

信用等级公告

联合[2018]1375号

联合资信评估有限公司通过对成都兴城投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持成都兴城投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“13 蓉兴债/PR 蓉兴城”、“16 兴城投资 MTN001”和“17 兴城投资 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日



成都兴城投资集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 蓉兴债/PR 蓉兴城	8.00 亿元	2020/1/28	AAA	AAA
16 兴城投资 MTN001	20.00 亿元	2021/10/27	AAA	AAA
17 兴城投资 MTN001	19.00 亿元	2022/7/20 ¹	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	125.59	131.17	83.11	102.63
资产总额(亿元)	666.09	704.14	757.06	821.49
所有者权益(亿元)	180.85	221.57	309.74	313.64
短期债务(亿元)	70.59	91.56	83.29	82.00
长期债务(亿元)	246.50	201.03	154.88	219.26
全部债务(亿元)	317.09	292.59	238.17	301.26
营业收入(亿元)	24.21	33.48	47.48	10.89
利润总额(亿元)	7.78	8.34	9.86	3.01
EBITDA(亿元)	9.09	12.89	12.34	--
经营性净现金流(亿元)	-13.40	-22.74	-56.03	-38.01
营业利润率(%)	38.89	36.22	25.80	35.46
净资产收益率(%)	3.21	2.79	2.32	--
资产负债率(%)	72.85	68.53	59.09	61.82
全部债务资本化比率(%)	63.68	56.91	43.47	48.99
流动比率(%)	175.75	149.93	142.13	189.74
经营现金流动负债比(%)	-9.52	-12.46	-31.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	34.90	22.70	19.30	--

注：公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

评级观点

成都兴城投资集团有限公司(以下简称“公司”)是成都市东部、南部新区起步区基础设施建设投资建设的重要主体,承担着东部、南部新区的基础设施建设投资及运营管理工作。跟踪期内,成都市地方经济平稳发展,股东持续在片区整理成本返还、城建资金拨款等方面给予公司大力支持;公司资产和收入规模进一步增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司在建项目建设周期长、投资额度大,片区整理成本返还及房地产销售收入易受土地市场行情及房地产市场波动等因素影响。

未来,随着东部起步区开发的快速推进和南部新区起步区的收尾完工,公司片区整理收益与投融资规模将逐步实现动态平衡,公司外部融资压力有望缓解,偿债能力相应增强。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,并维持“13 蓉兴债/PR 蓉兴城”、“16 兴城投资 MTN001”和“17 兴城投资 MTN001”信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内,公司在片区整理成本返还、城建资金拨款等方面持续得到成都市政府的大力支持。
2. 跟踪期内,公司资产和收入规模进一步增长,资本实力增强。
3. 2017 年底,根据中共成都市委办公厅文件,成都建筑工程集团总公司被合并入公司,公司业务范围新增建筑施工板块,综合实力进一步增强。

¹ 17 兴城投资 MTN001 发行期限为 5+N 年(N 为续期数),到期兑付日按首个行权日测算。

分析师

兰迪 申晓波

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

关注

1. 公司片区整理业务和房地产业务盈利情况易受宏观行业政策变动影响, 具有不确定性。
2. 跟踪期内, 公司经营活动现金持续净流出, 且在建项目建设周期长, 投资额度大, 公司对财政资金拨付和外部融资需求强。
3. 公司未来待偿债券本金峰值很高, 公司面临较大集中偿付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由成都兴城投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内相应信用等级有可能发生变化。

成都兴城投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于成都兴城投资集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及出资情况未发生变化，公司仍由成都市国有资产监督管理委员会（以下简称“成都市国资委”）全资控股。截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均为55.25亿元。

跟踪期内，公司仍为成都市东部和南部新区起步区基础设施投资建设的重要主体，职能定位和营业范围未发生变化。截至2018年3月底，公司合并范围内共11家子公司；公司内部设集团办公室、财务部、投资发展部、土地事务部等9个职能部门。

截至2017年底，公司（合并）资产总额757.06亿元，所有者权益309.74亿元（其中少数股东权益45.09亿元）；2017年公司实现营业收入47.48亿元，利润总额为9.86亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额821.49亿元，所有者权益313.64亿元（其中少数股东权益45.06亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入10.89亿元，利润总额为3.01亿元。

公司注册地址：成都市高新区濯锦东路99号；法定代表人：任志能。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪日，联合资信所评“13蓉兴债/PR蓉兴城”、“16兴城投资MTN001”和“17兴城

投资MTN001”尚需偿还债券余额47.00亿元。跟踪期内，公司均已按期足额支付存续债券本金及利息。

公司每年根据《成都市国资委关于上缴年度国有资本收益的通知》，规定的可供出资人分配利润和上缴比例上缴国有资本收益，2017年上缴8297万元。公司发生递延利息的可能性较低。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
13蓉兴债/PR蓉兴城	20.00	8.00	2013/1/28	7年
16兴城投资MTN001	20.00	20.00	2016/10/27	5年
17兴城投资MTN001	19.00	19.00	2017/7/20	5+N年
合计	59.00	47.00	--	--

注：N为续期数

资料来源：联合资信整理

截至2018年3月底，公司存续债券“13蓉兴债/PR蓉兴城”募集资金已全部用于沙河堡成都新客站片区基础设施项目建设，募投项目已基本完工；存续债券“16兴城投资MTN001”募集资金18.57亿元用于归还银行借款，1.43亿元用于支付子公司项目建设款；存续债券“17兴城投资MTN001”募集资金已全部用于偿还银行借款。

四、行业及区域环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、

桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债券与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品

55号)

2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	(1) 项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目, 如土地储备、政府收费公路等, 在发行上需严格对应项目, 偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入, 不得通过其他项目对应的收益偿还。(2) 项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排, 包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。(3) 项目收益专项债严格对应项目发行, 还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观, 严控地方政府债务增量, 终身问责, 倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为, 严格规范金融市场交易行为, 规范金融综合经营和产融结合, 加强互联网金融监管, 强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目, 实施负面清单管理, 各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的, 将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革, 开好规范举债的“前门”, 建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能, 发行债券不涉及新增地方政府债务; 评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作, 不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面, 包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中, 不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息, 严禁与政府信用挂钩的误导性宣传, 应在相关发债说明书中明确, 地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任, 相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作(PPP)示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息, 实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况, 强化风险预警与早期防控。

资料来源: 联合资信综合整理

3. 行业发展

目前, 中国的城市基础设施建设尚不完善, 全国各地区发展不平衡。截至2017年底, 中国城镇化率为58.52%, 较2016年提高1.17个百分点, 相较于中等发达国家80%的城镇化率, 中国城镇化率仍处于较低水平, 未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下, 基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日, 中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署, 中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体, 仍有一定发展空间。

综上, 在经济面去杠杆、政策面强监管的

大背景下, 随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离, 城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来, 城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体, 其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济概况

公司是成都市市属国有企业, 承担着以成都南部及东部新区为主的土地整理开发、重大项目建设、房地产开发、国有资产经营与管理等职能。成都市的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

2017年, 成都市经济持续增长, 产业结构不断优化, 固定资产投资保持较快增长, 成都市商品房均价快速增长, 为公司创造了良好的

外部发展环境。

根据《成都市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，全市实现地区生产总值（GDP）13889.39 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.1%。其中，第一产业实现增加值 500.87 亿元，增长 3.9%；第二产业实现增加值 5998.19 亿元，增长 7.5%；第三产业实现增加值 7390.33 亿元，增长 8.9%。按常住人口计算，人均地区生产总值 86911 元，增长 7.0%。一、二、三产业比例关系为 3.6: 43.2: 53.2。跟踪期内，成都市经济持续发展，第三产业增速较快。

2017 年，成都市全部工业增加值 5217.2 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.4%。工业完成投资 3008.7 亿元，增长 33.9%。新增规模以上工业企业 154 家；2017 年，全市固定资产投资完成 9404.2 亿元，比上年增长 12.3%。分产业看，第一产业完成投资 233.7 亿元，增长 30.3%；第二产业完成投资 3023.8 亿元，增长 34.4%；第三产业完成投资 6146.8 亿元，增长 3.5%。成都市固定资产投资规模大且快速增长。

公司同时从事房地产开发业务，2017 年成都市房地产开发有所放缓，全年房地产开发投资完成 2487.9 亿元，比上年下降 5.7%。含预售在内的商品房销售面积 3921.8 万平方米，下降 0.3%。实现商品房销售额 3424.5 亿元，增长 16.1%。2017 年成都市商品房销售额增长较快，均价较上年快速增长。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为成都市国资委。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 55.25 亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，由于成都市平台公司整合，成都建筑工程集团总公司将并入公司，导致公司高管人员发生较大变化，但未对公司经营产生重大不利影响。

跟踪期内，公司高管人员发生较大变化，主要系成都市平台公司整合所进行的调整。截至 2018 年 3 月底，公司高管人员 9 人。其中董事长 1 人、副董事长 1 人、总经理 1 人、总会计师 1 人、副总经理 5 人。其中副董事长和 4 位副总经理人员发生变动，均由成都市国资委进行委派任命，新任高管学历均为本科及以上。

李善继先生，1966 年生，研究生学历；曾任攀钢集团成都无缝钢管有限责任公司总经理助理，攀钢集团成都钢铁有限责任公司总经理，攀钢集团成都钢钒有限公司总经理，攀钢集团成都物流投资管理有限公司董事，攀钢集团江油长城特殊钢有限公司副总经理，攀钢集团成都投资管理有限公司副董事长，成都建工集团总经理。2017 年 9 月起任公司副董事长，兼任成都建筑工程集团总公司党委书记、董事长、总经理。

李鸣琴先生，1972 年生，研究生学历。曾任红旗玻璃厂办公室副主任，成都市府南河管委办计财处负责人，成都市府南河综合整治开发有限公司总经理助理，成都干道建设开发总公司办公室副主任，成都城投地产有限公司办公室副主任，成都城投集团总经理办公室副主任，成都燃气公司董事，成都建筑工程集团总公司董事、副总经理。2017 年 12 月起任成都兴城投资集团有限公司副总经理。

张航女士，1976 年生，本科学历；曾任成都市第九建筑工程公司内部银行出纳，成都市第九建筑工程公司水电分公司会计兼分公司联合党支部书记，成都市第九建筑工程公司装饰分公司常务副经理兼分公司联合党支部书记，成都市第九建筑工程公司总经理。2017 年 12 月起任公司副总经理。

2018年3月底，公司在职员工1151人，从学历来看，本科以上学历占比9.64%、本科占比60.82%、大专及以下占比29.54%；从年龄来看，30岁以下占比26.32%、30~40岁占比34.84%、40~50岁占比30.84%、50岁以上占比7.99%。

跟踪期内，公司高管人员发生较大变化，新任高管学历较高，管理经验丰富。高管人员变动未对公司经营产生重大不利影响；员工队伍整体文化素质较高，年龄结构合理，能够满足公司日常经营需要。

3. 外部支持

成都市国资委为公司实际控制人，2017年成都市财政收入实现增长；公司作为成都市东部、南部新区起步区基础设施投资建设重要主体，跟踪期内，持续获得政府在资金拨付方面的支持。

成都市财政实力直接影响政府部门对公司承担项目的工程款的支付情况。2017年，成都市全口径实现一般公共预算收入1275.53亿元，同比增长11.3%。其中税收收入900.9亿元，同比增长10.8%，一般预算收入以税收收入为主，质量较好。加上转移性收入1071.31亿元（其中上级补助收入324.03亿元），共实现收入2346.84亿元。当年，全市一般公共预算支出1756.7亿元，增长10.1%，成都市财政自给率为72.61%，自给程度一般。

2017年，成都市实现政府性基金收入1360.40亿元，同比增长70.9%，是成都市财政收入的主要来源。但政府性基金收入易受土地出让情况影响，具有不稳定性。

除此之外，2017年成都市国有资本经营收入完成7亿元，社会保险基金收入完成519亿元。

2017年，公司收到政府返还片区整理成本金额25.06亿元，该项资金为公司承担东部、南部新区片区改造的成本返还。同时，公司2017年还收到成都市市级财政国库支付中心拨付子

公司成都医疗健康投资集团和子公司成都天府绿道建设投资有限公司资本金各3.00亿元。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用报告（机构信用代码：G1051010102702708830D），截至2018年6月19日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至跟踪日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，由于成都市平台整合公司，高管人员发生较大变动。公司在其他治理结构和管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入规模快速增长，毛利率有所下降，房地产销售收入仍为公司营业收入的最主要来源。

公司是集土地整理开发、重大项目建设、房地产开发、国有资产经营与管理等功能于一体的综合性城市建设运营主体。

2017年，公司实现营业收入47.48亿元，同比快速增长41.80%，增长主要来自占比最大的房地产销售收入。当年，房地产销售收入快速增长66.18%至40.07亿元，在营业收入中的占比由72.02%提高至84.41%；公司资本金利息收入大幅下降84.97%至0.55亿元，占比由上年的10.93%下降至1.16%，主要系当年二环路拨改租项目进行调整，2017年未收取租金所致。

毛利率方面，2017年公司综合业务毛利率30.74%，同比下降17.24个百分点，主要系房地产销售业务毛利率下降所致。

2018年1~3月，公司实现营业收入10.89亿元，相当于2017年的22.93%，其中房地产销售收入仍为公司收入的最主要来源，占比

85.35%；毛利率方面，受房地产销售毛利率增长影响，当期公司业务毛利率增至38.33%。

表3 2016~2018年1~3月公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			2018年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	241145.49	72.02	35.96	400738.85	84.41	23.37	92910.68	85.35	34.88
资产租赁	31043.21	9.27	57.54	36111.76	7.61	55.16	8397.85	7.71	50.45
物业管理	4543.72	1.36	-10.19	3774.17	0.79	2.28	944.17	0.87	-96.62
资本金利息	36608.93	10.93	100.00	5503.03	1.16	99.91	786.67	0.72	100
代建项目管理费	955.64	0.29	97.05	7741.98	1.63	98.50	880.19	0.81	60.79
资产管理费及其他	20515.35	6.13	92.58	20901.88	4.40	91.75	4933.90	4.53	94.73
合计	334812.34	100.00	47.98	474771.66	100.00	30.74	108853.47	100.00	38.33

资料来源：公司提供

2. 经营分析

（1）基础设施建设业务

公司城市基础设施建设业务主要包括片区改造类项目和重大市政建设项目。

① 片区改造类项目

公司受政府委托负责东部和南部新区起步区的片区改造项目。跟踪期内，两个片区改造项目进展顺利，东部片区未来可供出让土地规模仍较大，南部片区项目已进入尾声。

公司片区改造类项目采用政府主导、公司运作的开发模式，由财政拨付项目资本金及企业自筹资金解决起步资金，后续通过资金返还来平衡项目开发资金需求，并满足公司还本付息需要。片区开发成本计入“在建工程”，政府资金返还计入“专项应付款”，每年末，按照“在建工程”与“专项应付款”金额孰低原则进行成本预核销。最终待整体片区项目建设完成竣工决算后，核销后剩余的专项应付款预计经财政审批核准后计入“资本公积”科目。公司片区改造类项目不计入营业收入。

公司根据成都市委、市政府城市向东、向南发展战略，承担了成都市东部新区和南部新

区起步区等重大片区的改造与建设。项目建设内容主要为拆迁安置工程、土地一级开发整理和基础设施建设、配套公共设施建设等。

成都市东部新区起步区项目总投资额495亿元，规划面积约41平方公里，公司主要负责31.8平方公里的项目区域，项目建设期为18年（2003-2020年）。目前，东部新区中三圣洪河片区、沙河堡新客站片区已完成部分土地拆迁整理和基础设施建设，十陵、大面片区项目建设已完成老成渝路改造项目及前期准备工作，正稳步推进拆迁工作。截至2018年3月底已投资366.67亿元，已供地7800亩。因每年有新的土地整体指标下达，可供出让净地有所增加。预计2018~2020年，东部新区起步区还可提供净地7858余亩。

成都市南部新区起步区项目总投资额135.00亿元，规划面积16.30平方公里，项目主体建设期10年（2003-2013年）。截至2018年3月底，南部新区已投资180亿元，土地拆迁整理、基础设施建设已基本完成，仅剩余部分配套公建设施（不再调整投资批复文件，投资额有超概）；已供地8907亩，预计未来此片区还可提供净地150亩。

2017年及2018年1~3月，公司分别收到片区整理成本返还25.06亿元和8.94亿元，计入“收到其他与经营活动有关的现金”。

②重大项目建设业务

跟踪期内，公司继续承担政府委托的重大市政项目建设。随着成都市重大项目的逐渐完工，该板块收入未来可能会有所下降。目前部分公司代建项目为“拨改租”模式，建设成本将在租赁期间通过租金形式逐步回流。

公司多次承接政府重大急难项目，对于重大市政项目，主要采用代建模式，项目建设资

金全部由政府出资。根据签订的代建协议（代建关系以政府部门会议纪要形式确定），委托方按照项目进度安排建设资金，公司仅负责建设，并收取一定比例代建项目管理费。会计处理上，公司在项目建设期间将建设资金支出计入“在建工程”，收到的政府出资计入“专项应付款”，工程完工后进行决算，同时冲减“在建工程”和“专项应付款”科目。

表4 截至2018年3月底公司主要在建重大市政项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	建设周期	工程完工进度
成渝高速入城段改造工程	339617.65	159603.96	2016-2019年	47%
元华路神仙树节点项目	234057.55	135458.41	2016-2019年	58%
合计	573675.20	295062.37	--	--

注：元华路神仙树节点项目、成渝高速项目为拨改租项目，目前正在调整收入确认机制，2018~2019年预计能确定付费方案。

资料来源：公司提供

2017~2018年1~3月，公司代建项目管理费分别为0.77亿元和0.09亿元，2017年公司收到政府项目建设资金2.06亿元。考虑到目前成都市重大市政项目大部分已完工，且公司承建的部分代建项目为“拨改租”模式（由政府拨款建设，改为政府租用，按融资租赁模式核算），未来该业务收入可能会有所下降，资本金利息收入会有所增长。

（2）房地产开发业务

跟踪期内，公司房地产销售收入规模大幅增长，目前在建项目规模仍保持在较高水平，未来收入及现金回流有较大保障。

公司房地产开发业务的主要经营主体是子公司成都兴城人居地产投资集团有限公司（以下简称“人居地产”），人居地产具有国家一级房地产开发资质。公司房地产板块分为商品房和保障性住房项目。

公司承担成都市保障性住房建设任务，主要采用自行开发出售及代建两种模式（代建与

重大项目建设业务模式一致）。自行开发出售类保障性住房主要为限价商品房，采用协议出让方式取得土地，项目完成后按照成都市有关限价房销售政策对满足购房条件的人群限价销售。限价商品房售价一般为同区域商品房销售均价下浮10%~20%左右，土地取得也具备一定成本优势，且依据政府名单进行销售，销售压力较小，回款快。

经过多年发展，公司房地产板块成为公司经营收入主要来源，共开发了20个精品小区（楼盘），总面积超449万平方米，在成都市范围内具备一定实力和影响力，品牌形象良好。

2017年，公司房地产销售收入40.07亿元，较上年大幅提高，毛利率下降至23.37%，主要系当年结转了一个保障房项目，毛利率较低所致。2018年1~3月，房地产销售实现收入9.29亿元，毛利率较上年底提升至34.88%。

表 5 2018 年 3 月底公司在售房地产项目情况 (单位: 亿元、万平方米)

	项目名称	性质	总投资	已投资情况	已销售总额	可售面积	累计已售面积
开发在售项目	盛和林语	商品房	26.90	18.77	29.37	46.23	23.18
	东汇家园	商品房	5.60	1.90	4.67	8.70	8.51
	小计		32.50	20.67	34.04	54.93	31.69
已竣工在售项目	天府名居	经济适用房	6.80	6.8	7.79	26.17	25.53
	南苑小区	商品房	17.32	17.32	19.86	50.14	48.58
	天府欣苑	商品房	8.54	8.54	13.2	21.7	21.35
	东苑小区(A区-J区)	商品房	36.92	36.92	46.43	117.3	115.05
	都市阳光	商品房	11.08	11.08	12.9	35.14	31.88
	天府世家	商品房	16.39	16.39	32.1	37.01	33.89
	锦尚天华	限价商品房	4.22	4.22	6.53	10.92	10.21
	锦尚春天 A、B	限价商品房	19.96	19.96	20.12	52.42	40.69
	锦城世家	商品房	19.40	19.4	23.72	28.91	23.71
	紫云庭	商品房	7.85	7.85	8.51	11.8	9.56
	东御佑家	商品房	11.42	11.42	14.17	24.64	19.86
	天府汇城	商品房	10.98	10.98	9.4	20.24	10.24
	创意山一期	商品房	7.17	7.17	4.33	12.87	5.73
小计	--	178.05	178.05	219.06	449.26	396.28	
合计			210.55	198.72	253.10	504.19	427.97

资料来源: 公司提供

截至 2018 年 3 月底,公司在售房地产项目待出售面积为 76.22 万平方米,在售项目整体处于销售后期。公司在建房地产项目总投资规模 216.33 亿元,尚需投资 131.85 亿元,公司建

设规模仍将保持在较高水平。但受房地产政策及行业波动影响,未来该业务盈利情况具有不确定性。

表 6 2018 年 3 月底公司目前重大在建、拟建房产项目 (单位: 亿元)

项目	区域	计划总投资额	已完成投资额	尚需投资额
盛和林语	高新区	26.90	18.77	8.13
南光厂项目	锦江区	36.55	21.31	15.24
花照项目	金牛区	18.11	5.44	12.67
东汇家园	成华区	5.60	1.90	3.70

东城花汇一期	锦江区	8.96	2.95	6.01
锦城湖酒店项目	高新区	11.35	2.44	8.91
锦江区洪河片区人才用房项目	锦江区	19.79	15.22	24.92
锦江区洪河片区人才用房项目	锦江区	11.70		
锦江区洪河片区人才用房项目	锦江区	4.56		
锦江区洪河片区人才用房项目	锦江区	4.10		
郫都区郫筒街道晨光村三社、五社、双喜村一社商品房项目	郫都区	38.00	10.21	27.79
青白江区 85 亩人才房项目	青白江	19.35	3.81	15.54
新都区 67 亩人才房项目	新都区	11.36	2.42	8.94
合计		216.33	84.47	131.85

资料来源：公司提供

（3）资产经营与管理业务

公司通过将自持商业项目对外出租收取租金，同时收取物业管理费及维护管理费，跟踪期内该业务正常进行，公司未新建大型商业项目，该业务板块为公司产生持续稳定的现金流。

公司的资产经营与管理业务主要包含物业管理、物业资产租赁及投融资管理收入。

物业管理业务是公司服务自持租赁业务配套的业务，2017 年及 2018 年 1~3 月，公司实现收入分别为 0.38 亿元和 0.09 亿元。物业管理业务毛利率波动较大，其中，2016 年公司物业管理板块毛利率为负主要系子公司润锦城物业公司对集团内部公司提供物业服务，合并报表抵减了物业服务收入所致。

资产租赁业务为公司自持项目租赁业务，截至 2018 年 3 月底，公司自持物业包括民丰写字楼、成都会议中心、四川国际大厦裙楼、合江亭大厦、城南副中心科技创新中心二期 A 楼、B 楼写字楼、体育公园 A、B、C 栋商业，及三瓦窑公共服务中心、永安公服生态酒店等办公、厂房、商用资产，可租赁面积约 80 万平方米，已出租面积共计 74 万平方米，出租情况良好。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司资产租赁收入

3.61 亿元和 0.84 亿元。二环路拨改租项目目前在整改中，2017 年未收取租金，待 2018 年确定政策后明确付费机制。随着目前代建项目部分现在为“拨改租”模式，未来公司租金收入有望持续增长。

资产管理费主要来自于公司持有的可租赁物业中经营性写字楼资产的管理（维护）费用。该经营性写字楼资产包括科创二期 A 楼、科创二期 B 楼、核心区 2 号地块 B 区办公楼、民丰写字楼以及规划馆综合楼办公楼，由公司本部负责运营。根据协议，上述资产公司按照每月 40 元/平方米标准收取资产维护费。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司资产管理费及其他收入分别为 2.09 亿元和 0.49 亿元。

（4）资本金利息业务

公司使用自有资金和银行贷款进行社区项目建设和拨改租项目建设，其中银行贷款利息进行资本化处理，自有资金投入产生的资金占用费作为资本金利息收入处理。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司分别实现资本金利息收入 0.55 亿元和 0.08 亿元。

公司目前二环路拨改租项目模式正在进行调整，待确定资金拨付及收入确认机制后，公

公司将实现租金收入。其中建设成本部分直接冲减在建工程，收益部分确认为资本金利息收入。考虑到公司目前部分在建重大市政工程采用拨改租模式，未来该业务收入将有所增加。

3. 未来发展

未来公司业务规模仍然较大，投资周期长，片区整理成本返还及房地产销售能有效平衡项目前期大规模的投入。同时，成都建工的并入将进一步扩大公司业务范围，同时提高公司综合实力，对公司收入和现金回流形成良好的补充。

从未来投资规划看，根据成都市城市发展规划及政府建设安排，未来公司将继续承担东部新区起步区和南部新区起步区的基础设施建设工作，公司 2018~2020 年在上述项目的投资额预计约 30 亿元。

2017 年 11 月，根据中共成都市委办公厅文件，成都建筑工程集团总公司（以下简称“成都建工”）将合并入公司。成都建工是主要从事四川省内房屋及市政路桥建设的国有建筑类企业，截至 2016 年底，成都建工合并资产总额 463.92 亿元，所有者权益合计 70.50 亿元（其中少数股东权益 0.53 亿元）；2016 年，成都建工实现营业收入 268.45 亿元，利润总额 3.13 亿元。成都建工建筑资质齐全且等级较高，具备建筑工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包一级等资质，施工品质良好，科技研发水平较高，综合实力较强。2017 年底公司审计报告未将成都建工纳入合并范围。待成都建工并入之后（预计于 2018 年 10 月完成工商变更），公司将新增建筑施工板块，有效提高公司的综合实力。

八、财务分析

公司提供了 2017 年合并财务报告，大信会

会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

2017 年底，公司合并范围子公司 10 家，较上年底新增 4 家子公司，同时减少 1 家子公司；2018 年 1~3 月，公司新增 1 家子公司。公司新增子公司均为公司出资设立，目前业务规模较小，对公司财务报表影响较小，公司财务可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产结构仍以非流动资产为主，在建项目规模较大，对资金形成一定占用。整体看，公司资产结构合理，资产质量较好。

2017 年底，公司资产总额 757.06 亿元，同比增长 17.51%，资产以非流动资产为主，且占比有所上升。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	131.17	18.63	83.11	10.98	102.63	12.49
存货	118.22	16.79	124.68	16.47	178.06	21.68
流动资产	273.62	38.86	251.16	33.18	309.45	37.67
持有至到期投资	44.34	6.30	36.89	4.87	35.82	4.36
长期应收款	65.17	9.26	65.17	8.61	65.17	7.93
投资性房地产	35.10	4.98	37.25	4.92	36.89	4.49
在建工程	276.12	39.21	354.66	46.85	362.15	44.08
非流动资产	430.52	61.14	505.91	66.83	512.04	62.33
资产合计	704.14	100.00	757.06	100.00	821.49	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

2017 年底，公司流动资产 251.16 亿元，同

比下降 8.21%。货币资金 83.11 亿元，同比下降 36.44%，其中受限资金 0.22 亿元。公司货币资金较充足；应收账款 5.29 亿元，同比增长 75.88%，主要系新增对成都市机关事务管理局应收租金 1.00 亿元以及新增对成都市财政局应收建设管理费 0.64 亿元。公司应收账款主要为政府性债权，总体坏账准备计提比例较小，为 0.11%；预付款项 6.78 亿元，同比小幅下降 6.03%，预付款项主要为对各区财政局及政府相关单位未结算的拆迁及工程款。

2017 年底，其他应收款 22.10 亿元，同比大幅增加 17.24 亿元，其中对成都市公共资源交易服务中心的保证金 16.65 亿元，账龄在 1 年以内，账龄较短。其他应收款欠款前五名占比达到 82.05%，集中度较高，主要是对政府相关部门的应收款项，相对回收风险较小。

表 8 2017 年底其他应收款前五名概况

(单位：亿元、%)

单位名称	金额	占比	账龄	款项性质
成都市公共资源交易服务中心	16.65	75.26	1 年以内	保证金
成都成房置业有限公司	0.66	2.96	1~2 年	政府性债权
成都市住房保障中心	0.32	1.43	1~2 年	政府性债权
中国建筑西南设计研究院有限公司	0.30	1.37	3 年以上	保证金
成都市郫都区从财政局	0.22	1.02	1 年以内	土地履约保证金
合计	3.99	82.05	--	--

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司存货 124.68 亿元，同比小幅增长 5.46%，其中开发成本（主要为房地产在建项目）占比 90.02%、开发成品（指已经销售了尚未形成收入的项目）占比 9.98%。公司未计提存货跌价准备。房地产项目变现速度容易受到房地产市场影响。

2017 年底，一年内到期的非流动资产 7.21 亿元，较上年保持稳定，主要为根据公司与成都市城乡建设委员会签订的“西二环路”租赁

合同，2016 年由一年内到期的长期应收款转入。

2017 年底，公司非流动资产 505.91 亿元，同比增长 17.51%，增长主要来自在建工程。2017 年底，公司持有至到期投资 36.89 亿元，同比下降 16.81%，持有至到期投资主要为小城镇建设项目投资，投资合同约定按照一定标准收取项目资本利息及投融资管理费；长期应收款 65.17 亿元，较上年保持稳定，2015 年底，原公司负责建设的“西二环路”项目，由政府拨款建设，改为政府租用（按融资租赁模式核算）模式，租期 15 年，合同期内，根据竣工决算报告以人行同期基准利率变化对租金进行调整。2016 年底，根据调整，调整后建设本金 75.92 亿元，同时调整融资利息为 32.17 亿元，合计 108.09 亿元，按租期 15 年，每年应收租金为 7.21 亿元（包含本金及利息）。2016 年，公司对涉及“西二环路”项目会计核算科目做出调整，将经过核算确认实现融资收益的投资款，经调整由在建工程转至长期应收款，同时将其中年度应收租金 7.21 亿元重分类至“一年内到期的非流动资产”科目。

2017 年底，公司在建工程 354.66 亿元，同比增长 28.44%，公司在建工程主要是东部和南部片区改造项目、新客站基建项目以及其他代建项目。公司在建工程规模很大，未来可预见获得的片区整理成本返还为工程建设投入提供了保障。

2017 年底，公司使用权受限的资产规模 46.15 亿元，占资产的 6.10%。其中用于担保的存货 19.79 亿元、投资性房地产 26.14 亿元。公司受限资产均用于借款抵押和质押，占比较大，对资产流动性产生不利影响。

2018 年 3 月底，公司资产 821.49 亿元，较上年增长 8.51%。其中流动资产 309.45 亿元，较去年底增长 23.21%，增长主要来自货币资金、应收账款和存货；非流动资产 512.04 亿元，较上年基本保持稳定。

总体来看，公司资产中占比最大为存货和

在建工程，随着项目的持续投入建设，2017 年上述两个科目持续增长。其中以房地产开发成本为主的存货变现速度容易受到房地产市场影响，公司未来可预见获得的片区整理成本返还为工程建设投入提供保障，公司整体资产质量较好。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益快速增长，主要系发行永续期债券所致，公司所有者权益结构稳定性较好。

2017 年底，公司所有者权益 309.74 亿元，同比增长 39.79%。其中实收资本仍为 55.25 亿元，较上年无变化；2017 年公司新增其他权益工具 44.00 亿元，为公司当年发行的“17 兴城投资 MTN001”19.00 亿元、兴业国际信托有限公司永续期信托贷款 5.00 亿元、长安国际信托股份有限公司永续期信托贷款 10.00 亿元，其中中华融国际信托有限责任公司永续债 10.00 亿元为 2016 年发行，由“其他综合收益”转入。

2017 年底，公司资本公积 131.25 亿元，同比增长 3.35%，主要为收到政府对子公司注入的资本金共计 6.00 亿元。同年，公司减少资本公积 1.75 亿元，主要为支付永续债发行承销费 760 万元以及人居地产无偿划转 816 套公租房至成都市公共住房管理中心，减少资本公积 1.67 亿元。

2016~2017 年，公司未分配利润占比均在 10% 以上，对权益稳定性造成冲击。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 313.64 亿元，规模及结构较上年基本保持稳定。

表9 公司主要所有者权益构成情况

(单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	55.25	24.94	55.25	17.84	55.25	17.62
其他权益工具	0.00	0.00	44.00	14.21	44.00	14.03
资本公积	127.00	57.32	131.25	42.37	134.25	42.80
未分配利润	27.99	12.63	32.57	10.52	33.51	10.68
所有者权益	221.57	100.00	309.74	100.00	313.64	100.00

资料来源: 根据公司财务报表整理

公司负债结构仍以长期债务为主，债务结构合理，整体债务负担较重。考虑到计入权益的可续期债券，公司实际债务负担进一步加重。

2017 年底，公司负债总额 447.33 亿元，同比下降 7.30%。公司负债以非流动负债为主，与公司项目投资周期长的特点相匹配，债务结构合理。

表10 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	27.88	5.78	37.07	8.29	31.87	6.28
预收款项	36.88	7.64	37.98	8.49	31.52	6.21
一年内到期的非流动负债	89.56	18.56	82.07	18.35	73.78	14.53
流动负债	182.50	37.82	176.71	39.50	163.09	32.11
长期借款	114.19	23.66	107.90	24.12	137.26	27.03
应付债券	86.84	18.00	46.98	10.50	82.00	16.15

长期应付款	35.67	7.39	31.71	7.09	33.75	6.65
专项应付款	63.35	13.13	84.02	18.78	91.74	18.06
非流动负债	300.07	62.18	270.62	60.50	344.76	67.89
负债	482.57	100.00	447.33	100.00	507.85	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

2017 年底，公司流动负债 176.71 亿元，同比小幅下降 3.17%。其中应付账款 37.07 亿元，同比增长 32.95%，主要为 1 年内未到结算期工程款大幅增加所致；预收款项 37.98 亿元，同比小幅增长 2.98%，预收款项主要为商品房销售款；其他应付款 9.69 亿元，同比下降 48.56%，主要系履约保证金、保留金及质保金等下降所致；一年内到期的非流动负债 82.07 亿元，同比下降 8.37%，其中一年内到期的长期借款占比 46.25%、一年内到期的应付债券占比 47.44%。

2017 年底，公司非流动负债 270.62 亿元，同比下降 9.82%。其中长期借款 107.90 亿元，同比下降 5.50%；应付债券 46.98 亿元，同比快速下降 45.90%，主要系部分待偿还债券调至一年内到期的非流动负债；长期应付款 31.71 亿元，同比下降 11.11%。其中应付中国铁建股份有限公司及中国建筑股份有限公司款项分别为 2.88 亿元和 7.00 亿元，分别为对神仙树高速及青龙湖项目资本金注入，建设期不计息，计入此科目。同时应付成都财政局款项 21.83 亿元，为公司收到置换债金额，因其有息性质，已调整至全部债务核算；公司专项应付款 84.02 亿元，同比增长 32.63%，主要为政府拨付项目建设款项。

2018 年 3 月底，公司负债合计 507.85 亿元，较上年底增长 13.53%，主要系公司扩大对外融资规模导致短期借款、长期借款、应付债券有所增长所致。负债中非流动负债占比 67.89%，占比进一步上升。公司应付债券 82.00 亿元，较上年底增长 74.55%，主要系公司新发行 5 亿

欧元债（按发行汇率计算约为 39 亿元人民币），其中一笔 3.65 亿欧元债的期限为 3 年，另一笔 1.35 亿欧元债的期限为 5 年，均为到期一次偿还本金。

从有息债务来看，2017 年底，公司全部债务 238.17 亿元，同比下降 18.60%，债务结构以长期债务为主，占比 65.03%，与公司项目投资周期长的特点相匹配。考虑到公司长期应付款中的有息债务部分，2017 年底公司调整后全部债务 260.00 亿元。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率较上年均有所下降，分别为 59.09%、45.63% 和 36.33%。2018 年 3 月底，公司调整后全部债务增至 323.09 亿元，调整后长期债务占比 74.62%，上述三项债务指标较 2017 年底有所增长，分别为 61.82%、50.74% 和 43.46%。整体看，公司债务结构合理，目前债务负担较重，且考虑到计入权益的可续期债券规模较大，公司实际债务负担进一步加重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入快速增长，同时公司在建房地产项目未来可预见销售收入也能为公司提供较好的利润空间，盈利情况虽有所波动，但仍有良好的可持续性。

公司营业收入主要来源于房地产销售、房屋租赁和资产管理收入。2017 年金额为 47.48 亿元，同比快速增长 41.80%，主要系公司房地产销售收入增长较快所致。随着公司在建房地产项目陆续完工结转收入，且在建“拨改租”项目完工开始收取政府租金，未来公司营业收

入有望提升。

2017年，公司营业利润率同比下降10.42个百分点至25.80%，主要系当年公司结转了一个毛利率较低的保障房项目所致。

2017年，公司期间费用2.60亿元，同比快速下降45.93%，主要系财务费用由上年的2.80亿元大幅下降至0.43亿元，财务费用下降主要系当年符合财务支出资本化条件的项目有所增加，且新增永续债等权益工具通过利润分配计入应付股利，不增加当期财务费用所致。当期公司投资收益由负转正为368.67万元，主要为处置长期股权投资产生的投资收益。

2017年，公司未收到政府补贴，实现利润总额9.86亿元，同比增长18.18%。当期，公司总资产收益率和净资产收益率分别为1.53%和2.32%，较上年有所下降。公司利润总额对政府补助依赖性低，自身盈利能力较强。

2018年1~3月，公司实现营业收入10.89亿元，利润总额3.01亿元，营业利润率为35.46%，公司保持较强的盈利能力。

4. 现金流分析

跟踪期内，由于公司在建项目投资规模较大，经营活动现金流入仍无法覆盖其流出；公司仍依靠大规模的外部融资来满足资金需求，未来一段时期内银行借款等外部融资渠道依然是公司主要的资金来源。

经营活动方面，公司经营活动现金流入主要来源于主营业务收入、财政性建设资金拨款和代建业主拨付的项目资本金等。2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为47.09亿元，同比增长60.51%，主要系房地产预售收入大幅增长所致。现金收入比为99.18%，较上年增加11.56个百分点。收到的其他与经营活动有关的现金38.90亿元，同比增长120.61%，主要是收到的财政性建设资金拨款及片区整理成本返还款、代建项目建设专项拨款增加所致。2017年，公司经营活动现金大幅流出142.02亿

元，主要系土地整理支出以及代建项目支出大幅增长所致。2017年，公司经营活动流量净额为-56.03亿元，现金流入仍无法覆盖其流出，且缺口有所扩大。

投资活动方面，2017年公司投资活动产生的现金流入量规模大幅下降，其中收回投资收到的现金9.04亿元，取得投资收益收到的现金0.66亿元。投资活动现金流出主要体现为支付其他与投资活动有关的现金10.19亿元，同比大幅增长，主要为公司拆迁和向其他公司提供借款产生的支出。2017年公司投资活动产生的现金净流量由正转负为-3.51亿元。

筹资活动方面，筹资活动现金流入主要来源于吸收投资收到的现金及取得借款收到的现金，2017年分别为51.00亿元和80.70亿元，其中吸收投资收到的现金同比增长155%，主要系收到“成都中心”项目资本金投入所致。2017年，公司偿还债务支付的现金138.15亿元，同比增长47.48%。当年，公司筹资活动产生的现金流量净额为13.56亿元。公司仍依靠大规模的外部融资弥补经营和投资活动产生的资金缺口。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量持续保持净流出状态，为-38.01亿元；公司投资活动现金流量净额-7.07亿元，其中支付其他与投资活动有关的现金6.39亿元；公司筹资活动现金流量净额64.62亿元，其中取得借款收到的现金79.89亿元，主要为公司发行欧元债以及银行借款取得的资金。当期偿还债务支付的现金14.65亿元。公司仍保持大规模的对外融资。

5. 偿债能力

公司现金类资产较为充足，公司短期偿债能力尚可；由于公司有息债务规模较大，公司长期偿债能力一般。考虑到股东对公司的资金支持力度较大，且间接融资渠道畅通，公司整体偿债风险较小。

2017 年底，公司流动比率和速动比率同比均有小幅下降，分别为 142.13% 和 71.57%；2018 年 3 月底，公司流动比率和速度比率分别为 189.74% 和 80.56%。因公司 2016~2017 年经营性现金净流量均为负，对流动负债没有保障能力，流动资产对流动负债保障能力尚可。由于公司现金类资产相对短期债务较为充足，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力来看，2017 年公司 EBITDA 为 12.34 亿元，公司有息债务规模较大，调整后全部债务/EBITDA 为 21.06 倍，公司长期偿债能力一般。考虑到股东对公司的资金支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信额度 596.99 亿元，已使用额度为 199.52 亿元，尚未使用额度为 387.87 亿元，公司间接融资渠道畅通。

九、存续债券偿债能力分析

公司未来待偿债券本金峰值很高，2017 年经营活动现金流入量对其保障程度一般，公司面临较大集中偿付压力。

2017 年底，公司存续债券余额合计 156.42 亿元。其中，一年内到期的应付债券 38.93 亿元，2021 年将达到未来待偿债券本金峰值 83.88 亿元。2017 年底，公司现金类资产 83.11 亿元；2017 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 85.99 亿元、-56.03 亿元和 12.34 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2017 年
一年内到期债券余额	38.93
未来待偿债券本金峰值	83.88

现金类资产/一年内到期债券余额	2.13
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.03
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.67
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.15

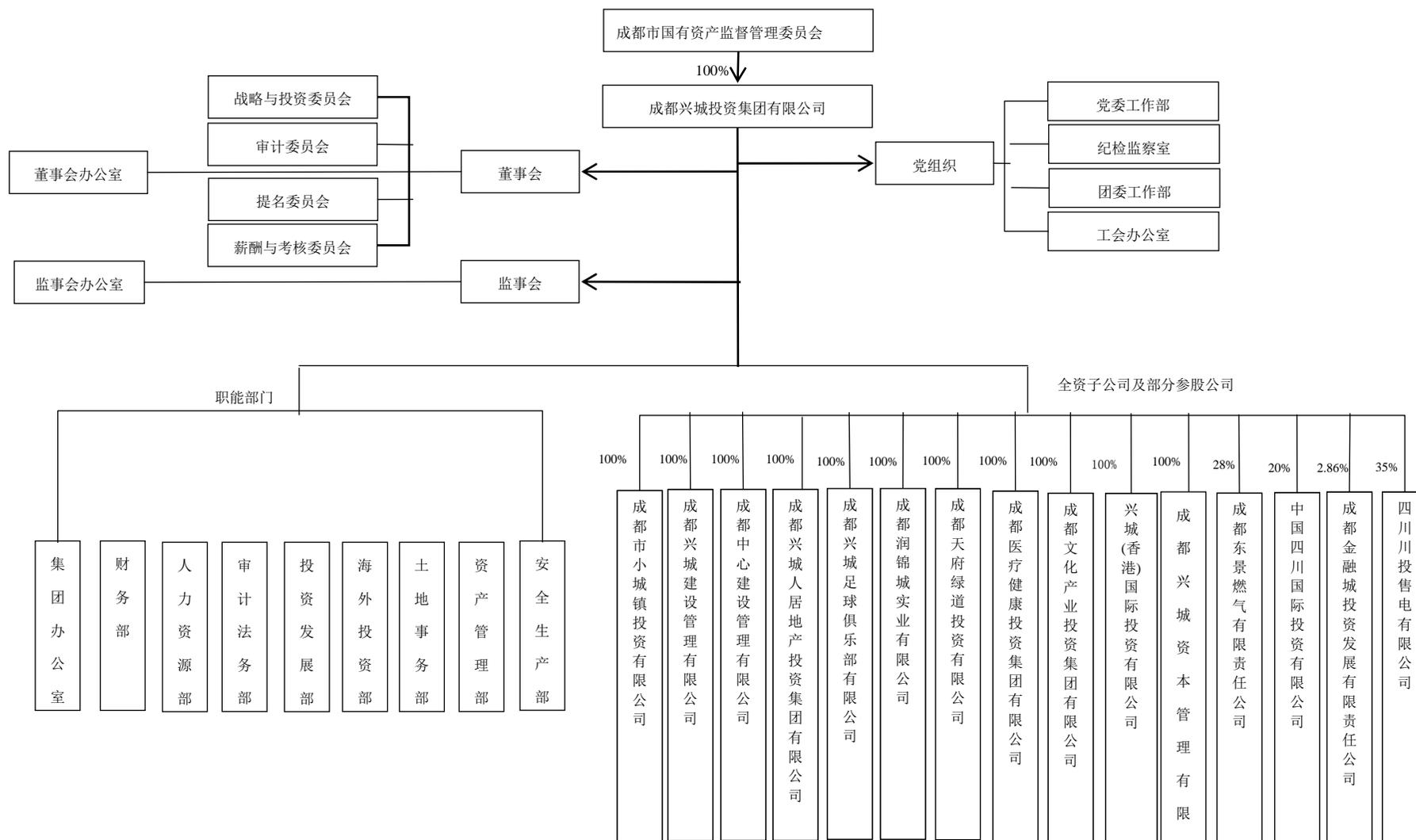
资料来源：联合资信整理

总体看，公司现金类资产对一年内到期的应付债券保障程度较好；公司未来待偿债券本金峰值很高，2017 年经营活动现金流入量对其保障程度一般，公司面临较大集中偿付压力。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“13 蓉兴债/PR 蓉兴城”、“16 兴城投资 MTN001”和“17 兴城投资 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	125.59	131.17	83.11	102.63
资产总额(亿元)	666.09	704.14	757.06	821.49
所有者权益(亿元)	180.85	221.57	309.74	313.64
短期债务(亿元)	70.59	91.56	83.29	82.00
长期债务(亿元)	246.50	201.03	154.88	219.26
全部债务(亿元)	317.09	292.59	238.17	301.26
调整后全部债务(亿元)	317.09	316.77	260.00	323.09
营业收入(亿元)	24.21	33.48	47.48	10.89
利润总额(亿元)	7.78	8.34	9.86	3.01
EBITDA(亿元)	9.09	12.89	12.34	--
经营性净现金流(亿元)	-13.40	-22.74	-56.03	-38.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.92	16.04	11.45	--
存货周转次数(次)	0.12	0.15	0.27	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.05	0.06	--
现金收入比(%)	76.35	87.62	99.18	57.78
营业利润率(%)	38.89	36.22	25.80	35.46
总资本收益率(%)	1.22	1.87	1.53	--
净资产收益率(%)	3.21	2.79	2.32	--
长期债务资本化比率(%)	57.68	47.57	33.34	41.14
全部债务资本化比率(%)	63.68	56.91	43.47	48.99
调整后全部债务资本化比率(%)	63.68	58.84	45.63	50.74
资产负债率(%)	72.85	68.53	59.09	61.82
流动比率(%)	175.75	149.93	142.13	189.74
速动比率(%)	98.29	85.15	71.57	80.56
经营现金流动负债比(%)	-9.52	-12.46	-31.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	34.90	22.70	19.30	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	34.90	24.58	21.06	--

注：1、调整后全部债务=全部债务+长期应付款有息部分；2、公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。