

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0533 号

什邡市国有投资控股集团有限公司：

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

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二三年六月二十四日

## 信用评级报告声明

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

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自 2023 年 6 月 24 日至 2024 年 6 月 23 日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2023 年 6 月 24 日

# 什邡市国有投资控股集团有限公司 主体及“18 什邡国投债/PR 什邡债”2023 年度跟踪评级报告

| 主体信用跟踪评级结果 | 跟踪评级日期    | 上次评级结果 | 评级组长 | 小组成员 |
|------------|-----------|--------|------|------|
| AA/稳定      | 2023/6/24 | AA/稳定  | 马昇竹  | 孟 洁  |

| 债项信用                                |        |        |
|-------------------------------------|--------|--------|
| 债项简称                                | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
| 18 什邡国投债/PR 什邡债                     | AA+    | AA+    |
| 注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。 |        |        |

| 评级模型                                           |             |     |      |
|------------------------------------------------|-------------|-----|------|
| 一级指标                                           | 二级指标        | 权重  | 得分   |
| 经营规模                                           | 所有者权益       | 35% | 15.8 |
| 业务运营                                           | 业务稳定性与持续性   | 10% | 10.0 |
| 盈利与获现能力                                        | 净利润         | 15% | 4.5  |
|                                                | 净资产收益率      | 5%  | 2.3  |
|                                                | 现金收入比       | 5%  | 4.0  |
| 债务负担和保障程度                                      | 全部债务资本化比率   | 15% | 9.0  |
|                                                | 货币资金短债比     | 5%  | 3.0  |
|                                                | EBITDA 利息倍数 | 5%  | 2.3  |
|                                                | 全部债务/EBITDA | 5%  | 3.5  |
| 基础评分输出结果                                       |             |     | a+   |
| 调整因素                                           |             |     | 无    |
| 个体信用状况（BCA）                                    |             |     | a+   |
| 外部支持评价                                         | 外部支持能力      | G3  |      |
|                                                | 外部支持意愿      | S1  |      |
| 评级模型结果                                         |             |     | AA   |
| 外部支持调整子级                                       |             |     | 2    |
| 注 1：外部支持能力档位分为 G1~G19，表示支持能力由强至弱的程度            |             |     |      |
| 注 2：外部支持意愿档位分为 S1~S5，表示支持意愿由强至弱的程度             |             |     |      |
| 注 3：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异 |             |     |      |

## 评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，德阳市经济实力依然很强，什邡市经济实力仍较强；公司主营业务区域专营性仍很强，继续得到股东及各方有力支持；重庆进出口担保为“18 什邡国投债/PR 什邡债”提供的担保增信作用仍较强。同时，东方金诚关注到，公司依然面临较大的资本支出压力，资产流动性仍较弱，资金来源对筹资活动仍较为依赖。综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，“18 什邡国投债/PR 什邡债”到期不能偿还的风险很低。

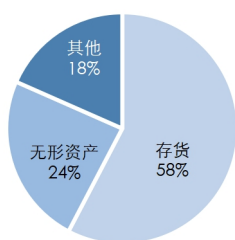
## 同业比较

| 项目            | 什邡市国有投资控股集团有限公司 | 绵阳市金申投资集团有限公司 | 安徽郎川控股集团有限公司 | 简阳市水务投资发展有限公司 | 桂阳县城市建设投资有限公司 |
|---------------|-----------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 地区            | 什邡市             | 绵阳市           | 郎溪县          | 简阳市           | 桂阳县           |
| GDP 总量 (亿元)   | 433.67          | 406.39        | 214.80       | 470.44        | 441.29        |
| 人均 GDP (元)    | 106292          | 92360         | 69058        | 41379*        | 61949         |
| 一般公共预算收入 (亿元) | 24.93           | 28.50         | 22.05        | 32.88         | 21.75         |
| 政府性基金收入 (亿元)  | 19.60           | 8.30          | 15.15        | 21.76         | -             |
| 地方政府债务余额 (亿元) | 66.96           | 53.19         | 64.68        | 132.65        | -             |
| 资产总额 (亿元)     | 178.45          | 169.64        | 214.25       | 177.86        | 214.48        |
| 所有者权益 (亿元)    | 92.41           | 118.89        | 89.73        | 98.60         | 128.83        |
| 营业收入 (亿元)     | 5.05            | 8.87          | 13.82        | 14.18         | 8.14          |
| 净利润 (亿元)      | 0.82            | 0.87          | 0.88         | 1.01          | 1.48          |
| 资产负债率 (%)     | 48.21           | 29.92         | 58.12        | 44.56         | 39.93         |

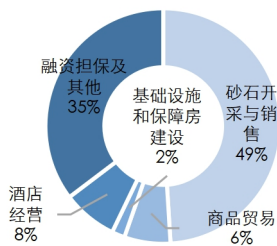
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2022 年，标 “\*” 系估算所得，标 “-” 为未获取数据（下页同）  
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

## 主要指标及依据

公司资产构成 (2022 年)



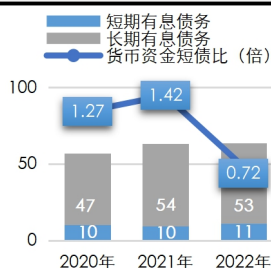
公司营业收入构成 (2022 年)



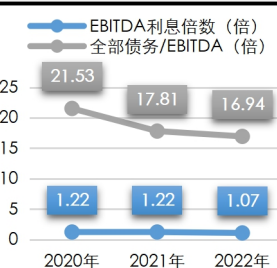
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

|           | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 资产总额      | 136.03 | 147.01 | 178.45 |
| 所有者权益     | 44.47  | 46.29  | 92.41  |
| 营业收入      | 5.61   | 5.61   | 5.05   |
| 净利润       | 0.84   | 0.85   | 0.82   |
| 全部债务      | 57.11  | 63.24  | 63.73  |
| 资产负债率     | 67.31  | 68.51  | 48.21  |
| 全部债务资本化比率 | 56.22  | 57.74  | 40.82  |

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

|            | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|------------|--------|--------|--------|
| 地区         | 什邡市    |        |        |
| GDP 总量     | 372.70 | 409.20 | 433.67 |
| 人均 GDP (元) | 91348  | 92239  | 106292 |
| 一般公共预算收入   | 21.92  | 23.32  | 24.93  |
| 政府性基金收入    | 40.33  | 17.85  | 19.60  |
| 财政自给率      | 58.50  | 61.89  | 61.18  |
| 政府负债率      | 11.87  | 13.25  | 15.44  |

## 优势

- 跟踪期内, 德阳市经济实力依然很强, 什邡市地区经济保持增长, 化工、医药等支柱产业持续发展, 经济实力仍较强;
- 公司继续从事什邡市范围内的基础设施和保障房建设等, 业务区域专营性仍很强;
- 作为什邡市重要的基础设施建设主体, 公司在增资、资产划拨和财政补贴等方面继续得到股东及相关各方的有力支持;
- 重庆进出口担保为“18 什邡国投债/PR 什邡债”到期兑付提供不可撤销的连带责任保证担保仍具有较强的增信作用。

## 关注

- 公司在建及拟建项目尚需投资规模较大, 依然面临较大的资本支出压力;
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高, 资产流动性仍较弱;
- 公司经营性现金流转为净流出, 且易受项目结算款回款水平和往来款波动等影响, 资金来源对筹资活动仍较为依赖。

## 评级展望

预计德阳市及什邡市经济将保持稳定增长, 公司主营业务将保持很强的区域专营地位, 能够继续得到股东及相关各方的有力支持, 评级展望为稳定。

## 评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208)》

## 历史评级信息

| 主体信用等级 | 债项信用等级                | 评级时间      | 项目组     | 评级方法及模型                               | 评级报告                 |
|--------|-----------------------|-----------|---------|---------------------------------------|----------------------|
| AA/稳定  | AA+ (18 什邡国投债/PR 什邡债) | 2022/6/16 | 戴修远 张文昕 | 《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》 | <a href="#">阅读原文</a> |
| AA/稳定  | AA+ (18 什邡国投债/PR 什邡债) | 2018/7/23 | 刘贵鹏 李梦吟 | 《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015 年)》           | <a href="#">阅读原文</a> |

注: 以上为不完全统计

## 本次跟踪相关债项情况

| 债项简称            | 上次评级日期    | 发行金额    | 存续期                 | 增信措施     | 增信方/主体信用等级/评级展望      |
|-----------------|-----------|---------|---------------------|----------|----------------------|
| 18 什邡国投债/PR 什邡债 | 2022/6/16 | 6.00 亿元 | 2018/12/5~2025/12/5 | 连带责任保证担保 | 重庆进出口融资担保有限公司/AA+/稳定 |

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

## 跟踪评级说明

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

## 主体概况

公司系由什邡市财政局于 2000 年 12 月出资成立的国有独资有限责任公司，初始注册资本和实收资本均为人民币 500.00 万元。跟踪期内，公司注册资本未发生变化，实收资本、控股股东及实际控制人均发生变更。2022 年，什邡市国有资产监督管理局和金融工作局（以下简称“什邡市国资金融局”）和四川省财政厅分别向公司增资 4.83 亿元和 0.54 亿元，使得公司实收资本由 2021 年末的 4.63 亿元增加至 10.00 亿元。2023 年 3 月，什邡市国资金融局将持有公司 90%的股权作价出资转让至德阳投资控股集团有限公司（以下简称“德阳投控”）<sup>1</sup>，转让后，德阳投控持有公司 90%股权，为公司控股股东，公司实际控制人变更为德阳市国有资产监督管理委员会（以下简称“德阳市国资委”）。截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元；德阳投控和四川省财政厅分别持有公司 90%和 10%的股权，德阳市国资委为公司实际控制人。

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

截至 2022 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共有 9 家（详见图表 1），较 2021 年末未发生变化。

图表 1 截至 2022 年末公司纳入合并范围的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

| 子公司名称            | 简称    | 注册资本     | 持股比例   | 取得方式 |
|------------------|-------|----------|--------|------|
| 四川京什建设投资有限公司     | 京什建投  | 21619.00 | 94.65  | 投资设立 |
| 什邡市锦程融资性担保有限公司   | 锦程担保  | 18700.00 | 100.00 | 投资设立 |
| 什邡市恒升实业有限公司      | 恒升实业  | 27408.00 | 100.00 | 无偿划拨 |
| 什邡市冰川水务投资有限公司    | 什邡水投  | 5000.00  | 80.00  | 投资设立 |
| 什邡市恒基建设投资发展有限公司  | 恒基建设  | 80000.00 | 100.00 | 无偿划拨 |
| 四川省什邡荃峰宾馆        | 荃峰宾馆  | 460.00   | 100.00 | 无偿划拨 |
| 四川省什邡市天然气公司      | 天然气公司 | 567.92   | 100.00 | 无偿划拨 |
| 什邡恒阳文化旅游发展有限责任公司 | 恒阳旅游  | 40000.00 | 100.00 | 吸收合并 |
| 什邡市恒惠农业发展有限公司    | 恒惠农业  | 20000.00 | 100.00 | 投资设立 |

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

## 债项本息兑付及募集资金使用情况

截至 2023 年 5 月末，公司发行的“18 什邡国投债/PR 什邡债”到期本息已按期偿付；募集资金已使用完毕。

重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）为“18 什邡国投债/PR 什

<sup>1</sup> 德阳投控成立于 2022 年 12 月，注册资本 380 亿元，其中什邡市国资金融局认缴出资 15.12 亿元，持股 3.9789%。截至 2023 年 3 月末，德阳投控合并财务报表及审计报告尚在编制中。

邠债”的到期兑付提供不可撤销的连带责任保证担保。

## 个体信用状况

### 行业分析

在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投监管呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点，叠加基建稳增长预期仍存，预计城投债净融资或将止跌企稳

2022年城投行业强监管延续，同时在“稳增长”基调下，政策呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点。受城投债审核偏严、批文减少及下半年风险事件增多、年底城投利差普遍走扩等影响，2022年城投债发行有所减少，同时叠加到期回售规模较大等因素，城投债净融资规模降幅明显。在行业监管维持整体偏严、融资环境趋紧的多重背景下，城投债发行的结构性分化特征更为明显。具体来看，高级别主体发行规模逆势增长，但低级别主体发行进一步收紧；区县级城投发债额占比略有下滑；新发主体数量亦有所减少。

2023年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长的预期仍然存在。预计城投市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，以保障城投平台最基本的运营需求。同时在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投债发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

### 城投公司信用风险分化愈发显著，重点区域化债思路日益明确，城投转型势在必行

2023年，中央经济工作会议定调经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，外加出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道收紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险结构性分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力上升。

债务化解方面，“国发2号文”、“财政部114号文”以及对山东地方债务管理的发文指导都明确了重点地区的化债思路，即通过协商展期、债务重组、强化专项债券管理等方式，逐步降低高风险地区债务风险水平。随着监管政策变化、土地市场低迷及经济下行压力加大，城投传统投资模式已难以延续，通过市场化转型寻找新的增长点对于城投公司势在必行。

### 业务运营

#### 经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所下降，主要来自于砂石开采与销售、商品贸易及酒店经营等业务，毛利润及毛利率均略有下降

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

2022年，公司营业收入有所下降，主要来自于砂石开采与销售、商品贸易及酒店经营等业务。其中，基础设施和保障房建设收入有所下降；砂石开采与销售收入有所增长；商品贸易收入大幅下降，主要系商品贸易规模大幅减少所致；酒店经营业务收入有所增长；融资担保业务收入较上年略有下降。此外，公司其他业务收入包括租金、运输装卸收入、检测收入、停车收入等，是营业收入的重要补充。

2022 年，公司毛利润为 1.64 亿元，较上年有所下降，主要来自于砂石开采与销售业务；毛利率较上年略有下降。

图表 2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

| 项目         | 2020 年 |        | 2021 年 |        | 2022 年 |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            | 收入     | 占比     | 收入     | 占比     | 收入     | 占比     |
| 基础设施和保障房建设 | 0.33   | 5.90   | 0.23   | 4.09   | 0.09   | 1.73   |
| 砂石开采与销售    | 2.67   | 47.50  | 2.20   | 39.18  | 2.47   | 48.94  |
| 商品贸易       | 1.03   | 18.40  | 1.35   | 24.03  | 0.32   | 6.38   |
| 酒店经营       | 0.23   | 4.05   | 0.30   | 5.35   | 0.38   | 7.62   |
| 融资担保       | 0.06   | 1.01   | 0.06   | 1.06   | 0.05   | 1.05   |
| 其他         | 1.30   | 23.15  | 1.48   | 26.29  | 1.73   | 34.28  |
| 合计         | 5.61   | 100.00 | 5.61   | 100.00 | 5.05   | 100.00 |
| 项目         | 毛利润    |        | 毛利润    |        | 毛利润    |        |
|            | 毛利润    | 毛利率    | 毛利润    | 毛利率    | 毛利润    | 毛利率    |
| 基础设施和保障房建设 | 0.02   | 5.06   | 0.01   | 4.16   | 0.09   | 100.00 |
| 砂石开采与销售    | 1.47   | 54.95  | 1.09   | 49.44  | 0.99   | 39.94  |
| 商品贸易       | 0.10   | 9.39   | 0.08   | 5.89   | 0.02   | 5.51   |
| 酒店经营       | 0.11   | 47.02  | 0.13   | 43.18  | 0.19   | 48.33  |
| 融资担保       | 0.06   | 100.00 | 0.06   | 100.00 | 0.05   | 100.00 |
| 其他         | 0.36   | 27.83  | 0.49   | 33.23  | 0.31   | 18.03  |
| 合计         | 2.10   | 37.48  | 1.86   | 33.06  | 1.64   | 32.54  |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 基础设施和保障房建设

跟踪期内，公司继续承担什邡市范围内的基础设施及保障性住房建设，业务仍具有很强的区域专营性；公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，依然面临较大的资本支出压力

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

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

2022 年，公司实现基础设施和保障房建设收入 0.09 亿元，主要来自于什邡市中医医院、什邡市城乡供水保障项目（二期）和什邡市历史城区城市更新项目等。同期，由于确认收入的项目公司仅负责项目融资工作、收取项目管理费用，不承担项目工程建设支出，因而相关项目在公司账面不计成本，公司基础设施和保障房建设业务毛利率为 100%。

截至 2022 年末，公司在建基础设施和保障房项目为人民医院、荃华山旅游康养产业园、第八幼儿园、城西生活污水处理厂等，计划总投资合计约 30.00 余亿元，已完成投资约 8.00 亿元，尚需投资约 22.00 亿元；同期末，公司拟建项目为荃华山康养度假区、什邡市储备林项目、雍湖公园商业街提档升级改造等，计划总投资约 16.00 亿元（含土地成本）。公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，依然面临较大的资本支出压力。

## 砂石开采与销售

公司砂石开采与销售业务具有很强的竞争优势，该业务是公司营业收入的主要来源，预计未来收入规模有望进一步增加

跟踪期内，公司砂石开采与销售业务继续由子公司恒升实业负责。近年来，什邡市对砂石加工行业进行了规范和整合，关停了多家环保不达标的砂石加工厂。截至 2022 年末，公司共有 1 条砂石生产线，该生产线于 2018 年投产，是什邡市唯一合法的砂石生产线，设计日最大产量为 1.80 万方。整体来看，公司从事的砂石开采与销售业务具有很强的竞争优势。2022 年，公司实现砂石开采与销售收入 2.47 亿元，毛利率 39.94%。同期，砂石开采与销售业务毛利率有所下降，主要系砂石开采成本上涨所致。

2022 年，什邡市国资金融局将什邡市内 6 条河道（干河、头道金河、二道金河、通溪河、鸭子河、湔江）的砂石资源和面积约 10.35 平方公里的地下早砂资源 40 年经营权及收益权注入公司，预计未来公司砂石开采与销售业务收入有望进一步增加。

## 商品贸易

跟踪期内，公司商品贸易业务仍是营业收入的重要构成，但毛利润贡献很低

跟踪期内，公司商品贸易业务仍主要由恒升实业和京什建投及其子公司什邡市恒新建设投资有限公司负责。2022 年，公司商品贸易收入大幅下降，主要系商品贸易规模大幅减少所致；毛利率基本与上年持平。同期，公司商品贸易业务上游供应商和下游客户集中度较高。

图表 3 2022 年公司商品贸易业务前五大客户和供应商情况（单位：万元、%）

| 下游客户         |         |        | 上游供应商             |         |        |
|--------------|---------|--------|-------------------|---------|--------|
| 名称           | 金额      | 占比     | 名称                | 金额      | 占比     |
| 什邡市裕丰化工有限公司  | 1208.33 | 40.00  | 什邡市建发商品砼有限公司什邡分公司 | 947.41  | 33.00  |
| 什邡昊阳农业发展有限公司 | 803.55  | 27.00  | 什邡蜀琦农业专业合作社       | 861.32  | 30.00  |
| 四川瑾信建设工程有限公司 | 354.27  | 12.00  | 四川雅苒农业科技有限公司      | 452.01  | 16.00  |
| 中欧国际建工集团有限公司 | 325.76  | 11.00  | 四川西南盐湖贸易有限公司      | 380.09  | 13.00  |
| 四川华霖建筑工程有限公司 | 310.28  | 10.00  | 泸州梦亚博采商贸有限公司      | 228.64  | 8.00   |
| 合计           | 3002.19 | 100.00 | 合计                | 2869.47 | 100.00 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 酒店经营

公司酒店经营业务仍由子公司荃峰宾馆负责，其运营的荃峰宾馆位处什邡市城区中心区域，区位优势、交通便利。公司酒店经营业务收入主要包括客房收入、餐厅收入及棋牌室收入，收入规模较小，但毛利率较高。2022 年，公司酒店经营收入有所增长，毛利率有所升高。

图表 4 公司酒店经营收入构成情况（单位：万元）

| 项目    | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|-------|--------|--------|--------|
| 客房收入  | 514    | 586    | 645    |
| 餐厅收入  | 1564   | 2214   | 2971   |
| 棋牌室收入 | 194    | 202    | 232    |
| 合计    | 2272   | 3002   | 3848   |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 融资担保

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

截至 2022 年末，锦程担保在保余额 3.12 亿元，担保放大倍数为 1.27 倍，平均担保费率为 1.94%，本年代偿率为 3.42%。考虑到中小企业抗风险能力较弱，公司融资担保业务或存在一定的代偿风险。

### 企业管理

截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元；德阳投控和四川省财政厅分别持有公司 90%和 10%的股权，德阳市国资委为公司实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构与组织架构均未发生重大变化。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了 2022 年的合并财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换审计机构。

截至 2022 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共有 9 家，较 2021 年末未发生变化。

### 资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所增长且以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性仍较弱

2022 年末，公司资产总额有所增长，以流动资产为主。同期末，公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。

跟踪期内，公司存货较上年变化不大，仍主要由待开发土地和工程施工成本构成。2022 年末，公司土地使用权账面价值合计 57.19 亿元；工程施工成本为 44.26 亿元，主要为已完工的城南片区整体城镇建设项目。同期末，公司货币资金降幅较大，主要系当年偿还债务及经营支出的金额较大，导致期末银行存款大幅减少所致；其他应收款主要为公司与关联单位或者政府部门产生的往来款项等，较 2021 年末有所增加，前五名应收对象分别为什邡经开通用航空有限公司（以下简称“什邡通用航空”）<sup>2</sup>、什邡市康阳建设开发有限公司、什邡市住房和城乡建设局、什邡市土地收购储备中心和什邡市自然资源和规划局，合计占比 53.74%。

<sup>2</sup> 成立于 2021 年 10 月，股东为四川什邡经济开发区管理委员会。

图表 5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目      | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 |
|---------|---------|---------|---------|
| 资产总额    | 136.03  | 147.01  | 178.45  |
| 流动资产    | 123.49  | 129.46  | 119.51  |
| 存货      | 98.66   | 102.31  | 102.93  |
| 货币资金    | 13.13   | 13.59   | 8.01    |
| 其他应收款   | 8.00    | 4.94    | 6.18    |
| 非流动资产   | 12.54   | 17.55   | 58.94   |
| 无形资产    | 2.99    | 4.37    | 42.68   |
| 其他非流动资产 | 1.69    | 3.73    | 5.26    |
| 投资性房地产  | 1.98    | 1.90    | 3.10    |
| 在建工程    | 0.27    | 0.47    | 2.37    |

资料来源：公司合并财务报表，其他应收款不含应收利息及应收股利（全文同），东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动资产大幅增加，主要由无形资产、其他非流动资产、投资性房地产和在建工程构成。2022 年末，公司无形资产增幅较大，主要系什邡市国金融局注入公司的砂石资源经营权及收益权导致。根据四川众房地产评估咨询有限公司出具的编号为川众资评报字【2022】096 号资产评估报告，上述砂石资源的评估基准日为 2022 年 11 月 5 日，评估价值 39.83 亿元。同期末，公司其他非流动资产有所增加，主要系公司预付林地收储款尚未结算导致；投资性房地产主要为公司外购和什邡市财政局划拨的商业用房、天鹅宾馆等房产，2022 年末增长较快，主要系公司持有的部分房屋资产转入投资性房地产科目核算所致；在建工程亦大幅增加，主要系新增农产品市场项目、什邡市市民中心、半山文旅项目二期的项目建设成本所致。

截至 2022 年末，公司受限资产账面价值合计 37.98 亿元，占资产总额的比重为 21.28%。其中，受限的货币资金、存货、投资性房地产、固定资产和无形资产分别为 0.41 亿元、34.45 亿元、1.28 亿元、1.27 亿元和 0.58 亿元。

### 资本结构

跟踪期内，得益于砂石经营权及收益权的注入，公司所有者权益实现翻倍增长，构成上仍以实收资本和资本公积为主

跟踪期内，得益于砂石经营权及收益权的注入，公司所有者权益实现翻倍增长，构成上仍以实收资本和资本公积为主。2022 年末，公司实收资本由上年末的 4.63 亿元增至 10.00 亿元，主要来自于股东的增资；资本公积大幅增加主要系什邡市国金融局向公司注入 39.83 亿元砂石经营权及收益权导致；未分配利润略有增长，为公司经营活动产生的净利润积累。

图表 6 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

| 项目    | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 |
|-------|---------|---------|---------|
| 所有者权益 | 44.47   | 46.29   | 92.41   |
| 实收资本  | 3.74    | 4.63    | 10.00   |
| 资本公积  | 34.25   | 34.48   | 74.71   |
| 未分配利润 | 5.91    | 6.09    | 6.50    |

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

### 跟踪期内，公司负债总额有所下降，仍以非流动负债为主

跟踪期内，公司负债总额有所下降，仍以非流动负债为主。2022年末，公司流动负债降幅较大，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债和短期借款构成。

公司其他应付款主要为应付保证金、往来款和建筑款项等，2022年末大幅下降，主要系公司偿还了大量往来款所致。同期末，公司一年内到期的非流动负债增长较快，主要系一年内到期的长期借款及一年内到期的长期应付款大幅增加所致；短期借款规模有所下降，其中抵押借款1.23亿元、保证借款2.11亿元。

图表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目           | 2020年末            | 2021年末        | 2022年末       |
|--------------|-------------------|---------------|--------------|
| <b>负债总额</b>  | <b>91.56</b>      | <b>100.72</b> | <b>86.03</b> |
| <b>流动负债</b>  | <b>40.36</b>      | <b>47.05</b>  | <b>33.37</b> |
| 其他应付款        | 28.02             | 33.83         | 19.01        |
| 一年内到期的非流动负债  | 4.27              | 5.07          | 7.72         |
| 短期借款         | 3.08              | 4.50          | 3.35         |
| <b>非流动负债</b> | <b>51.20</b>      | <b>53.67</b>  | <b>52.67</b> |
| 长期借款         | 35.39             | 40.59         | 38.62        |
| 应付债券         | 11.36             | 10.19         | 9.02         |
| 长期应付款        | 0.00 <sup>3</sup> | 2.89          | 5.03         |

资料来源：公司合并财务报表，其他应付款不含应付利息及应付股利（全文同），东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动负债较为稳定，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2022年末，公司长期借款略有下降，主要由抵押+质押+保证借款、保证借款、保证+质押借款构成；应付债券为公司发行的“18什邡国投债/PR什邡债”和“20什邡01”，规模有所下降；长期应付款大幅增长，主要为公司对四川省城乡建设投资有限责任公司和国开发展基金有限公司形成借款所致。

### 跟踪期内，公司全部债务保持稳定，受益于公司获得大额砂石经营权及收益权注入，资产负债率大幅下降

2022年末，公司全部债务保持稳定，仍以长期有息债务为主，其中短期有息债务较2021年末略有增加。同期末，受益于公司获得大额砂石经营权及收益权注入，公司资产负债率大幅下降。

图表8 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

| 项目          | 2020年末       | 2021年末       | 2022年末       |
|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>全部债务</b> | <b>57.11</b> | <b>63.24</b> | <b>63.73</b> |
| 其中：长期有息债务   | 46.75        | 53.67        | 52.67        |
| 短期有息债务      | 10.36        | 9.57         | 11.07        |
| 资产负债率       | 67.31        | 68.51        | 48.21        |

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

截至2022年末，公司对外担保金额为28.43亿元，占期末净资产的30.77%，担保对象均

<sup>3</sup> 17.85万元。

为什邡市国有企业，目前经营状况良好，公司面临的代偿风险总体可控。

图表 9 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

| 担保单位            | 被担保单位         | 企业性质 | 担保金额      |
|-----------------|---------------|------|-----------|
| 什邡市国有投资控股集团有限公司 | 什邡市成北城市建设有限公司 | 国有企业 | 62025.00  |
| 什邡市国有投资控股集团有限公司 | 什邡市路通公路工程有限公司 | 国有企业 | 43380.10  |
| 什邡市国有投资控股集团有限公司 | 什邡市恒新建设投资有限公司 | 国有企业 | 8000.00   |
| 什邡市国有投资控股集团有限公司 | 什邡市恒启农业发展有限公司 | 国有企业 | 53390.00  |
| 什邡市国有投资控股集团有限公司 | 什邡市智捷科技有限公司   | 国有企业 | 29350.00  |
| 什邡市国有投资控股集团有限公司 | 什邡市蓉北临港运输有限公司 | 国有企业 | 6000.00   |
| 什邡市恒升实业有限公司     | 什邡市恒新建设投资有限公司 | 国有企业 | 31200.00  |
| 什邡市恒升实业有限公司     | 什邡市成北城市建设有限公司 | 国有企业 | 980.00    |
| 什邡市恒升实业有限公司     | 什邡市恒启农业发展有限公司 | 国有企业 | 1000.00   |
| 什邡市恒升实业有限公司     | 什邡市蓉北临港运输有限公司 | 国有企业 | 1000.00   |
| 什邡市恒基建设投资有限公司   | 什邡市恒新建设投资有限公司 | 国有企业 | 48000.00  |
| 合计              | -             | -    | 284325.10 |

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

## 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，收益率水平仍较低，盈利能力仍较弱

跟踪期内，公司营业收入及营业利润率有所下降；期间费用略有下降，仍主要为管理费用和财务费用，在营业收入中的占比有所上升；利润总额及净利润均略有下降，其中补贴收入占利润总额的比重为 219.25%，公司利润对补贴收入的依赖程度大幅上升。同期，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，收益率水平仍较低，公司盈利能力仍较弱。

图表 10 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

| 项目        | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 5.61   | 5.61   | 5.05   |
| 营业利润率     | 34.60  | 29.70  | 28.25  |
| 期间费用      | 2.01   | 2.90   | 2.87   |
| 期间费用/营业收入 | 35.79  | 51.70  | 56.83  |
| 利润总额      | 1.17   | 1.25   | 1.19   |
| 其中：补贴收入   | 1.24   | 1.76   | 2.61   |
| 净利润       | 0.84   | 0.85   | 0.82   |
| 总资本收益率    | 1.93   | 2.46   | 1.79   |
| 净资产收益率    | 1.88   | 1.84   | 0.89   |

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

## 现金流

跟踪期内，公司经营现金流转为净流出，且易受项目结算款回款水平和往来款波动等影响，资金来源对筹资活动仍较为依赖

2022 年，公司经营活动现金流入主要为收到往来款、项目款和财政补助等形成的现金流入；现金收入比率为 115.49%，虽有下降但现金获取能力仍较好；经营活动现金流出主要为支付的

原料成本、项目工程款以及往来款等形成的现金流出；经营性现金流转为净流出，且易受项目结算款和往来款等影响，未来存在较大的不确定性。

2022年，公司投资活动现金流入规模有所下降；投资活动现金流出主要为对外投资以及购建固定资产所支付的现金；投资性现金流持续为负。

2022年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款及获得股东增资收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息形成的现金流出；筹资性现金流持续净流入，资金来源对筹资活动依赖较大。

图表 11 公司现金流情况（单位：亿元）

| 项目             | 2020 年       | 2021 年       | 2022 年       |
|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流入       | 45.67        | 25.76        | 21.67        |
| 现金收入比率（%）      | 135.49       | 155.84       | 115.49       |
| 经营活动现金流出       | 41.53        | 25.54        | 26.05        |
| <b>经营性净现金流</b> | <b>4.14</b>  | <b>0.22</b>  | <b>-4.38</b> |
| 投资活动现金流入       | 0.16         | 4.35         | 0.12         |
| 投资活动现金流出       | 2.38         | 6.79         | 8.23         |
| <b>投资性净现金流</b> | <b>-2.23</b> | <b>-2.44</b> | <b>-8.11</b> |
| 筹资活动现金流入       | 22.77        | 14.71        | 19.82        |
| 筹资活动现金流出       | 17.72        | 12.00        | 13.27        |
| <b>筹资性净现金流</b> | <b>5.05</b>  | <b>2.71</b>  | <b>6.56</b>  |
| 现金及现金等价物净增加额   | 6.97         | 0.48         | -5.94        |

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

## 偿债能力

考虑到公司承担了什邡市的基础设施和保障房建设，业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强，整体来看，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力指标来看，2022年末，公司流动比率有所上升，速动比率及现金比率有所下降，同时公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，流动资产对流动负债的实际保障能力较弱。公司货币资金和经营性现金流不能对短期有息债务形成覆盖。

从长期偿债能力指标来看，2022年末，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所下降，EBITDA 利息倍数有所下降，能够对利息形成覆盖，但 EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍很弱。

图表 12 公司偿债能力指标情况（单位：%）

| 项目         | 2020 年（末） | 2021 年（末） | 2022 年（末） |
|------------|-----------|-----------|-----------|
| 流动比率       | 305.99    | 275.15    | 358.16    |
| 速动比率       | 61.51     | 57.69     | 49.69     |
| 现金比率       | 32.53     | 28.87     | 24.00     |
| 货币资金短债比（倍） | 1.27      | 1.42      | 0.72      |
| 经营现金流动负债比率 | 10.26     | 0.47      | -13.12    |
| 长期债务资本化比率  | 51.25     | 53.69     | 36.30     |
| 全部债务资本化比率  | 56.22     | 57.74     | 40.82     |

|                |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.22  | 1.22  | 1.07  |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 21.53 | 17.81 | 16.94 |

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司 2023 年到期债务规模为 11.07 亿元，计划通过经营性现金流入、新增融资（含银行、租赁借款及发行债券）等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2022 年公司经营性净现金流为-4.38 亿元，同时公司经营活动现金流易受项目结算款和往来款等影响，未来缺乏稳定性。间接融资方面，公司备用流动性较为充足，截至 2022 年末，公司获得多家银行综合授信 80.85 亿元，尚未使用额度 20.86 亿元。

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司承担了什邡市的基础设施和保障房建设，业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强，整体来看，公司自身的偿债能力较强。

### 过往债务履约情况和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2023 年 4 月 11 日，公司本部已结清贷款中存在 1 笔不良类贷款、14 笔关注类贷款记录<sup>4</sup>，未结清贷款信息中无不良/关注类贷款记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券均如期履约偿付。

## 外部支持

### 支持能力

#### 宏观经济和政策环境

**2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大**

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0% 左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中 3 月 CPI 同比仅为 0.7%，PPI 同比

<sup>4</sup> 根据中国农业银行股份有限公司什邡市支行（以下简称“农行什邡支行”）出具的《情况说明》，公司已还清债务中存在的 1 笔不良/违约类贷款及 5 笔关注类贷款，由于在 2008 年 5 月 12 日发生的“四川汶川特大地震”中什邡市属于重灾区，农行什邡支行按中国农业银行总行和四川省分行对灾区贷款管理相关规定的要求，将公司贷款由正常类调入不良/违约类，以便对公司灾后恢复工作密切关注，以上贷款公司均按时支付利息。公司关注类贷款中 9 笔已结清贷款为在国家开发银行股份有限公司四川省分行（以下简称“国开行四川分行”）的贷款，国开行四川分行基于审慎原则考虑，按照信贷管理的相关要求将公司资产质量划分为关注类，但公司贷款还本付息情况良好，仍属于正常类贷款，在国开行四川分行无不良信用记录。

则连续 6 个月处于通缩状态。2023 年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

**当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大**

2023 年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到 10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023 年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及 3 月新安排 1.2 万亿元减税降费措施等，都显示 2023 年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策支持力度有望进一步加码。

## 区域经济和财政状况

### 1. 德阳市

**跟踪期内，德阳市地区经济保持较快增长，机械装备、材料化工、数字经济等主导产业发展良好，第三产业发展增速较快，经济实力依然很强**

2022 年，德阳市地区生产总值为 2816.87 亿元，同比增长 3.1%，德阳市经济总量在四川省所辖 21 个地级市（州）中排名第 4 位，经济实力仍很强；三次产业结构由上年的 10.6: 48.3: 41.1 调整为 10.5: 48.1: 41.4。

德阳市是我国重大技术装备制造业基地以及四川省重要的工业城市，2022 年工业经济保持增长，已基本形成机械装备、材料化工、食品饮料和数字经济“3+1”主导产业。2022 年，德阳市规模以上主导产业增加值同比增长 4.5%。其中，机械装备产业增加值同比增长 2.2%，材料化工产业增加值同比增长 10.0%，食品饮料产业增加值同比增长 0.1%，数字经济产业增加值同比增长 5.9%。

2022 年，德阳市第三产业实现增加值 1165.73 亿元，同比增长 3.1%。德阳市旅游资源较为丰富，主要景点有德阳孔庙、德阳石刻、三星堆、蒙华山、九顶山、落凤坡等。2022 年，德阳市三星堆文化旅游发展区建设取得突破，总投资 14.33 亿元的三星堆博物馆新馆建设项目开工建设。同期，德阳市在建文化和旅游重点项目投资增速同比增长 107.79%，居全省第一。金融业方面，2022 年末，德阳市金融机构本外币存款余额 4066.7 亿元，较年初增长 12.6%；本外币贷款余额 2578.9 亿元，较年初增长 16.5%。同期，德阳市共有保险公司 48 家，证券分支机构 20 家。

图表 13 德阳市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

| 项目          | 2020 年           |      | 2021 年           |      | 2022 年           |      |
|-------------|------------------|------|------------------|------|------------------|------|
|             | 数值               | 增速   | 数值               | 增速   | 数值               | 增速   |
| 地区生产总值      | 2404.01          | 2.5  | 2656.56          | 8.7  | 2816.87          | 3.1  |
| 人均地区生产总值（元） | 67531            | -    | 76801*           | -    | 81389*           | -    |
| 全部工业增加值     | 1020.10          | 1.3  | 1163.00          | 9.0  | 1225.80          | 2.7  |
| 第三产业增加值     | 1002.70          | 3.7  | 1091.91          | 9.5  | 1165.73          | 3.1  |
| 全社会固定资产投资   | -                | 8.0  | -                | 11.7 | -                | 10.7 |
| 社会消费品零售总额   | 851.20           | -4.8 | 1010.10          | 18.7 | 1014.80          | 0.5  |
| 三次产业结构      | 11.3: 46.9: 41.8 |      | 10.6: 48.3: 41.1 |      | 10.5: 48.1: 41.4 |      |

注：标“\*”项按“GDP/常住人口”估算所得。

资料来源：2020 年~2022 年德阳市国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

跟踪期内，德阳市一般公共预算收入和政府性基金收入保持增长，上级补助收入规模较大，财政实力仍很强

2022 年，德阳市一般公共预算收入为 156.50 亿元，同比增长 5.3%，其中税收收入占比维持在 60%以上。同期，德阳市政府性基金收入为 197.32 亿元，略有增长；上级补助收入以列入一般公共预算的上级补助收入为主，是地方财政收入的重要构成，规模有所增长。

2022 年，德阳市一般公共预算支出为 350.34 亿元，同比增长 7.2%；政府性基金支出规模为 304.49 亿元；地方财政自给率<sup>5</sup>为 44.67%，财政自给程度相对较低。

截至 2022 年末，德阳市地方政府债务余额为 630.01 亿元，其中一般债务余额为 149.99 亿元，专项债务余额为 480.02 亿元。

图表 14 德阳市财政收支情况（单位：亿元）

| 项目              | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 1 地方财政收入        | 353.18 | 341.98 | 353.82 |
| 一般公共预算收入        | 132.07 | 148.68 | 156.50 |
| 其中：税收收入         | 82.26  | 95.41  | 97.39  |
| 政府性基金收入         | 221.11 | 193.30 | 197.32 |
| 2 上级补助收入        | 176.06 | 158.06 | 176.24 |
| 列入一般公共预算的上级补助收入 | 162.47 | 157.06 | 174.38 |
| 列入政府性基金的上级补助收入  | 13.59  | 1.00   | 1.86   |
| 财政收入（1+2）       | 529.24 | 500.04 | 530.06 |

<sup>5</sup> 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

图表 14 德阳市财政收支情况（单位：亿元）

| 项目                | 2020 年        | 2021 年        | 2022 年        |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|
| 1 地方财政支出          | 571.29        | 569.00        | 654.83        |
| 一般公共预算支出          | 309.54        | 326.40        | 350.34        |
| 政府性基金支出           | 261.75        | 242.60        | 304.49        |
| 2 上解上级支出          | 11.99         | 15.60         | 14.20         |
| <b>财政支出 (1+2)</b> | <b>583.28</b> | <b>584.60</b> | <b>669.03</b> |
| 地方债务限额            | 408.94        | 524.68        | 670.64        |
| 地方债务余额            | 379.24        | 489.51        | 630.01        |
| 政府负债率 (%)         | 15.78         | 18.43         | 22.37         |

资料来源：德阳市 2020 年~2021 年市级决算报告、2022 年预算执行情况，东方金诚整理

## 2. 什邡市

跟踪期内，什邡市地区经济保持增长，化工、医药等支柱产业持续发展，经济实力依然较强

跟踪期内，什邡市地区经济保持增长，经济实力依然较强。2022 年，什邡市实现地区生产总值 433.67 亿元，同比增长 3.9%。同期，什邡市全社会固定资产投资和社会消费品零售总额同比分别增长 11.6%和-0.4%。

图表 15 什邡市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

| 项目          | 2020 年          |      | 2021 年          |      | 2022 年 |      |
|-------------|-----------------|------|-----------------|------|--------|------|
|             | 数值              | 增速   | 数值              | 增速   | 数值     | 增速   |
| 地区生产总值      | 372.70          | 3.9  | 409.20          | 9.0  | 433.67 | 3.9  |
| 人均地区生产总值（元） | 91348           | -    | 92239           | -    | 106292 | -    |
| 规模以上工业增加值   | -               | 4.3  | -               | 8.3  | -      | 3.3  |
| 第三产业增加值     | 150.80          | 4.6  | 162.50          | 11.5 | 173.60 | 4.6  |
| 全社会固定资产投资   | -               | 10.2 | -               | 10.4 | -      | 11.6 |
| 社会消费品零售总额   | 103.10          | -5.0 | -               | 19.4 | 122.60 | -0.4 |
| 三次产业结构      | 9.7: 49.8: 40.5 |      | 9.5: 50.8: 39.7 |      | -      |      |

资料来源：2020 年~2022 年什邡市国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

跟踪期内，什邡市工业经济持续发展，重点项目不断推进。什邡市工业经济已初步形成食品加工、医药、化工、冶金、机械、建材等六大支柱产业。2022 年，什邡市烟草、医药、化工、装备制造产业同比分别增长 9.8%、20.4%、23.8%和 9.9%，规上工业企业总数达到 243 户，蓝剑饮品、振鸿钢制品、宏达集团 3 户企业进入全省民营企业 100 强，8 户企业上榜德阳 50 强，同人泰登陆“新三板”。同期，什邡市新签约产业项目 19 个，其中 5 亿元以上项目 7 个、30 亿元以上项目 3 个，签约总金额 365.84 亿元。2022 年，什邡市投资 100 亿元的欣旺达动力电池项目落地建设，投资 150 亿元的正威德阳先进制造区域中心项目正式签约，招大引强实现历史性重大突破。

第三产业方面，什邡市旅游业和金融业快速发展。2022 年，什邡市新增规上服务业企业 4 户、限上商贸企业 34 户，雍城印象开街运营；完成“四大片区”旅游规划，文博半山山地康养

区等项目有序推进，红豆村获评省级乡村旅游重点村，神瀑沟成功创建国家 3A 级景区。金融业方面，2022 年末，什邡市金融机构本外币各项存款余额 434.1 亿元，同比增长 12.4%；各项贷款余额 255.1 亿元，同比增长 15.8%。

跟踪期内，什邡市一般公共预算收入和政府性基金收入均保持增长，继续获得一定规模的上级补助收入，财政实力仍较强

2022 年，什邡市实现一般公共预算收入 24.93 亿元，同比增长 4.9%，其中税收收入 16.80 亿元，占比 67.39%。同年，什邡市政府性基金收入为 19.60 亿元，较上年有所增长，但政府性基金收入易受房地产市场波动及政府土地出让计划等因素影响而出现波动。跟踪期内，什邡市获得的上级补助收入有所增长。

2022 年，什邡市一般公共预算支出为 40.75 亿元；政府性基金支出为 27.96 亿元，均较上年有所增加；地方财政自给率为 61.18%。

截至 2022 年末，什邡市地方政府债务余额为 66.96 亿元。

图表 16 什邡市财政收支情况（单位：亿元）

| 项目               | 2020 年       | 2021 年       | 2022 年       |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 地方财政收入         | 62.25        | 41.17        | 44.53        |
| 一般公共预算收入         | 21.92        | 23.32        | 24.93        |
| 其中：税收收入          | 15.40        | 15.10        | 16.80        |
| 政府性基金收入          | 40.33        | 17.85        | 19.60        |
| 2 上级补助收入         | 13.12        | 13.12        | 14.47        |
| 列入一般公共预算的上级补助收入  | 13.12        | 13.12        | 14.31        |
| 列入政府性基金的上级补助收入   | -            | -            | 0.16         |
| <b>财政收入（1+2）</b> | <b>75.37</b> | <b>54.29</b> | <b>59.00</b> |
| 1 地方财政支出         | 80.08        | 56.00        | 68.71        |
| 一般公共预算支出         | 37.47        | 37.68        | 40.75        |
| 政府性基金支出          | 42.61        | 18.32        | 27.96        |
| 2 上解上级支出         | 5.79         | -            | 7.87         |
| <b>财政支出（1+2）</b> | <b>85.87</b> | <b>56.00</b> | <b>76.58</b> |
| 地方债务限额           | 44.84        | 52.03        | 67.47        |
| 地方债务余额           | 44.24        | 54.22        | 66.96        |
| 政府负债率（%）         | 11.87        | 13.25        | 15.44        |

资料来源：什邡市 2020 年~2022 年预算执行情况，东方金诚整理

综上所述，东方金诚对德阳市及什邡市的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有较强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备较强的支持能力。

## 支持意愿

作为什邡市重要的基础设施建设主体，公司在增资、资产划拨和财政补贴等方面继续得到股东及各方有力支持

什邡市从事基础设施建设类业务的国有企业目前有两家，分别为公司和什邡通用航空，其中什邡通用航空主要从事什邡经济开发区的基础设施建设等业务，公司主要从事什邡市范围内的基础设施和保障房建设，同时还从事砂石开采与销售、酒店经营、融资担保、商品贸易等其

他经营性业务。

2022年，公司在增资、资产划拨和财政补贴等方面继续得到了股东及相关各方的有力支持。其中，增资方面，公司收到股东增资款合计5.37亿元，实收资本增至10.00亿元；资产划拨方面，什邡市政府向公司无偿注入砂石经营权及收益权，合计增加资本公积39.83亿元；财政补贴方面，公司收到财政补贴2.61亿元。

考虑到公司将继续在什邡市的基础设施和保障房建设领域中发挥重要作用，股东及相关各方将继续给予公司有力支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对德阳市及什邡市的地区经济及财政实力、股东及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为股东及相关方对公司的支持作用较强。

### 增信措施

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

重庆进出口担保成立于2009年1月15日，是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富集团”）和中国进出口银行（以下简称“进出口银行”）按6:4比例出资设立的国有担保公司，初始注册资本10亿元。经2010年下半年股东同比例增资以及2014年以来多次未分配利润转增股本后，重庆进出口担保实收资本增加至30亿元。2018年，渝富集团将其持有的重庆进出口担保60%的股权全部无偿划转给其母公司重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2022年，重庆进出口担保的控股股东为渝富控股，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

重庆进出口担保以经营各类融资性担保业务为主业，兼营诉讼保全担保、履约担保等非融资性担保业务，并以自有资金在监管许可范围内进行投资。截至2022年末，重庆进出口担保的总资产为67.58亿元，净资产为42.24亿元。2022年，重庆进出口担保实现营业收入7.91亿元，主要来源于担保业务收入、利息收入以及投资收益；净利润2.10亿元；净资产收益率5.07%，盈利能力在全国同业担保机构中处于中上游水平。

东方金诚认为，重庆市经济总量2022年末在全国城市中排名第4位，经济实力很强，政府对担保行业发展支持力度大，为重庆进出口担保业务开展营造了良好的外部环境；重庆进出口担保资产流动性良好，2022年末I类资产占比为46.75%，且债务负担较轻，准备金对代偿风险的抵补能力较好；重庆进出口担保利润留存效果较好，资本实力不断提升，2022年末净资产为42.24亿元，代偿能力很强；重庆进出口担保在重庆地区城投企业及国有企业融资增信中发挥重要作用，具有一定的区域重要性，当地政府对公司业务开展支持力度较大。

同时，东方金诚关注到，重庆进出口担保债券和贷款担保业务客户以地区城投企业为主，行业投放较为集中；随着消费环境下行，重庆进出口担保担保的包括贷款和信托计划在内的个人消费类贷款不良率有所上升，存在一定的信用风险管理压力及追偿压力；重庆进出口担保融资性担保放大倍数仍处于高位，对其未来业务开展形成一定的制约。

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

## 抗风险能力及结论

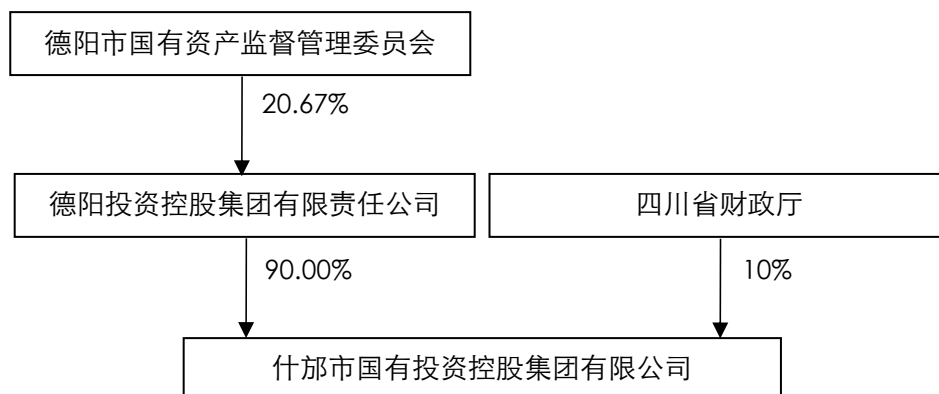
东方金诚认为，跟踪期内，公司继续从事什邡市范围内的基础设施和保障房建设等，业务区域专营性仍很强。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，依然面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性仍较弱；公司经营性现金流转为净流出，且易受项目结算款回款水平和往来款波动等影响，资金来源对筹资活动仍较为依赖。

跟踪期内，德阳市经济实力依然很强，什邡市地区经济保持增长，化工、医药等支柱产业持续发展，经济实力仍较强；作为什邡市重要的基础设施建设主体，公司在增资、资产划拨和财政补贴等方面继续得到股东及相关各方的有力支持。重庆进出口担保为“18 什邡国投债/PR 什邡债”到期兑付提供不可撤销的连带责任保证担保仍具有较强的增信作用。

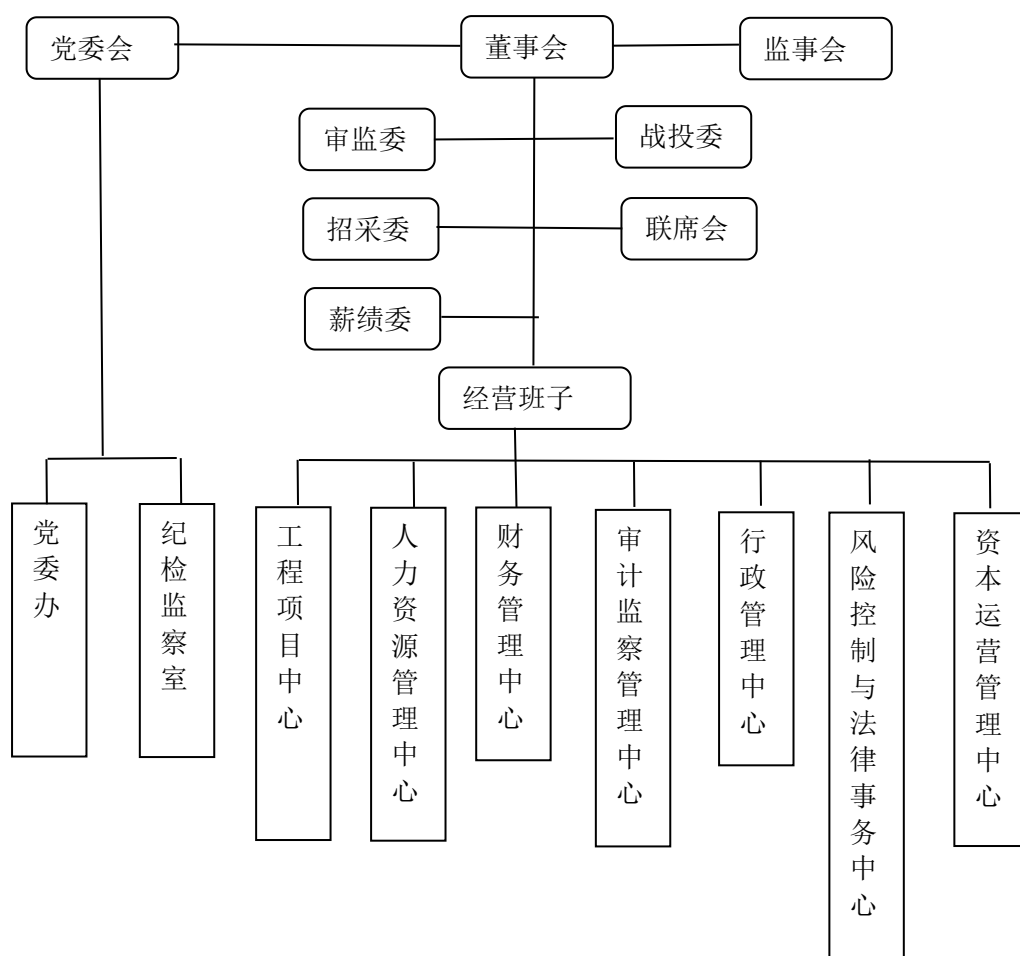
综上所述，公司自身偿债能力较强，股东及相关方对公司的外部支持作用较强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“18 什邡国投债/PR 什邡债”到期不能偿还的风险依然很低。

## 附件一：截至 2023 年 3 月末公司股权结构和组织架构图

### 股权结构图



### 组织架构图



## 附件二：公司主要财务数据及指标

| 项目名称                 | 2020 年（末） | 2021 年（末） | 2022 年（末） |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|
| <b>主要财务数据（单位：亿元）</b> |           |           |           |
| 资产总额                 | 136.03    | 147.01    | 178.45    |
| 其中：存货                | 98.66     | 102.31    | 102.93    |
| 无形资产                 | 2.99      | 4.37      | 42.68     |
| 负债总额                 | 91.56     | 100.72    | 86.03     |
| 其中：长期借款              | 35.39     | 40.59     | 38.62     |
| 其他应付款                | 28.02     | 33.83     | 19.01     |
| 应付债券                 | 11.36     | 10.19     | 9.02      |
| 全部债务                 | 57.11     | 63.24     | 63.73     |
| 其中：短期有息债务            | 10.36     | 9.57      | 11.07     |
| 所有者权益                | 44.47     | 46.29     | 92.41     |
| 营业收入                 | 5.61      | 5.61      | 5.05      |
| 净利润                  | 0.84      | 0.85      | 0.82      |
| 经营活动产生的现金流量净额        | 4.14      | 0.22      | -4.38     |
| 投资活动产生的现金流量净额        | -2.23     | -2.44     | -8.11     |
| 筹资活动产生的现金流量净额        | 5.05      | 2.71      | 6.56      |
| <b>主要财务指标</b>        |           |           |           |
| 营业利润率（%）             | 34.60     | 29.70     | 28.25     |
| 总资本收益率（%）            | 1.93      | 2.46      | 1.79      |
| 净资产收益率（%）            | 1.88      | 1.84      | 0.89      |
| 现金收入比（%）             | 135.49    | 155.84    | 115.49    |
| 资产负债率（%）             | 67.31     | 68.51     | 48.21     |
| 长期债务资本化比率（%）         | 51.25     | 53.69     | 36.30     |
| 全部债务资本化比率（%）         | 56.22     | 57.74     | 40.82     |
| 流动比率（%）              | 305.99    | 275.15    | 358.16    |
| 速动比率（%）              | 61.51     | 57.69     | 49.69     |
| 现金比率（%）              | 32.53     | 28.87     | 24.00     |
| 货币资金短债比（倍）           | 1.27      | 1.42      | 0.72      |
| 经营现金流动负债比率（%）        | 10.26     | 0.47      | -13.12    |
| EBITDA 利息倍数（倍）       | 1.22      | 1.22      | 1.07      |
| 全部债务/EBITDA（倍）       | 21.53     | 17.81     | 16.94     |

### 附件三：主要财务指标计算公式

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

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

| 等级符号 | 定义                             |
|------|--------------------------------|
| AAA  | 偿还债务的能力极强，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，有较高违约风险   |
| B    | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
| CCC  | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
| CC   | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务      |
| C    | 不能偿还债务                         |

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

## 短期债券信用等级符号及定义

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

注：每一个信用等级均不进行微调。