信用等级公告

联合〔2020〕1985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主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持雅安发展投资有限责任公司主体长期信用等级为AA，维持“19雅安MTN001”和“19雅安MTN002”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

二〇二〇年七月一日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

雅安发展投资有限责任公司2020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
雅安发展投资有限责任公司	AA	稳定	AA	稳定
19雅安MTN001	AA	稳定	AA	稳定
19雅安MTN002	AA	稳定	AA	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雅安MTN001	6亿元	6亿元	2022/09/25
19雅安MTN002	4亿元	4亿元	2022/09/27

注：1.含权中票所列到期兑付日按最近一次行权日计算；2.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7月1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

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。跟踪期内，公司业务保持较强的专营优势，并持续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司应收类款项和存货对资金占用严重、收入和回款存在不确定性、面临较大的项目投资压力等因素可能对公司经营和信用基本面带来的不利影响。

跟踪期内，雅安市经济保持较快增长，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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“19雅安MTN001”和“19雅安MTN002”信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. **业务专营优势明显。**跟踪期内，公司继续承担了雅安市范围内大量基础设施建设项目，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. **持续获得有力的外部支持。**跟踪期内，公司获得雅安市政府在专项资金划拨等方面的有力支持。2019年，公司收到雅安市财政局拨付的政府专项债券资金、基建项目进度拨款等合计8.19亿元；2020年1—3月，公司收到雅安市财政局拨付的用于项目建设的专项资金0.47亿元。

关注

1. **资产质量较差。**截至2020年3月底，公司应收类款项和存货占资产总额的比重分别为43.57%和40.32%，对资金占用严重，公司资产流动性较弱，整体资产质量较差。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		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	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	5
			盈利能力	3
			现金流量	6
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

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：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

2. **收入和回款存在不确定性。**跟踪期内，公司营业收入仍主要来自代建和土整业务，受项目结算进度和土地出让情况等影响较大，2019 年收入规模同比下降明显；回款情况受雅安市政府财力和财政资金安排影响存在不确定性，跟踪期内回款情况仍差。
3. **面临较大的项目投资压力。**截至 2020 年 3 月底，公司在建及拟建的各类项目总投资合计 133.23 亿元，尚需投资 108.73 亿元，公司面临较大的项目投资压力。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.56	11.76	14.72	29.57
资产总额(亿元)	263.54	299.74	325.92	344.98
所有者权益(亿元)	166.91	168.73	178.91	179.78
短期债务(亿元)	2.20	17.51	4.81	4.74
长期债务(亿元)	52.53	78.48	92.35	94.46
全部债务(亿元)	54.73	95.99	97.15	99.20
营业收入(亿元)	24.68	23.68	18.24	0.91
利润总额(亿元)	5.18	3.13	4.15	0.05
EBITDA(亿元)	5.50	3.53	4.67	--
经营性净现金流(亿元)	-5.51	4.96	6.68	-5.02
营业利润率(%)	22.40	14.28	24.92	27.96
净资产收益率(%)	2.35	1.41	1.78	--
资产负债率(%)	36.67	43.71	45.11	47.89
全部债务资本化比率(%)	24.69	36.26	35.19	35.56
流动比率(%)	1195.23	542.72	682.93	545.03
经营现金流动负债比(%)	-27.23	9.75	15.14	--
现金短期债务比(倍)	5.25	0.67	3.06	6.23
EBITDA 利息倍数(倍)	1.76	0.23	1.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.95	27.17	20.78	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	246.14	223.79	238.06	237.04
所有者权益(亿元)	158.69	160.79	163.69	163.81
全部债务(亿元)	51.90	47.45	51.63	52.20
营业收入(亿元)	20.18	20.70	11.50	0.10
利润总额(亿元)	4.95	2.81	3.25	0.12
资产负债率(%)	35.53	28.15	31.24	30.89
全部债务资本化比率(%)	24.65	22.79	23.98	24.16
流动比率(%)	1276.73	488.21	757.10	892.40
经营现金流动负债比(%)	-41.69	2.15	24.37	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计

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
19 雅安 MTN001	AA	AA	稳定	2019/08/23	喻宙宏 张雪婷 张 铖	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
19 雅安 MTN002	AA	AA	稳定	2019/08/23	喻宙宏 张雪婷 张 铖	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；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 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”）关于雅安发展投资有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关债项的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，雅安市国有资产监督管理委员会（以下简称“雅安市国资委”）持有公司 100%股权，为公司唯一股东和实际控制人。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本及实收资本保持不变，仍均为 100000.00 万元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2020年3月底，公司本部内设财务部、安全环保部、投融资部（资本运营中心）、资产部（资产运营中心）、项目管理部、合同造价部等共9个职能部门以及4个专业委员会。公司纳入合并范围的子公司共计7家，其中全资子公司5家，控股子公司2家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 325.92 亿元，所有者权益 178.91 亿元（含少数股东权益 0.61 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 18.24 亿元，实现利润总额 4.15 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 344.98 亿元，所有者权益 179.78 亿元（含少数股东权益 0.61 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 0.91 亿元，利润总额 0.05 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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2020 年 4 月底，联合资信所评债券“19 雅安 MTN001”及“19 雅安 MTN002”尚需偿还债券本金余额 10.00 亿元。跟踪期内，“19 雅安 MTN001”及“19 雅安 MTN002”尚未到还本付息日。

截至 2020 年 4 月底，“19 雅安 MTN001”及“19 雅安 MTN002”募集资金已全部用于归还存量债务。

表 1　本次跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 雅安 MTN001	6.00	6.00	2019/09/25	3+2 年
19 雅安 MTN002	4.00	4.00	2019/09/27	3+2 年
合计	**10.00**	**10.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1.　城市基础设施建设行业

（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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）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，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）行业监管及政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益

型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。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。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
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 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
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

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影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、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。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

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一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、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

跟踪期内，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 2019 年底，雅安市常住人口 154.1 万人，常住人口城镇化率 48.37%，比上年提高 1.52 个百分点。

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。

根据《雅安国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，雅安市全年实现地区生产总值 723.79 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.0%，经济总量在全省排名第 19 位，较上年下降 1 位，雅安市经济实力一般。其中，第一产业增加值 128.05 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 227.20 亿元，增长 7.8%；第三产业增加值 368.54 亿元，增长 9.7%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 5.8%、37.7%和 56.5%。初步计算，全市人均地区生产总值 46984 元，增长 8.0%。三次产业结构由 2018 年的 13.3:46.9:39.8 调整为 17.7:31.4:50.9。

2019，雅安市全年实现规模以上工业总产值 631.26 亿元，比上年增长 11.9%。其中，重工业总产值 507.74 亿元，增长 11.9%；轻工业总产值 123.52 亿元，增长 11.9%。轻重工业总产值的比例为 1∶4.11。2019 年，雅安市全社会固定资产投资比上年增长 10.5%，其中民间投资增长 10.7%。分产业看，第一产业投资增长 1.6%；第二产业投资增长 33.3%，其中工业投资增长 33.7%，技改投资增长 13.8%；第三产业投资增长 4.1%。全年完成房地产开发投资比上年增长 3.4%。商品房施工面积 640.01 万平方米，增长 33.3%。商品房销售面积 148.85 万平方米，增长 7.5%。

五、基础素质分析

1．股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化。截至 2020 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．人员素质

根据公司于 2020 年 2 月 21 日发布的《关于总经理发生变动的公告》，公司原董事、总经理肖永昌由于工作调整，自 2020 年 2 月 17 日不再担任公司董事、总经理职务。截至目前，公司总经理职位空缺，公司尚未接到新任总经理的任命通知，暂由董事长代为履行总经理职能。

3．外部支持

2019 年雅安市一般公共预算收入有所增长，财政自给能力仍弱；作为雅安市重要的基础设施投融资建设主体，跟踪期内公司持续获得有力的外部支持。

根据雅安市财政局披露的《2019 年 1－12 月预算执行情况》，2019 年，雅安市全市地方一般公共预算收入 43.01 亿元，较上年增长 7.46%。其中，税收收入 31.40 亿元，同比增长 5.33%，占地方一般公共预算收入的比重为 73.01%，一般公共预算收入质量尚可。全市一般公共预算支出 145.61 亿元，增长 11.54%，财政自给率为 29.54%，雅安市财政自给能力弱。

2019 年，公司收到雅安市财政局拨付的政府专项债券资金、基建项目进度拨款等合计 8.19 亿元；2020 年 1－3 月，公司收到雅安市财政局拨付的用于项目建设的专项资金 0.47 亿元。上述专项资金拨付均计入“专项应付款”。

4．企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良或关注类信贷记录，过往债务履约情况正常，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）》（统一社会信用代码：91511800684150404Q），截至 2020 年 6 月 5 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，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。整体看，公司过往债务履约情况正常。

截至 2020 年 7 月 1 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化，且法人治理执行情况较好，能够满足日常管理需要。

七、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所下降，构成仍以代建业务和土地整理业务收入为主，房屋销售及租赁、电力销售等板块对公司收入和利润形成补充。受益于代建业务加成比例提升及当年出让土地价格较高，公司综合毛利率有所上升。

跟踪期内，公司仍然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。

2019 年，公司实现营业收入 18.24 亿元，同比下降 22.95%，主要系受建设进度影响，代建业务收入大幅下降所致。2019 年公司其他业务收入大幅增长，主要系房产销售收入增长所致。

毛利率方面，2019 年公司毛利率为 25.90%，同比增长 11.01 个百分点，主要系代建业务加成比例提升及当年出让的土地价格较高所致。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 0.91 亿元，相当于 2019 年全年的 4.99%，全部来自其他业务收入，主要系公司代建及土整业务于年底结算所致。同期，公司综合毛利率为 28.79%。

表 3　公司营业收入结构与毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 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
代建业务	16.54	69.60	4.76	8.02	43.97	14.39	--	--	--
土地整理	4.21	17.78	43.90	4.24	23.24	52.47	--	--	--
其他业务	2.92	12.62	29.84	5.98	32.79	22.50	0.91	100.00	28.79
合计	**23.68**	**100.00**	**14.89**	**18.24**	**100.00**	**25.90**	**0.91**	**100.00**	**28.79**

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

跟踪期内，公司代建业务受结算进度影响收入大幅下降，毛利率受加成比例提升影响大幅上升；公司项目回款情况差，部分项目尚未签订回购协议，未来回款存在较大不确定性；目前公司在建及拟建的代建项目投资规模大，未来存在较大的筹资压力。

跟踪期内，公司基础设施代建业务仍主要由公司本部及子公司雅安城市建设投资开发有限公司（以下简称“雅安城投”）负责，业务模式未发生变化。跟踪期内，公司本部受雅安市政府委托承建的市政基建项目回购方主要为雅安市城乡规划建设和住房保障局（以下简称“雅安市城建局”），委托代建费加成比例由往年的 5%调整为 15%，并于 2019 年起按调整后的加成比例确认代建业务收入。雅安城投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 2020 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，投入资金经核算计入“存货-工程施工”，未来回购模式及收入确认存在较大不确定性。

账务处理方面，针对已签订代建协议的项目，公司每年末按照审计的投入成本加成一定比例确认代建业务收入，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”。待项目建设完成并竣工验收后，由雅安市城建局等回购方根据回购计划分期支付回购款。

2019 年，公司确认代建业务收入 8.02 亿元，同比大幅下降 51.51%，主要系受结算进度影响所致。同期，毛利率为 14.39%，较 2018 年提高 9.63 个百分点，主要系加成比例调整所致。跟踪期内，公司收到代建项目结算资金回款 1.98 亿元，回款情况仍差，未来公司回款进度存在较大不确定性。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建项目计划总投资合计 105.86 亿元，累计已完成投资 21.85 亿元，尚需投资 84.01 亿元；同期，公司主要拟建项目包括文教新城建设项目、文心路东段、华西雅安康养中心等，计划总投资合计 15.64 亿元，预计于 2020 年集中开工，公司未来投资压力大。此外，雅安城投在建项目及公

司拟建项目均尚未签署代建或回购协议，未来　　回款情况存在较大不确定性。

表 4　截至 2020 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	计划建设期间
公司本部			
大兴滨江文化绿廊	40313.66	31593.00	2018－2020
大兴康养休闲园区基础设施项目	138000.00	--	--
蜀天·君临	70000.00	20000.00	2019－2022
文教新城基础设施项目（滨江路、滨江支路）	36011.21	5000.00	2019－2020
蜀天·康养医疗培训中心	17300.00	2000.00	2020－2021
数博小镇·创客中心	30000.00	4500.00	2020－2023
大慈东街、大慈西街（前进北路）	21299.30	21005.00	2017－2020
川西茶叶仓储物流中心	56000.00	9827.00	2018－2020
兴居路	11674.00	11658.00	2017－2020
凤翔南路、凤翔北路（兴居一路）	12032.00	12032.00	2017－2020
黄葛路三标	34791.00	32419.00	2018－2020
黄葛路二标、箭竹路			
前进南路	10068.00	3720.00	2018－2020
前进一路	18061.00	10266.00	2018－2020
前进二路			
康泰路（康乐一路）	12030.00	12030.00	2017－2020
小计	**507580.17**	**176050.00**	--
雅安城投			
南外环东段（含应急避难场所）	50407.00	11420.00	2019.01－2020.06
大兴新区主干道及综合管廊项目（省重点项目）	143749.13	3000.00	2019.09－2021.12
大兴二桥	27472.04	12000.00	2018.12－2020.06
雅安康养产业园基础设施建设项目	138000.00	1780.00	2019.11－2020.12
雅安市南外环路工程建设(西段)项目	77000.00	10900.00	2019.03－ 2020.12
雅安市建安公司棚户区改造安置房项目	12000.00	230.00	2020.01－2022.12
大興壹號（北苑）	70000.00	2100.00	2019.06－2021.06
农科路	13424.36	3600.00	2019.03－2019.11
雅安市苍坪山隧道南侧道路工程（原隧道城后路）	19000.00	450.00	2019.03－2019.12
小计	**551052.53**	**45480.00**	--
合计	**1058632.70**	**218530.00**	--

注：表中雅安城投所属项目均未签订代建及回购协议

资料来源：公司提供

表 5　截至 2020 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	建设期间	计划总投资	是否签订回购协议	未来投资计划	
				2020 年 4－12 月	2021 年
迎新二路	2020.03－2020.12	2999.00	否	600.00	--
纬三路东段					
大兴二台地绿化添彩项目	2020.03－2020.11	646.00	否	646.00	--
雅安桃花岛公园恢复项目	2020.02－2020.06	500.00	否	500.00	--
华西雅安康养中心	2020.05－2023.02	30000.00	否	--	--
文心路东段	2020.04－2021.09	23000.00	否	15000.00	8000.00
建西路	2020.03－2020.12	1611.00	否	1611.00	--
文教新城建设项目	2020.05－2022.06	91048.91	否	16000.00	--
兴居二路延长线	2020.05－2020.12	1250.00	否	650.00	--

水中坝道路改造	2020.08－2021.03	800.00	否	800.00	--
创业一路	2020.09－2021.06	2000.00	否	400.00	1600.00
万达广场过街天桥	2020.09－2021.06	2000.00	否	1000.00	1000.00
体二路	2020.06－2020.12	80.00	否	80.00	--
城区交安设施提升项目	2020.07－2020.12	500.00	否	500.00	--
合计	--	**156434.91**	--	**37787.00**	**10600.00**

资料来源：公司提供

（2）土地开发整理

跟踪期内，公司土地整理业务收入有所上升，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。

跟踪期内，公司在土地开发职能定位和业务范围方面未发生变化。雅安市政府授权公司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，土地出让金在扣除相关费用后全部返还公司，作为项目还本付息的来源。

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 2020 年 3 月底已出让土地 21 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。

跟踪期内，公司未发生土地整理相关投入，仅对存量地块进行了出让。2019 年，公司完成土地出让面积 80.28 亩，确认土地整理收入 4.24 亿元，较上年增长 0.71%。同期，土地整理业务毛利率为 52.47%，较上年增长 8.57 个百分点，主要系当年土地出让价格较高所致。2020 年 1－3 月，公司存量土地未进行出让。

2018 年 8 月，雅安市国土资源局收回公司 17 宗国有建设用地使用权，并按照市政府《关于调整补充雅投公司资产的批复》（雅府函〔2018〕151 号）文件，将土地使用权收回补偿款共计 53.30 亿元计入“其他应收款”，并约定分年度以资金形式支付土地补偿款。2019 年，公司将当年按约定应收的土地补偿款由“其他应收款”调整至“应收账款”，未实际收到款项资金，该部分土地补偿款回收不确认收入。截至 2020 年 3 月底，公司账面可直接出让的土地面积合计 2301.74 亩，账面价值 54.16 亿元，计入“存货”；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）其他业务

跟踪期内，公司其他业务收入在房产销售的带动下大幅增长，但公司存量待售房地产项目规模较小，在建项目存在一定投资压力，受房地产政策及行业波动影响，该业务存在一定不确定性。

公司其他业务主要为房产销售、房屋租赁、电力销售等。2019 年，公司实现其他业务收入 5.98 亿元，同比增长 104.79%，主要系房产销售收入增长所致。其中房产销售业务收入为 3.97 亿元，毛利率为 18.76%。2020 年 1－3 月，公司实现其他业务收入 0.91 亿元，其中房产销售收入 0.10 亿元。

房产销售业务主要由子公司雅安蜀天开发建设有限责任公司（以下简称“蜀天开建”）负责。蜀天开建系公司于 2010 年 1 月出资设立，注册资本 50000 万元，公司实缴 5000 万

元。目前，蜀天开建具有房地产开发三级资质和市政建设二级资质，开发经营的房产项目主要为商业地产、康养旅居地产等，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 2020 年 3 月底累计完成投资 7.68 亿元，累计收到销售金额 6.78 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司在建的房地产项目蜀天·康养医疗培训中心、蜀天·君临、数博小镇·创客中心等项目，总投资额合计 11.73 亿元，累计已投资 2.65 亿元，预计可销售面积 18.28 万平方米。未来公司房地产业务存在一定投资压力，受房地产政策及行业波动影响，该业务存在一定不确定性。

表 6　截至 2020 年 3 月底公司主要在建房地产项目情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	项目所在地	可销售面积	总投资额	已投资	2020年4－12月计划投资额	2020年计划投资额
蜀天·康养医疗培训中心	雅安市大兴镇	2.90	17300.00	2000.00	4000.00	6000.00
蜀天·君临	雅安市大兴镇	10.26	70000.00	20000.00	5000.00	20000.00
数博小镇·创客中心	雅安市经开区	5.12	30000.00	4500.00	7500.00	12000.00
合计	--	**18.28**	**117300.00**	**26500.00**	**16500.00**	**38000.00**

资料来源：公司提供

3. 未来发展

根据公司的发展规划，公司将继续作为雅安市重要的基础设施投融资建设主体，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主导作用。

同时，公司将积极拓展市场化经营性业务，投资成立了蜀天开建、雅安蜀天建设有限公司、雅安蜀天商贸有限责任公司、四川蜀天信息技术有限公司等“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 2020 年 3 月底，公司在建和拟建的基础设施代建项目待投资规模大，未来存在较大的筹资压力。

八、财务分析

公司提供了 2019 年合并财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2019 年，公司投资设立四川蜀天信息技术有限公司，并通过投资控股将雅安蜀天新城开发建设有限责任公司（以下简称“蜀天新城”）纳入一级合并范围。2020 年 1－3 月，公司合并范围未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围子公司 7 家。跟踪期内，公司合并范围变动的 2 家子公司规模较小，对合并财务报表影响较小，公司财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主；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，整体资产质量较差。

截至 2019 年底，公司资产总额 325.92 亿元，较上年底增长 8.73%。公司资产仍以流动资产为主。

表 7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.76	3.92	14.72	4.52	10.87	3.15
应收账款	66.53	22.2	84.14	25.82	84.07	24.37
其他应收款	69.31	23.12	66.83	20.51	66.24	19.20
存货	127.64	42.58	134.73	41.34	139.10	40.32
流动资产	**276.11**	**92.12**	**301.40**	**92.48**	**319.97**	**92.75**
可供出售金融资产	9.49	3.17	10.32	3.17	10.32	2.99
长期股权投资	1.72	0.57	1.62	0.50	1.75	0.51
固定资产	10.62	3.54	10.67	3.27	10.65	3.09
非流动资产	**23.63**	**7.88**	**24.52**	**7.52**	**25.01**	**7.25**
资产总额	**299.74**	**100.00**	**325.92**	**100.00**	**344.98**	**100.00**

注：表中“其他应收款”金额不包含“应收账款”和“应收股利”
资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2019 年底，公司流动资产 301.40 亿元，较上年底增长 9.16%。从构成来看，流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 14.72 亿元，较上年底增长 25.09%。主要包含银行存款 14.71 亿元及少量库存现金。其中受限资金占比 0.17%，全部为履约保证金。

截至 2019 年底，公司应收账款为 84.14 亿元，较上年底增长 26.47%，主要系应收雅安市国土资源局的土地款及应收雅安市城建局的结算工程款增加所致。从应收账款分类看，构成以无风险组合为主，占比 99.22%，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 0.78 亿元，大部分在 1 年以内，共计提坏账准备 335.10 万元。公司应收账款前五名单位应收金额合计 82.17 亿元，占应收账款总额的 97.65%，集中度很高，应收政府部门等委托方的土地款及工程款对公司资金占用较大，未来回收进度存在不确定性。

表 8　截至 2019 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	40.53	48.17	土地整理业务收入及其他
雅安市城乡规划建设和住房保障局	30.59	36.35	工程款
雅安文化旅游集团有限责任公司	4.83	5.74	工程款
雅安市交通局	4.52	5.37	工程款
雅安市发展和改革委员会	1.70	2.02	工程款
合计	**82.17**	**97.65**	**--**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司其他应收款 66.83 亿元，较上年底下降 3.58%，主要为公司对国有企事业单位的工程款及往来款。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 0.84 亿元，其中账龄以 1 年以内的占 1.76%、1~2 年的占 22.25%、2~3 年的占 5.58%、3 年以上的占

70.41%，整体账龄较长，共计提坏账准备 0.28 亿元，计提比例较小。公司其他应收款前五名单位应收金额合计 42.51 亿元，占其他应收款总额的 63.68%，集中度较高。

表 9　截至 2019 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	23.30	34.90	往来款
芦山县投资经营管理有限责任公司	6.30	9.44	往来款
荥经县国有资产经营有限责任公司	5.38	8.06	往来款
四川省铁路产业投资集团有限责任公司	4.00	5.99	往来款
雅安经济开区建设投资有限公司	3.53	5.74	往来款
合计	**42.51**	**63.68**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司存货 134.73 亿元，较上年底增长 5.55%。其中，库存商品 49.30 亿元，主要为土地资产，较上年底下降 7.50%，系 2019 年实现土地出让所致；工程施工 61.77 亿元，主要基建项目核算成本（包含已完工未结算或未确定回购计划的项目，故与表 4 中在建项目已投资额存在差异）。截至 2019 年底，公司存货中的土地资产无抵押情况。

截至 2019 年底，公司非流动资产 24.52 亿元，较上年底保持相对稳定。其中，可供出售金融资产 10.32 亿元，较上年底增长 8.79%，主要为对雅安市商业银行股份有限公司（7.07 亿元）和雅安农村商业银行股份有限公司（1.17 亿元）的投资。长期股权投资 1.62 亿元，较上年底下降 6.11%，主要系退出对雅安雍景蜀天文化旅游发展有限公司 400.00 万元投资及权益法下确认投资损失 143.37 万元所致。固定资产净额 10.67 亿元，较上年底增长 0.50%，基本保持稳定。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 344.98 亿元，较上年底增长 5.85%。流动资产占 92.75%，非流动资产占 7.25%，公司资产结构以流动资产为主。其中，货币资金 10.87 亿元，以银行存款为主，较 2019 年底下降 26.10%；应收账款和其他应收款较上年底保持稳定；存货 139.10 亿元，较 2019 年底增长 3.25%；此外，2020 年 3 月底公司新增交易性金融资产 18.69 亿元，系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”）代雅安市政府对四川科伦药业股份有限公司[1]（以下简称“科伦药业”）持股计入交易性金融资产所致。其他资产科目较上年底变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司受限资产账面价值 0.67 亿元，为货币资金中的 252.12 万元保证金及固定资产中 6475.13 万元不动产抵押。

跟踪期内，公司应收类款项不断增长，截至 2020 年 3 月底，应收类款项占资产总额的比重为 43.57%，主要为应收政府单位的工程款及往来款等，回款进度受财政资金安排影响存在不确定性，应收类款项对资金形成较大占用。

2．资本结构

跟踪期内，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。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 178.91 亿元（含少数股东权益 0.61 亿元），较上年底增长 6.03%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。公司少数股东权益较上年底增加 0.36 亿元，主要系投资合并雅安蜀天新城开发建设有限公司（持股 60%）所致。同期，公司实收资本未发生变化，截至 2019 年底为 10.00 亿元；公司资本公积为 139.24 亿元，较上年底增长 4.69%，主要系雅安城投资产评估增值 5.66 亿元及公司获得财政拨款 0.48 亿元所致。截至 2019 年底，公司未分配利润为 27.23 亿元，较上年底增长 11.59%。

[1] 科伦药业是一家 A 股上市民营企业，注册及经营地址位于成都市，经营范围主要集中于生产和销售包括注射剂、注射用无菌粉针、片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服液、覆膜透析以及原料药、医药包材、医疗器械、以及抗生素中间体等产品。科伦药业在我国输液行业具有一定市场竞争力，目前经营情况正常。截至 2019 年底，科伦药业资产总额 314.85 亿元，所有者权益合计 139.06 亿元；2019 年，科伦药业实现营业收入 176.36 亿元，利润总额 12.56 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 179.78 亿元（含少数股东权益 0.61 亿元），较 2019 年底增长 0.48%，主要系未分配利润增长所致，权益结构基本保持稳定。

表 10　公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	10.00	5.93	10.00	5.59	10.00	5.56
资本公积	132.23	78.37	138.43	77.37	139.24	77.45
未分配利润	24.40	14.46	27.23	15.22	27.28	15.17
所有者权益合计	**168.73**	**100.00**	**178.91**	**100.00**	**179.78**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

跟踪期内，公司负债持续增长，有息债务规模保持稳定，短期债务占比大幅下降，公司整体债务负担尚可。

截至 2019 年底，公司负债总额为 147.01 亿元，较上年底增长 12.21%，公司负债结构仍以非流动负债为主，非流动负债占 69.98%。

表 11　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.70	0.53	1.10	0.75	1.00	0.61
应付账款	8.31	6.34	8.68	5.90	8.19	4.96
预收款项	11.51	8.79	10.38	7.06	10.80	6.54
其他应付款	6.13	4.68	11.27	7.67	26.05	15.77
一年内到期的非流动负债	16.81	12.83	3.71	2.52	3.74	2.26
流动负债	**50.88**	**38.84**	**44.13**	**30.02**	**58.71**	**35.54**
长期借款	48.48	37.00	45.35	30.85	47.46	28.73
应付债券	30.00	22.90	47.00	31.97	47.00	28.45
专项应付款	--	--	8.19	5.57	9.80	5.93
非流动负债	**80.13**	**61.16**	**102.87**	**69.98**	**106.49**	**64.46**
负债总额	**131.01**	**100.00**	**147.01**	**100.00**	**165.20**	**100.00**

注：表中“其他应付款”金额不包含“应付利息”和“应付股利”
资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2019 年底，公司流动负债为 44.13 亿元，较上年底下降 13.25%，主要系公司预收款项及一年内到期的非流动负债下降所致。其中，短期借款为 1.10 亿元，包括 1.05 亿元保证借款和 0.05 亿元抵押借款。应付账款为 8.68 亿元，较上年底增长 4.49%，主要系应付下游施工方未结算工程款增加所致，账龄主要集中在 1 年以内。预收款项为 10.38 亿元，较上年底下降 9.84%，主要为预收基建项目款和预售房款。其他应付款为 11.27 亿元，较上年底增长 83.85%，以应付政府单位往来款（占 42.77%）、工程项目款（占 40.73%）以及保证金（占 11.80%）为主。一年内到期的非流动负债较上年底大幅下降至 3.71 亿元，包括一年内到期的长期借款 3.23 亿元和长期应付款 0.48 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债 102.87 亿元，较上年底增长 28.37%，主要系发行债券

及收到政府专项拨款所致。其中，长期借款45.35亿元，较上年底下降6.45%，以质押借款（占61.04%）和保证借款（占35.37%）为主，另有1.63亿元抵押借款，其中质押借款主要为雅安城投的政策性银行棚改项目贷款，由四川省城乡建设投资有限责任公司以其与雅安市政府签订的棚改项目委托代建协议项下的全部权益和收益提供质押担保。债券发行仍是公司主要融资方式之一，2019年公司发行了2期中票（合计10.00亿元）和2期私募债（合计10.00亿元），应付债券期末余额47.00亿元，较上年底增长56.67%。专项应付款为8.19亿元，系2019年公司收到雅安市财政局拨付的政府专项债券资金、基建项目进度拨款等，专项用于基建项目建设。同期新增0.68亿元长期应付款，全部为融资租赁款，系有息性质借款。

截至2020年3月底，公司负债总额165.20亿元，较2019年底增长12.38%，仍以非流动负债为主。其中，其他应付款较上年底大幅增长至26.05亿元，主要系对雅安市财政局往来款增加18.53亿元所致（雅安国资代雅安市政府持股科伦药业产生，未体现现金流）。其他负债科目较上年底变化不大。

有息债务方面，截至2019年底，公司全部债务为97.15亿元，较上年底增长1.22%，其中短期债务大幅下降至4.81亿元（占4.95%），债务结构以长期债务为主。考虑到长期应付款系有息性质的融资租赁款，公司调整后全部债务为97.84亿元。截至2019年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为45.11%、35.35%和34.21%，较上年底基本保持稳定，整体债务负担尚可。截至2020年3月底，公司调整后全部债务为99.79亿元，较2019年底增长2.00%，仍以长期债务为主（占95.24%），债务指标略有上升。

从有息债务期限结构来看，2020年4－12月及2021－2023年，公司有息债务到期金额分别为16.48亿元、11.02亿元、24.24亿元和14.00亿元。其中，2020年4－12月到期金额较2020年3月底短期债务差额较大主要系包含公司于2020年面临回售的3只私募债券本金未调整至一年内到期的非流动负债所致，若上述3只私募债券均于2020年行权，公司或将面临一定集中偿债压力。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下滑，但受代建业务加成比例提升及出让土地价格较高的影响，营业利润率和利润总额均增幅明显；公司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。2019年，公司实现营业收入18.24亿元，同比下降22.95%；营业成本13.52亿元，同比下降32.92%。跟踪期内，受代建业务加成比例提升及出让土地价格较高的影响，公司营业利润率由2018年的14.28%上升至24.92%。

期间费用方面，2019年，公司期间费用0.86亿元，同比增长33.69%，主要系管理费用（主要为人工费用、折旧及摊销等）增长所致。财务费用规模较小，系公司利息资本化规模较大，且账面资金形成一定利息收入所致。2019年，公司期间费用率为4.71%，同比上升1.99个百分点。

非经营性损益方面，2019年，公司获得投资收益0.32亿元，同比保持稳定，主要系权益法核算的长期股权投资收益。同期，公司实现利润总额4.15亿元，同比增长32.85%，利润总额对非经营性损益依赖程度较低。

从盈利指标看，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所提升，分别为1.25%和1.78%。整体看，公司盈利能力尚可。

2020年1－3月，公司实现营业收入0.91亿元，相当于2019年全年的4.99%，营业利润率为27.96%；公司当期发生期间费用0.26亿元，主要由管理费用构成。公司当期确认投资

收益 0.03 亿元，实现利润总额 0.05 亿元，相当于 2019 年的 1.27%。

4．现金流分析

跟踪期内，公司投资活动仍存在资金缺口，2019 年公司收到的专项资金和往来款规模较大，经营活动现金流保持净流入，但收现质量仍差；公司筹资活动持续净流出，考虑到在建及拟建项目未来投资规模较大，需关注公司经营性现金回款及对外筹资情况。

经营活动现金流方面，2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为6.29亿元，主要为售房款、代建回款及租金、物业、酒店、商品销售等经营性收入款项，跟踪期内公司回款质量仍差，现金收入比由2018年的38.77%下降至34.49%。同期，公司收到雅安市财政局拨付用于基建项目建设的专项资金以及政府单位往来款等规模较大，形成收到其他与经营活动有关的现金29.29亿元。2019年，公司仍保持一定规模的基建项目投入，购买商品、接受劳务支付的现金为14.59亿元，同比下降14.27%。支付其他与经营活动有关的现金12.95亿元，主要为支付的往来款、拆迁工程款及保证金等。2019年公司经营活动现金流量净额为6.68亿元，仍保持净流入。

投资活动方面，跟踪期内，公司投资活动收支金额较小。2019年，投资活动现金流入主要为取得投资收益收到的现金0.29亿元；投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金0.54亿元和投资支付的现金0.42亿元。投资活动现金流量净额为-0.52亿元。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入主要为发行债券收到的现金19.88亿元和取得借款收到的现金5.96亿元，收到其他与筹资活动有关的现金0.55亿元主要系收到的融资租赁款，吸收投资收到的现金0.38亿元系子公司蜀天新城收到的少数股东投资款。同期，公司筹资活动现金流出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-3.18亿元，资金缺口较上年有所收窄。

2020 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-5.02 亿元。公司投资活动现金流量净额-0.10 亿元；筹资活动现金流量净额为 1.29 亿元。

5．偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债压力有所下降，长期偿债能力一般；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，2019 年底，公司流动比率和速动比率较上年底分别上升至 682.93%和 377.66%；2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率较 2019 年底有所下降，分别为 545.03%和 308.08%。2019 年，公司经营现金流动负债比大幅上升至 15.14%，经营性净现金流对流动负债保障能力有所提升。2019 年底及 2020 年 3 月底，公司现金类资产分别为 14.72 亿元和 29.57 亿元，分别为同期短期债务的 3.06 倍和 6.23 倍，现金类资产对短期债务的保障能力上升明显。总体看，公司短期偿债能力尚可，但仍需关注存续债券回售情况。

从长期偿债能力指标看，2019 年公司 EBITDA 为 4.67 亿元，同比增长 32.32%，主要由利润总额 4.15 亿元（占 88.87%）和费用化利息 0.27 亿元（占 5.78%）构成。公司调整后全部债务/EBITDA 同比下降至 20.93 倍，EBITDA 利息倍数为 1.62 倍。公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月底，公司获得银行授信总额 84.52 亿元，已使用 67.33 亿元，剩余额度 17.19 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 23.68 亿元，担保比率为 13.17%，被担保方全部为雅安市当地国有企业，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 12 月 23 日发布《涉及重大诉讼进展的公告》称，公司涉及的由湖南省湘潭市中级人民法院受理的建设工程施工合同纠纷案原告湖南湘潭公路桥梁建设有限责任公司于 2019 年 9 月 6 日提交了《变更起诉状》，变更后公司涉诉金额合计为 1.92 亿元，目前该案件正在审理中，联合资信将对上述未决诉讼保持关注。

6．母公司财务概况

跟踪期内，母公司资产、权益、负债规模均有所增长，占合并口径的比重仍较高；母公司是基建和土整的主要运营主体，营业收入和利润总额占合并口径的比重较高。

母公司财务方面，截至 2019 年底，母公司资产总额为 238.06 亿元，较上年底增长 6.38%，其中货币资金和应收账款大幅增长，其他应收款有所下降。母公司资产以流动资产为主（占 64.27%），资产总额占合并口径的 73.04%，占比较高。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 163.69 亿元，受益于利润累积，较上年底略有增长。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占合并口径的 91.49%，占比高。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 74.36 亿元，较上年底增长 18.04%，主要系应付债券增长所致。其中，流动负债 20.21 亿元（占 27.18%），较上年底下降 29.25%，主要系偿还一年内到期的非流动负债所致。非流动负债 54.16 亿元（占 72.82%），较上年底增长 57.27%，主要系发行债券及收到财政专项资金所致。母公司负债总额占合并口径的 50.58%，占比尚可。截至 2019 年底，母公司全部债务 51.63 亿元，较上年底增长 8.82%，以长期债务为主（占 99.61%），母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 31.24%和 23.98%，母公司债务负担较轻。

2019 年，母公司实现营业收入 11.50 亿元，主要来自代建和土整收入，同比下降 44.44%，营业收入占合并口径的 63.05%，占比较高。同期，母公司利润总额 3.25 亿元，同比增长 15.77%，占合并口径的 78.31%，占比较高。

九、存续债券偿债能力分析

截至2020年5月底，公司存续债券余额54.00亿元，考虑到公司大部分存续债券附加回售条款，公司或将于2022年达到待偿债券本金峰值，经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力尚可。

截至 2020 年 5 月底，公司存续债券本金余额合计 54.00 亿元。其中，“17 雅投 01”“18 雅投 01”和“19 雅安 01”分别将于 2020 年 9 月、2021 年 2 月和 2020 年 8 月面临回售，若上述债券全部于回售日行权，公司一年内到期的债券余额为 12.00 亿元。若不考虑“19 雅安 01”的回售情况，同时假设“19 雅安 MTN001”“19 雅安 MTN002”和“20 雅安 02”均于回售日全部行权，公司将于 2022 年达到待偿债券本金峰值 26.40 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司剔除受限后的现金类资产 10.84 亿元；2019 年，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 35.58 亿元、6.68 亿元和 4.67 亿元，对公司存续债券保障情况如下表。总体看，公司剔除受限后的现金类资产对一年内到期债券余额的保障能力一般；公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力尚可，经营活动现金流量净额和 EBITDA 对存续债券保障能力弱。

表 12　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	金额
一年内到期债券余额	12.00
未来待偿债券本金峰值	26.40
剔除受限现金类资产/一年内到期债券余额	0.90
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.35

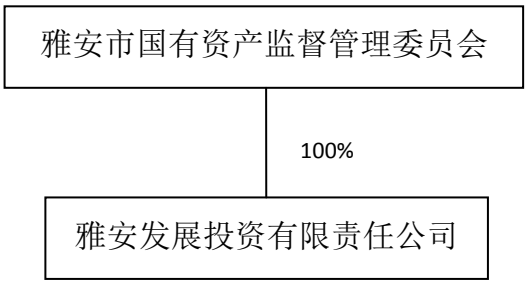
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.25
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.18

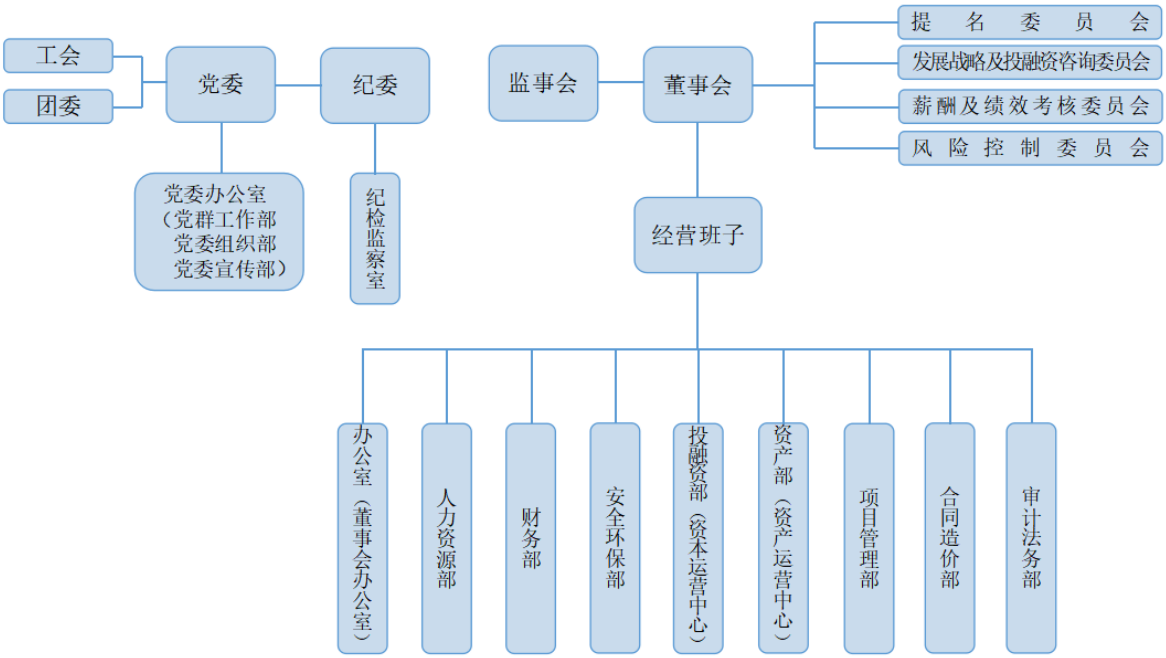
注：现金类资产为截至 2020 年 3 月底数据，经营活动现金流入量和净流量为 2019 年数据
资料来源：联合资信整理

十、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，维持“19 雅安 MTN001”和“19 雅安 MTN002”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图





附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司合并范围子公司情况

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	88.89	划转
雅安蜀天开发建设有限责任公司	房地产开发、建筑施工	50000.00	100.00	投资设立
雅安蜀天建设有限公司	建筑施工	10000.00	100.00	投资设立
雅安蜀天商贸有限责任公司	商品零售	5000.00	100.00	投资设立
四川蜀天信息技术有限公司	互联网和其他服务	3000.00	100.00	投资设立
雅安城市建设投资开发有限公司	项目投资、管理	100000.00	100.00	非同一控制下的企业合并
雅安蜀天新城开发建设有限责任公司	商业服务业	20000.00	60.00	同一控制下的企业合并

资料来源：公司提供

附件 2　截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况

被担保公司	担保金额	担保起始日	担保到期日	是否有反担保措施
雅安文化旅游集团有限责任公司	40000.00	2017.05.05	2038.05.02	无
	9600.00	2017.01.23	2038.01.21	无
	15000.00	2020.01.19	2021.01.18	无
雅安经济开发区建设投资有限公司	9000.00	2016.09.08	2024.12.30	无
	9800.00	2020.03.04	2021.02.26	无
蒙顶山茶叶交易所有限公司	2000.00	2020.02.27	2025.02.27	无
	2250.00	2020.03.02	2025.03.02	无
雅安艺悦文化创意有限责任公司	18000.00	2019.06.24	2024.06.24	无
雅安交建集团资产经营管理有限公司	72000.00	2019.07.19	2036.07.16	无
雅安市市政建设工程有限公司	45800.00	2017.12.06	2032.12.03	无
	1000.00	2019.11.27	2020.11.27	无
天全县国有资产经营有限公司	9764.80	2016.07.26	2036.07.25	无
雅安市雨城实业发展有限责任公司	2600.00	2016.03.02	2028.03.01	无
合　计	**236814.80**	--	--	--

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.56	11.76	14.72	29.57
资产总额(亿元)	263.54	299.74	325.92	344.98
所有者权益(亿元)	166.91	168.73	178.91	179.78
短期债务(亿元)	2.20	17.51	4.81	4.74
长期债务(亿元)	52.53	78.48	92.35	94.46
调整后长期债务(亿元)	52.53	78.48	93.03	95.04
全部债务(亿元)	54.73	95.99	97.15	99.20
调整后全部债务(亿元)	54.73	95.99	97.84	99.79
营业收入(亿元)	24.68	23.68	18.24	0.91
利润总额(亿元)	5.18	3.13	4.15	0.05
EBITDA(亿元)	5.50	3.53	4.67	--
经营性净现金流(亿元)	-5.51	4.96	6.68	-5.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.51	0.36	0.24	--
存货周转次数(次)	0.14	0.16	0.10	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.08	0.06	--
现金收入比(%)	12.04	38.77	34.49	205.46
营业利润率(%)	22.40	14.28	24.92	27.96
总资本收益率(%)	1.78	0.94	1.25	--
净资产收益率(%)	2.35	1.41	1.78	--
长期债务资本化比率(%)	23.94	31.75	34.04	34.44
调整后长期债务资本化比率(%)	23.94	31.75	34.21	34.58
全部债务资本化比率(%)	24.69	36.26	35.19	35.56
调整后全部债务资本化比率(%)	24.69	36.26	35.35	35.69
资产负债率(%)	36.67	43.71	45.11	47.89
流动比率(%)	1195.23	542.72	682.93	545.03
速动比率(%)	570.20	291.84	377.66	308.08
经营现金流动负债比(%)	-27.23	9.75	15.14	--
现金短期债务比(倍)	5.25	0.67	3.06	6.23
EBITDA 利息倍数(倍)	1.76	0.23	1.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.95	27.17	20.78	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	9.95	27.17	20.93	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款付息项；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.21	3.69	8.09	5.27
资产总额(亿元)	246.14	223.79	238.06	237.04
所有者权益(亿元)	158.69	160.79	163.69	163.81
短期债务(亿元)	0.50	13.02	0.20	0.20
长期债务(亿元)	51.40	34.44	51.43	52.00
全部债务(亿元)	51.90	47.45	51.63	52.20
营业收入(亿元)	20.18	20.70	11.50	0.10
利润总额(亿元)	4.95	2.81	3.25	0.12
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-6.66	0.61	4.93	-2.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.43	0.32	0.16	--
存货周转次数(次)	0.14	0.27	0.27	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.09	0.05	--
现金收入比(%)	0.73	6.80	16.28	24.69
营业利润率(%)	23.65	13.10	27.89	96.78
总资本收益率(%)	1.76	1.03	1.19	--
净资产收益率(%)	2.34	1.32	1.49	--
长期债务资本化比率(%)	24.47	17.64	23.91	24.09
全部债务资本化比率(%)	24.65	22.79	23.98	24.16
资产负债率(%)	35.53	28.15	31.24	30.89
流动比率(%)	1276.73	488.21	757.10	892.40
速动比率(%)	655.72	375.71	609.70	708.74
经营现金流动负债比(%)	-41.69	2.15	24.37	--
现金短期债务比(倍)	3.75	16.41	0.28	40.43
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4　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 5-1　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 5-2　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 5-3　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