



2017年第一期、2018年第一期成都花园水城城乡建设投资有限责任公司公司债券 2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2017年第一期、2018年第一期成都花园水城城乡建设投资有限责任公司公司债券2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
17 蓉花园债 01	AA	AA
18 蓉花园债 01/ PR 蓉园 01	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持成都花园水城城乡建设投资有限责任公司（以下简称“水城建投”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“17 蓉花园债 01”以及“18 蓉花园债 01/ PR 蓉园 01”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：金堂县经济总量增长较快，迎成都“东进”与“北改”等战略机遇，公司业务区域逐渐由金堂县城区转移至淮州新城，项目代建业务收入仍具有较好持续性，且获得的外部支持力度仍较大；同时中证鹏元也关注到公司整体资产流动性较弱，经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

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

评级日期

2022 年 6 月 23 日

联系方式

项目负责人：龚程晨
gongchch@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松
chenjs@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 年	2020 年	2019 年
总资产	224.34	198.95	185.36
所有者权益	91.18	72.74	71.80
总债务	62.91	60.43	57.49
资产负债率	59.36%	63.44%	61.26%
现金短期债务比	0.21	0.09	0.20
营业收入	1.74	2.23	4.09
其他收益	0.71	0.94	0.99
利润总额	1.26	1.25	1.06
销售毛利率	35.42%	16.14%	13.09%
EBITDA	1.42	4.48	3.48
EBITDA 利息保障倍数	0.28	0.99	0.90
经营活动现金流净额	-6.66	-4.55	-9.23
收现比	117.48%	101.36%	60.41%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **金堂县经济总量增速较快，固定资产投资保持高速增长，作为成都市东北门户重点布局先进制造业。**金堂县是成都市辐射带动川东北经济区的第一门户，以淮州新城为重心布局节能环保、智能装备等先进制造业。近年 GDP 增速较快，固定资产投资增速高，随着成渝地区双城经济圈、成都“东进”与“北改”等战略机遇交汇，金堂县面临的发展环境较好。
- **公司项目代建业务持续性较好。**公司作为金堂县重要基础设施建设主体之一，业务区域逐渐由金堂县城区转移至淮州新城，主要负责淮州新城基础设施和安置房建设工作；截至 2021 年底，公司主要在建的代建项目尚需投资规模较大，项目代建业务持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2021 年公司获得政府无偿划入的砂石经营权 17.82 亿元，获得财政补助资金 0.71 亿元，占当期利润总额的 56.35%。

关注

- **公司整体资产流动性较弱，其他应收款对公司资金形成较大占用。**公司资产以土地、开发成本和其他应收款为主，土地及开发成本即时变现能力较弱，其他应收款对公司资金形成较大占用；截至 2021 年末，存货土地中账面价值为 59.57 亿元、占比 82.40%的土地资产已用于抵押，流动性受限。
- **公司经营活动现金流表现较差，资金压力较大。**近年来公司经营活动现金流持续净流出，表现较差，截至 2021 年底，公司主要在建项目尚需投入资金规模较大。
- **面临较大的偿债压力。**截至 2021 年末，公司总债务规模较大且持续增加，其中短期债务占比有所上升，现金短期债务比仍处于低位，EBITDA 利息保障倍数快速下滑至较低水平。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保金额占当期末净资产的 43.18%，被担保对象主要是当地国企，但均无反担保措施。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	3		资产负债率	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	1
	公共财政收入	2		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	中等			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	5			
	业务多样性	2			
业务状况等级		中等	财务风险状况等级		中等
指示性信用评分					a+
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					a+



外部特殊支持调整	2
公司主体信用等级	AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-06-26	陈刚、陈洪	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+	2016-08-09	胡亮亮、董斌	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA+	2016-04-22	杨再昆、林心平	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
17 蓉花园债 01	6.00	3.60	2021-06-26	2024-09-11
18 蓉花园债 01/ PR 蓉园 01	6.00	3.60	2021-06-25	2025-06-13

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2017年9月公开发行6.00亿元“17蓉花园债01”，于2018年6月公开发行6.00亿元“18蓉花园债01/PR蓉园01”，募集资金原计划用于金堂县淮口九龙安置房建设项目和补充公司流动资金。截至2022年6月9日，“17蓉花园债01”、“18蓉花园债01/PR蓉园01”募集资金专项账户余额合计6,562.68元。

三、发行主体概况

跟踪期内，金堂县国有资产监督管理和金融工作局（以下简称“国资金融局”）于2021年12月6日将公司100.00%股权无偿划转至成都东进淮州新城投资集团有限公司（以下简称“淮投集团”）。截至2022年5月31日，公司注册资本和实收资本仍均为10.00亿元，控股股东为淮投集团，实际控制人为国资金融局。2021年8月30日，淮投集团免去何忠公司董事、总经理职务，任命黄德勇为公司董事、总经理；免去刘治坤公司董事职务，任命范春华为公司董事。

跟踪期内因子公司成都水城砂石投资管理有限公司100.00%股权无偿划出，公司合并范围内减少子公司1家。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
成都水城砂石投资管理有限公司	100.00%	0.22	砂石经营	股权无偿划出

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、

4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021 年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势

2021 年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。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》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或

流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

作为成都市辐射带动川东北经济区的第一门户，随着成渝地区双城经济圈、成都“东进”与“北改”等战略机遇交汇，金堂县面临的发展环境较好；近年经济保持较快发展，但工业基础薄弱，财政收入质量不高，地方政府债余额持续快速扩张

区位特征：金堂县为成都市远郊县，县内淮州新城是成渝北线重要节点之一，是成都市东北向发展的重要门户。金堂县是成都市下属20个区县之一，地处四川盆地中部、成都平原东北部边缘，龙泉山脉由北向南斜贯县境。县内位于龙泉山脉东西两侧的地区经济发展较为不平衡，其中西侧为主城区，东侧开发相对落后，目前位于东侧的淮州新城被定位为成都“东进”战略主战场，淮州新城为成渝北线重要节点之一，是成都市东北向发展的重要门户城市，依托成南、成巴等重要交通廊道融入成渝双城经济圈建设，未来发展潜力较大。从交通条件来看，全县大部介于成都第二、第三绕城高速之间，属成都远郊县。2020年末金堂县公路总里程4,579.8公里，其中高速91.3公里。与其他远郊区县相比，金堂县轨道交通相对不发达，目前尚无城轨通往成都主城区，正推进淮口南站交通枢纽工程建设，建成后该站至成都主城区仅需18分钟。全县面积1,154平方公里，辖10个镇、6个街道和2个省级开发区。根据第七次全国人口普查数据，金堂县常住人口为80.04万人，较2010年常住人口增长11.59%。

图1 金堂县“淮州为核、三区联动”城市发展格局示意图



资料来源：《金堂县国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，中证鹏元整理

经济发展水平：金堂县经济总量（GDP）在成都市 20 个区县中排名第 13，增速较快，以固定资产投资为主要驱动力，经济发展水平在成都市远郊区县¹中尚可。2021 年金堂县实现地区生产总值 524.40 亿元，在成都市 20 个区县中排名第 13，在成都市 10 个远郊区县中排名第 3，近三年 GDP 增速均高于全国和成都市平均水平，其中固定资产投资为拉动经济增长的主要驱动力，2020 年固定资产中第二产业投资同比增长 24.1%，高于全社会固定资产投资增速 11.3 个百分点。金堂县三次产业结构由 2019 年的 13.3 : 39.0 : 47.7 调整为 2021 年的 13.2 : 39.0 : 47.8，产业结构变化不大，第三产业比重占据主导地位。近年来金堂县人均 GDP 有所提升，但仍处较低水平。

表2 2021 年成都市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
龙泉驿区	1,504.39	7.2%	11.18	78.71	95.12
青羊区	1,454.93	8.1%	15.22	93.62	22.05
双流区	1,130.56	8.7%	7.71	90.17	110.58
郫都区	724.20	8.0%	5.21	50.92	48.45
金堂县	524.40	9.0%	6.55	41.96	57.10
新津区	444.41	8.6%	12.22	32.77	38.00
邛崃市	386.32	8.6%	6.41	30.48	35.82
蒲江县	203.90	8.7%	7.98	12.48	13.12

注：人均GDP根据地区常住人口和GDP计算。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、各区县统计局等，中证鹏元整理

¹ 根据区域地理及经济区位特征划分，本报告中远郊区县指青白江区、金堂县、都江堰市、彭州市、新津区、简阳市、崇州市、邛崃市、大邑县和蒲江县共 10 个区县（市）。

表3 金堂县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		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）	524.40	9.0%	468.89	5.8%	440.40	8.7%
固定资产投资	371.90	19.3%	366.80	12.8%	325.10	11.6%
社会消费品零售总额	143.70	19.3%	120.40	-0.4%	98.40	11.4%
人均 GDP（万元）		6.55		6.50		6.10
人均 GDP/全国人均 GDP		80.91%		89.72%		86.64%

资料来源：金堂县 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报、金堂县统计局等，中证鹏元整理

产业情况：金堂县工业基础薄弱，重点发展淮州新城的节能环保产业。金堂县拥有淮州新城、天府水城、金堂食用菌产业园区三大产业功能区，其中淮州新城为金堂县发展重心，已建成成阿工业园和金堂工业园两个省级工业园区，重点布局节能环保产业（光伏）等，但产值规模尚小，产业集群效应不突出。2019-2021 年，金堂县规上工业增加值分别增长 12%、9.1%和 22.0%，2020 年受疫情等因素影响增长放缓，当年末规上工业企业实现营业收入 196 亿元，同比增长 7.9%；实现利税总额 17.5 亿元，同比增长 53.0%；2021 年全县 198 户规模以上工业企业实现产值 319.2 亿元，同比增长 50.6%。根据金堂县政府规划，未来金堂县将继续融入成渝地区双城经济圈产业布局，主动服务东进区域建设成渝地区重要的先进制造业战略部署，推动成德眉资产业协同发展，构建“133”现代产业体系，即以绿色制造为龙头，以现代商贸、现代文旅、现代农业为重点，以总部平台、创新创业、数字智能为方向。

表4 金堂县三大产业功能区定位

功能区名称	发展定位
淮州新城	先进制造业主要承载地，重点布局节能环保（光伏）、通用航空、应急安全三大主导产业。节能环保主要布局光伏新能源，重点企业有中节能、环能德美、通威光伏新能源，已落户节能环保企业 129 户，已引进通威光伏产业基地项目（总投资约 200 亿元）。2020 年 125 户节能环保规上企业实现产值 158 亿元，28 户应急安全规上企业实现产值 55 亿元。
天府水城（金堂县城） 食用菌产业园区	依托临近成都国际铁路港枢纽的交通区域优势，布局以大临港智造、大商贸流通、大文旅运动为主导，生产性服务业为配套的产业发展体系。 定位为“绿色产业之都·中国菌乡新城”、中国菌业中心与国家级食品精深加工基地。

资料来源：《金堂县国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》和金堂县政府官网，中证鹏元整理

发展规划及机遇：随着成渝地区双城经济圈、成都“东进”与“北改”等战略机遇交汇，金堂县面临的发展环境较好。2021 年 10 月，中共中央、国务院印发了《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，明确提出推动成都东进，以促进制造业高质量发展为重点将成都东部建成与重庆联动的重要支点。成都市推动成渝地区双城经济圈建设工作领导小组办公室印发《发挥区（市）县改革创新主体作用推动成渝地区双城经济圈建设工作方案（2021—2025）》，其中提出了引领构建双城经济圈发展新格局，高起点推动城市东进，打造双核联动双圈互动重要支点，明确了联动淮州新城和简阳市、龙泉驿区，集聚发展先进制造业和生产性服务业。此外，金堂县还被纳入成都“北改”战略规划，全面对接成都国际铁路港经开区产业发展、功能承载能力外溢等需求，未来或将受益于天府水城（金堂县城）与欧洲产业城、青白

江国际铁路港两大产业功能区联动发展。

财政及债务水平：近年来金堂县一般公共预算收入稳步提升，但收入质量持续降低，财政自给能力偏弱，地方政府债务余额持续快速扩张。近三年金堂县一般公共预算收入稳步增长，但税收收入占比持续下降，非税收入占比较高，主要由国有资本经营收入和国有资源（资产）有偿使用收入构成；同期金堂县财政自给率逐渐提升，但水平仍偏低。金堂县近三年政府性基金收入规模有小幅波动，2021年实现政府性基金收入 57.10 亿元，且以国有土地使用权出让收入为主，占比达 96.04%。区域债务方面，2019-2021 年金堂县地方政府债务余额持续快速扩张，复合增长率达 30.87%，地方宽口径政府债务率高，区域债务压力较大。

表5 金堂县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	41.96	38.60	35.50
税收收入占比	41.90%	48.32%	51.80%
财政自给率	61.03%	59.78%	52.89%
政府性基金收入	57.10	50.03	53.11
地方政府债务余额	173.97	139.92	101.58

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：金堂县政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，金堂县下属投融资平台数量较多，主要发债平台有 9 家。根据成都市委网站相关信息，2020 年金堂县按照“一功能区一国企，一国企一定位”的原则，整合了原有县属国有企业，组建了三家核心投资运营集团，分别聚焦三大产业功能区建设，其中成都天府大港集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司分别负责天府水城（金堂县城）和淮州新城的基础设施投融资建设，下属发债平台数量分别为 4 家和 3 家；成都金农兴实业集团有限公司作为农业板块投资运营主体，主要负责食用菌产业园开发建设。

表6 截至 2021 年末金堂县主要投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
成都天府大港集团有限公司	金堂县国有资产监督管理和金融工作局	-	-	-	-	天府水城（金堂县城）主要的基础设施投融资建设主体
成都东进淮州新城投资集团有限公司	金堂县国有资产监督管理和金融工作局	-	-	-	-	淮州新城主要的基础设施投融资建设主体
成都金农兴实业集团有限公司	金堂县国有资产监督管理和金融工作局	-	-	-	-	农业板块投资运营主体，主要负责食用菌产业园开发建设
成都天府水城城乡水务建设有限公司	成都天府大港集团有限公司	246.19	36.35%	10.46	132.20	水利水务基础设施建设的重要主体
金堂县国有资产投资经营有限责任公司	成都天府大港集团有限公司	264.17	40.74%	19.75	99.10	本部主要负责金堂县内的基础设施及安置房建设业务
四川成阿发展实业有限公司	金堂县国有资产投资经营有限责任公司	104.63	50.83%	9.81	63.72	成阿工业园区内的基础设施及安置房建设业务
四川花园水城城乡产业发展投资开发有限责任公司	成都天府大港集团有限公司	121.98	50.38%	5.50	105.06	全县市政基础设施建设，棚户区改造最主要的实施主体

成都金堂发展投资有限公司	成都天府大港集团有限公司	80.78	44.22%	5.29	38.21	道路、管网、安置房等代建，同时开展商品房开发业务
成都花园水城城乡建设投资有限责任公司	成都东进淮州新城投资集团有限公司	91.18	59.36%	1.74	63.41	城市道路、桥梁等基建以及学校、医院等事业单位配套基建
金堂县现代农业投资有限公司	金堂县国有资产监督管理和金融工作局	83.03	37.03%	10.51	36.58	全县现代农业基础设施、食用菌产业园配套设施项目代建
金堂县兴金开发建设投资有限公司	成都东进淮州新城投资集团有限公司	65.93	58.65%	13.12	53.63	承担淮口镇及省级开发区四川金堂工业园区的基建任务
金堂县鑫垚建设投资有限公司	成都东进淮州新城投资集团有限公司	93.12	26.09%	9.21	28.82	淮州新城北部副中心主要建设主体之一

注：财务数据为2021年度数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库等，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2021年公司实现营业收入1.74亿元，同比下降21.97%，主要系疫情反复而影响了项目施工进度，使得确认的代建收入也相应减少。毛利率方面，2021年项目代建收入毛利率大幅增加，主要系结算以前年度项目较多，该部分项目采用净额法结算（即收入等于利润）而毛利偏高所致；同期砂石销售收入毛利率有所提升，综合使得2021年公司销售毛利率较上年明显提升。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
项目代建收入	1.59	43.40%	2.06	16.87%
砂石销售收入	0.13	17.45%	0.16	11.63%
其他收入	0.02	-605.45%	0.01	-40.08%
合计	1.74	35.42%	2.23	16.14%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

2021年项目代建业务是公司的重要收入来源之一，业务具有较好持续性但面临较大资金压力

公司作为金堂县重要基础设施建设主体之一，业务区域逐渐由金堂县城区转移至淮州新城，目前主要负责淮州新城的基础设施和安置房建设工作。业务模式上，公司于2011年12月13日与金堂县财政局签订《回购协议书》，协议约定公司自协议签订之日起所有建设项目在完成建设、验收合格后由金堂县财政局进行回购，金堂县财政局支付公司项目回购款项，回购款项包括经审计确认的项目总投资和投资回报，投资回报为项目总投资的15%；账务处理上，2018年之前，公司采用净额法进行核算，每年按照项目建设进度，将工程投资回报确认为代建收入和利润；资金回笼方面，项目回购款由地方财政局根据财政资金安排和公司资金实际需求情况进行安排支付；2018年开始，公司承接的项目按照代建成本加代建收益（15%）全额法结算确认代建项目收入。

近年公司承担了大量的基础设施项目建设任务，代建收入是公司营业收入的重要来源。2021年公司在建项目149个，项目较为分散，确认项目代建收入1.59亿元，同比下降22.82%；毛利率方面，前期承建的代建项目按照净额结算（即收入等于利润），2018年开始承接的项目按照代建成本加代建收益

(15%) 全额法结算，因2021年结算的前期项目较多，因此公司代建业务的毛利率大幅增加。

截至2021年底，公司主要在建项目计划总投资额合计24.86亿元，已投资4.69亿元，尚需投资20.17亿元，作为金堂县主要的基础设施建设主体，公司未来仍将承担其他项目任务。

公司主要在建项目包括竹篙镇新居工程、金堂县中医医院二期扩建项目、金堂县中医医院二期扩建项目（二装）和金堂县新型城镇化综合试验区学府星兰东苑（A区）工程等，均由金堂县财政局代政府进行回购，未来可形成代建收入，但项目代建业务受工程进度和地方政府政策的影响较大，存在一定不确定性。整体看来，公司代建项目较多，未来业务具有较好的持续性；但所需资金量较大，面临较大的资金压力。

表8 截至2021年12月31日公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	尚需投资	是否代建
在建项目				
金堂县新型城镇化综合试验区学府星兰东苑（A区）工程	5.19	0.17	5.02	是
竹篙镇新居工程	2.99	0.00	2.99	是
金堂县中医医院二期扩建项目	2.80	1.10	1.70	是
金堂县中医医院二期扩建项目（二装）	2.80	0.47	2.33	是
赵杨路道路改造工程（迎宾大道至赵淮路段）	2.07	0.88	1.19	是
能源大厦建设	1.80	0.00	1.80	是
瑞光小学新建工程	1.74	0.43	1.31	是
恒大以西配套道路建设工程（中节能琅园周边配套）	1.17	0.31	0.86	是
淮口社区卫生服务中心业务用房建设项目	0.57	0.25	0.32	是
金堂县人防1706工程	0.46	0.18	0.28	是
金堂县福兴镇三合碑乡村振兴基础设施建设项目	0.43	0.03	0.40	是
金堂实验小学改扩建工程	0.39	0.06	0.33	是
金堂县赵家镇卫生院改扩建项目	0.35	0.16	0.19	是
平桥幼儿园新建项目	0.33	0.12	0.21	是
官仓镇基础设施建设项目	0.32	0.16	0.16	是
金堂县社会福利院迁建项目	0.54	0.09	0.45	是
金堂县淮洲幼儿园新建工程	0.50	0.23	0.27	是
淮口镇瑞光小学周边配套道路	0.41	0.05	0.36	是
合计	24.86	4.69	20.17	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021 年公司砂石业务收入略有减少，但毛利率大幅增加，随着更大范围砂石经营权的划入，公司砂石经营业务规模有望不断扩大

金堂县拥有储量较为丰富的建筑用砂、砾石矿床，多产于砂砾石夹沙层及县境内主干河流中，砂砾石年产量约50-120万立方米。公司拥有当地的砂石开采权，通过开采砂石并委托加工对外销售，实现砂石销售收入。

2021年砂石销售收入为0.13亿元，略有下降；从毛利率来看，2021年公司砂石业务毛利率大幅增加至17.45%，主要系开采的砂石原材料的质量相比之前有所提升。2021年公司对前三名客户销量占总销量的比例升至36%，集中度有所上升。2021年国资金融局将金堂县赵镇、淮口、白果、高板街道、三溪镇400块建设用地地下建筑用砂岩资源经营权划转给公司，公司未来砂石销售收入有望不断扩大。

表9 2020-2021年公司砂石业务情况（单位：立方米、元/立方米）

年份	产量	销量	均价	产销率	前三名客户销量占比
2021年	52,330	123,195	140	235.42%	36%
2020年	90,520	160,071	137	176.84%	19%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司在资产划拨和财政补贴等方面继续得到政府较大的支持

公司作为金堂县重要基础设施建设主体之一，继续在资产划拨和财政补贴等方面得到地方政府的较大支持。资产划拨方面，2021年国资金融局将评估价值17.82亿元的砂石经营权无偿划入公司。财政补贴方面，根据金堂县财政局文件（金堂财政发[2021]150号），公司获得0.66亿元基础设施建设专项补助，2021年公司合计获得政府补助0.71亿元，计入公司其他收益，占当期利润总额的56.35%。

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公司2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年纳入公司合并报表范围的子公司减少1家，为成都水城砂石投资管理有限公司。

资产结构与质量

公司资产规模持续增加，仍以其他应收款、土地和项目开发成本为主，大部分土地资产已抵押受限，整体资产流动性仍然较弱

随着项目建设投入及砂石资产划入，公司资产规模持续增加，截至2021年末，公司资产总额同比增长12.76%，资产结构仍以流动资产为主。

2021年末货币资金余额同比有所增长，主要是银行存款，无使用受限情况。截至2021年末，其他应收款规模有所下降，但整体规模仍较大，主要为与金堂县政府部门及国企事业单位的往来款，前五大应收对象为金堂县财政局、金堂通达建设有限责任公司、成都成金资产管理有限公司、成都成金物业服务有限公司、金堂县国有资产投资经营有限责任公司，前五大应收对象占比87.70%，回收风险可控，但回

收时间存在较大不确定性，且部分账龄较长，对公司营运资金形成较大占用。

2021年末公司存货账面价值较大且持续增长，主要包括拟开发土地72.29亿元和开发成本70.65亿元。其中，土地资产共计63宗地，面积合计为481.23万平方米，均是出让性质的商住、二类居住用地或城镇住宅用地，其中账面价值为59.57亿元、占比82.40%的土地资产已用于抵押，流动性受限；存货中开发成本均是公司承接的已完工或在建的政府代建项目，2021年末增长较多主要系新项目开工和在建项目持续投入增加所致。公司非流动资产主要为无形资产和投资性房地产，其中无形资产大幅增加17.82亿元，系国金融局划入的金堂县赵镇、淮口、白果、高板街道、三溪镇400块建设用地地下建筑用砂岩资源经营权；而投资性房地产主要为用于出租的商铺。

总体来看，公司资产以其他应收款、土地和开发成本为主，2021年末合计占公司总资产89.96%，其中存货土地中账面价值为59.57亿元、占比82.40%的土地资产已用于抵押，流动性受限；其他应收款回收时间存在较大的不确定性，且部分账龄较长，对公司资金形成占用，整体资产流动性较弱。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.89	1.74%	1.13	0.57%
其他应收款	48.67	21.70%	51.94	26.11%
存货	142.94	63.72%	135.79	68.25%
流动资产合计	201.80	89.96%	194.73	97.88%
投资性房地产	2.56	1.14%	2.68	1.35%
无形资产	17.82	7.94%	0.00	0.00%
非流动资产合计	22.53	10.04%	4.22	2.12%
资产总计	224.34	100.00%	198.95	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2021年公司收入规模下滑较多，受益于项目代建及砂石业务毛利上升以及继续获得较大规模政府补助，利润规模保持稳定

公司作为金堂县重要的基础设施建设主体，承接了金堂县大量的基础设施建设任务。2021年公司项目代建业务因疫情影响施工进度使得确认收入减少，当年营业收入有所下降。毛利率方面，由于部分代建项目结算方式改变，代建业务毛利率快速上升带动销售毛利率大幅上升。收入持续性方面，公司目前承接的在建项目较多，存货中待结算的开发成本规模较大，公司项目代建收入具有较好的持续性，且业务回款情况较好。2021年公司获得0.71亿元的政府补助，有力提升了公司的利润水平。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
收现比	117.48%	101.36%

营业收入	1.74	2.23
营业利润	1.27	1.26
其他收益	0.71	0.94
利润总额	1.26	1.25
销售毛利率	35.42%	16.14%

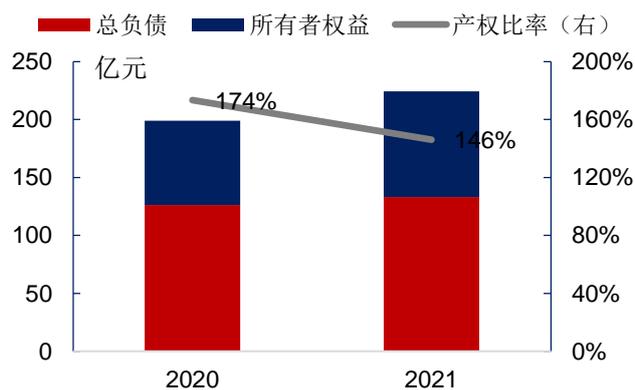
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模继续上升，其中短期债务上升较多，整体偿债压力较大

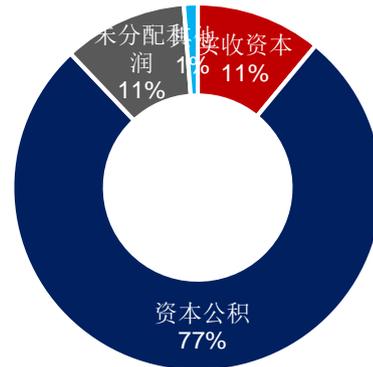
公司负债规模略有增长，2021年末达到133.16亿元；受益于砂石资产划入及经营积累等，2021年公司所有者权益增至91.18亿元，公司产权比率由2021年末的174%降至146%，所有者权益对负债的覆盖程度有一定改善。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

图3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司不存在短期借款；其他应付款期末余额持续上升，主要是公司与淮投集团、四川花园水城城乡产业发展投资开发有限责任公司、成都鑫永晟建设工程有限公司、成都花园水城城市建设集团有限公司及成都水城砂石投资管理有限公司等单位的往来款，具有一定的偿付弹性。2021年公司一年内到期的非流动负债同比增加64.05%，主要系一年内到期的应付债券和长期应付款。

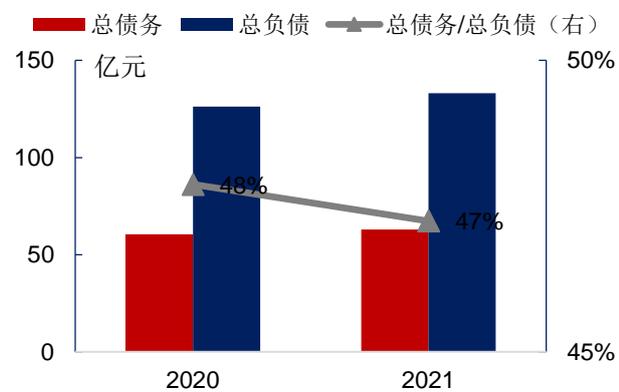
2021年末公司长期借款略有下降，主要借款方有成都农村商业银行金堂支行、光大银行成都兴隆湖支行、光大银行成都八宝街支行和长城华西银行成都分行，利率区间为5.02%-12.00%。应付债券为“16水城建投债”（余额1.76亿元，期限为7年，利率为6.15%）、“17蓉花园债01”（余额3.60亿元，期限为7年，利率为7.50%）、“18蓉花园债01”（余额3.60亿元，期限为7年，利率为8.00%）和“20蓉园01”（余额7.00亿元，期限为7年，利率为6.8%）。2021年末长期应付款余额16.64亿元，较上年末增加36.06%，主要系对四川发展资产管理公司、哈银金融租赁有限责任公司及五矿国际信托有限公司等公司的长期借款，借款利率区间为5.13%-12.80%。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

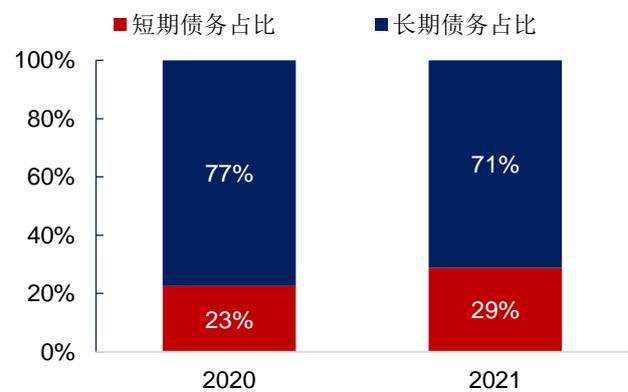
项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	1.67	1.32%
其他应付款	65.14	48.92%	59.84	47.41%
一年内到期的非流动负债	17.16	12.89%	10.46	8.29%
流动负债合计	87.86	65.99%	78.94	62.54%
长期借款	13.12	9.85%	15.76	12.48%
应付债券	15.04	11.29%	18.80	14.90%
长期应付款	16.64	12.50%	12.23	9.69%
非流动负债合计	45.29	34.01%	47.28	37.46%
负债合计	133.16	100.00%	126.22	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务规模为62.91亿元，同比有所增加，占公司负债总额的比重达47%，短期债务占比有所上升。公司债务期限结构以长期债务为主，但由于一年内到期的应付债券和长期应付款增加较多，公司仍面临较大的集中偿债压力。

图4 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

图5 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司资产负债率为59.36%，负债水平偏高；2021年末公司现金短债比有所改善，但仍处于较低水平，现金类资产对短期债务的保障能力较弱。2021年末EBITDA对利息的保障程度较2020年下滑较多，公司盈利对利息的保障程度较弱。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2021年	2020年
资产负债率	59.36%	63.44%
现金短期债务比	0.21	0.09
EBITDA 利息保障倍数	0.28	0.99

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，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2019年1月日至报告查询日（2022年5月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额合计共39.37亿元，占当年末净资产的比重为43.18%，被担保方均为金堂县的国有企业，但公司对外担保均未设置反担保措施，整体来看，公司存在较大的或有负债风险。

表14 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
成都望城投资有限责任公司	7.77	2025.05.05	否
	1.28	2025.06.20	否
	0.97	2022.12.28	否
	0.35	2025.06.23	否
四川花园水城城乡产业发展投资开发有限责任公司	5.95	2026.09.16	否
成都金堂发展投资有限公司	1.80	2023.04.20	否
	0.59	2022.01.22	否
	0.48	2022.03.06	否
	0.37	2022.01.10	否
	0.30	2022.12.20	否
	0.29	2022.02.14	否
	0.24	2023.03.20	否
	0.19	2023.03.21	否
	0.11	2022.02.07	否
	0.08	2022.03.06	否
0.06	2022.02.28	否	
成都成金物业服务有限公司	0.04	2022.02.21	否
成都成金物业服务有限公司	1.50	2023.07.09	否
成都金建东蓉投资集团有限公司	1.20	2024.03.23	否
四川成阿发展实业有限公司	1.20	2022.06.05	否
	0.44	2022.05.22	否
	0.31	2022.05.15	否

	0.04	2022.06.10	否
四川凯金交通建设投资有限公司	1.50	2022.05.22	否
成都天府水城城乡水务建设有限公司	0.30	2024.02.06	否
金堂县国有资产投资经营有限责任公司	0.10	2022.06.02	否
金堂县净源排水有限责任公司	0.17	2023.02.02	否
	0.12	2023.02.05	否
	4.00	2022.04.29	否
	0.30	2023.02.05	否
金堂县兴金开发建设投资有限公司	0.25	2022.11.19	否
	0.16	2022.08.19	否
	0.13	2022.11.24	否
	0.12	2022.08.24	否
成都成金资产管理有限公司	1.50	2023.07.08	否
成都东进淮投融合产业投资有限公司	3.00	2031.01.31	否
成都淮州新城枢纽场站投资运营管理有限公司	0.31	2024.11.16	否
成都金农兴投资管理有限公司	0.99	2022.09.04	否
成都水城砂石投资管理有限公司	0.72	2022.12.01	否
	0.10	2022.03.30	否
金堂县鑫垚建设投资有限公司	0.10	2025.12.21	否
合计	39.37	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

金堂县作为成都市辐射带动川东北经济区的第一门户，随着成渝地区双城经济圈、成都“东进”与“北改”等战略机遇交汇，金堂县面临的发展环境较好。近年布局淮州新城、天府水城、金堂食用菌产业园区三大产业功能区，经济发展潜力较大，为公司发展提供了良好的基础，且较大的外部支持力度有效提升了公司的资本实力和利润。从公司本身来看，公司作为金堂县重要的基础设施和安置房投资建设主体，业务类型涉及基础设施、安置房建设，并开展商品房销售和项目管理业务，在建项目总投资金额较大，整体业务可持续性较好。

但中证鹏元也关注到，公司资产以其他应收款、土地和开发成本为主，应收款项回收时间不确定性较大，土地、项目开发成本变现能力欠佳，且公司土地抵押率也较高，资产整体流动性较弱。公司主要在建项目尚需投入的资金规模较大，总体建设进度较为缓慢，面临较大资金支出压力。公司总债务规模随建设项目开工将不断扩张，未来可能面临较大的偿债压力。此外，公司对外担保金额很大并且未设置反担保条款，存在较大的或有负债风险。

整体来看，公司综合抗风险能力尚可。

九、结论

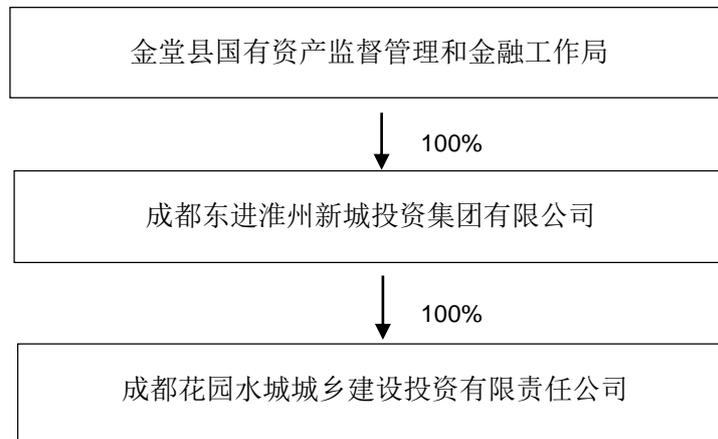
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“17蓉花园债01”及“18蓉花园债01/PR蓉园01”的信用等级均为AA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	3.89	1.13	2.57
其他应收款	48.67	51.94	48.22
存货	142.94	135.79	130.38
流动资产合计	201.80	194.73	184.43
非流动资产合计	22.53	4.22	0.93
资产总计	224.34	198.95	185.36
短期借款	0.00	1.67	1.40
其他应付款	65.14	59.84	50.40
一年内到期的非流动负债	17.16	10.46	9.82
流动负债合计	87.86	78.94	68.47
长期借款	13.12	15.76	16.79
应付债券	15.04	18.80	16.01
长期应付款	16.64	12.23	11.79
非流动负债合计	45.29	47.28	45.09
负债合计	133.16	126.22	113.55
总债务	62.91	60.43	57.49
营业收入	1.74	2.23	4.09
所有者权益	91.18	72.74	71.80
营业利润	1.27	1.26	1.07
其他收益	0.71	0.94	0.99
利润总额	1.26	1.25	1.06
经营活动产生的现金流量净额	-6.66	-4.55	-9.23
投资活动产生的现金流量净额	-1.42	-1.10	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	10.85	6.66	8.99
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	35.42%	16.14%	13.09%
收现比	117.48%	101.36%	60.41%
资产负债率	59.36%	63.44%	61.26%
现金短期债务比	0.21	0.09	0.20
EBITDA（亿元）	1.42	4.48	3.48
EBITDA 利息保障倍数	0.28	0.99	0.90

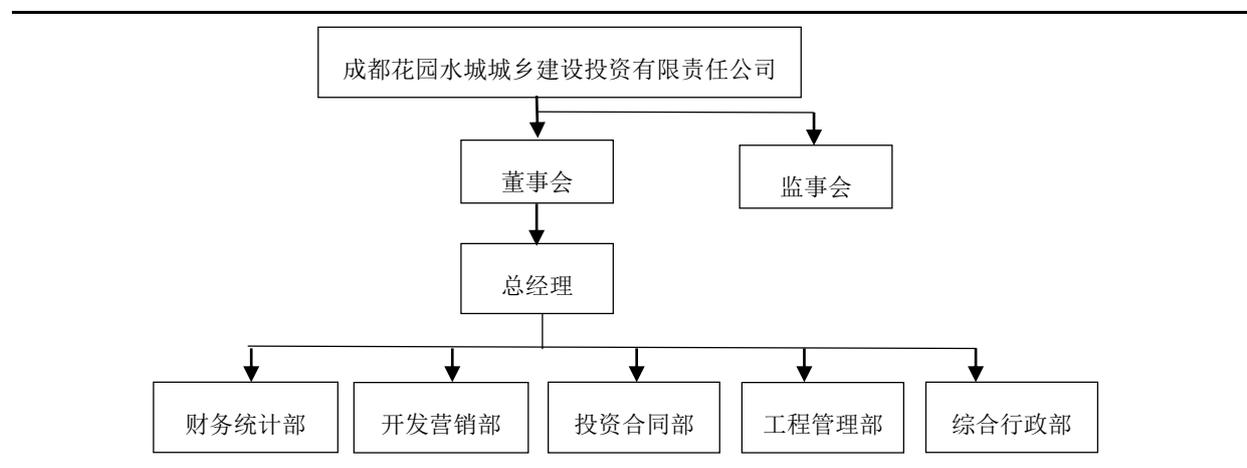
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



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	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
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。