



2015年成都市蜀州城市建设投资有限责任公司公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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：





2015年成都市蜀州城市建设投资有限责任公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-06-15	2020-06-23

评级观点

- 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 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，继续为其发展提供了良好基础，项目建设业务可持续性较好，获得一定的外部支持，且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，且总债务规模较大，面临较大的资金支出及一定的偿债压力，对外担保存在较大的或有负债风险，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。

债券概况

债券简称：15 蜀州城投债/PR 蜀城投

债券剩余规模：1.00 亿元

债券到期日期：2022-05-26

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

增信方式：国有土地使用权抵押担保

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得一定的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

联系方式

项目负责人：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：邹火雄
zouhx@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	2021.3	2020	2019	2018
总资产	123.96	123.63	119.03	111.96
所有者权益	86.22	86.12	85.68	85.23
总债务	16.64	16.73	15.17	15.06
资产负债率	30.44%	30.34%	28.02%	23.88%
现金短期债务比	1.82	1.81	0.90	0.19
营业收入	1.53	4.68	5.54	4.87
其他收益	0.02	0.65	0.00	0.00
利润总额	0.13	0.64	0.60	0.68
销售毛利率	7.83%	7.83%	12.02%	15.76%
EBITDA	--	0.65	0.61	0.69
EBITDA 利息保障倍数	--	0.56	0.56	0.77
经营活动现金流净额	0.57	-1.62	0.05	-5.99
收现比	1.46	1.12	0.95	1.00

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好，继续为公司发展提供了良好基础。**2020 年崇州市传统行政区经济加快向现代功能区经济转变，聚力绿色转型，大力发展电子信息、智能家居等主导产业，推动地区生产总值增长，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，项目储备丰富，2020 年末主要代建项目投资规模较大，项目建设业务可持续性较好。
- **公司继续获得一定的外部支持。**2020 年公司获得崇州市财政局拨付的部分专项补助资金，对利润贡献较大。
- **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），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。**2020 年末公司资产主要由土地、工程项目和其他应收款构成，绝大部分出让地未缴纳出让金，土地使用权集中变现难度较大，且部分资产使用受限，整体资产质量一般。
- **公司面临较大的资金支出压力。**截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，伴随项目建设进度持续推进，资金需求较大，加之经营活动现金流表现较差，未来面临较大的资金支出压力。
- **公司总债务规模较大，存在一定偿债压力。**因债券发行募集大额资金，2020 年末公司总债务进一步增长，且规模较大，EBITDA 利息保障倍数处于较低水平，存在一定债务压力。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额合计占当年末净资产的比重为 75.79%，被担保方主要为崇州市地方国有企业，担保期限较长，且均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。
- **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。

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_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年5月发行7年期5.00亿元公司债券，募集资金计划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2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为42.38万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本均未发生变更。根据公司于2021年1月26日披露的《成都市蜀州城市建设投资有限责任公司控股股东及实际控制人发生变更的公告》，因崇州市财政局内部部门调整，2021年1月崇州市国有资产监督管理办公室、崇州市金融办公室、崇州市国有资产管理中心被合并为崇州市国有资产监督管理和金融工作局（以下简称“崇州市国资金融局”）。2021年1月，经公司股东决定，公司股东名称变更为崇州市国资金融局，已于2021年1月4日经崇州市行政审批局核准完成工商变更并备案。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均为1亿元，崇州市国资金融局持有公司100%的股权，为公司唯一股东及实际控制人。截至2020年末，公司无纳入合并财务报表范围子公司。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需

持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，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，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发〔2020〕23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得

防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

2020年崇州市坚守“西控”定力，聚力绿色转型，大力发展电子信息、智能家居等主导产业，推动地区生产总值继续增长，但增速有所回落

崇州市是四川省辖县级市，由成都市代管，全市幅员面积1,089平方公里，呈“四山一水五分田”格局，是四川省成都平原都市圈重点发展的中等城市。崇州市坚持“三步走”¹战略目标，坚守“西控”定力，聚力绿色转型，全力推进“三区一地”建设，经济发展稳步推进。2020年崇州市地区生产总值为405.85亿元，按可比价格计算，同比增长5.8%，增速居郊区新城第2位、成都市第4位。2021年一季度，崇州市实现地区生产总值100.18亿元，同比增长19.2%，总体呈现“加快恢复，稳步向好态势”。产业结构方面，崇州市坚持以构建产业生态圈创新生态链为引领，加快建立现代化产业体系，三次产业结构比由2019年的12.6：52.5：34.9调整为2020年的12.4：47.0：40.6。2020年崇州市三次产业对经济增长的贡献率分别为7.2%、73.7%和19.1%，第二产业贡献较大，且占比较高，为推动地区生产总值增长的重要动力。截至2019年末，崇州市常住人口数为66.67万人。按2019年末常住人口计算，2020年崇州市人均GDP为60,874.46元，为全国人均GDP的84.03%。

崇州市传统行政区经济加快向现代功能区经济转变，2020年全市三大产业功能区（天府优质粮油融合发展功能区、成都智能应用产业功能区、天府康养旅游功能区）承载90%以上的产业化项目、集聚70%以上高层次人才和创新载体，成功创建国家新型工业化产业示范基地（大数据）、国家全域旅游示范区。2020年崇州市工业发展持续向好，全年全市规模以上工业增加值同比增长10.5%，增幅位于郊区新城第1位，电子信息、智能家居（含绿色建材）主导产业占规模以上工业比重提升至88%。其中，电子信息产业实现产值217.1亿元，同比增长27.3%；高技术工业完成产值196.6亿元（占规模以上工业总产值的比重43.0%），同比增长24.6%。服务业方面，崇州市房地产、金融业增加值持续稳定增长，2020年上述产业增加值同比增速分别为9.0%、5.0%。崇州市聚焦绿色高端转型，索菲亚工业4.0、捷普OP2、惠富康光通讯建成投产，安居天下成功创建国家级绿色工厂，兰雨精工、更新家具成功创建省级绿色工厂。2021年一季度，崇州市规模以上工业增加值同比增长42.5%，位于成都市第1位，仍以电子信息和智能家

¹崇州“三步走”战略目标：第一步，到2020年，高标准全面建成小康社会，高标准建设“产业新城、品质崇州”；第二步，从2020年到2035年，基本实现现代化，全面建成生态宜居的现代田园城市典范；第三步，从2035年到本世纪中叶，全面实现现代化，成为可持续发展的明日之城。

居产业为主。

投资方面，崇州市固定资产投资保持较快增长，2020年为258.5亿元，同比增长13.4%。2021年一季度，崇州市实现固定资产投资54.48亿元，同比增长13.1%。细分领域看，2020年崇州市基础设施投资同比下降12.3%，公共服务投资同比增长70.8%，房地产开发投资同比增长79.1%。此外，崇州市2020年商品房销售面积136.01万平方米，同比增长17.9%；商品房销售额112.02亿元，同比增长28.52%。崇州市建筑业发展保持稳定，2020年实现建筑业增加值29.2亿元，同比增长2.3%；资质内建筑企业48家，实现利润2.68亿元，同比增长56.1%。崇州市消费需求企稳回升，2020年全市实现社会消费品零售总额113.5亿元，同比下降1.9%；2021年一季度为30.6亿元，同比增长33.0%。2020年崇州市对外贸易逆势上扬，全年实现外贸进出口总额32.65亿元，同比增长40.5%，完成进度列成都市第1位。此外，2020年末崇州市金融机构本外币各项存款余额和贷款余额均保持增长，但增速同比大幅下降。

表1 崇州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年一季度		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	100.18	19.2%	405.85	5.8%	381.1	8.6%
第一产业增加值	6.16	9.6%	50.23	4.1%	44.4	2.7%
第二产业增加值	51.25	27.4%	190.92	7.6%	178.9	8.2%
第三产业增加值	42.77	12.5%	164.7	3.3%	157.8	11%
工业增加值	--	--	161.7	8.4%	151.1	10.8%
固定资产投资	54.48	13.1%	258.5	13.4%	228	11.4%
社会消费品零售总额	30.6	33.0%	113.5	-1.9%	115.7	11.5%
进出口总额	--	--	32.65	40.5%	23.2	--
存款余额	--	--	594.4	7.7%	552.1	11.6%
贷款余额	--	--	235.1	9.6%	214.6	20.4%
人均GDP（元）		--		60,874.46		57,232
人均GDP/全国人均GDP		--		84.03%		80.73%

注：1) 上表中标“-”表示数据未公开披露；2) 2020年人均GDP=地区生产总值（GDP）/2019年末崇州市常住人口数；3) 2020年固定资产投资数据源自《2020年崇州市经济运行情况》。

资料来源：2019-2020年崇州市国民经济和社会发展统计公报及2021年一季度崇州市经济运行情况，中证鹏元整理

根据《关于崇州市2020年财政预算执行情况和2021年财政预算草案的报告》，2020年崇州市全市一般公共预算收入完成28.26亿元，同比增长8.4%，其中税收收入20.42亿元，占一般公共预算收入的72.26%；获得上级补助收入23.32亿元；实现政府性基金收入34.02亿元，同比增长31.4%；同期崇州市全市一般公共预算支出完成47.57亿元，同比增长7.8%，财政自给率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为59.42%。

目前，崇州市主要国有企业有崇州市崇兴投资有限责任公司、成都兴蜀投资开发有限责任公司、公司、崇州市鼎兴实业有限公司、成都市兴旅旅游发展有限责任公司，具体如表2所示。

表2 截至 2021 年 4 月末崇州市下辖主要国有企业基本情况（单位：亿元）

企业名称	控股股东及其持股比例	净资产	营业收入	负债总额	注册资本	业务情况
崇州市崇兴投资有限责任公司	崇州市国金融局持股 100%	145.62	9.03	79.00	1.02	主要从事崇州市基建和保障房业务
成都兴蜀投资开发有限责任公司	崇州市国金融局持股 100%	142.14	9.79	101.83	1.00	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
成都市蜀州城市建设投资有限责任公司	崇州市国金融局持股 100%	86.12	4.68	37.51	1.00	主要从事崇州市基础设施建设业务
崇州市鼎兴实业有限公司	崇州市国金融局持股 100%	73.34	9.29	52.72	1.00	主要负责崇州市内重要基础设施项目的投资、建设
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	崇州市国金融局持股 100%	54.64	3.32	49.10	1.00	主要负责崇州市景区基础设施和旅游服务设施建设、景区管理维护等

注：以上各财务指标均为 2020 年数据。

资料来源：DM、Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2019年末公司存量土地整理项目已全部结转完毕，后续不再新增土地整理业务，此后，公司主要从事崇州市范围内基础设施建设业务。2020年公司无土地整理收入，全年实现项目建设收入较上年下降 6.77%，导致当年营业收入及销售毛利率较上年均有所下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年 1-3 月		2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
项目建设收入	1.53	7.83%	4.68	7.83%	5.02	7.83%
土地整理收入	0.00	--	0.00	--	0.52	52.72%
合计	1.53	7.83%	4.68	7.83%	5.54	12.02%

资料来源：公司提供

2020年公司项目建设收入小幅下降，毛利率稳定，仍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。

2020年公司项目建设收入同比小幅下降，毛利率稳定在7.83%，为当年营业收入的唯一来源。

表4 公司项目建设收入成本情况（单位：亿元）

时间	项目名称	投资成本	项目建设收入
2020年	城区基础设施（滨江东路项目及其他配套项目）	2.91	3.15
	城区市政基础设施建设项目（凤栖路东段及风貌项目）	1.40	1.52
	合计	4.31	4.68
2019年	光华大道大邑延伸线崇州段	2.28	2.47
	崇州市城区市政基础设施建设项目	2.35	2.55
	合计	4.63	5.02

注：2020年各项目收入之和与合计数存在略微的差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司主要在建项目计划总投资71.32亿元，已投资42.93亿元，至少尚需投资32.11亿元，未来面临较大的资金支出压力。其中，代建项目计划总投资33.67亿元，已投资待结算金额为17.23亿元，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2020年末已投资4.87亿元，占预计总投资的比重仅为24.36%，或影响该项目预期收益的实现。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”）、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，其中永安安置房项目也为“20蜀州城投债02/20蜀州02”募投项目。截至2020年末，“20蜀州城投债01/20蜀州01”和“20蜀州城投债02/20蜀州02”募投项目计划总投资合计14.05亿元，已投资合计12.04亿元，待项目建成后预计可产生销售收入15.45亿元。

表5 截至2020年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计总投资	尚需投资	模式
崇州市崇阳棚户区改造项目	19.99	4.87	15.12	自营
崇州市崇阳镇永安安置房建设项目	7.47	5.11	2.36	自营
城区市政基础设施建设项目	7.44	3.75	3.69	代建
滨水新城及南河路片区	3.94	2.14	1.79	代建

崇州市城乡环卫一体化 PPP 项目*	3.62	1.13	2.49	PPP
崇州崇阳镇石羊二期安置房建设项目	3.40	3.51	--	自营
南部新城土地整理	3.39	5.16	--	代建
城乡一体化基础设施项目-女鞋之都	3.28	3.18	0.10	代建
崇州崇阳镇同心二期安置房建设项目	3.17	3.42	--	自营
农村基础设施建设	2.96	1.55	1.42	代建
西街宫保里棚户区改造项目	2.82	0.34	2.48	代建
崇州市城区向荣街片区基础建设	2.40	1.14	1.26	代建
城区基础设施	1.86	3.45	--	代建
崇州市中医医院迁建项目（含一二期）	1.73	1.09	0.64	代建
滨水新城土地整理项目	1.52	1.42	0.10	代建
第二快速通道	1.45	1.38	0.07	代建
风貌整治	0.88	0.29	0.59	代建
合计	71.32	42.93	32.11	--

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）上表中部分项目已投资超过预计总投资；3）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

2020 年公司继续获得一定的外部支持

作为崇州市重要的基础设施建设主体，公司继续获得外部的一定支持。2020 年公司获得崇州市财政局专项补助资金 0.65 亿元，占同期利润总额的 100.85%，对利润贡献较大。

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 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

2020 年末公司资产总额小幅增长，主要由土地、工程项目和其他应收款构成，绝大部分出让地未缴纳土地出让金，且部分资产使用受限，整体资产质量一般

得益于外部融资增加及经营业绩积累等，2020 年末公司资产总额同比小幅增长，仍以流动资产为主。伴随债务到期偿还及项目建设持续投入资金等，2020 年末公司货币资金同比下降 45.13%，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。2020 年末公司其他应收款有所下降，主要为应收国有企业往来款。

存货仍为公司最重要资产，系政府注入的土地资产。截至 2020 年末，公司共拥有 51 宗土地，面积合

计444.02万平方米，账面价值合计55.45亿元，主要系出让、划拨的商业、住宅用地，其中绝大部分出让地未缴纳土地出让金，账面价值合计51.23亿元；已抵押土地面积合计184.79万平方米，账面价值合计20.62亿元，占土地资产账面价值的37.18%；未办理产权证的土地面积合计14.12万平方米，账面价值为2.83亿元。

2020年末长期股权投资仍为对崇州市羊马新城建设投资发展有限责任公司的投资，公司持有其30%的股权，2020年长期股权投资权益法确认的投资损失573.05万元。随着石羊二期安置房项目等不断投入资金，2020年末公司在建工程同比增长20.88%。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.11	1.70%	2.10	1.70%	3.83	3.22%
应收账款	0.49	0.39%	1.10	0.89%	1.40	1.17%
其他应收款	13.86	11.18%	13.80	11.16%	15.51	13.03%
存货	55.45	44.73%	55.45	44.85%	54.37	45.68%
流动资产合计	71.90	58.01%	72.44	58.60%	75.11	63.10%
长期股权投资	8.60	6.94%	8.60	6.96%	8.66	7.27%
在建工程	43.32	34.94%	42.45	34.34%	35.12	29.50%
非流动资产合计	52.05	41.99%	51.19	41.40%	43.92	36.90%
资产总计	123.96	100.00%	123.63	100.00%	119.03	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入有所下降，主要在建项目投资规模较大，项目建设业务可持续性较好

2020年公司收入全部来源于基础设施建设业务，因当年项目结算金额减少，且无土地整理收入，导致营业收入同比下降15.59%，销售毛利率也有所下降。截至2020年末，公司主要代建项目已投资待结算金额合计17.23亿元，项目建设业务可持续性较好。公司销售商品、提供劳务收到的现金主要源自项目代建业务，2020年收现比同比略有提升，整体收现情况有所好转。2020年公司获得崇州市财政局专项补助资金0.65亿元，占同期利润总额的100.85%，对利润贡献较大。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年1-3月	2020年	2019年
营业收入	1.53	4.68	5.54
收现比	1.46	1.12	0.95
营业利润	0.13	0.74	0.60
其他收益	0.02	0.65	0.00
利润总额	0.13	0.64	0.60

销售毛利率	7.83%	7.83%	12.02%
-------	-------	-------	--------

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，存在一定偿债压力

因债券发行募集大额资金，2020年末公司负债总额同比有所增长。所有者权益方面，2020年末公司所有者权益略有提升。综上，2020年末公司产权比率有所提升，但仍较小，所有者权益对负债的覆盖程度仍较好。

图 1 公司资本结构

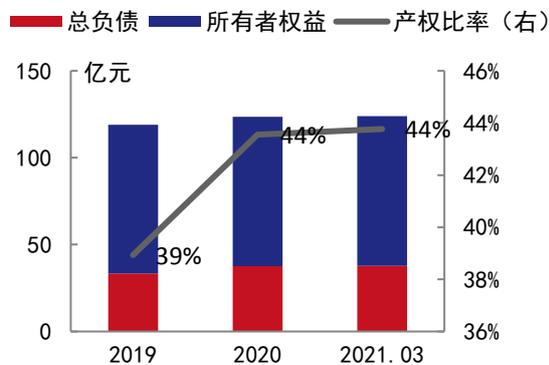
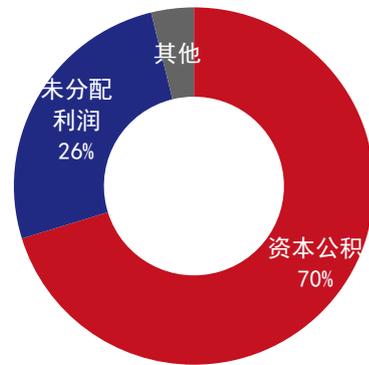


图 2 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司其他应付款持续增长，主要为应付国有企业往来款。公司长期借款主要为项目贷款，受债务到期偿还的影响，2020年末同比下降27.78%，借款到期日为2023年8月底，借款利率为6.75%。截至2021年5月末，公司存续债券余额合计为15亿元，具体如表8所示。

表8 截至 2021 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%的本金
20 蜀州城投债 02/20 蜀州 03	3.30	2027 年 8 月 13 日	6.40%	于 2023 年 8 月开始偿还 20%的本金
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	1.00	2022 年 5 月 26 日	6.58%	2022 年 5 月 26 日偿还剩余本息
18 蜀州城投 MTN001	1.20	2023 年 12 月 12 日	7.80%	到期一次还本
合计	1500	--	--	--

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年末公司长期应付款余额较小，较上年末下降90.60%，系融资租赁款偿还所致。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
----	------------	--------	--------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	19.03	50.43%	18.85	50.26%	16.58	49.71%
一年内到期的非流动负债	1.16	3.07%	1.16	3.09%	4.26	12.77%
流动负债合计	22.25	58.97%	21.94	58.50%	22.27	66.75%
长期借款	0.52	1.38%	0.52	1.39%	0.72	2.16%
应付债券	14.87	39.39%	14.87	39.64%	8.45	25.34%
长期应付款	0.10	0.26%	0.18	0.48%	1.92	5.75%
非流动负债合计	15.48	41.03%	15.57	41.50%	11.09	33.25%
负债合计	37.74	100.00%	37.51	100.00%	33.36	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务为16.73亿元，同比增长10.28%，占总负债的比重为44.60%，主要为长期债务，存在一定偿债压力。

图 3 公司债务占负债比重

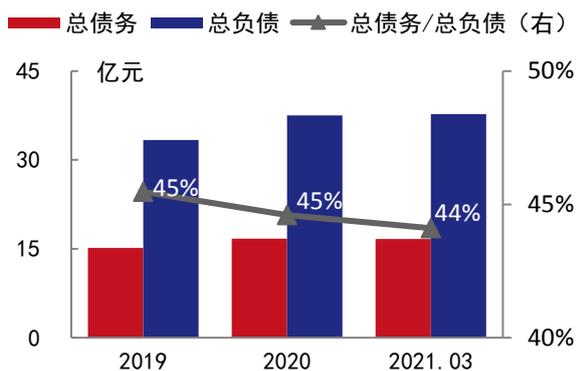
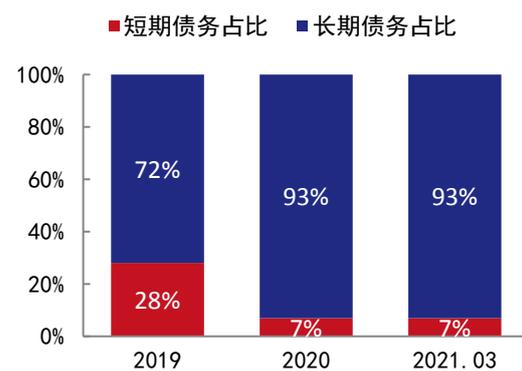


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率小幅提升，但仍处于较低水平；现金短期债务比大幅提升，短期偿债能力大幅提升；2020年EBITDA利息保障倍数与上年持平，仍处于较低水平，公司利润对债务利息的偿还保障程度仍较弱。

表10 公司偿债能力指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	30.44%	30.34%	28.02%
现金短期债务比	1.82	1.81	0.90
EBITDA 利息保障倍数	--	0.56	0.56

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月12日），公司本部已结清信贷中的长期借款存在3笔关注类贷款，涉及金额合计0.30亿元。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。公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司对外担保金额较大，存在较大的或有负债风险

截至2020年末，公司对外担保余额合计65.27亿元，占当年末净资产的比重为75.79%，被担保方主要为崇州市国有企业。公司对外担保金额较大，担保期限较长，且均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表11 截至2020年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	到期日	是否有反担保
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	150,000.00	2022/6/3	否
成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司	76,000.00	2028/12/12	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	45,000.00	2022/6/4	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	32,000.00	2023/11/30	否
成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司	30,000.00	2023/12/25	否
成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司	29,000.00	2028/3/31	否
成都兴蜀投资开发有限责任公司	26,000.00	2022/6/4	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	24,120.00	2021/8/6	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	21,000.00	2024/8/1	否
成都蜀景天建设投资有限公司	20,000.00	2021/9/16	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	20,000.00	2023/12/13	否
成都兴蜀投资开发有限责任公司	20,000.00	2021/4/21	否
成都市蜀州兴宇城市建设有限责任公司	19,900.00	2023/5/29	否
崇州市羊马新城建设投资发展有限责任公司	15,900.00	2021/7/29	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	15,000.00	2022/12/17	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	11,620.00	2021/9/12	否
成都兴蜀投资开发有限责任公司	10,000.00	2023/3/10	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	10,000.00	2021/6/1	否
崇州市国有资产投资经营有限责任公司	9,000.00	2022/4/27	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	7,000.00	2021/9/27	否
崇州市鼎兴实业有限公司	6,500.00	2024/2/13	否

成都市兴旅旅游发展有限责任公司	5,950.21	2023/4/10	否
成都惠康投资发展有限责任公司	5,000.00	2021/3/22	否
崇州市鼎兴实业有限公司	5,000.00	2021/12/24	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	5,000.00	2023/12/13	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	3,589.00	2021/9/17	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	3,080.67	2023/5/31	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	3,080.67	2023/5/31	否
崇州市鼎兴实业有限公司	3,000.00	2022/9/12	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	2,596.00	2021/9/17	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	2,500.00	2021/8/8	否
崇州市鼎兴实业有限公司	2,000.00	2021/5/14	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	1,735.06	2021/1/23	否
成都市兴旅旅游发展有限责任公司	1,728.60	2021/1/11	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	1,266.00	2021/8/23	否
崇州市鼎兴实业有限公司	1,150.00	2022/8/31	否
崇州市鼎兴实业有限公司	1,150.00	2022/8/31	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	1,000.00	2022/6/20	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	1,000.00	2022/6/20	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	1,000.00	2022/6/20	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	1,000.00	2021/10/30	否
崇州市蜀城房屋拆迁有限公司	1,000.00	2021/9/29	否
崇州市崇兴投资有限责任公司	1,000.00	2023/12/13	否
成都兴蜀投资开发有限责任公司	876.11	2021/1/26	否
合计	652,742.32	--	--

注：2019 年公司作为崇州市兴旅景区管理有限公司 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 亿元，债券到期日为 2022 年 6 月 3 日。

资料来源：公司提供

八、本期债券偿还保障分析

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，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12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17.72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12 本期债券用于抵押增信的土地使用权情况（单位：万平方米、亿元）

权证编号	位置	用途	性质	面积	评估价值	账面价值
崇国用（2008）第 1494-1 号	崇州市崇阳镇三和社区 20 组	商住	出让	14.45	8.93	7.90
崇国用（2008）第 1492-1 号	崇州市崇阳镇西桥社区	商住	出让	10.19	6.29	5.56
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	9.85	2.60	2.55
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	3.42	0.90	0.12
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	0.68	0.18	0.18
合计	--	--	--	38.58	18.89	16.30

注：上表中合计数与各数之和存在略微的差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

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。

九、结论

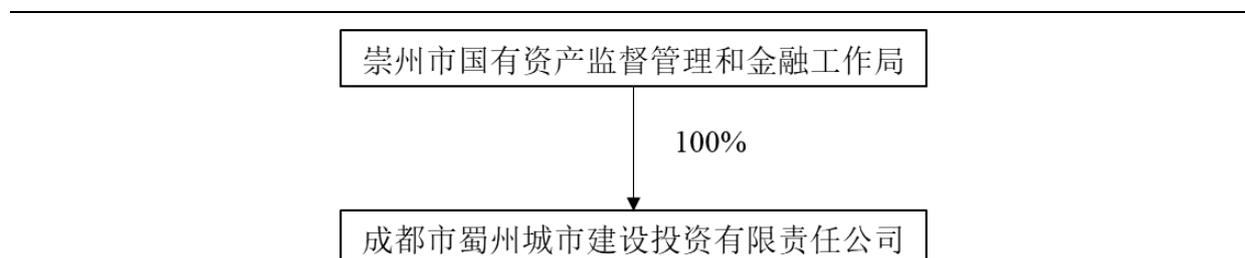
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	2.11	2.10	3.83	0.63
其他应收款	13.86	13.80	15.51	12.57
存货	55.45	55.45	54.37	53.10
流动资产合计	71.90	72.44	75.11	67.10
在建工程	43.32	42.45	35.12	36.05
非流动资产合计	52.05	51.19	43.92	44.85
资产总计	123.96	123.63	119.03	111.96
其他应付款	19.03	18.85	16.58	9.17
一年内到期的非流动负债	1.16	1.16	4.26	3.26
流动负债合计	22.25	21.94	22.27	13.34
长期借款	0.52	0.52	0.72	4.38
应付债券	14.87	14.87	8.45	6.95
长期应付款	0.10	0.18	1.92	2.06
非流动负债合计	15.48	15.57	11.09	13.39
负债合计	37.74	37.51	33.36	26.73
总债务	16.64	16.73	15.17	15.06
所有者权益	86.22	86.12	85.68	85.23
营业收入	1.53	4.68	5.54	4.87
营业利润	0.13	0.74	0.60	0.68
其他收益	0.02	0.65	0.00	0.00
利润总额	0.13	0.64	0.60	0.68
经营活动产生的现金流量净额	0.57	-1.62	0.05	-5.99
投资活动产生的现金流量净额	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	-0.56	-0.11	2.78	-0.13
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	7.83%	7.83%	12.02%	15.76%
收现比	1.46	1.12	0.95	1.00
资产负债率	30.44%	30.34%	28.02%	23.88%
现金短期债务比	1.82	1.81	0.90	0.19
EBITDA（亿元）	--	0.65	0.61	0.69
EBITDA 利息保障倍数	--	0.56	0.56	0.77

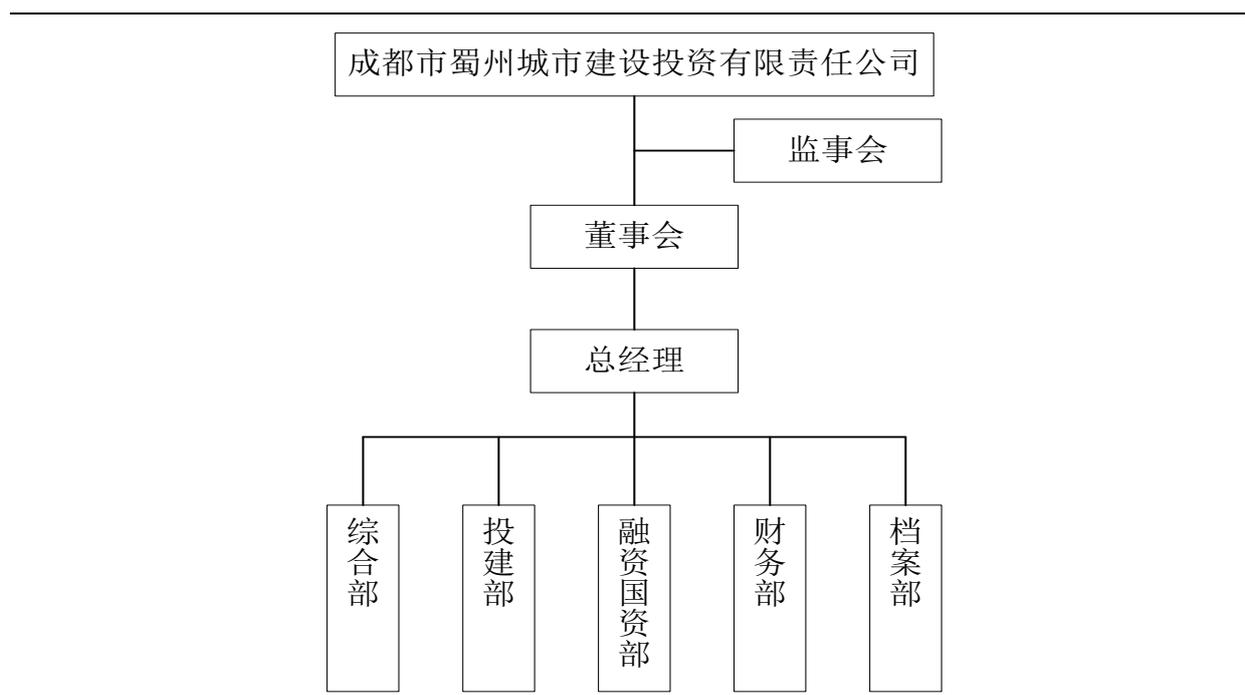
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录五 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。