






内部编号:2025060141

成都市金牛环境投资发展集团有限公司

及其发行的 G20 环投与 G21 环投

跟踪评级报告

项目负责人:黄丹  huangdan@shxsj.com
王昕昀  wangxinyun@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 鞠海龙 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

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

评级概要

编号：【新世纪跟踪（2025）100081】

评级对象：成都市金牛环境投资发展集团有限公司及其发行的G20环投与G21环投

	G20 环投	G21 环投
主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2025 年 6 月 18 日	AA+/稳定/AA+/2025 年 6 月 18 日
前次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2024 年 6 月 20 日	AA+/稳定/AA+/2024 年 6 月 20 日
首次评级：	AA+/稳定/AA+/2020 年 11 月 23 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 2 月 23 日



评级观点

主要优势：

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

主要风险：

- 债务压力。金牛环投债务扩张较为快速，已累积较大规模的刚性债务，债务负担呈上升趋势，且面临一定的集中偿付压力。
- 投融资压力。金牛环投代建业务资金回笼较缓，且未来仍有持续的工程投入计划，公司面临较大的投融资压力。
- 被占款规模较大。金牛环投与其他区属企业因大额资金往来形成的应收款项规模大，资金被占用多，未来回收时间存在不确定性。
- 对外担保风险。金牛环投已积累较大规模对外担保，不利于财务风险的控制。

评级结论

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

未来展望

本评级机构预计金牛环投信用质量在未来 12 个月持稳，维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
发行人母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	14.12	8.03	13.71	12.13
刚性债务 (亿元)	191.95	236.53	255.60	262.68
所有者权益 (亿元)	92.04	120.33	121.04	121.15
经营性现金净流入量 (亿元)	-17.75	-13.68	13.52	13.47
发行人合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	332.08	412.52	437.41	445.43
总负债 (亿元)	196.87	247.74	269.84	277.42
刚性债务 (亿元)	190.18	239.95	259.44	266.68
所有者权益 (亿元)	135.21	164.78	167.57	168.01
营业收入 (亿元)	13.13	14.47	15.61	4.49
净利润 (亿元)	2.49	1.68	2.21	0.44
经营性现金净流入量 (亿元)	-11.36	-37.80	7.19	-4.63
EBITDA (亿元)	4.28	3.25	3.92	—
资产负债率[%]	59.28	60.06	61.69	62.28
权益资本/刚性债务[%]	71.10	68.67	64.59	63.00
长短期债务比[%]	170.04	219.66	190.56	304.67
短期刚性债务现金覆盖率[%]	34.15	28.53	33.18	46.94
EBITDA/利息支出[倍]	0.52	0.33	0.30	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02	—

注: 发行人数据根据金牛环投经审计的 2022-2024 年及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算, 其中 2022 年数据按照 2023 年审计报告上年数/期初数填列。

发行人本次评级模型分析表		
适用评级方法与模型: 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)		
评级要素		风险程度
个体信用	业务风险	2
	财务风险	4
	初始信用级别	aa ⁺
	合计调整	0
	其中: ①ESG 因素	0
	②表外因素	0
	③业务持续性	0
	④其他因素	0
个体信用级别		aa ⁺
外部支持	支持因素	+2
主体信用级别		AA ⁺

调整因素: (0)

无。

支持因素: (+2)

①该公司是金牛区重要的基础设施建设主体之一, 核心业务区域涉及环城生态区及“117”区域, 以上区域在金牛区打造宜居都市及产业培育的规划中占有重要地位, 公司业务重要性突出。

②该公司唯一股东和实际控制人均为金牛区国资局, 能够获得政府和股东在资金及资产注入、项目资源、财政补贴等方面的支持。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2020 年第一期成都市金牛环境投资发展集团有限公司绿色债券、2021 年第一期成都市金牛环境投资发展集团有限公司绿色债券（分别简称“G20 环投”和“G21 环投”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据成都市金牛环境投资发展集团有限公司（简称“金牛环投”、“发行人”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2024 年财务报表、未经审计的 2025 年第一季度财务报表及相关经营数据，对金牛环投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2020 年 12 月发行了 8.00 亿元 7 年期 G20 环投，附第 4 年末发行人调整票面利率选择权与投资者回售选择权，票面利率为 5.00%，在债券存续期的第 3-7 年，每年末按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金，募集资金中 4.00 亿元用于补充营运资金，4.00 亿元用于环城生态区示范项目建设，截至 2025 年 3 月末募集资金已按照约定用途使用完毕。公司于 2021 年 3 月发行了 8.00 亿元 7 年期 G21 环投，附第 4 年末发行人调整票面利率选择权与投资者回售选择权，票面利率为 4.80%，在债券存续期的第 3-7 年，每年末按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金，募集资金中 4.00 亿元用于补充营运资金，4.00 亿元用于环城生态区示范项目建设，截至 2025 年 3 月末募集资金已按照约定用途使用完毕。环城生态区示范项目计划总投资额为 10.26 亿元，截至 2025 年 3 月末已投入 10.26 亿元，项目建成后计划通过苗木及花卉销售、配套用房及办公用房租赁等方式实现收益。

数据基础

利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022-2024 年的财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其他相关规定。公司自 2023 年 1 月 1 日开始执行《企业会计准则解释第 16 号》和《企业会计准则第 18 号——所得税》，因此调整 2023 年审计报告期初数。

2024 年，该公司合并范围新增一家孙公司，系成都金牛绿城建设管理有限公司（简称“金牛绿城”）于 2024 年 6 月设立的成都市踏歌建设有限公司。2025 年第一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2025 年 3 月末，公司合并范围内的子公司共 7 家，其中一级子公司 3 家，二级子公司 4 家。

业务

金牛区隶属于四川省成都市，是成都市的中心城区之一，拥有较为便利的交通条件和较为优化的产业布局，区内商贸及科技服务业发达，经济总量位列全市各区县前列。该公司主要以代建模式参与金牛区“117”区域和科技服务功能区的基础设施建设，在以上领域垫付了一定的资金，回款压力较大，且公司自建项目后续仍有持续投入计划，面临较大资金需求。此外，公司依托下属子公司开展道路清扫保洁、运维服务、物业租赁等经营性业务，业务均集中在金牛区内，经营性业务对公司收入形成补充。

1. 外部环境

（1）宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动因“滞”和“涨”的不确定而趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增长好于目标，而价格水平依然低位徘徊，微观主体对经济的“体感”有待提升。工业和服务业生产活动在内需改善和“抢出口”带动下有所走强，信息传输、软件和信息技术服务，租赁和商务服务，以及通用设备，电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备，汽车，化工产业链下游等制造行业表现相对突出。有以旧换新补贴的消费品增长较快，其余无政策支持的可选消费仍普遍偏弱，消费离全面回升尚有差距；大规模设备更新和“两重”建设发力，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩。出口保持韧性，关税政策的影响或逐步显现，对美国市场依赖度较高的行业存在市场转移压力。

在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化我国对外贸易区域结构；对内加大政策支持力度，建设全国统一大市场，全方位扩内需，培育壮大新质生产力，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期内，加紧实施更加积极有为的宏观政策对冲外部不利影响。央行采取适度宽松的货币政策，择机降准降息，创设新的结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等；财政政策更加积极，地方政府债和超长期特别国债加快发行和资金使用，充分发挥财政资金的带动作用。

转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，而国际贸易形势变化会加深需求相对供给不足的矛盾，但在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定；加力扩围实施“两新”政策以及大力提振消费，有利于消费增速回升和制造业投资维持相对较快水平；房地产投资降幅收窄，城市更新改造、新型城镇基础设施建设及“两重”建设力度提升将带动基建投资增速逐渐企稳；因关税问题，出口面临的不确定性增加，也会给部分产业带来压力。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

（2）行业因素

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。2023 年 7 月，中央提出制定实施一揽子化债方案，地方政府特殊再融资债券和金融资源债成为相对主要的化债方式。2024 年 11 月，近年来最大力度化债举措出台，主要体现为较大规模增加地方政府专项债务限额以置换存量隐性债务，并强化化债与发展并举，将有益于缓解地方财政及城投企业的化债压力。总体来看，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为债务周转仍留有空间。

2024 年，受益于一揽子化债政策，城投企业债券发行成本显著下降，期限结构优化，但在房地两市走弱，地方财政承压的背景下，城投企业非标债务负面舆情仍有发生，区域分化仍存。2025 年，在稳增长、防风险和促发展的政策基调下，随着更加积极有为的宏观政策实施，城投企业外部环境有望改善，且在化债求稳的政策意图下，短期内城投企业债务周转的安全性预期得到加强。同时，地方政府隐性债务严监管仍将延续，城投债发行审核或依旧严格，城投企业新增融资难度仍较大，且随着全口径债务监测机制建立，所受债务和融资管控将进一步加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业，近年来城投企业退平台和市场化转型步伐加快，退平台企业数量持续增加。长期来看，无实业支撑的投融资平台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入、造血能力及资产质量以保障可持续经营能力，可通过参与城市运营、提供公共服务、进行产业投资与运营等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济化，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

（3）区域因素

成都市是四川省省会城市，位于四川盆地西部、成都平原中部，下辖 12 个区、3 个县，代管 5 个县级市，全市总面积 1.43 万平方公里，2024 年末常住人口 2147.4 万人，常住人口城镇化率 80.8%。成都市是西南地区重要的

经济、文化、教育中心，同时还是西南地区的金融中心和交通枢纽，在西南地区具有重要地位。作为西南地区重要的中心城市，在西部大开发的战略背景下，成都市经济保持较快发展。2024 年，成都市实现地区生产总值 23511.3 亿元，按不变价格计算，较上年增长 5.7%。2024 年，全市第一、第二、第三产业增加值分别为 540.1 亿元、6752.9 亿元和 16218.3 亿元，同比增速分别为 1.9%、5.4%和 6.0%。成都市工业经济基础雄厚，目前已形成电子信息产业、医药健康产业、装备制造产业、绿色食品产业、新材料产业五大先进制造业。2024 年全市规模以上工业增加值同比增长 4.8%，五大先进制造业合计增长 3.1%，其中新型材料产业、医药健康产业、电子信息产业、绿色食品产业和装备制造产业分别同比增长 10.2%、2.9%、2.5%、2.3%和-0.8%。

金牛区隶属于四川省成都市，与成华区、青羊区接壤，系成都市中心城区之一，辖区面积为 108 平方公里，辖 13 个街道和 1 个省级工业开发区，2024 年末常住人口为 129.27 万人，城镇化率 100%。作为成都市主城区，金牛区具有较为便利的交通条件和较为优化的产业布局。从区位及交通配套设施看，金牛区地处成德绵经济带起点和天府大道“百里中轴线”北中轴的核心位置，区内拥有成都火车站，也是轨道交通规划站点最多的主城区。从产业布局来看，金牛区以第三产业为绝对主导，属成都市内商贸市场、科研院所最为集中的区域，区内楼宇经济、商贸及科技服务产业较为发达。区内拥有知名的“川派服饰基地”荷花池市场、西部规模最大的商品综合交易平台——成都国际商贸城；区内电子商务专业楼宇总面积超过 30 万平方米。第二产业方面，虽然金牛区工业产值的规模优势不显著，但产业特色较为鲜明，区域工业发展以轨道交通、电子信息和医药健康为重点，区内拥有全国唯一覆盖全产业链的轨道交通产业园、西部第一个以“北斗”为主题的地理信息产业园，以及拥有中医药、五金机电两个“国家级指数”。

金牛区经济总量在成都市下辖 20 个区县中处于前列。2024 年全区实现地区生产总值 1702.3 亿元，增速为 5.8%，增速较上年下降 0.4 个百分点，2023 年以来服务业增长势头较好，成为经济提速的主要动力。从产业结构看，2024 年第一产业增加值 0.02 亿元，同比下降 86.1%；第二产业增加值 344.2 亿元，同比增长 8.1%；第三产业增加值 1358.1 亿元，同比增长 5.1%；三次产业结构由上年的 0.0:17.7:82.3 调整为 0.0:20.2:79.8，第二产业占比有所提高。2025 年第一季度全区实现地区生产总值 428.6 亿元，同比增长 4.4%，其中第二、第三产业增加值分别为 60.8 亿元和 367.8 亿元，同比分别增长 0.7%和 5.0%。

图表 1. 金牛区主要经济数据

指标	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	1499.1	0.6	1601.2	6.2	1702.3	5.8	428.6	4.4
人均地区生产总值（万元）	11.57	--	12.45	--	13.19	5.4	--	--
城镇居民人均可支配收入（万元）	5.61	3.9	--	5.1	5.97	5.2	--	--
规模以上工业增加值（亿元）	--	3.7	--	7.4	--	6.5	--	3.4
全社会固定资产投资（亿元）	--	7.6	--	-1.5	--	14.8	--	36.7
社会消费品零售总额（亿元）	971.6	-2.4	1063.4	9.5	1081.4	1.7	252.7	5.7
进出口总额（亿元）	182.6	1.8	206.0	12.8	128.9	--	--	--
三次产业结构	0.0:18.0:82.0		0.0:17.7:82.3		0.0:20.2:79.8		0.0:14.2:85.8	

注：根据金牛区国民经济和社会发展统计公报及金牛区政府网站数据整理

跟踪期内，金牛区工业经济呈复苏趋势，2024 年全区规模以上工业增加值增速为 6.5%，较上年下降 0.9 个百分点。2024 年全区五大先进制造业增加值同比增长 11.9%，其中医药制造业增加值同比增长 23.3%；同期，规模以上高技术制造业增加值同比增长 15.7%，其中电子及通信设备制造业和计算机及办公设备制造业分别同比增长 4.8%和 0.7%。2024 年，金牛区建筑业实现增加值 223.7 亿元，同比增长 5.8%。2025 年第一季度，全区规模以上工业增加值同比增长 3.4%。

从固定资产投资和消费市场情况来看，2024 年金牛区固定资产投资可比口径增速为 14.8%，增速较上年提升 16.3 个百分点，2024 年全区工业投资增幅明显，民间投资也大幅拉升。分产业来看，2024 年全区第二产业、第三产业投资分别增长 64.2%和 12.1%。同期，全区社会消费品零售总额为 1081.4 亿元，同比增速为 1.7%，较上年下降 7.8 个百分点。2025 年第一季度，全区固定资产投资同比增长 36.7%，其中第二、第三产业投资分别增长 52.1%和 36.0%；同期，全区实现社会消费品零售总额 252.7 亿元，同比增长 5.7%。

房地产方面，2024 年金牛区房地产投资额增速为 10.6%，较上年大幅提升 21.70 个百分点，其中商品住宅投资较

上年增长 3.3%。从成交量来看，全年金牛区商品房销售面积为 160.0 万平方米，受成都市住房限购限价政策调整、改善型住房置换需求释放等因素影响，全区商品房销售面积较上年大幅增长 26.88%。

图表 2. 2022 年以来金牛区房地产市场情况

指 标	2022 年		2023 年		2024 年	
	数额	增长 (%)	数额	增长 (%)	数额	增长 (%)
房地产开发投资（亿元）	--	25.6	--	-11.1	--	10.6
新开工面积（万平方米）	136.8	--	107.3	--	103.3	--
商品房销售面积（万平方米）	90.0	--	126.1	--	160.0	--

资料来源：2022-2024 年金牛区国民经济和社会发展统计公报

土地市场方面，2024 年金牛区土地出让量小幅回升，但受价值较高的住宅用地出让量下降影响，当年土地出让总价较上年继续缩减；当期全区土地出让总面积 52.98 万平方米，较上年增长 2.42%，实现土地出让总价 85.45 亿元，较上年下降 14.71%。主要受价值较高的住宅地块出让面积下降及综合用地（含住宅）出让均价下降影响，2024 年金牛区土地出让均价为 1.61 万元/平方米，较上年下降 16.73%。2025 年第一季度金牛区实现土地出让面积 8.50 亿元，当期土地出让总价为 16.54 亿元，较上年同期增长 130.71%。

图表 3. 金牛区土地市场交易情况

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
土地出让总面积（万平方米）	59.72	51.73	52.98	8.50
其中：住宅用地	15.08	29.55	10.67	1.96
综合用地（含住宅）	28.10	3.95	13.92	5.52
商业/办公用地	6.78	8.27	16.15	1.01
工业用地	9.77	7.26	11.86	--
其他用地	--	2.70	--	--
土地出让总价（亿元）	114.24	100.19	85.45	16.54
其中：住宅用地	35.65	79.58	42.95	5.93
综合用地（含住宅）	70.89	13.35	27.44	9.72
商业/办公用地	5.86	5.51	13.05	0.88
工业用地	1.84	0.44	2.01	--
其他用地	--	1.31	--	--
土地出让均价（万元/平方米）	1.91	1.94	1.61	1.95
其中：住宅用地	2.36	2.69	4.03	3.02
综合用地（含住宅）	2.52	3.38	1.92	1.76
商业/办公用地	0.86	0.67	0.81	0.88
工业用地	0.19	0.06	0.17	--
其他用地	--	0.49	--	--

资料来源：CREIS 中指指数

一般公共预算收支方面，2024 年金牛区一般公共预算收入为 85.00 亿元，因税收收入缩减，当年一般公共预算收入较上年减少 15.69 亿元，税收收入占一般公共预算收入的比重为 74.71%。同期，金牛区一般公共预算支出为 84.80 亿元，主要用于城乡社区支出、社会保障和就业、教育、卫生健康等方面。从收支平衡情况来看，2024 年金牛区一般公共预算自给率¹为 100.24%，财政自给能力强。

政府性基金收支方面，2024 年金牛区政府性基金收入为 34.00 亿元，主要为国有土地使用权出让收入，2020 年以来根据市级财政要求，将土地成本返回部分以转移支付形式核拨至各区，当年政府性基金补助收入为 28.40 亿元；同期政府性基金预算支出为 76.00 亿元。考虑到目前区域土地市场持续低迷，未来政府性基金预算收入稳定性值得关注。

2024 年末，金牛区政府债务余额为 125.50 亿元，较上年末增长 92.54%。2024 年末金牛区一般债务和专项债务

¹ 一般公共预算自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

余额分别为 21.60 亿元和 103.90 亿元，政府债务余额是当年一般公共预算收入的 1.48 倍。金牛区域投资企业带息债务规模较大，但凭借较优的区域发展环境及金融机构支持，目前区域内城投企业整体融资渠道尚属畅通，整体融资环境较好。

图表 4. 金牛区主要财政数据（单位：亿元）

指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
一般公共预算收入	93.31	100.69	85.00
其中：税收收入	75.39	82.22	63.50
一般公共预算支出	84.40	90.67	84.80
政府性基金预算收入	28.42	5.46	34.00
其中：国有土地使用权出让收入	28.31	5.35	--
政府性基金补助收入	31.85	40.82	28.40
政府性基金预算支出	56.85	55.36	76.00
政府债务余额	46.93	65.18	125.50

注：根据金牛区财政预算、决算报告整理

2. 业务运营

（1）业务范围与地位

跟踪期内，该公司仍主要以代建模式参与金牛区环城生态片区和“117”区域的基础设施、安置房建设及土地整理，同时开展绿化环卫管护、运维服务、物业租赁等经营性业务，业务均集中在金牛区内，业务地位重要。

（2）经营规模

随着区域投建进度加快，跟踪期内该公司资产规模呈扩张趋势，2024 年末和 2025 年 3 月末公司总资产分别为 437.41 亿元和 445.43 亿元，分别较 2023 年末和 2024 年末增长 6.03%和 1.83%。

跟踪期内，代建收入是该公司营业收入的主要来源。2024 年公司实现营业收入 15.61 亿元，较上年增长 7.82%，其中代建业务收入占比为 65.15%；公司工程代建业务按照成本加成模式确认收入，毛利率水平较为稳定。此外，绿化环卫管护、租金收入和运维服务收入对公司营业收入形成重要补充，2024 年此三项业务收入占比分别为 26.37%、2.82%和 2.09%。2025 年第一季度，公司实现营业收入 4.49 亿元，其中代建业务和绿化环卫管护为当期营业收入的主要来源，上述两项收入占当期营业收入的比率分别为 56.07%和 24.01%。

图表 5. 公司资产、营业收入、营业毛利及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	331.64	-	412.52	-	437.41	-	445.43	-
营业收入	13.13	100.00	14.47	100.00	15.61	100.00	4.49	100.00
工程代建	9.15	69.68	9.77	67.49	10.17	65.15	2.52	56.07
绿化环卫管护	3.07	23.34	3.67	25.36	4.11	26.37	1.08	24.01
运维服务	0.63	4.77	0.50	3.46	0.33	2.09	0.03	0.60
租金收入	0.16	1.25	0.28	1.91	0.44	2.82	0.15	3.25
其他	0.13	0.96	0.26	1.78	0.56	3.57	0.72	16.08
营业毛利	1.77	100.00	2.44	100.00	2.69	100.00	0.79	100.00
工程代建	1.16	65.84	1.24	50.91	1.18	43.92	0.32	40.62
绿化环卫管护	0.38	21.54	0.76	31.32	1.18	43.93	0.35	44.74
运维服务	0.13	7.55	0.17	6.94	0.05	1.73	0.01	0.87
租金收入	0.08	4.47	0.16	6.75	0.26	9.81	0.07	9.37
其他	0.01	0.61	0.10	4.09	0.02	0.62	0.03	4.40
综合毛利率	13.45		16.85		17.22		17.54	

项目	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
工程代建		12.71		12.71		11.61		12.71
绿化环卫管护		12.41		20.81		28.69		32.69
运维服务		21.29		33.85		14.23		25.39
租金收入		47.97		59.40		59.85		50.64
其他		8.47		38.69		2.98		4.80

注：根据金牛环投提供的资料整理

A. 工程建设

该公司的工程建设业务主要由公司本部和成都金牛环城投资管理有限公司（简称“金牛环城”）负责，建设内容主要包括市政道路、园区配套等基础设施以及安置房，以代建为主要业务模式；目前主要负责开发的区域是金牛区环城生态区及“117”区域，开发面积合计约 23.41 平方公里²。此外，公司深度融入科技服务功能区建设工作，涉及面积约 42.39 平方公里。

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

2024 年，该公司确认的基础设施及安置房的代建收入（不含税）为 6.90 亿元，当年结算项目对应的投入为 6.14 亿元，结算项目为交大路改造项目、国宾 1 号点位安置房项目、有轨电车蓉 2 号线项目、金牛区绕城内住宅内部排水管网维修治理项目。2025 年第一季度，公司确认基础设施及安置房的代建收入（不含税）1.13 亿元，主要结算项目为交大路改造项目，当期结算项目对应的投入为 0.99 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司存货中尚未结算的基础设施及安置房建设项目投入额为 124.89 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司主要在建基础设施建设项目包括清淳家园二期安置房及配套项目、国宾 1 号点位安置房项目、环城生态区外环路 0-200 米建设项目等，预计总投资额合计为 118.84 亿元，截至 2025 年 3 月末公司主要在建项目已投入 119.24 亿元。

图表 6. 截至 2025 年 3 月末公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）³

项目名称	建设期间	回款期间	预计总投资额	已投资额	已确认收入	已回款金额	建设主体
清淳家园二期安置房及配套项目	2012-2020	2013-2027	30.00	30.37	14.57	13.63	本部
国宾 1 号点位安置房项目	2019-2021	2019-2026	13.48	15.33	1.22	0.26	本部
环城生态区外环路 0-200 米建设项目	2015-2024	2016-2026	8.40	8.86	0.35	0.36	本部
金牛区环城生态区天府（绕城）绿道项目	2017-2024	2018-2026	20.53	22.07	11.28	8.68	本部
熊猫星球项目	2019-2024	2022-2027	11.04	11.73	-	-	金牛环城
连通天府艺术公园与新金牛公园的高线公园项目	2020-2024	2021-2025	4.19	4.06	-	-	金牛环城
凤凰大道工程	2015-2024	2016-2025	3.32	3.43	0.16	0.16	本部
木龙社区综合体	2017-2020	2018-2026	1.03	1.01	-	-	本部
货运大道 198 段工程	2019-2025	2022-2027	4.16	4.31	-	-	本部
锦江公园滨水区域沿线改造工程	2020-2024	2021-2025	2.52	2.68	0.01	0.002	金牛环城
街道整治和维护	2016-2024	2021-2025	1.58	1.58	-	-	金牛环城
交大路特色街区改造	2019-2024	2020-2026	6.20	5.07	4.71	-	金牛环城

² 其中该公司负责的“117”区域开发面积约 1.73 平方公里，金牛区环城生态区开发面积约 21.68 平方公里。

³ 部分项目主体部分已建设完毕，剩余零星收尾工作，建设期间按主体部分完工时间列示。清淳家园二期安置房及配套项目和连通天府艺术公园与新金牛公园的高线公园项目已投资额较前次评级有所下降，主要系前次评级数据未经审计，本次评级按审定数据调整所致。

项目名称	建设期间	回款期间	预计总投资额	已投资额	已确认收入	已回款金额	建设主体
二环路综合整治	2016-2024	2021-2026	3.50	2.67	-	-	金牛环城
府河新居 A 区（部分区域）提升工程	2022-2025	2025-2029	6.65	3.93	-	-	金牛环城
金牛区绕城内住宅内部排水管网维修治理项目	2022-2024	2024-2027	1.70	1.80	-	-	本部
五里墩片区特色街区改造提升工程	2023-2025	2025-2027	0.36	0.34	-	-	本部
合计	--	--	118.66	119.24	32.30	23.09	--

注：根据金牛环投提供的资料整理

截至 2025 年 3 月末，该公司主要拟建基础设施建设项目为银杏苑 A、D 区房屋提升改造工程，概算总投资额 0.90 亿元。

图表 7. 截至 2025 年 3 月末公司主要拟建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	建设内容	概算总投资	建设主体
银杏苑 A、D 区房屋提升改造工程	2024-2026	改造建设	0.90	本部

注：根据金牛环投提供的资料整理

此外，截至 2025 年 3 月末，该公司主要自建项目为环城生态区示范项目、金牛人工智能制造总部基地项目和大北区三组团片区综合开发项目（二期）。其中，环城生态区示范项目包括生态苗圃花圃基地和园林绿化垃圾循环利用基地项目两个子项目，建设内容主要包括基地基础设施及配套、地力提升、苗木及花卉、垃圾处理及综合利用设备购置、安装工程等，计划总投资 10.26 亿元，项目建成后收入来源于苗木及花卉销售、配套用房及办公用房租赁等。截至 2025 年 3 月末，环城生态区示范项目建设成本已投入 10.26 亿元，于“存货”科目核算。金牛人工智能制造总部基地项目建设内容包括人工智能产业发展所需的总部办公、联合办公、会展中心、配套商业、租赁住房、地下停车场等配套设施，计划总投资 20.86 亿元，建成后收入来源于办公用房出租、商业出租出售、人才公寓出租、停车位、充电桩及广告运营等。截至 2025 年 3 月末，金牛人工智能制造总部基地项目建设成本已投入 13.81 亿元，其中土地成本 4.75 亿元，于“无形资产”科目核算，开发成本投入 9.05 亿元，于“在建工程”科目核算。2023 年以来公司新增自建项目大北区三组团片区综合开发项目，该项目位于金牛区天回镇街道，主要建设内容包括住宅及配套商业用房、幼儿园、小学、配套道路等，项目涉及建设用地 20.05 万平方米，总建筑面积 57.52 万平方米，计划总投资 40.91 亿元，项目建成后计划通过住宅调剂使用、商业出租、停车位、广告费、充电桩及物业收入等平衡资金。截至 2025 年 3 月末，大北区三组团片区综合开发项目已投入 2.45 亿元，其中土地成本 0.49 亿元，于“无形资产”科目核算，开发成本投入 1.96 亿元，于“在建工程”科目核算。

图表 8. 截至 2025 年 3 月末公司主要自建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设内容	总投资	已投资	入账科目
环城生态区示范项目	基地基础设施及配套、地力提升、苗木及花卉、垃圾处理及综合利用设备购置、安装工程	10.26	10.26	存货
金牛人工智能制造总部基地	人工智能产业发展所需的总部办公、联合办公、会展中心、配套商业、租赁住房、地下停车场	20.86	13.81	无形资产、在建工程
大北区三组团片区综合开发项目	住宅及配套商业用房、幼儿园、小学、配套道路	40.91	2.45	无形资产、在建工程
26.52	--	72.03	26.52	--

注：根据金牛环投提供的资料整理

B. 土地整理

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

跟踪期内，该公司土地整理收入主要来自两河片区土地整理项目结算，2024 年，公司确认的土地整理收入（不含税）为 3.26 亿元，当年结算项目对应的投入为 2.85 亿元；2025 年第一季度公司确认土地整理收入（不含税）金额为 1.39 亿元，当期结算项目对应的投入为 1.21 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司存货中尚未结算的土地整理项目投入额为 109.61 亿元。

截至 2025 年 3 月末，该公司在进行的土地整理项目主要包括两河片区、西华青杠片区、沙河源片区等，预计总投资额合计 127.66 亿元，已投资 121.43 亿元。

图表 9. 截至 2025 年 3 月末公司主要在进行土地整理项目情况（单位：亿元、万亩）

项目名称	建设期间	回款期间	预计总投资	已投资额	面积	已确认收入	已回款金额	是否签订协议
绕城片区	2015 年至今	2020-2027	11.71	6.98	0.20	3.77	3.09	是
西华青杠片区	2014 年至今	2020-2028	39.96	39.44	0.64	2.26	1.84	是
沙河源片区	2013 年至今	2020-2028	34.92	34.92	0.32	-	-	是
银杏园	2013 年至今	2021-2028	5.00	4.02	0.65	1.35	1.08	是
两河片区	2014 年至今	2020-2027	36.07	36.07	0.65	7.80	2.76	是
合计	--	--	127.66	121.43	2.46	15.18	8.77	--

注：根据金牛环投提供的资料整理

C. 绿化环卫管护

金牛环城原与该公司及成都鑫金城市建设投资有限公司签订了《道路清扫保洁委托合同》，金牛环城接受委托对部分道路及附属绿化、绿地、公厕等开展日常清扫保洁工作，保洁区域主要包括川建路部分段、金凤凰大道改造段、天泽路幼儿园旁绿地及公厕等，合同期限均为一年，并约定固定的服务费总额。2019 年 8 月，根据《金牛区进一步深化国有企业改革实施方案》（金牛委发[2019]21 号），由公司设立四川天府环境管理股份有限公司（简称“天府环境”）承接金牛区环卫作业任务。2020 年 7 月，根据《金牛区人民政府办公室关于印发金牛区环卫作业项目移交管理工作方案的通知》（金牛府办函[2020]75 号），金牛区现有的道路清扫保洁、环卫公厕管理维护保洁、生活垃圾二次转运、环卫工人休息房管理维护业务按照现状移交的方式办理移交手续，后续由天府环境公司负责，环卫作业管理范围包括约 1433.25 万平方米公共道路、201 座环卫公厕、39 处环卫工人休息房。根据天府环境和成都市金牛区综合行政执法局（成都市金牛区城市管理局）于 2025 年 1 月签订的协议，天府环境作业范围主要包括金牛区 13 个街道办事处辖区内面积约 1636.83 万平方米的清扫保洁作业和约 261.90 万平方米的公共绿地管护（管护乔木约 8 万棵、公园游园 118 座）、约 43 万吨/年生活垃圾收集运输（其中垃圾二次转运 592.9 万吨/年）、207 座公厕管理、以及数字城管、抑尘作业、果蔬垃圾收运、厨余垃圾收集、生活垃圾压缩处置站管护和泵站管理等，暂定合同金额为 4.03 亿元/年，服务期限为 3 年，合同每年签订一次。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司分别实现绿化环卫管护收入 4.11 亿元和 1.08 亿元。同期，业务毛利率分别为 28.69%和 32.69%，其中 2024 年毛利率较上年提升 7.88 个百分点主要系当期合同单价提升所致。

D. 其他

除以上业务外，该公司还负责物业租赁、运营维护等。2021 年以来天府环境承接了金牛区部分排水管网普查、泵站运行维护、市政排水设施运维等项目，委托方主要包括成都市金牛区农业和水利局（简称“金牛区农水局”）、金牛区政府下属街道办事处、北京北排建设有限公司成都分公司、中国五冶集团有限公司等，2024 年及 2025 年第一季度，公司分别确认运维服务收入 0.33 亿元和 0.03 亿元，主要来自街道管网维护检测服务收入，同期毛利率分别为 14.23%和 25.39%。

该公司物业租赁业务主要由金牛环城负责，金牛环城通过资产划拨及购置方式取得租赁物业，主要为市场化运作，另有部分物业配合科技服务功能区管委会的招商引资要求进行招租。截至 2024 年末，公司可供租赁物业面积 28.47 万平方米（其中产业园区 12.40 万平方米、公园 0.52 万平方米、商铺 5.15 万平方米、住宅楼 0.13 万平方米、车位 5.02 万平方米、养老院 0.86 万平方米、写字楼 2.33 万平方米、社区综合体 1.32 万平米、市场 0.55 万平方米、其他 0.19 万平方米），主要来源于前期资产划拨及购置，已对外出租 12.87 万平方米，出租率较低主要系金牛人工智能制造总部基地项目竣工时间较短，尚处于招商阶段所致。此外，公司将金泉运动公园 0.52 万平方米管理用房和 23.02 万平方米室外场地整体出租给锐诺国际投资控股（青岛）有限公司。2024 年及 2025 年

第一季度公司分别确认租赁收入 0.44 亿元和 0.15 亿元，2024 年租赁收入较上年提升 58.95% 主要系租赁面积增加所致；同期业务毛利率分别为 59.85% 和 50.64%，盈利水平较高。

截至 2024 年末，该公司主要租赁物业包括时代天境科技大厦和金牛人工智能产业园项目。2023 年 3 月，公司同成都市时代云泰房地产开发有限公司就购买时代天境科技大厦 3 号楼签订了 95 份《商品房买卖合同（预售）》，该物业坐落于金牛区子云路 9 号，包含 95 个不动产单元，建筑面积为 1.13 万平方米，可供租赁面积为 0.77 万平方米，协议总金额为 2.90 亿元，其中使用自有资金出资 1.45 亿元、融资借款 1.45 亿元。项目于 2024 年 3 月 27 日完成首次登记并取得整体产权，2024 年 9 月 25 日金牛环城同四川川乐汇商业管理有限公司（简称“川乐汇商业”）签订租赁合同，将时代天境科技大厦 3 号楼整体出租给川乐汇商业，租赁期限共 10 年，合同期内租金合计 1.36 亿元，租金按季度支付，押金为 107.48 万元。

金牛人工智能产业园建设主体为该公司本部，项目位于成都市金牛区西华街道侯家社区 3、4、8 组、富家社区 6 组，项目总体定位为人工智能研发总部基地，项目总建筑面积为 18.95 万平方米，建设内容包括研发大楼、办公大楼、人才公寓、会展中心、商业配套等，可供租赁面积为 12.40 万平方米，项目总投资 13.81 亿元。根据金牛环投董事会决议，金牛人工智能产业园资产使用权无偿划拨给金牛环城。截至 2025 年 3 月末，金牛人工智能产业园已达到可出租状态，但因完工时间较短，尚在招商阶段。

2025 年 5 月，金牛环城同西南交通大学签订《西南交大科创园（一期）改造项目合作协议》，双方共同建设西南交大科创园（一期）改造项目，协议约定由金牛环城出资改造辛纳交大九里校区科创广场和沿街商铺等载体，建设集文化推广、科学普及、生活配套、国防宣教为一体的环交大文化街区，改造载体约 1.96 万 m²，改造完成后运营面积约 1.28 万 m²，项目总投资额 0.33 亿元，改造完成后金牛环城享有科技大厦 1 层资产、大厦外延广场公共区域、交大路临街商铺、群星路临街商铺及兴熙北酒店的经营管理权。

此外，2025 年 3 月 28 日，该公司以 9.72 亿元拍得金牛区沙河源街道踏水桥社区商住地块，土地出让面积为 5.52 万平方米，楼面价为 8800 元/m²（其中住宅部分 12972 元/m²，商业部分 4629 元/m²），容积率为 2.0，截至 2025 年 3 月末，公司已支付土地保证金 1.95 亿元，计入其他应收款科目。公司计划建设商业地产和商业综合体，截至 2025 年 3 月末项目尚处于前期阶段，开发模式、投资规模尚未确定。

财务

跟踪期内，该公司在工程代建项目方面持续投入，非筹资性现金流存在缺口，融资需求较高，债务扩张较快，财务杠杆呈上升趋势；同时，公司已积累较大规模短期刚性债务，随着长期债务逐步进入偿付期，公司面临集中偿付压力。公司负债以刚性债务为主，资产集中于项目投入、划拨地及应收款，资产流动性一般。代建业务系公司收入和毛利最主要的来源，经营性业务收入对公司收入和毛利形成补充，但盈利性整体有限，政府补助为公司盈利提供重要支撑。

1. 财务杠杆

跟踪期内，该公司融资规模随着项目建设投入持续扩张，财务杠杆呈上升趋势。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司资产负债率分别为 61.69% 和 62.28%，分别较 2023 年末增长 1.63 个百分点和 2.22 个百分点。同期末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 64.59% 和 63.00%，分别较 2023 年末下降 4.08 个百分点和 5.67 个百分点，随着公司刚性债务的扩张，股东权益对刚性债务的保障程度降至较低水平。2025 年 3 月末，公司计入其他权益工具的永续债 3.00 亿元，若考虑到该笔计入权益的永续债，则当期末公司资产负债率增至 62.95%，股东权益与刚性债务比率降至 61.19%。

（1）资产

随着建设项目投入的增加，2024 年末和 2025 年 3 月末该公司资产总额分别为 437.41 亿元和 445.43 亿元，分别较 2022 年末和 2023 年末增长 6.03% 和 1.83%。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2024 年末公司流动资产余额为 355.51 亿元，较上年末增长 5.48%，占资产总额的比重为 81.28%，主要由存货、其他应收款、货币资金和应收账款构成，年末上述四者占流动资产的比重分别为 74.41%、8.08%、8.08% 和 7.78%。其中，存货

余额为 264.53 亿元，主要为代建项目开发成本，期末存货余额较上年末增长 9.44%，主要系基础设施建设及土地整理开发成本投入所致；其他应收款余额为 28.74 亿元，较上年末下降 19.59%，主要系应收金牛产投的往来款减少，期末应收金牛产投的往来款余额为 17.69 亿元，应收成都市金牛区城市更新改造中心项目垫付资金余额为 5.43 亿元，应收金牛区农业和水务局往来款余额 1.53 亿元，应收金牛城投借款余额为 0.89 亿元；货币资金余额为 28.73 亿元，较上年末增长 39.36%，期末无受限货币资金；应收账款余额为 27.66 亿元，较上年末增长 20.43%，主要系应收金牛产投的工程款增加至 25.13 亿元。此外，预付款项余额 0.32 亿元，较上年末减少 10.92 亿元，主要系预付金牛城投的安置房调剂使用费 7.70 亿元和预付成都轨道交通集团有限公司的工程款 1.22 亿元结转至存货科目所致；其他流动资产余额 5.40 亿元，较上年末增长 13.87%，主要系预缴税费增加。2025 年 3 月末，公司流动资产余额较 2024 年末增长 2.22%至 363.40 亿元。其中，应收账款余额为 30.67 亿元，较上年末增长 10.85%，主要系应收金牛产投的工程款增加；其他应收款余额为 30.48 亿元，较上年末增长 6.06%，主要系应收成都市公共资源交易服务中心土地保证金增加；存货余额为 266.94 亿元，较上年末增长 0.91%，主要系代建项目开发成本投入所致；其他主要科目无重大变化。

2024 年末，该公司非流动资产余额为 81.90 亿元，较上年末增长 8.49%，占资产总额的比重为 18.72%，主要由无形资产、投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动金融资产构成，年末上述五者占非流动资产的比重分别为 25.30%、23.91%、19.25%、13.11%和 8.18%。2024 年末，无形资产余额为 20.72 亿元，系公司自建项目土地使用权和收到无偿划拨的砂石开采权，基本与上年末持平；投资性房地产余额为 19.58 亿元，较上年末下降 1.08%，主要系公司持有的租赁物业；固定资产余额为 15.77 亿元，主要系 2019 年 9 月成都市金牛区农业和水务局向公司划入的管网资产，较上年末略增 0.66%；在建工程余额为 10.74 亿元，主要系公司自建项目大北区三组团片区综合开发项目（一、二期）和侯家 79 亩产业化项目开发成本投入，较上年末增长 123.35%，主要系侯家 79 亩产业化项目开发成本增加；其他非流动金融资产余额为 6.70 亿元，系公司持有的成都重产基金、成都市金牛区交子股权投资基金合伙企业及成都市金牛区交子科技成果转化创业投资合伙企业（有限合伙）股权，较上年末增长 13.28%，主要系当期对成都重产基金追加投资所致。此外，其他非流动资产余额为 4.01 亿元，主要为公司收到的金牛区公共绿色树木，较上年末略降 0.35%；其他权益工具投资余额为 1.76 亿元，其中对成都锦江绿道建设投资有限公司和成都市融资再担保有限责任公司的投资余额分别为 1.10 亿元和 0.50 亿元，较上年末略增 0.28%，主要系当期对成都市金牛国投天府物业管理有限公司出资 50.00 万元所致；使用权资产余额为 1.17 亿元，为土地经营权和租赁房产，较上年末下降 22.67%，主要系折旧计提所致。长期股权投资余额为 1.00 亿元，主要系对成都市金牛交子都市工业运营管理有限公司的股权投资，较上年末增长 71.40%，主要系当期对四川荣创新能动力系统有限公司出资所致。2025 年 3 月末，公司非流动资产余额较 2024 年末略增 1.83%至 445.43 亿元，主要科目无重大变化。

截至 2025 年 3 月末，该公司受限资产金额 9.37 亿元，其中投资性房地产受限 4.62 亿元，无形资产受限 4.75 亿元，占各自科目比例分别为 23.58%和 22.98%，均系借款抵押导致。

图表 10. 截至 2025 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
投资性房地产	4.62	23.58	借款抵押
无形资产	4.75	22.98	借款抵押
合计	9.37	-	-

注：根据金牛环投所提供的数据整理

（2）所有者权益

跟踪期内，主要受益于财政增资及资产划拨，该公司净资产规模得以扩充。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司所有者权益分别为 167.57 亿元和 168.01 亿元，分别较 2023 年末和 2024 年末增长 1.69%和 0.26%，同期末实收资本均为 9.31 亿元，较 2023 年末增长 1.09%，主要系 2024 年 12 月收到成都市金牛区财政局拨入资本金 0.10 亿元所致；同期资本公积均为 134.38 亿元，较 2023 年末下降 1.56%，主要系当期金牛环城移交金牛区林子巷等房产⁴所致。2024 年末和 2025 年 3 月末，其他权益工具余额均为 3.00 亿元，系子公司金牛环城新增的中铁信托永

⁴ 2024 年 10 月，根据《成都市金牛区国有资产监督管理局关于开展国有资产梳理移交的通知》，金牛环城向金牛区民政局、沙河源街道办事处和金牛区文旅局移交住宅、商铺资产，合计减少资本公积 2.28 亿元。

续债⁵。近一年及一期末，公司实收资本和资本公积合计占比均在 85%以上，资本结构稳定性好。

(3) 负债

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 190.56%和 304.67%，2024 年末随债务到期规模增加长短期债务比较上年末下降 29.10 个百分点。2024 年末非流动负债余额为 176.97 亿元，较上年末增长 3.95%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，年末上述三者占非流动负债的比重分别为 65.48%、25.99%和 6.19%。其中，长期借款余额为 115.88 亿元，主要为保证借款和信用借款，较上年末增长 24.79%；应付债券余额为 46.00 亿元，较上年末下降 33.53%，主要系债券到期偿付所致；长期应付款余额为 10.96 亿元，主要为融资租赁借款和政府专项债，较上年末大幅增长 94.55%，主要系新增融资租赁借款所致。2025 年 3 月末，公司非流动负债余额较 2024 年末增长 18.02%至 208.86 亿元。其中，长期借款余额为 153.21 亿元，较 2024 年末增长 32.21%；应付债券余额为 41.84 亿元，较上年末下降 9.04%，系债券到期偿付所致；长期应付款余额为 9.72 亿元，较上年末下降 11.37%，主要系融资租赁借款到期偿付所致；其他主要科目无重大变化。

2024 年末，该公司流动负债余额为 92.87 亿元，较上年末增长 19.83%，主要由一年内到期的非流动负债和短期借款构成，上述二者占流动负债的比重分别为 79.92%和 13.63%。同年末，一年内到期的非流动负债余额为 74.23 亿元，为一年内到期的长期借款、应付债券和融资租赁借款，较上年末增长 34.31%，主要系一年内到期的长期借款增加；短期借款余额为 12.66 亿元，较上年末大幅下降 26.92%，其中保证借款和信用借款余额分别为 12.41 亿元和 0.23 亿元。此外，应付账款余额为 2.69 亿元，主要为应付工程款，较上年末增长 36.03%，主要系应付工程款增加。2025 年 3 月末，公司流动负债余额较 2024 年末下降 26.18%至 68.55 亿元。其中，一年内到期的非流动负债余额较 2024 年末下降 35.45%至 47.91 亿元，主要系银行借款及 24 金牛环境 CP001 到期偿付所致；短期借款余额较 2024 年末增长 13.38%至 14.35 亿元；应付账款余额为 3.12 亿元，较上年末增长 15.93%，仍为应付工程款；其他主要科目无重大变化。

该公司主要通过银行借款、债券、信托借款等方式筹集资金，已积累较大规模的刚性债务。2024 年末及 2025 年 3 月末公司刚性债务余额分别为 259.44 亿元和 266.68 亿元，在负债总额中占比高，同期末分别为 96.15%和 96.13%。

2025 年 3 月末，该公司金融机构借款（不含计入权益科目的永续债）余额为 212.72 亿元。其中，银行借款余额为 190.44 亿元，借款行以地方银行为主，借款利率在 2.68%-6.55%之间；从借款主体看，公司银行借款主要集中于金牛环城及公司本部；从借款方式看，公司银行借款以保证借款和信用借款为主，保证方式为公司对子公司担保或由金牛城投、成都市金牛国有资产投资经营集团有限公司等金牛区国有企业提供担保。同期末，信托借款余额为 6.39 亿元，债权人光大兴陇信托和华鑫国际信托，借款利率在 5.5%-6.9%之间；融资租赁借款余额为 10.83 亿元，借款机构为上海越秀融资租赁有限公司、平安国际融资租赁有限公司和洛银金融租赁股份有限公司等，借款利率在 4.75%-6.29%之间；保理借款余额为 5.06 亿元，借款机构为成都交子商业保理有限公司和成都益航资产管理有限公司，借款利率在 5.41%-6.50%之间。2025 年 4 月-12 月和 2026 年公司需偿还的金融机构借款总额分别为 50.00 亿元和 162.72 亿元，公司持续面临集中偿付压力。

债券融资方面，截至 2025 年 5 月 20 日该公司合并口径待偿债券本金余额为 57.60 亿元，已发行债券还本付息情况正常。

图表 11. 公司存续债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	期限（年）	最新票面利率（%）	起息时间
G20 环投（20 金牛环绿债 01）	8.00	4.80	7（4+3）	2.60	2020.12.15
G21 环投（21 金牛环绿债 01）	8.00	4.80	7（4+3）	2.20	2021.3.30
22 金牛环境 MTN001	7.00	7.00	5（3+2）	3.14	2022.7.11
22 金牛环境 MTN002	10.00	10.00	5（3+2）	4.20	2022.12.12
23 金牛环投 PPN001	8.00	8.00	5（3+2）	3.61	2023.4.24
23 金牛环投 PPN002	10.00	10.00	5（3+2）	3.60	2023.6.28

⁵ 该永续债初始投资期限为 24 个月，初始投资收益率 6.8%/年，若各期永续债权初始投资期限届满后金牛环城选择延续 12 个月，每个延续期限收益率将在上个期限投资收益率基础上增加 3%，上限为 12%。

债项名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	期限（年）	最新票面利率（%）	起息时间
23 金牛环境 MTN001	3.00	3.00	5（3+2）	3.30	2023.10.30
24 金牛环境 CP002	10.00	10.00	1	2.10	2024.10.28
合计	64.00	57.60	--	-	-

资料来源：Wind

2. 偿债能力

（1）现金流量

跟踪期内，该公司收入主要来源于代建业务，该业务获现能力较弱，工程回款有所滞后。2024 年及 2025 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 69.11%和 39.61%，其中 2024 年营业收入现金率较上年提升 14.36 个百分点，主要系当年工程代建业务回款规模增加所致。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 7.19 亿元和-4.63 亿元，2024 年经营活动净现金流较上年增长 44.99 亿元，主要系当期代建工程开发成本投入减少且往来款净流入增加所致。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司投资性现金净流量分别为-7.96 亿元和-0.84 亿元。其中 2024 年公司收到其他与投资活动有关的现金 1.10 亿元，系收到金牛城投归还借款及利息所致；2024 年及 2025 年第一季度投资支付的现金分别为 1.27 亿元和 0.07 亿元，主要系股权及基金投资增加。公司主要通过外部融资方式弥补资金缺口，2024 年及 2025 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 13.38 亿元和 5.80 亿元。2024 年吸收投资收到的现金为 3.10 亿元，主要系收到中铁信托发放的永续债及成都市金牛区财政局拨入资本金所致。

（2）盈利

跟踪期内，代建业务和绿化环卫管护业务系该公司营业毛利的最主要来源，2024 年及 2025 年第一季度公司分别实现营业毛利 2.69 亿元和 0.79 亿元，其中代建业务毛利贡献率分别为 43.92%和 40.62%；绿化环卫管护业务对公司盈利提供重要补充，毛利贡献率分别为 43.93%和 44.74%。同期，公司综合毛利率分别为 17.22%和 17.54%，2024 年因绿化环卫管护毛利率提升，公司综合毛利率较 2023 年提升 0.37 个百分点，2025 年第一季度主要因绿化环卫管护、运维收入和代建业务毛利率提升，公司综合毛利率较 2024 年进一步提升 0.32 个百分点。整体来看，公司综合毛利率较稳定，但整体盈利能力弱。

由于该公司项目大多处于在建状态，相关借款利息已进行资本化处理，公司期间费用规模较小。2024 年和 2025 年第一季度，公司期间费用分别为 1.02 亿元和 0.22 亿元，期间费用率分别为 6.55%和 4.85%。同期，公司分别获得政府补贴 1.01 亿元和 10.42 万元，为公司盈利提供一定补充。2024 年公司投资净收益和投资性房地产公允价值变动净收益分别为 240.24 万元和 694.82 万元；当年发生信用减值损失 95.47 万元，主要系坏账计提导致。2024 年及 2025 年第一季度，公司营业利润分别为 2.63 亿元和 0.53 亿元，净利润分别为 2.21 亿元和 0.44 亿元。

（3）偿债能力

跟踪期内，该公司 EBITDA 仍主要来源于利润总额，2024 年公司 EBITDA 为 3.92 亿元，同比增长 20.87%，主要系当期利润总额增长所致。公司刚性债务规模较大，EBITDA 对刚性债务和利息支出的保障能力较弱。跟踪期内，公司非筹资性现金流持续净流出，无法对债务偿付形成有效保障。

图表 12. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.52	0.33	0.30	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.02	0.02	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-20.13	-50.27	8.44	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-6.55	-17.58	2.88	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-46.14	-54.04	-0.90	—

指标名称	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-15.00	-18.90	-0.31	—
流动比率 (%)	367.12	434.87	382.81	530.09
现金比率 (%)	32.39	26.60	30.94	42.40
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	34.15	28.53	33.18	46.94

注：根据金牛环投提供的数据计算

从资产流动性看，2024 年和 2025 年第一季度，该公司货币资金余额分别为 28.73 亿元和 29.07 亿元，现金比率分别为 30.94%和 42.40%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 33.18%和 46.94%，公司面临即期偿付压力。近一年及一期末，公司流动比率分别为 382.81%和 530.09%，公司资产虽以流动资产为主，但实际构成集中于代建工程及应收类款项，资产变现及回收进度存在一定的不确定性。整体来看，公司实际资产流动性弱于指标表现。

此外，该公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2025 年 3 月末，公司共获得银行授信 243.79 亿元，其中未使用授信 53.36 亿元。

调整因素

1. ESG 因素

该公司根据《公司法》等有关法律法规的要求，逐步建立健全法人治理结构。根据公司于 2023 年 6 月修订的章程，目前公司不设股东会，成都市金牛区财政局（成都市金牛区国有资产监督管理局）（简称“金牛区国资局”）作为出资人履行对公司监督管理职责。公司设立董事会，由 9 人组成，设董事长一名，由金牛区国资局委派或更换，董事可兼任总经理。公司设监事会，监事会设监事 5 人，设监事会主席 1 名；监事、监事会主席由金牛区国资局委派、指定或更换；监事中应有不低于三分之一比例的职工代表，监事中的职工代表由公司职工通过职工大会或职工代表大会选举产生；公司董事、总经理、财务负责人不得兼任监事，监事不得兼任公司副总经理。截至本评级报告出具日，公司董事会、监事会及其他高级管理人员全部到位。

该公司根据业务与行政管理需要设置有党委办公室、董事会办公室、行政事务部、财务部、企业管理部（风险控制部）和土地事务部（发展策划部）6 个职能部门，各部门之间权责较明确，基本能满足公司日常经营管理需要。公司组织架构详见附录二。

管理制度方面，该公司制定了项目管理、资金管理、资金筹措、内控审计等内部管理制度，建立了完善的内部管理体系，对各职能部门的权责进行了明确规定，并在财务及工程项目等方面进行制度化管控。

跟踪期内，该公司高级管理人员发生变动。2024 年 1 月，根据《成都市金牛区国有资产监督管理局和金融工作局关于郭磊等 2 人职务任免的通知》，郭磊任公司董事、董事长职务，免去王喜雪公司董事、董事长职务。2024 年 10 月，根据《成都市金牛区国有资产监督管理局关于何春等 6 人职务任免的通知》，免去李金全、彭铸、李乐乐公司外部董事（兼职）职务；何春、郭健任公司专职外部董事，黄燕任公司外部董事（兼职）。2024 年 12 月，根据《成都市金牛区国有资产监督管理局关于郭健等 2 人职务任免的通知》，免去郭健公司专职外部董事职务；陈韬任公司外部董事（兼职）。

2. 表外因素

截至 2025 年 3 月末，该公司对外担保余额为 43.80 亿元，担保比率为 26.07%，担保对象集中于金牛区国资局控制下的公司。

图表 13. 截至 2025 年 3 月末公司主要对外担保情况（单位：亿元）

被担保方名称	担保余额	担保到期日
成都市金牛国有资产投资经营集团有限公司	0.96	2026.3.27
	0.38	2026.5.26

被担保方名称	担保余额	担保到期日
	1.00	2027.2.18
	0.95	2026.12.23
成都交子现代都市工业发展有限公司	3.57	2035.8.13
成都市金牛交子都市工业运营管理有限公司	0.04	2025.12.30
成都市金牛国投城市运营管理有限公司	5.08	2025.12.30
	3.00	2027.12.10
	2.92	2025.12.25
	2.00	2025.12.19
成都国际商贸城功能区建设发展有限公司	22.90	2028.1.25
	0.49	2040.11.18
	0.50	2025.4.24
总计	43.80	--

注：根据金牛环投提供的数据计算、绘制

3. 业务持续性

该公司是金牛区重要的土地整理及基础设施建设主体之一，主要业务区域为环城生态区和“117”区域，业务范围包括基础设施建设、安置房建设和土地整理，截至目前未发现公司存在主业持续性明显减弱的迹象。

4. 其他因素

根据该公司本部 2025 年 4 月 18 日、金牛环城 2025 年 4 月 28 日出具的《企业信用报告》，公司本部及金牛环城无未结清不良信贷。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台 2025 年 6 月的信息查询结果，未发现公司本部存在重大异常情况。

外部支持

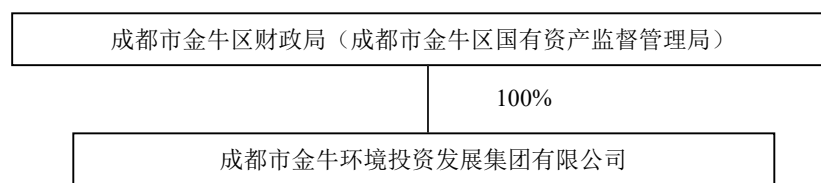
该公司是金牛区重要的基础设施建设主体之一，核心业务区域涉及环城生态区及“117”区域，以上区域在金牛区打造宜居都市及产业培育的规划中占有重要地位，公司业务重要性突出。公司唯一股东和实际控制人均为金牛区国资局，能够获得政府和股东在资金及资产注入、项目资源、财政补贴等方面的支持。2024 年及 2025 年第一季度，公司分别获得政府补贴 1.01 亿元和 10.42 万元，为公司盈利提供一定支撑。2024 年，公司收到成都市金牛区财政局拨入资本金 0.10 亿元。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持金牛环投主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，本次债券信用等级为 AA⁺。

附录一：

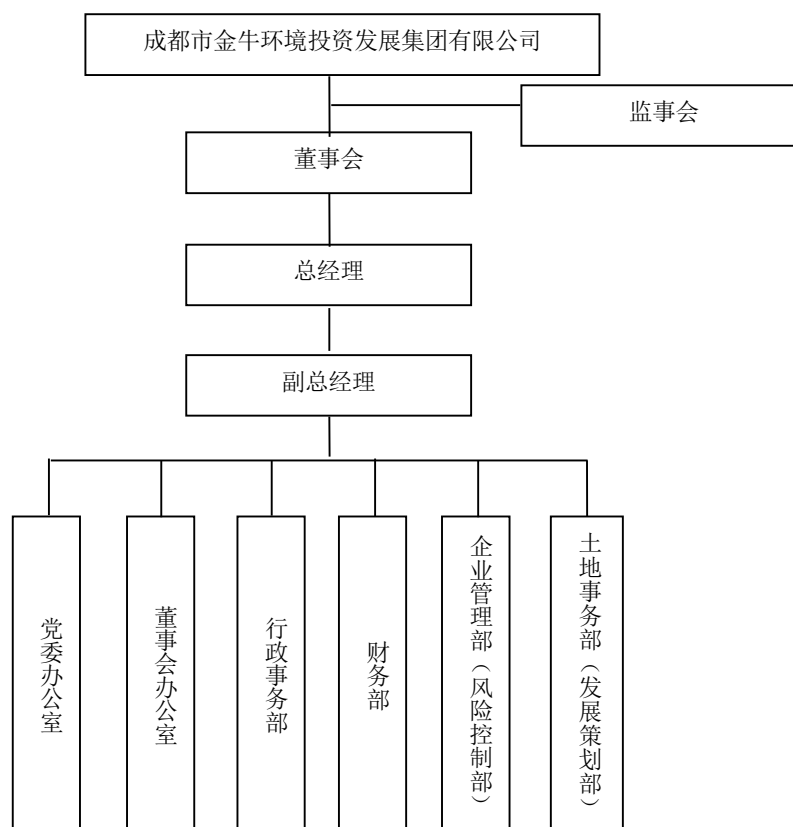
公司与实际控制人关系图



注：根据金牛环投提供的资料整理绘制（截至 2025 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据金牛环投提供的资料整理绘制（截至 2025 年 3 月末）

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2024 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
				总资产	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
成都市金牛环境投资发展集团有限公司	金牛环投	--	土地整理及基础设施建设、物业租赁等	403.83	121.04	6.57	1.00	13.52	母公司口径
成都金牛绿城建设管理有限公司	金牛绿城	100.00	园林绿化施工与设计；花卉租赁与销售；基础设施建设等	71.60	22.85	7.87	0.12	-0.02	单体口径
成都金牛环城投资管理有限公司	金牛环城	100.00	基础设施建设、市政设施管理；园林绿化工程施工；物业租赁等	214.66	97.70	4.03	0.70	1.62	合并口径
四川天府环境管理股份有限公司	天府环境	91.00	环境卫生管理；城乡市容管理；清洁服务；设备租赁等	6.66	4.09	5.34	0.91	0.56	合并口径

注：根据金牛环投提供的资料整理

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2024 年/末主要数据					
	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营性现金净流入（亿元）
宁波市海曙开发建设投资集团有限公司	488.52	181.05	62.94	43.76	0.74	-18.04
瑞安市国有资产投资集团有限公司	482.40	200.84	58.37	21.77	1.00	-25.52
成都市金牛环境投资发展集团有限公司	437.41	167.57	61.69	15.61	2.21	7.19

注：根据 Wind 整理

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
资产总额[亿元]	332.08	412.52	437.41	445.43
货币资金[亿元]	23.61	20.62	28.73	29.07
刚性债务[亿元]	190.18	239.95	259.44	266.68
所有者权益[亿元]	135.21	164.78	167.57	168.01
营业收入[亿元]	13.13	14.47	15.61	4.49
净利润[亿元]	2.49	1.68	2.21	0.44
EBITDA[亿元]	4.28	3.25	3.92	—
经营性现金净流入量[亿元]	-11.36	-37.80	7.19	-4.63
投资性现金净流入量[亿元]	-14.68	-2.84	-7.96	-0.84
资产负债率[%]	59.28	60.06	61.69	62.28
长短期债务比[%]	170.04	219.66	190.56	304.67
权益资本与刚性债务比率[%]	71.10	68.67	64.59	63.00
流动比率[%]	367.12	434.87	382.81	530.09
速动比率[%]	105.95	108.48	97.63	140.03
现金比率[%]	32.39	26.60	30.94	42.40
短期刚性债务现金覆盖率[%]	34.15	28.53	33.18	46.94
利息保障倍数[倍]	0.40	0.21	0.21	—
有形净值债务率[%]	151.92	172.25	183.81	188.35
担保比率[%]	29.91	27.54	23.18	26.07
毛利率[%]	13.45	16.85	17.22	17.54
营业利润率[%]	24.77	14.47	16.82	11.76
总资产报酬率[%]	1.03	0.57	0.64	—
净资产收益率[%]	1.84	1.12	1.33	—
净资产收益率*[%]	1.80	1.03	1.26	—
营业收入现金率[%]	146.27	54.76	69.11	39.61
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-20.13	-50.27	8.44	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.55	-17.58	2.88	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-46.14	-54.04	-0.90	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-15.00	-18.90	-0.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.52	0.33	0.30	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02	—

注：表中数据依据金牛环投经审计的 2022~2024 年度及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算，其中 2022 年数据按照 2023 年审计报告上年数/期初数填列。

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计—期末存货余额—期末预付账款余额—期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

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

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2020年2月27日	AA+/稳定	张雪宜、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
	前次评级	2025年2月28日	AA+/稳定	黄丹、王昕昀	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
	本次评级	2025年6月18日	AA+/稳定	黄丹、王昕昀	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
债项评级 （G20 环投）	历史首次评级	2020年11月23日	AA+	张雪宜、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2024年6月20日	AA+	黄丹、谢思源	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年6月18日	AA+	黄丹、王昕昀	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
债项评级 （G21 环投）	历史首次评级	2021年2月23日	AA+	张雪宜、黄丹	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2024年6月20日	AA+	黄丹、谢思源	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年6月18日	AA+	黄丹、王昕昀	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。