2021 年及 2022 年第一季度，公司综合毛利率分别为 13.10% 和 12.86%。

图表 5. 2019 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）²

	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	9.17	100.00	9.20	100.00	13.57	100.00	3.69	100.00
工程代建	9.16	99.86	9.06	98.52	9.42	69.40	2.85	77.26
道路清扫保洁	0.00	0.02	0.03	0.32	3.22	23.71	0.74	20.12
运维服务	--	--	--	--	0.84	6.16	0.05	1.43
其他	0.01	0.12	0.11	1.17	0.10	0.73	0.04	1.19
营业毛利	1.18	100.00	1.17	100.00	1.78	100.00	0.47	100.00
工程代建	1.17	98.99	1.15	98.04	1.16	65.26	0.36	76.40
道路清扫保洁	0.00	0.08	0.01	0.57	0.40	22.32	0.09	18.69
运维服务	--	--	--	--	0.18	10.39	0.02	3.25
其他	0.01	0.93	0.02	1.39	0.04	2.03	0.01	1.66
综合毛利率	12.91		12.77		13.10		12.86	
工程代建	12.80		12.71		12.32		12.71	
道路清扫保洁	42.46		22.99		12.34		11.95	
运维服务	--		--		22.10		29.21	

² 下表明细加总数和合计数存在差异，主要系四舍五入所致，下同。

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
其他	100.00	15.22	36.20	17.91

资料来源：金牛环投

(1) 工程建设

跟踪期内，该公司的工程建设业务仍主要由公司本部和子公司成都金牛环城投资管理有限公司（以下简称“金牛环城”）负责，建设内容主要包括市政道路、园区配套等基础设施以及安置房，以代建为主要业务模式；目前主要负责开发的区域是金牛区环城生态区及“117”区域，开发面积合计约 23.41 平方公里³。此外，公司深度融入科技服务功能区建设工作，涉及面积约 42.39 平方公里。

对于代建业务，2016-2018 年，该公司于每年年初与成都市金牛区建设和交通局（以下简称“金牛区建设局”）签订《成都市金牛区基础设施建设类工程项目委托代建框架协议》，2019 年公司与金牛区建设局就 2019-2020 年度基础设施建设类工程项目签订委托代建框架协议；子公司金牛环城也已就多个项目与成都市金牛区人民政府（以下简称“金牛区政府”）和成都市金牛国投产业投资开发有限公司（以下简称“金牛产投”）签订了《成都市金牛区基础设施建设类工程项目委托代建框架协议》。公司负责项目建设并落实建设资金，项目建成后进行竣工验收并办理移交手续。委托建设项目年度成本每年年底结算一次，公司提交年度工程建设结算单作为结算依据，委托方根据委托建设工程实际支出加成 18% 代建管理费向公司支付委托建设工程款。公司按照工程结算款确认基础设施建设收入并结转相应成本。

2021 年，该公司确认的基础设施及安置房的代建收入（不含税）为 5.40 亿元，当年结算项目对应的投入为 4.71 亿元，主要结算项目包括国际商贸城、成都市金牛区黄忠、茶店子等六个片区 47 条道路路面黑化工程、万石路工程等。2022 年第一季度，公司确认基础设施及安置房的代建收入 2.14 亿元，结算项目为城际铁路、金牛区环城生态区天府（两河）绿道项目、金牛区环城生态区天府（绕城）绿道项目，当期结算项目对应的投入为 1.87 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司存货中尚未结算的基础设施及安置房建设项目投入额为 92.56 亿元。

截至 2022 年 3 月末，该公司主要在建基础设施建设项目包括清淳家园二期安置房及配套项目、国宾 1 号点位安置房项目、环城生态区外环路 0-200 米建设项目等，预计总投资额合计为 84.54 亿元，累计已投入 87.52 亿元，累计投入超过预计总投资主要系金牛区环城生态区天府（绕城）绿道项目总投资额不包含拆迁安置费用，公司将拆迁安置费用计入了已投资额中。公司在建项目数量较多，目前尚未完全统计，总体判断后续仍有较大的持续投入计划。

图表 6. 截至 2022 年 3 月末公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）⁴

项目名称	建设期间	回款期间	预计总投资额	已投资额	已确认收入	已回款金额	建设主体
清淳家园二期安置房及配套项目	2012-2020	2013-2022	26.63	27.28	14.57	13.63	本部

³ 其中公司负责的“117”区域开发面积约 1.73 平方公里，金牛区环城生态区开发面积约 21.68 平方公里。

⁴ 相关项目建设工期及预计总投资额存在随项目实际进行情况调整的可能。本期环城生态区外环路 0-200 米建设项目和金牛区环城生态区天府（绕城）绿道项目已投资额较前次评级有所下降，主要系 2020 年审计报告对投资额数据做出调整所致。

项目名称	建设期间	回款期间	预计总投资额	已投资额	已确认收入	已回款金额	建设主体
国宾1号点位安置房项目	2019-2021	2019-2021	12.85	11.68	--	--	本部
环城生态区外环路0-200米建设项目	2015-2020	2016-2021	5.87	7.05	1.77	0.37	本部
金牛区环城生态区天府（绕城）绿道项目	2017-2020	2018-2021	6.20	12.55	7.81	3.42	本部
熊猫星球项目	2019-2025	2022-2027	6.47	7.14	--	--	本部
连通天府艺术公园与新金牛公园的高线公园项目	2020-2021	2021-2025	3.59	3.21	--	--	本部
凤凰大道工程	2015-2021	2016-2022	2.20	2.89	0.05	0.07	本部
木龙社区综合体	2019-2021	2020-2021	1.03	0.59	--	--	本部
交大路特色街区改造	2015-2023	2021-2028	6.20	5.07	--	--	金牛环城
道路路面黑化工程	2014-2023	2021-2026	4.20	3.11	--	--	金牛环城
成都市金牛区黄忠、茶店子等六个片区47条道路路面黑化工程	2016-2021	2021-2024	3.20	3.09	0.90	--	金牛环城
二环路综合整治	2014-2023	2021-2026	3.50	2.67	--	--	金牛环城
城际铁路拆迁整治	2018-2023	2022-2027	2.60	1.19	1.36	--	金牛环城
合计	--	--	84.54	87.52	26.46	17.49	--

资料来源：金牛环投

此外，该公司绿色债券募投项目环城生态区示范项目计划总投资额为10.26亿元，截至2022年4月末已投入7.86亿元，于“存货”科目核算，项目建成后计划通过苗木及花卉销售、配套用房及办公用房租赁等方式实现收益。公司自建金牛人工智能制造总部基地项目计划总投资额为18.42亿元，计划通过办公用房出租、商业出租出售、会展展厅出租、停车位、充电桩及广告运营等方式实现收益，2021年公司以5.18亿元购置该项目地块，截至2022年4月末项目建设成本已投入0.56亿元。

此外，2020年以来，根据《成都市金牛区属国企进一步完善法人治理结构和推进功能区建设实施方案》，金牛环投负责对接科服技术功能区规划建设运营，由金牛环城深度融入科技服务功能区建设工作。未来，该公司将在金牛科技服务功能区继续规划建设及资产运营投入计划，预计将新增一定的资金需求。

（2）土地整理

跟踪期内，土地整理仍是该公司的重点投入领域之一。公司受成都市金牛区人民政府（以下简称“金牛区政府”）委托，承担金牛区环城生态区及“117”区域的土地开发整理业务，在区域内公司该业务具有较强的专营性。根据公司与金牛区政府签订的《成都市金牛区土地整理开发类项目委托代建框架协议》，公司负责项目建设并落实建设资金，项目建成后交由金牛区政府进行竣工验收并办理移交手续。委托建设项目年度成本每年年底结算一次，公司提交年度工程建设结算单作为结算依据，金牛区政府根据委托建设工程实际支出加成18%代建管理费向公司支付委托建设工程款，公司按照工程结算款确认收入并结转相应成本。

2021 年，该公司确认的土地整理收入（不含税）为 4.02 亿元，当年结算项目对应的投入为 3.55 亿元。2022 年第一季度，公司确认土地整理收入（不含税）金额为 0.70 亿元，当期结算项目对应的投入为 0.62 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司存货中尚未结算的土地整理项目投入额为 51.49 亿元。2021 年 10 月，为加快成都市第七再生水厂二期工程建设，公司配合完成环城生态区天回镇 74.24 亩土地的征收、拆迁工作，由成都市排水有限责任公司按 205 万元/亩综合包干价向公司支付土地价款，2021 年该项目确认土地整理收入 0.84 亿元，对应的整理成本为 0.77 亿元。

截至 2022 年 3 月末，该公司在进行的土地整理项目主要包括两河片区、西华青杠片区、绕城片区等，预计总投资额合计 86.13 亿元，已投资 66.33 亿元，后续仍有一定投资需求。

图表 7. 截至 2022 年 3 月末公司主要在进行的土地整理项目情况（单位：亿元、万亩）

项目名称	建设期间	回款期间	预计总投资	已投资额 ⁵	面积	已确认收入	已回款金额	是否签订协议
绕城片区	2015 年至今	2020-2024	11.71	4.79	0.20	3.36	1.62	是
西华青杠片区	2014 年至今	2020-2023	15.80	10.09	0.64	2.19	0.94	是
沙河源片区	2013 年至今	2020-2023	23.50	15.45	0.32	--	--	是
银杏园	2013 年至今	2021-2024	5.00	1.97	0.65	1.18	0.51	是
两河片区	2014 年至今	2020-2024	30.12	34.03	0.65	2.10	1.11	是
合计	--	--	86.13	66.33	2.46	8.83	4.18	--

资料来源：金牛环投

（3）道路清扫保洁

跟踪期内，该公司道路清扫保洁业务仍由成都金牛天府环境管理有限公司（以下简称“天府环境”）负责。2020 年 7 月，根据《金牛区人民政府办公室关于印发金牛区环卫作业项目移交管理工作方案的通知》（金牛府办函[2020]75 号），金牛区现有的道路清扫保洁、环卫公厕管理维护保洁、生活垃圾二次转运、环卫工人休息房管理维护业务按照现状移交的方式办理移交手续，后续由天府环境公司负责。2021 年天府环境环卫作业管理范围包括约 1870.46 万平方米公共道路、202 座环卫公厕、39 处环卫工人休息房，同时还负责 98.97 万平方米一般绿化、0.19 万平方米立体绿化和 1.16 万平方米花镜养护。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现道路清扫保洁收入 3.22 亿元和 0.74 亿元，2021 年道路清扫保洁收入较上年增加 3.19 亿元，收入规模大幅增加主要系天府环境全面承接金牛区道路清扫保洁业务所致；同期，业务毛利率分别为 12.34% 和 11.95%，2021 年毛利率较上年下降 10.65 个百分点，主要因业务规模扩大，公司按照总包价格承接全区道路清扫保洁业务，导致毛利率有所下降。

（4）其他

除以上业务外，该公司还负责物业租赁、运营维护等。2021 年以来天府环境承接了金牛区部分排水管网普查、泵站运行维护、市政排水设施运维等项目，委托方主要包括成都市金牛区农业和水利局（以下简称“金牛区农水局”）、金牛区政府下属街道办

⁵ 含资本化利息。

事处和北京北排建设有限公司成都分公司等，2021 年及 2022 年第一季度，公司分别确认运维收入 0.84 亿元和 0.05 亿元。2021 年 4 月，金牛区农水局通过公开招标确定成都金牛天府排水建设管理有限公司（以下简称“天府排水”）⁶为金牛区排水户内部排水管网普查项目承接单位，合同金额为 0.90 亿元，该项目按照完工进度确认收入，2021 年实现收入 0.80 亿元。

2021 年起为配合科技服务功能区招商引资，金牛环城通过资产划拨及购置方式取得科技服务功能区物业，根据科技服务功能区管委会的要求进行招租，目前在租赁物业主要包括云上观邸、花照云庭、铂金岛未来街区的商铺，以及林巷子 12 号住宅和客家聚落养老院。截至 2021 年末，金牛环城对外租赁物业可供租赁面积 3.45 万平方米（其中商铺 2.58 万平方米、住宅楼 0.13 万平方米、养老院 0.74 万平方米，主要来源于前期资产划拨及购置），已对外出租 2.58 万平方米，部分物业因进行室内装修及消防设施改造等原因尚未出租。此外，金牛环城将金泉运动公园 0.52 万平方米管理用房和 23.02 万平方米室外场地整体出租给锐诺国际投资控股（青岛）有限公司⁷。2021 年及 2022 年第一季度该公司分别确认租赁收入 0.05 亿元和 0.02 亿元，当期业务毛利率分别为 48.72% 和 18.78%，2021 年上半年出租物业毛利率较高拉高了全年毛利率水平，2021 年下半年以来由于部分当期划拨的物业因改造未及时出租、支付中介费等导致租赁成本提高。

金牛环城计划从成都市时代云泰房地产开发有限公司（实控人为香港时代投资有限公司）处购入时代天境 3 号商业楼项目，该项目合计 9 栋，总层数 3 层，建筑面积 11316.97 平方米，业态包括住宅、公寓、写字楼及街区等，收购对价（含税）为 3.20 亿元，计划使用自有资金出资 1.03 亿元、融资借款 2.18 亿元，计划通过租金收入平衡前期资金投入，根据可行性研究报告，按项目运营期 13 年计算可实现收入 16.60 亿元（其中自持物业租金收入 15.23 亿元、其他收入 1.37 亿元）、实现净利润 6.01 亿元，项目静态投资回收期为 19.09 年，截至 2021 年末该项目尚处投资审批阶段，该项目落地有望为该公司租赁收入带来扩充。

管理

跟踪期内，该公司在高管人员方面有所调整，在产权状况、法人治理结构、组织架构及内部管理制度等方面未发生重大变化。金牛区国资局仍系公司唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，该公司在产权状况、法人治理结构及内部管理制度等方面未发生重大变化。2021 年 4 月，金牛区国资局决定以货币形式对公司增资 4.50 亿元，公司注册资本增至 9.10 亿元，金牛区国资局仍持有公司 100% 股权，系公司实际控制人。高管人员方面，2022 年 5 月经金牛区国资局批复同意，由公司职工代表大会选举的曾亮担任职工董事职务，毛玲玲担任职工监事职务。

根据该公司本部 2022 年 5 月 25 日的《企业信用报告》，公司本部无未结清不良信贷；根据子公司金牛环城和金牛绿城提供的分别于 2022 年 4 月 12 日和 2022 年 5 月 19

⁶ 天府排水系天府环境和北京北排建设有限公司共同出资设立，其中天府环境出资 0.10 亿元，占股 60%。天府排水主要负责金牛区市政道路排水管网的检测运维。

⁷ 租赁期限 10 年，合同金额合计 270 万元，前 3 年为免租期，截至 2021 年末该项目尚未实现租金收入。

日出具的《企业信用报告》，以上两家子公司无未结清不良信贷。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台 2022 年 6 月 11 日的信息查询结果，公司于 2017 年 8 月被金牛区市场和监督管理局列入经营异常名录，主要系通过登记的住所或者经营场所无法联系，通过依法办理住所或者经营场所变更登记，公司已于 2017 年 11 月移出经营异常名录。除此之外，截至 2022 年 6 月 11 日，未发现公司本部存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，该公司在工程代建项目方面持续投入，非筹资性现金流存在缺口，融资需求较高，负债率呈上升趋势，且面临一定即期偿付压力。公司负债以刚性债务为主，资产集中于项目投入、划拨地及应收款，资产流动性有待优化。代建业务系公司收入和毛利最主要的来源，2021 年以来道路清扫保洁等经营性业务收入规模大幅增长，对公司收入和毛利形成补充。公司毛利率水平相对稳定，但盈利性有限，政府补助为公司利润实现提供重要支撑。

1. 公司财务质量

利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021 年度财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及相关规定。

跟踪期内，该公司合并范围未发生变化。截至 2022 年 3 月末，公司合并范围包括 4 家子公司，分别为金牛绿城、金牛环城、天府环境和天府排水⁸，持股比例分别为 100%、100%、100%和 60%，取得方式分别为出资设立、划拨取得、出资设立和出资设立。其中，金牛绿城于 2010 年 7 月设立，目前主要承接金牛区内城市公园、小游园、微绿地等绿化景观工程建设及绿化养护管理；金牛环城是体量相对较大的子公司，于 2019 年 3 月进入公司合并范围；天府环境和天府排水分别于 2019 年 10 月和 2020 年 5 月设立，分别负责道路清扫保洁、环卫养护和市政道路排水管网的检测运维。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

跟踪期内，因工程建设及土地整理等方面的资金需求，该公司负债总额持续扩张，2021 年末及 2022 年 3 月末分别为 172.08 亿元和 185.53 亿元，分别较上年末增长 16.53% 和 7.82%，2021 年负债增量主要来自债券发行以及往来款增加，2022 年第一季度负债增量主要来自债券发行。同期末，资产负债率分别为 55.95% 和 57.77%，分别较上年末上升 4.17 个和 1.82 个百分点，2021 年主要由于融资需求增加以及部分土地被注销，公司负债率有所提升。

⁸ 天府排水系天府环境和北京北排建设有限公司共同出资设立，其中天府环境出资 0.10 亿元，占股 60%。

2021 年末，该公司长短期债务比为 330.67%，2021 年以来由于一年内到期的非流动负债到期偿付及债券发行，公司长短期债务比较上年末提升 130.36 个百分点。2021 年末非流动负债余额为 132.12 亿元，主要由长期借款和应付债券构成，年末上述二者占非流动负债的比重分别为 48.66%和 49.57%。其中，长期借款余额为 64.29 亿元，主要为保证借款和信用借款；应付债券余额为 65.50 亿元，较上年末增长 129.82%，主要系公司于 2021 年 2 月 25 日发行 5 年期“21 金牛环境 MTN001”10.00 亿元、2021 年 3 月 26 日发行 7 年期“G21 环投”8.00 亿元、2021 年 4 月 27 日发行 5 年期“21 金牛环境 MTN002”10.00 亿元、2021 年 8 月 5 日发行 5 年期“21 金牛环境 CP001”9.00 亿元所致。2022 年 3 月末，公司非流动负债余额较上年末增长 8.36%至 143.16 亿元。其中，长期借款余额为 65.83 亿元，较上年末增长 2.40%；应付债券余额为 75.00 亿元，较上年末增长 14.50%，系公司于 2022 年 2 月发行 9.50 亿元“22 金牛环境 CP001”所致；其他主要科目无重大变化。

2021 年末，该公司流动负债余额为 39.96 亿元，较上年末下降 18.74%，主要由一年内到期的非流动负债、其他应付款和短期借款构成，上述三者占流动负债的比重分别为 49.61%、35.64%和 8.46%。同年末，一年内到期的非流动负债余额为 19.82 亿元，为一年内到期的长期借款和租赁负债，较上年末下降 43.78%，主要系一年内到期的长期借款到期偿付所致；其他应付款余额为 14.24 亿元，较上年末增长 115.80%，主要系往来款增长，期末应付金牛产投和成都市金牛城市建设投资经营集团有限公司（以下简称“金牛城投”）的往来款余额分别为 7.64 亿元和 2.08 亿元，应付成都青野园林绿化有限公司借款余额为 4.28 亿元（借款利率 4.75%）；短期借款余额为 3.38 亿元，全部为保证借款。2022 年 3 月末，公司流动负债余额较上年末增长 6.03%至 42.37 亿元。其中，一年内到期的非流动负债较上年末增长 5.25%至 20.86 亿元；短期借款较上年末增长 44.38%至 4.88 亿元，全部为保证借款；其他主要科目无重大变化。

该公司主要通过银行借款、债券、信托借款和企业拆借款等方式筹集资金，由此形成了较大规模的刚性债务。2021 年末及 2022 年 3 月末公司刚性债务余额分别为 156.98 亿元和 170.56 亿元，在负债总额中占比高，分别为 91.23%和 91.93%。同期末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 86.31%和 79.53%，2021 年末主要因刚性债务规模扩张，股东权益对刚性债务的保障程度较上年末下降 10.96 个百分点。

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司金融机构借款余额分别为 87.21 亿元和 91.29 亿元。2022 年 3 月末，银行借款余额为 80.84 亿元，借款行以地方银行为主，借款利率在 4.20%~6.81%。从借款主体看，公司银行借款主要集中于金牛环城及公司本部；从借款方式看，公司银行借款以保证借款和信用借款为主，期末保证借款和信用借款占银行借款总额的比率分别为 89.58%和 9.88%，保证方式为公司对子公司担保或由金牛城投、成都市金牛区财政信用有限公司、成都市金牛国有资产投资经营集团有限公司等金牛区国有企业提供担保。同期末，信托借款余额为 10.45 亿元，债权人为中铁信托，借款利率在 4.75%~6.18%。2022 年 4-12 月、2023 年公司需偿还的金融机构借款总额分别为 15.29 亿元和 37.02 亿元，2023 年偿付规模相对较大，面临一定集中偿付压力。

此外，该公司于 2020 年 4 月发行了债权融资计划 3.50 亿元，期限为 3 年，票面利率为 6.4%。债券融资方面，截至 2022 年 5 月末公司在银行间市场和交易所市场发行的债券本金余额为 71.50 亿元。

对外担保方面，2021 年末该公司对外担保余额为 35.09 亿元，担保比率为 25.90%，担保对象集中于金牛区国资局控制下的公司。

图表 8. 截至 2021 年末公司主要对外担保情况（单位：亿元）⁹

被担保方名称	担保余额	担保到期日
成都市鑫金工发投资有限公司	5.05	2022.03.14
成都青野园林绿化有限公司	4.28	2022.07.02
	0.43	2022.01.06
成都市金牛国有资产投资经营集团有限公司	1.46	2022.03.12
	6.70	2023.04.30
	1.35	2022.08.27
	1.85	2022.09.22
成都鑫金城市建设投资有限公司	1.50	2022.03.17
	1.00	2023.09.08
	0.98	2022.09.15
成都国际商贸城功能区建设发展有限公司	5.00	2040.11.18
	0.50	2022.06.10
成都交子现代都市工业发展有限公司	5.00	2035.08.13
总计	35.09	--

资料来源：金牛环投

（2）现金流分析

跟踪期内该公司收入主要来源于代建业务，该业务获现能力较弱，工程回款有所滞后。2021 年及 2022 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 79.22% 和 114.08%。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-15.24 亿元和-10.00 亿元，2021 年缺口较大主要系代建工程开发成本投入加大形成现金流出所致。

2021 年及 2022 年第一季度，该公司投资性现金净流量分别为-6.05 亿元和-0.29 亿元，2021 年投资活动现金净流出主要系当期对成都市重大产业化项目一期股权投资基金有限公司（以下简称“重产基金”）出资、购置土地使用权和云上观邸、花照云庭等物业资产所致。2022 年第一季度投资活动现金净流出主要系当期公司对成都市金牛区交子股权投资基金合伙企业（有限合伙）追加投资所致。公司主要通过外部融资方式弥补资金缺口，2021 年及 2022 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 10.25 亿元和 11.22 亿元。

跟踪期内，该公司 EBITDA 仍主要来源于利润总额，2021 年公司 EBITDA 为 3.43 亿元，同比增长 21.61%，主要系当期利润总额增长所致。2021 年以来因资本化利息规模增长，公司 EBITDA 对利息偿付保障程度明显下降，且因公司刚性债务规模较大，EBITDA 对刚性债务的保障能力较弱。跟踪期内，公司非筹资性现金流持续净流出，无法对负债形成有效保障。

⁹ 合计数与明细加总数有差异系四舍五入所致。

图表 9. 2019 年以来公司经营性现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.82	1.44	0.36
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.02	0.02
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-31.89	-54.42	-34.20
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-13.61	-17.40	-10.22
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-21.81	-48.28	-47.77
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-9.31	-15.73	-14.27

注：根据金牛环投提供的数据计算

(3) 资产质量分析

2021 年末和 2022 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 135.50 亿元和 135.65 亿元，其中 2021 年末所有者权益较上年末下降 1.49%，主要系公司本部及金牛环城土地注销¹⁰所致。同期末，公司资本公积均为 111.44 亿元，2021 年公司收到无偿划拨的房产、苗圃、管网资产、砂石开采权、公共绿地树木和作业车，合计增加资本公积 16.79 亿元，因土地注销减少资本公积 27.69 亿元，期末资本公积较上年末下降 8.92%。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重分别为 88.96% 和 88.86%，公司资本结构稳定性较好。

随着项目投入及融入货币资金的增加，2021 年末及 2022 年 3 月末该公司资产总额分别为 307.58 亿元和 321.18 亿元，分别较上年末增长 7.84% 和 4.42%。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主。2021 年末，公司流动资产余额为 255.45 亿元，较上年末下降 1.93%，占资产总额的比重为 83.05%，主要由存货、其他应收款、货币资金和应收账款构成，年末上述四者占流动资产的比重分别为 63.52%、15.97%、9.76% 和 8.02%。其中，存货余额为 162.27 亿元，包括代建项目开发成本 139.73 亿元和通过划拨获得的储备用地 22.53 亿元，期末存货余额较上年末增长 3.13%，主要系土地整理和基础设施建设开发成本增加所致；其他应收款余额为 40.79 亿元，较上年末下降 6.96%，主要系应收金牛产投的往来款减少，期末应收金牛产投的往来款余额为 31.62 亿元；货币资金余额为 24.93 亿元，其中因借款质押的货币资金余额为 4.50 亿元，货币资金余额较上年末下降 30.69%；应收账款余额为 20.49 亿元，较上年末增长 16.64%，其中应收金牛产投的工程款余额为 19.67 亿元。2022 年 3 月末，公司流动资产余额较上年末增长 5.31% 至 269.01 亿元。其中，存货余额为 166.59 亿元，较上年末增长 2.66%，主要系代建项目开发成本投入所致；其他应收款余额为 46.07 亿元，较 2021 年末增长 12.97%，主要系应收金牛城投和成都市金瑞志达贸易有限公司（实际控制人为金牛区财政局）往来款增加所致；货币资金余额为 25.86 亿元，较上年末增长 3.72%，其中因借款质押的货币资金余额为 4.50 亿元；应收账款余额为 19.98 亿元，较上年末下降 2.47%，仍主要为应收金牛产投的工程款；其他主要科目无重大变化。

2021 年末，该公司非流动资产余额为 52.13 亿元，占资产总额的比重为 16.95%，主要由固定资产、其他非流动资产、投资性房地产、无形资产和其他非流动金融资产构成，

¹⁰ 2021 年 7 月，根据《成都市金牛区土地资源利用发展中心关于加快完成土地储备证注销的函》注销侯家 4 组储备用地，减少该公司资本公积 14.24 亿元；同年 8 月，根据《关于印发〈省五医院宗地工作计划〉的通知》注销西华街道青杠社区 8、9 组地块，减少金牛环城资本公积 13.46 亿元。

年末上述五者占非流动资产的比重分别 29.88%、26.59%、18.50%、9.91%和 7.39%。2021 年末，固定资产余额为 15.58 亿元，主要系 2019 年 9 月成都市金牛区农业和水务局向公司划入的管网资产。同期末，其他非流动资产、投资性房地产和无形资产均较上年末大幅增长，系公司收到无偿划拨资产所致；其中，其他非流动资产余额为 13.86 亿元，主要为公司收到的无偿划拨的砂石开采权和金牛区公共绿色树木；投资性房地产余额为 9.64 亿元，系当期收到的划拨房产及外购房产；无形资产余额为 5.16 亿元，系当期购置的金牛人工智能制造总部基地项目用地。2021 年末，其他非流动金融资产余额为 3.85 亿元，系公司持有的重产基金、成都市金牛区交子股权投资基金合伙企业及成都市金牛区交子科技成果转化创业投资合伙企业（有限合伙）股权。此外，其他权益工具投资余额为 1.37 亿元，当期末对成都锦江绿道建设投资有限公司、成都市融资再担保有限责任公司和成都市农村产权流转融资担保股份有限公司的投资余额分别为 1.10 亿元、0.25 亿元和 0.02 亿元。2022 年 3 月末，公司非流动资产较上年末略增 0.07%至 52.17 亿元。其中，其他非流动金融资产余额为 4.04 亿元，较上年末增长 0.19 亿元，主要系当期公司对成都市金牛区交子股权投资基金合伙企业（有限合伙）追加投资所致；其他主要科目无重大变化。

（4）流动性/短期因素

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司货币资金余额分别为 24.93 亿元和 25.86 亿元，现金比率分别为 62.39%和 61.03%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 91.68%和 86.79%，若将应付债券中的短期融资券纳入短期刚性债务，同期末短期刚性债务现金覆盖率分别降至 68.88%和 53.61%，2021 年以来由于货币资金存量减少，货币资金对短期刚性债务的保障程度有所下降，公司面临一定即期偿付压力。公司资产虽然以流动资产为主，但实际构成集中于代建工程、划拨地及应收类款项，资产变现及回收进度存在一定的不确定性。整体来看，公司实际资产流动性弱于指标表现。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，该公司受限资产余额为 5.20 亿元，占期末总资产的比率为 1.62%，其中借款质押的货币资金 4.50 亿元，借款抵押的投资性房地产 0.70 亿元。资产受限规模较小。

3. 公司盈利能力

代建业务系该公司营业毛利的最主要来源，2021 年及 2022 年第一季度公司分别实现营业毛利 1.78 亿元和 0.47 亿元，其中代建业务毛利贡献率分别为 65.26%和 76.40%，2021 年以来，道路清扫保洁和运维业务大幅增长，2021 年和 2022 年第一季度，上述两项业务毛利合计占比分别为 32.71%和 21.94%，对当期毛利形成重要补充。同期，公司综合毛利率分别为 13.10%和 12.86%，公司综合毛利率较稳定，但整体盈利能力弱。

由于该公司项目大多处于在建状态，相关借款利息已进行资本化处理，公司期间费用规模较小。2021 年和 2022 年第一季度，公司期间费用分别为 0.84 亿元和 0.24 亿元，期间费用率分别为 6.21%和 6.39%。2021 年公司获得政府补贴 1.63 亿元，为公司盈利提供重要支撑；同年公司分别实现投资净收益、投资性房地产公允价值变动净收益 0.19 亿元和 0.10 亿元，前者主要来自对外借款利息。2021 年和 2022 年第一季度，公司营业利润分别为 2.79 亿元和 0.22 亿元，净利润分别为 2.44 亿元和 0.15 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍主要以代建模式参与金牛区环城生态片区和“117”区域的基础设施、安置房建设及土地整理，在以上领域垫付了较大额的资金，并且未来仍有持续投入计划，存在较大的融资需求，负债率呈上升趋势，且面临一定即期偿付压力。公司负债以刚性债务为主，资产集中于项目投入、划拨地及应收款，资产流动性有待优化。代建业务系公司收入和毛利最主要的来源，2021 年以来道路清扫保洁等经营性业务收入规模大幅增长，对公司收入和毛利形成补充。公司毛利率水平相对稳定，但盈利性有限，政府补助为公司利润实现提供重要支撑。

2. 外部支持因素

作为金牛区重要的基础设施投资建设主体之一，该公司能持续获得地方政府在业务及资金等方面的大力支持。公司在金牛区环城生态区和“117”区域的开发领域具有较强的业务专营性，自成立以来，获得了较大额的土地及现金注入。2021 年，公司获得财政拨付的政府补贴 1.63 亿元，为公司盈利提供重要支撑。2021 年 4 月，金牛区国资局以货币形式对公司增资 4.50 亿元。

此外，该公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信 100.88 亿元，其中未使用授信 12.40 亿元。

跟踪评级结论

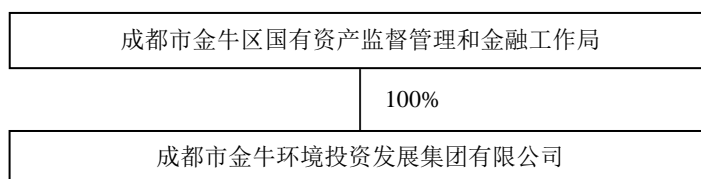
金牛区隶属于四川省成都市，是成都市的中心城区之一，拥有较为便利的交通条件和较为优化的产业布局，区内商贸及科技服务业发达，经济总量位列全市各区县前列。

跟踪期内，该公司在高管人员方面有所调整，在产权状况、法人治理结构、组织架构及内部管理制度等方面未发生重大变化。金牛区国资局仍系公司唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，该公司仍主要以代建模式参与金牛区环城生态片区和“117”区域的基础设施、安置房建设及土地整理，在以上领域垫付了较大额的资金，并且未来仍有持续投入计划，存在较大的融资需求。公司在工程代建项目方面持续投入，非筹资性现金流存在缺口，负债率呈上升趋势，且面临一定即期偿付压力。公司负债以刚性债务为主，资产集中于项目投入、划拨地及应收款，资产流动性有待优化。代建业务系公司收入和毛利最主要的来源，2021 年以来道路清扫保洁等经营性业务收入规模大幅增长，对公司收入和毛利形成补充。公司毛利率水平相对稳定，但盈利性有限，政府补助为公司利润实现提供重要支撑。

附录一：

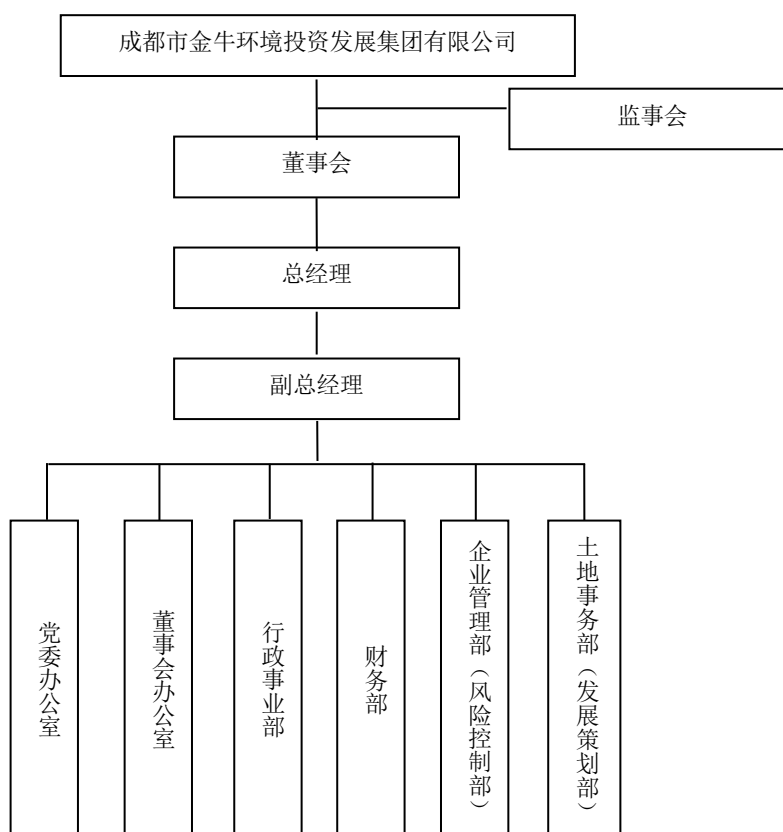
公司股权结构图



注：根据金牛环投提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据金牛环投提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
成都市金牛环境投资发展集团有限公司	金牛环投	--	土地整理及基础设施建设、物业 租赁等	152.01	103.71	5.90	1.20	-21.64	--
成都金牛绿城建设管理有限公司	金牛绿城	100.00	园林绿化施工与设计；花卉租赁 与销售	5.45	11.59	0.14	0.05	0.51	--
成都金牛环城投资管理有限公司	金牛环城	100.00	基础设施建设、市政设施管理；园 林绿化工程施工等	55.57	69.54	3.62	1.09	2.70	--
成都金牛天府环境管理有限公司	天府环境	100.00	环境卫生管理；城乡市容管理； 清洁服务	--	1.07	4.07	0.47	0.34	--

注：根据金牛环投提供资料整理

附录四：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
资产总额 [亿元]	255.66	285.22	307.58	321.18
货币资金 [亿元]	12.11	35.97	24.93	25.86
刚性债务[亿元]	98.07	141.40	156.98	170.56
所有者权益 [亿元]	147.65	137.54	135.50	135.65
营业收入[亿元]	9.17	9.20	13.57	3.69
净利润 [亿元]	2.84	2.12	2.44	0.15
EBITDA[亿元]	3.50	2.82	3.43	—
经营性现金净流入量[亿元]	-11.02	-20.84	-15.24	-10.00
投资性现金净流入量[亿元]	3.48	2.00	-6.05	-0.29
资产负债率[%]	42.25	51.78	55.95	57.77
长短期债务比[%]	274.48	200.31	330.67	337.91
权益资本与刚性债务比率[%]	150.55	97.27	86.31	79.53
流动比率[%]	801.74	529.70	639.31	634.94
速动比率[%]	239.92	198.03	216.38	217.81
现金比率[%]	41.97	73.15	62.39	61.03
短期刚性债务现金覆盖率[%]	64.03	80.26	91.68	86.97
利息保障倍数[倍]	1.82	1.24	0.31	—
有形净值债务率[%]	73.15	107.38	132.05	142.14
担保比率[%]	8.25	20.16	25.90	22.72
毛利率[%]	12.91	12.77	13.10	12.86
营业利润率[%]	33.93	23.46	20.53	6.07
总资产报酬率[%]	1.62	0.90	1.01	—
净资产收益率[%]	2.20	1.49	1.79	—
净资产收益率*[%]	2.20	1.49	1.79	—
营业收入现金率[%]	16.55	71.18	79.22	114.08
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-31.89	-53.42	-34.20	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-13.61	-17.40	-10.22	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-21.81	-48.28	-47.77	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-9.31	-15.73	-14.27	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.82	1.44	0.36	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.02	0.02	—

注：表中数据依据金牛环投经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。其中，2020 年财务数据以 2021 年审计报告期初数/上年数填列。

附录五：
发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	7
		盈利能力	3
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	5
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	1
		流动性	5
	个体风险状况		3
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		3
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA ⁺

附录六：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2020年5月20日	AA ⁺ /稳定	张雪宜、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月24日	AA ⁺ /稳定	张雪宜、黄丹		报告链接
	本次评级	2022年6月28日	AA ⁺ /稳定	张雪宜、黄丹		-
20 金牛环境 MTN001	历史首次评级	2020年5月20日	AA ⁺	张雪宜、李娟		报告链接
	前次评级	2021年6月24日	AA ⁺	张雪宜、黄丹		报告链接
	本次评级	2022年6月28日	AA ⁺	张雪宜、黄丹		-
21 金牛环境 MTN001	历史首次评级	2021年2月4日	AA ⁺	张雪宜、黄丹		报告链接
	前次评级	2021年6月24日	AA ⁺	张雪宜、黄丹		报告链接
	本次评级	2022年6月28日	AA ⁺	张雪宜、黄丹		-
G20 环投	历史首次评级	2020年11月23日	AA ⁺	张雪宜、李娟		报告链接
	前次评级	2021年6月24日	AA ⁺	张雪宜、黄丹		报告链接
	本次评级	2022年6月28日	AA ⁺	张雪宜、黄丹		-
G21 环投	历史首次评级	2021年2月23日	AA ⁺	张雪宜、黄丹		报告链接
	前次评级	2021年6月24日	AA ⁺	张雪宜、黄丹		报告链接
	本次评级	2022年6月28日	AA ⁺	张雪宜、黄丹		-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计 $\times 100\%$
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计 $\times 100\%$
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额 $\times 100\%$
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计 $\times 100\%$
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计 $\times 100\%$
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计 $\times 100\%$
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额 $\times 100\%$
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额) $\times 100\%$
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计 $\times 100\%$
毛利率(%)	$1 - \text{报告期营业成本} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入 $\times 100\%$
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2] $\times 100\%$
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2 $\times 100\%$
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入 $\times 100\%$
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2] $\times 100\%$
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2] $\times 100\%$
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2] $\times 100\%$
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2] $\times 100\%$
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录八：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，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 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。