

2015 年成都市蜀州城市建设投资有限责任公司  
公司债券 2020 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

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



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【326】号 01

债券简称：15 蜀州城投  
债/PR 蜀城投

增信方式：国有土地使用  
权抵押担保

债券剩余规模：2.00 亿  
元

债券到期日期：2022 年  
05 月 26 日

债券偿还方式：每年付  
息一次，在债券存续期  
的第 3 至 7 年末逐年分  
别按照债券发行总额  
20%的比例偿还债券本  
金

#### 分析师

姓名：  
邹火雄 汪永乐

电话：  
0755-82870071

邮箱：  
zouhx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2015 年成都市蜀州城市建设投资有限责任公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 23 日	2019 年 5 月 20 日

#### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对成都市蜀州城市建设投资有限责任公司（以下简称“蜀州城投”或“公司”）及其 2015 年 5 月 26 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部运营环境较好，继续为其发展提供了良好基础，主要代建项目投资规模较大，项目建设业务可持续性较好，国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产质量一般，主要在建项目尚需投资规模较大，且有息债务规模较大，面临较大的资金支出及一定的偿债压力，对外担保存在一定的或有负债风险，以及公司未按约定对本期债券抵押担保的国有土地使用权价值进行重新评估等风险因素。

#### 正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。崇州市为成都市代管县级市，是四川省成都平原都市群重点发展城市。依托崇州市第二、三产业的发展，2019 年全市实现地区生产总值（GDP）381.1 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.6%，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司项目建设业务可持续性较好。公司是崇州市重要的基础设施建设主体，主要从事土地整理及基础设施建设业务。2019 年公司获得项目建设收入 5.02 亿元，同比增长 28.86%。公司项目储备丰富，2019 年末主要代建项目已投资 22.17 亿元，未来项目建设业务可持续性较好。

- **国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**公司以其合法拥有的 5 宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，评估价值为 18.89 亿元（评估基准日为 2016 年 2 月 26 日），为本期债券未偿还本金及一年期利息之和的 8.86 倍，仍能有效提升本期债券的信用水平。

## 关注：

- **公司整体资产质量一般。**截至 2019 年末，公司土地、工程项目、应收款项合计 106.40 亿元，占总资产的 89.39%。其中，未缴纳出让金土地的账面价值合计 51.23 亿元，占土地资产账面价值的 94.21%；已抵押土地账面价值合计 38.58 亿元，占土地资产账面价值的 70.95%；加之应收政府单位及国有企业的款项回款时间不确定，占用较多资金，公司整体资产质量一般。
- **公司主要在建项目面临较大的资金支出压力。**截至 2019 年末，公司主要在建项目预计总投资 69.60 亿元，可计算部分尚需投资 39.37 亿元，项目建设资金需求较大，加之货币资金及经营活动产生的现金净流入规模相对较小，未来面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模较大，存在一定偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务为 15.17 亿元，占负债总额的 45.47%，其中短期有息债务为 4.26 亿元，且 EBITDA 利息保障倍数进一步下滑，公司存在一定偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计为 53.59 亿元，占当年末净资产的 62.55%，被担保方均为崇州市国有企业，担保期限较长且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。
- **公司未按约定对本期债券抵押担保的国有土地使用权价值进行重新评估。**根据抵押监管协议，在本期债券存续期间，公司应持续聘请具备国家认可评估资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，但 2017 年至今公司未对本期债券抵押物进行重新评估。

**公司主要财务指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	1,190,324.80	1,119,574.01	1,119,431.09
所有者权益	856,765.42	852,266.72	835,126.36
有息债务	151,670.10	150,636.52	142,478.91
资产负债率	28.02%	23.88%	25.40%
现金短期债务比	0.90	0.19	3.48
营业收入	55,403.30	48,662.13	46,075.48
利润总额	6,014.46	6,848.01	19,300.43
综合毛利率	12.02%	15.76%	41.82%
EBITDA	6,057.65	6,892.54	19,341.91
EBITDA 利息保障倍数	0.56	0.77	1.49
经营活动现金流净额	537.02	-59,923.50	-10,006.46
收现比	0.95	1.00	0.93

资料来源：公司2015-2017年三年连审审计报告、2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年5月26日发行7年期5.00亿元公司债券，募集资金拟用于崇州市崇阳棚户区改造项目（以下简称“崇阳棚改项目”）。截至2020年5月15日，本期债券募集资金专项账户余额为1.20亿元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为1.00亿元，崇州市国有资产管理中心持有公司100.00%的股权，仍为公司唯一股东及实际控制人。截至2019年末，公司无纳入财务报表合并范围子公司。

根据公司提供相关资料，2019年7月公司新选举杨彬（总经理）、姚文丽（财务总监）为公司董事；选举姚杨（监事会主席）、李莉、付玥为公司监事。截至2019年末，公司董事会成员由崔忠、陈建、田蓄、骆世碧、张愉变更为崔忠、陈建、田蓄、杨彬、姚文丽；监事会成员由马世昌、张大清、冯平光变更为姚杨、李莉、付玥，董事和监事变更人员超过1/2。

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹**

2019年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，

积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

**2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发〔2019〕11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、

国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

**2019年崇州市地区生产总值继续增长，主要依赖于第二、三产业的发展，经济实力进一步增强**

崇州市为四川省下辖县级市，由成都市代管，全市幅员面积1,090平方公里，是四川省成都平原都市圈重点发展的中等城市。截至2018年末，崇州市常住人口数为66.51万人。按常住人口计算，2019年崇州市人均GDP为57,300元，为同期全国人均GDP的80.83%。

2019年崇州市经济稳健运行，全年实现地区生产总值381.1亿元，按可比价格计算，同比增长8.6%，为公司发展提供了良好的基础。分产业来看，2019年崇州市第二、三产业完成增加值分别为178.9亿元和157.8亿元，同比增速分别为8.2%和11.0%，为推动地区生产总值增长的重要动力。

产业方面，崇州市围绕智能应用、都市农业、康养旅游三大主导产业，建设产业园(区)，构建产业生态圈。投资方面，2019年崇州市固定资产投资完成228亿元，同比增长11.4%，增速较上年小幅下滑，仍对拉动地方经济发展具有重大作用。随着居民生活水平的提高，2019年崇州市全市社会消费品零售总额继续保持增长。

**表 1 崇州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	381.1	8.6%	347.2	-



第一产业增加值	44.4	2.7%	42.0	-
第二产业增加值	178.9	8.2%	163.5	-
第三产业增加值	157.8	11.0%	141.7	-
工业增加值	-	-	135	15%
固定资产投资	228	11.4%	204.7	14.3%
社会消费品零售总额	108.7	11.6%	97.5	13.0%
进出口总额	-	-	25.6	21.4%
存款余额	-	-	494.7	4.8%
贷款余额	-	-	178.2	-6%
人均 GDP（元）		57,300		52,203
人均 GDP/全国人均 GDP		80.83%		80.75%

注：1）上表中“-”表示数据未公开披露；2）根据《关于发布 2018 年崇州市 GDP 修订数据的公告》，成都市统计局对 2018 年崇州市 GDP 初步核算数据进行了修订，具体如上表所示；3）2018 年和 2019 年人均 GDP=地区生产总值（GDP）/2018 年末崇州市常住人口数。

资料来源：崇州市 2018 年国民经济和社会发展统计公报、崇州市人民政府网站，中证鹏元整理

根据崇州市财政局提供资料，2019 年崇州市全市实现一般公共预算收入 26.06 亿元，同比增长 10.09%，其中税收收入 19.60 亿元，占一般公共预算收入的 75.20%；获得返还性收入 0.83 亿元、一般性转移支付收入 14.66 亿元、专项转移支付收入 5.48 亿元；实现政府性基金收入 25.89 亿元；同期崇州市全市一般公共预算总支出为 49.82 亿元。

#### 四、经营与竞争

2019 年公司主营业务未发生变化，仍主要从事崇州市范围内土地整理及基础设施建设业务。伴随项目不断推进结算，2019 年公司项目建设收入同比增长 28.86%，占营业收入的比重增加 10.56 个百分点至 90.66%，拉动公司营业收入同比增长 13.85%。此外，公司还承担着崇州市土地一级开发任务，受土地及房地产市场行情景气度波动等因素的影响，2019 年公司土地整理收入同比下降 46.57%。因盈利能力较强的土地整理业务收入大幅下滑，2019 年公司综合毛利率同比小幅下降，整体盈利水平有所减弱。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
项目建设收入	50,229.27	7.83%	38,979.18	7.83%
土地整理收入	5,174.03	52.72%	9,682.96	47.68%
合计	55,403.30	12.02%	48,662.13	15.76%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

**2019 年公司项目建设收入进一步增长，且毛利率稳定，成为公司收入和利润的主要来**

### 源；主要代建项目投资规模较大，业务可持续性较好，同时面临较大资金支出压力

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

2019年公司获得项目建设收入5.02亿元，同比增长28.86%，占同期营业收入的比重增加10.56个百分点至90.66%；因项目投资收益率固定为15.00%，故2019年项目建设业务毛利率稳定在7.83%，为公司收入和利润的主要来源。

**表3 2018-2019年公司项目建设收入情况（单位：万元）**

时间	项目	投资成本	项目建设收入
2019年	光华大道大邑延伸线崇州段	22,802.65	24,738.72
	崇州市城区市政基础设施建设项目	23,495.64	25,490.55
	<b>合计</b>	<b>46,298.29</b>	<b>50,229.27</b>
2018年	华怀路新崇双段灾后重建工程	35,928.63	38,979.18
	<b>合计</b>	<b>35,928.63</b>	<b>38,979.18</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司主要在建项目有崇阳棚改项目、崇州市崇阳镇永安安置房建设项目（以下简称“永安安置房项目”）、城区市政基础设施建设项目等，该等项目预计总投资69.60亿元，可计算部分尚需投资39.37亿元，未来面临较大的资金支出压力。其中，代建项目预计总投资31.94亿元，已投资22.17亿元，未来项目建设业务可持续性较好。

崇阳棚改项目为本期债券募投项目，该项目原计划于2016年12月底完工，但截至2019年末该项目已投资4.50亿元，占预计总投资的比重仅为22.50%，或影响该项目预期收益的实现。永安安置房项目、崇州崇阳镇石羊二期安置房建设项目（以下简称“石羊二期安置

房项目”)和崇州崇阳镇同心二期安置房建设项目(以下简称“同心二期安置房项目”)为“20蜀州城投债01/20蜀州01”募投项目,截至2019年末,该等项目预计总投资合计14.05亿元(不含商业部分),公司已投入资本金合计4.30亿元,待项目建成后预计可产生销售收入15.45亿元。

**表4 截至2019年末公司主要在建项目情况(单位:万元)**

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	模式
崇州市崇阳棚户区改造项目	199,871.59	44,962.15	154,909.44	自营
崇州市崇阳镇永安安置房建设项目	74,746.73	22,746.73	52,000.00	自营
城区市政基础设施建设项目	74,400.00	37,521.60	36,878.40	代建
滨水新城及南河路片区	39,357.00	21,433.16	17,923.84	代建
崇州市城乡环卫一体化PPP项目*	36,232.86	11,296.06	24,936.80	PPP
崇州崇阳镇石羊二期安置房建设项目	34,036.83	10,536.83	23,500.00	自营
南部新城土地整理	33,900.00	49,239.05	-	代建
城乡一体化基础设施项目-女鞋之都	32,782.00	31,817.66	964.34	代建
崇州崇阳镇同心二期安置房建设项目	31,728.98	9,728.98	22,000.00	自营
农村基础设施建设	29,640.00	15,387.91	14,252.09	代建
西街宫保里棚户区改造项目	28,200.00	3,356.64	24,843.36	代建
崇州市城区向荣街片区基础建设	24,000.00	10,204.39	13,795.61	代建
城区基础设施	18,600.00	21,833.74	-	代建
滨水新城土地整理项目	15,200.00	14,225.67	974.33	代建
第二快速通道	14,544.42	13,817.20	727.22	代建
风貌整治	8,800.00	2,855.16	5,944.84	代建
<b>合计</b>	<b>696,040.41</b>	<b>320,962.93</b>	<b>393,650.27</b>	-

注:1)以上部分项目由多个子项目构成,部分子项目无预计总投资,或子项目过多而未统计预计总投资,故预计总投资金额或存在一定的偏差;2)南部新城土地整理项目因地面附着物较多,整理难度加大,导致已投资大于预计总投资;3)永安安置房项目、石羊二期安置房项目和同心二期安置房项目已投资额为公司投入的资本金,同心二期安置房项目已投资不含同心村保障房周边基础设施建设;4)公司2019年对部分项目的期初投资额进行了调整;5)公司未能提供崇州市城乡环卫一体化PPP项目相关协议。

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

### **2019年公司土地整理业务继续下降,受政府规划、区域土地及房地产市场行情波动影响,未来该业务的收入规模或存在波动性**

公司为崇州市土地开发整理的实施主体,根据崇州市土地开发整理专项规划对辖区内的土地进行开发整理,具体业务模式为:根据公司与崇州市规划和自然资源局<sup>1</sup>(以下简称“崇州自然资源局”)签订的《委托经营合同》及补充协议,公司接受崇州自然资源局的委托从事土地整理、前期开发等相关工作,并承担相应的成本和费用,待土地整理完成

<sup>1</sup>2019年2月,根据《崇州市机构改革方案》,崇州市政府将崇州市国土资源局、崇州市城乡规划局等部门职责进行整合,组建崇州自然资源局,作为崇州市政府工作部门。

后，公司将整理后的土地交由崇州自然资源局进行招拍挂，土地拍卖出让后，土地出让金交至市财政规划和自然资源局专户，市财政将委托经营收入全部拨付至公司，公司以此确认土地整理收入（含税），同时将土地整理过程中实际发生的成本（主要包括征地、拆迁、青苗补偿，市政配套相关费用等）确认为土地整理成本。此外，《委托经营合同》约定，土地整理委托经营的期限一般为 10 年，目前合同截止时间为 2027 年 12 月 31 日，合同期满后，公司有优先再委托的权利。

2019 年公司获得土地整理收入 0.52 亿元，同比下降 46.57%，来源于崇州市三郎镇茶园村 4 组和崇州市崇阳街道唐安村 5 组两宗地，面积合计为 91.96 亩。土地坐落区位的不同会导致均价存在一定差异，2019 年公司土地平均出让价格（税后）为 56.26 万元/亩，同比下降 22.22%。截至 2019 年末，公司无在整理土地项目，存货中拟开发土地账面价值为 54.37 亿元，考虑到土地整理业务易受政府规划、区域土地及房地产市场行情波动等因素的影响，未来该业务的收入规模或存在波动性。

**表 5 2018-2019 年公司土地整理收入情况（单位：亩、万元）**

年份	土地坐落	面积	确认收入金额
2019 年	崇州市三郎镇茶园村 4 组	79.30	3,740.62
	崇州市崇阳街道唐安村 5 组	12.66	1,433.41
	<b>合计</b>	<b>91.96</b>	<b>5,174.03</b>
2018 年	崇州市羊马镇中华村 4 组、5 组、7 组	106.70	5,838.44
	崇州市世纪大道与永康东路交汇处西北侧	27.17	3,844.51
	<b>合计</b>	<b>133.87</b>	<b>9,682.96</b>

注：上表中 2018 年确认的土地整理各项收入与合计数额略有差异，主要系四舍五入所致。  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年和 2019 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

### 资产结构与质量

**2019 年公司资产规模小幅增长，主要由土地、工程项目和应收款项构成，整体资产质量一般**

受债务增加的影响，2019 年末公司资产总额小幅增长。从资产构成来看，公司资产仍

以流动资产为主。

**表 6 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	38,286.99	3.22%	6,254.49	0.56%
应收账款	13,975.63	1.17%	8,130.99	0.73%
其他应收款	155,136.51	13.03%	125,660.96	11.22%
存货	543,724.42	45.68%	530,980.07	47.43%
<b>流动资产合计</b>	<b>751,123.54</b>	<b>63.10%</b>	<b>671,026.50</b>	<b>59.94%</b>
长期股权投资	86,579.51	7.27%	86,627.98	7.74%
在建工程	351,166.42	29.50%	360,465.90	32.20%
<b>非流动资产合计</b>	<b>439,201.26</b>	<b>36.90%</b>	<b>448,547.51</b>	<b>40.06%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,190,324.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,119,574.01</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

得益于往来款的大额流入及公司发行“19蜀州城投PPN001”融资2.50亿元，2019年末公司货币资金同比大幅增长512.15%，年末受限货币资金合计0.37亿元，系为关联企业崇州市崇兴投资有限责任公司借款提供质押担保。公司应收账款为应收崇州市财政局项目款，受项目推进结算及相关款项支付滞后等的影响，2019年末应收账款同比增长71.88%，计提坏账准备70.23万元。截至2019年末，公司其他应收款同比增长23.46%，占总资产的比重增至13.03%，主要为应收地方国有企业往来款，回款时间不确定，占用公司较多资金。截至2019年末，公司其他应收款前五名分别为崇州市国有资产投资经营有限责任公司、崇州市羊马新城建设投资发展有限责任公司（以下简称“羊马新城”）、崇州市蜀兴投资有限公司、四川宏业电力集团有限公司崇州分公司和四川天蜀体育文化有限公司，账款金额合计15.59亿元，占年末其他应收款余额的99.97%，年末计提坏账准备779.57万元。存货仍为公司最重要资产，系政府注入的土地资产。截至2019年末，公司共拥有50宗土地，面积合计438.52万平方米，账面价值合计54.37亿元，主要系出让、划拨的商业、住宅用地，其中出让地均未缴纳土地出让金，账面价值合计51.23亿元；已抵押土地面积合计308.12万平方米，账面价值合计38.58亿元，占土地资产账面价值的70.95%；未办理产权证的土地面积合计8.62万平方米，账面价值为1.76亿元。

公司长期股权投资为对羊马新城的投资，系用账面价值合计为6.12亿元的3宗土地使用权（崇国用（2012）第10030号、崇国用（2012）第10028号和崇国用（2012）第10032号）置换而得，公司持有其30.00%的股权，2019年末账面价值为8.66亿元。2019年公司长期股权投资权益法确认的投资损失为48.47万元。受城区市政基础设施建设项目、光华大

道大邑延伸线崇州段结算的影响，2019年末公司在建工程同比小幅下滑。截至2019年末，公司主要在建工程南部新城土地整理、崇阳棚改项目账面价值分别为4.92亿元、4.50亿元，未来能给公司带来一定收益。

截至2019年末，公司土地、工程项目、应收款项合计106.40亿元，占总资产的89.39%，其中未缴纳出让金的土地账面价值合计51.23亿元，占土地资产账面价值的94.21%；已抵押土地账面价值合计38.58亿元，占土地资产账面价值的70.95%，未办理产权证的土地账面价值为1.76亿元，加之应收政府单位及国有企业等的款项规模较大，且回款时间不确定性，占用公司较多资金，公司整体资产质量一般。

## 盈利能力

**公司项目建设业务拉动营业收入进一步增长，但综合毛利率小幅下滑，土地整理业务持续下降，需关注未来土地整理业务收入规模波动性**

公司收入来源于基础设施建设和土地整理业务，2019年公司项目建设收入同比增长28.86%，占营业收入的比重增加10.56个百分点至90.66%，拉动公司营业收入同比增长13.85%。受土地及房地产市场行情景气度波动等因素的影响，2019年公司土地整理收入同比下降46.57%，且毛利率有所波动，导致公司综合毛利率小幅下降，整体盈利水平有所减弱。2019年末公司无在整理土地项目，且受政府规划、区域土地及房地产市场行情波动等因素的影响，未来土地整理业务收入规模或存在波动性。

**表 7 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
营业收入	55,403.30	48,662.13
其他收益	10.00	0.00
营业利润	6,017.74	6,848.08
营业外收入	0.82	0.00
利润总额	6,014.46	6,848.01
综合毛利率	12.02%	15.76%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司主营业务收现情况尚可，但经营活动产生的现金流量净额表现不佳，主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金支出压力**

公司销售商品、提供劳务收到的现金源自项目代建和土地整理业务，2019年收现比为

0.95，同比略有下滑，整体收现情况尚可。2019年公司主营业务现金回笼5.29亿元，当年经营活动产生的现金表现为净流入，但规模较小。

投资活动方面，2019年公司对崇州市味江城市建设有限公司的投资取得投资收益2.00万元，使得当年投资活动产生的现金表现为净流入，但规模小。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于定向融资工具和其他筹资活动。得益于其他筹资活动融入资金12.39亿元及公司发行“19蜀州城投PPN001”融资2.50亿元，2019年公司筹资活动产生的现金净流入2.78亿元。截至2019年末，公司主要在建项目可计算部分尚需投资39.37亿元，随着项目持续推进，外部融资需求加大，同时面临较大的资金支出压力。

**表 8 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	0.95	1.00
销售商品、提供劳务收到的现金	52,853.49	48,592.52
收到的其他与经营活动有关的现金	34.47	108,785.79
经营活动现金流入小计	52,887.96	157,378.32
购买商品、接受劳务支付的现金	52,284.18	23,211.27
支付的其他与经营活动有关的现金	62.41	193,185.83
经营活动现金流出小计	52,350.94	217,301.82
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>537.02</b>	<b>-59,923.50</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>1.49</b>	<b>-1.20</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>27,794.00</b>	<b>-1,267.26</b>
现金及现金等价物净增加额	28,332.50	-61,191.96

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模较大，存在一定偿债压力

受定向融资工具筹集资金及收到地方国有企业大额往来资金的影响，2019年末公司负债总额同比增长24.78%至33.36亿元。所有者权益方面，得益于经营业绩的积累，2019年末公司所有者权益略有提升。2019年末公司产权比率小幅增至38.93%，所有者权益对负债的覆盖程度仍较好。

**表9 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年	2018年
负债总额	333,559.39	267,307.29
所有者权益	856,765.42	852,266.72

产权比率	38.93%	31.36%
------	--------	--------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司其他应付款同比增长 80.75% 至 16.58 亿元，占负债总额的比重增至 49.71%，主要为应付国有企业等的往来款。2019 年 1 月成都兴蜀投资开发有限责任公司（以下简称“兴蜀投资”）将其应收公司 1.40 亿元的债权转让给了成都益航资产管理有限公司（以下简称“益航资管”），兴蜀投资及崇州市崇中展业投资有限公司分别为此提供保证担保和抵押担保，故公司应付兴蜀投资款项转变为应付益航资管的款项，该笔款项系公司有息债务。

公司长期借款主要为项目贷款，受债务到期偿还的影响，2019 年末同比下降 83.56%，借款期限主要为 4-14 年，借款利率主要为 6.15%-7.13%。截至 2020 年 5 月末，公司存续债券余额合计为 15.50 亿元，具体如表 10 所示。

**表 10 截至 2020 年 5 月末公司应付债券情况（单位：亿元）**

债券简称	余额	到期日	票面利率	偿还方式
20 蜀州城投债 01/20 蜀州 01	7.00	2027 年 3 月 25 日	5.40%	于 2023 年 3 月开始偿还 20.00% 的本金
18 蜀州城投 MTN001	4.00	2023 年 12 月 12 日	7.80%	到期一次还本
19 蜀州城投 PPN001	2.50	2024 年 8 月 30 日	7.70%	-
15 蜀州城投债/PR 蜀城投	2.00	2022 年 5 月 26 日	6.58%	于 2018 年 5 月开始偿还 20.00% 的本金
<b>合计</b>	<b>15.50</b>	-	-	-

资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司长期应付款包括专项应付款和融资租赁款，受部分融资租赁款偿还的影响，2019 年末长期应付款同比小幅下降。2019 年末公司专项应付款为 1.58 亿元，较上年末变化不大，主要为政府单位拨入的市政基础设施项目专项资金。

**表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	165,823.89	49.71%	91,741.86	34.32%
一年内到期的非流动负债	42,600.00	12.77%	32,570.00	12.18%
<b>流动负债合计</b>	<b>222,652.42</b>	<b>66.75%</b>	<b>133,403.91</b>	<b>49.91%</b>
长期借款	7,200.00	2.16%	43,800.00	16.39%
应付债券	84,516.59	25.34%	69,470.19	25.99%
长期应付款	19,190.38	5.75%	20,633.19	7.72%
<b>非流动负债合计</b>	<b>110,906.97</b>	<b>33.25%</b>	<b>133,903.38</b>	<b>50.09%</b>
<b>负债合计</b>	<b>333,559.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>267,307.29</b>	<b>100.00%</b>



其中：有息债务	151,670.10	45.47%	150,636.52	56.35%
---------	------------	--------	------------	--------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务规模为15.17亿元，占负债总额的比重为45.47%，其中短期有息债务为4.26亿元，同比增长30.80%，占有息债务总额的比重小幅增至28.09%，存在一定偿债压力。

从偿债能力指标来看，2019年末公司资产负债率小幅增至28.02%，但整体负债水平仍较低；现金短期债务比有所提升，但仍处于较低水平，EBITDA利息保障倍数进一步下滑，有息债务/EBITDA增至25.04，公司利润对债务本息的偿还保障程度仍较弱。

**表 12 公司偿债能力指标**

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	28.02%	23.88%
现金短期债务比	0.90	0.19
EBITDA 利息保障倍数	0.56	0.77
有息债务/EBITDA	25.04	21.86

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

公司提供的国有土地使用权抵押担保仍能够有效提升本期债券的信用水平，但未按约定对上述土地资产价值进行重新评估

为提升本期债券到期本息偿付的保障程度，公司以其合法拥有的5宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保。用于抵押的土地面积合计38.58万平方米，土地规划用途主要为商住或商业用地。万隆（上海）资产评估有限公司（以下简称“万隆评估”）以2014年4月30日为评估基准日对5宗土地进行了评估，评估价值合计17.08亿元，对本期债券本金的覆盖倍率为3.42。本期债券发行成功后，公司已于2015年7月8日办妥抵押土地的抵押登记手续。

根据万隆评估于2016年3月15日出具的评估报告，以2016年2月26日为评估基准日对上述5宗土地进行评估，具体如表13所示，评估价值为18.89亿元，为本期债券未偿还本金及一年利息之和的8.86倍。根据抵押监管协议，在本期债券存续期间，公司应持续聘请具备国家认可评估资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，年度评估报告的出具时间不应迟于本期债券当年付息首日后三十个工作日，但2017年至今公司未对本期债券抵押物进行重新评估。

**表 13 本期债券用于抵押增信的土地使用权情况（单位：平方米、万元、元/平方米）**

序号	权证编号	位置	用途	性质	面积	评估价值	账面价值	单价
1	崇国用（2008）第 1494-1 号	崇州市崇阳镇三和社区 20 组	商住	出让	144,486.74	89,263.90	78,962.00	6,178
2	崇国用（2008）第 1492-1 号	崇州市崇阳镇西桥社区	商住	出让	101,891.28	62,897.49	55,642.83	6,173
3	崇国用（2013）第 15054-1-2 号	崇州市崇阳镇水陆村 2、3、4 组	商业	出让	98,491.84	25,952.60	25,509.39	2,635
4	崇国用（2005）第 12113 附 1 号	崇州市崇阳镇兴县村 7、8 组	住宅	出让	34,153.33	9,043.80	1,177.61	2,648
5	崇国用（2013）第 15068-1-2 号	崇州市崇阳镇罗墩村 7、8 组	商业	出让	6,800.88	1,786.59	1,755.99	2,627
<b>合计</b>		-	-	-	<b>385,824.07</b>	<b>188,944.38</b>	<b>163,047.82</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体而言，公司以其合法拥有的5宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，仍可有效提升本期债券的信用水平。值得注意的是，抵押资产规模较大，极端情况下能否及时变现，以及变现时的出让价格能否达到预期，存在不确定性。

## 七、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版），从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月15日），公司本部未结清信贷和已结清信贷中关注类贷款分别有2笔和1笔，涉及金额合计分别为0.20亿元和0.01亿元。根据中国农业发展银行崇州支行（以下简称“农发行崇州支行”）出具的《情况说明》，农发行崇州支行2019年对公司在其内部评级重新进行了评定，因公司净利润与往年同期相比有所下降，故将上述贷款列入了关注类贷款。截至2020年5月27日，上述借款已全部结清，无不良记录。

### （二）或有事项分析

#### 公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险

截至2019年末，公司对外担保金额合计53.59亿元，占当年末净资产的比重为62.55%，被担保方均为崇州市国有企业。公司对外担保金额较大，担保期限较长且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表 14 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
崇州市兴旅游景区管理有限公司	150,000.00	2024 年 6 月 3 日	否
成都市蜀州兴字城市建设有限责任公司	79,000.00	2030 年 12 月 8 日	否
崇州市兴旅游景区管理有限公司	40,000.00	主债务履行期届满之日起三年	否
崇州市国有资产投资经营有限责任公司	32,996.66	2023 年 4 月 26 日	否
崇州市国有资产投资经营有限责任公司	30,000.00	承租人最后一笔债务履行期届满之日起两年	否
成都市蜀州兴字城市建设有限责任公司	30,000.00	2022 年 5 月 27 日	否
成都兴蜀投资开发有限责任公司	28,000.00	2020 年 4 月 18 日*	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	24,000.00	主债权清偿期届满之日起两年	否
崇州市羊马新城建设投资发展有限责任公司	23,900.00	自主合同项下债务履行期届满之日起二年	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	20,000.00	2025 年 12 月 17 日	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	19,000.00	2020 年 12 月 12 日*	否
崇州市兴旅游景区管理有限公司	11,109.45	2023 年 1 月 11 日	否
崇州市兴旅游景区管理有限公司	10,000.00	2023 年 1 月 18 日	否
崇州市鼎兴实业有限公司	10,000.00	2026 年 3 月 1 日	否
崇州市鼎兴实业有限公司	8,400.00	2021 年 11 月 21 日	否
崇州市鼎兴实业有限公司	8,400.00	2024 年 9 月 18 日	否
崇州市鼎兴实业有限公司	5,000.00	2022 年 10 月 31 日	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	3,589.00	2021 年 9 月 16 日*	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	2,500.00	每笔借款到期日之次日起两年	否
<b>合计</b>	<b>535,895.11</b>	-	-

注：上表中“\*”的时间为借款到期日；2）2019 年公司作为崇州市兴旅游景区管理有限公司 2019 年非公开发行公司债券（第一期）（以下简称“19 兴旅 01”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，19 兴旅 01 发行总额为 15.00 亿元，债券到期日为 2022 年 6 月 3 日。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、评级结论

2019年公司外部环境仍较好，继续为其发展提供了良好的基础，公司项目建设收入同比有所增长，且主要代建项目投资规模较大，业务可持续性较好。此外，公司国有土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。

同时中证鹏元关注到，公司资产主要由土地、工程项目、应收款项构成，其中出让地均未缴纳土地出让金，且抵押土地规模较大，部分土地无产权证，加之应收款项占用较多资金，公司整体资产质量一般。公司主要在建项目尚需投资规模较大，且有息债务规模较大，面临较大的资金支出及一定的偿债压力，以及公司对外担保金额相对较大，存在一定

的或有负债风险。此外，2017年至今公司未按照条款约定对本期债券抵押担保的国有土地使用权价值进行重新评估。

基于以上情况，经中证鹏元综合评定，本期债券信用等级维持为AA+，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	38,286.99	6,254.49	67,446.45
其他应收款	155,136.51	125,660.96	74,732.19
存货	543,724.42	530,980.07	550,532.12
流动资产	751,123.54	671,026.50	697,882.16
在建工程	351,166.42	360,465.90	330,353.52
非流动资产	439,201.26	448,547.51	421,548.93
总资产	1,190,324.80	1,119,574.01	1,119,431.09
其他应付款	165,823.89	91,741.86	120,742.22
一年内到期的非流动负债	42,600.00	32,570.00	19,398.50
流动负债	222,652.42	133,403.91	145,387.45
长期借款	7,200.00	43,800.00	73,370.00
应付债券	84,516.59	69,470.19	49,710.41
长期应付款	19,190.38	20,633.19	15,836.86
非流动负债	110,906.97	133,903.38	138,917.28
总负债	333,559.39	267,307.29	284,304.73
有息债务	151,670.10	150,636.52	142,478.91
所有者权益	856,765.42	852,266.72	835,126.36
营业收入	55,403.30	48,662.13	46,075.48
营业利润	6,017.74	6,848.08	19,301.37
营业外收入	0.82	0.00	0.00
利润总额	6,014.46	6,848.01	19,300.43
经营活动产生的现金流量净额	537.02	-59,923.50	-10,006.46
投资活动产生的现金流量净额	1.49	-1.20	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	27,794.00	-1,267.26	-11,243.25
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	12.02%	15.76%	41.82%
收现比	0.95	1.00	0.93
产权比率	38.93%	31.36%	34.04%
资产负债率	28.02%	23.88%	25.40%
现金短期债务比	0.90	0.19	3.48
EBITDA（万元）	6,057.65	6,892.54	19,341.91
EBITDA 利息保障倍数	0.56	0.77	1.49
有息债务/EBITDA	25.04	21.86	7.37

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
有息债务	一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息债务+其他应付款中有息债务

## 附录三 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、债务人主体长期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、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。