



2021年第一期、2022年第一期成都医学城 三医融合产业园项目收益债券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、2022年第一期成都医学城三医融合产业园项目收益 债券2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	首次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
21 九联项目债 01/21 九联 01	AA+	AA+
22 九联项目债 01/22 九联 01	AA+	AA+
评级日期	2022-06-28	21 九联项目债 01/21 九联 01: 2021-06-16 22 九联项目债 01/22 九联 01: 2021-10-29

债券概况

债券简称:

21 九联项目债 01/21 九联 01;

22 九联项目债 01/22 九联 01

债券剩余规模: 21 九联项目债 01/21 九联 01: 10 亿元; 22 九联项目债 01/22 九联 01: 10 亿元

债券到期日期: 21 九联项目债 01/21 九联 01: 2028-07-07; 22 九联项目债 01/22 九联 01: 2029-04-20

偿还方式: 按年付息, 分期还本。分别于第 3 至第 7 个计息年度末偿还发行总额的 20%

增信措施: 均设置差额补偿与资产抵质押双重增信措施, 由公司承担差额补偿义务, 募投项目所形成的资产或收益权可抵质押部分, 向债权人代理人抵质押

联系方式

项目负责人: 龚程晨

gongchch@cspengyuan.com

项目组成员: 陈俊松

chenjs@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对成都九联投资集团有限公司（以下简称“九联集团”或“公司”）及其 2021 年 7 月 7 日发行的“21 九联项目债 01/21 九联 01”和 2022 年 4 月 20 日发行的“22 九联项目债 01/22 九联 01”的 2022 年跟踪评级结果为：“21 九联项目债 01/21 九联 01”、“22 九联项目债 01/22 九联 01”的信用等级维持为 AA+, 发行主体信用等级维持为 AA+, 评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司是温江区重要的城市基础设施建设主体之一，外部环境仍较好，随着代建及自营项目的推进，收入可持续性较好，继续获得较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到了成都医学城三医融合产业园项目（以下简称“三医融合产业园项目”或“募投项目”）能否顺利完工并实现预期收益尚待观察，公司资产流动性一般、项目建设资金压力较大、偿债压力加大，且面临较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司未来收入可持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	707.03	692.80	643.48	605.09
所有者权益	316.80	316.43	313.46	310.38
总债务	248.71	243.32	197.68	150.37
资产负债率	55.19%	54.33%	51.29%	48.70%
现金短期债务比	0.66	0.77	0.72	1.45
营业收入	4.82	24.81	20.65	27.17
其他收益	0.00	1.27	0.09	1.75
利润总额	0.51	3.83	5.87	5.75
销售毛利率	17.34%	14.92%	19.39%	17.11%
EBITDA	-	6.49	8.31	7.73
EBITDA 利息保障倍数	-	0.46	0.72	1.01
经营活动现金流净额	-6.76	8.05	0.21	-7.77
收现比	59.70%	104.64%	96.98%	82.55%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **温江区专注深耕大健康产业，为公司发展提供了良好基础。**温江区接壤成都市主城区，近年人口大幅净流入，并依托良好的生态资源大力发展大健康产业，“三医”产业融合优势日渐凸显。
- **公司未来收入可持续性较好。**公司作为温江区重要的城市基础设施建设主体之一，定位于成都医学城综合开发运营商，随着温江区城市建设进程的不断推进、成都医学城基础设施建设工程项目的逐步实施，以及自营项目陆续完工投入运营，未来收入可持续性较好。
- **温江区政府继续给予公司较大力度的支持。**2021 年公司获得政府补助 1.27 亿元，改善了公司盈利水平。

关注

- **募投项目能否顺利完工并实现预期收益仍尚待观察。**募投项目投资规模大、建设周期长，在建设过程中可能出现投资超预算或不能按期竣工等情形；此外，募投项目收益主要来自标准厂房、医药研发中心、人才公寓和停车位的出租出售，受市场需求及价格波动等因素影响，募投项目能否实现预期收益尚待观察。
- **公司资产流动性一般。**公司资产仍以土地、应收款项及项目建设成本为主，应收款项回收时间存在较大不确定性，土地资产及项目建设成本短期集中变现难度较大，且受限资产规模较大。
- **公司面临较大的资金支出压力。**公司在建项目仍需投入较多资金，但工程代建项目成本的回收依赖于财政资金安排，存在较大不确定性，且自营项目目前整体业绩贡献较少。
- **公司偿债压力加大。**2021 年公司总债务规模攀升，短期债务规模较大，现金短期债务比、EBITDA 利息保障倍数均趋于下降。
- **公司面临较大的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司非经营性对外担保余额占净资产的 36.97%，被担保对象均为当地国有企业，但均未设置反担保措施，加之担保业务服务对象主要系当地中小企业，或有负债风险较大。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
项目收益类债务融资工具评级方法	py_ff_2016V1.0
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	中等	财务风险状况	有效净资产规模	7
	GDP 规模	3		资产负债率	4
	GDP 增长率	4		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	5
	公共财政收入	3		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	4			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		很小



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	22 九联项目 债 01/22 九联 01: AA+	2021-10-29	罗力、刘玮	项目收益类债务融资工具评级方法 (py_ff_2016V1.0) 、 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	21 九联项目 债 01/21 九联 01: AA+	2021-06-16	罗力、刘玮	项目收益类债务融资工具评级方法 (py_ff_2016V1.0) 、 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

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，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、募集资金使用情况

公司于2021年7月7日发行7年期10亿元2021年第一期成都医学城三医融合产业园项目收益债券，票面利率为5.5%；于2022年4月20日发行7年期10亿元2022年第一期成都医学城三医融合产业园项目收益债券，票面利率为4.8%。募集资金用于三医融合产业园项目的建设。截至2022年5月27日，“21九联项目债01/21九联01”、“22九联项目债01/22九联01”的募集资金专项账户余额为3.86亿元¹。

表1 截至 2021 年末募投项目投资进度（单位：亿元）

预计投资额	拟使用募资额	已投资额	已使用募集资金	投资进度
29.97	20.00	9.60	8.40	32%

资料来源：公司提供

三、募投项目分析

项目基本情况

三医融合产业园项目位于成都医学城范围内，建设内容包括cGMP标准厂房、医疗器械标准厂房、医药研发中心、人才公寓、附属配套设施、地下室等主体建设工程，以及道路、绿化、水电等配套性工程。该项目建设工期预计为2年，截至2021年末已完成投资进度的32%左右。

表2 募投项目建设内容

指标名称	单位	数值	备注
用地面积	m ²	455,254.84	合 682.88 亩
建筑面积	m ²	820,000.00	-
其中：cGMP 标准厂房	m ²	530,300.00	36 栋，4 层
医疗器械标准厂房	m ²	118,500.00	9 栋，6 层
医药研发中心	m ²	49,328.26	8 栋，8 层
人才公寓	m ²	67,200.00	4 栋，18 层
附属配套设施	m ²	14,671.74	-
物管用房	m ²	5,331.00	-
污水处理站	m ²	3,450.00	-

¹ “21 九联项目债 01/21 九联 01” 和 “22 九联项目债 01/22 九联 01” 共用同一个募集资金账户。



废弃物暂存站	m ²	3,945.00	-
出地面风井及楼梯间	m ²	1,275.00	-
门卫房	m ²	670.74	-
地下室	m ²	40,000.00	-
停车位	个	2,000	-
其中：地上	个	600	-
地下	个	1,400	-

资料来源：《成都医学城三医融合产业园项目收益和现金流专项评估报告》，中证鹏元整理

项目运营情况

根据安徽伟森咨询有限责任公司编制的《成都医学城三医融合产业园项目收益和现金流专项评估报告》，募投项目建设期内无收益，运营期收益主要来自标准厂房、医药研发中心、人才公寓和地下停车位的出租出售。

目前募投项目尚在建设期，需要注意的是，在建设过程中可能受成本价格上涨、自然条件及资金到位程度等影响，产生实际投资超出预算或不能按期竣工等情形。此外，考虑到市场供需和价格波动等因素影响，预期收益实现情况尚待观察。

表3 本期债券存续期内的现金流入预期及其对本期债券的偿付覆盖（单位：亿元）

项目	建设期			运营期			
	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年
收入	0.00	0.00	7.32	7.38	7.36	7.55	5.86
流转税金	0.00	0.00	0.33	0.33	0.32	0.63	0.84
经营成本	0.00	0.00	0.24	0.24	0.24	0.25	0.20
净收入	0.00	0.00	6.74	6.80	6.80	6.68	4.82
本息偿还额	1.40	1.40	5.40	5.12	4.84	4.56	4.28
现金结余	0.00	0.00	1.34	3.02	4.98	7.10	7.64
净收入本息覆盖倍数	0	0	1.25	1.33	1.4	1.46	1.13
本息覆盖倍数	0	0	1.25	1.59	2.03	2.56	2.78

注：假定本期债券发行利率为7.0%；净收入本息覆盖倍数=当年净收入/当年本息偿还额；本息覆盖倍数=（上一年现金结余+当年净收入）/当年本息偿还额。

资料来源：《成都医学城三医融合产业园项目收益和现金流专项评估报告》，中证鹏元整理

四、发行主体分析

（一）发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东、控股股东持股比例、实际控制人均未发生变化。截至2022年3月末，公司注册资本及实收资本仍为4.00亿元，控股股东及实际控制人仍为成都市温江区国有资产监督管理局（以下简称“温江区国资局”），持有公司100%的股权，公司股权结构图见附录

二。

公司治理和管理方面，温江区国资局为公司唯一的股东，公司不设立股东会，已设立董事会、监事会，并实行董事会领导下的总经理负责制，统一负责公司的日常经营和管理，下设9个职能部门，公司组织结构图见附录三。

2021年公司合并报表范围变化情况如下表所示。截至2022年3月末，公司纳入合并报表范围内的二级子公司共6家，详见附录四。

表4 2021 年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、2021 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
成都九东产城科技有限公司	100%	0.01	研究和试验发展	投资设立

2、2021 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
四川星城外经合作公司	100%	0.06	批发、零售等	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）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》（国资发财评规〔2021〕18号），要求各地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

成都市是西部地区重要的中心城市、商贸物流中心和综合交通枢纽，综合实力较强，经济首位度高，近年人口大幅净流入；区域内上市公司数量较多，以现代服务业为代表的第三产业发达，经济发展质量较高

区位特征：成都市是四川省省会城市，是国务院批复确定的国家重要的高新技术产业基地、商贸物流中心、综合交通枢纽、西部地区重要的中心城市及国家发展和改革委员会及住房和城乡建设部认定的九个国家中心城市之一，作为成渝地区双城经济圈核心城市，定位突出。成都市位于四川盆地西部、成都平原腹地，处于承东启西、南联北通的枢纽位置，是国道主干线“五纵七横”中的一纵一横（二连浩特至河口、上海至拉萨）的交汇点，并拥有成都双流国际机场、成都天府国际机场双机场，是交通部规划的 20 个国际性综合交通枢纽城市之一。成都市下辖 12 个市辖区、3 个县、代管 5 个县级市，拥有国家级自主创新示范区成都高新技术产业开发区、国家级经济技术开发区成都经济技术开发区、国家级新区四川天府新区成都直管区，总面积 14,335 平方千米。成都市对省内人口虹吸作用较强，近年人口持续增长，根据第七次人口普查数据，成都市常住人口为 2,093.78 万人，在 15 个新一线城市排名第二，较 2010 年增长 38.49%。

发展格局方面，成都市围绕“中优东进南拓西控北改”十字方针进行空间布局，以推动产业差异化布局 and 集群化发展。“东进”包括简阳市、金堂县、龙泉驿区部分区域以及青白江区和天府新区龙泉山部分，发展先进制造业和生产性服务业；“南拓”包括天府新区成都直管区、双流区、新津县，发展新经济和总部经济；“西控”涉及都江堰市、郫都区、温江区等 9 个区（市）县，保持生态宜居，发展文旅、康养、现代农业产业；“北改”涵盖新都区、彭州市等北部城区，改善人居环境促进城市有机更新，发展临港先进制造和物流商贸等外向型经济；“中优”涉及五城区（金牛区、青羊区、锦江区、武侯区、成华区）、天府新区、高新区、温江区等区域，布局商贸服务业。



表6 成都市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）	19,916.98	8.6%	17,716.70	4.0%	17,012.70	7.8%
固定资产投资	-	10.0%	-	9.9%	-	10.0%
社会消费品零售总额	9,251.8	14.0%	8,118.5	-2.3%	7,478.4	9.9%
进出口总额	8,222.0	14.8%	7,154.2	22.4%	5,822.7	16.9%
人均 GDP（万元）	9.51		8.46		10.26	
人均 GDP/全国人均 GDP	117.47%		116.80%		144.73%	

注：“-”表示数据未公布；2020-2021 年人均 GDP 按照第七次人口普查数据计算；公报中地区生产总值、各产业增加值绝对数按当年价格计算，增长速度按可比价格计算；根据第四次全国经济普查结果，对 2019 年社会消费品零售总额历史数据进行了修订（未公布具体数据）。

资料来源：成都市 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：成都市围绕先进制造业、现代服务业、新经济和都市现代农业联动发展构建现代产业体系，以现代服务业为主的第三产业对经济增长的支撑作用明显。近年成都市产业结构不断优化，以现代服务业为主的第三产业对经济增长的支撑作用明显，2021年三次产业对经济增长的贡献率分别为2.0%、28.6%和69.4%。三次产业结构由2019年的3.6：30.8：65.6调整为2021年的2.9：30.7：66.4。截至2021年末共有证券公司4家、期货公司3家、证券投资咨询公司3家。金融对实体经济发挥重要的支持作用，2021年末共有境内外上市及过会企业141家，其中A股上市公司101家。作为西部旅游集散中心，截至2020年末成都市共有4A级以上景区51个，三星级以上饭店78家，旅行社729家，2019-2021年全市分别实现旅游总收入4,663.5亿元、3,005.2亿元及3,085亿元，旅游市场受疫情冲击较大。

先进制造业重点培育电子信息、装备制造两大万亿级集群，已建成成都先进材料产业园、简阳空天产业园等16个先进制造业产业园，生物医药、轨道交通装备入选国家战略性新兴产业集群，成都硅宝科技股份有限公司、成都银河磁体股份有限公司等入围工信部制造业单项冠军示范企业，2021年电子信息产业工业增加值增长20.4%、装备制造产业增长8.0%、规模以上高技术制造业增加值增长18.3%。新经济重点布局数字经济等形态，2021年成都超算中心进入国家序列、成都智算中心等项目开工建设，数字经济指数排名全国第4位。都市现代农业坚持农商文旅体融合发展，2021年全年休闲农业接待游客总数为1.4亿人次，同比增长46%，营业总收入增长超过10%。

发展规划及机遇：根据《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，成都以建成践行新发展理念的公园城市示范区为统领，构建支撑高质量发展的现代产业体系、创新体系、城市治理体系，随着成渝两地在市场一体化、公共服务共建共享、基础设施互联互通、推动优势产业集聚等方面联动施力，以及中国人民银行联合六部门印发《成渝共建西部金融中心规划》、国家发展改革委提出在成渝地区双城经济圈等区域布局建设生物经济先导区等规划相继发布，成都市将有望提升国家中心城市国际竞争力和区域辐射力，打造区域经济中心、科技中心、世界文化名城和国际门户枢纽。



财政及债务水平：成都市财政实力较强，政府债务余额快速扩张。2019-2021年成都市一般公共预算收入同比增速分别为7.9%、2.5%和11.7%，税收收入占比和财政自给率均超过70%，财税质量较好，财政自给程度较高。政府性基金收入随着土地出让收入规模增长而增长。区域债务方面，2019-2021年成都市地方政府债务余额复合增长率为19.68%，增速较高。

表7 成都市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	1,697.9	1,520.4	1,483.0
税收收入占比	74.97%	74.35%	73.56%
财政自给率	75.88%	70.40%	73.89%
政府性基金收入	2,183.4	1,891.4	1,548.1
地方政府债务余额	4,043.3	3,439.7	2,823.0

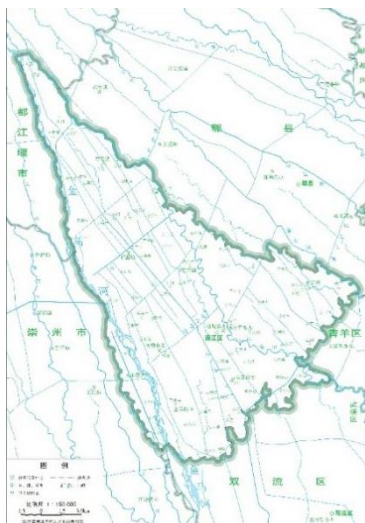
注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：成都市人民政府网站，中证鹏元整理

温江区接壤成都市主城区，实现“双地铁”运营，交通条件较好，人口大幅净流入；近年依托良好的生态资源大力发展大健康产业，“三医”产业融合优势日渐凸显，经济平稳发展

区位特征：温江区隶属成都市，交通便利，规划空间发展格局清晰，具有良好的生态资源，人口大幅净流入。温江区是成都市下辖区，地处成都平原腹心，东临成都市青羊区，南与双流区连界，西与崇州市接壤，北与郫都区、都江堰市相连。成温邛（成名）高速是温江区的城乡中轴线，以此为界构建了“南城北林”的空间格局，“南城”为城市集中发展区，重点优化城市功能，“北林”为生态涵养区，持续优化生态功能；此外，温江区约 90%的区域属于成都市“西控”范畴，其余区域属于“中优”范畴。区内交通便利，互通绕城高速的永宁立交已建成通车，凤凰立交（五环路与成名高速立交节点）已开工建设，地铁 4 号线、17 号线也已正式开通运营，可实现半小时直达双流国际机场，一小时直达天府国际机场。温江区内地势平坦，土地肥沃，水文地质、气候条件优越，水利设施发达，具有良好的生态资源，入选“国家生态文明建设示范区”。全区下辖 6 个街道办事处、3 个镇（镇同时挂街道办事处牌子）、95 个村（社区），幅员面积 277 平方公里，根据第七次全国人口普查结果，温江区有常住人口 96.79 万人，较 2010 年的 45.71 万人增长 111.75%，人口大幅净流入，常住人口城镇化率达 78.01%。鉴于温江区房价和交通方面的比较优势，其对人口的吸引力较强。

图 2 温江区区位图



资料来源：温江区人民政府官网

图 3 温江区“南城北林”功能分区示意图



资料来源：成都市温江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

经济发展水平：温江区经济总量在成都市 20 个区县中排名第 10，经济平稳发展，第三产业占据主导地位。2021 年温江区实现地区生产总值 688.13 亿元，同比增长 7.2%，增速低于全国和成都市平均水平；三次产业结构比为 3.4：37.2：59.4，第三产业占据主导地位，对经济增长的贡献率达 66.2%。近年温江区固定资产投资力度较大，2021 年第三产业投资同比增长 25.1%，占全部总投资的比重达 74.3%，但第二产业投资负增长，同时基础设施投资增速波动幅度较大。外贸方面，借力“一带一路”，依托蓉欧快铁，温江区进出口总额增长速度较快。2021 年温江区人均 GDP 为 70,275 元，系全国人均 GDP 的 86.78%。

2021 年全区商品房销售面积同比下降 11.2%，销售额同比增长 2.6%，房地产市场相对疲软。根据中国土地市场网公示的供地结果，2021 年温江区共出让 9 宗城镇住宅用地、7 宗工业用地、2 宗体育用地和 1 宗科研用地，其中城镇住宅用地主要集中在紧邻青羊区的公平街道，出让均价为 1,195.24 万元/亩，且城投公司通过拍卖、协议出让方式取得 7 宗，占比较高；工业用地主要集中在成都医学城片区内，出让均价 26.47 万元/亩。

表8 2021 年成都市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	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
金牛区	1,472.90	7.2%	11.64	97.38	12.50
双流区	1,130.56	12.8%	7.71	90.17	110.58
新都区	1,000.10	8.2%	6.42	70.70	57.00
郫都区	724.19	8.0%	5.21	51.24	48.80
温江区	688.13	7.2%	7.03	50.32	79.64
都江堰市	484.28	7.1%	6.82	40.00	43.09



简阳市	469.07	7.9%	6.35	30.30	-
-----	--------	------	------	-------	---

注：“-”表示数据未公开披露。

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9 温江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）	688.13	7.2%	623.84	5.1%	595.57	8.1%
固定资产投资	-	13.6%	-	8.3%	-	11.3%
社会消费品零售总额	173.2	16.7%	148.50	-1.6%	135.10	11.3%
进出口总额	43.6	27.1%	30.30	11.6%	27.14	18.3%
人均 GDP（元）	70,275		64,453		111,613	
人均 GDP/全国人均 GDP	86.78%		88.97%		157.44%	

注：“-”表示数据未公开披露；2020 年人均 GDP 按照第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：温江区 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：温江区是全国四大花木产业基地之一，医药健康产业集聚成势。2021 年温江区实现工业增加值 200.81 亿元，同比增长 8.2%；生物医药、健康食品、电子信息和精密印务四大优势产业总产值增长 2.7%，占规模以上企业总产值的比重达 59%。近年来，温江区专注深耕大健康产业，率先提出“医学、医药、医疗”融合发展理念，并构建起“三医+大数据/AI”主导产业体系。目前已聚集“三医”行业领军企业和上下游协作企业 400 余家，在研在产药械品种 1,422 个，汇聚中国人寿、泰康人寿等五大保险公司高端康养项目。医学研发方面，聚集了全球 CRO 排名前十的药明康德等企业；药械制造方面，聚集了百裕药业、科伦药业、罗欣药业等；医疗服务方面，汇聚了华西医院温江院区、前海人寿妇儿医疗综合体等医疗机构，“三医”企业集群成链。2021 年实现医药健康产业营收 350 亿元，连年保持年均 20%以上增长。

此外，温江花卉产业园区已打造形成西部花木生产、交易、信息、进出口集散中心，是全国四大花木基地之一。目前，温江区花木种植面积约 17.3 万亩，花木品种 1,300 余个，远销“一带一路”沿线国家，2021 年实现花木出口额 680 万美元、花木销售额 23 亿元。

财政及债务水平：近年温江区一般公共预算收入稳步提升，财税收入质量和财政自给水平较好，地方政府债务余额持续扩张。2021 年温江区实现一般公共预算收入 50.32 亿元，处于成都市各区县中游水平，近年税收收入占一般公共预算收入的比重均在 80%左右，财政收入质量相对较高；从税种构成上来看，温江区税收收入以增值税、契税、土地增值税和企业所得税为主。近年温江区财政自给率存在小幅波动，整体仍处于较好水平。2021 年温江区预计实现政府性基金收入 79.64 亿元，规模位于成都市各区县前列，且呈持续增长之势，但仍需关注房地产市场降温对土地市场的影响。区域债务方面，近年温江区地方政府债务余额持续扩张，2019-2021 年复合增长率为 20%。

表10 温江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	50.32	46.20	45.10
税收收入占比	80.11%	80.15%	79.51%
财政自给率	72.86%	64.67%	79.47%
政府性基金收入	79.64	73.65	50.02
地方政府债务余额	163.34	143.74	113.37

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：温江区人民政府官网，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，温江区已发债投融资平台共 10 家，主要平台为成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司（以下简称“兴蓉西集团”）、成都隆博投资有限责任公司（以下简称“隆博公司”）、九联集团、成都锦城光华投资集团有限公司（以下简称“锦城光华集团”）。其中，兴蓉西集团下属发债平台 3 家，隆博公司下属发债平台 2 家，九联集团下属发债平台 1 家。主要平台具体情况如下表所示。

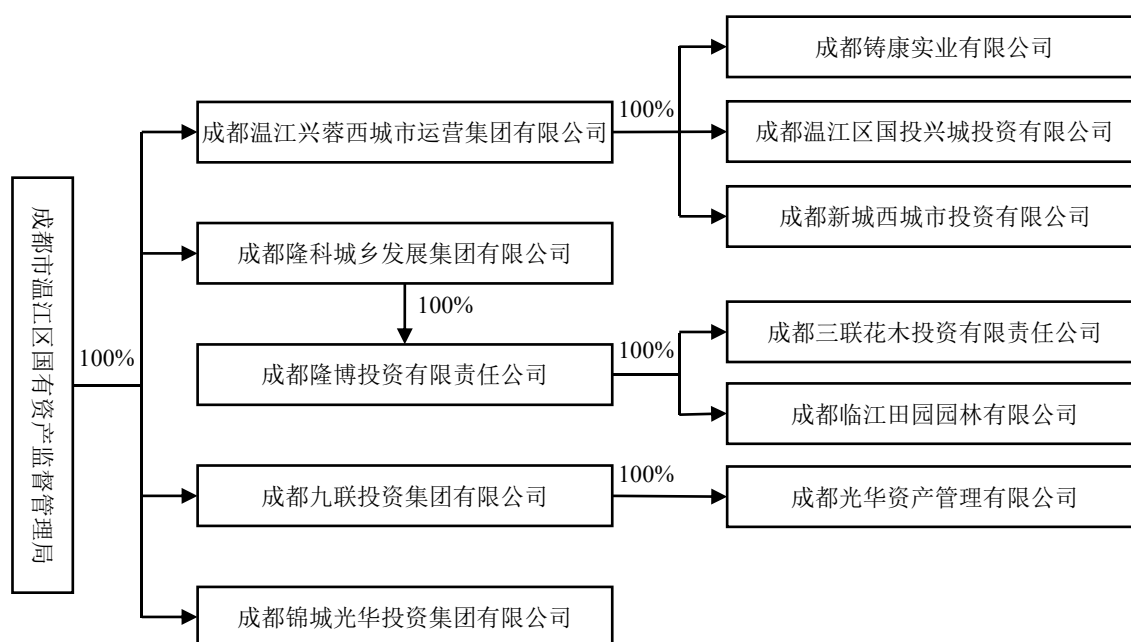
表11 温江区主要投融资平台情况（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
兴蓉西集团	温江区国资局	456.08	39.65%	230.75	28.40	从事温江区城市运营
隆博公司	成都隆科城乡发展集团有限公司	359.38	25.96%	99.19	13.21	从事涉农领域城乡资源开发运营
九联集团	温江区国资局	316.43	54.33%	243.32	24.81	定位于成都医学城综合开发运营商
锦城光华集团	温江区国资局	107.66	40.45%	61.33	13.16	温江区重要的交通类基础设施建设投资主体和国有资产运营主体

注：财务数据为 2021 年末/2021 年度；兴蓉西集团、隆博公司和锦城光华集团的总债务未考虑其他债务调整项。

资料来源：中证鹏元数据库、Wind，中证鹏元整理

图 4 温江区已发债投融资平台股权关系图



资料来源：公开信息

（三）经营与竞争

公司是温江区重要的城市基础设施建设主体之一，定位于成都医学城综合开发运营商，2021年营业收入仍主要来自工程代建业务，该业务收入占当期营业收入的比重在六成以上；2021年新增康德馨苑（一期）项目的房产销售收入；同时公司仍从事房屋租赁、管网租赁、检测、担保等其他业务，为公司营业收入带来有益补充。项目的建设进度受疫情影响较大，导致工程代建收入进一步下滑，但随着产业园区及配套设施的逐步完善，租赁收入进一步增长，并新增配套人才房的销售收入，整体来看，2021年公司营业收入回升。

2021年公司毛利率有所下滑，其中，代建业务毛利率稳定在14%左右，租赁、检测及担保业务毛利率均维持在较高水平，但考虑到康德馨苑（一期）项目系产业园区的配套人才房，招商引资配套属性明显，定价较低，毛利率为负。

表12 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
工程代建	15.81	14.27%	18.44	14.53%
房产销售	6.29	-3.72%	0.00	-
租赁及其他	2.65	61.25%	2.15	59.05%
检测	0.04	88.36%	0.03	88.81%
担保	0.03	93.70%	0.03	95.13%
合计	24.81	14.92%	20.65	19.39%

资料来源：公司提供

2021年公司工程代建收入下滑，但规模仍较大，考虑到公司的平台地位及在建项目的持续投入，未来收入较有保障，此外，项目建设面临较大资金压力

公司工程代建业务包括市政基础设施项目建设和土地整理业务两部分，主要由公司本部、海科投资和光华资产负责运营，承接的工程代建项目大多与政府及其他区属国有企业签订了回购或委托代建协议，按照成本加成一定比例确认投资收益，不同主体加成比例不一，项目回款情况亦不相同。

表13 公司工程代建协议主体及主要条款情况

受托方	委托方	投资收益率	回款安排
公司本部	原委托方：宏信资产 新委托方：成都金态合投资有限公司	25%	不同子项目支付方式不一，回购款均须于项目完工后 2 年内支付完毕
	成都海峡两岸科技产业开发园管委会	15%	竣工验收后统一结算
海科投资	成都市温江区房产管理局	-	根据协议分多年支付
	成都海峡两岸科技产业开发园管委会	15%	竣工验收后统一结算
光华资产及其子公司成都康城投资开发有限公司	成都海峡两岸科技产业开发园管委会	15%	竣工验收后统一结算
	温江区财政局	拆迁类 15%、投资建设类 13%、交通类 18%	拆迁及投资建设类：竣工验收确认回购额后，在 6 个月内结清



交通类：工程交付使用后，光华资产提交回购申请，10个工作日内支付

注：根据海科投资与成都市温江区房产管理局签订的《工程项目委托建设合同》，海科投资负责实施成都市温江区棚户区改造一期项目，计划总投资 154,472 万元，成都市温江区房产管理局根据协议分多年支付总价款 263,748 万元。

资料来源：公司提供

项目建设方面，公司本部原受宏信资产委托建设温江区城南片区整体城镇化建设项目（以下简称“城南整体城镇化项目”）并与其签订了《工程项目委托代建暨回购协议书》，该项目位于温江区城南，涉及柳城、天府、涌泉三个街办部分区域，建设内容包括征地拆迁，新建安置房及配套用房、公共建筑（含学校、综合体育中心、文化艺术中心）以及其他配套工程（含新建道路、管网以及生态绿化工程）。鉴于2019年末宏信资产股权划转至公司名下，成都金态合投资有限公司（以下简称“金态合公司”）作为新的委托方与公司签订了补充协议，协议约定自2020年1月1日起由金态合公司履行后续回购义务。

成都医学城基础设施建设项目分A、B区²建设，建设内容包括A、B两区内拆迁及道路、管网、绿化提升等基础设施项目的建设，相关基础设施项目分两期进行。二期项目尚未签订代建协议，具体收益实现方式尚不明确。

海科投资工程代建业务涵盖成都医学城范围内的基础设施、安置房以及棚改项目建设，具体包括成都市温江区棚户区改造一期、仁和新华三期等项目。光华资产及其子公司成都康城投资开发有限公司（以下简称“康城投资”）主要负责温江区征地拆迁、交通类项目建设。

表14 2021 年公司项目建设收入及成本明细（单位：亿元）

运营主体	项目名称	确认成本	确认收入
公司本部	城南整体城镇化项目	8.18	9.74
海科投资	成都医学城 A 区供排水管网工程建设项目	0.78	0.89
光华资产	上医国际广场	1.27	1.39
	其他零星项目	1.68	1.83
合计		11.91	13.85

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司本部及子公司主要在建的代建项目包括城南整体城镇化项目、成都医学城基础设施建设项目以及温江区棚户区改造一期项目等。

表15 截至 2021 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

运营主体	项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	委托方	是否签订代建/回购协议
公司本部	温江区城南片区整体城镇化建设项目	57.85	57.22	0.63	金态合公司	是
	成都医学城基础设施建设项目	172.08	67.63	104.45	海峡两岸科技管委会	一期项目：是 二期项目：否

² 成都医学城根据地域范围划分为 A 区和 B 区：A 区主要为制造、生产型企业集中区域；B 区主要为研发、康养产业集中区域。



海科投资	成都市温江区棚户区改造一期项目	15.45	10.08	5.36	成都市温江区 房产管理局	是
	仁和新华三期	4.71	1.46	3.25	海峡两岸科技 管委会	是
-	合计	250.09	136.40	113.69	-	-

注：（1）温江区城南片区整体城镇化建设项目原委托方系宏信资产，自2020年1月1日起由金态合公司履行后续回购义务；（2）成都医学城基础设施建设项目包括一期和二期，其中一期项目计划总投资29.20亿元，二期项目计划总投资142.88亿元。

资料来源：公司提供

土地整理方面，公司本部自2018年起开展土地整理业务，主要负责成都医学城A区的金马镇部分社区土地整理项目。根据公司与海峡两岸科技管委会签订的《工程项目委托建设合同》，公司负责组织协调拆迁安置、谈判并签订承包合同、筹集项目建设资金等相关工作，海峡两岸科技管委会按照项目支出成本加成19.05%（不含税）与公司结算。2021年公司土地整理项目确认收入1.95亿元。

表16 截至2021年末公司土地整理项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	项目尚需投资
温江区金马镇刘家濠、金泉社区土地整理项目	11.11	11.11	0.00
温江区金马镇温泉、光明、新春、金泉、同福社区土地整理项目	6.05	2.60	3.45
合计	17.16	13.71	3.45

资料来源：公司提供

整体来看，在疫情影响下公司2021年工程代建业务收入下滑，但规模仍较大。考虑到公司在区域内的业务地位，随着温江区城市建设进程的不断推进，及成都医学城基础设施建设项目的逐步实施，未来业务收入较有保障。此外，公司在建项目尚需投入较大规模的资金，已投入资金的回收依赖于财政资金安排，存在较大不确定性，公司未来面临较大资金压力。

房产类业务丰富了公司的收入来源，但目前整体业绩贡献较少，后续收益尚待观察，并且项目建设面临较大资金缺口

公司房产类业务主要为成都医学城范围内的产业园区、住房及配套社区的建设、运营。

住房建设方面，根据九联科海于2021年8月发布的《康德馨苑销售公告》，康德馨苑项目位于成都市温江区柳林堰七路6号、66号、69号，凉水路998号，占地面积约147.2亩，容积率2.5。项目共20栋住宅，合计房源2,001套，项目清水均价8,330元/㎡，本次销售房源807套。销售对象为经温江区政府认定的对全区产业功能区发展和区域功能完善有重大支撑作用的企业、项目等人才。优先面向医药健康产业（药械研发、制造；健康食品；AI/大数据；平台经济；农旅康养）企业或项目人才销售。2021年康德馨苑（一期）实现房产销售收入6.29亿元，招商引资配套属性明显，定价较低，未实现盈利。

至善雅居项目1-4号楼已于2022年5月取得预售许可证（蓉预售字第510115202257514号），预计未来可为公司带来一定的房地产销售收入。蓉禾雅居项目系保障性租赁住房，主要通过住宅、车位的出租获取收益。保障房方面，新居工程-康城嘉苑A区三组团及已完工保障房项目拟进行定向销售。

表17 截至 2021 年末公司住房项目经营情况（单位：亿元、万平方米）

1、在建项目								
运营主体	项目名称	类型	预计总投资	累计已投资	建筑面积	可售面积	预售情况	预计完工日期
九联科海	康德馨苑项目（一期）	配套人才房	23.60	15.95	23.02	23.02	接近尾盘销售	2020.12
	康德馨苑项目（二期）	配套人才房	28.50	13.98	32.00	32.00	暂未预售	2022.6
	至善雅居项目	商品房	14.50	7.32	11.45	11.45	暂未预售	2022.12
	蓉禾雅居项目	保障性租赁住房	13.60	5.56	17.32	-	暂未预售	2023.12
康城投资	新居工程-康城嘉苑 A 区三组团	保障房	6.50	3.16	13.77	13.77	暂未预售	2019.12
合计		-	86.70	45.96	-	-	-	-
2、已完工待售项目								
公司本部	和声悦色项目	保障房	3.98	2.48	14.32	14.32	暂未预售	已完工
	东宫美阁项目	保障房	2.14	2.01	7.34	7.34	暂未预售	已完工
合计		-	6.12	4.48	-	-	-	-

注：和声悦色、东宫美阁项目累计已投资额小于立项时计划总投资额，实际已完工，近年因资本化利息入账，已投资规模有少量增加。

资料来源：公司提供

产业园区建设方面，公司主要推动了三医融合产业园项目、成都医学城“三医创新中心”（三期、四期）及HEMO+亚太地区总部和研发生产基地等自营项目建设，项目建设资金主要依靠自筹，建成后主要通过出租或出售方式实现收益。

截至2021年末，“三医创新中心”（三期）已部分完工投入使用，目前建成部分出租率超90%，租金单价多在40-55元/平方米*月之间，2021年实现租金收入0.25亿元。其余自营项目尚未竣工，建成后将陆续投入运营，有助于拓宽公司收入来源。

表18 截至 2021 年末公司主要在建产业园区项目情况（单位：亿元）

运营主体	项目名称	项目建设内容	预计总投资	累计已投资	尚需投资额
公司本部	三医融合产业园项目	cGMP 标准化厂房、医疗器械标准化厂房、研发中心及其他附属配套设施	29.97	9.60	20.37
九联科海	成都医学城“三医创新中心”（四期）	建设医学、医疗、医药“三医”研发孵化载体及配套设施	6.80	6.64	0.16
	成都医学城标准化厂房项目	建设标准厂房及配套设施	12.00	7.57	4.43
	温江区电子科技大学三医及人工智能产业园一期	建设集企业总部基地、孵化器、企业加速器和新经济产业园	6.00	3.55	2.45
	中科院四川转化医学研究医院及四川省重点实验室项目	医学研究产业项目	2.80	0.61	2.19
	HEMO+亚太地区总部和研发生产基地	建设生产性厂房及配套设施	9.60	2.80	6.80
大众健康	尚诚怡美研发及中试生产基地项目	办公用房、研发中心、医美护肤品生产基地	3.50	1.37	2.13
	四川省食品药品监督管理局器械化检验检测中心项目	商业医疗综合体医疗服务配套项目	4.40	36.55 万元	4.40



四川省食品药品监督管理局 药械化检验检测中心项目商 商业综合体 业配套项目		5.40	54.77 万元	5.39
永盛工改工项目一期	医辅产业园	4.50	28.82 万元	4.50
-	合计	-	84.97	32.16
				52.81

资料来源：公司提供

目前住房及产业园区项目大多在建设期，整体业绩贡献较少。截至2021年末，上述主要在建项目仍面临较大资金缺口，同时需关注的是，未来上述项目能否顺利完工并实现预期收益尚待观察。

管网租赁、检测、担保等其他业务为公司营业收入带来有益补充

公司及下属子公司还从事管网租赁、检测、担保等其他业务，2021年上述业务毛利率仍维持在较高水平，为公司营业收入带来有益补充。

管网租赁业务方面，公司将供水管网管道以及污水排放管道租赁给成都温江区自来水公司（以下简称“温江自来水公司”），租赁期限为2016-2026年，租赁单价为7.914万元/千米，温江自来水公司根据合同单价以及每年确认的管道租赁长度，按年支付租赁费，2021年公司实现管网租赁收入0.92亿元。

检测业务系子公司成都市温江区精科建设工程质量检测中心有限公司提供的建设工程质量检测服务、现场材料委托检验，客户主要为当地建设企业，2021年实现检测收入391.85万元。

担保业务由光华资产子公司成都正信融资担保有限责任公司（以下简称“正信担保”）经营，主要负责贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保等融资性担保业务，客户主要为当地中小企业，2021年实现担保费收入269.32万元，2021年末在保余额为2.23亿元，累计发生代偿38户，代偿金额合计1.27亿元。

表19 公司融资担保业务明细（单位：万元）

项目	2021 年	2020 年
担保收入	269.32	289.01
当期担保发生额	9,117.00	6,242.00
期末在保余额	22,252.91	16,579.00
当期解除担保额	3,443.09	2,541.00
担保赔偿准备金	1,880.43	1,657.90
未到期责任准备金	134.66	144.50

资料来源：公司提供

温江区政府继续给予公司较大力度的支持

2021年公司获得政府补助1.27亿元，改善了公司盈利水平。

表20 2021 年公司获得的外部支持（单位：亿元）

依据文件	内容	金额	核算科目
《关于支持成都联讯建设工程有限公司经营发展的通知》	补贴	1.10	其他收益

-	其他各项补助资金、补贴等	0.17	其他收益
合计	-	1.27	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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。截至2022年3月末，公司纳入合并报表范围内的二级子公司共6家，详见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但构成上仍以土地、应收款项及项目建设成本为主，受限资产占比较高，整体流动性一般

随着公司融资规模的增加，2021年公司资产规模继续增长，资产结构保持稳定，仍以流动性资产为主。

流动资产方面，公司货币资金主要系银行存款，2021年末账面余额相对充足，其中4.60亿元因质押或保证金使用受限，使用受限货币资金占比不大；随着日常经营活动的支出，2022年3月末公司货币资金账面余额有所下降。应收账款主要来自代建业务，账面价值变化不大，应收对象主要为成都市温江区财政局和海峡两岸科技管委会，两者合计金额占2021年末应收账款的98.57%，集中度较高。公司其他应收款主要系与当地政府部门及公司联营企业的往来款，2021年末应收联营企业成都星河九联公园城市建设有限公司³借款7.09亿元。综合来看，公司应收款项规模较大，部分款项实际账龄较长，未来回款时间较不确定，对营运资金形成较大占用，同时需关注其坏账风险。公司存货规模较大，主要为开发成本及待开发土地，考虑到项目建设的持续投入，账面价值呈增长态势；2021年末待开发土地共48宗，账面价值126.81亿元，性质以出让土地为主，用途多为商业、住宅用地，其中账面价值合计1.66亿元的3宗土地权属正在办理。截至2021年末，账面价值73.52亿元的存货因贷款或担保抵押而受限。

非流动资产方面，公司投资性房地产以公允价值计量，且评估价值持续增长，截至2021年末账面价值175.14亿元，其中34宗土地使用权账面价值合计153.38亿元，均为出让性质的商业、住宅或办公用地；房屋及建筑物21.76亿元，主要系办公大楼；此外，公司账面价值50.77亿元的投资性房地产已抵押。公司在建工程主要包括成都医学城“三医创新中心”（四期）、成都医学城标准化厂房和HEMO+亚太地区总部和研发生产基地等项目，随项目建设推进，2021年末账面价值增至25.46亿元，其中14.25亿元已

³ 成都星河九联公园城市建设有限公司成立于2020年9月，截至2022年3月末注册资本6.21亿元，公司持有其35%的股权。



抵押。

总体来看，公司资产规模持续增长，构成上仍主要为土地、应收款项和项目建设成本，其中土地使用权短期内难以集中变现，应收款项回款期限不确定，项目建设成本的回收依赖于项目结算进度及财政支出安排。同时，2021年末受限资产规模占同期末资产总额的21.76%，受限比例较高，资产整体流动性一般。

表21 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	40.89	5.78%	49.33	7.12%	36.80	5.72%
应收账款	63.58	8.99%	60.93	8.79%	60.84	9.45%
其他应收款	86.44	12.23%	82.61	11.92%	84.09	13.07%
存货	266.94	37.76%	264.35	38.16%	239.82	37.27%
流动资产合计	461.07	65.21%	460.01	66.40%	424.31	65.94%
投资性房地产	175.09	24.76%	175.14	25.28%	171.77	26.69%
在建工程	39.35	5.57%	25.46	3.67%	15.56	2.42%
非流动资产合计	245.96	34.79%	232.79	33.60%	219.16	34.06%
资产总计	707.03	100.00%	692.80	100.00%	643.48	100.00%

资料来源：公司 2010-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2021年公司收入规模有所回升，收现比继续增长，未来收入可持续性较好

2021年公司收入仍主要来自工程代建业务，受疫情影响，代建收入规模较上年进一步下滑；随着房地产项目的建成销售，2021年新增房产销售收入；此外，公司租赁、检测、担保等其他业务为公司营业收入带来有益补充。整体上看，公司营业收入规模有所回升，考虑到公司系温江区重要的城市建设及投融资主体之一，且随着自营项目陆续完工投入运营，有助于拓宽公司收入来源，未来收入可持续性较好。同时，2021年公司收现比继续增长，业务回款能力较好。

公司销售毛利率小幅波动，一方面是租赁、检测及担保业务毛利率仍维持在较高水平，另一方面是2021年新增的配套人才房销售未实现盈利。公司其他收益来自政府补助，改善了公司盈利水平。

表22 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年1-3月	2021年	2020年
营业收入	4.82	24.81	20.65
收现比	59.70%	104.64%	96.98%
其他收益	0.00	1.27	0.09
营业利润	0.51	3.84	5.87
利润总额	0.51	3.83	5.87

销售毛利率	17.34%	14.92%	19.39%
-------	--------	--------	--------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，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持续攀升，面临较大债务压力

受益于利润的积累，公司所有者权益保持增长，但同期公司通过银行借款和发行债券等渠道扩大融资规模，负债总额亦大幅增长，使得产权比率上升较快，公司净资产对负债的保障程度持续减弱。所有者权益方面，资本公积占净资产的比重较大，主要为政府注入的市政管网及股权等资产。

图 5 公司资本结构

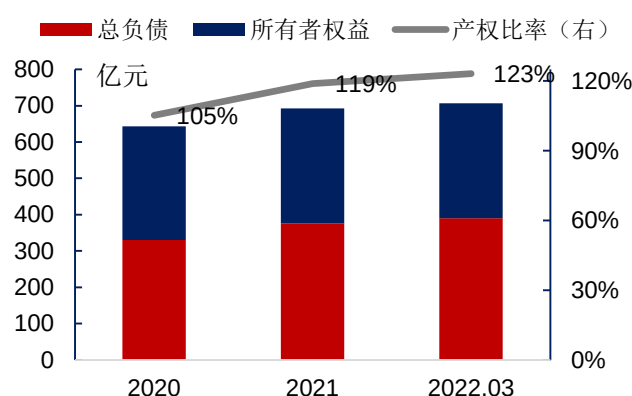
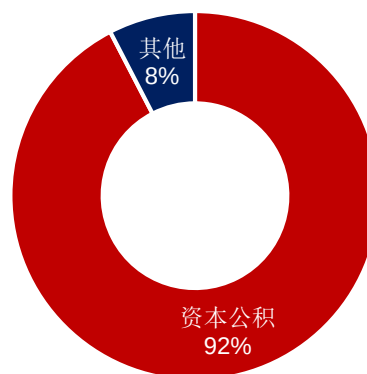


图 6 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司仍以非流动负债为主。流动负债方面，公司短期借款规模继续增长，包括保证、信用、质押借款，其中贷款单位主要为国有行、股份制银行和城商行。其他应付款主要是往来款，往来对象主要系政府部门及当地国有企业。2021年末公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款33.75亿元、应付债券1.66亿元、长期应付款7.39亿元以及应付利息2.08亿元，规模较大。

非流动负债方面，公司长期借款主要为保证、抵押和质押借款，贷款银行主要为国有银行、城商行及农商行等。发行债券是公司融资的主要渠道，2021年公司新发行了定向债务融资工具、中期票据和企业债等多只债券，融资工具及品种较为丰富，应付债券账面余额大幅增长。长期应付款主要系融资租赁款及专项应付款，截至2022年3月末，公司融资租赁款余额8.48亿元，利率不超过10%。

表23 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

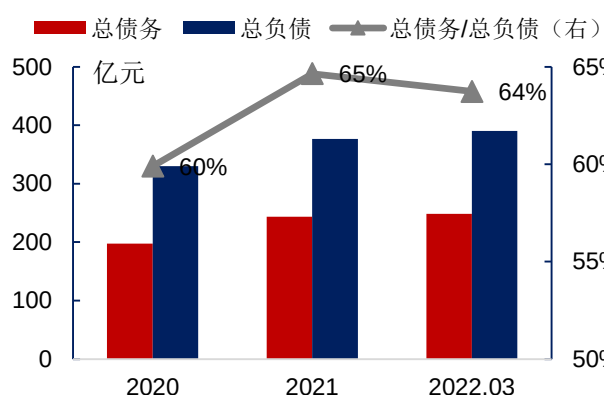
项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15.05	3.86%	13.96	3.71%	9.26	2.81%
其他应付款	54.85	14.06%	50.04	13.29%	57.75	17.50%
一年内到期的非流动负债	41.57	10.65%	44.89	11.93%	37.85	11.47%
流动负债合计	150.60	38.59%	144.37	38.36%	137.83	41.77%

长期借款	103.77	26.59%	94.67	25.15%	86.94	26.34%
应付债券	74.84	19.18%	74.84	19.88%	44.00	13.33%
长期应付款	19.45	4.98%	20.93	5.56%	20.74	6.28%
非流动负债合计	239.63	61.41%	232.01	61.64%	192.18	58.23%
负债合计	390.23	100.00%	376.38	100.00%	330.01	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

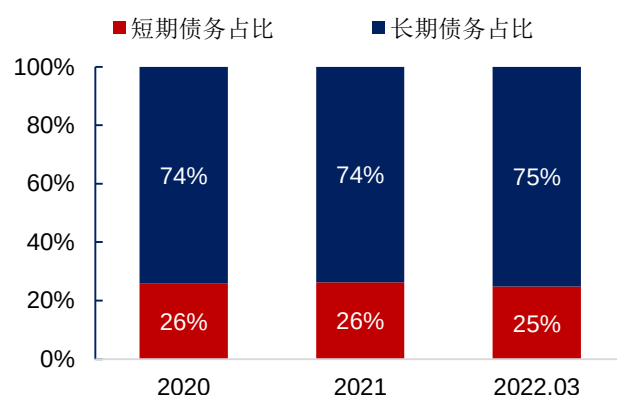
为满足业务发展所产生的资金需求，公司债务规模攀升，同时一年内到期的债务规模较大，截至 2022 年 3 月末，短期债务占总债务的比重约 25%。整体来看，公司面临较大的债务压力。

图 7 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 8 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标看，受融资扩张影响，公司资产负债率持续增长，现金类资产对短期债务的保障程度仍有待提升。同时，利息增长快于盈利水平提升，导致公司 EBITDA 利息保障倍数进一步下滑，公司盈利对利息的保障程度较弱。

表 24 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	55.19%	54.33%	51.29%
现金短期债务比	0.66	0.77	0.72
EBITDA 利息保障倍数	-	0.46	0.72

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

（五）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 5 月 5 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。

或有事项分析



截至2021年末，公司非经营性对外担保余额116.99亿元，占当期末净资产的比重为36.97%，全部为对当地国有企业的担保，均未设置反担保措施，加之子公司正信担保主要系对当地中小企业提供融资担保服务，2021年末在保余额为2.23亿元，公司整体存在较大的或有负债风险。

表25 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	是否有反担保措施
成都铸康实业有限公司	5.20	否
	5.00	否
	5.00	否
	5.00	否
	4.00	否
	3.30	否
	1.70	否
	1.00	否
	1.00	否
	0.99	否
成都三联花木投资有限责任公司	0.95	否
	4.00	否
	3.50	否
	3.16	否
	3.00	否
	1.80	否
	0.80	否
	0.50	否
成都市温江区自来水公司	3.90	否
	2.00	否
	1.50	否
	1.50	否
	0.98	否
	0.90	否
	0.65	否
	0.50	否
成都温江区国投兴城投资有限公司	4.00	否
	2.99	否
	2.00	否
	1.00	否
	0.48	否
	0.24	否
成都锦城光华投资集团有限公司	4.00	否



	2.66	否
	2.00	否
	1.00	否
	0.30	否
	6.30	否
成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司	1.50	否
	0.49	否
	3.98	否
成都科蓉城市投资有限公司	2.00	否
	0.50	否
成都宏图华信投资有限公司	5.00	否
成都隆博投资有限责任公司	5.00	否
成都鑫城联创建设工程有限公司	4.46	否
成都隆科乡村发展有限公司	2.04	否
成都宏信投建材有限公司	1.00	否
	0.78	否
成都科蓉商务服务有限公司	0.10	否
成都鱼鳃城产实业有限公司	0.50	否
成都市誉川美景园林绿化工程有限公司	0.45	否
成都西行起点旅游资源开发有限公司	0.29	否
成都市温江城投顺源生态环境建设有限公司	0.10	否
合计	116.99	-

注：表中未包含公司开展担保业务的担保情况。

资料来源：公司提供

五、增信措施分析

“21九联项目债01/21九联01”、“22九联项目债01/22九联01”均设置差额补偿与资产抵质押双重增信措施，由公司对“21九联项目债01/21九联01”、“22九联项目债01/22九联01”承担差额补偿义务，募投项目所形成的资产或收益权可抵质押部分，足额向债权代理人抵质押。

项目实施主体将于募投项目竣工验收并办理权利凭证后10个工作日内，将项目建设、运营所形成的资产或收益权按照法律法规规定可以抵押或质押的部分，足额向债权代理人办理抵质押手续。

六、结论

近年温江区人口大幅净流入，依托良好的生态资源大力发展大健康产业，“三医”产业融合优势日渐凸显，为公司发展提供了良好基础。公司作为温江区重要的城市基础设施建设主体之一，定位于成都医学城综合开发运营商，随着温江区城市建设进程的不断推进，及成都医学城基础设施建设工程项目的逐步



实施，未来业务收入较有保障。此外，温江区政府继续给予公司较大力度的支持。

同时中证鹏元也注意到，公司资产构成仍以土地、应收款项及项目建设成本为主，受限资产占比较高，整体流动性一般。在建项目尚需投入的资金规模较大，资金支出有所承压。总债务规模攀升，偿债压力加大。并且对外担保规模较大，均未设置反担保措施，面临较大或有负债风险。

综上，中证鹏元维持“21九联项目债01/21九联01”、“22九联项目债01/22九联01”的信用等级为AA+。



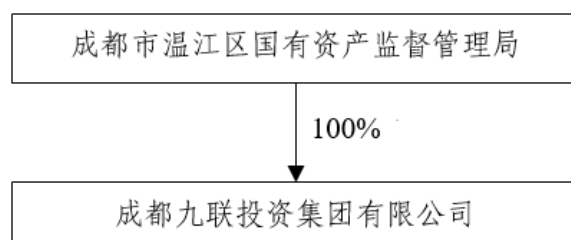
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	40.89	49.33	36.80	35.55
其他应收款	86.44	82.61	84.09	86.43
存货	266.94	264.35	239.82	219.75
流动资产合计	461.07	460.01	424.31	399.68
投资性房地产	175.09	175.14	171.77	168.49
非流动资产合计	245.96	232.79	219.16	205.41
资产总计	707.03	692.80	643.48	605.09
短期借款	15.05	13.96	9.26	1.00
其他应付款	54.85	50.04	57.75	81.28
一年内到期的非流动负债	41.57	44.89	37.85	23.44
流动负债合计	150.60	144.37	137.83	129.09
长期借款	103.77	94.67	86.94	95.97
应付债券	74.84	74.84	44.00	16.06
长期应付款	19.45	20.93	20.74	14.07
递延所得税负债	40.24	40.24	40.18	39.51
非流动负债合计	239.63	232.01	192.18	165.62
负债合计	390.23	376.38	330.01	294.71
总债务	248.71	243.32	197.68	150.37
营业收入	4.82	24.81	20.65	27.17
所有者权益	316.80	316.43	313.46	310.38
其他收益	0.00	1.27	0.09	1.75
营业利润	0.51	3.84	5.87	5.95
利润总额	0.51	3.83	5.87	5.75
经营活动产生的现金流量净额	-6.76	8.05	0.21	-7.77
投资活动产生的现金流量净额	-3.45	-16.30	-10.36	-5.18
筹资活动产生的现金流量净额	2.27	16.48	11.40	21.99
财务指标	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	17.34%	14.92%	19.39%	17.11%
收现比	59.70%	104.64%	96.98%	82.55%
资产负债率	55.19%	54.33%	51.29%	48.70%
现金短期债务比	0.66	0.77	0.72	1.45
EBITDA（亿元）	-	6.49	8.31	7.73
EBITDA 利息保障倍数	-	0.46	0.72	1.01

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

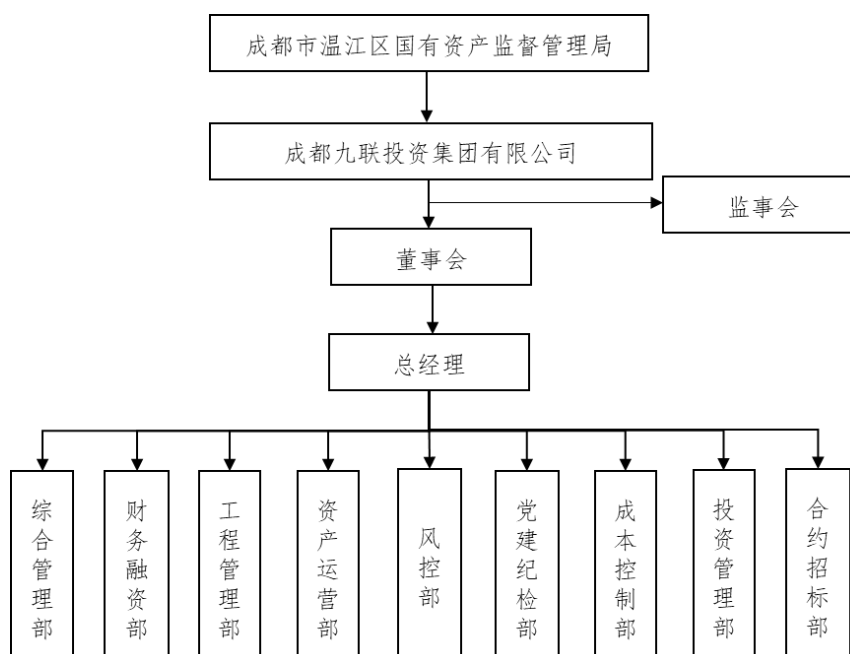


附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供



附录四 2022 年 3 月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	公司简称	注册资本	持股比例	业务性质
成都海科投资有限责任公司	海科投资	19.87	100%	基础设施建设、项目投资等
成都光华资产管理有限公司	光华资产	4.92	100%	资产管理、基础设施建设等
成都光华兴教实业有限公司	光华兴教	1.00	100%	教育项目建设管理等
成都市温江区宏信资产投资有限公司	宏信资产	0.14	100%	资产投资、管理，基础设施建设等
成都海科资产管理有限公司	海科资产	0.02	100%	资产管理等
成都九联科海健康科技有限公司	九联科海	1.11	100%	研究和试验发展等

资料来源：公司提供

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。