

信用等级公告

联合〔2019〕2789号

联合资信评估有限公司通过对雅安发展投资有限责任公司及其拟发行的 2019 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定雅安发展投资有限责任公司主体长期信用等级为 AA，雅安发展投资有限责任公司 2019 年度第二期中期票据信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年八月二十三日



雅安发展投资有限责任公司

2019 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：4 亿元

本期中期票据期限：3+2 年（附第 3 年末公司调整利率选择权及投资者回售选择权）

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还到期应付债券和银行借款

评级时间：2019 年 8 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资行业企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资行业企业信用评级模型（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

评级观点

雅安发展投资有限责任公司（以下简称“公司”）是雅安市从事国有资产经营管理和基础设施投融资建设的重要主体，在区域经营及外部支持等方面优势显著，随着雅安城市建设投资开发有限公司（以下简称“雅安城投”）的划入，公司在雅安市基础设施建设领域的主导地位进一步巩固。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对其的评级反映了公司业务区域专营优势明显，在资本注入、资产划拨、债务置换、财政补贴等方面获得有力的外部支持。同时联合资信也关注到，公司代建及土地业务回款不确定性较大、回款质量差、未来投资压力大等因素对公司经营带来的不利影响。

近年来，雅安市经济实力不断增强，未来随着城市建设进程的加快，公司作为雅安市基础设施建设重要的投融资主体，将继续在雅安市经济发展和城市建设中发挥重要作用。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 公司作为雅安市重要的基础设施建设投融资主体，业务具有较强的专营优势，在雅安市地区经济发展和城市建设中具有重要地位。
2. 公司在资本注入、资产划拨、债务置换及财政补贴等方面持续获得有力的外部支持。
3. 随着雅安城投的划入，公司基建业务的区域专营优势进一步增强。

关注

1. 公司存货及应收款项规模大，对资金占用较为严重，资产流动性较弱。
2. 公司营业收入主要来自代建业务和土地整理业务，收入确认及回款情况受政府财力及政策影响存在较大不

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	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	3
		基础素质	3
		企业管理	2
		经营分析	2
财务风险	F2	盈利能力	3
		现金流量	5
		资产质量	4
		资本结构	1
		偿债能力	2
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

分析师：喻宙宏 张雪婷 张 铖

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

确定性，近年来回款质量差。

3. 公司拟建项目规模较大，未来投资压力较大。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	25.29	11.56	11.76	12.47
资产总额(亿元)	261.38	263.54	299.74	325.04
所有者权益(亿元)	163.42	166.91	168.73	178.58
短期债务(亿元)	5.60	2.20	17.51	17.61
长期债务(亿元)	54.71	52.53	78.48	78.57
全部债务(亿元)	60.31	54.73	95.99	96.18
营业收入(亿元)	17.19	24.68	23.68	0.47
利润总额(亿元)	3.64	5.18	3.13	0.09
EBITDA(亿元)	4.15	5.50	3.53	--
经营性净现金流(亿元)	-5.11	-5.51	4.96	1.62
营业利润率(%)	15.57	22.40	14.28	55.65
净资产收益率(%)	1.81	2.35	1.41	
资产负债率(%)	37.48	36.67	43.71	45.06
全部债务资本化比率(%)	26.96	24.69	36.26	35.00
流动比率(%)	817.54	1195.23	542.72	443.31
经营现金流动负债比(%)	-17.44	-27.23	9.75	--
现金短期债务比(倍)	4.52	5.25	0.67	0.71
EBITDA 利息倍数(倍)	1.42	1.76	0.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.55	9.95	27.17	--
公司本部（母公司）				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额(亿元)	250.44	246.14	223.79	235.84
所有者权益(亿元)	154.99	158.69	160.79	160.87
全部债务(亿元)	59.22	51.90	47.45	47.65
营业收入(亿元)	15.40	20.18	20.70	0.07
利润总额(亿元)	2.35	4.95	2.81	0.02
资产负债率(%)	38.11	35.53	28.15	31.79
全部债务资本化比率(%)	27.65	24.65	22.79	22.85
流动比率(%)	699.76	1276.73	488.21	373.65
经营现金流动负债比(%)	-27.50	-41.69	2.15	--

注：公司 2019 年一季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--



声 明

一、本报告引用的资料主要由雅安发展投资有限责任公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

雅安发展投资有限责任公司

2019 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

雅安发展投资有限责任公司（以下简称“雅安发展”或“公司”）系 2009 年 1 月经雅安市人民政府《关于组建雅安发展投资有限责任公司的通知》（雅府函〔2008〕232 号）批准设立的有限责任公司（国有独资），初始注册资本 100000 万元，由雅安市国有资产监督管理委员会（以下简称“雅安市国资委”）代表市政府履行出资人职责于 5 年内分期缴足，首次以货币出资 20000 万元。

2009 年 8 月，雅安市国资委以房产对公司增资 14981 万元，公司实收资本变更为 34981 万元。2009 年 11 月，雅安市国资委以持有的雅安市国有资产经营有限责任公司 100% 的国有股权对公司增资 20000 万元，公司实收资本变更为 54981 万元。2010 年 5 月，雅安市国资委以持有的雨城区 26 处房地产（含建筑物及其分摊的土地使用权）对公司增资 12087.72 万元，公司实收资本变更为 67068.72 万元。2010 年 9 月，雅安市国资委以货币资金 32931.28 万元对公司增资，公司实收资本变更为 100000 万元。

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 100000 万元，其中货币出资 52931.28 万元、股权出资 20000 万元、房产出资 27068.72 万元，雅安市国资委持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

公司作为雅安市重要的基础设施投融资建设主体，主要通过市政府授权对能源、交通、土地、矿产、城市资源等领域进行投融资和经营管理。

截至 2019 年 3 月底，公司本部内设办公室、信息中心、人力资源部、审计法律事务部、风险控制部、财务部、投资部、融资部、项目

管理部、合同造价部、安全环保管理部、资产管理部共 12 个职能部门以及 1 家资产运营分公司。公司纳入合并范围的一级子公司共计 5 家，其中全资子公司 4 家，控股子公司 1 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 299.74 亿元，所有者权益 168.73 亿元（含少数股东权益 0.25 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 23.68 亿元，实现利润总额 3.13 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 325.04 亿元，所有者权益 178.58 亿元（含少数股东权益 0.25 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 0.47 亿元，利润总额 0.09 亿元。

公司注册地址：四川省雅安市雨城区沙湾路 149 号；法定代表人：谭克强。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2019 年注册金额为 10 亿元的中期票据，2019 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）拟发行金额为 4 亿元，期限为 3+2 年，附第 3 年末公司调整利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据采用固定利率按年计息，每年付息一次，到期一次还本，募集资金拟全部用于偿还公司到期应付债券和银行借款。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳

健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%-7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；

工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类

消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高速增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服

务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治

风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了

一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性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，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，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的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。

对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融

资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 1 2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供任何形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018

年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发

达国家 80% 的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。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。

4. 区域经济

近年来，雅安市经济保持较快增长，但经济总量在全省排名仍靠后，整体经济实力一般。

雅安市为四川省下辖地级市，位于四川盆地西缘、邛崃山东麓，东靠成都、西连甘孜、南界凉山、北接阿坝，2000 年 12 月经国务院批准撤地设市。雅安市地域面积 1.53 万平方公里，下辖 2 个市辖区（雨城区、明山区）和 6 个县（荥经县、汉源县、石棉县、天全县、芦山县、宝兴县）。截至 2018 年底，雅安市常住人口 154 万人，常住人口城镇化率 46.85%，比上年提高 1.5 个百分点。

雅安市动植物资源丰富，森林分布广阔，林区内有熊猫、金丝猴、扭角羚、苏门羚、獐等珍贵动物。2018 年底雅安市拥有森林和野生动物类型自然保护区 6 个，面积达 18.15 万公顷，珍稀鱼类自然保护区 3 个，面积达 0.75 万公顷，全年雅安市实现旅游综合收入 320.42 亿元，同比增长 25.6%。

目前公司经营与投资的项目均位于雅安市，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受雅安市经济发展的影响，并与地区建设规划密切相关。

近年来，雅安市经济实力不断增长，但经济总量在四川省 21 个地级市（自治州）中排名仍靠后，2018 年雅安市地区生产总值在全省排名第 18 位。根据《雅安国民经济和社会发展统计公报》，2016-2018 年，雅安市分别实现地区生产总值 545.33 亿元、602.77 亿

元和 646.10 亿元，按可比价格计算，比上年分别增长 8.1%、8.0% 和 8.1%，经济总量保持较快增长。其中，2018 年，第一产业增加值 85.83 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 303.00 亿元，增长 8.6%；第三产业增加值 257.27 亿元，增长 8.8%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 6.4%、53.5% 和 40.1%，三次产业结构由 2017 年的 13.4:47.2:39.4 调整为 13.3:46.9:39.8。2018 年，雅安市人均地区生产总值为 41985 元，较上年增长 8.0%。

2018 年，雅安市全年实现规模以上工业总产值 580.44 亿元，比上年增长 15.2%。其中：重工业总产值 474.54 亿元，增长 14.2%，轻工业总产值 105.90 亿元，增长 20.1%。

近三年，雅安市全年固定资产投资较上年分别增长 3.7%、-16.3% 和 12.2%，增速波动较大。2018 年，雅安市全年完成固定资产投资 464.36 亿元，其中第一、二、三产业分别完成投资 21.57 亿元、103.56 亿元和 339.24 亿元，第二产业投资较上年有所下降，第三产业投资较上年大幅增长 23.0%。全年完成房地产开发投资 85.28 亿元，较上年增长 46.1%，商品房施工和销售面积分别增长 21.6% 和 13.3%。

根据雅安市统计局公开资料，2019 年 1-6 月，雅安市完成地区生产总值 280.34 亿元，增速 8.0%，其中第一产业增加值 37.12 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 132.43 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 110.79 亿元，增长 8.4%。规模以上工业增加值和全社会固定资产投资分别较上年同期增长 9.8% 和 2.8%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，雅安市国资委是公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模与竞争优势

雅安市主要的政府投融资主体在经营区域及业务范围等方面具有较明确的划分，公司在雅安市基础设施投融资建设领域地位突出，在雅安市规划范围内具有较强的专营优势。

雅安市主要有 4 家地方政府投融资主体，即公司、雅安经济开发区发展投资有限公司（以下简称“雅安经开区发投”）、雅安市水务投资有限责任公司（以下简称“雅安水投”）和雅安文化旅游集团有限责任公司（以下简称“雅安文旅”）。其中，公司定位为雅安市基础设施投融资建设的重要主体，主要从事政府授权范围内的基础设施建设和土地开发整理业务；雅安经开区发投是四川雅安经济开发区管理委员会下属国有独资企业，主要负责对四川雅安经济开发区内的交通、土地、市政资源等领域进行投资和经营管理；雅安水投经营范围为水利、水电、水保、水产相关项目的投融资、开发、设计、技术咨询、建设及运营管理；雅安文旅系雅安市国资委出资成立，主要根据市政府授权对雅安市文化、旅游、体育等领域进行投融资和经营管理。

2018 年 5 月，根据雅国资发〔2018〕91 号文件，雅安市国资委将雅安城市建设投资开发有限公司（以下简称“雅安城投”）100% 国有股权划转至公司¹，用以冲抵公司对雅安市财政局的应收账款 42.20 亿元。雅安城投是雅安市国资委出资成立的市政项目投融资平台，主要根据市政府授权对雅安市城市基础设施、公共服务设施等项目进行经营管理。截至 2018 年底，雅安城投合并资产总额 120.38 亿元（非流动资产占比 80.97%），所有者权益 62.15 亿元；2018 年，雅安城投实现营业收入 1.02 亿元，利润总额 0.06 亿元。整体看，随着雅安城投的划入，公司基建业务的区域专营优势进一步增强。

¹ 根据四川天平资产评估事务所出具的资产评估报告（川天平评报字〔2018〕B0093 号），以 2018 年 3 月 31 日为评估基准日，采用资产基础法得出雅安城投经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计后于评估基准日申报的全部资产的评估值为 422047.04 万元。

3. 人员素质

公司高管人员经验丰富，员工整体素质较高；目前公司董监高人员配置尚未达到公司章程规定人数，相关人员到位情况有待持续关注。公司原董事长涉嫌严重违纪违法，由于此前公司已完成董事长换任，该事项未对公司生产经营和日常管理产生重大影响。

截至 2019 年 6 月底，公司高级管理人员共 6 人，包括董事长 1 人、总经理 1 人、副总经理 3 人、财务总监 1 人。目前公司董事会、监事会及高级管理人员配置尚未达到公司章程规定人数，相关增补程序正在进行过程中。

根据公司于 2019 年 6 月 19 日发布的《关于董事发生变更的公告》，雅安市国资委于 2019 年 6 月 14 日免去公司原董事长柴渝相关职务，并于 2019 年 6 月 12 日授权公司党委副书记、总经理邹克灵临时履行公司法定代表人职权。2019 年 6 月 27 日，雅安市国资委下发《关于谭克强等同志任免职的通知》（雅国资委发〔2019〕86 号），同意谭克强任公司董事、董事长，肖永昌任公司董事、总经理，并免去邹克灵公司董事、总经理职务。上述事项已于 2019 年 7 月 1 日完成相关工商变更。

2019 年 7 月 26 日，中共四川省委四川省监察委员会官网公布了公司原党委书记、董事长柴渝涉嫌严重违纪违法，目前正接受纪律审查和监察调查的审查调查信息。由于雅安市国资委已于 2019 年 6 月 14 日免去柴渝公司董事长、董事职务，且新任董事长已于 2019 年 6 月 27 日正式任命，本次原董事长违纪违法事项对公司生产经营和日常管理未产生重大影响。

谭克强先生，1973 年 7 月生，中共党员，中专学历；历任雅安地委机要科干部，雅安市委机要局局长，雅安市经信委党委副书记、副主任，雅安市人大常委会副秘书长兼办公室主任兼石棉县委副书记，雅安市政大数据局党组书记兼局长；现任公司董事、董事长。

肖永昌先生，1975年8月生，中共党员，中专学历；历任芦山县太平中学校长兼党支部书记，芦山县人民政府办公室科员，芦山县中林乡党委副书记兼乡长，芦山县宝盛乡党委书记，芦山县政府办党组成员兼飞仙关镇人大主席，雅安市城管执法局党组成员兼雅安市城管行政执法支队支队长兼芦山县政府办党组成员兼芦山县政府办副主任兼目标督查室主任兼飞仙关镇人大主席，芦山县委常委兼雅安市城管行政执法支队支队长，芦山县委常委兼政法委书记，雅安市旅游发展委党组成员兼副主任，雅安市文化体育和旅游局党组成员兼副局长；现任公司董事、总经理。

刘大逵先生，1963年11月生，大专学历；历任雅安地区食品公司会计、主办会计、财会科副科长，雅安地区商业局科员、审计科副科长，雅安地区贸易局办公室主任，雅安市外经贸局计划财务科科长，雅安市商务局规划财务科、服务业发展科科长，雅安市国资委正科级监事、投资规划科科长、第三监事会负责人；现任公司董事、财务总监。

黄敏先生，1964年7月生，研究生学历；历任雅安地区商业局服务公司副经理、法人代表，雅安市对外贸易经济合作局外经外资料科科长，雅安市商务局外经外资料科科长，中国国际贸易促进会雅安市支会专职副会长，雅安市天全县政府副县长；现任公司副总经理。

杨秉辉先生，1966年4月生，中共党员，本科学历；历任荣经县商业局会计，荣经县商业局办公室主任，荣经县烈士乡乡长，荣经县烈士乡党委书记兼人大主席，荣经县物价局党组书记兼局长，荣经县审计局党组书记兼局长，荣经县发改局党组书记兼局长，荣经县发展改革和经信商务局党组书记兼局长，雅安城投总经理；现任公司党委委员、副总经理，兼任雅安蜀天房地产开发有限公司董事、总经理。

截至2019年3月底，公司合并范围在职员工322人。从岗位构成来看，行政人员121

人（占37.58%），技术人员78人（占24.22%），生产人员77人（占23.91%），财务人员28人（占8.70%），销售人员18人（占5.59%）；从教育程度来看，本科及以上学历占38.82%，大专学历占37.58%，高中及以下学历占23.60%；从年龄构成来看，30岁以下占38.51%，30-50岁占53.42%，50岁以上占8.07%。

4. 外部支持

雅安市财政收入对上级补助收入依赖程度较高，财政自给能力弱；作为雅安市重要的基础设施投融资建设主体，公司在资产划拨、债务置换、财政补贴等方面获得有力的外部支持。

根据雅安市财政局公开资料，2016-2018年，雅安市全市一般公共预算收入保持稳定增长，分别为32.18亿元、34.84亿元和40.03亿元，其中税收收入分别为23.34亿元、24.66亿元和29.82亿元，税收收入占同期一般公共预算收入的比重分别为72.53%、70.78%和74.49%，税收收入占比尚可，一般公共预算收入质量尚可。2016-2018年，雅安市土地出让情况较好，全市基金预算收入快速增长，分别为15.65亿元、32.52亿元和42.18亿元，年均复合增长64.17%；由于土地出让受宏观政策、地方市场环境及政府出让计划等因素影响较大，未来雅安市基金收入存在一定不确定性。雅安市持续获得上级政府的财政支持，是雅安市可控财力的重要来源，2018年加上省补助、上年结余、调入资金、省转贷地方政府一般债券等收入后，雅安市全市可安排的财政收入总量为151.10亿元。2016-2018年，雅安市全市一般公共预算支出（含灾后重建专项支出）分别为151.55亿元、137.39亿元和130.54亿元，财政自给率分别为21.23%、25.36%和30.66%，由于雅安市公开披露的一般预算支出含灾后重建专项支出，故实际财政自给率水平高于计算值，但雅安市财政自给能力仍较弱，财政支出

对上级补助收入的依赖较大。政府债务方面，截至 2018 年底，雅安市全市地方政府债务余额 112.97 亿元，其中一般债务余额 71.00 亿元、专项债务余额 41.97 亿元，均控制在债务限额内。

资产划拨

土地划拨方面，根据雅府函〔2011〕37 号文件和雅府函〔2011〕38 号文件，雅安市人民政府同意将姚桥新区合计 23 宗国有土地使用权以净资产的方式注入公司，并为姚桥新区土地收储整理开发项目一、二期贷款作抵押担保，贷款抵押权人为中国农业发展银行雅安市分行；23 宗土地均为出让地，面积合计 1596.68 亩，入账价值 44.77 亿元。根据雅国资委发〔2012〕60 号文件和《雅安市人民政府常务会议纪要》（第 62 期），为解决公司项目建设融资需求，雅安市人民政府同意将姚桥、大兴等土地、房产资产划拨公司，由此，公司取得姚桥及大兴共计 15 宗土地合计 2481.03 亩，土地性质为出让地，入账价值 78.96 亿元。上述土地资产均计入“资本公积”。

债务置换

根据《四川省财政厅关于做好存量政府债务置换工作的通知》和《雅安市财政局关于下达置换债券的通知》，2016-2018 年，公司每年度收到 8376 万元政府置换债券用于置换子公司雅安市国有资产经营有限责任公司（以下简称“雅安国资”）发行的企业债券“12 雅安国资债”，由市财政局直接拨付至雅安国资企业债券偿债专项资金账户。

财政补贴

根据雅财函〔2007〕36 号文件，雅安市财政局将原拨付给雅安国资的 3.70 亿元借款转为财政补贴，专项用于 2008-2017 年对雅安市水利项目投资的补贴，公司在此期间每年可确认 3700 万元补贴收入。截至 2017 年底，公司收到雅安市财政局等政府部门拨付的以项目代建资金为主的各类专项资金累计 23.30 亿元，计入“专项应付款”；2018 年，公司将专

项应付款冲抵对雅安市财政局的应收账款，2018 年底专项应付款降至 42.10 万元。2016-2018 年，公司分别确认政府补助收入 0.40 亿元、0.42 亿元和 8.03 万元，主要系水利项目投资专项补贴、车辆燃油补贴及公交车亏损补贴、稳岗补贴等，2018 年财政补贴大幅下降主要系雅安市财政局 3.70 亿元专项用于水利项目投资的补贴款项于 2017 年结转完毕，2018 年末收到相关补贴所致。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告（自主查询版）》（机构信用代码：G10511802000379700），截至 2019 年 8 月 14 日，公司已结清信贷信息中有 7 笔对国家开发银行四川省分行的关注类贷款，金额共计 3.23 亿元，主要系国家开发银行贷款分类原因将对公司的借款划入关注类，上述关注类贷款均已正常收回。

截至 2019 年 8 月 14 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构完善，建立了有效的决策监督机制；公司管理制度较为健全，且执行情况良好，能够满足日常管理需要。

1. 法人治理结构

公司是依据《公司法》组建的国有独资有限责任公司，并根据《公司法》等法律法规，结合公司实际情况，制定了公司章程。根据公司章程，公司不设股东会，由雅安国资委行使股东会职权。

公司设董事会，成员 7 人，其中包括职工董事 1 人和外部董事 1 人，实际到位 5 人，尚有 2 名拟由雅安国资委委派的董事暂未到位。董事由雅安国资委委派或更换，职工董事依法由职工代表大会或其他形式民主选举

产生或更换。董事会设董事长 1 人，董事长担任公司党委书记，由雅安市国资委在公司董事会成员中指定。董事每届任期三年，任期届满可连任。

公司设监事会，成员 5 人，其中职工监事 2 人。监事由雅安市国资委委派或更换，职工监事依法由职工代表大会或其他形式民主选举产生或更换。监事会设监事会主席 1 人，由雅安市国资委在监事会成员中指定。监事每届任期三年，董事、高级管理人员及雅安市国资委规定的相关人员不得兼任监事。

公司经营班子由总经理 1 名、副总经理 5 名、财务总监 1 名组成，由董事会依照规定按程序聘任或解聘。

公司根据《党章》规定，设立公司党委和公司纪委。党委委员为 7 人，设党委书记 1 人，由公司董事长担任；副书记 2 人，其中专职副书记 1 人，专门负责党的建设。委员可由董事、监事会主席（内设）、纪委书记及其他经理层成员中符合条件的高管担任，均按照《党章》等有关规定选举或任命产生。

总体看，公司法人治理结构完善，建立了有效的决策监督机制。

2. 管理水平

公司设有办公室、人力资源部、风险控制部、财务部、投资部、融资部、项目管理部、安全环保管理部、资产管理部共 12 个职能部门以及 1 家资产运营分公司，并根据公司章程及经营管理实际需要制定了一系列管理制度，涵盖了资金管理、工程项目管理和人力资源管理等方面。

资金管理方面，为了强化公司资金的内部控制和管理，保证资金的安全完整，最大限度地发挥资金使用效益，公司制定了《雅安发展投资有限责任公司资金管理暂行办法》，建立和实施资金内部控制制度，主要强化四个关键方面的风险控制，并采取相应的控制措施：第一，建立资金业务的岗位责任制，明确相关部

门和岗位的职责权限，确保办理资金业务的不相容岗位相互分离、制约和监督；第二，加强现金库存限额的管理，超过库存限额的现金应当及时存入开户银行，银行账户的开立、审批、核对、清理严格有效，现金盘点和银行对账单的核对按规定严格执行；第三，加强与资金相关的票据和银行预留印鉴的管理，与资金有关的票据的购买、保管、使用、销毁等有完整的记录，银行预留印鉴和有关印章的管理严格有效；第四，专项资金、财政往来结算资金、金融机构借入资金等资金，在遵循国家相关政策、法律、法规的前提下，合理、有效的实施运作，最大限度控制运营风险和实现时间价值最大化。

工程项目管理方面，公司为规范工程项目实施中的授权批准行为，明确授权范围、责任和权限，强化工程项目授权的管理，维护项目实施的工作秩序。项目管理部及时提出招标、设计、材料的立项并督促完成，制定了《建设项目实施管理暂行办法》。公司项目管理部作为公司项目管理的代表，负责配合投资部进行项目报批、进行工程招标、对施工现场进行管理、对费用支付进行审核及报批、监督工程质量、工程竣工验收等工作。

人力资源管理方面，为了满足公司经营发展对人力资源的需求，推进公司发展战略目标的实现，公司制定了《薪酬管理制度》《绩效管理实施细则》《员工招聘管理制度》《劳动合同管理制度》《员工管理暂行办法》等多项制度办法，由人力资源部、综合部等多个部门配合实施。

对外担保方面，公司就担保对象、担保方式、担保限额、担保程序、担保事项信息披露和担保风险补偿等方面都作了详细的规定，公司对外担保实行多层级审核审批制度，未经雅安市国资委审批授权不得对外提供担保。

对子公司的管理方面，公司按出资比例向子公司委派或推荐董事、监事及高级管理人员、职能部门负责人。对子公司高级管理人员

任免、重大投资决策（包括股权投资、债权投资、重大固定资产投资、重大项目投资等）、年度经营预算及考核等行使管理和表决权。

总体来看，公司法人治理结构符合相关法规要求，管理制度较为健全，管理水平较高，能够保障日常经营工作的正常运行。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业收入波动增长，构成以**代建业务和土地整理业务收入为主，运输业务、房屋销售及租赁、电力销售等板块对公司收入和利润形成有益补充**；2018年以来，受子公司蜀通运业股权划转影响，公司不再产生运输业务收入。

作为雅安市政府授权范围内重要的基础设施建设和国有资产运营主体，公司承担了雅安市大量的土地整理开发、基础设施建设及部分国有资产运营业务，在雅安市基础设施建设领域具有较强的区域专营优势。

2016-2018年，公司分别实现营业收入17.19亿元、24.68亿元和23.68亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长17.35%。从构成来看，

公司营业收入主要来自代建业务和土地整理业务，近三年合计占比较为稳定，均保持在85%以上。此外，公司原控股子公司四川蜀通运业有限责任公司（以下简称“蜀通运业”）是雅安市最重要的公路客运主体，其运营产生的运输收入对公司营业收入形成有益补充；2018年，根据雅国资发〔2018〕94号文件，子公司雅安国资持有的蜀通运业95.27%股权划转至雅安市交通建设（集团）有限责任公司，蜀通运业不再纳入公司合并范围，运输业务板块从公司经营范围剥离，公司不再产生运输业务相关收入。同时，公司经营的房产销售、房屋租赁、电力销售等其他业务近年来收入规模呈增长趋势，对公司收入形成补充。

毛利率方面，2016-2018年，公司综合毛利率水平波动较大，分别为15.90%、23.04%和14.89%。2017年毛利率大幅上升主要系土地整理业务毛利率大幅增长所致；2018年毛利率大幅下降主要系毛利率较高的运输业务剥离及毛利率较低的代建业务占比大幅上升所致。

2019年1-3月，公司实现营业收入0.39亿元，为2018年全年的1.65%，主要来自其他业务收入。同期，公司综合毛利率为48.25%。

表2 公司营业收入结构与毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016年			2017年			2018年			2019年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建业务	5.63	32.75	4.71	9.87	40.01	4.76	16.48	69.60	4.76	0.01	1.79	-81.84
土地整理	9.60	55.85	14.79	11.54	46.74	36.98	4.21	17.78	43.90	--	--	--
运输业务	1.03	6.00	43.74	0.99	4.00	38.32	--	--	--	--	--	--
其他业务	0.93	5.40	64.23	2.28	9.26	25.07	2.99	12.62	29.84	0.38	98.21	50.62
合计	17.19	100.00	15.90	24.68	100.00	23.04	23.68	100.00	14.89	0.39	100.00	48.25

注：公司其他业务主要为房产销售、房屋租赁、电力销售等
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）代建业务

作为雅安市重要的基础设施投融资建设主体，公司承担的代建业务具有较强的区域专营优势；近年来，代建收入快速增长，政府回

款情况差；目前公司拟建的代建项目投资额较大，未来存在较大的融资压力。

代建业务主要由公司本部和子公司雅安城投负责。作为雅安市重要的基础设施投融资建设主体，公司受雅安市政府委托承担授权范

围内市政道路、桥梁、公园场馆等基础设施、保障性住房和土地开发整理项目的投资建设，具有较强的区域专营优势，在雅安市城市化建设和经济发展中发挥了重要作用。

公司本部代建业务协议签订主要分为三类。第一类，公司与雅安市财政局签订《投资建设与转让收购协议书》，雅安市财政局作为雅安市政府授权的项目业主负责项目资金的筹措及代建投资的偿还，公司作为项目代建方负责对协议约定的工程项目进行投资建设。实际运作中，项目启动后雅安市财政局按照项目工程进度分期拨付一定比例的资金用于项目的可行性研究、土地平整和工程支出等前期开发费用，其余建设资金由公司自有资金或通过银行贷款等外部融资方式筹措，待项目竣工验收并完成决算审计后，雅安市财政局根据协议约定和年度资金安排向公司拨付回购款，回购款包括实际投入的支出成本及利润加成（财政专项资金部分不进行利润加成），利润加成一般按照支出成本的 5% 计取，回购期一般为 3-5 年。针对以前年度签订的委托代建项目，公司与雅安市财政局每年度签订《委托代建项目投资一回购协议》或《补充协议》以对未来年度的回购比例和回购金额进行调整和确认。第二类，2012 年 5 月，公司与雅安市发展和改革委员会（以下简称“雅安市发改委”）针对汶川地震港澳援建项目签订《项目投资一回购协议》，由雅安市发改委委托公司对协议约定的项目进行打包建设，回购模式与市政府委托代建项目相同。第三类，2015 年，公司作为项目受托方分别与雅安经济开发区建设投资有限公司（以下简称“经开建投”）和雅安文旅针对具体项目签订《委托建设协议》，公司受经

开建投和文旅集团委托对协议约定项目进行投资管理和实施工程建设，并垫付项目前期开发费用，待项目建设完成并竣工验收后，由委托方直接或委托其他单位按照项目建设成本并加成 5% 的委托代建费分期支付回购款，具体支付期限可由双方在项目竣工验收后另行协商决定。目前，公司承接项目以第一类为主。

收入确认方面，针对上述三类代建协议，公司采取相同的方式确认收入。项目建设期间，公司每季度末或每年末按照实际投入成本加成一定比例（一般为 5%）确认代建业务收入，借记“应收账款”，贷记“营业收入”，并结转相关开发成本，借记“营业成本”，贷记“存货”。

雅安城投自 2012 年成立以来，受雅安市政府委托承担了大量地震灾后重建项目，大部分项目纳入国务院《芦山强烈地震灾后恢复重建总体规划》，项目建设资金主要由公司自筹和财政局资金拨付。截至 2019 年 3 月底，雅安城投承建的市政基础设施项目均未与雅安市政府相关部门签订回购协议，投入资金计入“存货-开发成本”，未来回购模式及收入确认存在一定不确定性。

近年来，公司先后完成了一批重大基础设施项目的投融资建设，包括姚桥收储一期、姚桥拆迁安置房工程二期（D 区）、姚桥拆迁安置房二期沙湾小区 AB 区/公租房、雅安市大兴公租房、雅安市综合客运交通枢纽建设项目等，截至 2019 年 3 月底，公司主要已完工基础设施代建项目合计总投资 37.22 亿元，拟回购金额 39.08 亿元，截至 2019 年 3 月底累计已回购 19.77 亿元，2019 年 4-12 月及 2020 年分别计划回购 11.49 亿元和 7.81 亿元。

表 3 截至 2019 年 3 月底公司主要已完工基础设施代建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	拟回购金额	已回购金额	回购期间	未来回购计划		
					2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
姚桥收储一期	85789	90078	49100	2014-2020 年	20489	20489	--
姚桥拆迁安置房工程二期（D 区）	82309	86424	57616	2017-2021 年	28808	--	--

姚桥拆迁安置房二期沙湾小区 AB 区/公租房	111192	116752	50487	2016-2020 年	33132	33132	--
雅安市大兴公租房建设	22880	24024	16016	2017-2021 年	8008	--	--
雅安综合客运枢纽建设项目	70015	73516	24505	2018-2022 年	24505	24505	--
合计	372185	390794	197724	--	114942	78126	--

资料来源：公司提供

2016-2018 年，公司代建业务收入快速增长，分别为 5.63 亿元、9.87 亿元和 16.48 亿元，毛利率保持稳定，分别为 4.71%、4.76%和 4.76%。同期，雅安市财政局未对公司代建项目回购资金安排回款，相关收入计入“应收账款”，未来公司回款情况存在较大不确定性。

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目（包括已完工尚未签订回购协议的项目）计划总投资合计 57.34 亿元，累计已完成投资 52.51 亿元，未来尚需投资 4.83 亿元。大部分项目均已完工，但尚未签订回购协议，未来回购情况有待关注。

表 4 截至 2019 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已完成投资	建设期间
公司本部			
雅安市姚桥新区支干道和平片区道路建设项目	15657	10485	2012-2019 年
南郊水厂备用水源工程	8055	7228	2010-2012 年
雅安市水中坝拆迁安置小区工程	71798	71753	2010-2012 年
大兴兴贸路	17346	13053	2016-2019 年
雅安城投			
雨城大道三段（主干道）	15234	8882	2017-2018 年
文曲新座项目	55000	23417	2017-2020 年
斗胆棚改房工程	8562	8562	2014-2015 年
太阳巷棚改房工程	13551	13551	2014-2015 年
金安厂棚改房工程	15451	15451	2013-2015 年
城后路棚改房工程	9900	9900	2014-2015 年
雅安市汉文化广场棚改房工程	26193	26193	2014-2015 年
雅安市大兴穆家村安置房工程	10436	10436	2014-2015 年
雅安市大兴顺路村安置房工程	21439	21439	2014-2015 年
雅安市多营水厂扩建及二、三水厂取水工程	8492	8492	2014-2016 年
北纬三十度公园工程（沿江公路-魏家岗公园绿地应急避难场所）	10008	10008	2012-2013 年
大兴片区城市道路新区大道一段道路建设工程（雅安市大兴路网工程）	27723	27723	2014-2015 年
国道 318 线雅安至二郎山-雅安城区过境段（雨名段）	24545	24545	2016-2018 年
雅安市东城公园绿地恢复重建工程（张家山公园绿地工程）	9968	9968	2014-2015 年
雅安市文化中心灾后重建项目	12165	12165	2014-2015 年
雅安市雨城区城后路	12919	12919	2014-2017 年
雅安北郊出口改造工程	6911	6911	2014-2015 年
雅安市大兴路网-第一批次支路路网优化工程-和穆三路道路工程	5866	5866	2015-2016 年
雅安市文化艺术中心（文化中心二期）	14862	14862	2014-2015 年
雅安市康藏路、挺进路道路改造工程	8984	8984	2015-2016 年
碧峰峡路上段道路改造工程	7467	7467	2016-2017 年
碧峰峡路下段道路改造工程	21741	21741	2016-2017 年
国道 318 线雅安至二郎山-雅安城区过境段（北外环线）	113077	113077	2014-2016 年

合 计	573350	525078	--
-----	--------	--------	----

注：表中代建项目均未签订回购协议

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司拟建的基础设施项目主要为国际会展中心、雅安市南外环路工程建设（西段）项目、雨城区灾后重建基础设施项目（南外环东段）及部分市政道路项目

等，计划总投资合计 30.23 亿元，预计于 2019 年集中开工，2019-2021 年投资计划分别为 13.13 亿元、8.53 亿元和 6.01 亿元，公司未来存在较大的融资压力。

表 5 截至 2019 年 3 月底公司主要拟建基础设施代建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	计划建设期间
前进南路	7440	2019.03-2019.12
前进一路	9891	2019.03-2019.12
前进二路	8205	2019.03-2019.12
国际会展中心	103093	2019-2021
雅安市南外环路工程建设（西段）项目	77256	2019-2021
世界银行贷款芦山地震灾后恢复重建雅安市雨城区城镇基础设施项目（南外环东段）	50407	2019-2020
农科路	12532	2019
大兴二桥	17000	2019
公园路	6500	2018-2019
姚桥片区支路	9928	2019
合计	302252	--

资料来源：公司提供

（2）土地开发整理

近年来，公司土地整理业务收入有所波动，受土地出让金返还比例调整影响，公司土地整理业务毛利率快速增长，但回款方面存在较大不确定性；目前公司暂无在建及拟建的土地整理项目，未来业务持续性有待关注。

根据雅府函〔2011〕34号文件，雅安市政府授权雅安发展承担雅安市农村土地整治、收储项目的融资、建设和运营管理工作。公司自筹资金对授权范围内的土地进行开发整理，政府按照工程进度对土地整理投入进行回购，待土地符合出让标准后，将符合条件的土地交由雅安市土地储备中心进行招拍挂出让，根据雅府函〔2011〕35号和雅府函〔2011〕36号文件，土地出让金在扣除相关费用后按市财政与公司4:6的比例返还公司，作为项目还本付息的来源。

雅安市政府于2017年4月5日出具了《雅安

市人民政府关于雅投公司土地出让收入相关事宜的说明》，同意公司自2014年1月1日起产生的土地出让收入不再与政府6:4分成，全部确认为公司的主营业务收入。根据该说明，公司将2014年度、2015年度、2016年度土地出让收入中40%归属于政府的部分统一于2017年度纳入主营业务收入。

近年来，公司主要对姚桥片区土地进行开发整理，完成了雅安市姚桥新区土地收储整理开发项目一期和二期，共计23宗土地1596.68亩，总投资13.18亿元，截至2019年3月底已出让面积714.19亩。公司账面可出让的土地除了已完成开发整理的姚桥新区一、二期项目，还有部分政府划拨的已达到出让条件的土地资产。实际运作中，公司将姚桥收储一、二期项目投入的开发整理成本按代建业务模式确认收入并结转成本，将应返还的土地出让金确认为土地整理收入，并将土地划入时的入账价值

及需缴纳的相关税费结转成本。2016-2018年，公司完成出让的土地面积分别为577.26亩、277.42亩和61.81亩，分别确认土地整理收入9.60亿元、11.54亿元和4.21亿元。同期，土地整理业务毛利率分别为14.79%、36.98%和43.90%，逐年快速增长；2017年毛利率较上年增长22.19个百分点，主要系2014年起土地出让金返还比例调整，公司补提以前年度未确认的土地出让收入所致；2018年毛利率水平继续上升，主要系当年出让的地块价格较高所致。2019年1-3月，公司未对存量土地进行出让，故未产生土地相关收入。

2018年8月，雅安市国土资源局与公司签订雅土收字〔2018〕2号《国有土地使用权收回合同》，收回公司17宗国有建设用地使用权，按照市政府《关于调整补充雅投公司资产的批复》（雅府函〔2018〕151号）文件，土地使用权收回补偿款共计53.30亿元，计入“其他应收款”，协议规定由雅安市财政局分五个年度每年支付其补偿款20%。截至2019年3月底，公司存量土地面积1743.61亩，账面价值51.14亿元，计入“存货”科目。公司目前暂无在建及拟建的土地整理项目，未来业务可持续性有待关注。

（3）运输业务

蜀通运业在雅安市公路客运领域具有较强的专营地位，运输业务收入是公司营业收入的有益补充；随着蜀通运业股权的划出，运输业务从公司经营范围剥离，对公司营业收入产生一定影响。

2016-2017年，公司运输业务由原二级子公司蜀通运业负责，主要包括公路客运、驾校培训和服务站收入。

蜀通运业成立于1999年10月，注册资本6000万元，作为雅安市成立最早的客运企业，蜀通运业在雅安市具有较强的公路客运业务垄断优势。截至2017年底，蜀通运业拥有运输车辆821辆，较上年增加132辆，共运营客运线路113条。近年来，雅安市公路客运受铁

路、航空等其他运输工具竞争影响加大，蜀通运业客运总量持续下降，2017年完成客运总量334.03万人次，同比下降9.69%。2016-2017年，公司分别实现运输业务收入1.03亿元和0.99亿元，随着客运量的减少收入有所下降。

表6 蜀通运业客运业务运营情况

项目	2015年	2016年	2017年
运输车辆（辆）	673	689	821
客运线路（条）	117	117	113
其中：县内线路（条）	33	32	61
跨县线路（条）	19	21	32
跨市线路（条）	62	61	18
跨省线路（条）	3	3	2
客运总量（万人次）	417.32	369.86	334.03
客运周转量（亿人公里）	6.19	5.70	5.30
汽车站数量（座）	8	7	7

资料来源：公司提供

2018年5月，根据雅国资发〔2018〕94号文件，子公司雅安国资持有的蜀通运业95.27%股权全部划转至雅安市交通建设（集团）有限责任公司，蜀通运业不再纳入公司合并范围，运输业务板块从公司经营范围剥离，2018年公司不再产生运输业务收入。

（4）其他业务

近年来，公司其他业务收入在房产销售的带动下保持增长，但公司存量待售房地产项目规模较小，且无在建拟建项目，未来业务发展存在一定不确定性。

公司其他业务主要为房产销售、房屋租赁、电力销售等。2016-2018年及2019年1-3月，公司其他业务收入分别为0.93亿元、2.28亿元、2.99亿元和0.38亿元，保持增长趋势，主要系房产销售收入增长所致，其中房产销售业务收入分别为0.43亿元、1.31亿元、1.49亿元和0.06亿元。房产销售业务主要由子公司雅安蜀天房地产开发有限公司（以下简称“蜀天房地产”）负责。

蜀天房地产系公司于2010年1月出资设立，注册资本11520万元，公司实缴5000万元。目前，蜀天房地产具有房地产开发三级资

质，开发经营的房产项目主要为商业地产，在售的商业地产项目包括瑞光广场、印象雨城和艺谷峰景，此外，雅安城投开发建设的商业住宅项目文曲新座也处于在售中，以上房地产项目均位于雅安市雨城区，总投资金额 9.59 亿元，截至 2019 年 3 月底累计完成投资 7.68 亿元，累计收到销售金额 6.11 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司无拟建的房地产项目，未来业务持续性有待关注。

表 7 截至 2019 年 3 月底公司房地产在售项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	项目类别	总投资金额	已投资金额	销售进度	累计收到销售额
瑞光广场	商业	1.10	0.98	68%	1.02
印象雨城	商业	1.39	1.30	77%	0.46
艺谷峰景	商业	1.60	1.30	91%	1.00
文曲新座	商住	5.50	4.10	59%	3.63
合计	--	9.59	7.68	--	6.11

资料来源：公司提供

3. 未来发展

作为雅安市重要的基础设施投融资建设主体，自成立以来，雅安发展在雅安市城市基础设施建设、保障性住房建设及土地开发整治领域发挥了主导作用，得到了政府的大力支持，承担并完成了大量市政道路改造、灾后房屋重建、公园场馆建设等项目，并涉足公路客运行业和水电投资领域，推进雅安市交通运输服务质量提升和水电发电项目投融资工作。

近年来，雅安发展继续承担雅安市基础设施建设投融资职能，同时，积极拓展市场化经营性业务，投资成立了蜀天房地产、雅安蜀天建设有限公司、雅安蜀天商贸有限责任公司等“蜀天系列”经营性子公司，并利用自身在资源、区域地位、资金等方面的优势，从房地产、商贸、建筑施工等方面着手进行市场化转型。在招商引资及产业投资方面，公司将以雅安市优势资源为核心，服务重点工程项目，选择一两个新兴产业，采取合作、参股、并购等形式，拓展投资领域，培育雅安市新的经济增长点，巩固在雅安市经济发展和城市建设中的主导

地位。

目前，公司营业收入仍以代建业务和土地整理业务为主，受工程周期、政府政策及回款进度影响较大，收入规模及现金流均存在较大不确定性。截至 2019 年 3 月底，公司在建和拟建的基础设施代建项目尚需投资额较大，未来存在一定的融资压力。

八、财务分析

公司提供了 2016-2018 年合并财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016-2017 年合并财务报表进行了审计，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018 年合并财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季报财务数据未经审计。

合并范围方面，2017 年，雅安市企业融资担保有限责任公司因新股东增资和股权划转原因不再纳入公司合并范围，该子公司实收资本 1.00 亿元，资产及净资产规模相对较小。2018 年，政府将雅安城投 100% 国有股权划转至公司，公司合并范围新增 1 家子公司，对合并财务报表的应收账款、其他应收款、存货、长期借款等科目影响较大。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围一级子公司 5 家。

1. 资产质量

近年来，公司资产规模不断增长，且以流动资产为主；应收类款项及存货占比很高，对资金占用严重，且回款进度存在较大不确定性，资产流动性较弱，资产质量一般。

2016-2018 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长 7.09%，主要系流动资产增长所致，截至 2018 年底为 299.74 亿元，其中流动资产占 92.12%，且占比逐年增长，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2016-2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 7.37%，截至 2018 年底为 276.11

亿元，同比增长 14.18%，主要系其他应收款和 存货增长所致。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	25.29	9.68	11.56	4.39	11.76	3.92	12.47	3.84
应收账款	29.57	11.31	66.45	25.21	66.53	22.20	66.28	20.39
其他应收款	35.27	13.49	37.16	14.10	69.31	23.12	84.17	25.90
存货	149.30	57.12	126.45	47.98	127.64	42.58	130.32	40.09
流动资产	239.50	91.63	241.81	91.75	276.11	92.12	294.34	90.56
可供出售金融资产	2.80	1.07	3.07	1.16	9.49	3.17	2.63	0.81
长期股权投资	7.97	3.05	7.93	3.01	1.72	0.57	15.72	4.84
固定资产	9.99	3.82	8.35	3.17	10.62	3.54	10.57	3.25
非流动资产	21.88	8.37	21.73	8.25	23.63	7.88	30.70	9.44
资产总额	261.38	100.00	263.54	100.00	299.74	100.00	325.04	100.00

注：“其他应收款”科目不包括“应收账款”和“应收股利”科目
资料来源：根据公司财务报表整理

2016-2018 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 31.80%，截至 2018 年底为 11.76 亿元，主要包括银行存款 11.75 亿元，受限资金 0.06 亿元，为履约保证金和冻结存款。

2016-2018 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 50.00%，截至 2017 年底为 66.45 亿元²，同比大幅增长 124.72%，主要系应收雅安市财政局的项目回购款项增加所致。2018 年，公司新增土地整理、代建等业务款项 23.68 亿元，同时冲减政府拨付的项目资金形成的专项应付款 23.59 亿元；截至 2018 年底，应收账款为 66.53 亿元，同比保持稳定。从应收账款分类看，构成以无风险组合为主，占比 99.59%，主要为应收国有企事业单位的回购款项，未计提坏账准备；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 0.27 亿元，绝大部分在 1 年以内，共计提坏账准备 144.30 万元。公司应收账款前五名单位应收金额合计 61.98 亿元，占应收账款总额的 93.14%，集中度高，主要系应收雅安市国土资源局、雅安市城乡规划和住房保障局、雅安文旅等款项，回收风险相对可控，详见下表。

² 2016 年，公司因账务处理错误，多冲减“应收账款”和增加“存货”15.99 亿元，于 2017 年重新调整了该部分款项，增加“应收账款”和冲减“存货”15.99 亿元，该部分金额不在现金流量表中体现。

表 9 截至 2018 年底公司应收账款前五名欠款情况
（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比	款项性质
雅安市国土资源局	32.21	48.41	土地整理业务收入及其他
雅安市城乡规划和住房保障局	18.72	28.13	工程款
雅安文化旅游集团有限责任公司	4.83	7.25	工程款
雅安市交通局	4.52	6.79	工程款
雅安市发展和改革委员会	1.70	2.56	工程款
合计	61.98	93.14	--

资料来源：公司审计报告

2016-2018 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 40.19%，截至 2017 年底为 37.16 亿元，主要为公司对国有企事业单位的工程及往来款。截至 2018 年底为 69.31 亿元，同比增长 86.53%，主要系政府将雅安城投 100%国有股权划转至公司，冲减其他应收款-雅安市财政局 42.20 亿元，同时增加雅安市国土资源局往来款³和合并雅安城投其他应收款综合影响所

³ 2018 年 8 月 21 日，雅安市国土资源局与公司签订雅土收字（2018）2 号《国有土地使用权收回合同》，雅安市国土资源局收回公司 17 宗国有建设用地使用权，按照雅安市政府《关于调整

致。从其他应收款分类看，构成以无风险组合为主，占比 97.62%，未计提坏账准备；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为 1.58 亿元，其中账龄以 1 年以内的占 29.42%、1-2 年的占 23.31%、2-3 年的占 28.27%、3 年以上的占 19.00%，整体账龄适中；2018 年底，公司已计提坏账准备 0.39 亿元，计提比例 0.56%，计提比例较小。公司其他应收款前五单位应收金额合计 50.13 亿元，占其他应收款总额的 71.91%，集中度较高。

表 10 截至 2018 年底公司其他应收款前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	账面余额	占比	款项性质
雅安市国土资源局	21.66	31.07	工程及往来款
雅安市财政局	12.05	17.29	工程及往来款
芦山县投资经营管理有限责任公司	6.29	9.02	往来款
荣经县国有资产经营有限责任公司	6.13	8.79	往来款
四川省铁路产业投资集团有限责任公司	4.00	5.74	往来款
合计	50.13	71.91	—

资料来源：公司审计报告

2016-2018 年，公司存货波动下降，年均复合下降 7.54%，截至 2018 年底为 127.64 亿元，同比保持相对稳定，但存货构成同比变化较大，其中库存商品 51.20 亿元，同比下降 52.02%，主要系雅安市国土局收回公司国有建设用地使用权 53.30 亿元所致；开发成本 76.43 亿元，同比增长 287.58%，主要系合并雅安城投以及基建项目投入增加所致。公司库存商品以土地资产为主，面积 116.24 万平方米，用于抵押的部分 23.63 亿元。

非流动资产

2016-2018 年，公司非流动资产小幅波动，年均复合增长 3.92%，截至 2018 年底为 23.63 亿元，同比增长 8.73%，主要系固定资产增长

所致。

2016-2018 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 84.22%，截至 2018 年底为 9.49 亿元，同比增长 209.15%。2016-2018 年，公司长期股权投资快速下降，年均复合下降 53.49%，截至 2018 年底为 1.72 亿元，同比下降 78.25%。可供出售金融资产和长期股权投资变化的原因主要系 2018 年底对雅安市商业银行股份有限公司的股权投资从长期股权投资转入可供出售金融资产核算。

2016-2018 年，公司固定资产波动中有所增长，年均复合增长 3.11%，截至 2018 年底为 10.62 亿元，同比增长 27.09%，主要系合并雅安城投的房屋建筑物所致。

2016-2018 年，公司应收类款项持续增长，年均复合增长 44.74%，截至 2018 年底为 135.85 亿元，占资产总额 45.32%，占比大，对资金占用严重。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 325.04 亿元，较 2018 年底增长 8.44%，流动资产占比 90.56%。其中，货币资金 12.47 亿元，受限部分 550.49 万元；其他应收款 84.17 亿元，较 2018 年底增长 21.44%，主要系增加雅安市财政局工程款项和芦山县投资经营管理有限责任公司的往来款项所致；存货 130.32 亿元；可供出售金融资产 2.63 亿元，较 2018 年底下降 72.27%，长期股权投资 15.72 亿元，较 2018 年底增加 14.00 亿元，主要系公司将雅安市商业银行股份有限公司的股权投资从可供出售金融资产调整至长期股权投资核算所致。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产 32.83 亿元，主要为银行借款抵质押物，占资产总额 10.10%。其中土地账面价值 23.63 亿元，房产账面价值 0.56 亿元，银行存款 550.49 万元，合同应收款 8.59 亿元。

2. 资本结构

近年来，公司所有者权益保持增长，权益构成以资本公积为主，整体稳定性较好。

补充雅投公司资产的批复》(雅府函〔2018〕151 号)文件，土地使用权应收回补偿款共计 53.30 亿元(同时冲减“存货-库存商品”)。

2016-2018 年，公司所有者权益保持增长，年均复合增长 1.61%，主要系未分配利润增长所致，截至 2018 年底为 168.73 亿元（含少数股东权益 0.25 亿元）。2016-2018 年，公司实收资本未发生变化，截至 2018 年底为 10.00 亿元，系历年来股东对公司的货币、房地产和股权增资；公司资本公积保持相对稳定，截至 2017 年底为 132.61 亿元，同比下降 0.32%，主要系政府将天力公司无偿划转给一级子公司

雅安城投所致，截至 2018 年底为 132.23 亿元，同比下降 0.28%，主要系合并雅安城投增加 0.47 亿元和划转二级子公司蜀通运业股权减少 0.85 亿元所致；未分配利润逐年增长，年均复合增长 14.81%，截至 2018 年底为 34.25 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 178.58 亿元（含少数股东权益 0.25 亿元），较 2018 年底增长 5.84%，主要系未分配利润增长所致，权益整体构成基本保持稳定。

表 11 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	10.00	6.12	10.00	5.99	10.00	5.93	10.00	5.60
资本公积	133.03	81.41	132.61	79.45	132.23	78.37	132.16	74.01
未分配利润	18.51	11.33	22.31	13.36	24.40	14.46	34.25	19.18
所有者权益合计	163.42	100.00	166.91	100.00	168.73	100.00	178.58	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

近年来，随着项目的持续投入以及合并雅安城投影响，公司有息债务规模呈波动增长趋势，债务期限结构以长期债务为主，目前公司债务负担尚可。未来随着项目的不断投入，债务水平将进一步上升。

2016-2018 年，公司负债总额增长较快，年均复合增长 15.64%，截至 2018 年底为 131.01 亿元，同比增长 35.57%，其中非流动负债占

61.16%，公司负债以非流动负债为主。

2016-2018 年，公司流动负债波动中快速增长，年均复合增长 31.78%，截至 2017 年底为 20.23 亿元，同比下降 30.96%，主要系短期借款和其他应付款减少所致，截至 2018 年底为 50.88 亿元，同比增长 151.47%，主要系应付账款、预收账款和一年内到期的非流动负债增加所致。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.50	5.61	2.20	2.28	0.70	0.53	0.80	0.55
应付账款	0.11	0.11	0.17	0.18	8.31	6.34	7.74	5.28
预收款项	0.75	0.77	0.46	0.48	11.51	8.79	13.53	9.24
其他应付款	18.82	19.21	11.76	12.17	6.13	4.68	20.59	14.06
一年内到期的非流动负债	0.10	0.10	0.00	0.00	16.81	12.83	16.81	11.48
流动负债	29.30	29.91	20.23	20.93	50.88	38.84	66.40	45.34
长期借款	7.91	8.07	4.33	4.48	48.48	37.00	48.57	33.16
应付债券	46.80	47.77	48.20	49.88	30.00	22.90	30.00	20.48
专项应付款	13.02	13.29	23.30	24.11	0.00	0.00	1.49	1.02
非流动负债	68.67	70.10	76.41	79.07	80.13	61.16	80.06	54.66
负债总额	97.96	100.00	96.64	100.00	131.01	100.00	146.46	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

2016-2018 年，公司短期借款快速下降，截至 2018 年底为 0.70 亿元，包括 0.60 亿元保证借款和 0.10 亿元信用借款。

2016-2018 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 763.02%，截至 2018 年底为 8.31 亿元，同比增加 8.14 亿元，主要系应付工程款增加所致。公司应付账款账龄绝大部分在 1 年以内，账龄偏短。从集中度看，应付账款前五名金额合计 0.58 亿元，占比 6.95%，集中度很低。

2016-2018 年，公司预收款项波动中大幅增长，年均复合增长 292.22%，截至 2018 年底为 11.51 亿元，同比增加 11.05 亿元，主要系预收基建项目款和商品房款项增长所致。从账龄看，公司预收款项 1 年以内的占比 67.25%、1 年以上的占比 32.75%，账龄偏短；从集中度看，前五名金额合计 10.95 亿元，占比 95.09%，集中度很高，主要系预收雅安市财政局、雅安市住建局、雅安市城乡规划局、雅安市房产局的基建项目款和预收文曲新座项目商品房预收款。

2016-2018 年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降 42.92%，截至 2017 年底为 11.76 亿元，同比下降 37.53%，主要系与雅安市财政局的拆借款减少所致；截至 2018 年底为 6.13 亿元，同比下降 47.85%，主要系合并雅安城投、减少二级子公司蜀通运业所致。公司其他应付款 1 年以内的占 38.17%、1-2 年的占 9.13%、2-3 年的占 4.17%、3 年以上的占 48.62%，整体账龄偏长。公司其他应付款前五名金额合计 3.56 亿元，占比 58.07%，集中度一般，主要为应付雅安市土地矿产交易中心（1.48 亿元）土地出让金、应付四川省雅安工业园区管委会（0.80 亿元）和雅安文旅（0.39 亿元）等国有企事业单位的拆借款等。

2016-2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动中快速增长，截至 2018 年底为 16.81 亿元，包括一年内到期的应付债券 14.60 亿元和长期借款 2.21 亿元。

2016-2018 年，公司非流动负债不断增长，年均复合增长 8.03%，截至 2018 年底为 80.13 亿元，同比增长 4.88%，其中，长期借款快速增长，应付债券和专项应付款大幅下降。

2016-2018 年，公司长期借款波动中大幅增长，年均复合增长 147.50%，截至 2018 年底为 48.48 亿元，同比增加 44.15 亿元，主要系合并雅安城投所致，其中质押借款 28.10 亿元、抵押借款 5.06 亿元、保证借款 11.12 亿元和信用借款 4.20 亿元。

债券发行是公司主要的融资方式，债券种类主要为中期票据、企业债和私募债，2016-2018 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 19.94%，截至 2018 年底为 30.00 亿元，同比下降 37.76%，主要系新发行 1 亿元私募债、偿还 4.60 亿元本金以及调整至一年内到期部分 14.60 亿元所致。

2016-2018 年，公司专项应付款波动中大幅下降，年均复合下降 98.20%，截至 2017 年底为 23.30 亿元，同比增加 10.28 亿元，其中应付雅安市财政局 20.89 亿元，占比 89.66%，主要系雅安市财政局拨付的项目代建资金；截至 2018 年底为 42.10 万元，同比下降 99.98%，主要系与应收雅安市财政局款项对冲所致。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 146.46 亿元，较 2018 年底增长 11.79%，仍以非流动负债为主，但占比有所下降。其中，预收款项 13.53 亿元，较 2018 年底增长 17.57%，主要系预收基建款项增加所致；公司其他应付款 20.59 亿元，较 2018 年底增长 235.70%，主要系往来款增加所致。

有息债务方面，2016-2018 年，公司全部债务波动中快速增长，年均复合增长 26.15%，截至 2018 年底为 95.99 亿元，同比增长 75.38%，主要系合并雅安城投所致，其中长期债务 78.48 亿元（占比 81.76%），短期债务 17.51 亿元（占比 18.24%），债务结构以长期债务为主。2016-2018 年，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均波动

增长，2018 年底分别为 43.71%、31.75% 和 36.26%。2019 年 3 月底，公司全部债务为 96.18 亿元，较 2018 年底保持稳定，资产负债率较 2018 年底有所增长、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较 2018 年底有所下降，分别为 45.06%、30.55% 和 35.00%，公司整体债务水平尚可；从期限结构来看，公司有息债务中 2019 年 8-12 月到期金额 12.02 亿元，2020-2022 年到期金额分别为 2.75 亿元、3.29 亿元和 12.63 亿元，2023 年及以后到期金额 50.57 亿元。

3. 盈利能力

近年来，公司营业收入波动增长，营业利润率波动下降；公司期间费用控制能力较好，利润总额对非经营性损益依赖程度较低，公司盈利能力尚可。

公司的营业收入主要来自代建业务和土地整理业务。2016-2018 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 17.35%，分别为 17.19 亿元、24.68 亿元和 23.68 亿元；同期，公司营业成本年均复合增长 18.05%，成本增速略大于收入增速，受此影响，2016-2018 年，公司营业利润率波动下降，2018 年为 14.28%，较上年下降 8.12 个百分点。

期间费用方面，2016-2018 年，公司期间费用逐年下降，年均复合下降 9.03%，三年分别为 0.78 亿元、0.65 亿元和 0.64 亿元，其中财务费用规模很小，系公司利息资本化规模较大所致。2016-2018 年，公司期间费用占营业收入的比重波动下降，分别为 4.52%、2.65% 和 2.72%，公司费用控制能力较好。

非经营性损益方面，2016-2018 年，公司投资收益波动下降，分别为 1.03 亿元、0.24 亿元和 0.32 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益；2016-2018 年，公司分别获得政府补助 0.40 亿元、0.42 亿元和 8.03 万元；公司利润总额分别为 3.64 亿元、5.18 亿元和 3.13 亿元，对非经营性损益依赖程度较低。

从盈利指标看，2016-2018 年，受净利润波动影响，公司总资本收益率和净资产收益率均波动下降，2018 年分别为 0.94% 和 1.41%，较上年分别下降 0.84 和 0.94 个百分点。整体看，公司盈利能力尚可。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 0.47 亿元，相当于 2018 年的 1.97%，营业利润率为 55.65%；公司当期发生期间费用 0.20 亿元，主要由管理费用构成。公司当期确认投资收益 0.04 亿元，实现利润总额 0.09 亿元，相当于 2018 年的 2.89%。

4. 现金流分析

近年来，公司经营活动和投资活动现金流量缺口较大，且收入收现质量差；筹资活动现金流量净额由正转负，现金及现金等价物净增加额持续为负，公司筹资活动有待增强。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、财政补贴（包括专项资金）以及与往来款收支等。2016-2018 年，受政府回款进度影响，公司经营业务收到的现金波动较大，2018 年为 9.18 亿元，同比增长 209.03%；受收到往来款影响，公司收到其他与经营活动有关的现金逐年下降，2018 年为 19.01 亿元；2016-2018 年，公司经营业务相关成本支付的现金波动增长，2018 年为 17.02 亿元；受支付往来款大幅下降影响，公司支付其他与经营活动有关的现金也大幅下降，2018 年为 4.71 亿元。2016-2018 年，受往来款收支净额影响，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正，分别为 -5.11 亿元、-5.51 亿元和 4.96 亿元。2016-2018 年，公司现金收入比分别为 29.04%、12.04% 和 38.77%，公司收入实现质量差。

投资活动方面，2016-2018 年，公司投资活动现金流入量波动中大幅增长，2018 年为 4.97 亿元，主要源自取得股权投资收益以及合并雅安城投期初账面资金而形成的收到其他与投资活动有关的现金。2016-2018 年，公司投资活动现金流出量快速增长，2018 年为 5.19 亿元，

其中购建固定资产等支付的现金3.06亿元，投资支付的现金1.16亿元，主要系合并雅安城投以及金融产品投资，支付其他与投资活动有关的现金0.96亿元，系划出子公司蜀通运业账面资金。2016-2018年，公司投资活动现金流量净额分别为-0.62亿元、-2.22亿元和-0.22亿元，资金存在缺口。

筹资活动方面，2016-2018年，公司筹资活动现金流入量波动下降，主要来自银行借款和发行债券，其中，2016年公司吸收投资收到的现金系子公司收到的少数股东投资；2017年，公司发行私募债“17雅投01”收到现金5.92亿元，收到其他与筹资活动有关的现金5.25亿元，系收到解押的质押存单。2016-2018年，公司筹资活动现金流出量快速增长，2018年为18.74亿元，主要系偿还债务本息和为取得借款而支付的质押存单。2016-2018年，受取得借款影响，公司筹资活动现金流量净额由正转负且资金缺口进一步加大，分别为5.48亿元、-0.97亿元和-4.38亿元。

2019年1-3月，公司经营活动主要以基础设施建设和土地整理业务收支、往来款的收支为主，其余为支付的各项税费和职工工资，经营活动现金流量净额1.62亿元。公司投资活动现金流量净额-0.37亿元。公司筹资活动现金流量净额为-0.53亿元，主要为取得银行借款收到的现金和支付债务本息的现金。

5. 偿债能力

近年来，公司短期偿债压力有所增大，长期偿债能力较弱，且间接融资渠道亟待拓宽，但考虑到公司获得的外部支持力度较大，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2016-2018年，公司流动比率和速动比率均波动下降，2018年底分别为542.72%和291.84%；2019年3月底，上述指标分别下降至443.31%和247.04%。2016-2018年，公司经营现金流动负债比分别为-17.44%、-27.23%和9.75%，2018年底由负转

正，经营性净现金流对流动负债保障能力有所提升；2016-2018年底和2019年3月底，公司现金类资产分别为25.29亿元、11.56亿元、11.76亿元和12.47亿元，分别为同期短期债务的4.52倍、5.25倍、0.67倍和0.71倍，2018年底由于短期债务同比大幅增加，现金类资产对短期债务的保障能力下降明显。总体看，公司短期偿债能力一般，短期偿债压力有所增大。

从长期偿债能力指标看，2016-2018年，公司EBITDA规模波动下降，分别为4.15亿元、5.50亿元和3.53亿元，其中2018年EBITDA包括息税前利润3.13亿元、折旧费用0.26亿元和摊销费用0.03亿元；同期，公司全部债务/EBITDA分别为14.55倍、9.95倍和27.17倍，公司长期偿债能力较弱。考虑到公司获得外部支持较大，公司整体偿债能力很强。

截至2019年3月底，公司获得银行授信总额64.52亿元，已全部使用完毕，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至2019年3月底，公司对外担保余额16.44亿元，担保比率为9.21%，被担保方全部为当地国有企业，无民营企业担保，目前被担保企业经营状况正常，或有负债风险相对可控。此外，联合资信关注到公司于2019年1月14日发布《雅安发展投资有限责任公司涉及重大诉讼的公告》称，公司因涉合同纠纷诉讼冻结资产9000万元，占2018年底经审计的净资产比例为0.53%，截至2019年8月23日，本次诉讼尚未判决。

表13 截至2019年3月底公司对外担保情况
(单位：亿元)

被担保单位名称	担保余额	担保期限
雅安经济开发区建设投资有限公司	0.90	2016.09.08-2022.12.30
雅安文化旅游集团有限责任公司	0.96	2017.01.23-2033.01.21
	4.00	2017.05.05-2036.05.02
蒙顶山茶业交易所有限公司	0.50	2017.02.28-2020.02.28
雅安市市政建设工程有限公司	5.50	2017.07.28-2019.06.30

	4.58	2017.12.10-2032.12.09
合 计	16.44	--

注：雅安市市政建设工程有限公司为雅安城投全资子公司，但暂未做资产清查及资产评估，相关资产尚未纳入其合并报表范围

资料来源：公司提供

6. 母公司财务概况

2016-2018 年，母公司资产总额有所下降，截至 2018 年底为 223.79 亿元，同比下降 9.08%，其中货币资金和存货大幅下降，长期股权投资大幅增长。

2016-2018 年，母公司负债总额快速下降，截至 2018 年底为 63.00 亿元，同比下降 27.96%，其中一年内到期的非流动负债大幅增长，其他应付款、应付债券、专项应付款大幅下降。

2016-2018 年，母公司所有者权益保持相对稳定，截至 2018 年底为 160.79 亿元，同比增长 1.31%。

2016-2018 年，母公司营业收入增长较快，2018 年为 20.70 亿元，同比增长 2.59%；利润总额波动中有所增长，2018 年为 2.81 亿元，同比下降 43.31%，主要系营业成本同比增长较快所致。

2016-2018 年，母公司经营活动现金流量净额由负转正，2018 年为 0.61 亿元；母公司投资活动现金流量净额有所波动且由负转正，2018 年为 0.03 亿元；母公司筹资活动现金流量净额波动较大且由正转负，2018 年为 -4.98 亿元。

九、本期中期票据偿债能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务规模有一定影响；EBITDA 对本期中期票据保障能力一般，经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较好。公司或将于 2022 年面临一定集中偿付压力。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行金额为 4 亿元，相当于 2018 年底公司全部债务和长期债务的 4.17% 和 5.10%，对公司现有债务规模有一定影响。

2018 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 43.71%、36.26% 和 31.75%，以此财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，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将分别上升为 44.45%、37.21% 和 32.83%，公司债务负担略有上升。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2016-2018 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行金额的 1.04 倍、1.38 倍和 0.88 倍；公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行金额的 6.16 倍、5.61 倍和 7.05 倍；2018 年公司经营活动现金流量净额对本期中期票据发行金额的覆盖程度为 1.24 倍。整体看，EBITDA 对本期中期票据保障能力一般，经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较好。

公司将于 2022 年偿还“15 雅安 MTN001A”和“15 雅安 MTN001B”债券本金 9.4 亿元。假设本期中期票据于 2019 年成功发行且投资者于第 3 年末全部回售本期中期票据，公司将于 2022 年偿还上述债券本金合计 13.4 亿元，存在一定集中偿付压力。

十、结论

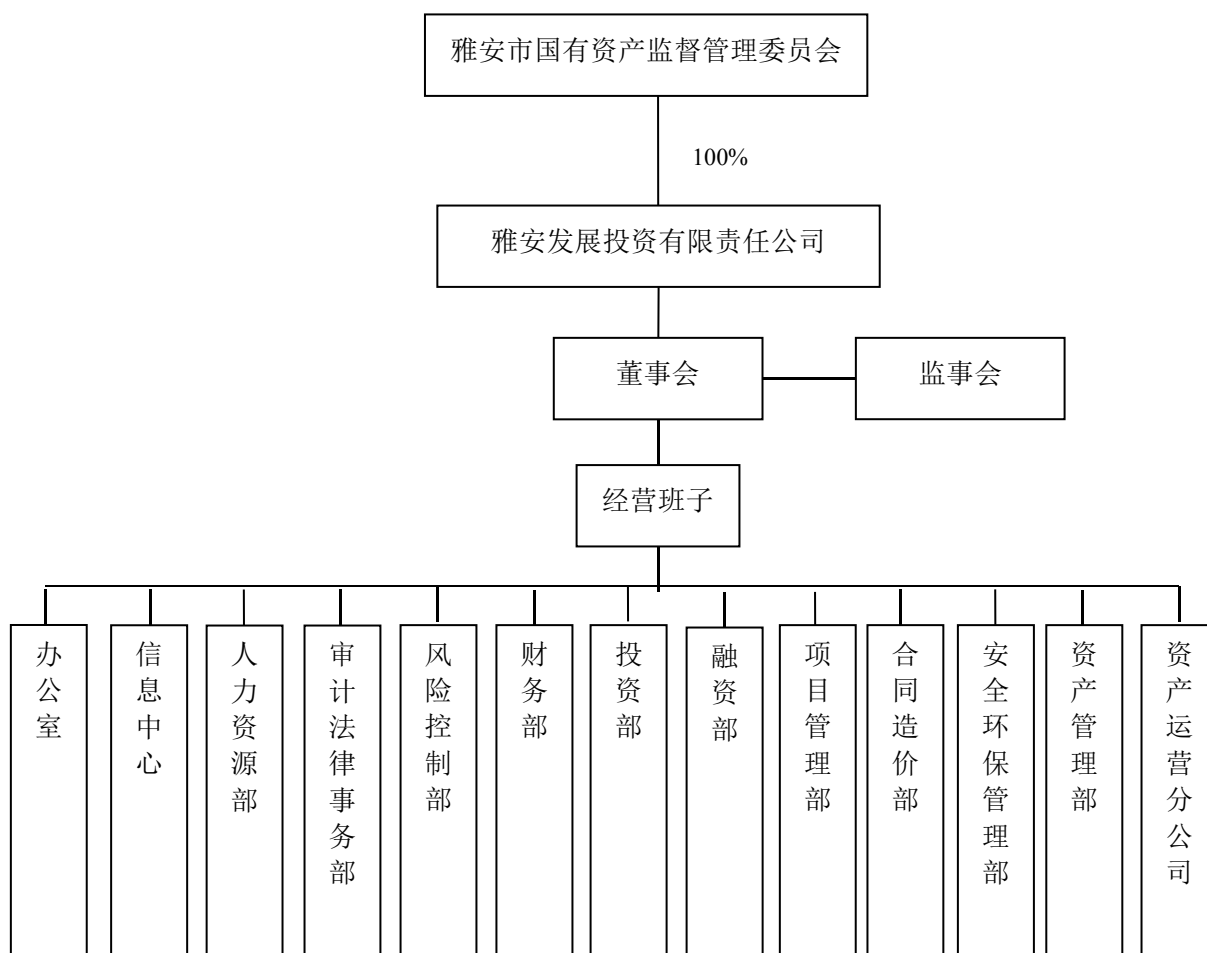
雅安市近年来经济总量保持增长，但整体经济水平在四川省排名仍靠后，经济财政实力较弱。公司作为雅安市重要的城市基础设施建设投融资主体，成立以来承担了雅安市大量的基础设施及保障房建设任务。为平衡项目建设资金需求，公司在资本注入、资产划拨、财政

补贴、债务置换等方面获得有力的外部支持。公司营业收入主要来自代建和土地整理业务，易受工程进度及土地出让情况影响，稳定性一般，近年来政府回款质量差。

近年来，公司资产规模保持增长，应收类款项及存货占比很高，资产整体流动性较弱，资产质量一般；公司所有者权益稳定增长，目前债务负担尚可，有息债务以长期为主。本期中期票据的发行对公司现有债务有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

子公司名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
雅安市国有资产经营有限责任公司	管理市政资产	22500.00	89.00	划转
雅安蜀天房地产开发有限公司	房地产开发	5000.00	100.00	投资
雅安蜀天建设有限公司	建筑	2000.00	100.00	投资
雅安蜀天商贸有限责任公司	商品贸易	1000.00	100.00	投资
雅安城市建设投资开发有限公司	项目投资、管理	100000.00	100.00	投资

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.29	11.56	11.76	12.47
资产总额(亿元)	261.38	263.54	299.74	325.04
所有者权益(亿元)	163.42	166.91	168.73	178.58
短期债务(亿元)	5.60	2.20	17.51	17.61
长期债务(亿元)	54.71	52.53	78.48	78.57
全部债务(亿元)	60.31	54.73	95.99	96.18
营业收入(亿元)	17.19	24.68	23.68	0.47
利润总额(亿元)	3.64	5.18	3.13	0.09
EBITDA(亿元)	4.15	5.50	3.53	--
经营性净现金流(亿元)	-5.11	-5.51	4.96	1.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.58	0.51	0.36	--
存货周转次数(次)	0.10	0.14	0.16	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.09	0.08	--
现金收入比(%)	29.04	12.04	38.77	636.79
营业利润率(%)	15.57	22.40	14.28	55.65
总资本收益率(%)	1.40	1.78	0.94	--
净资产收益率(%)	1.81	2.35	1.41	--
长期债务资本化比率(%)	25.08	23.94	31.75	30.55
全部债务资本化比率(%)	26.96	24.69	36.26	35.00
资产负债率(%)	37.48	36.67	43.71	45.06
流动比率(%)	817.54	1195.23	542.72	443.31
速动比率(%)	307.91	570.20	291.84	247.04
经营现金流动负债比(%)	-17.44	-27.23	9.75	--
现金短期债务比(倍)	4.52	5.25	0.67	0.71
全部债务/EBITDA(倍)	14.55	9.95	27.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.42	1.76	0.23	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.60	8.21	3.69	4.24
资产总额(亿元)	250.44	246.14	223.79	235.84
所有者权益(亿元)	154.99	158.69	160.79	160.87
短期债务(亿元)	5.50	0.50	13.02	13.22
长期债务(亿元)	53.72	51.40	34.44	34.43
全部债务(亿元)	59.22	51.90	47.45	47.65
营业收入(亿元)	15.40	20.18	20.70	0.07
利润总额(亿元)	2.35	4.95	2.81	0.02
EBITDA(亿元)	--	4.97	2.92	--
经营性净现金流(亿元)	-8.12	-6.66	0.61	0.55
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.53	0.43	0.32	--
存货周转次数(次)	0.12	0.14	0.27	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.08	0.09	--
现金收入比(%)	10.82	0.73	6.80	873.45
营业利润率(%)	11.74	23.65	13.10	78.68
总资本收益率(%)	0.88	1.76	1.02	--
净资产收益率(%)	1.22	2.34	1.32	--
长期债务资本化比率(%)	25.74	24.47	17.64	17.63
全部债务资本化比率(%)	27.65	24.65	22.79	22.85
资产负债率(%)	38.11	35.53	28.15	31.79
流动比率(%)	699.76	1276.73	488.21	373.65
速动比率(%)	282.07	655.72	375.71	295.83
经营现金流动负债比(%)	-27.50	-41.69	2.15	--
现金短期债务比(倍)	32.23	3.75	16.41	0.28
全部债务/EBITDA(倍)	--	10.44	16.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	215.56	25.30	--

注：1. 母公司 2019 年一季度财务数据未经审计

2. 母公司 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出

3. 母公司利息支出未考虑资本化利息支出

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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+一年内到期的长期(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

联合资信评估有限公司关于 雅安发展投资有限责任公司 2019 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

雅安发展投资有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

雅安发展投资有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对雅安发展投资有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，雅安发展投资有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注雅安发展投资有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现雅安发展投资有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对雅安发展投资有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如雅安发展投资有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对雅安发展投资有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与雅安发展投资有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。