

信用等级公告

联合〔2020〕1773号

联合资信评估有限公司通过对“19 经开国投项目债/19 蓉国投”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定“19 经开国投项目债/19 蓉国投”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年六月二十四日



2019年成都市龙泉驿区新居安置工程建设（一期） 项目收益债 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级	上次评级	评级展望	上次评级展望
差额补偿人主体	AA ⁺	AA ⁺	稳定	稳定
19 经开国投项目债/19 蓉国投	AA ⁺	AA ⁺	稳定	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
19 经开国投项目债/19 蓉国投	15.00 亿元	15.00 亿元	2026/05/06

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：2020 年 6 月 24 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

差额补偿人本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	
	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	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	4
		资本结构	2	
		偿债能力	4	
调整因素和理由				调整子级
政府支持				4

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“2019年成都市龙泉驿区新居安置工程建设（一期）项目收益债”（以下简称“本期债券”或“19经开国投项目债/19蓉国投”）的跟踪评级，反映了募投项目建设基本按照计划进行，债券募集资金按计划投入使用，项目实施主体成都经济技术开发区国有资产投资有限公司（以下简称“经开国投”或“公司”）安居房建设和运营管理经验丰富，可为其业务开展提供较好支持。同时联合资信也关注到，本期债券募投项目尚处于建设前期，预期收益可能会受到建设进度或运营期销售进度影响。

“19经开国投项目债/19蓉国投”设置分期偿还条款，有效缓解了未来的集中偿付压力。本期债券的偿债资金来源主要为募投项目的自身收益，根据预测，募投项目的现金流入量对本期债券本息的覆盖程度较好。“19经开国投项目债/19蓉国投”实行封闭管理，项目的信息披露和资金监管都较为严格，可有效防范债券的操作风险。此外，“19经开国投项目债/19蓉国投”设置了差额补偿机制，由经开国投作为差额补偿人履行差额补偿义务并承担不可撤销的连带责任。经联合资信评定，经开国投主体长期信用等级为AA⁺。以上措施可有效提升本期债券到期偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持“19经开国投项目债/19蓉国投”的信用等级为AA⁺。

优势

- 跟踪期内，成都市龙泉驿区经济稳步发展，公司发展的外部环境良好。2019年，龙泉驿区实现地区生产总值1318.88亿元，按可比价格增长4.0%，完成一般公共预算收入71.27亿元，下降16.97%。
- 经开国投为“19经开国投项目债/19蓉国投”提供差额补偿，有效提升了债券到期偿还的安全性。“19经开国投项目债/19蓉国投”分期偿还本金的设置可降低集中偿付压力。
- “19经开国投项目债/19蓉国投”实行封闭管理，信息披露较为严格，可有效防范债券的操作风险。

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

分析师:薛琳霞 丁晓

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. 目前,募投项目仍处于建设阶段,建设进度和施工安全等因素对项目能否如期完工影响较大。
2. 募投项目进入运营期后,债券的本息偿付主要依靠募投项目收入,存在一定的不确定性。
3. 跟踪期内,差额补偿人经开国投的资产流动性较弱,债务规模持续增长,且未来项目投资规模大,存在较大的资本支出压力。

差额补偿人主要财务数据:

合并口径			
项目	2017年	2018年	2019年
现金类资产(亿元)	40.14	27.42	40.13
资产总额(亿元)	561.65	588.69	665.35
所有者权益(亿元)	243.82	250.20	261.13
短期债务(亿元)	57.50	49.57	67.21
长期债务(亿元)	202.61	216.39	255.40
全部债务(亿元)	260.11	265.96	322.61
营业收入(亿元)	21.47	24.26	25.46
利润总额(亿元)	2.91	2.61	2.96
EBITDA(亿元)	4.15	4.48	5.00
经营性净现金流(亿元)	-35.33	-11.86	-8.44
营业利润率(%)	16.45	15.72	18.56
净资产收益率(%)	0.83	0.80	0.83
资产负债率(%)	56.59	57.50	60.75
全部债务资本化比率(%)	51.62	51.53	55.27
流动比率(%)	454.18	441.13	407.15
经营现金流动负债比(%)	-32.18	-10.17	-5.93
现金短期债务比(倍)	0.70	0.55	0.60
EBITDA利息倍数(倍)	0.26	0.28	0.23
全部债务/EBITDA(倍)	62.71	59.43	64.48
公司本部(母公司)			
项目	2017年	2018年	2019年
资产总额(亿元)	473.02	486.46	567.83
所有者权益(亿元)	210.19	211.35	222.24
全部债务(亿元)	218.95	209.40	261.56
营业收入(亿元)	20.90	22.12	21.80
利润总额(亿元)	3.10	1.86	2.86
资产负债率(%)	55.56	56.55	60.86
全部债务资本化比率(%)	51.02	49.77	54.06
流动比率(%)	476.69	394.53	354.51
经营现金流动负债比(%)	-24.51	12.17	-4.77

注:已将长期应付款中有息部分计入有息债务核算

评级历史:

债项名称	债项级别	差额补偿人级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 经开国投项目债/19 蓉国投	AA+	AA+	稳定	2019/06/18	孙宏辰 丁晓	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读原文
19 经开国投项目债/19 蓉国投	AA+	AA+	稳定	2019/04/01	孙宏辰 薛琳霞 张勇	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	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;2019年8月1日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由成都经济技术开发区国有资产投资有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

2019年成都市龙泉驿区新居安置工程建设（一期） 项目收益债 2020年跟踪评级报告

一、跟踪原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于“19经开国投项目债/19蓉国投”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、存续债券及募集资金使用情况

成都经济技术开发区国有资产投资有限公司（以下简称“经开国投”或“公司”）是“19经开国投项目债/19蓉国投”的发行主体和项目实施主体。

截至跟踪评级报告出具日，“19经开国投项目债/19蓉国投”债券余额15.00亿元，期限为7年，按年付息，分期还本，在债券存续期的第3~7个计息年末，公司每年偿付本金的20%。跟踪期内，“19经开国投项目债/19蓉国投”已按期支付当期利息，尚未开始还本。

“19经开国投项目债/19蓉国投”募集资金15.00亿元，全部用于成都市龙泉驿区新居安置工程建设（一期）项目，截至2019年底，募集资金已按计划使用14.80亿元。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	债券期限
“19经开国投项目债/19蓉国投”	15.00	15.00	2019/05/06	7
合计	15.00	15.00	--	--

资料来源：联合资信整理

“19经开国投项目债/19蓉国投”由经开国投作为差额补偿人并承担不可撤销的连带责任，有效提升了债券到期偿付的安全性。

三、募投项目进展情况

成都市龙泉驿区新居安置工程建设（一期）项目位于成都市龙泉驿区，项目总投资29.43亿元，总占地面积149167.42平方米，包括大面街道片区和十陵街道片区。截至2020年3月底，募投项目已完成投资额约20.01亿元。

四、区域经济环境

公司主要业务位于成都市龙泉驿区，跟踪期内，龙泉驿区经济稳步发展，公司发展的外部环境良好。

龙泉驿区位于成都市东部，总面积556.24平方公里，是国务院批准的成都现代化特大中心城市的东部副中心和中心城市向东发展的主体区。成都经济技术开发区（以下简称“经开区”）于1990年设立，2000年2月获批为国家级经济技术开发区，属于成都市向东发展的主体区域。经开区位于龙泉驿区范围内，目前规划面积253.34平方公里。目前，经开区与龙泉驿区实行“政区合一”的管理体制，经开区范围内的社会事务由龙泉驿区区级职能部门和辖区街道负责。

根据《2019年成都市龙泉驿区国民经济和社会发展统计公报》，2019年龙泉驿区实现地区生产总值1318.88亿元，按可比价格增长4.00%，其中第一产业实现增加值35.10亿元，增长2.10%；第二产业实现增加值817.10亿元，增长2.90%；第三产业实现增加值466.70亿元，增长7.00%。按常住人口计算，龙泉驿区2019年人均地区生产总值为14.18万元。

2019年，龙泉驿区实现工业增加值（含开采辅助活动）755.40亿元，按可比价格增长3.60%；固定资产投资增长12.40%，第一产业

投资下降 1.00%，工业投资增长 8.00%，第三产业投资增长 16.20%。

根据《成都市龙泉驿区2019年财政预算执行情况报告和2020年财政预算草案的报告》，2019年，龙泉驿区完成一般公共预算收入71.27亿元，同比下降16.97%，一般公共预算支出为111.17亿元，财政自给率64.11%；政府性基金收入为70.76亿元，同比下降8.89%。截至2019年底，龙泉驿区政府债务余额为179.15亿元，其中一般债务余额74.66亿元，专项债务余额104.49亿元。

五、差额补偿人主体长期信用状况

经开国投作为“19 经开国投项目债/19 蓉国投”的差额补偿人，履行差额补偿义务，并为本期债券到期本金和利息的偿还承担不可撤销的连带责任。

1. 主体概况

跟踪期内，成都市龙泉驿区国有资产和机关事务管理局（以下简称“龙泉国机局”）向公司货币注资 10.00 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 20.00 亿元，实收资本为 20.00 亿元，部分增资尚未完成工商变更，龙泉国机局持有公司 100% 的股权，为公司的实际控制人。公司的组织架构和经营范围均未发生变动。

公司内设综合管理部、党群工作部、财务管理部、资产管理部等11个职能部门。截至2019年底，公司合并范围内拥有一级子公司共5家。

截至2019年底，公司资产总额665.35亿元，所有者权益261.13亿元（其中少数股东权益11.76亿元）；2019年，公司实现营业收入25.46亿元，利润总额2.96亿元。

公司注册地址：四川省成都市龙泉驿区龙泉玉扬路302号；法定代表人：张晓峰。

2. 基础素质分析

公司主要在龙泉驿区范围内从事安居房及周边配套基础设施建设业务。跟踪期内，公司持续得到龙泉驿区政府在资本金注入方面的支持。

2019年，龙泉国机局以货币形式向公司注资 10.00 亿元，公司实收资本增加至 20.00 亿元，截至报告出具日，公司暂未完成该部分注资的工商变更手续。

根据公司提供的《企业信用报告》（授信机构版）（统一社会信用代码：91510112782659896P），截至 2020 年 5 月 13 日，公司本部已结清的贷款中有 8 笔关注类贷款，系成都市农村商业银行和华夏银行出于银行风险管理的需要，将大额贷款列为关注类；公司无未结清的不良信贷记录。

3. 管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度和高管人员方面无重大变化。

4. 经营分析

（1）经营概况

跟踪期内，公司收入仍主要来源于安居工程业务收入，受其他业务收入增长影响，公司营业收入小幅增长，毛利率有所上升。

2019年，公司实现营业收入 25.46 亿元，同比增长 4.95%，主要来自其他业务收入的增长；公司安居工程业务收入为 19.63 亿元，占营业收入的 77.10%，是收入的主要来源，2019年同比下降 5.82%，主要系当年安居房交付面积下降所致；公司代建项目管理费收入同比下降 42.94%，为 0.32 亿元，主要系 2018 年确认部分往年代建管理费所致；其他业务收入来源于来龙村项目、租赁和物业管理业务，2019年为 5.51 亿元，同比增长 92.72%，系来龙村项目当年确认收入增加以及租赁业务将往年未确认收入一并确认所致。

毛利率方面，2019 年公司综合毛利率为

21.10%，同比上升 3.30 个百分点，其中安居工程业务毛利率为 18.02%，同比上升 2.82 个百分点，系当年安居房回购价格提高所致；其他

业务毛利率为 27.53%，同比上升 6.76 个百分点。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

收入构成	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
安居工程业务收入	208401.09	85.91	15.20	196282.39	77.10	18.02
代建项目管理费	5586.86	2.30	100.00	3188.10	1.25	100.00
其他业务收入	28594.60	11.79	20.77	55108.78	21.65	27.53
合计	242582.56	100.00	17.81	254579.27	100.00	21.10

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

（2）业务经营分析

安居工程业务

安居工程业务系公司核心业务，主要由公司本部负责。跟踪期内，公司安居工程业务收入有所下降，毛利率小幅上升，回款质量差。

业务模式方面，公司与委托方（龙泉驿区政府、成都市龙泉维民资产管理有限公司和成都市龙泉驿区城乡建设局等）签订项目建设协议。协议约定，公司自行筹集资金完成安居房建设工作，待项目完工后，经有关单位出具测绘报告，公司与委托方共同参与竣工决算，确定工程造价成本；同时，委托方依照协议约定向公司支付结算款项。安居工程结算范围为除地下室、商业外的所有住宅及配套。结算收入方面，公司与委托方协商确定安居房每平方米单价，结算面积则以测绘报告和实际交付面积为准，最终结算收入等于结算单价乘以结算面积。

2019 年，公司确认收入的项目包括青台绿阁项目、成都大学二期项目 B、C 区和成都大学二期项目 A 区，合计确认收入 19.63 亿元，当年收到项目回款 1.50 亿元，回款质量差。

基础设施项目代建

公司受托代建项目大多为安居房周边配套的学校、医院等公益性基础设施项目，公司按照 8% 的加成比例与委托方确认管理费收

入。跟踪期内，公司代建项目管理费有所下降。

由于项目较为零散，公司仅针对投资额较大的基础设施项目与龙泉驿区政府签订委托代建协议。根据龙泉驿区政府《关于区国资办<关于完善我区国有公司经营模式的请示>的批复》（龙府函〔2011〕49 号文），公司先行垫资进行项目建设，按照龙泉驿区审计局审定结果，政府支付给公司成本费用和 8% 的项目建设管理费，公司将 8% 项目建设管理费计入“营业收入”。

表 3 代建项目收入确认和结算情况

（单位：万元、个）

年度	项目个数	投资额	确认收入	当年回款
2018	104	172100.00	5586.86	2846.00
2019	131	121386.84	3188.10	3696.49
合计	235	293486.84	8774.96	6542.49

注：公司提供

2019 年，公司基础设施项目确认代建管理费 0.32 亿元，毛利率为 100.00%。

此外，公司子公司成都市创设置业有限公司（以下简称“创设置业”）负责来龙村项目，该项目系城中村改造项目。项目模式具体为：创设置业与成都市龙泉驿区城乡建设局（以下简称“建设局”）签订政府购买服务合同，合同约定项目建设周期、总投资额以及建设内容等，公司负责城中村改造项目的拆迁以及安置

等工作，每年按照项目履约进度确认收入。来龙村项目总投资 11.26 亿元，购买总价款为 21.14 亿元，项目回购资金纳入龙泉驿区财政预算，建设局分 25 年将价款支付给公司。2019 年项目已完成投资 2.10 亿元，确认收入 2.99 亿元，同比增长 62.93%。

在建项目及拟建项目

截至 2019 年底，公司在建安居房工程项目和基础设施代建项目总投资为 137.38 亿元，已投资 46.76 亿元，未来三年尚需投资 70.59 亿元；拟建项目为成洛路石灵广场景观整治，总投资 2.20 亿元。公司未来项目投资规模较大，存在较大的资本支出压力。

表 4 截至 2019 年底公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期	计划总投资金额	已投资金额	投资计划		
				2020 年	2021 年	2022 年
龙泉驿区天鹅湖小学建设工程	2015—2020	1.85	1.11	0.55	0.09	0.09
龙泉驿区青台山小学建设项目	2015—2020	1.64	0.94	0.54	0.08	0.08
双龙路改造工程	2014—2018	0.57	0.56	0.01	0.00	0.00
西大路和西永路改造工程	2014—2018	0.40	0.35	0.01	0.02	0.02
成都经开区实验中学排危整改及新建食堂工程	2014—2018	0.32	0.30	0.04	0.00	0.00
龙泉街道红岭幼儿园	2017—2020	0.52	0.41	0.06	0.03	0.02
特教学校扩建项目	2017—2020	0.96	0.80	0.07	0.05	0.04
大面街道青台山街、万家巷、十八丘街、银杏巷市政配套道路建设工程	2016—2020	1.31	0.82	0.35	0.07	0.07
同安中学二期扩建项目	2018—2020	2.74	0.38	1.53	0.55	0.14
白鹤林小区	2017—2021	20.93	5.70	4.72	4.72	1.59
青台山邻里中心	2018—2019	5.12	4.05	0.56	0.26	0.25
金桂苑	2017—2020	15.24	1.56	4.31	2.87	3.46
红咏花园	2015—2021	13.52	3.44	4.06	2.70	1.97
十陵现代新居邻里中心	2019-2021	1.92	0.25	0.96	0.38	0.14
十陵灵龙路东段道路及市政配套设施建设工程	2018—2019	2.06	0.28	0.83	0.41	0.14
大运会专用通道（含白鹤西路西延线、新双龙路、体育中心规划道路等三段道路）	2019—2021	23.55	5.91	6.26	4.17	2.51
十陵河十陵段综合治理项目	2019—2022	3.80	0.00	1.90	0.76	0.37
成都市龙泉驿区新居安置工程建设（一期）	2019—2021	29.43	19.90	2.94	2.94	0.70
友谊路与三环路连接线	2019—2021	0.70	0.00	0.35	0.14	0.07
友谊路中段道路整治工程	2019—2021	2.50	0.00	1.25	0.50	0.25
桃都大道（龙工北路）西延线	2019—2020	5.00	0.00	2.50	1.00	0.50
灵龙路东段道路及市政配套设施建设工程	2018—2019	3.00	0.00	1.50	0.60	0.30
大草坪南段道路及市政配套设施建设工程	2018—2020	0.30	0.00	0.15	0.06	0.03
合计	--	137.38	46.76	35.45	22.40	12.74

注：以上投资额含资本化利息；2019 年底十陵河十陵段综合治理项目已完成投资 51.38 万元，其他已投资额为 0.00 的项目系施工方垫资建设
资料来源：公司提供

其他业务

公司其他收入主要来源于租赁和物业管理等业务。跟踪期内，公司其他业务收入和毛利率均有所增长。

租赁业务由公司本部开展，收入构成为自持商铺、地下车库等物业的租金。截至 2019 年底，公司合计持有 3500 个商铺，出租率为 86%；拥有地下车库车位 19684 个，出租率为 62%。2019 年，公司实现租赁业务收入 1.68 亿元，同比增加 0.53 亿元。

物业管理业务由创投资业负责。根据《关于进一步加强农民集中居住区建设管理工作的通知》（成办发〔2011〕82 号），创投资业将农民的集中居住区纳入统筹建设管理范围，对消防安全、水电管理、质量安全隐患排查等物业进行综合管理并收取物业管理费，2019 年取得物业管理收入 0.57 亿元。

5. 财务分析

（1）财务概况

公司提供了 2019 年度合并财务报表，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2019 年底，公司合并范围内共有一级子公司 5 家，跟踪期内公司新增 1 家子公司，新增的子公司规模较小，对财务数据的可比性影响较小。

截至 2019 年底，公司资产总额 665.35 亿元，所有者权益 261.13 亿元（其中少数股东权益 11.76 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 25.46 亿元，利润总额 2.96 亿元。

（2）资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，安居房建设成本、储备土地使用权和应收类款项占比大，资产流动性弱，资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 665.35 亿元，较 2018 年底增长 13.02%，其中流动资产占 87.15%，非流动资产占 12.85%，资产结构以流动资产为主。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	514.54	87.40	579.82	87.15
货币资金	27.42	4.66	40.13	6.03
应收账款	51.18	8.69	71.77	10.79
其他应收款	259.61	44.10	285.14	42.86
存货	171.92	29.20	177.23	26.64
非流动资产	74.15	12.60	85.53	12.85
长期应收款	16.24	2.76	17.63	2.65
投资性房地产	47.08	8.00	56.98	8.56
资产总额	588.69	100.00	665.35	100.00

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2019 年底，公司流动资产为 579.82 亿元，较 2018 年底增长 12.69%，主要来自货币资金和应收类款项的增长。

2019 年底，公司货币资金 40.13 亿元，较 2018 年底增长 46.36%，主要系发行债券融资所致；期末，公司货币资金包括银行存货（占 79.71%）和其他货币资金（占 20.29%），受

限部分合计 8.21 亿元，主要为保证金存款和银行承兑汇票保证金。

2019 年底，公司应收账款 71.77 亿元，较 2018 年底增长 40.23%，主要是应收安居房建设和代建项目款项；期末，公司前五名应收款项合计占 98.15%，集中度较高，应收对象主要为事业单位和国有企业，回收风险较低，公

司未对该部分款项计提坏账准备；公司按照账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 0.05 亿元，规模较小。

表 6 2019 年底应收账款前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比
成都市龙泉驿区建设局	42.36	59.01
成都市维民资产管理有限公司	12.36	17.21
成都市龙泉驿区龙泉工业投资经营有限责任公司	10.37	14.45
成都市龙泉驿区财政局	4.62	6.43
成都市龙泉驿区人民政府大面街道办事处	0.76	1.05
合计	70.46	98.15

资料来源: 联合资信根据审计报告整理

2019 年底, 公司其他应收款 285.14 亿元, 较 2018 年底增长 9.83%, 主要是与其他单位的往来款; 期末, 公司其他应收款前五名余额合计占 66.80%, 应收对象主要为龙泉驿区财政局和其他国有企业, 公司未对其计提坏账准备; 公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额为 0.87 亿元, 规模较小。

表 7 2019 年底其他应收款前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比
成都市龙泉驿区财政局	57.73	20.23
成都市城市发展东移开发建设有限公司	54.68	19.16
成都市龙泉现代农业投资有限公司	33.94	11.89
成都市维民资产管理有限公司	24.89	8.72
成都市龙泉驿区龙泉工业投资经营有限责任公司	19.41	6.80
合计	190.64	66.80

资料来源: 联合资信根据审计报告整理

2019 年底, 公司存货为 177.23 亿元, 较 2018 年底增长 3.09%, 系项目建设持续投入所致; 期末, 公司存货包括开发成本(占 45.33%)、储备土地使用权(占 36.60%)和建造合同形成的已完工未决算资产(占 18.01%), 开发成本为安居房工程的建设成本, 储备土地使用权主要为划拨用地, 尚未缴纳土地出让金。

2019 年底, 公司非流动资产为 85.53 亿元,

较 2018 年底增长 15.34%, 主要来自投资性房地产的增长。

2019 年底, 公司长期应收款为 17.63 亿元, 较 2018 年底增长 8.62%, 由融资租赁款构成, 系公司往年拨转租项目对政府形成的应收款项。

2019 年底, 公司投资性房地产为 56.98 亿元, 较 2018 年底增长 21.05%, 来源于安居房商铺和地下车库的增加。

2019 年底, 公司固定资产为 7.69 亿元, 较 2018 年底下降 1.17%, 系房屋建筑物下降所致; 期末, 公司固定资产由房屋及建筑物(占 38.57%)和电力管网设备(占 60.85%)构成。

截至 2019 年底, 公司受限资产合计 67.61 亿元, 受限比例为 10.16%, 包括用于抵押借款的土地使用权和投资性房地产、借款保证金。

(3) 负债及所有者权益

跟踪期内, 公司所有者权益稳定增长, 构成以资本公积为主, 稳定性较好; 债务规模持续增长, 债务负担有所加重, 2022 年面临较大的集中偿付压力。

所有者权益

2019 年底, 公司所有者权益为 261.13 亿元, 较 2018 年底增长 4.37%, 系实收资本增加所致; 所有者权益由实收资本(占 7.66%)、资本公积(占 80.44%)和未分配利润(占 6.58%)构成。

2019 年底, 公司实收资本为 20.00 亿元, 较 2018 年底增加 10 亿元, 系当年龙泉国机局以货币形式对公司注资。

2019 年底, 公司资本公积为 210.05 亿元, 较 2018 年底无变动, 资本公积中主要包括政府划拨给公司的土地所有权 132.50 亿元、政府对公司的债权资本性投入 32.36 亿元和其他部门的资本性投入 13.57 亿元。

负债

2019 年底, 公司负债总额 404.22 亿元, 较 2018 年底增长 19.42%, 主要来自于应付债

券的增长，其中流动负债占 35.23%，非流动负债占 64.77%。

2019 年底，公司流动负债为 142.41 亿元，较 2018 年底增长 22.09%，系预收款项和一年内到期的非流动负债增长所致。

2019 年底，公司应付账款 22.50 亿元，较 2018 年底下降 3.15%，系工程款结算所致；预收款项为 32.28 亿元，较 2018 年底增长 71.30%，系子公司国开四川（龙泉驿）城乡统筹发展投资有限公司预收的土地整理款增长所致。

2019 年底，公司其他应付款为 18.49 亿元，较 2018 年底下降 20.30%，系往来款下降所致。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 63.89 亿元，较 2018 年底增长 28.89%；期末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 36.75 亿元、一年内到期的应付债券 21.00 亿元和一年内到期的长期应付款 6.13 亿元。

2019 年底，公司非流动负债为 261.81 亿元，较 2018 年底增长 18.01%，主要来自应付债券的增长；期末，公司非流动负债由长期借款（占 55.28%）、应付债券（占 32.65%）、长期应付款（占 9.63%）和专项应付款（占 2.45%）构成。

2019 年底，公司长期借款 144.72 亿元，较 2018 年底下降 2.42%，由质押借款、保证借款、抵押借款和信用借款构成。

2019 年底，公司应付债券为 85.48 亿元，较 2018 年底增长 84.03%，系公司发行“19 经开国投项目收益债”“19 成都开投 PPN001”和境外美元债所致。

2019 年底，公司长期应付款为 25.21 亿元，较 2018 年底增长 16.47%，全部为融资租赁款和信托借款，报告将其计入有息债务核算；专项应付款 6.40 亿元，较 2018 年底增长 17.43%，主要为政府部门拨付至公司代建项目的资金。

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务合计 322.61 亿元，较 2018 年底增长 21.30%，

主要系发行债券融资所致，其中短期债务占 20.83%，长期债务占 79.17%。

表8 2018—2019年公司债务情况

(单位: 亿元、%)

项目	2018年	2019年
短期债务	49.57	67.21
长期债务	216.39	255.40
全部债务	265.96	322.61
资产负债率	57.50	60.75
全部债务资本化比率	51.53	55.27
长期债务资本化比率	46.38	49.45

资料来源：联合资信根据审计报告整理

债务指标方面，2019 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分别为 60.75%、55.27% 和 49.45%，分别较 2018 年底上升 3.25 个、3.74 个和 3.07 个百分点。

有息债务到期分布方面，2020—2022 年，公司分别需偿还的有息债务规模为 67.21 亿元、50.02 亿元和 121.66 亿元，2022 年面临较大的集中偿付压力。

(4) 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所增长，利润水平有所提高。

2019 年，公司实现营业收入 25.46 亿元，同比增长 4.95%，主要来自来龙村项目收入增长；营业成本为 20.09 亿元，同比增长 0.74%；营业利润率为 18.56%，同比上升 2.84 个百分点。

表9 2018—2019年公司收入及利润情况

(单位: 亿元、%)

项目	2018年	2019年
营业收入	24.26	25.46
营业利润	2.62	2.96
利润总额	2.61	2.96
营业利润率	15.72	18.56
总资本收益率	0.55	0.52
净资产收益率	0.80	0.83

资料来源：联合资信根据审计报告整理

期间费用方面，2019 年期间费用为 1.69 亿元，同比增长 44.93%，主要由财务费用和管理费用构成，期间费用率为 6.65%，同比上升 1.84 个百分点。

2019 年，公司营业利润和利润总额均为 2.96 亿元，同比小幅增长；总资本收益率和净资产收益率分别为 0.52% 和 0.83%。

(5) 现金流分析

公司经营活动和投资活动现金流量净额持续为负，对外部筹资活动依赖大；未来，随着公司债务的逐步到期和项目的持续投入，公司对外筹资压力将进一步加大。

经营活动方面，2019 年公司经营活动现金流入 178.37 亿元，其中销售商品提供劳务收到的现金为 16.38 亿元，主要为安居房工程建设和基础设施项目代建费回款、房屋销售和租赁业务结算款，收到其他与经营活动有关的现金 161.99 亿元，主要是往来款。2019 年，公司现金收入比为 64.33%，收入实现质量较差。2019 年，公司经营活动现金流出 186.81 亿元，其中购买商品接受劳务支付的现金为 20.95 亿元，为支付的项目工程款和原材料款项；支付其他与经营活动有关的现金 162.30 亿元，主要由往来款构成。2019 年，公司经营活动现金流量净额为 -8.44 亿元。

表 10 2018—2019 年公司现金流情况

(单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	86.19	178.37
经营活动现金流出量	98.06	186.81
经营活动现金流量净额	-11.86	-8.44
现金收入比	58.15	64.33
投资活动现金流量净额	-1.28	-14.35
筹资活动现金流量净额	6.43	36.41

资料来源：联合资信根据审计报告整理

投资活动方面，公司投资活动现金流入规模较小，2019 年投资活动现金流出 14.82 亿元，其中信托投资支出 14.80 亿元，投资活动现金流

净额为 -14.35 亿元。

筹资活动方面，2019 年公司筹资活动现金流入 109.43 亿元，主要是股东注资、银行借款和发行债券募集的资金；筹资活动现金流出 73.02 亿元，主要用于偿还债务本息。2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 36.41 亿元。

(6) 偿债能力

公司存在一定的短期偿债压力，长期偿债能力指标较弱，对外担保规模大，面临一定的或有负债风险；考虑到公司是成都市龙泉驿区内安居房和基础设施建设的重要主体，得到政府的大力支持，公司整体偿债能力很强。

2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 407.15% 和 282.70%，分别较 2018 年底下降 33.98 个和 11.04 个百分点；经营现金流动负债比为 -5.93%；2019 年底，公司现金短期债务比为 0.60 倍，公司存在一定的短期偿债压力。

2019 年，公司 EBITDA、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 分别为 5.00 亿元、0.23 倍和 64.48 倍，公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信总额 185.34 亿元，已使用 128.56 亿元，尚未使用 56.78 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2019 年底，公司对外担保余额为 231.59 亿元，担保比率为 88.69%，被担保企业为区域内国有企业（见附件 2），目前经营情况正常。考虑到公司对外担保规模大，公司面临一定的或有负债风险。

(7) 母公司财务分析

公司资产和收入主要来源于母公司，母公司权益稳定性好，负债水平较高。

2019 年底，母公司资产总额为 567.83 亿元，较 2018 年底增长 16.73%，其中流动资产占 84.34%，非流动资产占 15.66%。从构成上看，流动资产主要为应收类款项和存货，非流动资产由投资性房地产、长期应收款和长期股权投资构成。

2019 年底，母公司所有者权益为 222.24 亿元，较 2018 年底增长 5.15%，主要由实收资本和

资本公积构成。

2019年底，母公司负债总额345.60亿元，较2018年底增长25.62%，其中流动负债占39.09%，非流动负债占60.91%；流动负债主要由其他应付款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成，非流动负债由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2019年底，公司资产负债率为60.86%，较2018年底上升4.31个百分点。

2019年，母公司实现营业收入21.80亿元，同比下降1.46%，利润总额2.86亿元。

6. 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

六、跟踪评级债券偿还能力分析

1. 募投项目收入实现及对存续债券保障能力分析

“19经开国投项目债/19蓉国投”的资金来源主要是成都市龙泉驿区新居安置工程（一期）项目的运营收入，即募投项目中的安置房、商业配套和地下停车位的销售收入。

根据《收益咨询报告》测算，本期债券存续期间（2019—2026年）项目累计经营现金流入量和经营性净现金流量分别为45.38亿元和14.51亿元，对“19经开国投项目债/19蓉国投”的本息合计20.25亿元的覆盖倍数分别为2.24倍和0.72倍，项目累计经营现金流入量可以覆盖债券本息。

募投项目整体自2022年起进入全面运营期。2022—2026年度募投项目现金流入量对本期债券当年本息合计的覆盖倍数介于2.12倍~2.80倍之间，项目现金流量净额对本期债券当年本息合计的覆盖倍数介于1.96倍~2.58倍之间，2022—2026年募投项目现金流入量和现金流量净额可以覆盖本期债券分期偿还本息。

总体上，项目累计经营现金流入量、2022年以后分期经营现金流入量和分期现金流量净额对本期债券本息偿还覆盖倍数均大于1倍，覆

盖程度较好。联合资信关注到，各年度本息的实际偿付能力有赖于募投项目收入预期的顺利实现，募投项目预期收益规模受项目所在地区经济景气程度影响，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。

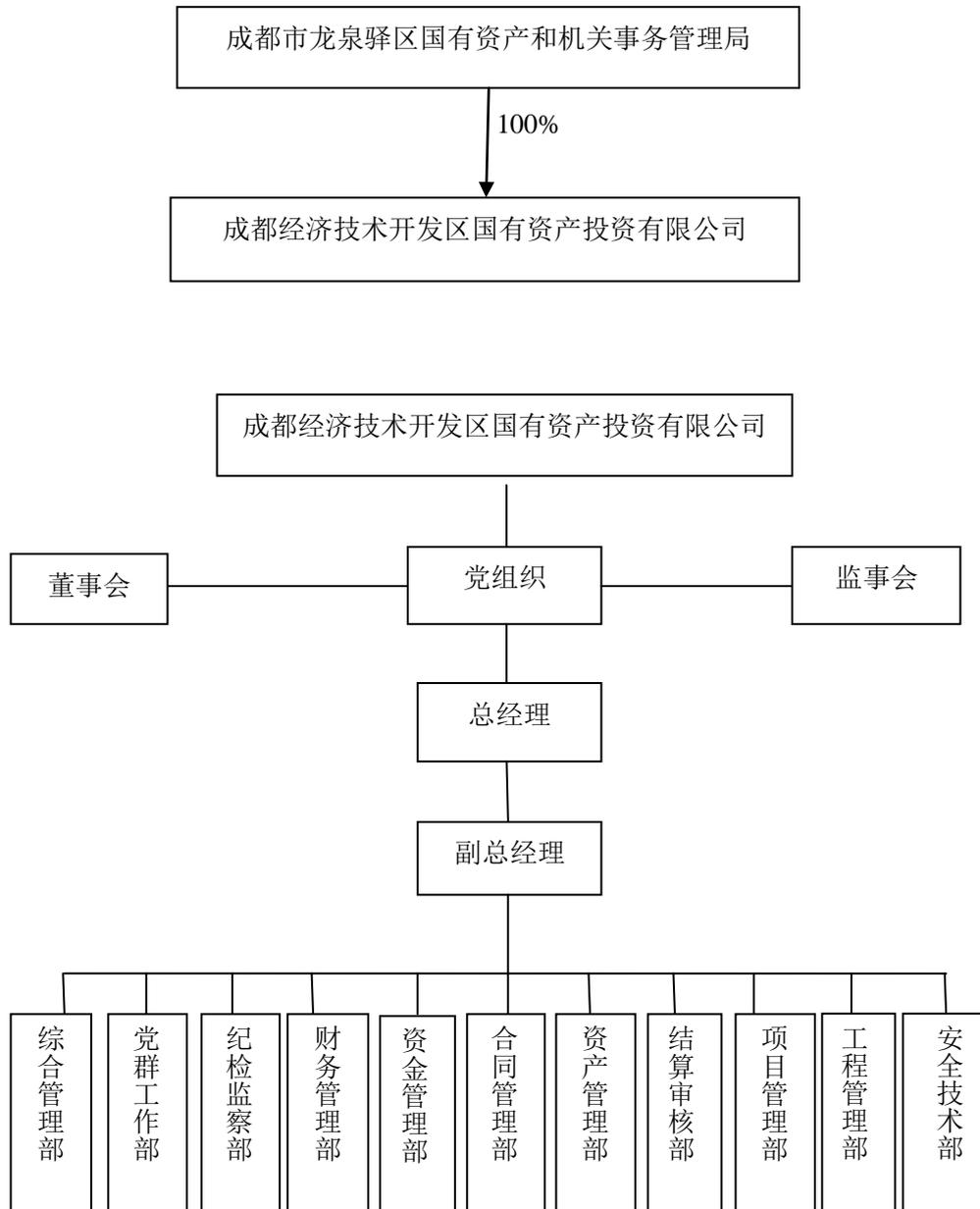
2. 差额补偿人对存续债券的保障能力

“19经开国投项目债/19蓉国投”由经开国投作为差额补偿人履行差额补偿义务并承担不可撤销的连带责任，可有效提升本期债券到期偿还的安全性。

七、结论

综合评估，联合资信确定维持“19经开国投项目债/19蓉国投”的信用等级为AA⁺。

附件 1-1 截至 2019 年底差额补偿人股权及组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年底差额补偿人一级子公司情况

子公司名称	注册资本 (亿元)	业务性质	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
成都市创设置业有限公司	8.05	项目投资及资产管理等	81.37	81.37
国开四川(龙泉驿)城乡统筹发展投资有限公司	9.50	参与土地一二级开发、城市基础设施投资与经营管理等	51.00	51.00
成都龙维股权投资基金管理有限公司	0.10	投资管理	51.00	51.00
成都市经开国投工程咨询有限公司	0.11	工程管理服务、房地产评估	100.00	100.00
成都经开园区投资有限公司	10.00	项目投资、股权投资、园区管理服务	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2 截至 2019 年底差额补偿人对外担保明细

被担保方	担保余额(万元)	担保起始日	担保终止日
成都车城置业有限公司	183000.00	2015/9/30	2024/7/28
	80000.00	2017/4/6	2022/4/12
	10000.00	2019/3/29	2020/3/29
	10000.00	2019/3/29	2020/5/9
	20000.00	2019/6/20	2021/6/20
成都经济技术开发区城市建设投资经营有限公司	80000.00	2017/9/20	2020/9/20
成都经济技术开发区建设发展有限公司	120000.00	2016/12/22	2024/10/20
	100000.00	2016/12/20	2022/1/20
	90000.00	2016/5/27	2021/5/26
	60000.00	2017/6/19	2022/6/18
	49000.00	2017/5/25	2022/5/24
	47500.00	2017/5/12	2022/5/12
	10395.00	2016/7/29	2020/7/29
	7050.00	2017/1/23	2021/12/20
	45000.00	2016/6/30	2021/5/27
	30000.00	2017/11/17	2020/11/17
	29600.00	2018/7/27	2020/9/14
	14387.00	2017/2/20	2022/2/20
	120000.00	2016/12/26	2022/3/24
	22872.00	2016/12/9	2021/11/1
	20000.00	2016/11/3	2021/11/3
	13824.00	2018/1/25	2023/3/1
	72000.00	2019/11/13	2021/10/23
	25560.00	2019/12/20	2021/12/20
	21000.00	2019/12/20	2021/12/20
	240000.00	2015/7/31	2025/7/26
52000.00	2017/1/26	2026/12/31	
40000.00	2017/11/30	2020/11/30	
290000.00	2019/9/11	2021/9/6	
6000.00	2019/12/13	2028/12/13	
成都市龙泉公交有限公司	9622.00	2015/12/2	2023/6/23
	3672.00	2018/12/28	2025/11/17
成都市龙泉现代农业投资有限公司	41000.00	2019/1/25	2021/5/16
	38180.00	2019/9/27	2024/12/3
成都市龙泉驿区妇幼保健院	2500.00	2011/3/23	2021/3/22
成都市龙泉驿区龙泉工业投资经营有限责任公司	50000.00	2017/9/22	2020/9/22
	12567.00	2018/10/9	2042/12/20
	24965.00	2019/9/12	2021/9/20
	34320.00	2019/9/12	2021/12/13
	16000.00	2019/9/23	2021/9/23
	37080.00	2018/5/25	2021/8/12
	5211.00	2017/11/7	2021/11/7

	7858.00	2019/8/20	2020/8/19
	13863.00	2019/6/28	2022/7/10
成都市龙泉驿区自来水总公司	21250.00	2015/7/15	2020/6/25
	30999.00	2019/6/6	2028/6/6
	12582.00	2019/3/1	2024/5/17
	45000.00	2018/7/19	2021/7/19
合计	2315857.00	--	--

注：联合资信根据公司审计报告整理

附件3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017年	2018年	2019年
财务数据			
现金类资产（亿元）	40.14	27.42	40.13
资产总额（亿元）	561.65	588.69	665.35
所有者权益（亿元）	243.82	250.20	261.13
短期债务（亿元）	57.50	49.57	67.21
长期债务（亿元）	202.61	216.39	255.40
全部债务（亿元）	260.11	265.96	322.61
营业收入（亿元）	21.47	24.26	25.46
利润总额（亿元）	2.91	2.61	2.96
EBITDA（亿元）	4.15	4.48	5.00
经营性净现金流（亿元）	-35.33	-11.86	-8.44
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.71	0.55	0.41
存货周转次数（次）	0.09	0.12	0.12
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.04
现金收入比（%）	66.75	58.15	64.33
营业利润率（%）	16.45	15.72	18.56
总资本收益率（%）	0.49	0.55	0.52
净资产收益率（%）	0.83	0.80	0.83
长期债务资本化比率（%）	45.38	46.38	49.45
全部债务资本化比率（%）	51.62	51.53	55.27
资产负债率（%）	56.59	57.50	60.75
流动比率（%）	454.18	441.13	407.15
速动比率（%）	296.43	293.74	282.70
经营现金流动负债比（%）	-32.18	-10.17	-5.93
全部债务/EBITDA（倍）	62.71	59.43	64.48
EBITDA 利息倍数（倍）	0.26	0.28	0.23
现金短期债务比（倍）	0.70	0.55	0.60

注：已将长期应付款中有息部分计入全部债务核算

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	10.60	11.16	24.57
资产总额（亿元）	473.02	486.46	567.83
所有者权益（亿元）	210.19	211.35	222.24
短期债务（亿元）	45.84	43.07	56.46
长期债务（亿元）	173.12	166.33	205.11
全部债务（亿元）	218.95	209.40	261.56
营业收入（亿元）	20.90	22.12	21.80
利润总额（亿元）	3.10	1.86	2.86
EBITDA（亿元）	4.29	3.21	4.16
经营性净现金流（亿元）	-20.66	12.57	-6.44
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.56	0.50	0.36
存货周转次数（次）	0.12	0.13	0.13
总资产周转次数（次）	0.04	0.05	0.04
现金收入比（%）	45.80	33.58	48.25
营业利润率（%）	17.14	12.68	17.05
总资本收益率（%）	0.62	0.44	0.48
净资产收益率（%）	1.06	0.69	0.96
长期债务资本化比率（%）	45.16	44.04	48.00
全部债务资本化比率（%）	51.02	49.77	54.06
资产负债率（%）	55.56	56.55	60.86
流动比率（%）	476.69	394.53	354.51
速动比率（%）	308.51	260.84	254.82
经营现金流动负债比（%）	-24.51	12.17	-4.77
全部债务/EBITDA（倍）	51.02	65.24	62.85
EBITDA 利息倍数（倍）	0.24	0.27	0.03
现金短期债务比（倍）	0.23	0.26	0.44

注：已将长期应付款中有息部分计入全部债务核算

附件 5 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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/资产总额×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 6-1 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 6-2 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 6-3 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