



2020年成都市蜀州城市建设投资有限责任公司公司债券(品种一)、(品种二)2023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与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

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：

2020年成都市蜀州城市建设投资有限责任公司公司债券(品种一)、(品种二)2023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
20 蜀州城投债 01/20 蜀州 01	AAA	AAA
20 蜀州城投债 02/20 蜀州 02	AAA	AAA

评级观点

- 该评级结果是考虑到：成都市蜀州城市建设投资有限责任公司（以下简称“蜀州城投”或“公司”）控股股东和实际控制人为崇州市国有资产监督管理局和金融工作局（以下简称“崇州市国资局”），公司是崇州市基础设施建设平台之一，代建业务仍较为充足，继续得到一定力度的外部支持，天府信用增进股份有限公司（以下简称“天府信用”）和四川省金玉融资担保有限公司（以下简称“金玉担保”）分别为品种一、品种二提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升品种一和品种二的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产大量沉淀于项目成本，流动性较弱，未来项目的继续投资和债务滚续可能继续推升债务规模，或有负债风险较大。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得一定力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2023年5月23日

联系方式

项目负责人：王钰
wangyu@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松
chenjs@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	2023年3月	2022年	2021年	2020年
总资产	130.33	130.17	129.07	123.63
所有者权益	87.07	87.12	86.61	86.12
总债务	--	27.56	20.66	16.73
资产负债率	33.19%	33.07%	32.90%	30.34%
现金短期债务比	1.37	1.59	1.92	1.81
营业收入	0.06	6.30	5.51	4.68
其他收益	0.00	1.47	0.27	0.65
利润总额	-0.04	0.69	0.65	0.64
销售毛利率	46.13%	10.13%	7.83%	7.83%
EBITDA	--	1.03	0.65	0.65
EBITDA 利息保障倍数	--	0.59	0.48	0.56
经营活动现金流净额	0.76	1.48	1.52	-1.62

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **崇州市经济实力不断增强，以电子信息、智能家居为主导的第二产业是区域经济增长的重要动力，继续为公司发展提供了良好基础。**崇州市是距离成都市最近的三圈层区县之一，交通较为便捷，近年地区生产总值持续增长；崇州经济开发区是省级开发区，已形成较为成熟的捷普工业园、成都（崇州）家具产业园，2022年电子信息产业产值占规模以上总产值比重超55%，区域内积聚了捷普科技、领益科技、索菲亚、全友家私等企业。
- **作为崇州市基础设施建设平台之一，公司代建业务仍较充足，2022年继续获得一定力度外部支持。**2022年公司继续承担了崇州市范围内的片区基础设施、安置房等基础设施建设，2022年末在建项目储备较丰富，主要代建项目已投资待结算金额约20亿元。2022年公司获得崇州市财政局拨付的部分专项补助资金，是利润的主要来源。
- **第三方保证担保有效提升了品种一和品种二的信用水平。**经中证鹏元综合评定，天府信用和金玉担保主体信用等级均为AAA，其分别为品种一和品种二提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升品种一和品种二的信用水平。

关注

- **资产大量沉淀于项目成本，土地使用权绝大部分未缴纳土地出让金。**2022年末公司资产仍以土地使用权、工程项目、应收款项为主，2023年3月末上述资产占总资产比重为88.36%。其中土地使用权绝大部分未缴纳土地出让金且约21%的土地使用受限；工程项目建设周期普遍较长，受委托方资金安排等影响收入确认存在不确定性；应收款项主要为国有企业往来款，回收时间不确定。
- **随着项目建设持续投入和债务滚续，公司总负债中刚性债务占比突破60%。**2022年末公司总债务规模持续增长，EBITDA利息保障倍数仍处于较低水平，备用流动性不足，经营活动净现金流对债务本息及未来投资计划的覆盖能力仍较弱，且自营安置房项目投资规模较大，募投项目收益不及预期，未来持续的项目投资计划和债务滚续需求可能继续推升外部融资依赖度。
- **面临较大或有负债风险。**截至2022年末，公司对外担保余额合计58.34亿元，占同期末净资产的比重为66.97%，被担保方主要为崇州市国有企业，担保期限较长，存在较大的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
兴蜀投资	崇州市经济开发区基础设施、厂房、安置房等建设重要主体	314.36	172.13	10.01
崇兴投资	崇州市的基础设施建设重要主体	246.13	155.18	10.22
鼎兴实业	崇州市的基础设施建设主体之一，还负责污水处理、砂石销售业务	148.04	73.34	6.32
蜀州城投	崇州市的基础设施建设主体之一，主要负责了区域内片区基础设施、安置房等基础设施建设	130.17	87.12	6.30
成都兴旅	崇州市内街子古镇景区和元通古镇景区的旅游开发重要主体	122.38	56.51	10.73

注：（1）“兴蜀投资”为成都兴蜀投资开发有限责任公司的简称、“崇兴投资”为崇州市崇兴投资有限责任公司的简称、“鼎兴实业”为崇州市鼎兴实业有限公司简称、“成都兴旅”为成都市兴旅旅游发展有限责任公司简称；（2）以上各指标均为2022年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是崇州市基础设施建设主体之一，主要负责了区域内片区基础设施、安置房等基础设施建设，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，崇州市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与崇州市政府的联系非常紧密以及对崇州市政府非常重要。同时，中证鹏元认为崇州市政府提供支持的能力较强，主要体现在较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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	AAA	2022-5-31	陈俊松、 龚程晨	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	AAA	2021-6-15	邹火雄、 汪永乐	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+	2016-12-5	魏榆峻、 王一峰	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文
AA-/ 稳定	AA	2015-5-6	雷巧庭、 王一峰	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	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
20 蜀州城投债 01/20 蜀州 01	7.00	5.60	2022-5-31	2027-3-25
20 蜀州城投债 02/20 蜀州 02	3.30	3.30	2022-5-31	2027-8-13

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

公司于2020年3月发行7年期7亿元公司债券（品种一），其中2.45亿元计划用于崇州市崇阳镇永安安置房建设项目（以下简称“永安安置房项目”），2.35亿元计划用于崇州崇阳镇石羊二期安置房建设项目（以下简称“石羊二期安置房项目”），2.20亿元计划用于崇州崇阳镇同心二期安置房建设项目（以下简称“同心二期安置房项目”）。公司于2020年8月发行7年期3.3亿元公司债券（品种二），其中2.75亿元计划用于永安安置房项目，0.55亿元计划用于补充营运资金。品种一和品种二（以下统称“本期债券”）募集资金共用一个账户，截至2023年4月30日，上述债券募集资金专项账户余额为30.18万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本均为1.00亿元，崇州市国资局持有公司100%的股权，为公司唯一股东及实际控制人。2022年公司新纳入合并范围内子公司1家，详见下表。

表1 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
成都慧康投资发展有限责任公司	100.00%	0.10	信息技术服务	划拨

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月

同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工

作会议将地方政府债务风险列为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023 年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

崇州市是距离成都主城区最近的三圈层区县之一，以电子信息、智能家居为主导的工业产业是区域经济增长的重要动力，整体经济实力在成都市各区县排名靠后；财政自给能力有所下滑，地方政府债务快速增长

区位特征：崇州市是距离成都主城区最近的三圈层区县之一，对外交通较为便捷，近年来常住人口净流入。崇州市地处成都平原西部边缘，系四川省下辖县级市，现由成都市代管，2022年末全市幅员面积1,089平方公里，城市建成区面积43平方公里（含经开区），辖6个街道、9个镇。崇州市东距成都主城区25公里，与成都二圈层温江、双流两区相邻，是距离成都主城区最近的三圈层区县之一，亦是成都平原都市圈重点发展的中等城市，已形成“三高三快两轨”对外交通格局，蒲快铁、成温邛快速路、二绕大划互通立交、三绕崇州段主线建成通车，距双流国际机场仅半小时车程。2021年末崇州市常住人口74.57万人，较2010年末增加8.46万人，增长12.80%。

图1 崇州市行政区划图



图2 崇州市“12345”组团化发展格局



资料来源：崇州市人民政府官方网站、《崇州市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：崇州市经济实力在成都市排名靠后，近年第二产业保持较快发展，2022年投资和消费对经济的拉动作用明显下滑，房地产市场持续降温。崇州市坚持“三步走”战略目标，坚守“西控”定力，聚力绿色转型，经济发展稳步推进，近年地区生产总值持续增长，但在成都市排名靠后（第

17位/共20位)。三次产业结构由2020年的12.4: 47.0: 40.6调整为2022年的9.1: 50.6: 40.3, 第二产业贡献较大。2022年崇州市规上工业增加值同比增长5.5%, 位于成都第10位, 为推动地区生产总值增长的重要动力。2022年崇州市固定资产投资增速及社会消费零售总额均明显下滑, 对区域经济增长的支撑力度减弱。2020-2022年全市房地产开发投资增速分别为79.1%、38.6%及0.1%, 2022年商品房销售面积同比下降43.5%, 区域房地产市场降温明显, 需关注后续恢复情况。

表2 2022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	1,545.74	1.8%	12.29	78.70	65.85
青羊区	1,496.39	2.8%	15.57	100.26	34.06
成华区	1,360.60	5.0%	9.85	89.90	28.95
新都区	1,032.59	2.1%	6.57	62.26	35.78
温江区	717.11	3.0%	7.24	52.44	60.73
彭州市	638.92	5.0%	8.14	41.32	34.31
崇州市	461.80	3.4%	6.19	29.06	30.23
蒲江县	211.54	1.7%	8.18	13.81	9.35

注: 人均 GDP 按 2021 年末常住人口计算。

资料来源: 各区(市)县政府官网, 中证鹏元整理, 中证鹏元整理

表3 2020-2022年崇州市主要经济指标及同比变化情况 (单位: 亿元)

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值 (GDP)	461.80	3.4%	442.59	8.7%	405.85	5.8%
工业增加值	-	-	188.77	12.3%	161.7	8.4%
固定资产投资	250.5	-5.8%	-	18.6%	-	13.4%
社会消费品零售总额	136.4	-1.7%	138.7	22.2%	113.5	-1.9%
进出口总额	-	-	37.23	14.2%	32.65	40.5%
人均 GDP (元)	61,928		59,352		55,703	
人均 GDP/全国人均 GDP	72.26%		73.30%		76.89%	

注: “-”表示数据未公开, 2022年人均GDP使用2021年末常住人口计算。

资料来源: 2020-2021年崇州市国民经济和社会发展统计公报、崇州市2022年经济运行情况, 中证鹏元整理

产业情况: 崇州市工业产业以电子信息、智能家居为主导产业, 产业呈现较强的单一性。2022年崇州市主导产业电子信息、智能家居拉动工业产值增长7.4个百分点, 电子信息、智能家居产业均集中在崇州经济开发区, 该开发区成立于2005年, 目前为省级开发区, 已形成较为成熟的捷普工业园、成都(崇州)家具产业园。崇州市先后引进了成都电子信息龙头企业的配套项目100余个, 包括捷普科技、领益科技、福蓉科技等关联企业100余家, 其中规上企业30家。2022年电子信息产业实现产值343.7亿元, 占当年规上工业总产值的比重为55.6%, 可见当地经济对电子信息产业的依赖程度较高, 产业呈现

较强的单一性。2022年引进落地中鼎、领益等总投资近80亿元项目13个；拟签约日东电工OLED偏光片、三诺集团数智产业园等总投资近170亿元的项目9个。

崇州市已聚集了索菲亚、全友家私、掌上明珠等品牌家居制造企业和华立股份、帝龙新材等配套企业241家，其中规上企业达到48家。2022年智能家居产业实现产值125.6亿元，同比增长8.5%，在规模以上工业总产值中占比20.3%。该产业产值规模尚处于较低水平。2022年喜临门等重点项目竣工投产，索菲亚四期、全友智慧工厂项目开工建设，力争到2025年崇州市智能家居产业产值达到200亿元。

财政及债务水平：崇州市财政自给能力尚可，但收入质量一般，政府性基金收入波动较大，政府债务余额复合增速较大。近年崇州市一般公共预算收入小幅波动，2022年税收收入同比下降21.0%，2020-2021年税收收入维持在20亿元左右，近年税收增长乏力。2022年崇州市财政自给率同比明显下降，财政自给能力尚可，上级补助对崇州市财政收入形成一定补充。受房地产政策收紧影响，政府性基金收入波动较大，且收入规模在成都市各区县中排名较靠后，2022年下半年当地国企拿地较多，2020-2022年地方政府债务复合增长率为16.42%，增速较快。

表4 崇州市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	29.06	31.52	28.26
税收收入占比	56.70%	66.07%	72.26%
财政自给率	55.49%	62.64%	59.42%
政府性基金收入	30.23	39.14	34.02
上级补助收入	25.09	24.01	23.32
地方政府债务余额	82.40	78.41	60.80

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：崇州市政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2022年末，崇州市主要发债投融资平台有5家，控股股东均为崇州市国有资产监督管理局和金融工作局（以下简称“崇州市国金局”），部分投融资平台的职能定位较类似，具体情况见下表。

表5 截至2022年末崇州市主要投融资平台（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
兴蜀投资	崇州市国资局	172.13	45.24%	10.01	100.66	崇州市经济开发区基础设施、厂房、安置房等建设重要主体
崇兴投资	崇州市国资局	155.18	36.95%	10.22	64.68	崇州市的基础设施建设重要主体
蜀州城投	崇州市国资局	87.12	33.07%	6.30	27.56	崇州市的基础设施建设主体之一
鼎兴实业	崇州市国资局	73.34	50.46%	6.32	58.90	崇州市的基础设施建设主体之一，还负责污水处理、砂石销售业务

成都兴旅	崇州市国资局	56.51	53.82%	10.73	53.01	崇州市内街子古镇景区和元通古镇景区的旅游开发重要主体
------	--------	-------	--------	-------	-------	----------------------------

注：除蜀州城投总债务含长、短期债务调整项以外，其余总债务不含长、短期债务调整项；财务数据为 2022 年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍系崇州市基础设施建设平台之一，以净资产计在区域内排名中等，主要负责区域内片区基础设施、安置房等基础设施建设，目前代建项目较为充足

2022年公司仍主要负责崇州市范围内片区基础设施、安置房等基础设施建设，项目建设收入系其主要的收入来源，2022年新增平台服务收入主要来自子公司成都慧康投资发展有限责任公司（以下简称“慧康投资”）的医疗信息化软件服务等相关业务，收入规模小，但毛利率高。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
项目建设收入	6.09	7.83%	5.51	7.83%
平台服务收入	0.21	77.03%	--	--
合计	6.30	10.13%	5.51	7.83%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

基础设施建设业务

2022年公司项目建设仍以代建为主，收入小幅增长，仍为公司收入和利润的主要来源，已完工未结算项目较多，随着项目逐渐结算可形成一定规模收入，但受委托方资金安排等影响存在不确定性；自营及代建项目尚需投资规模较大

作为崇州市基础设施投融资主体之一，公司承担着崇州市部分基础设施项目的建设任务。2022年公司与政府的代建业务模式未发生改变，主要为：公司与崇州市人民政府（以下简称“崇州市政府”）签订《崇州市基础设施建设项目委托代建协议》，确定公司作为项目承接主体，接受崇州市政府的委托进行市政道路、桥梁、安置房、城市绿化、管网设施等的投资建设，待项目完工后，根据完工项目的类型、工程规模及当年基准利率水平，崇州市政府授权崇州市财政局按照市场化原则就完工项目与公司分别签订回购协议，并确定代建管理费。代建管理费为项目投资总额（包括前期资金、工程资金、融资费用、应缴税费等各项支出）与投资收益之和，其中项目投资总额由崇州市政府委托崇州市财政局与公司双方根据实际发生投资额共同予以确认，投资收益按照项目实际发生投资额的15.00%计算。待项目竣工验收合格后，崇州市政府承诺根据回购协议的约定，将相关回购款支付给公司，一般在5年（原则上支付比例分别为30.00%、30.00%、20.00%、10.00%、10.00%）内支付完毕，公司将代建管理费确认项目建设收入（2017年及之后需扣除相应增值税）。实际中，由于部分项目包含多个子项目，政府可对已竣工的

子项目先进行回购，未完工部分仍计入在建工程中。

2022年12月，崇州市财政局出具了《关于成都市蜀州城市建设投资有限责任公司代建项目的说明》，将公司城北片区基础设施建设、城乡一体化基础设施项目-女鞋之都、风貌政治等基础项目交由成都蜀景天建设投资有限责任公司¹（以下简称“蜀景天建设”）与公司结算，结算模式与崇州市政府结算模式保持一致。

2022年公司项目建设收入同比小幅增长，确认收入的项目包括城区基础设施（崇州中心公园停车场项目及其他配套项目、城乡环卫一体化项目）、城乡一体化基础设施项目-女鞋之都，其中部分项目由蜀景天建设回购，毛利率稳定在7.83%，业务回款情况较好。

表7 公司项目建设收入成本情况（单位：亿元）

时间	项目名称	投资成本	项目建设收入
2022年	城区基础设施	2.42	2.62
	城乡一体化基础设施项目-女鞋之都	3.19	3.47
	合计	5.61	6.09
2021年	滨水新城及南和路片区项目	1.41	1.53
	滨水新城土地整理项目	1.15	1.25
	城乡环卫一体化项目	1.13	1.23
	第二快速通道	1.38	1.50
	合计	5.08	5.51

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建项目如下表所示，尚需投资规模较大，未来面临较大的资金支出压力。其中代建项目较为充足，已投资待结算金额约20亿元，未来项目建设业务可持续性较好。

公司自营项目均为债券相关的募投项目，其中永安安置房项目、石羊二期安置房项目和同心二期安置房项目为“20蜀州城投债01/20蜀州01”募投项目，永安安置房项目也为“20蜀州城投债02/20蜀州02”募投项目。截至2022年末，“20蜀州城投债01/20蜀州01”和“20蜀州城投债02/20蜀州02”募投项目计划总投资合计14.05亿元，已投资合计16.02亿元，待项目建成后预计可产生销售收入15.45亿元。但公司自营安置房项目规模较大，具有回收期限长等特点，且永安安置房项目、石羊二期安置房项目和同心二期安置房项目原计划均系于2020年-2024年销售，但募投项目至今未产生收益，项目收益不达预期；中证鹏元将持续关注募投项目销售状况及建成设施利用等情况。

表8 截至2022年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	模式
崇州市崇阳棚户区改造项目	19.99	7.23	12.76	自营
崇州市崇阳镇永安安置房建设项目	7.47	8.75	--	自营

¹ 控股股东和实际控制人均为崇州市国资局。

崇州崇阳镇石羊二期安置房建设项目	3.40	3.52	--	自营
崇州崇阳镇同心二期安置房建设项目	3.17	3.75	--	自营
自营小计	34.03	23.25	12.76	--
南部新城土地整理	3.39	5.59	--	代建
农村基础设施建设	2.96	1.56	1.40	代建
西街宫保里棚户区改造项目	2.82	0.34	2.48	代建
成蒲铁路枢纽配套设施建设	2.66	0.55	2.11	代建
崇州市城区向荣街片区基础建设	2.40	1.56	0.84	代建
城区基础设施	1.86	5.97	--	代建
崇州市中医医院迁建项目（含一二期）	1.73	1.54	0.19	代建
学校绿美化	1.20	0.49	0.71	代建
风貌整治	0.88	0.29	0.59	代建
仁里社区周边配套基础设施建设项目	0.80	1.01	--	代建
农民集中居住区基础设施建设项目	0.50	0.18	0.32	代建
代建小计	21.20	19.08	8.64	--
合计	55.24	42.33	21.40	--

注：1）以上部分项目由多个子项目构成，部分子项目无预计总投资，或子项目过多而未统计预计总投资，故预计总投资金额或存在一定的偏差；2）上表中部分项目实际进度已完工；3）上表中部分项目已投资超过预计总投资，主要系部分项目调整投资额所致；3）同心二期安置房项目已投资不含同心村保障房周边基础设施建设。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司继续获得一定力度的外部支持

作为崇州市重要的基础设施建设主体，公司继续获得一定力度的外部支持。2022年公司获得崇州市财政局专项补助资金1.47亿元，占同期利润总额的213.04%，是利润的主要来源。

六、财务分析

财务分析基础说明

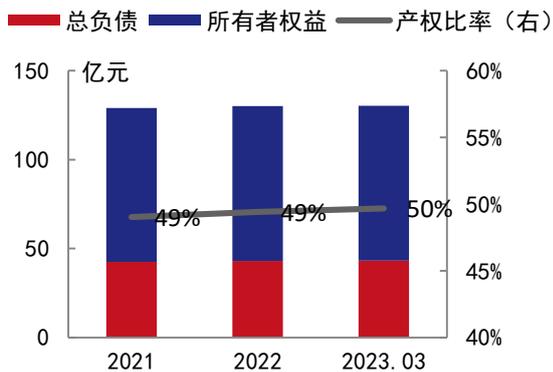
以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年新增合并范围内子公司1家。

资本实力与资产质量

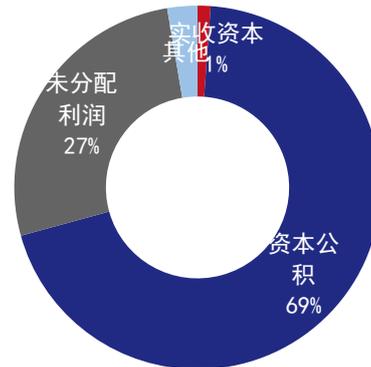
2022年公司资本实力和资产规模保持稳定，存量资产仍以土地使用权、工程项目、应收款项为主，绝大部分土地仍未缴纳土地出让金，且部分土地仍使用受限，公司资产流动性仍较弱

2022年公司所有者权益略微增长，主要系利润积累所致；同期公司负债总额涨幅亦较小，公司产权比率维持稳定。公司所有者权益主要由政府注入的土地资产和2016年以3宗土地使用权置换崇州市羊马

新城建设投资发展有限责任公司（以下简称“羊马新城”）30%的股权价值等构成的资本公积，以及未分配利润等构成。政府划拨土地绝大部分尚未缴纳土地出让金，整体来看，公司所有者权益对负债的覆盖程度一般。

图3 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 2023年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司资产同比保持稳定，仍以存货（土地使用权、工程项目）、应收款项为主，2023年3月末，上述资产合计占总资产比重为88.36%。截至2022年末，公司存货由55.45亿元土地使用权和43.93亿元项目投入组成。土地使用权较2021年末未发生变化，仍拥有51宗土地，面积合计444.02万平方米，账面价值合计55.45亿元，主要系出让、划拨的商业、住宅用地，出让用地账面价值合计51.23亿元，绝大部分出让地未缴纳土地出让金；已抵押土地面积合计186.60万平方米，账面价值合计11.74亿元，占土地资产账面价值的21.18%；未办理产权证的土地面积合计11.64万平方米，账面价值为2.35亿元。公司将代建及自营项目成本均计入存货，随着公司项目的投入和结转，2022年末公司建设项目开发成本规模小幅增长。应收账款规模较小，2022年末应收账款账龄均为1年内，主要系应收蜀景天建设、崇州市财政局相关项目款项，以及少量惠康投资形成的应收业务款；其他应收款同比明显减少，仍主要为应收成都兴蜀投资开发有限责任公司、崇州市天府青年城建设投资发展有限责任公司等国有企业往来款，2022年末已计提坏账708.52万元；公司应收款项整体回收风险可控，但回收时间不确定，对营运资金形成一定占用。

其他资产方面，2022年末4.90亿元货币资金因借款担保使用受限。长期股权投资仍为公司对羊马新城的投资，系用账面价值合计6.12亿元的3宗土地使用权置换而得，公司持有其30%股权。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.31	4.84%	7.72	5.93%	2.57	1.99%
应收账款	1.96	1.51%	1.91	1.47%	1.93	1.50%

其他应收款	12.43	9.54%	12.31	9.46%	18.71	14.50%
存货	100.76	77.31%	99.37	76.34%	97.10	75.23%
流动资产合计	121.49	93.22%	121.32	93.21%	120.32	93.22%
长期股权投资	8.63	6.62%	8.63	6.63%	8.61	6.67%
非流动资产合计	8.84	6.78%	8.84	6.79%	8.76	6.78%
资产总计	130.33	100.00%	130.17	100.00%	129.07	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司主业可持续性仍较好，但业务种类仍较为单一且盈利能力偏弱，政府补助对利润形成有效支撑

2022年公司业务仍较为单一，项目建设收入占总收入比重超96%，受结算金额增加的影响，2022年公司营业收入小幅增长。毛利率方面，项目建设业务毛利率维持稳定，新增平台服务收入到毛利率高，带动2022年销售毛利率小幅增长。

从利润构成来看，公司主业盈利能力仍偏弱，政府补助形成有效支撑，2022年公司获得崇州市财政局专项补助资金1.47亿元，占同期利润总额的213.04%，是当期利润主要来源。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年1-3月	2022年	2021年
营业收入	0.06	6.30	5.51
营业利润	-0.04	1.02	0.65
其他收益	0.00	1.47	0.27
利润总额	-0.04	0.69	0.65
销售毛利率	46.13%	10.13%	7.83%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

2022年公司刚性债务同比持续增长，主要系新增银行借款；公司EBITDA对利息的保障能力较弱，备用流动性不足，面临一定偿债压力

随着项目建设持续投入和债务滚续，2022年公司刚性负债持续增长，其占总负债比重达64%，公司刚性债务以长期债务为主，2022年末长短期债务比约为8：2。公司债务类型主要包括债券融资、银行借款及其他融资，2022年末占比分别为69.61%、18.50%和11.89%。其中银行借款绝大部分系2022年新增借款，包括质押、保证等类型，授信方主要为长城华西银行、哈尔滨银行等商业银行，借款利率主要在4.4%-7.5%；公司共发行5只债券，分别为18蜀州城投MTN001、20蜀州城投债01/20蜀州01以及20蜀州城投债02/20蜀州02以及2只PPN，票面利率在5.40%-7.8%，18蜀州城投MTN001无担保；其他融资包括2.50亿元资管借款以及部分融资租赁，资管借款利率达9.5%，成本较高。

其余主要负债中，合同负债仍为预收崇州市财政局工程款。应交税费继续增长，主要系营改增后企业所得税和增值税销项税额增长所致。2022年其他应付款大幅下滑，仍主要为应付国有企业往来款，具有一定偿付弹性。

表11 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	5.09	1.23	3.87
债券融资	19.15	3.33	15.80
其他融资	3.27	0.28	2.99
合计	27.51	4.83	22.68

注：上述债务不包含应付利息调整。

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.86	1.98%	1.00	2.32%	0.00	0.00%
合同负债	3.69	8.54%	3.69	8.57%	2.92	6.87%
应交税费	3.03	7.00%	3.17	7.36%	2.46	5.80%
其他应付款	10.48	24.24%	8.39	19.50%	16.24	38.25%
一年内到期的非流动负债	3.74	8.65%	3.86	8.97%	1.34	3.15%
流动负债合计	22.06	50.99%	20.34	47.26%	23.14	54.49%
长期借款	6.39	14.78%	6.39	14.85%	0.12	0.29%
应付债券	14.36	33.20%	15.82	36.75%	19.11	45.00%
非流动负债合计	21.20	49.01%	22.71	52.74%	19.33	45.51%
负债合计	43.26	100.00%	43.05	100.00%	42.46	100.00%
总债务	--	--	27.56	64.03%	20.66	48.66%
其中：短期债务	--	--	4.86	17.63%	1.34	6.49%
长期债务	--	--	22.71	82.40%	19.33	93.56%

注：长短期债务占比系其占总债务比重。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2022年公司资产负债率基本保持稳定，现金短期债务比仍保持较高水平，考虑到货币资金受限比例较高，短期偿债压力要高于账面表现。2022年公司债务规模明显增长，利息支出增大，公司利润对利息的覆盖程度仍较弱。

公司未来资金需求主要来自债务还本付息和项目开支，2022年经营活动净现金流同比下滑至1.48亿元，对债务本息的覆盖能力仍较弱。截至2023年4月末，公司无未使用的银行授信额度，备用流动性不足。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
资产负债率	33.19%	33.07%	32.90%
现金短期债务比	1.37	1.59	1.92
EBITDA 利息保障倍数	--	0.59	0.48

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，公司过去一年因工地落土未覆盖受到崇州市综合行政执法局处罚 2,900 元。

社会方面，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，2022 年公司战略规划、组织架构未发生重大变化，部分董事会、监事会成员发生变动，主要领导人仍由崇州市人民政府任命。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 5 月 4 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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至 2022 年末，公司对外担保余额合计 58.34 亿元，占当年末净资产的比重为 66.97%，被担保方主要为崇州市国有企业。公司对外担保余额较大，担保期限较长，存在较大的或有负债风险。

另，根据中国执行信息公开网查询，截至 2023 年 5 月 15 日，公司因工程合同纠纷纳入被执行名单，立案时间为 2023 年 2 月 22 日，执行标的为 143.81 万元，公司已支付相关被执行金额。

表14 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	企业性质
	7.00	2028/12/12	
成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司	2.60	2025/2/24	国企
	2.80	2023/12/25	
	1.95	2023/5/29	
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	0.23	2024/3/28	国企

	0.13	2023/4/10	
	0.10	2023/9/26	
	0.73	2026/4/9	
	0.07	2023/5/31	
	0.07	2023/5/31	
成都蜀景天建设投资有限公司	2.00	2023/9/20	国企
	1.90	2023/8/15	
	0.10	2023/3/6	
	0.80	2023/4/24	
	2.00	2024/6/28	
成都兴蜀投资开发有限责任公司	0.30	2024/6/28	国企
	0.20	2024/6/28	
	0.10	2024/6/28	
	8.80	2036/6/10	
	0.85	2023/4/8	
	1.69	2023/12/13	
	0.42	2023/12/13	
	0.08	2023/12/13	
	0.97	2023/3/24	
	0.17	2027/7/22	
	0.02	2027/7/22	
	0.10	2023/12/6	
	1.49	2025/12/14	
	1.88	2023/3/29	
崇州市崇兴投资有限责任公司	2.40	2023/11/30	国企
	0.85	2024/1/6	
	1.47	2026/6/11	
	0.78	2025/9/30	
	0.55	2024/5/30	
	0.68	2023/3/15	
	1.30	2024/8/1	
	0.43	2027/7/22	
	0.05	2027/7/22	
	2.78	2023/7/5	
崇州市大划污水处理有限公司	0.06	2023/11/24	国企
	0.39	2023/3/3	
崇州市鼎兴实业有限公司	0.25	2024/2/13	国企
	0.15	2024/12/30	国企
崇州市恒源水务有限公司	0.15	2024/12/30	国企
崇州市路桥工程建设有限责任公司	2.00	2023/11/29	国企

崇州市蜀城房屋拆迁有限公司	0.10	2023/3/3	国企
	0.10	2023/9/29	
崇州文化旅游投资集团有限公司	1.45	2025/5/24	国企
重庆三峡融资担保集团股份有限公司（债券反担保）	3.00	2024/12/22	国企
合计	58.34	-- --	

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是崇州市政府下属重要企业，崇州市国资局直接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，崇州市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与崇州市政府的联系非常紧密。公司是崇州市国资局下属一级企业，全资持股；公司主要领导人由崇州市政府任命，崇州市政府对公司重要投融资决策、定位有决定权，公司业务基本来自政府相关单位，崇州市政府有实际控制权；且近年崇州市政府对公司有一定力度的支持，预计未来公司与崇州市政府联系稳定。

（2）公司对崇州市政府非常重要。公司虽然不是崇州市最核心的平台，但是公司主要负责崇州市内片区基础设施、安置房等基础设施建设，最主要的目标是提供公共产品和服务，在基础设施建设方面对当地政府贡献一般。

九、债券偿还保障分析

天府信用及金玉担保分别为本期债券品种一、品种二提供的担保有效提升了品种一、品种二的信用水平

品种一担保方——天府信用

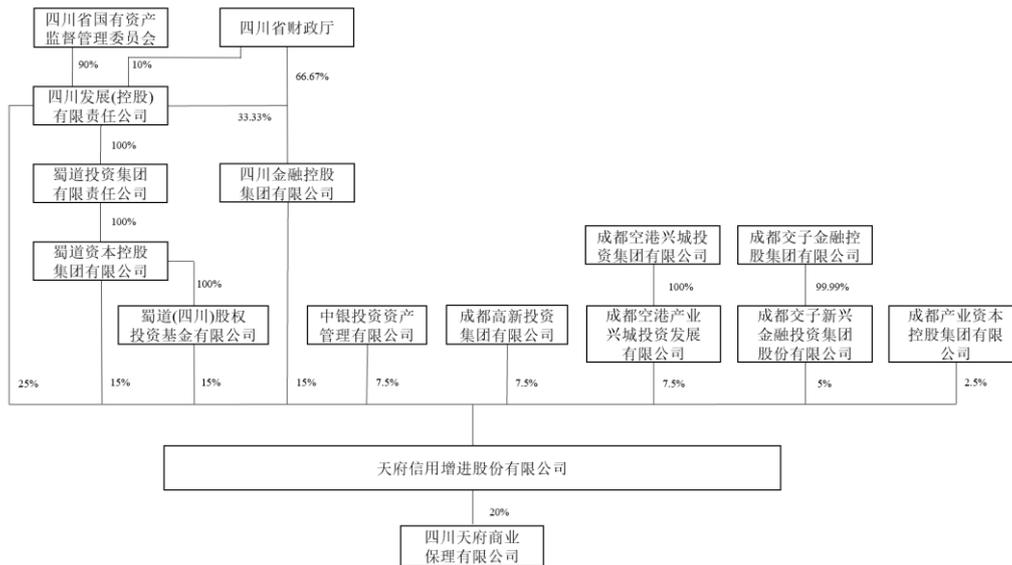
天府信用为品种一的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金（7.00亿元）及其利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。天府信用承担保证责任的期间为债券到期之日起二年。

天府信用成立时间为2017年8月28日，初始注册资本40亿元，股东均为四川省内大型国有企业，股权结构较为分散，具体情况见下图。2021年4月，四川省铁路产业投资集团有限责任公司将其持有的天府信用股份全部划转至蜀道（四川）股权投资基金有限公司²。截至2022年末，天府信用实收资本为40亿元，第一大股东为四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”），直接持有天府信用25%

² 蜀道（四川）股权投资基金有限公司曾用名四川铁投资本控股有限公司，于 2022 年 1 月变更为现名。

的股份，另外通过全资蜀道（四川）股权投资基金有限公司和蜀道资本控股集团有限公司间接持有公司30%股份，四川发展将天府信用纳入合并范围。四川省人民政府直接持有四川发展（控股）有限责任公司全部股权，此外，四川省财政厅通过控股四川金融控股集团有限公司间接持有天府信用15%股权，天府信用实际控制人为四川省人民政府。

图 5 截至 2022 年末天府信用股权结构



资料来源：天府信用提供，中证鹏元整理

天府信用主要从事信用增进和投资业务。随着信用增进业务的快速增长以及投资资产规模的增加，信用增进业务收入及投资收益近年保持较快增长，2020-2022年营业收入年复合增长率为18.74%。2022年天府信用实现营业收入12.69亿元，其中增信业务收入和投资收益占比分别为60.09%和35.10%。

表15 天府信用营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
增信业务收入	7.63	60.09%	6.89	60.14%	5.31	59.04%
投资收益	4.45	35.10%	4.13	36.09%	3.23	35.93%
其中：委托贷款	2.00	15.74%	1.98	17.27%	1.66	18.42%
债券投资	2.22	17.48%	1.65	14.39%	1.15	12.75%
理财产品	0.06	0.47%	0.26	2.27%	0.43	4.77%
基金分红	0.13	1.02%	0.25	2.17%	0.00	0.00%
利息收入	0.53	4.20%	0.37	3.19%	0.35	3.88%
营业收入合计	12.69	100.00%	11.46	100.00%	9.00	100.00%

资料来源：天府信用 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

天府信用的信用增进业务客户主要是地方城投企业，区域集中在四川省内，另有少量客户位于山东、浙江、重庆等地；客户的主体级别集中于AA及以上，截至2022年末，AA及以上主体增信余额占比为97.06%；增信产品以企业债、公司债和PPN为主，截至2022年末上述产品余额占比分别为26.23%、

28.63%和27.50%；到期期限集中于2024-2027年。天府信用一般采取保证担保、资产抵质押等风险缓释措施。截至2022年末，天府信用的增信余额为668.33亿元，增信责任余额放大倍数为7.73，处于较高水平。

表16 天府信用业务开展概况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期增信发生额	123.76	211.55	166.90
当期解除增信额	95.89	28.15	5.46
期末增信余额	668.33	640.46	457.06
期末增信责任余额	537.82	518.76	372.08
期末增信责任余额放大倍数	7.73	8.06	5.98

资料来源：天府信用提供，中证鹏元整理

天府信用的投资业务包括债券投资和委托贷款。天府信用债券投资标的主要是自身增信的债券，另有少量AAA级主体发行的债券，截至2022年末投资余额为38.25亿元。天府信用的委托贷款对象为成都市及下属区县的国有企业，与增信业务客户群体高度重合。在债券成功发行前，天府信用向发行人提供委托贷款解决发行人中短期资金需求，截至2022年末，天府信用的委托贷款余额为21.10亿元。

截至2022年末，天府信用的资产总额为93.11亿元，主要由货币资金、债券投资和委托贷款构成，同期末上述资产的余额分别为19.80亿元、38.25亿元、21.10亿元。天府信用对债券投资和委托贷款均未计提减值准备。

截至2022年末，天府信用的负债总额为23.56亿元，主要包括银行借款、应付债券和保险合同准备金，同期末上述负债的余额分别为12.49亿元、5.11亿元和4.93亿元。

受益于增信余额和投资资产余额的增长，天府信用的营业收入持续增长。2022年天府信用的营业收入和净利润分别为12.69亿元和7.22亿元，当期净资产收益率为10.78%，处于较高水平。

表17 天府信用主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	93.11	85.58	77.27
货币资金	19.80	19.96	16.67
应收代偿款净额	0.00	0.00	0.00
所有者权益	69.56	64.46	62.20
营业收入	12.69	11.46	9.00
其中：增信业务收入	7.63	6.89	5.31
投资收益	4.45	4.13	3.23
利润总额	9.31	8.09	7.67
净利润	7.22	6.08	5.77
净资产收益率	10.78%	9.60%	10.88%
累计代偿率	0.00%	0.00%	0.00%

累计代偿回收率	0.00%	0.00%	0.00%
拨备覆盖率	-	-	-

资料来源：天府信用 2020-2022 年审计报告及天府信用提供，中证鹏元整理

天府信用作为四川省省级国有信用增进公司，主营债券信用增进业务，在降低企业融资成本、完善地方信用体系建设、助力当地经济高质量发展等方面具有较高重要性，在业务拓展及资金等方面可获得四川发展及四川省人民政府有力支持。经中证鹏元综合评定，天府信用主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，天府信用为品种一提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了品种一的信用水平。

品种二担保方——金玉担保

金玉担保为品种二的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金（3.30 亿元）及其利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。金玉担保承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

金玉担保成立于 2007 年 11 月，由四川省水电投资经营集团有限公司（以下简称“水电集团”）出资成立，初始注册资本 0.99 亿元。水电集团分别于 2009 年 3 月、2011 年 6 月对公司增资 0.51 亿元、0.50 亿元使公司注册资本增至 2.00 亿元。2013 年 6 月，金玉担保出资人变更为四川能投金鼎产融控股有限公司（以下简称“金鼎控股”），金鼎控股增资 3.00 亿元使其注册资本增至 5.00 亿元。2015 年 5 月金鼎控股对金玉担保增资 5.00 亿元，增资后金鼎控股和水电集团持股比例分别为 66.00% 和 34.00%。2017 年 12 月，金鼎控股和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）分别出资 20.00 亿元对金玉担保进行增资，增资后金鼎控股、农发基金和水电集团的持股比例分别为 53.2%、40.00% 和 6.80%。2019 年 8 月，金鼎控股收购水电集团所持 6.80% 股权。截至 2022 年末，金玉担保注册资本和实收资本均为 50.00 亿元，控股股东仍为金鼎控股，持股比例为 60.00%，四川省能源投资集团有限责任公司（以下简称“四川能投”）为金鼎控股的实际控制人，因此金玉担保实际控制人为四川能投。

金玉担保主要在四川省内从事担保业务及委托贷款业务。受宏观经济增速下行的影响，中小企业经营风险持续释放，金玉担保开始调整业务结构，重点拓展城投债担保业务，随着市场需求的增加，近年来担保业务规模快速增长。截至 2022 年末，金玉担保的担保余额为 288.93 亿元，其中直接融资担保余额为 233.03 亿元，在期末担保余额中的占比为 80.65%，间接融资担保业务规模及占比持续下降。

表18 金玉担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	106.18	142.92	89.22
当期解除担保额	44.92	43.71	34.24
期末担保余额	288.93	227.68	128.48
其中：融资担保余额	262.34	202.08	103.54
直接融资担保余额	233.03	163.98	56.83

间接融资担保余额	29.31	38.10	46.71
非融资性担保余额	26.59	25.60	24.94
融资担保责任余额	215.44	168.98	91.59
融资担保责任余额放大倍数(X)	3.95	3.17	1.75

资料来源：金玉担保提供，中证鹏元整理

金玉担保自 2018 年起在四川省内开展债券担保业务，重点拓展四川省城投公司发行债券的担保业务，截至 2022 年末，直接融资担保余额为 233.03 亿元。金玉担保的直接融资担保业务客户均为城投企业，主体级别集中在 AA，担保的产品主要为非公开发行公司债券和 PPN，现阶段担保费率区间为 1.0-1.5%/年。

金玉担保适当压缩中小民营企业贷款担保业务规模以控制风险，目标客户群体由中小民营企业逐步转向政府平台类企业、国有企业等，间接融资担保余额持续下降，截至 2022 年末间接融资担保余额为 29.31 亿元。

截至 2022 年末金玉担保的资产总额为 68.84 亿元，主要由货币资金、委托贷款、应收代偿款和其他应收款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 43.73 亿元、8.96 亿元、5.70 亿元和 4.07 亿元。金玉担保

的委托贷款对象主要是四川省区县级城投企业，其他应收款主要是应收金鼎控股资金归集形成的往来款。

截至 2022 年末金玉担保的负债总额为 14.34 亿元，主要由预收担保费、未到期责任准备金和担保赔偿准备金组成，同期末上述负债余额分别为 3.41 亿元、7.24 亿元和 1.58 亿元。

金玉担保的营业收入主要来源于担保业务收入以及委托贷款产生的利息收入。2022 年金玉担保实现营业收入 4.53 亿元，其中担保业务收入占比为 75.75%，当期实现净利润 2.19 亿元，净资产收益率为 4.06%。

金玉担保的代偿项目均来自间接融资担保业务。受存量业务出清和客户群体调整的影响，2022 年金玉担保的当期担保代偿额大幅下降至 0.13 亿元。截至 2022 年末，金玉担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 3.10% 和 42.14%，代偿回收情况欠佳，需关注金玉担保后续的代偿回收情况。

表19 金玉担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	68.84	65.09	59.85
其中：货币资金	43.73	41.61	43.45
应收代偿款净额	5.70	6.07	5.43
所有者权益合计	54.49	53.24	52.33
营业收入	4.53	3.88	2.05
其中：担保业务收入	3.43	3.08	1.71
净利润	2.19	1.84	2.08
净资产收益率	4.06%	3.48%	3.97%
累计担保代偿率	3.10%	3.56%	3.54%

累计代偿回收率	42.14%	37.58%	33.22%
拨备覆盖率	154.83%	106.19%	76.17%

资料来源：金玉担保 2020-2022 年审计报告及金玉担保提供，中证鹏元整理

金玉担保作为四川省重要的国有融资担保机构，主营债券担保业务和市场化贷款担保业务，在降低企业融资成本、完善地方信用体系建设、助力当地经济高质量发展等方面具有一定重要性，自成立以来在资本注入和业务开展方面获得四川能投的大力支持。

综上，金玉担保股东综合实力强，对金玉担保支持力度较大；直接融资担保业务快速发展，业务收入快速增长；融资担保责任余额放大倍数较低，尚未使用的银行授信额度较大，未来业务发展空间较大。同时中证鹏元也关注到金玉担保的担保业务行业集中度和区域集中度均较高；累计担保代偿率较高，累计代偿回收情况欠佳。

经中证鹏元综合评定，金玉担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，金玉担保为品种二提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了品种二的信用水平。

十一、结论

公司仍是崇州市基础设施建设主体之一，近年来区域经济实力稳步增强，为公司发展提供了良好的基础。公司仍主要从事崇州市内片区基础设施、安置房等基础设施建设，2022年公司营业收入同比小幅增长，公司代建项目较为充足。公司资产大量沉淀于项目成本，流动性较弱，备用流动性不足，未来持续的项目投入和债务滚续将继续推高公司债务规模，面临一定债务压力，或有负债风险较大，但考虑到公司作为崇州市重要的国有资产经营及基础设施建设主体之一，未来将持续获得政府的支持，公司具有一定抗风险能力。天府信用及金玉担保分别为本期债券品种一、品种二提供的担保有效提升了品种一、品种二的信用水平。

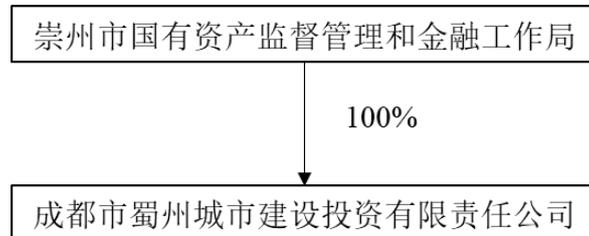
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20蜀州城投债01/20蜀州01”、“20蜀州城投债02/20蜀州02”的信用等级为AAA。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	6.31	7.72	2.57	2.10
存货	100.76	99.37	97.10	55.45
流动资产合计	121.49	121.32	120.32	72.44
固定资产	0.17	0.17	0.11	0.11
在建工程	0.00	0.00	0.00	42.45
非流动资产合计	8.84	8.84	8.76	51.19
资产总计	130.33	130.17	129.07	123.63
短期借款	0.86	1.00	0.00	0.00
应付账款	0.03	0.01	0.00	0.00
其他应付款	10.48	8.39	16.24	18.85
一年内到期的非流动负债	3.74	3.86	1.34	1.16
流动负债合计	22.06	20.34	23.14	21.94
长期借款	6.39	6.39	0.12	0.52
应付债券	14.36	15.82	19.11	14.87
长期应付款	0.44	0.49	0.09	0.18
非流动负债合计	21.20	22.71	19.33	15.57
负债合计	43.26	43.05	42.46	37.51
其中：短期债务	--	4.86	1.34	1.16
总债务	--	27.56	20.66	16.73
所有者权益	87.07	87.12	86.61	86.12
营业收入	0.06	6.30	5.51	4.68
营业利润	-0.04	1.02	0.65	0.74
其他收益	0.00	1.47	0.27	0.65
利润总额	-0.04	0.69	0.65	0.64
经营活动产生的现金流量净额	0.76	1.48	1.52	-1.62
投资活动产生的现金流量净额	-0.01	-0.06	0.00	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	-1.99	-0.82	-1.19	-0.11
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	46.13%	10.13%	7.83%	7.83%
资产负债率	33.19%	33.07%	32.90%	30.34%
短期债务/总债务	18.15%	17.62%	6.46%	6.94%
现金短期债务比	1.37	1.59	1.92	1.81
EBITDA（亿元）	--	1.03	0.65	0.65
EBITDA 利息保障倍数	--	0.59	0.48	0.56

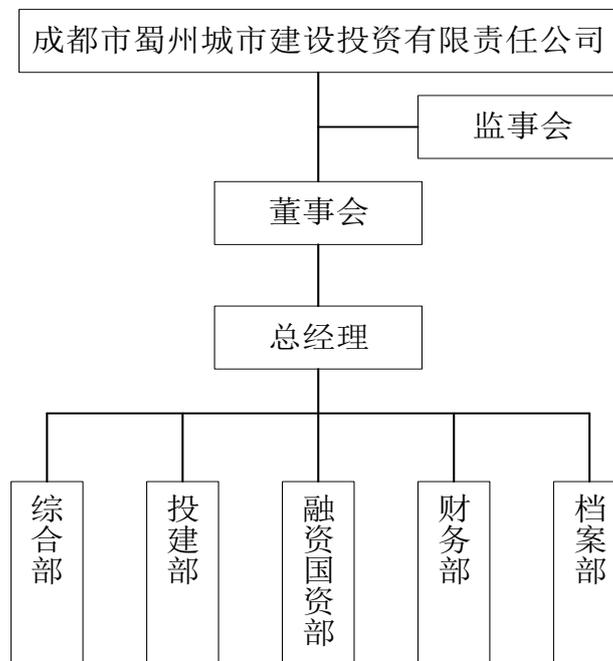
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



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）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
成都慧康投资发展有限责任公司	0.10	100.00%	信息技术服务

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 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	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 长期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、短期债务信用等级符号及定义

符号	定义
A-1	为最高级短期债券，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	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。

三、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。

四、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

五、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。