

信用评级公告

联合〔2021〕5647号

联合资信评估有限公司通过对成都铸康实业有限公司及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持成都铸康实业有限公司主体长期信用等级为 AA，“20 铸康债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十九日

成都铸康实业有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
担保方	AAA	稳定	AAA	稳定
20 铸康债	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 铸康债	5.00 亿元	5.00 亿元	2027/11/13

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2021 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果		AA	
	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2		
			行业风险	3		
		自身竞争力	基础素质	2		
			企业管理	2		
			经营分析	3		
财务风险	F3	现金流	资产质量	4		
			盈利能力	3		
			现金流量	5		
		资本结构		1		
		偿债能力		3		
调整因素和理由				调整子级		
政府支持				1		

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

成都铸康实业有限公司（以下简称“公司”）是成都市温江区主要的基础设施建设及资产管理主体之一，同时也承接部分保障性住房和其他政府指定基建项目，公司获得政府一定的支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资金占用明显、短期偿债压力大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

“20铸康债”由天府信用增进股份有限公司（以下简称“天府增进”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评定，天府增进主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。天府增进的担保实力极强，显著提升了“20铸康债”偿付的安全性。此外，“20铸康债”设有分期偿还本金的条款，有效降低了公司的集中偿付压力。

未来，公司在继续推进基础设施建设和资产管理业务的同时，积极拓展安置房销售业务，公司有望保持稳健经营。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“20铸康债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 外部发展环境良好。跟踪期内，温江区经济稳步发展，财政实力有所增强。2020 年，温江区实现地区生产总值 623.84 亿元，同比增长 5.1%；一般公共预算收入完成 46.20 亿元，同比增长 2.43%。

分析师：张 斌 吕泽峰

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

2. **外部增信提升了债券偿付的安全性。**天府增进为“20铸康债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了债券偿付的安全性。

关注

- 1、**资金占用明显。**跟踪期内，公司收入回款质量较差，2020年现金收入比47.17%，公司资产中应收类款项和存货占总资产的78.27%，对公司资金形成明显占用。
- 2、**短期偿债压力大。**截至2020年底，公司短期债务13.96亿元，现金短期债务比0.30倍，短期偿债压力大。
- 3、**募投项目预期收益存在一定不确定性。**“20铸康债”募投项目收益来自房产和车位的出售出租，其收益可能受到区域经济和政策环境影响，存在一定不确定性。

主要财务数据：

项目	2018年	2019年	2020年
现金类资产（亿元）	2.36	2.98	4.16
资产总额（亿元）	129.64	183.51	192.21
所有者权益（亿元）	72.40	121.11	122.25
短期债务（亿元）	13.17	12.25	13.96
长期债务（亿元）	41.41	43.45	47.69
全部债务（亿元）	54.57	55.70	61.65
营业收入（亿元）	6.80	7.30	9.25
利润总额（亿元）	1.53	1.67	1.52
EBITDA（亿元）	4.91	5.71	5.70
经营性净现金流（亿元）	1.07	-2.29	-0.84
营业利润率（%）	20.63	22.34	20.36
净资产收益率（%）	1.59	1.03	0.93
资产负债率（%）	46.21	34.00	36.39
全部债务资本化比率（%）	42.98	31.50	33.52
流动比率（%）	498.75	748.42	694.50
经营现金流负债比（%）	5.79	-12.08	-3.77
现金短期债务比（倍）	0.18	0.24	0.30
EBITDA利息倍数（倍）	4.73	1.70	1.54
全部债务/EBITDA（倍）	11.12	9.75	10.82

注：公司无下属子公司；已将长期应付款和其他非流动负债付息项计入长期债务核算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 铸康债	AAA	AA	稳定	2020/12/25	迟腾飞 章进	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
20 铸康债	AAA	AA	稳定	2019/12/31	薛琳霞 李文强	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由成都铸康实业有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

成都铸康实业有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于成都铸康实业有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构发生变更。2020年3月12日，根据温国资发（2019）78号文件，公司股东由成都市温江区国资金融工作办公室变更为成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司（以下简称“兴蓉西集团”），成都市温江区国有资产监督管理局（以下简称“温江区国资局”）持有兴蓉西集团100%股权，公司实际控制人变更为温江区国资局；公司注册资本和实收资本均未发生变化，截至2020年底仍均为3.00亿元。

跟踪期内，公司业务仍以基础设施建设、安置房建设及资产管理为主。

截至2020年底，公司资产总额192.21亿元，所有者权益122.25亿元；2020年，公司实现营业收入9.25亿元，利润总额1.52亿元。

公司注册地址：成都市温江区光华大道三段1868号德昆新天地二号楼20楼；法定代表人：徐晓蓉。

三、存续债券及其募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券为“20铸康债”，债券余额5.00亿元，起息日为2020年11月13日，期限为7年，票面利率为5.60%。

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	到期兑付日	期限
20铸康债	5.00	5.00	2020/11/13	2027/11/13	7年
合计	5.00	5.00	--	--	--

注：上表债券设有提前偿还条款，下一行权日为2023/11/13

资料来源：联合资信整理

“20铸康债”募集资金5.00亿元，其中3.00亿元计划用于新庄一期新居工程，2.00亿元用于补充营运资金。新庄一期新居工程为安置房项目，项目建成后将以低于市场商品房的价格定向销售给永宁街道片区拆迁安置户，项目收入主要来源于住宅和停车位的销售和出租。截至本报告出具日，募集资金已按计划使用完毕，募投项目已基本完工。“20铸康债”按年付息，分期还本，在债券存续期的第3~7年末每年分期还本20%。跟踪期内，“20铸康债”尚未到付息日。

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观经济运行

新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业

恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，

疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年

同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进

度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策环境

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**

随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济

1. 基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据2014年《43号文》，财政部发布《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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局

常务会议指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。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和公共服务能力等。2020 年 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》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20% 的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，

缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3 2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对

失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，温江区经济持续增长，产业结构进一步优化，财政实力增强，公司外部发展环境良好。

根据《2020年成都市温江区国民经济和社会发展统计公报》，2020年，温江区实现地区生产总值623.84亿元，按可比价格计算，较上年增长5.1%。其中，第一产业增加值23.15亿元，增长4.3%；第二产业增加值233.28亿元，增长7.4%；第三产业增加值367.41亿元，增

长3.1%。三次产业结构为3.7:37.4:58.9。三次产业对经济增长的贡献率分别为2.9%、66.5%和30.6%。温江区全年全社会固定资产投资比上年同口径（下同）增长8.3%。分产业看，第一产业投资增长0.6%，占全部总投资比重2.5%；第二产业投资增长7.9%，占全部总投资比重32.6%；第三产业投资增长8.9%，占全部总投资比重64.9%。

根据《成都市温江区2020年财政预算执行情况报告和2021年财政预算草案的报告》，2020年，温江区一般公共预算收入46.20亿元，较上年增长2.43%，其中税收收入37.03亿元，较上年增长3.29%，占比为80.15%。温江区政府基金性收入73.65亿元，较上年增长47.24%。2020年，温江区一般公共预算支出71.44亿元，较上年增长25.89%，财政自给率64.67%。

六、基础素质分析

公司仍为温江区主要的基础设施建设及资产管理主体之一。温江区各基建主体有所侧重，但业务范围存在一定交叉。

2020年3月，成都温江区国投兴城投资有限公司和成都新城西城市投资经营中心股权划转到兴蓉西集团后，兴蓉西集团成为温江区市政基础设施建设投资及安置房业务板块最主要的投融资主体。温江工业园区建设投资板块主要由成都九联投资有限公司（以下简称“九联投资”）及其子公司成都海科投资有限责任公司负责。交通建设投资板块主要由成都锦城光华投资集团有限公司、九联投资子公司成都光华资产管理有限公司（以下简称“光华资产”）和公司负责；农业建设投资板块主要由成都隆博投资有限责任公司负责；公司主要负责温江区内交通类基础设施建设，2019年温江区国资局向公司注入价值47.17亿元的6个主体工程已完工的安置房项目后，公司同时负责

部分保障性住房和其他政府指定基建项目。

表 4 截至 2020 年底温江区主要基建主体情况 (单位: 亿元)

公司名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	全部债务	业务区域	业务内容
九联投资	温江区国资局	643.46	313.46	20.65	178.06	温江区成都医学城	成都医学城内开发建设
兴蓉西集团	温江区国资局	665.92	384.74	28.26	204.53	温江区市区	温江区内基础设施建设、砂石及混凝土销售、基础设施租赁和资产管理业务
成都温江国投兴城投资有限公司	兴蓉西集团	299.93	154.98	15.29	100.89	温江区市区	温江区市政道路、安置房、管网及市政基础设施等项目的投资建设
成都隆博投资有限责任公司	温江区国资局	508.26	376.63	12.33	90.08	温江区北部区域	农业建设投资板块
光华资产	九联投资	147.43	87.19	2.97	16.54	温江区市区	温江区的道路和安置房建设工作
公司	兴蓉西集团	192.21	122.25	9.25	61.65	温江区市区	温江区内交通类基础设施建设及部分保障性住房和其他政府指定基建项目

注: 金态合由于无公开数据披露故未列示

资料来源: 联合资信整理

根据中国人民银行企业信用信息报告(自主查询版)(中征码: 5101230000186426), 截至 2021 年 6 月 16 日, 公司本部无关注及不良类信贷记录, 过往信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内, 公司根据最新的股权结构对章程进行了修订, 兴蓉西集团持有公司 100% 股权, 为公司唯一股东。同时, 公司股东同意徐晓蓉辞去董事长职务, 并重新委派张锦为董事长。

张锦先生, 1973 年 12 月生, 硕士学历; 历任成都市温江区政府办公室主任科员、温江区人民政府办公室综合科科长、温江区城市管理局副局长和成都市市容环卫局党组书记、局长; 现任公司董事长。

跟踪期内, 公司管理架构发生变动, 变动后公司内设党建监察部、综合管理部、财务融资部、风控审计部、合约招标部、成本控制部、工程技术部、工程一部、工程二部共 9 个职能部门。

除上述事项外, 跟踪期内公司管理制度未

发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内, 受益于安置房销售收入增长, 公司营业收入规模有所增长, 综合毛利率略有下降。

2020 年, 公司营业收入同比增长 26.70%, 主要系安置房销售收入增长所致。其中, 公司委托代建收入同比增长 16.42%, 主要系 2020 年度项目结算进度增长所致; 公司安置房销售收入同比增加 1.71 亿元, 系公司交房较多所致; 公司依托政府注入资产实现资产管理收入, 同比增长 3.69%; 2019 年底公司负责劳务派遣业务管理的子公司成都恒信人力资源管理有限责任公司已划转出公司合并范围, 2020 年无劳务派遣业务收入。

从毛利率看, 2020 年, 公司综合毛利率同比下降 1.96 个百分点。2020 年, 公司项目委托代建、安置房销售和资产管理业务毛利率保持相对稳定。

表 5 公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目委托代建	0.67	9.17	12.71	0.78	8.44	12.71
安置房销售	1.14	15.57	12.04	2.85	30.77	12.50
资产管理	5.42	74.17	25.40	5.62	60.79	25.79
劳务派遣	0.08	1.09	61.55	--	--	--
合计	7.30	100.00	22.55	9.25	100.00	20.59

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

委托代建

跟踪期内，公司委托代建业务收入有所增长；公司在建、拟建基础设施项目投资规模较大，且收入回款质量差，公司未来存在一定投资支出压力。

公司与金态合等国有公司³就温江区内部分基础设施签署框架性的代建协议，约定项目款按项目支出金额（含前期费用、工程价款、拆迁支出、利息资本化金额、项目管理费等）*1.18 确定。公司需负责项目前期的拆迁工作，拆迁费用由公司承担。公司于工程交付使用后向温江区财政局提交结算申请，委托方于收到

结算申请后分期支付至公司。此外，金态合和光华资产就相关基建项目与公司签订协议，并以其自有资金对项目进行回购。2020 年，公司实现委托代建收入 0.78 亿元，较 2019 年有所增长。截至 2020 年底，温江区财政局累计有 6.02 亿元委托代建项目未回款；公司委托代建项目收入回款质量差。

截至 2020 年底，公司主要在建的委托代建项目总投资为 7.41 亿元，已完成投资 3.69 亿元；公司主要拟建项目计划总投资 11.04 亿元，公司在建、拟建基础设施项目投资规模较大，且收入回款质量差，公司未来存在一定投资支出压力。

表 6 2020 年底公司在建和拟建的委托代建项目投资情况（单位：万元）

在建项目			
项目名称	项目模式	总投资	截至 2020 年底累计投资额
前海人寿妇儿医疗综合体市政配套保障项目	代建	16600.00	9494.74
江安路学校	代建	22500.00	9320.51
花都大道小学	代建	16327.00	7268.00
涌泉花土小学	代建	11700.00	6517.67
全区“有路无灯”集中整治项目	代建	7000.00	4249.41
合计	--	74127.00	36850.33
拟建项目			
项目名称	项目模式	总投资	2021 年计划投资额
数智科创中心	代建	28000.00	16800.00
全区路灯改造项目一期	代建	5400.00	2700.00
新能源充电站项目	代建	2000.00	1000.00
凤凰 S·PARK 项目	代建	60000.00	25000.00
新华加油加气站	代建	15024.00	7512.00
合计	--	110424.00	53012.00

注：以上项目的总投资额为概算总投资额，与实际投资额有偏差；此外，公司部分项目已完工但尚未竣工决算，因此列入上表
资料来源：公司提供

³ 公司 2020 年前与财政局签署框架性代建协议，2020 年后与金态合等国有公司签署

安置房销售业务

跟踪期内，公司安置房销售业务同比大幅增长，公司安置房项目分为自建及温江区国资局注入两种形式，其中温江区国资局注入的安置房项目已签订物业销售合同，预计销售总收入规模较大，但目前回款质量较差。

公司持有的安置房项目分为公司自建及温江区国资局注入两种形式。其中公司自建的安置房项目主要为“20 铸康债”的募投项目新庄一期新居工程，项目总投资 5.41 亿元，截至本报告出具日，募投项目已基本完工，计划通过定向销售给永宁街道片区拆迁户和地下停车位出租的方式实现资金平衡，预计销售总收入 6.42 亿元（不含地下停车位出租收入）。

2019 年，温江区国资局向公司注入 6 个主体工程已完工的安置房项目，分别是定和苑、慧明佳苑、万春佳苑、盛锦水沐、柳城新

居和学府新城，合计账面价值 47.47 亿元，计入“存货”科目，后续投资主要涉及项目周边配套绿化和扫尾工程，支出压力不大。公司与金态合公司签署了安置房物业销售合同，再由金态合公司统筹，对个体安置房进行安置，销售合同约定了安置房物业基本情况、计价方式与价款、结算方式及期限等，上述 6 个安置房项目预计可实现销售总收入 52.70 亿元，预计于 2022 年之前完成销售。

2020 年，公司主要在建安置房项目总投资 53.06 亿元，已完成投资 51.88 亿元（含温江区国资局直接注入的 47.47 亿元）。公司主要安置房项目预计销售总收入为 59.12 亿元，截至 2020 年底，公司当年确认安置房项目收入 2.85 亿元，均为 2019 年及 2020 年确认的学府新城安置房项目销售收入。截至 2020 年底，公司安置房销售业务收到销售回款 0.60 亿元，回款质量较差。

表 7 2020 年底公司主要在建安置房项目投资情况（单位：万元）

项目名称	总投资	累计投资额	预计销售总收入	2020 年底当年已确认收入
新庄一期新居工程	54062.65	44104.85	64208.66	-
定和苑	126000.00	125657.16	138229.08	-
慧明佳苑	143500.00	143796.36	158171.81	-
万春佳苑	33000.00	32983.40	36282.85	-
盛锦水沐	61000.00	60487.67	66536.20	-
柳城新居	62000.00	61745.34	67919.61	-
学府新城	51000.00	50013.03	59850.00	28466.41
合计	530562.65	518787.80	591198.21	28466.41

注：新庄一期新居工程预计销售总收入为可研报告预测值，且不含地下停车位出租收入，其余安置房项目预计销售总收入均为按照已签订好的销售合同计算的项目总销售额

资产管理

公司与温江区交通局、教育局、建设局及金态合针对公司 8 个资产管理项目签订租赁或政府购买服务协议，业务持续性较好，但收入回款质量差。

公司资产管理业务所对应的资产主要由温江区国资局陆续向公司注入道路桥梁、学校等资产以及公司向光华资产购买的已完工的成都海峡两岸科技产业开发园第三期基础设施和成温邛快速路（温江段）项目构成，上述资产均反映在公司“固定资产”科目。公司

资产管理业务所涉及资产均已由温江区教育局、建设局及金态合与公司签订租赁或政府购买服务协议，约定各期服务或租赁的价格和期限（出租期限为 10~20 年不等）政府购买服务协议形式辖，温江区教育局等单位作为服务购买方，向公司购买相应的基础设施维护与管理服务，并每年向公司支付相应的政府购买服务资金；租赁协议模式下，公司将自有的基础设施出租给温江区教育局和金态合等，并每年收取相应的租金。截至 2020 年底，公司已签署合同的项目共 8 个，累计合同总

价款 79.96 亿元，全部为租赁业务模式。2020 年，公司确认资产管理收入 5.62 亿元，截至 2020 年末，公司资产管理业务累计确认收入 23.43 亿元，回款 2.16 亿元，公司尚有 21.27 亿元资产管理/租赁费未收到，收入回款质量差。

3. 未来发展

公司未来将深入推进改革转型，继续以资产管理和基础设施建设为业务核心，大力拓展安置房建设及销售业务，并将尝试布局可实现自身资金平衡的自营项目，实现公司业务多元化、市场化发展，随着公司业务的不拓展，预计公司未来资金需求较大。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度财务报表，亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2020 年底，公司无纳入合并范围子公司，财务数据的可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，流动资产以应收类款项和存货为主，对公司资金占用明显，整体资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额较上年底增长 4.74%，主要系流动资产中的应收类款项增长所致。其中，流动资产占比进一步提升，公司资产以流动资产为主。

表 8 公司主要资产构成(单位:亿元、%)

科目	2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	141.77	77.26	154.59	80.43
货币资金	2.98	1.63	4.16	2.16
应收账款	25.45	13.87	30.40	15.82
其他应收款	29.82	16.25	35.44	18.44
存货	83.50	45.50	84.59	44.01
非流动资产	41.73	22.74	37.61	19.57
投资性房地产	9.40	5.12	8.57	4.46
固定资产	31.97	17.42	28.62	14.89
资产总额	183.51	100.00	192.21	100.00

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司流动资产较上年底增长 9.04%，主要系应收类款项增长所致。公司货币资金较上年底增长 39.33%，由银行存款(3.61 亿元)和其他货币资金(0.55 亿元)构成，其中因质押的受限货币资金 0.55 亿元。公司应收账款账面价值为 30.40 亿元，较上年底增长 19.49%，主要系应收工程结算款和资产管理费增加所致；公司应收账款前五名合计占 100.00%，欠款方主要为温江区政府部门及温江区国有企业。

表 9 截至 2020 年底公司应收账款欠款前五名

(单位:亿元、%)

单位名称	账面价值	占比
成都金态合投资有限公司	18.56	60.10
成都市温江区财政局	6.02	19.50
成都市温江区教育局	3.00	9.71
成都市温江区建设局	2.71	8.79
成都科蓉工程管理有限公司	0.59	1.90
合计	30.87	100.00

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司其他应收款较上年底增长 18.84%，主要系新增温江区财政局和成都康城投资开发有限公司（光华资产子公司）部分往来款所致；公司其他应收款前五名单位欠款金额合计 35.52 亿元，占比 99.31%，集中度高；总体看，公司其他应收款欠款方主要为政府单位和国有企业，款项回收风险小，但对资金占用明显。

表 10 截至 2020 年底公司其他应收款欠款前五名
(单位：亿元、%)

单位名称	金额	占比	坏账准备
成都市温江区财政局	28.73	80.34	0.00
成都康城投资开发有限公司	4.60	12.87	0.23
成都锦城光华投资集团有限公司	1.05	2.94	0.01
成都市温江区建设局	1.04	2.91	0.00
徽银金融租赁有限公司	0.09	0.25	0.00
合计	35.52	99.31	0.26

注：表 10 数据为账面余额，表 8 中其他应收款为账面价值，其他应收款坏账准备 0.33 亿元，故统计金额总计数据存在差异
资料来源：公司审计报告及企业提供

截至 2020 年底，公司存货较上年底增长 1.31%，主要系项目投入增长所致；存货主要由开发成本（59.29 亿元）和待开发土地（25.30 亿元）构成，待开发土地均为出让类型的商业、住宅用地，主要来自政府注入。公司未对存货计提跌价准备。

公司非流动资产较上年底下降 9.87%。公司投资性房地产较上年底下降 8.82%，主要系折旧所致。公司固定资产较上年底下降 10.48%，

主要系计提折旧所致。公司固定资产主要由道路桥梁和房屋建筑物构成。

截至 2020 年底，公司受限资产 15.54 亿元，占资产总额的比重为 8.08%，其中用于质押的货币资金 0.55 亿元、用于质押的应收账款 10.91 亿元和用于融资租赁抵押的管网 4.08 亿元。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益保持相对稳定，所有者权益结构稳定性较好；债务规模有所增长，债务负担轻。

所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益 122.25 亿元，较上年底增长 0.94%。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 2.45%、92.50% 和 4.54%。所有者权益结构稳定性较好。

负债

截至 2020 年底，公司负债总额较上年底增长 12.12%，主要系应付债券和其他非流动负债增长所致。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司流动负债较上年底增长 17.51%。公司短期借款较上年底增长 11.73%，全部为保证借款。公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 15.60%，主要由一年内到期的长期借款 5.66 亿元、一年内到期的长期应付款 0.49 亿元和一年内到期的其他非流动负债 1.80 亿元组成。

表 11 公司主要负债构成情况 (单位：亿元、%)

项目	2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比
流动负债	18.94	30.36	22.26	31.82
短期借款	5.37	8.61	6.00	8.58
应交税费	4.11	6.59	5.11	7.30
一年内到期的非流动负债	6.88	11.03	7.96	11.37
非流动负债	43.45	69.64	47.69	68.18
长期借款	38.25	61.30	26.82	38.34
应付债券	5.20	8.33	13.20	18.87
其他非流动负债	--	--	5.80	8.29
负债总额	62.39	100.00	69.95	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 9.77%，主要系其他非流动负债增长所致。公司长期借款较上年底下降 29.89%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债和到期偿还所致，其中保证借款 11.64 亿元、质押保证价款 9.89 亿元、质押抵押保证借款 5.00 亿元、信用借款 3.36 亿元和抵押保证借款 2.05 亿元（重分类到一年内到期的长期借款 5.66 亿元）。公司应付债券较上年底增长 153.85%，主要系新发行“2020 年第一期债券融资计划”3.00 亿元及“20 铸康债”5.00 亿元所致。公司新增其他非流动负债，主要系对渤海国际信托股份有限公司等金融机构的金融借款。

有息债务方面，2020 年底，公司全部债务较上年底增长 10.68%。债务结构方面，短期债务占 22.64%，长期债务占 77.36%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率，较上年底分别提高 2.39 个百分点、提高 2.02 个百分点和提高 1.66 个百分点。公司债务负担轻。

表 12 有息债务及相关指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底	2020 年底
短期债务	12.25	13.96
长期债务	43.45	47.69
全部债务	55.70	61.65
资产负债率	34.00	36.39
全部债务资本化比率	31.50	33.52
长期债务资本化比率	26.40	28.06

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

有息债务到期分布方面，公司将于 2021 年、2022 年、2023 年和 2024 年及以后到期的债务规模分别为 13.96 亿元、12.66 亿元、1.33 亿元和 33.90 亿元。

4. 盈利能力

跟踪期内，受安置房销售收入规模扩大影响，公司营业收入有所增长。

2020 年，受安置房销售增长影响，公司营

业收入同比增长 26.70%；营业成本同比增长 29.90%；营业利润率同比下降 1.98 个百分点。2020 年，公司利润总额同比下降 8.88%。

2020 年，公司期间费用同比下降 27.48%，期间费用占营业收入比重 1.38%，同比下降 1.03 个百分点。

2020 年，公司计提 0.23 亿元资产减值损失，主要为按照账龄法计提的应收类款项的坏账。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	7.30	9.25
营业成本	5.66	7.35
期间费用	0.18	0.13
利润总额	1.67	1.52
营业利润率	22.34	20.36
总资产收益率	0.71	0.62
净资产收益率	1.03	0.93

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率同比分别下降 0.09 个百分点和 0.10 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动资金缺口有所收窄，收现质量有所改善但仍然较差，筹资活动净现金流由负转正；未来随着在建项目的推进和存量债务的逐步到期，公司仍存在较大的融资需求。

经营活动现金流方面，2020 年，公司经营活动现金流入同比大幅增长 139.11%。其中销售商品、提供劳务收到的现金 4.36 亿元。同期，公司支付其他与经营活动有关的现金 1.40 亿元，主要为支付的往来款；公司购买商品、接受劳务支付的现金 3.81 亿元。2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额为负，资金缺口有所收窄。公司现金收入比为 47.17%，较 2019 年有所改善但收入实现质量仍然较差。

表 14 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	1.84	4.40
经营活动现金流出小计	4.13	5.24
经营活动现金流量净额	-2.29	-0.84
投资活动现金流入小计	3.01	0.00
投资活动现金流出小计	0.36	0.00
投资活动现金流量净额	2.65	0.00
筹资活动现金流入小计	22.03	18.69
筹资活动现金流出小计	23.02	15.98
筹资活动现金流量净额	-0.99	2.71
现金收入比	23.48	47.17

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

筹资活动现金流方面, 2020 年, 公司筹资活动现金流入较上年度下降 15.16%, 公司取得借款及发行债券收到的现金 15.49 亿元, 收到其他与筹资活动有关的现金 3.20 元, 主要为收到的往来款资金。2020 年, 公司筹资活动现金流出较上年度下降 30.59%, 公司偿还债务支付的现金 11.91 亿元, 支付其他与筹资活动有关的现金 3.70 亿元, 主要为支付的往来款资金。2020 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额由负转正。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较弱, 长期偿债能力指标尚可; 考虑到公司为温江区主要的基础设施建设及资产管理主体之一, 以及地方政府给予一定的外部支持, 公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看, 截至 2020 年底, 公司流动比率与速动比率分别下降 53.92 个百分点和提高 6.84 个百分点。公司现金短期债务比由上年底的 0.24 倍提高至 0.30 倍, 现金类资产对短期债务的保障程度较差。整体看, 公司短期偿债能力指标较弱。

表 15 公司偿债能力情况

项目	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标		
流动比率(%)	748.42	694.50
速动比率(%)	307.64	314.48

现金短期债务比(倍)	0.24	0.30
长期偿债能力指标		
EBITDA 利息倍数(倍)	1.70	1.54
全部债务/EBITDA(倍)	9.75	10.82

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2020 年, 公司 EBITDA 为 5.70 亿元; 从构成看, 公司 EBITDA 主要由折旧 (占 73.34%)、利润总额 (占 26.66%) 构成。2020 年, 公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.70 倍下降至 1.54 倍; 全部债务/EBITDA 由上年的 9.75 倍提高至 10.82 倍。整体看, 公司长期偿债能力指标尚可。

截至 2020 年底, 公司对外担保余额合计为 47.40 亿元, 担保比率 39.02%, 详见下表; 公司担保比率较高, 但被担保对象均为温江区国有企业, 对外担保风险相对可控。

表 16 2020 年底公司对外担保情况 (单位: 万元)

被担保对象	担保余额	被担保债务到期时间
成都温江区国投兴城投资有限公司	115000.00	2033/12/20
成都温江区国投兴城投资有限公司	37000.00	2027/8/16
成都鑫城联创建设工程有限公司	38000.00	2032/12/20
成都科蓉城市投资有限公司	33000.00	2027/08/16
成都温江公共交通有限公司	5000.00	2023/12/24
成都温江公共交通有限公司	5100.01	2024/11/27
成都锦城光华投资集团有限公司	30000.00	2022/1/16
成都隆博投资有限责任公司	30000.00	2021/10/22
成都锦城光华投资集团有限公司	19500.00	2022/2/27
成都温江公共交通有限公司	5100.01	2024/5/25
成都温江公共交通有限公司	4000.00	2023/4/29
成都温江公共交通有限公司	6000.00	2021/3/25
成都康城投资开发有限公司	4000.00	2022/3/11
成都隆博投资有限责任公司	20000.00	2022/3/30
成都康城投资开发有限公司	64261.62	2028/1/19
成都九联投资集团有限公司	20000.00	2021/12/24
成都三联花木投资有限责任公司	30000.00	2025/10/19
成都九联投资集团有限公司	8000.00	2021/2/19
合计	473961.64	--

资料来源: 公司提供

截至 2020 年底, 公司共获得银行授信总额 44.55 亿元, 已使用额度 30.45 亿元, 尚未使用额度 14.10 亿元, 间接融资渠道有待拓宽。

十、存续期内债券偿还能力分析

经营活动现金流入量、EBITDA对未来待偿债券本金峰值覆盖能力较弱。

“20铸康债”募投项目为新庄一期新居工程，根据《新庄一期新居工程项目可行性研究报告（代项目建议书）》，募投项目于2018年开工建设，“20铸康债”发行后7年内，募投项目预计将产生营业收入6.69亿元，预计产生所得税前经营活动净现金流量6.08亿元。受新冠肺炎疫情影响，募投项目实际工期进度略晚于预计时间，截至本报告出具日，募投项目已基本竣工，尚未产生销售收入，联合资信将持续关注募投项目的收益实现情况。

截至2021年5月底，公司无一年内到期的存续债券。如“19铸康债”不提前行权，2024年公司将达到存续债券偿还本金峰值6.20亿元。2020年底，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为4.40亿元、-0.84亿元和5.70亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，公司经营活动现金流入量、EBITDA对未来待偿债券本金峰值覆盖能力较弱，经营活动现金净额对待偿债券本金峰值无保障能力。

表17 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020年
未来待偿债券本金峰值	6.20
2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.71
2020年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.14
2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.92

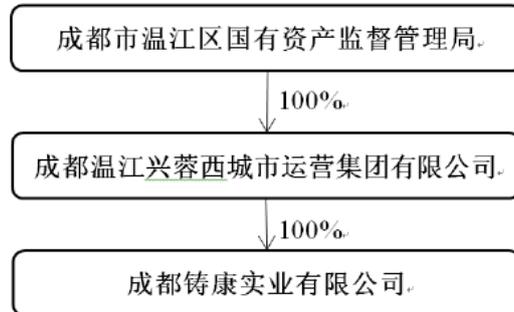
资料来源：联合资信整理

“20铸康债”由天府增进提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，天府增进主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。天府增进的担保实力极强，显著提升了“20铸康债”偿付的安全性。

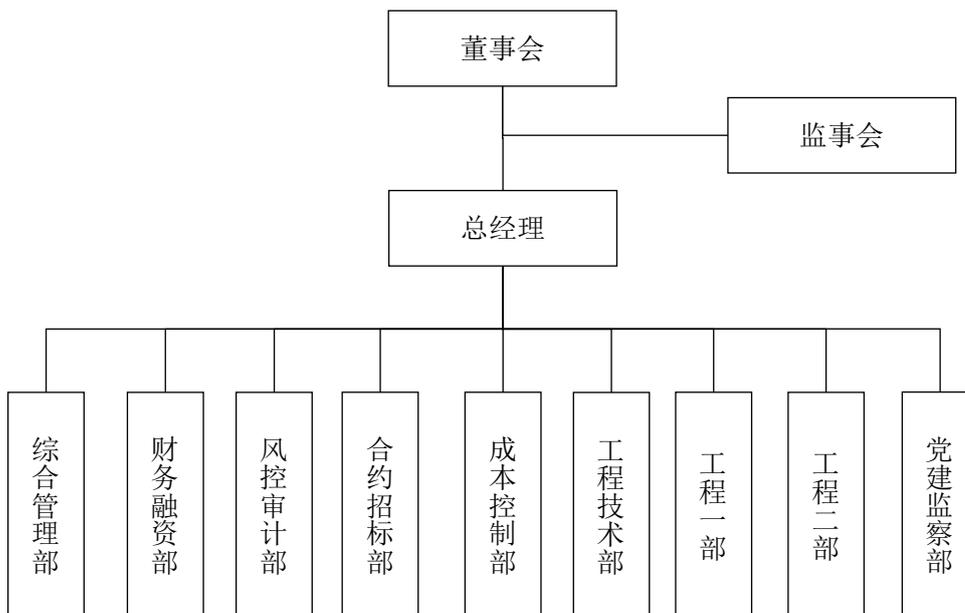
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“20铸康债”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2020 年底公司股权及组织结构图



资料来源：公司提供



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.36	2.98	4.16
资产总额(亿元)	129.64	183.51	192.21
所有者权益(亿元)	72.40	121.11	122.25
短期债务(亿元)	13.17	12.25	13.96
长期债务(亿元)	41.41	43.45	47.69
全部债务(亿元)	54.57	55.70	61.65
营业收入(亿元)	6.80	7.30	9.25
利润总额(亿元)	1.53	1.67	1.52
EBITDA(亿元)	4.91	5.71	5.70
经营性净现金流(亿元)	1.07	-2.29	-0.84
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	0.71	0.33	0.33
存货周转次数 (次)	0.30	0.09	0.09
总资产周转次数 (次)	0.10	0.05	0.05
现金收入比 (%)	57.29	23.48	47.17
营业利润率 (%)	20.63	22.34	20.36
总资本收益率 (%)	0.91	0.71	0.62
净资产收益率 (%)	1.59	1.03	0.93
长期债务资本化比率 (%)	36.38	26.40	28.06
全部债务资本化比率 (%)	42.98	31.50	33.52
资产负债率 (%)	46.21	34.00	36.39
流动比率 (%)	498.75	748.42	694.50
速动比率 (%)	303.34	307.64	314.48
经营现金流动负债比 (%)	5.79	-12.08	-3.77
现金短期债务比 (倍)	0.18	0.24	0.30
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.73	1.70	1.54
全部债务/EBITDA (倍)	11.12	9.75	10.82

注：已将长期应付款和其他非流动负债付息项计入长期债务核算

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-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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 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。

附件 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。



信用评级公告

联合〔2021〕4006号

联合资信评估股份有限公司通过对天府信用增进股份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，确定维持天府信用增进股份有限公司主体长期信用等级为AAA，“20天信Y1”“20天信Y2”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监

二〇二一年六月八日

天府信用增进股份有限公司 非公开发行相关债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
天府信用增进股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 天信 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
20 天信 Y2	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	首次行权日
20 天信 Y1	10.00 亿元	10.00 亿元	2023-06-29
20 天信 Y2	5.00 亿元	5.00 亿元	2023-11-03

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
融资担保企业信用评级方法	V3.0.201907
融资担保企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	评价结果
经营风险	B	经营环境	区域经济环境	1	
			行业风险	3	
		自身竞争力	公司治理	2	
			风险管理	2	
			业务经营分析	3	
财务风险	F1	现金流	资产质量	1	
			盈利能力	1	
		资本结构		2	
		代偿能力		1	
调整因素和理由					调整子级
公司作为四川省国资委实际控制的省级信用增进机构，股东背景很强，在业务拓展、资本补充、风险抵御等方面获得股东的较大支持					+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对天府信用增进股份有限公司（以下简称“公司”或“天府增进”）的跟踪评级反映了其作为四川省国资委实际控制的省级信用增进机构，具有很强的区域地位，在业务拓展、资本补充及风险抵御等各方面能获得股东的较大支持。

随着增信业务和投资业务规模的不断扩张，2020 年，公司营业收入大幅提升，盈利水平也随之快速增长，盈利能力进一步增强。目前，公司资本实力很强，杠杆水平较低，资产质量较高，资本充足性较好。

同时，联合资信也关注到近年来宏观经济下行使得公司所在的增信行业面临的代偿压力及投资业务面临的信用风险增加；公司增信业务和投资业务客户主要为四川省内城投公司，公司面临很高的区域、行业集中度风险；另外，公司成立时间仍属较短，大部分项目仍未到兑付日，风险管理水平仍有待考验。

未来，随着公司业务的逐步发展和股东的持续支持，公司整体竞争力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 天信 Y1”“20 天信 Y2”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 1. 股东背景很强，对公司支持力度大。**公司是四川省国资委实际控制下的专业信用增进机构，具有很强区域地位，公司由四川发展等 9 家企业共同出资建立，股东背景多元化，能在业务拓展、资本补充、风险抵御等各方面获得股东的较大支持。
- 2. 增信业务发展较快，区域竞争力很强。**公司业务资质完备，自成立以来，积极为地方国有企业提供增信服务，2020 年，公司增信业务规模进一步增长，且具备很强的区域竞争力。
- 3. 整体财务表现良好。**2020 年，公司资产质量较高，盈利能力很强，资本充足，杠杆水平较低。

分析师：张帆

张晨露

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. **宏观经济下行加大增信行业代偿风险。**近年来，宏观经济持续下行，实体企业经营压力加大，增信行业信用风险水平攀升。
2. **区域和行业集中度很高。**截至2020年，公司增信业务和投资业务客户主要为四川省内城投公司，公司业务呈现区域和行业集中度很高的特点，若四川省地区整体经济出现恶化或是城投行业风险提高，可能导致公司面临较大代偿压力和投资风险。
3. **管理和风控水平有待考验。**公司成立时间较短，内部控制和风险管理水平仍有待考验；2020年，伴随着公司业务规模进一步扩张，公司制定和修订了内部控制和风险管理的相关规章制度，但有效性仍需实践的检验。

主要财务数据：

项 目	合并口径		
	2018年	2019年	2020年
资产总额(亿元)	42.57	59.61	77.27
所有者权益(亿元)	42.14	43.82	62.20
净资本(亿元)	38.24	36.23	52.59
营业收入(亿元)	2.79	5.09	9.00
利润总额(亿元)	2.58	4.54	7.67
净资产收益率(%)	4.68	7.86	10.88
期末增信责任余额(亿元)	76.20	242.96	372.08
增信放大倍数(倍)	1.81	5.54	5.98
净资本增信倍数(倍)	1.99	6.71	7.08
净资本/净资产比率(%)	90.76	82.67	84.54
当期增信代偿率(%)	0.00	0.00	0.00
累计增信代偿率(%)	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司审计报告和提供资料，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20天信Y1	AAA	AAA	稳定	2020/7/15	张祎帆 张帆	联合信用评级有限公司融资担保企业信用评级方法	--
20天信Y2	AAA	AAA	稳定	2020/7/15	张祎帆 张帆	联合信用评级有限公司融资担保企业信用评级方法	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由天府信用增进股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

张中平 张晨霞

联合资信评估股份有限公司



天府信用增进股份有限公司

非公开发行相关债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天府信用增进股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 2017 年 8 月，是经四川省政府国有资产监督管理委员会（以下简称“四川省国资委”）、四川省金融工作局批复同意，由四川省工商行政管理局核准成立的专业信用增进机构。公司设立时，初始名称为天府（四川）信用增进股份有限公司，注册资本 40.00 亿元，由四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”）、四川金融控股有限公司（以下简称“四川金控”）、四川省铁路产业投资集团有限公司（以下简称“铁投集团”）和四川交投产融控股有限公司（以下简称“交投产融”）代表省属国有企业共同出资 28.00 亿元，合计持股比例 70.00%；由成都高新投资集团有限公司（以下简称“高投集团”）、成都双流兴城建设投资有限公司（以下简称“双流兴城”）、成都金融控股集团（以下简称“成都金控”）、成都工投资产经营有限公司（以下简称“成都工投”）代表成都共同出资 9.00 亿元，合计持股比例 22.50%；中银投资资产管理有限公司（以下简称“中银投资”）作为金融机构出资 3.00 亿元，持股比例为 7.50%。2019 年 1 月，公司股东成都金控更名为成都交子金融控股集团（以下简称“成都交子金控”），后于 2019 年 8 月将持有公司股份全部无偿划转至其全资子公司成都交子新兴金融投资集团股份有限公司（以下简称“交子新兴金控”）；2019 年 6 月，公司股东双流兴城更名为成都空港兴城投资集团有限公司（以下简称“空

港兴城”），后于 2019 年 10 月将持有公司股份全部无偿划转给其全资子公司成都双流产业兴城投资发展有限公司（后更名为成都空港产业兴城投资发展有限公司，以下简称“空港产业兴城”）。2020 年 8 月，公司更名为现名。

截至 2021 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 40.00 亿元，四川发展直接和间接持有公司 60% 的股权，为公司控股股东，公司实际控制人为四川省国资委（公司股权结构图详见附件 1-1）。截至 2021 年 3 月末，除股东交投产融于 2020 年 7 月末向成都农村商业银行股份有限公司质押其持有的公司全部股权（6.00 亿股，占公司股权的 15.00%）外，其他股东无质押公司股权情况。

公司经营范围：企业信用增进业务；信用增进的评审、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资、投资策划、投资咨询；资产管理及资产受托管理；经济信息咨询；会议服务。（不得从事非法集资、吸收公众资金等金融活动）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2021 年 3 月末，公司下设增信业务部（分为一部、二部和三部）、投资业务部、风险控制部、财务管理部、业务发展部、党群工作部、纪检监察部、综合管理部、董事会办公室和稽核审计部等 10 个部门（公司组织架构图见附件 1-2）；公司纳入合并范围的控股子公司 1 家，为四川天府增信投资管理有限公司（以下简称“天府资管”），持股比例为 85.00%；截至 2020 年末，公司母公司口径在职员工 54 人。

截至 2020 年底，公司资产总额 77.27 亿元，负债总额 15.07 亿元，所有者权益合计 62.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益 62.17 亿元；2020 年，公司实现营业收入 9.00 亿元，其中增信业务收入 5.31 亿元；实现利润总额 7.67 亿元；

经营活动现金流量净额 3.51 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.09 亿元。

公司注册地址：中国（四川）自由贸易试验区成都高新区交子大道 177 号 1 栋 2 单元 9 层 911 号；法定代表人：蒋刚。

三、债券概况及募集资金使用情况

本报告跟踪债券具体情况详见下表。“20 天信 Y1”和“20 天信 Y2”募集资金均已按照指定用途使用；截至本报告出具日，“20 天信 Y1”和“20 天信 Y2”尚未到首次付息日。

表 1 本报告跟踪债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 天信 Y1	10.00	10.00	2020/6/29	3+N 年
20 天信 Y2	5.00	5.00	2020/11/3	3+N 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，

2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年 平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构

来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国

居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复

苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

增信业务是公司的核心基础业务，增信行业发展情况会对公司业务产生较大影响，同时公司主要业务位于四川省，当地经济环境情况对公司业务开展影响较大。

1. 行业分析

(1) 发展概况

增信行业是完善金融市场风险分散分担机制的重要组成部分，其发展也是我国社会融资结构优化以及金融市场风险有效分散、转移的必然要求。

增信行业是我国金融市场发展中的一个新兴行业，是伴随我国债券市场快速发展，实现社会融资结构的进一步优化以及金融市场风险的有效分散、转移的必然要求。银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债增信风险的意见》规定银行停止对以项目融资为主的企业债券进行增信，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行增信。这使得为资本市场提供外部增信服务的主体由银行转移至其他机构，从而为增信行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

我国的债券市场主要包括银行间债券市场和交易所债券市场。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势。根据 WIND 统计，2020 年，我国债券市场发行各类债券规模达 56.90 万亿元，较上年同期增长 11.71 万亿元。同时，债务融资工具品种逐步丰富。其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自 2008 年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多

元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，增信公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用等级发行主体进行直接融资的重要保障方式。

增信行业是完善金融市场风险分散分担机制的重要基础设施，该行业的诞生体现了政府对于推动金融市场发展、鼓励中小企业发展的政策意图。2009年，在中国人民银行的指导下我国首家专业债券信用增进机构中债信用增进投资股份有限公司成立。2014年，中国证监会印发《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，研究建立行业增信机构，规范管理融资性增信机构。2015年，中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》将公司债券的发行范围扩大至所有公司制法人。上述政策的发布和实施对交易所债券市场发展的促进作用明显，为增信行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。此后，中证信用增进股份有限公司、晋商信用增进投资股份有限公司、公司、陕西信用增进有限责任公司、天津国康信用增进有限公司和天津国咨信用增进有限公司相继成立；截至2020年底，我国共设立有7家信用增进机构。信用增进行业是优化金融市场资源配置、支持实体经济发展的力量，随着我国大力推动直接融资的发展、不断健全完善资本市场信用风险分散分担机制的推进，信用增进行业将有较大发展空间。

（2）政策与监管

增信行业在我国尚处于发展初期，法律依据、监管政策方面尚不规范；未来随着增信行业的发展和标准的制定，有助于推动其规范运营，实现行业的健康发展。

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律依据缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对增信业务的规范开展形成制约。

2010年10月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》（以下简称

“《指引》”）。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为增信行业的业务创新开辟了新的空间。2012年8月，《信用增进机构管理规范》《信用增进机构风险管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过，并由中国人民银行正式发布实施。2012年11月，财政部发布了《企业会计准则解释第5号》，文中明确了企业发行信用风险缓释工具的会计处理方式。

2017年8月21日，国务院颁布《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“《条例》”），并于2017年10月1日起施行。《条例》适当提高了行业准入门槛，特别强调风险防控，提出发展政府出资的融资担保公司，重塑了行业格局，进一步规范了行业发展。但《条例》对增信行业适用程度尚不明确。

2018年4月9日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布了自成立以来的第一份法律法规——《关于印发〈融资担保公司监督管理条例〉四项配套制度的通知》（银保监发〔2018〕1号），对2017年8月国务院颁布的《条例》进一步细化。从具体的制度规定来看，对金融担保公司业务运营产生影响比较大的主要包括融资担保业务权重、融资担保放大倍数和集中度、资产管理，但其对于增信行业的适用程度尚不明确。

2019年10月，银保监会发布了《关于印发融资担保公司监督管理补充规定的通知》（银保监发〔2019〕37号）（以下简称“37号”），对《条例》内容进一步细化，为实现融资担保机构和融资担保业务监管全覆盖，37号文明确以下内容：①监管范围进一步扩大，决定将未取得融资担保业务经营许可证但实际上经营融资担保业务的住房置业担保公司、信用增进公司等机构纳入监管，未经监督管理部门批准，汽车经销

商、汽车销售服务商等机构不得经营汽车消费贷款担保业务；②名称规范，强调不持有融资担保业务经营许可证的公司，名称和经营范围中不得标明融资担保字样；③将《四项配套制度》中的净资产口径明确为根据融资担保公司非合并财务报表计算，并新增住房置业担保余额折算标准为30%，37号文的发布对于净资产规模偏低的融资担保公司及增信公司业务冲击较大，融资担保公司和增信公司净资产规模亟待补充。

因此，在未来的发展中，信用增进机构要推动形成完善的增信行业理论体系，配合推出相关法律法规、行业标准与自律管理规则；增信行业标准的制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营，推进行业健康发展。

2. 四川省区域经济分析

2020年，四川省在新冠肺炎疫情造成严重冲击的背景下，统筹推进疫情防控和经济社会发展，全省经济稳定向好，主要经济目标顺利完成，为公司的业务发展创造了较好的市场环境；2021年一季度，全省经济实现良好开局，总体呈现“加快恢复、稳步向好”态势。

2020年四川省地区生产总值（GDP）48598.8亿元，按可比价格计算，比上年增长3.8%。其中，第一产业增加值5556.6亿元，增长5.2%；第二产业增加值17571.1亿元，增长3.8%；第三产业增加值25471.1亿元，增长3.4%。三次产业对经济增长的贡献率分别为14.1%、43.4%和42.5%。三次产业结构由上年的10.4:37.1:52.5调整为11.4:36.2:52.4。全年规模以上工业增加值比上年增长4.5%，全年完成全社会固定资产投资比上年增长9.9%。分产业看，第一产业投资比上年增长35.6%；第二产业投资增长10.7%，其中工业投资增长10.7%；第三产业投资增长8.3%。规模以上高技术产业增加值增长11.7%，增速比规模以上工业平均水平高7.2个百分点。全年社会消费品零售总额20824.9亿元，比上年下降2.4%。全年地方一般公共预算收入4258亿元，增长4.6%，其中税收收入2967.7亿元，增长2.7%，一般公共预算支出

11200.7亿元，增长8.2%。2020年末金融机构人民币各项存款余额90350.5亿元，比上年末增长10.5%。其中，住户存款余额49289.3亿元，增长14.1%。人民币各项贷款余额69504.9亿元，增长13.8%。其中，住户贷款余额23534.1亿元，增长14.5%。

2021年一季度四川省地区生产总值为11859.24亿元，同比增长15.8%。其中，第一产业增加值888.57亿元，增长103.3%；第二产业增加值4153.76亿元，增长14.1%；第三产业增加值6816.91亿元，增长17.6%。2021年一季度，四川省规模以上工业增加值同比增长15.5%，规模以上工业企业产品销售率为97.5%。一季度，四川省全社会固定资产投资同比增长19.9%；实现社会消费品零售总额5628.4亿元，同比增长29.9%；外贸进出口总额1967.1亿元，同比增长25.6%，其中，出口额1101亿元，增长40.7%；进口额866.1亿元，增长10.5%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。截至2021年3月底，四川发展为公司控股股东（直接或间接持有公司59.36%的股权），实际控制人为四川省国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司作为省级信用增进机构，资本实力很强，业务资质完备，增信业务发展速度较快，区域竞争力很强。

公司业务资质完备，已成为中国银行间市场交易商协会信用增进机构会员，备案为信用风险缓释工具一般交易商名单，并完成了与多家交易商主协议的签署，完善了开展信用风险缓释工具交易必要条件；同时，公司获得了上海证券交易所信用保护合约核心交易商资格。截至2021年3月末，公司已取得担保业务牌照。

公司自2017年8月成立以来，定位于发展成为“四川债券市场做大做强的参与者，在全国信用增进市场具有重要影响力”的专业化信用增

进机构。截至2020年末，公司共落地增信业务项目91笔，其中仍存续项目89笔，期末债券增信余额和增信责任余额分别为457.06亿元和372.08亿元。2020年，公司增信并成功发行的债券166.90亿元，超过四川省内通过增信或担保方式发行债券总规模的46.80%，增信市场份额在四川省排名第一，区域竞争力很强。

3. 外部支持

公司股东背景多元化，控股股东四川发展资本实力很强，在公司业务开展、资本补充及风险防御等方面能给予公司较大支持。

公司作为全国第四家信用增进机构，由四川发展、四川金控、铁投集团和交投产融等省属国有企业，高投集团、双流兴城、成都金控、成都工投代表成都市，中银投资作为金融机构共同出资40.00亿元组建，股东背景多元化，实际控制人为四川省国资委。

公司控股股东四川发展成立于2009年1月，注册资本为人民币800亿元，出资人为四川省人民政府，由四川省国资委代行出资人职责。四川发展综合实力很强，在省内具有重要战略地位，其在公司业务开展、资本补充及风险防御等方面给予公司较大支持。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91510100MA6DGM5Q14），截至2021年4月6日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好，公开市场有履约情况良好。

截至2020年末，公司可使用银行综合授信额度29.00亿元，其中已使用综合授信额度9.00亿元，未使用综合授信额度20.00亿元。

七、管理分析

2020年，公司管理人员发生变化，但对公司经营影响不大；公司进一步完善了组织架构和管理制度，不断适应公司业务发展。

管理人员变动方面，2020年，原董事杨海

燕变更为新董事冷艳华，原董事吴忠变更为新董事杨焱；原监事杨三羊变更为监事李里；上述人事变动均系股东方工作调整，对公司经营影响不大。

组织架构方面，2020年，原创新业务部并入业务发展部，并落实了党群工作部合纪检监察部的分设。

管理制度方面，2020年至2021年1月，公司针对公司治理、人力资源、行政管理、增信业务、投资业务和风险控制等方面，制定和修订了一系列相关制度、指引和规则，不断提高管理制度的有效性和时效性，以加强公司内控和风险管理水平。

八、经营分析

1. 经营概况

得益于业务规模的扩张，2020年，公司营业收入大幅提升，利润总额和净利润也随之快速增长；营业收入主要由增信业务收入和投资收益构成，增信业务收入占比继续提升，仍是公司的第一大收入来源。

2020年，公司实现营业收入9.00亿元，同比增长76.61%，主要得益于增信业务收入和投资收益的较快增长。

2020年，公司实现增信业务收入5.31亿元，同比大幅增长90.31%，占营业收入比重为59.04%，同比提高4.25个百分点。

公司投资收益主要来源于理财产品、委托贷款利息收入以及债券投资。2020年，公司实现投资收益3.23亿元，同比增长74.23%，主要系公司委贷业务规模和债券投资规模扩大所致，委托贷款利息收入由2019年的0.88亿元增至2020年的1.66亿元，同时公司债券投资收入亦由2019年的0.56亿元增长至2020年的1.15亿元；2020年，投资收益占营业收入的35.93%，投资收益占营业收入的比重较2019年有所下降，但仍为公司主要收入来源之一。

公司利息收入来源于银行存款，2020年公司实现利息收入0.35亿元，同比下降21.72%，占营业收入比重的3.88%，主要系公司运营过程中

账面货币资金减少所致。

随着营业收入的增长，公司的利润总额和净利润也有大幅提升。2020年，公司利润总额为

7.67亿元，同比增长69.05%；净利润为5.77亿元，同比增长70.64%。

表3 公司营业收入构成及利润情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	1.18	42.11	2.79	54.79	5.33	59.29
其中：增信业务收入	1.18	42.11	2.79	54.79	5.31	59.04
投资收益	1.51	54.21	1.86	36.42	3.23	35.93
利息收入	0.10	3.65	0.45	8.76	0.35	3.88
其他业务收入	0.0009	0.03	0.0009	0.02	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.0002	0.005	0.0806	0.8962
营业收入合计	2.79	100.00	5.09	100.00	9.00	100.00
利润总额		2.58		4.54		7.67
净利润		1.93		3.38		5.77

注：其他包括公允价值变动损益和其他收益
资料来源：公司提供资料，联合资信整理

2. 业务经营分析

（1）增信业务

2020年，公司新增增信业务金额有所下降，但期末增信业务责任余额同比大幅提升；公司增信项目到期时间主要集中在2024年及以后，短期集中代偿压力较小，但未来需关注项目的偿付情况；增信业务客户信用评级主要为AA级及以上，客户整体信用情况较好；增信业务的区域、行业集中度很高，客户集中度较高，存在较高集中度风险。

公司将增信业务分为基础债券增信业务和创新增信业务。基础债券增信业务包括对公司债、企业债、中期票据、短期融资券等标准化债券的增信业务，以及对银行理财产品、信托计

划、资产管理计划等的增信业务。创新增信业务主要指 CRMW（信用风险缓释凭证）等综合增信金融服务。

2020年，公司增信业务发生额166.90亿元，同比下降19.61%，2020年新增增信业务全部为基础债券增信业务，新增笔数为38笔。截至2020年底，公司增信业务责任余额为372.08亿元，较上年底增长53.14%，对应期末增信业务笔数为89笔。虽然2020年底增信业务责任余额增幅较大，但由于2020年公司发行15.00亿元永续期公司债券导致净资产增长，截至2020年末，增信放大倍数较年初增幅较小，为5.98倍。

表4 公司增信业务情况（单位：笔、亿元、倍）

项目	2018年	2019年	2020年
当期新增增信业务笔数	18	35	38
当期增信业务发生额	91.80	207.62	166.90
当期增信业务解除增信责任笔数	0	2	3
当期增信业务解除增信责任金额	0	3.80	4.40
期末增信业务笔数	18	51	89
期末增信业务余额	91.80	295.62	457.06
其中：基础债券增信业务	88.00	295.62	457.06
其中：非公开定向债务融资工具	48.60	143.00	179.10

公司债	29.40	88.00	160.20
企业债	0.00	32.30	85.60
中期票据	10.00	10.00	10.00
资产支持证券	0.00	6.82	6.66
债权融资计划	0.00	15.50	15.50
创新增信业务	3.80	0.00	0.00
其中：信用风险缓释凭证	3.80	0.00	0.00
期末增信业务责任余额	76.20	242.96	372.08
增信放大倍数	1.81	5.54	5.98

资料来源：公司提供，联合资信整理

从增信余额的期限分布上看，截至 2020 年末，公司增信项目到期时间主要集中于 2024 年及以后，相关项目增信余额合计 323.86 亿元，

合计占比 70.86%。整体看，公司增信项目的期限较长，短期无集中代偿压力，但未来需关注项目的偿付情况。

表 5 截至 2020 年末公司增信项目到期时间分布（单位：亿元、%）

到期年份	增信余额	占比
2021 年	10.00	2.19
2022 年	37.00	8.09
2023 年	86.20	18.86
2024 年	138.20	30.24
2025 年	93.10	20.37
2025 年以后	92.56	20.25
合计	457.06	100.00

注：不考虑行权日，以债券最终到期日进行计算

资料来源：公司提供，联合资信整理

从增信业务客户主体评级上看，截至 2020 年末，发行人主体级别为 AA 级的增信余额为

416.40 亿元，占总增信余额比例为 91.10%，被担保人信用水平较高。

表 6 公司增信项目客户主体评级分布（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
AA+	2.50	2.72	20.00	6.77	34.00	7.44
AA	89.30	97.28	268.80	90.93	416.40	91.10
AA-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
暂无评级	0.00	0.00	6.82	2.31	6.66	1.46
合计	91.80	100.00	295.62	100.00	457.06	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

从区域和行业集中度上看，截至 2020 年末，公司增信业务全部集中于四川省内，其中成都地区占比 61.96%；客户均为四川省内地方国有企业，其中城投公司增信余额占比 95.92%，产业类国有企业增信余额占比 4.08%。整体看，公司增信业务区域和行业集中度很高。

从客户集中度上看，截至 2020 年末，公司单一最大客户增信责任余额 11.76 亿元，占净资产比重为 14.18%；前五大客户增信责任余额合计 55.20 亿元，占净资产比重为 66.56%；前十大客户增信责任余额合计 99.36 亿元，占净资产比重为 114.98%，客户集中度较高。

表7 截至2020年末公司前十大增信业务客户明细(单位:亿元、%)

序号	客户	增信余额	增信责任余额	占净资产比重
1	客户一	14.70	11.76	14.18
2	客户二	14.40	11.52	13.89
3	客户三	14.10	11.28	13.60
4	客户四	13.00	10.40	12.54
5	客户五	12.80	10.24	12.35
6	客户六	10.20	8.16	9.84
7	客户七	10.00	10.00	16.08
8	客户八	10.00	10.00	16.08
9	客户九	10.00	8.00	9.65
10	客户十	10.00	8.00	9.65
合计		119.20	99.36	127.85

注:上表中占净资产比重数据按照《融资担保责任余额计量办法》规定进行折算,被担保人主体信用评级AA级以上的发行债券担保业务权重为80%计算责任余额

资料来源:公司提供,联合资信整理

(2) 投资业务

公司投资标的为债券投资、委托贷款和银行理财;2020年,公司的投资收益情况较好,但委托贷款客户与增信业务客户存在一定程度的重叠,且委托贷款是公司投资业务的最主要组成部分,需关注信用风险集中暴露对公司造成的影响。

公司投资业务包括委托贷款、债券投资和购买银行理财产品。

截至2020年末,公司投资规模合计57.61亿元,同比增长23.49%。从投资标的构成上看,2020年,公司委托贷款投放规模为21.78亿元,占比37.81%,是公司投资业务的第一大组成部分;债券投资规模为19.88亿元,占比34.51%,

为公司投资业务的第二大组成部分;银行理财规模为15.95亿元,占比27.69%。2020年公司投资收益实现情况较好,投资业务整体收益金额同比大幅增长74.19%至3.24亿元,主要得益于2020年公司三类投资标的收益金额均有增长。

截至2020年末,公司债券投资均为公司增信的债券;公司购买的理财产品到期期限主要在3个月以内,占比81.19%,主要为银行结构性存款和保本理财。截至2020年末,公司债券和委托贷款投资无违约项目;截至2020年末,公司委托贷款余额的74.50%投放于信用增进业务客户,客户重叠程度较高,且委托贷款系公司投资业务的第一大组成部分,需对公司在信用风险集中暴露时面临的叠加风险保持关注。

表8 公司投资收益明细(单位:亿元)

投资标的	2018年		2019年		2020年	
	期末余额	收益	期末余额	收益	期末余额	收益
债券投资	4.40	0.02	14.30	0.56	19.88	1.15
委托贷款	5.00	0.19	17.00	0.88	21.78	1.66
银行理财	21.35	1.30	15.35	0.42	15.95	0.43
合计	30.75	1.51	46.65	1.86	57.61	3.24

注:1.上表投资收益明细为公司母公司口径;2.表中部分合计数与各相加数之和的尾数存在差异系四舍五入造成

资料来源:公司提供,联合资信整理

3. 未来发展

公司战略清晰,符合自身特点和优势,具有较好发展前景,但仍需关注宏观经济下行及城投等行业政策变动对其担保资产质量的影响。

公司秉承专业化、市场化的经营理念,继续坚持“立足四川、辐射西部、面向全国”的发展定位,推进“增信、投资、资金”三大平台建设,打造债券综合服务商品品牌,围绕成渝地区双城

经济圈建设国家战略和四川省委“一干多支”区域协同发展战略，支持四川省重大战略、重要区域、重点产业等，为企业的债券发行提供增信服务，分担分散企业融资风险，撬动更多金融资源投向四川，提高直接融资比例，降低企业融资成本，服务区域经济高质量发展。

九、风险管理分析

1. 风险管理制度

跟踪期内，公司进一步完善了风险管理制度体系，但公司成立时间较短，随着增信业务规模的迅速扩大，风险管理能力仍需检验。

跟踪期内，公司为提升业务风险防范能力，对《全面风险管理制度》进行了修订，进一步完善公司风险管理制度中与业务管理相关的规定，在业务管理方面加强风险管理的有效性。跟踪期内，公司制定并修订了《业务项目类档案管理实施细则(暂行)》《项目评审工作指引(暂行)》《经营管理制度建设管理暂行办法》《地方政府融资平台业务工作指引》等一系列规章制度，进一步健全公司风险管理制度体系。由于公司成立时间较短，并且自成立以来增信业务规模迅速扩张，公司风险管理的有效性仍需检验。

公司采用业务风险五级分类的方法进行风险精细化管理，公司按照全面原则、审慎原则和动态原则进行风险分类。综合考量业务对象还款能力、还款意愿、还款记录、担保情况及债务偿还的法律责任等因素，公司将业务风险分为为正常、关注、次级、可疑和损失五类，其中后三类合称为不良资产。截至2020年末，公司资产均划分为正常类。

2. 风险缓释措施

跟踪期内，公司设置反担保措施的增信项目余额占增信业务余额的比例较高；地方政府融资平台项目的准入标准较为严格。

公司可接受的风险缓释措施包括土地、房产、股权、应收款项等抵质押物以及第三方保证等。截至2020年末，公司尚在存续期内的增信余额为457.06亿元，设置反担保措施的增信余

额438.40亿元，覆盖增信业务余额的比例为95.92%；主要反担保措施为第三方保证的增信项目余额50.68亿元，覆盖增信业务余额的比例为11.09%。对于地方政府融资平台项目，公司根据融资平台隶属的政府行政级别、财政实力、财务指标和债务负担状况，制定了较为严格的准入标准，原则上为市级以上平台或成都市区县平台。

3. 风险管理水平

跟踪期内，公司增信业务未发生代偿，投资业务无违约情况发生，整体风险管理表现良好。

自成立至2020年末，公司增信业务未发生过代偿，投资业务亦无违约情况发生。截至2020年末，公司所有增信项目及委托贷款投资资产均为正常类。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年财务报表，均经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并被出具了无保留的审计意见。从合并范围来看，2020年公司合并范围未发生变化情况；2020年，公司无会计政策及会计估计变更情况。整体看，公司财务数据可比性强。

截至2020年末，公司资产总额77.27亿元，负债总额15.07亿元，所有者权益合计62.20亿元，其中归属于母公司所有者权益62.17亿元；2020年，公司实现营业收入9.00亿元，其中增信业务收入5.31亿元；实现利润总额7.67亿元；经营活动现金流量净额3.51亿元，期末现金及现金等价物净增加额4.09亿元。

2. 资本结构

2020年末，公司债务规模略有下降，由于公司发行永续期公司债券导致净资产规模增长，实际资产负债率有所下降，公司杠杆水平较低。

截至2020年末，公司负债总额15.07亿元，较年初小幅下降4.57%，主要系偿还了部分长期

借款所致。截至2020年末，公司无短期借款；长期借款9.00亿元，均为信用借款，较年初下降12.64%；2020年公司新增应付债券5.00亿元，为

2020年发行的票面金额为5.00亿元的“20天信01”公司债；负债中的其他科目规模均较小，占比亦很低。

表9 公司负债构成及杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
负债总额	0.43	15.79	15.07
其中：短期借款	0.00	5.00	0.00
长期借款	0.00	10.30	9.00
应付债券及票据	0.00	0.00	5.00
实际资产负债率	0.98	26.38	19.37
全部债务	0.00	15.30	13.99
其中：短期债务	0.00	5.00	0.00
长期债务	0.00	10.30	13.99
全部债务资本化比率	0.00	25.87	18.37

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年末，公司全部债务13.99亿元，较年初小幅下降8.51%；从构成上看，全部为长期债务，其中长期借款到期日均在2023年以后。截至2020年末，公司实际资产负债率19.37%，全部债务资本化比率为18.37%，较年初分别下降7.01和7.51个百分点，主要系公司发行永续期债券导致所有者权益增长所致。公司整体杠杆水平较低。

2020 年末，受公司发行永续期债券影响，公司所有者权益规模有所增长，权益稳定性较好。

2020年，公司发行永续期公司债券“20天信Y1”“20天信Y2”，票面金额合计15.00亿元，受此影响，截至2020年末，公司所有者权益合计62.20亿元，较年初增长41.94%；其中，归属于母公司所有者权益占比99.95%，较年初变化不大；在归属于母公司所有者权益中实收资本占比64.34%，其他权益工具占比24.12%；未分配利润占比7.16%。2020年，公司分配现金股利1.71亿元，占2019年净利润比重的71.03%，分红力度较大，利润留存对资本金补充一般。

3. 资产质量

2020 年末，公司资产规模较年初有所提升，构成变动不大，仍以现金及存放中央银行存款、银行理财产品、委托贷款和债券投资资产为主，

整体资产质量较好，但随着经济下行压力加大，债务人信用风险提升，需对公司投资资产质量变化保持关注。

截至2020年末，公司资产总额77.27亿元，较上年末增长29.62%，主要系公司增加投资业务规模所致；公司资产主要由现金及存放中央银行存款（占比21.58%）、持有至到期投资（占比25.73%）和应收款项类投资（占比48.84%）组成。

公司现金及存放中央银行存款主要为银行存款和其他货币资金，其中其他货币资金主要为7天通知存款、定期存款和协定存款。截至2020年末，公司现金及存放中央银行存款16.67亿元，较年初增长32.51%，主要系其他货币资金的增长所致。截至2020年末，公司货币资金不存在使用受限情况。

公司应收款项类投资主要包括银行理财产品和委托贷款。截至2020年末，公司应收款项类投资37.73亿元，较年初增长16.64%，主要系委托贷款业务规模增加所致。截至2020年末，应收款项类投资中，委托贷款余额为21.78亿元，全部为正常类，银行理财产品余额为15.95亿元，较年初分别增长28.12%和3.93%；公司未对委托贷款计提减值准备。

公司持有至到期投资全部为债券投资，全部为公司持有的公司增信的债券。公司逐步增

加债券投资规模，因此持有至到期投资持续增长，截至 2020 年末，公司持有至到期投资 19.88 亿元，较上年末增长 39.02%，投资期限以 3~5

年期为主，小部分为 7 年，公司未对持有至到期投资计提减值。

表 10 公司资产质量情况 (单位: 亿元)

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额	42.57	59.61	77.27
现金及存放中央银行存款	11.75	12.58	16.67
持有至到期投资	4.40	14.30	19.88
应收款项类投资	26.35	32.35	37.73
其中：理财产品	21.35	15.35	15.95
委托贷款	5.00	17.00	21.78

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

4. 盈利能力

2020 年，公司增信业务和投资业务收入较快增长，利润规模持续提升，盈利水平持续增强，整体盈利能力很强。

公司营业收入主要来自增信业务收入、投资收益和利息收入。随着公司业务的快速发展，公司营业收入快速增长，2020 年，公司实现营业收入 9.00 亿元，同比增长 76.61%，主要系增信业务收入和投资收益的大幅增长。

公司营业支出主要为业务及管理费和利息

支出。2020 年，公司营业支出 1.31 亿元，同比增长 136.67%，主要为业务及管理费 0.40 亿元，占比 30.30%，以及利息支出 0.82 亿元（全部为借款利息支出），占比 62.46%。2020 年，公司营业费用率为 4.42%，较上年末有所下降。

2020 年，公司实现利润总额 7.67 亿元，同比增长 69.05%。盈利指标方面，2020 年，公司营业利润率为 85.40%，较 2019 年下降 3.71 个百分点；净资产收益率较 2019 年有所上升，2020 年为 10.88%。

表 11 公司盈利能力指标 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	2.79	5.09	9.00
其中：增信业务收入	1.18	2.79	5.31
投资收益	1.51	1.86	3.23
利息收入	0.10	0.45	0.35
营业支出	0.22	0.55	1.31
其中：业务及管理费	0.18	0.28	0.40
利息支出	0.00	0.19	0.82
营业利润	2.58	4.54	7.68
利润总额	2.58	4.54	7.67
净利润	1.93	3.38	5.77
营业费用率	6.41	5.58	4.42
营业利润率	92.22	89.10	85.40
资产收益率	4.65	6.61	8.42
净资产收益率	4.68	7.86	10.88

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

表 12 同行业 2020 年财务指标比较 (单位: %)

项目	净资产收益率	资产收益率
中证信用增进股份有限公司	8.17	5.13

中债信用增进投资股份有限公司	4.74	3.28
晋商信用增进投资股份有限公司	5.27	1.48
上述样本企业平均值	6.06	3.30
天府增进	10.88	8.42

资料来源：公司财务报告、公开资料，联合资信整理

与同行业企业相比，公司盈利指标优于样本企业平均值。

5. 资本充足率及代偿能力

公司资本实力很强，代偿能力和净资本相关指标表现较好，公司资本充足、代偿能力极强。

公司面临风险主要来源于增信项目的代偿。

在发生代偿后，如果不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受其增信业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于增信业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

表13 公司资本充足性和代偿能力指标（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
增信责任余额	76.20	242.96	372.08
净资产	42.14	43.82	62.20
净资本	38.24	36.23	52.59
增信放大倍数	1.81	5.54	5.98
净资本增信倍数	1.99	6.71	7.08
净资本/净资产比率	90.76	82.67	84.54
净资本覆盖率	501.86	149.12	141.33
代偿准备金比率	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

根据公司 2020 年末的资产情况，估算出公司 2020 年末的净资本为 52.59 亿元，较 2019 年末有所增长，主要系发行永续期公司债券所致；净资本/净资产比率为 84.54%，公司的净资本/净资产比率处于较高水平，主要系公司货币资金、购买银行理财产品及债券投资规模较大，且上述资产计算净资本时的折扣比例较小所致。公司增信业务自 2018 年开始较快发展，增信业务余额及增信业务责任余额均有较大幅度增长，截至 2020 年末，公司增信业务放大倍数和净资本增信倍数分别为 5.98 倍和 7.08 倍。

联合资信根据增信业务的风险特性，对公司的客户信用情况、行业及地区分布、增信项目期限分布以及反担保措施等因素进行综合评估，估算公司增信业务的组合风险价值，并估算了净资本对增信业务组合潜在风险价值的覆盖程度。经估算，公司 2020 年末的净资本覆盖率为 141.33%，净资本对增信业务组合风险价值的覆

盖程度处于较好水平。

截至 2020 年末，公司增信业务无代偿发生，故公司代偿准备金比率为 0.00%。

6. 或有事项

截至 2020 年末，公司不存在除增信业务外的对外担保情况，且不存在作为被告的重大未决诉讼情况。

十一、 存续期内债券偿还能力分析

截至2021年4月底，公司无一年内到期的存续债券，无短期偿债压力，但存在一定集中兑付压力，考虑到公司股东背景很强，自身资本实力很强且资产质量较好等因素，公司对存续期内债券偿还能力极强。

截至2021年4月底，公司存续债券余额共 20.00 亿元，无一年内到期的债券。考虑到“20 天信 Y1”“20 天信 Y2”和“20 天信 01”的首

次行权日均为2023年，待偿还本金分别为10.00亿元、5.00亿元和5.00亿元，合计20.00亿元，2023年达到存续债券待偿本金峰值，公司面临一定集中兑付压力。截至2020年底，公司现金类资产19.07亿元；2020年经营活动现金流入量、经营

活动现金流净额和净利润分别为6.11亿元和3.51亿元和5.77亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的0.31倍、0.18倍和0.29倍，经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和净利润对待偿债券本金峰值保障能力良好。

表 14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	20.00
现金类资产/一年内到期债券余额	/
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.31
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.18
净利润/未来待偿债券本金峰值	0.29

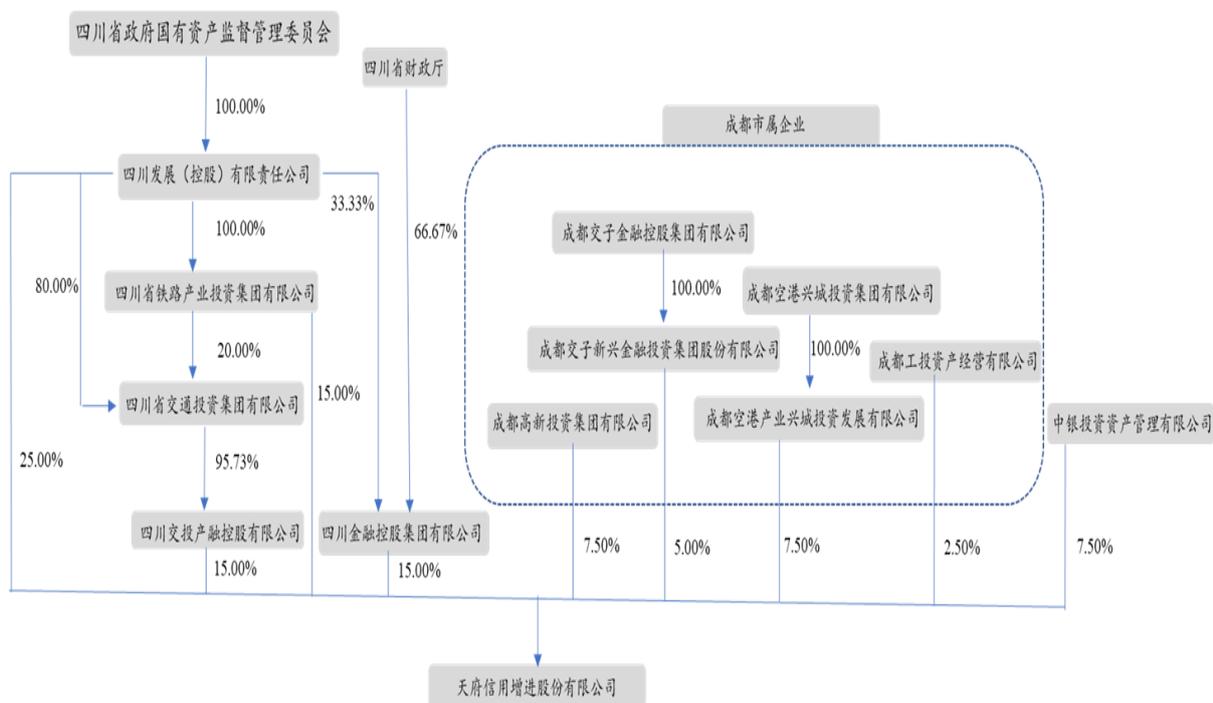
注：存续债券余额按截至 2021 年 4 月底数据统计，计算一年内到期债券余额和未来待偿债券本金峰值时假设债券在最近一个行权日全额回售或赎回

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

十二、结论

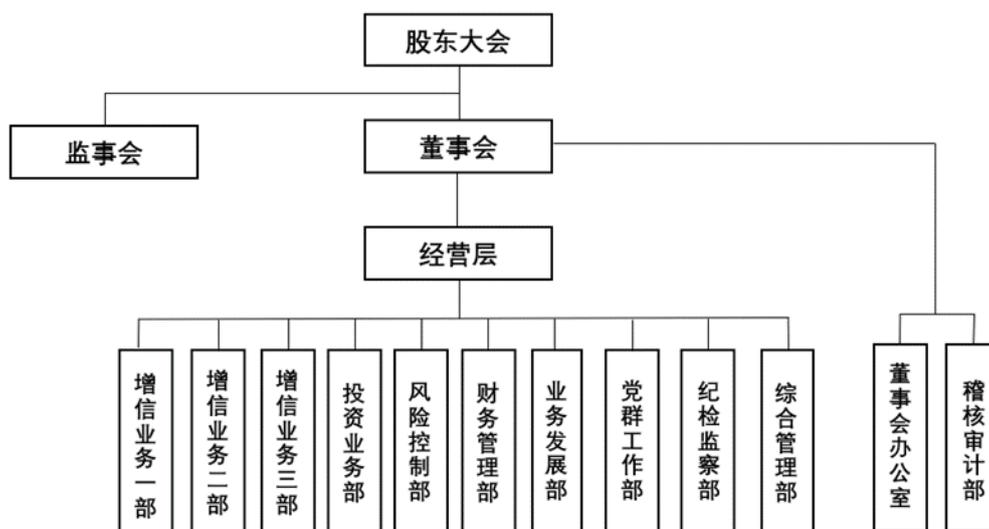
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“20天信Y1”“20天信Y2”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底天府信用增进股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底天府信用增进股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务及业务数据			
资产总额（亿元）	42.57	59.61	72.77
所有者权益（亿元）	42.14	43.82	62.20
净资本（亿元）	38.24	36.23	52.59
营业收入（亿元）	2.79	5.09	9.00
利润总额（亿元）	2.58	4.54	7.67
期末增信责任余额（亿元）	76.20	242.96	372.80
财务及业务指标			
实际资产负债率（%）	0.98	26.38	19.37
资产收益率（%）	4.65	6.61	8.42
净资产收益率（%）	4.69	7.86	10.88
增信放大倍数（倍）	1.81	5.54	5.98
净资本增信倍数（倍）	1.99	6.71	7.08
净资本/净资产比率（%）	90.76	82.67	84.54
净资本覆盖率（%）	501.86	149.12	141.33
代偿准备金率（%）	0.00	0.00	0.00
累计增信代偿率（%）	0.00	0.00	0.00
当期增信代偿率（%）	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
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	
单一客户集中度	单一最大客户增信责任余额/净资产余额×100%
前五大客户集中度	前五大客户增信责任余额/净资产余额×100%
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期增信代偿率	当期增信代偿额/当期解保额×100%
累计增信代偿率	累计增信代偿额/累计解保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计增信代偿额×100%
费用收入比	业务及管理费/营业收入×100%
资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
净资本	经调整的资产—经调整的负债
增信放大倍数	期末增信责任余额/ (净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)
净资本增信倍数	期末增信责任余额/净资本
实际资产负债率	(负债总额-专项准备金) / 资产总额×100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/增信业务组合风险价值×100%
代偿准备金率	当时代偿额/期末各项风险准备金之和×100%

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 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。

附件 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

