



# 2019年成都兴蜀投资开发有限责任公司公司债券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等级的变化情况。

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：

# 2019年成都兴蜀投资开发有限责任公司公司债券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
19兴蜀债/19兴蜀投资债	AAA	AAA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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，成都兴蜀投资开发有限责任公司（以下简称“兴蜀投资”或“公司”）作为崇州市最大的基础设施建设主体，工程代建业务持续性仍较好，且获得的外部支持力度仍较大，天府信用增进股份有限公司（以下简称“天府信增”）提供的保证担保仍能有效提升“19兴蜀债/19兴蜀投资债”的安全性。同时中证鹏元也关注到公司资产主要沉淀在土地资产及项目成本中，资产流动性较弱，较大项目投资需求和融资规模使公司仍面临较大债务及资金压力，以及公司面临较大的或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为目前公司在建项目丰富，总投资规模较大，预计公司业务持续性较好，且有望继续获得较大力度的外部支持。

## 评级日期

2023年6月28日

## 联系方式

**项目负责人：**王钰  
wangyu@cspengyuan.com

**项目组成员：**韩飞  
hanf@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	314.36	287.54	243.97
所有者权益	172.13	168.34	142.14
总债务	107.52	104.17	82.73
资产负债率	45.24%	41.45%	41.74%
现金短期债务比	0.33	0.54	0.19
营业收入	10.01	9.82	9.79
其他收益	1.34	1.14	0.69
利润总额	1.40	1.68	1.55
销售毛利率	8.99%	8.40%	23.47%
EBITDA	1.91	1.74	1.92
EBITDA利息保	0.27	0.26	0.32
经营活动现金流	0.78	0.67	2.79

资料来源：公司2020-2022年审计报告，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。**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，2022年，崇州市实现 GDP461.80 亿元；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总产值比重超 70%，区域内积聚了捷普科技、领益科技、索菲亚、全友家私等企业。
- **公司是崇州市最大的基础设施建设主体，公司工程代建业务持续性较好。**公司主要从事崇州市经济开发区内路网开发及配套基础设施建设、厂房及配套设施建设以及安置房建设等，截至 2022 年末，公司主要在建代建项目尚需投资规模较大，业务持续性较好，2022 年销售毛利率有所提升。
- **公司继续获得政府注入资产及政府补贴，获得的外部支持力度较大。**2022 年，公司获得政府注入的资本金 2.40 亿元，增强了公司的资本实力，且持续获得政府补贴 1.34 亿元，提高了公司利润水平。
- **保证担保有效提升了“19 兴蜀债/19 兴蜀投资债”安全性。**经中证鹏元综合评定，天府信增主体信用等级为 AAA，其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“19 兴蜀债/19 兴蜀投资债”的安全性。

## 关注

- **较大的项目投资需求和融资规模使公司仍面临较大债务压力，且资金成本较高。**随着项目投入增加，2022 年公司项目成本继续积累，同时项目建设融资使 2022 年公司总债务规模持续增长，且公司融资成本较高，现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数持续处于较低水平；此外，后续代建及自营项目尚需投资 28.48 亿元，且仍主要依靠外部融资，自营项目收益实现周期较长且受到市场和政策等因素的影响存在不确定性，需关注公司后续的债务变动和自营项目盈利状况。
- **公司资产主要沉淀在土地资产及项目成本中，流动性受土地市场景气度及委托方安排影响较大。**公司资产以土地使用权和项目成本为主，截至 2022 年末，土地使用权账面价值 66.84 亿元，占总资产比例 21.26%，即时变现能力较弱且部分已抵押，项目成本中代建项目成本结算受委托方影响较大，公司资产流动性较弱。
- **公司对外担保规模较大，存在较大或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额为 71.88 亿元，占当年末净资产的 41.76%，存在较大或有负债风险。2023 年 5 月，公司因合同纠纷被列为被执行人，被执行标的 2.47 亿元。

## 同业比较（单位：亿元）

企业名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
成都兴蜀投资开发有限责任公司	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
崇州市崇兴投资有限责任公司	崇州市的基础设施建设重要主体	246.13	155.18	10.22
成都市蜀州城市建设投资有限责任公司	崇州市的基础设施建设主体之一	130.17	87.12	6.30

注：表中财务数据均为 2022 年末/2022 年数据；

资料来源：中证鹏元数据库、公开资料，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	4/7
	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					<b>a</b>
外部特殊支持					3
主体信用等级					<b>AA</b>

### 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。反映了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

- 公司是崇州市重要的基础设施建设平台，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，主要体现为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，主要体现为较强的经济实力、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	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2022-06-28	马琳丽、张晨	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AAA	2018-5-25	金善姬、胡长森	<a href="#">城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0)</a> 、 <a href="#">城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA+	2017-7-13	金善姬、胡长森	<a href="#">城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0)</a> 、 <a href="#">城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
19 兴蜀债/19 兴蜀投资债	6.60	5.28	2022-06-28	2026-07-29

## 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2019年7月发行7年期6.6亿元公司债券，募集资金计划用于经开区智能制造标准化厂房建设项目和补充营运资金。截至2022年12月31日，“19兴蜀投资债/19兴蜀债”募集资金专项账户余额为12,380.36元。

## 三、发行主体概况

2022年公司名称、注册资本和实收资本、控股股东、实际控制人均未发生变更。截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为10,000.00万元，崇州市国有资产监督管理和金融工作局（以下简称“崇州市国资局”）为公司唯一股东，崇州市人民政府为公司实际控制人。

公司是崇州市最大的基础设施建设主体，仍主要负责崇州市经济开发区路网及基础设施建设等业务。2022年公司新增3家纳入合并报表范围的子公司，截至2022年末，公司纳入合并报表范围的子公司共3家，详见附录四。

**表1 2022年公司新纳入合并报表范围子公司情况（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	合并方式
成都兴蜀园区管理有限公司	100.00%	1.00	非居住房地产租赁;园区管理服务;土地整治服务	新设
成都兴蜀人力资源服务有限公司	100.00%	0.20	人力资源服务（不含职业中介活动、劳务派遣服务）；劳务服务（不含劳务派遣）；品牌管理；业务培训等	新设
成都兴蜀世纪新城开发有限公司	100.00%	0.50	土地整治服务；非居住房地产租赁；园区管理服务	新设

资料来源：公司提供，公司2022年审计报告

## 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，亦是成都平原都市群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品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
<b>崇州市</b>	<b>461.80</b>	<b>3.4%</b>	<b>6.19</b>	<b>29.06</b>	<b>30.23</b>
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		55,520
人均 GDP/全国人均 GDP		72.26%		73.30%		76.64%

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	60.85

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
成都兴蜀投资开发有限责任公司	崇州市国金局	172.13	45.24%	10.01	107.52	崇州市经济开发区基础设施、厂房、安置房等建设重要主体
崇州市崇兴投资有限责任公司	崇州市国金局	155.18	36.95%	10.22	64.68	崇州市的基础设施建设重要主体

成都市蜀州城市建设投资有限责任公司	崇州市国金局	87.12	33.07%	6.30	25.07	崇州市的基础设施建设主体之一
崇州市鼎兴实业有限公司	崇州市国金局	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
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	崇州市国金局	56.51	53.82%	10.73	54.50	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：除兴蜀投资及成都市兴旅旅游发展有限责任公司以外，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，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司是崇州市最大的基础设施建设主体，主要负责崇州市经济开发区路网及基础设施建设等业务，2022年公司营业收入主要由工程代建及贸易销售组成，工程代建业务未来收入来源较有保障，但面临较大资金压力

公司是崇州市最大的基础设施建设主体，主要负责崇州市经济开发区路网开发及配套基础设施建设、厂房及配套设施建设以及安置房建设等。2022年公司营业收入规模略微上升，仍主要来源于工程代建及贸易业务。销售毛利率略有上升，主要系毛利率较低的贸易销售业务收入大幅下降所致。

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	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务小计	9.74	97.25	8.82	9.79	99.69	8.34
工程代建	7.24	72.36	11.82	6.50	66.19	11.83
贸易销售	2.49	24.89	0.10	3.30	33.60	1.48
其他业务小计	0.28	2.75	14.88	0.02	0.20	32.83
租赁收入	0.28	2.75	14.88	0.02	0.20	100.00
合计	10.01	100.00	8.99	9.82	100.00	8.40

资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

### （一）工程代建业务

公司工程代建收入规模相对稳定，目前代建项目投资规模较大，未来收入来源较有保障，但面临较大的资金压力，自营项目均处于建设之中，存在不能实现预期收益的风险

公司项目建设主要采取委托代建模式，崇州市人民政府或当地国企作为委托人将安置房、城市基础设施等项目委托公司建设，公司进行工程招标，招标完成后将项目委托给施工方建设，公司负责项目的预算、工程建设监督和管理。在代建模式下，委托投资费用由项目建设成本和建设服务费组成。项目竣

工验收后，由公司与委托人按协议约定对项目进行审计决算，确定项目实际投入成本，同时委托人根据确认的实际投入金额乘以一定比例向公司支付委托建设管理费，公司按照成本加管理费同步确认营业收入。其中，崇州市政府委托崇州市财政局结算和支付代建费用。每年年末，委托人与公司对当年建设项目进行中期结算，支付部分工程款项。在项目竣工决算后，根据双方确认的剩余未支付工程款，由委托方安排支付。2022年公司结转经开区2017年配套基础设施建设工程及崇州市经开区人才公寓两个项目，工程代建收入同比有所上升，毛利率相对稳定。

**表7 2022年公司工程代建收入项目明细（单位：万元）**

项目名称	总投资	当期确认收入	本期投资	截至2022年末累计已投资	是否代建
经开区2017年配套基础设施建设工程	33,905.42	37,974.07	33,905.42	33,905.42	是
崇州市经开区人才公寓	29,973.70	34,469.76	29,973.70	29,973.70	是
合计	<b>63,879.12</b>	<b>72,443.83</b>	<b>63,879.12</b>	<b>63,879.12</b>	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建项目计划总投资89.29亿元，已投资60.81亿元，还需投资28.48亿元。其中代建项目总投资62.82亿元，已投资41.51亿元。公司未来工程代建收入来源较有保障，但随着项目建设的推进，面临较大的资金压力。公司自营项目包括崇州停车场建设项目、经开区智能制造标准化厂房建设项目等项目，计划总投资26.48亿元，已投资19.30亿元，项目尚处在建设之中，未来存在不能实现预期收益的风险。

**表8 截至2022年末公司在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	已投资	是否代建
崇州市棚户区城中村改造项目	23.00	9.37	是
捷普工业区（D\E区）标准厂房配套	15.64	15.56	是
发展区东区（明湖片区二期）基础设施及农迁房建设项目	12.00	5.77	是
创新大道南段延伸段一段基础设施建设工程	9.00	8.50	是
顺安路附属设施建设工程	2.70	1.88	是
汇兴南路道路工程	0.48	0.43	是
崇州停车场建设项目	12.00	11.93	否
经开区智能制造标准化厂房建设项目	11.78	6.93	否
崇州市大划街道生活污水处理厂（三期）	2.70	0.44	否
合计	<b>89.29</b>	<b>60.81</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

崇州停车场建设项目为“17兴蜀专项债/PR兴蜀债”募投项目，项目位于崇州市崇阳镇和大划镇，总用地面积424,275平方米（约636亩），主要建设内容包括地下停车场、地面停车场及配套商业。项目建成后由公司自主经营，经营管理期限为30年，收入来源主要为停车位的租售收入、配套商业出租收入、充电服务收入和广告位租赁收入。项目总投资12.00亿元，截至2022年末已投资11.93亿元，项目主体已

基本完工，暂未实现相关收益。当项目完工并投入使用后，将会开始收取停车位的租售收入、配套商业出租收入、充电服务收入和广告位租赁收入，预计每年总收入1.15亿元，扣除运营成本、营业税金及附加等费用后，每年净收益为1.05亿元。

经开区智能制造标准化厂房建设项目为“19兴蜀投资债/19兴蜀债”募投项目，项目建设内容主要包括经开区智能制造标准化厂房、综合楼、库房、辅助厂房、污水处理站、固废库、大宗气站、10kv开关站、配套设施工程和室外总平及配套设施等，该项目建成后由公司自主经营，收入主要来源于标准化厂房、库房、辅助厂房、综合楼、固废库及机动车位的出租和出售收入。项目总投资11.78亿元，截至2022年末已投资6.93亿元。

## （二）贸易及其他业务

**贸易销售业务规模较上年有所下滑，该业务销售毛利率较低，对公司营业收入形成有效补充**

公司销售的主要建材品种为线材、钢模、管架、变压器、连砂石和机砂等，2022年新增乙二醇、精对苯二甲酸等有机化学品、铝锭等有色金属等商品品类。公司业务利润来自于下游客户销售价格与上游采购成本的差价，因公司贸易业务尚在发展初期，贸易产品种类和客户群体尚不稳定，因而毛利率波动较大。2022年度，建材销售、有机化学品销售和有色金属销售均为微利，使得该板块毛利率大幅下降。2022年度，公司贸易销售板块的主要供应商为江苏东津联国际贸易有限公司，主要客户为江苏卓益新材料有限公司。

公司其他业务主要包括资产转让、租赁、再生水销售等业务。2022年，公司租赁及其他板块收入大幅增加，主要系租赁业务规模扩大，同时公司对外转让自建的公交车首末站资产所致。

**公司继续获得较大力度外部支持**

资产注入方面，2022年崇州市财政局向公司注入资本金2.4亿元，公司资本公积相应增加。财政补贴方面，2022年公司获得财补贴1.34亿元，有效提升了公司的利润水平。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（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公司2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2022年末，公司纳入合并报表范围子公司共3家，具体见附录四。

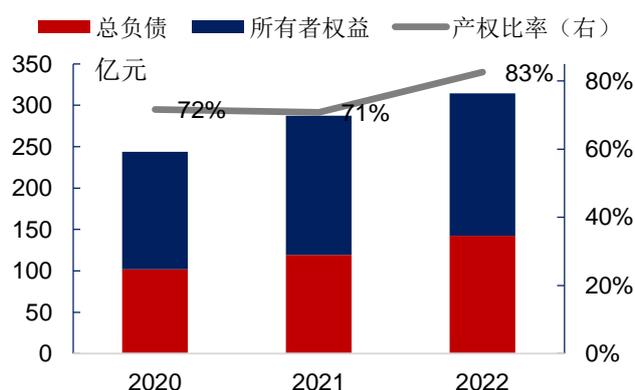
### 资本实力与资产质量

公司资产规模有所增长，但以土地使用权和项目成本为主，土地使用权即时变现能力较弱，项目

成本中代建项目成本结算受委托方影响较大，自营项目收益情况不确定性较大，整体而言资产流动性较弱

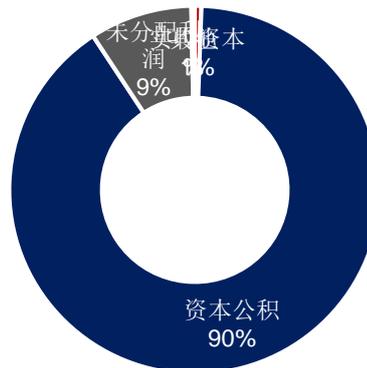
截至2022年末，受益于崇州市国资局注入资本金和公司获取一定的财政补贴，公司所有者权益规模较上年略有增长，公司所有者权益主要由资本公积构成。由于往来款及长期银行借款增长，2022年末公司负债规模增长较快，产权比率快速上升至83%，但权益对负债的保障程度仍尚可。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产规模近年保持增长，从资产结构来看，资产以存货（开发成本、待开发土地）、在建工程（募投项目等）及其他非流动资产（政府储备用地）为主。截至2022年末，上述资产合计占资产总额的比例为68.51%。

存货主要为开发成本和待开发土地，其中开发成本60.32亿元，主要为捷普工业区（D\E区）标准厂房配套、崇州市棚户区域城中村改造、工业区（捷普一、二期）配套基础设施建设项目等项目，随项目投入持续增长，为未来代建业务收入持续性提供保障；待开发土地66.84亿元，土地性质主要为出让，用途主要为商住和住宅，2022年新增土地账面价值为9.08亿元，其中账面价值8.99亿元的3宗土地权证正在办理中，待开发土地已抵押土地账面价值为0.29亿元。

2022年末在建工程账面价值46.07亿元，较上年大幅增长，主要为成都市崇州城区停车场建设项目（“17兴蜀专项债/PR兴蜀债”募投项目）、经开区智能制造标准化厂房建设项目（“19兴蜀投资债/19兴蜀债”募投项目）、成都智能应用产业功能区捷普工业园二期和崇州经开区捷普工业园电力设施建设工程。

公司其他非流动资产主要为政府划拨的19宗政府储备用地，土地用途为建设用地，面积合计184.30万平方米，已办理借款质押土地账面价值4.20亿元。

其他资产方面，2022年末应收账款较上年末有所增长，其中应收崇州市财政局代建项目的工程款22.87亿元。公司其他应收款主要是与关联单位的往来款，其中包括成都新蜀康建设投资有限公司6.97亿

元和崇州市财政局往来款5.22亿元，占比72.65%。截至2022年末，公司应收账款和其他应收款合计占总资产的13.32%，欠款单位主要为政府部门和当地国企，回款时间易受到政府资金调配影响而具有不确定性。截至2022年末，公司货币资金期末余额7.47亿元，其中因信用保证金使用受限1.39亿元。

截至2022年末，公司货币资金、存货等因保证金或办理借款抵押、借款质押使用受限，上述资产账面价值合计10.48亿元，占期末总资产的3.33%。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.47	2.38%	14.62	5.09%
应收账款	25.11	7.99%	20.91	7.27%
其他应收款	16.77	5.33%	20.12	7.00%
存货	127.16	40.45%	111.48	38.77%
<b>流动资产合计</b>	<b>182.88</b>	<b>58.18%</b>	<b>171.84</b>	<b>59.76%</b>
在建工程	46.07	14.65%	31.66	11.01%
其他非流动资产	42.17	13.41%	41.34	14.38%
<b>非流动资产合计</b>	<b>131.48</b>	<b>41.82%</b>	<b>115.70</b>	<b>40.24%</b>
<b>资产总计</b>	<b>314.36</b>	<b>100.00%</b>	<b>287.54</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司营业收入和销售毛利率均有所上升，政府补贴有效提升了公司的利润水平

2022年公司营业收入和销售毛利率规模均略有上升，主要系2022年结转两个工程项目使得收入上升，且毛利率较低的贸易业务收入占比下滑所致。截至2022年末，公司在建代建项目较多，尚需投资规模较大，未来工程代建收入持续性较好且较有保障。此外，2022年公司获得财政补贴1.34亿元，政府补贴有效提升了公司利润水平。

**表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2022年	2021年
营业收入	10.01	9.82
营业利润	1.50	1.69
其他收益	1.34	1.14
利润总额	1.40	1.68
销售毛利率	8.99%	8.40%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 偿债能力

公司总债务规模较大，主要以银行贷款和债券融资为主，融资成本较高，偿债指标表现较差，面

## 临较大的债务压力

公司负债以非流动负债为主，2022年末非流动负债占比为59.19%。银行借款方面，2022年末公司短期借款主要为保证借款。2022年末公司长期借款账面余额为41.21亿元，加上一年内到期的部分后为48.54亿元，较上年末大幅增长，其中质押借款18.73亿元，抵押借款13.66亿元，保证借款16.15亿元。债券融资方面，2022年末公司应付债券为36.03亿元，加上一年内到期部分后为40.45亿元，其中2022年新发行债券“22兴蜀投资PPN001”。非标借款方面，公司长期应付款主要为融资租赁款和信托借款，非标借款合计金额7.89亿元。公司平均融资成本介于6.51%-7.30%之间，融资成本较高。整体来看，公司以长期借款、应付债券等长期债务为主，融资成本较高，且存在一定的非标借款，面临较大的债务压力。

此外，公司其他应付款主要为应付关联方往来款，2022年末公司其他应付款大幅提升至31.85亿元，前五大应付对象合计余额占比88.99%，具有一定偿付弹性。

**表11 截至 2022 年公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	6.51%	58.45	16.97	8.35	2.95	30.19
债券融资	6.40%	40.45	4.42	20.19	6.32	9.52
信托融资	7.30%	6.00	0.00	6.00	0.00	0.00
其他融资	7.13%	1.89	1.02	0.28	0.30	0.28
<b>合计</b>	-	<b>106.79</b>	<b>22.41</b>	<b>34.81</b>	<b>9.57</b>	<b>39.99</b>

注：未包含一年内到期的应付利息 0.73 亿元。

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	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.92	6.97%	9.60	8.05%
应付账款	0.59	0.41%	0.25	0.21%
其他应付款（合计）	31.85	22.39%	12.38	10.39%
<b>流动负债合计</b>	<b>58.05</b>	<b>40.81%</b>	<b>42.34</b>	<b>35.53%</b>
长期借款	41.21	28.97%	28.69	24.07%
应付债券	36.03	25.33%	40.27	33.79%
长期应付款（合计）	6.87	4.83%	7.81	6.55%
长期应付款	6.87	4.83%	7.81	6.55%
<b>非流动负债合计</b>	<b>84.19</b>	<b>59.19%</b>	<b>76.85</b>	<b>64.47%</b>
<b>负债合计</b>	<b>142.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>119.20</b>	<b>100.00%</b>
总债务	107.52	75.60%	104.17	87.39%
其中：短期债务	23.42	21.78%	27.39	26.29%
长期债务	84.10	78.22%	76.77	73.70%

注：短期债务、长期债务占比指占总债务比例。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2022年末公司资产负债率45.24%，较上年有所上升但总体负债水平不高。2022年末公司现金短期债务比为0.33，现金对短期债务的保障程度较差。2022年公司EBITDA保障倍数为0.27，仍处于较低水平。融资弹性方面，截至2022年末，公司获得各银行授信总额度共计78.08亿元，尚未使用的授信额度为12.31亿元，为公司提供了一定的备用流动性支持。

**表13 公司偿债能力指标**

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	45.24%	41.45%
现金短期债务比	0.33	0.54
EBITDA 利息保障倍数	0.27	0.26

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平暂无影响

环境方面，公司的项目建设可能会面临一定环境风险，但根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司 (ESG)重大负面因素的说明》，公司尚未因环保相关事件受到监管处罚。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司 (ESG)重大负面因素的说明》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，公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。根据《成都兴蜀投资开发有限责任公司股东决定书》，2022年5月，袁明东、王亚不再担任公司董事，盛国树、白坡新任公司董事，变更后的公司董事由周宾、盛国树、白坡、杨彬、马芸(职工董事)组成。

### 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6月14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

#### 1、诉讼及被执行情况

截至2022年末，公司与领睿资产管理有限公司（以下简称“领睿资产”）委托理财纠纷案未结案，公司为原告，请求法院判令委托理财合同无效，要求领睿资产返还理财本金及利息，崇州市人民法院一审判决确认委托理财合同无效，判决被告领睿资产向公司返还投资款项及资金占用费。领睿资产提起上诉。截至目前，四川省成都市中级人民法院已作出二审判决，判令公司与领睿资产签署的委托理财合同中关于刚性兑付的约定无效，驳回公司的其他诉讼请求。

根据公开查询，2023年5月25日，公司因与核工业西南建设集团有限公司合同纠纷被列为被执行人（案号：(2023)川0184执1775号），被执行标的2.47亿元。根据2023年6月6日崇州市人民法院出具的《四川省崇州市人民法院执行结案通知书》，该案以执行完毕方式结案。

## 2、对外担保

截至2022年末，公司对外担保金额为71.88亿元，占同期末净资产的比重为41.76%，被担保方均为崇州市地方国企或关联方。公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，面临较大或有负债风险。

**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	与公司关系	是否设置反担保措施
成都新蜀康建设投资有限公司	4.44	参股企业	否
崇州市鼎兴实业有限公司	3.50	为崇州市国资实际控制	否
崇州市鼎兴实业有限公司	3.00	为崇州市国资实际控制	否
成都市蜀州兴宇建设有限责任公司	7.90	为崇州市国资实际控制	否
成都新蜀康建设投资有限公司	1.11	参股企业	否
崇州市公共交通有限公司	0.32	为崇州市国资实际控制	否
崇州市兴旅景区管理有限公司	1.00	为崇州市国资实际控制	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	3.20	为崇州市国资实际控制	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	3.95	为崇州市国资实际控制	否
崇州联创城乡统筹投资有限公司	2.20	国有公司	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	0.90	为崇州市国资实际控制	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	1.00	为崇州市国资实际控制	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	2.00	为崇州市国资实际控制	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	0.90	为崇州市国资实际控制	否
崇州市鼎兴实业有限公司	0.58	为崇州市国资实际控制	否
崇州市鼎兴实业有限公司	1.10	为崇州市国资实际控制	否
成都市蜀州兴宇建设有限责任公司	0.40	为崇州市国资实际控制	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	0.20	为崇州市国资实际控制	否
成都蜀景天建设投资有限公司	0.10	为崇州市国资实际控制	否
成都蜀景天建设投资有限公司	0.10	为崇州市国资实际控制	否
成都蜀景天建设投资有限公司	0.20	为崇州市国资实际控制	否
崇州市鼎兴实业有限公司	2.00	为崇州市国资实际控制	否

崇州市崇兴投资有限责任公司	1.10	为崇州市国资实际控制	否
崇州文化旅游投资集团有限公司	0.63	为崇州市国资实际控制	否
成都新蜀康建设投资有限公司	0.22	参股企业	否
四川中瑞锦业文化旅游有限公司	0.10	为崇州市国资实际控制	否
崇州市工投物业有限公司	0.10	参股企业	否
崇州文化旅游投资集团有限公司	0.07	为崇州市国资实际控制	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	1.00	为崇州市国资实际控制	否
崇州市大划污水处理有限公司	0.06	参股企业	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	3.00	为崇州市国资实际控制	否
崇州市鼎兴实业有限公司	2.00	为崇州市国资实际控制	否
成都市蜀州兴宇建设有限责任公司	0.79	为崇州市国资实际控制	否
崇州文化旅游投资集团有限公司	0.70	为崇州市国资实际控制	否
崇州文化旅游投资集团有限公司	0.70	为崇州市国资实际控制	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	0.68	为崇州市国资实际控制	否
崇州文化旅游投资集团有限公司	0.63	为崇州市国资实际控制	否
崇州市工投物业有限公司	0.50	参股企业	否
成都新蜀康建设投资有限公司	0.11	参股企业	否
成都蜀景天建设投资有限责任公司	0.20	为崇州市国资实际控制	否
崇州市工投物业有限公司	0.08	参股企业	否
崇州市大划污水处理有限公司	0.05	参股企业	否
四川中瑞锦业文化旅游有限公司	8.40	为崇州市国资实际控制	否
崇州市鼎兴实业有限公司	1.00	为崇州市国资实际控制	否
四川中瑞锦业文化旅游有限公司	0.10	为崇州市国资实际控制	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	0.50	为崇州市国资实际控制	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	0.30	为崇州市国资实际控制	否
崇州市公共交通有限公司	0.30	为崇州市国资实际控制	否
崇州市公共交通有限公司	0.20	为崇州市国资实际控制	否
成都新蜀康建设投资有限公司	0.36	参股企业	否
崇州文化旅游投资集团有限公司	1.50	为崇州市国资实际控制	否
崇州市公共交通有限公司	3.75	为崇州市国资实际控制	否
崇州市路桥工程建设有限责任公司	0.80	为崇州市国资实际控制	否
崇州市公共交通有限公司	0.75	为崇州市国资实际控制	否
崇州文化旅游投资集团有限公司	0.50	为崇州市国资实际控制	否
成都兴蜀园区管理有限公司	0.13	参股企业	否
成都崇信大数据服务有限公司	0.10	为崇州市国资实际控制	否
崇州市工投物业有限公司	0.10	参股企业	否
崇州市鼎兴实业有限公司	0.10	为崇州市国资实际控制	否
成都市蜀州兴宇建设有限责任公司	0.10	为崇州市国资实际控制	否
崇州市蜀城房屋拆迁公司	0.07	为崇州市国资实际控制	否

合计	71.88	-	-
----	-------	---	---

资料来源：公司提供

## 八、外部特殊支持分析

公司是崇州市政府下属重要企业，截至2023年3月末崇州市人民政府间接持有公司100.00%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紧密度为非常紧密。崇州市政府间接拥有公司100.00%股权，公司董事会成员均为崇州市国有资产监督管理和金融工作局任命，崇州市政府对受评主体的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司业务基本来源于崇州市政府且受到崇州市政府支持的次数多且支持力度较大。

(2) 公司对崇州市政府非常重要。公司系重要的崇州市国有资产运营主体，其提供一些与崇州市社会和经济至关重要的公共产品和服务，其对当地基础设施建设贡献很大。尽管公司系崇州市重要的建设和投融资主体，但我们认为，在政府付出一定努力和成本的情况下，公司仍可以被取代。此外，因公司已发行公司债券，如果违约对当地金融生态环境会产生实质性影响。

## 九、债券偿还保障分析

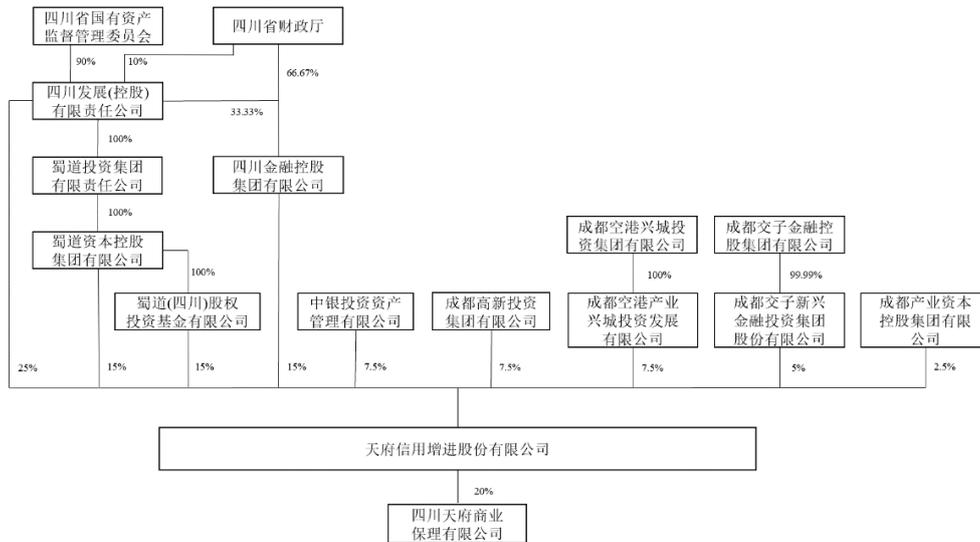
**天府信增提供的全额不可撤销连带责任保证担保有效提升了“19兴蜀债/19兴蜀投资债”的安全性**

“19兴蜀投资债/19兴蜀债”由天府信增提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。本次保证范围包括“19兴蜀投资债/19兴蜀债”本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。天府信增承担保证责任的期间为“19兴蜀投资债/19兴蜀债”存续期及债券到期之日起两年。

天府信增成立时间为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增股份全部划转至蜀道（四川）股权投资基金有限公司<sup>1</sup>。截至2022年末，天府信增实收资本为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”），直接持有天府信增25%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，四川发展将天府信增纳入合并范围。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增15%股权，天府信增实际控制人为四川省人民政府。

**图 5 截至 2022 年末天府信增股权结构**

<sup>1</sup> 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。



资料来源：天府信增提供，中证鹏元整理

天府信增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年天府信增实现营业收入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 天府信增营业收入构成情况（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%
<b>营业收入合计</b>	<b>12.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>11.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：天府信增 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

天府信增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。天府信增一般采用保证担保、资产抵质押等风险缓释措施。截至2022年末，天府信增的增信余额为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 天府信增业务开展概况（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：天府信增提供，中证鹏元整理

天府信增的投资业务包括债券投资和委托贷款。天府信增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。天府信增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，天府信增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，天府信增的委托贷款余额为21.10亿元。

截至2022年末，天府信增的资产总额为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。天府信增对债券投资和委托贷款均未计提减值准备。

截至2022年末，天府信增的负债总额为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，天府信增的营业收入持续增长。2022年天府信增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 天府信增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：天府信增 2020-2022 年审计报告及天府信增提供，中证鹏元整理

天府信增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，天府信增主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，“19 兴蜀债/19 兴蜀投资债”由天府信增提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

## 十、结论

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经济增长的重要动力，公司是崇州市最大的基础设施建设主体，主要从事崇州市经济开发区内路网开发及配套基础设施建设，截至 2022 年末，公司在建项目所需资金规模较大，公司总债务规模较大且融资成本较高，现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数均处于较低水平，公司偿还长短期债务和筹集资金均存在较大压力。但考虑到公司主要在建代建项目投资规模较大，业务持续性较强，收入较有保障，并持续获得政府在资产注入和财政补贴等方面的支持。整体来看，公司的抗风险能力尚可。

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“19 兴蜀债/19 兴蜀投资债”信用等级为 AAA。

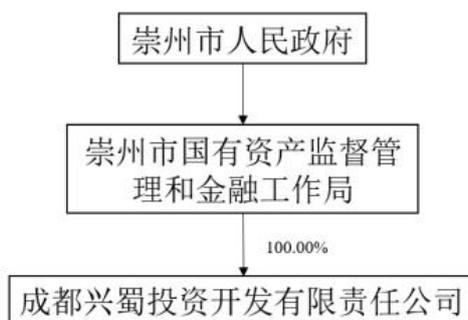
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	7.47	14.62	3.50
存货	127.16	111.48	106.71
流动资产合计	182.88	171.84	152.33
固定资产	1.66	1.21	1.27
在建工程	46.07	31.66	15.49
长期股权投资	23.11	23.05	23.00
投资性房地产	17.26	17.22	12.70
其他非流动资产	42.17	41.34	37.96
非流动资产合计	131.48	115.70	91.64
资产总计	314.36	287.54	243.97
短期借款	9.92	9.60	8.03
应付账款	0.59	0.25	0.26
其他应付款（合计）	31.85	12.38	15.39
其他应付款	31.85	12.38	14.52
一年内到期的非流动负债	13.51	17.79	10.88
流动负债合计	58.05	42.34	38.01
长期借款	41.21	28.69	13.55
应付债券	36.03	40.27	32.40
长期应付款	6.87	7.81	17.88
非流动负债合计	84.19	76.85	63.82
负债合计	142.23	119.20	101.83
其中：短期债务	23.42	27.39	18.91
总债务	107.52	104.17	82.73
所有者权益	172.13	168.34	142.14
营业收入	10.01	9.82	9.79
营业利润	1.50	1.69	1.71
其他收益	1.34	1.14	0.69
利润总额	1.40	1.68	1.55
经营活动产生的现金流量净额	0.78	0.67	2.79
投资活动产生的现金流量净额	-13.00	-15.67	-4.43
筹资活动产生的现金流量净额	3.68	26.13	-5.16
<b>财务指标</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	8.99%	8.40%	23.47%
资产负债率	45.24%	41.45%	41.74%
短期债务/总债务	21.79%	26.30%	22.86%
现金短期债务比	0.33	0.54	0.19

EBITDA (亿元)	1.91	1.74	1.92
EBITDA 利息保障倍数	0.27	0.26	0.32

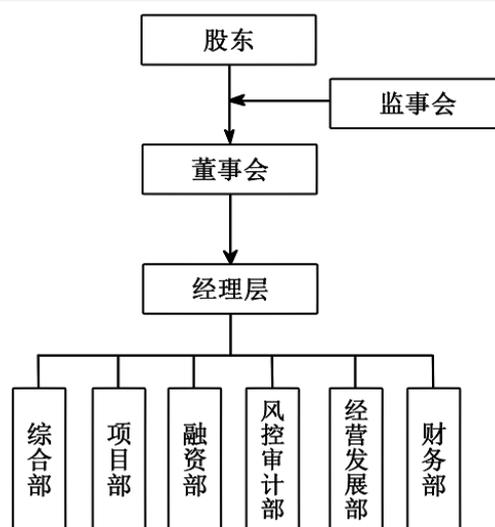
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2022 年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
成都兴蜀园区管理有 限公司	1.00	100.00%	非居住房地产租赁;园区管理服务;土地整治服务
成都兴蜀人力资源服 务有限公司	0.20	100.00%	人力资源服务（不含职业中介活动、劳务派遣服务）；劳务服务（不含 劳务派遣）；品牌管理；业务培训等
成都兴蜀世纪新城开 发有限公司	0.50	100.00%	土地整治服务；非居住房地产租赁；园区管理服务

资料来源：公司提供，公司 2022 年审计报告

## 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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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、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、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。

### 四、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。