

信用等级公告

联合〔2020〕3136号

联合资信评估有限公司通过对成都成华旧城改造投资有限责任公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定成都成华旧城改造投资有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁺，成都成华旧城改造投资有限责任公司 2020 年度第一期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告



成都成华旧城改造投资有限责任公司

2020年度第一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：10 亿元

本期中期票据期限：3+2 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本；附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

募集资金用途：偿还金融机构借款

评级时间：2020 年 8 月 12 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺		评级结果	AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构	2	
			偿债能力	1
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

评级观点

成都成华旧城改造投资有限责任公司（以下简称“公司”）是成都市成华区重要的旧城改造开发运营主体，主要承担成华区的土地整理、旧城改造、棚户区改造、城市基础设施建设和旅游资源开发等业务。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司在区域环境、外部支持等方面的优势。同时，联合资信也关注到公司资本支出压力较大、资产流动性较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司旧城改造业务以及文旅业务的发展，公司的整体经营规模和盈利水平有望扩大和提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

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，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 外部发展环境良好。近年来，成都市成华区经济持续增长，财政实力很强。2019 年，成华区实现生产总值 1060.0 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.9%，完成一般公共预算收入 82.06 亿元。
2. 持续获得政府支持。公司作为成都市成华区重要的旧城改造开发运营主体，持续得到成都市成华区政府在资本金注入和财政补贴等方面的大力支持。
3. 资产规模和所有者权益持续增长。随着公司旧城改造项目的持续推进，公司资产规模和所有者权益持续增长。

关注

1. 资本支出压力较大。公司在建及拟建项目投资规模较大，存在较大的资本支出压力。
2. 资产流动性较弱。公司资产中应收类款项及其他非流动资产占比较大，对资金形成明显占用，公司的资产流动性较弱，资产质量一般。
3. 本期中期票据发行规模较大。本期中期票据发行规模

分析师：张 勇 车兆麒 陈铭哲

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

10.00亿元，相当于2020年3月底公司长期债务和全部债务的24.67%和20.61%。

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)	13.65	18.03	13.82	9.22
资产总额(亿元)	184.39	206.71	230.04	229.25
所有者权益(亿元)	66.43	80.15	114.12	114.38
短期债务(亿元)	0.00	0.00	7.48	7.98
长期债务(亿元)	13.20	30.29	42.53	40.53
全部债务(亿元)	13.20	30.29	50.01	48.51
营业收入(亿元)	8.70	9.45	10.50	3.11
利润总额(亿元)	3.36	3.57	3.76	0.34
EBITDA(亿元)	3.37	3.70	3.95	--
经营性净现金流(亿元)	-13.27	-7.18	8.03	2.12
现金收入比(%)	77.99	34.05	107.62	0.39
营业利润率(%)	16.86	15.70	21.56	15.27
净资产收益率(%)	4.55	4.06	2.89	--
资产负债率(%)	63.98	61.23	50.39	50.11
全部债务资本化比率(%)	16.58	27.42	30.47	29.78
流动比率(%)	112.17	153.97	395.39	340.55
速动比率(%)	53.21	85.82	261.06	225.68
经营现金流动负债比(%)	-24.39	-17.04	50.64	--
现金短期债务比(倍)	*	*	1.85	1.16
EBITDA 利息倍数(倍)	4.54	1.71	2.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.91	8.19	12.67	--
公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	184.39	207.59	229.86	228.23
所有者权益(亿元)	66.43	80.04	114.09	114.34
全部债务(亿元)	13.20	30.29	50.01	48.51
营业收入(亿元)	8.70	9.45	10.44	3.09
利润总额(亿元)	3.36	3.47	3.82	0.34
资产负债率(%)	63.98	61.44	50.37	49.90
全部债务资本化比率(%)	16.58	27.45	30.47	29.79
流动比率(%)	111.96	146.22	399.21	351.56
经营现金流动负债比(%)	-24.39	-16.50	5.21	--

注：2020年一季度财务数据未经审计；长期借款中一年内到期部分已纳入短期债务核算；标示*号的数据因分母为零，数据无意义

主体评级历史：

信用等级	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成都成华旧城改造投资有限责任公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

成都成华旧城改造投资有限责任公司 2020年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

成都成华旧城改造投资有限责任公司（以下简称“公司”）原名为成都新城华旧城开发投资有限责任公司，成立于2007年7月，初始注册资本5000.00万元，全部由成都成华国资经营投资有限责任公司（以下简称“成华国资”）出资。2017年10月26日，成华国资向公司增资55000.00万元，增资款项尚未到位。2019年4月，根据《成都市成华区国有资产监督管理和金融工作局关于无偿划转成都成华旧城改造投资有限责任公司等3家公司股权的通知》（成华国金融〔2019〕22号），公司股权划入成都市成华区国有资产监督管理和金融工作局（以下简称“成华区国金局”）。截至2020年3月底，公司注册资本6.00亿元，实收资本0.50亿元，成华区国金局持有公司100.00%股权，为公司实际控制人。

公司经营范围：房地产开发、建筑施工、房屋拆迁、工程前期准备、对外实业投资、物业管理服务、房屋销售服务、企业营销策划服务、房屋租赁服务、棚户区改造、旧城改造等城镇化建设、房屋拆除、土地整理；货物及技术进出口；会议及展览展示服务；销售工艺品（不含象牙及其制品）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2020年3月底，公司本部内设财务审计部、工程发展规划部、文创项目部等10个职能部门；拥有合并范围内子公司1家。

截至2019年底，公司资产总额230.04亿元，所有者权益114.12亿元；2019年公司实现营业收入10.50亿元，利润总额3.76亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额229.25

亿元，所有者权益114.38亿元；2020年1—3月，公司实现营业收入3.11亿元，利润总额0.34亿元。

公司注册地址：成都市成华区猛追湾街12号；法定代表人：赵华。

二、本期中期票据概况

公司计划于2020年注册总额度为20亿元的中期票据，本期计划在注册额度内发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）10亿元，期限3+2年。本期中期票据按年付息，到期一次还本，附设第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金用于偿还金融机构借款。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资(不含农户)同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额(不含农户)和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%

和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下

降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月

份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小

银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民

就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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）行业监管与政策

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投资建设重点，为城投企业提供了项目储备空间，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. 区域经济环境

公司是成都市成华区重要的旧城改造开发运营主体，近年来，成都市和成华区经济总量稳步增长，成华区财政实力很强，政府债务负担较轻，公司发展的外部环境良好。

成都市经济概况

成都市是四川省省会，西部地区重要的中心城市，下辖 20 个区（市）县和成都高新区、天府新区成都直管区、成都东部新区，截至 2019 年底，成都市常住人口 1658.10 万人。

根据《成都市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年，成都市分别实现生产总值 13889.39 亿元、15342.77 亿元和 17012.65 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 8.1%、8.0% 和 7.8%。2019 年，第一产业增加值 612.18 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 5244.62 亿元，增长 7.0%；第三产业增加值 11155.86 亿元，增长 8.6%；三次产业结构为 3.6：30.8：65.6。

2017—2018 年，成都市固定资产投资分别为 9404.2 亿元和 8341.1 亿元，同口径分别比上年增长 12.3%和 10.0%；2019 年，成都市固定资产投资同口径比上年增长 10.0%。分产业看，2019 年，第一产业投资增长 5.5%，第二产业投资增长 1.7%，第三产业投资增长 13.4%。

2017—2018 年，成都市房地产开发完成投资分别为 2487.9 亿元和 2267.8 亿元，分别比上年下降 5.7%和 8.8%；2019 年，成都市房地产开发投资比上年增长 14.9%。2017—2019 年，成都市含预售在内的商品房销售面积分别为 3921.8 万平方米、3681.9 万平方米和 3531.4 万平方米，其中住宅销售面积分别为 2973.5 万平方米、2659.4 万平方米和 2556.8 万平方米；同期，成都市实现商品房销售额分别为 3424.5 亿元、3633.2 亿元和 3844.8 亿元，其中住宅销售

额分别为 2556.2 亿元、2602.1 亿元和 3004.5 亿元。

根据《关于成都市财政预算执行情况的报告》，2017—2019 年，成都市分别完成一般公共预算收入 1275.5 亿元、1424.2 亿元和 1483 亿元，其中，税收收入分别为 900.9 亿元、1067.8 亿元和 1090.8 亿元；同期，成都市一般公共预算支出分别为 1756.7 亿元、1837.4 亿元和 2006.8 亿元。2017—2019 年，成都市政府性基金收入分别为 1360.4 亿元、1399.6 亿元和 1548.1 亿元。截至 2019 年底，成都市地方政府债务余额 2822.98 亿元。

根据《2020 年上半年成都市经济运行情况》，2020 年 1—6 月，成都市实现生产总值 8298.63 亿元，按可比价格计算，同比增长 0.6%。分产业看，第一产业实现增加值 214.50 亿元，增长 0.1%；第二产业实现增加值 2565.10 亿元，增长 2.0%；第三产业实现增加值 5519.03 亿元，下降 0.2%。2020 年 1—6 月，成都市一般公共预算收入为 746.5 亿元，同比下降 7.9%，其中税收收入 544.6 亿元，同比下降 9.2%。同期，成都市一般公共预算支出为 1046.8 亿元，同比下降 2.6%。

成华区经济概况

成华区位于成都市城区东北部、成都平原的东部，东与龙泉驿区交界、南与锦江区毗邻、西与青羊区相连、北与金牛区和新都区接壤，下辖 11 个街道，截至 2019 年底，成华区常住人口 96.02 万人。

根据《成都市成华区国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年，成华区分别实现地区生产总值 848.3 亿元、948.9 亿元和 1060.0 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 8.1%、8.5%和 7.9%。2019 年，第一产业实现增加值 0.04 亿元，下降 37.8%；第二产业实现增加值 306.0 亿元，增长 6.7%；第三产业实现增加值 753.9 亿元，增长 8.5%；三次产业结构为 0.00:28.87:71.13。

2017—2018 年，成华区固定资产投资分别

为 500.1 亿元和 396.3 亿元，同口径分别比上年增长 23.6%和 5.0%；2019 年，成华区固定资产投资同口径比上年增长 10.5%。分产业看，2019 年，第二产业投资增长 53.8%，其中工业投资增长 60.6%；第三产业投资增长 7.9%。

2017—2018 年，成华区房地产开发完成投资分别为 251.3 亿元和 224.4 亿元，分别比上年下降 8.3%和 10.7%；2019 年，成华区房地产开发投资比上年增长 8.2%。2017—2019 年，成华区含预售在内的商品房销售面积分别为 267.6 万平方米、164.8 万平方米和 204.9 万平方米，其中住宅销售面积分别为 171.9 万平方米、66.6 万平方米和 121.3 万平方米；同期，成华区实现商品房销售额分别为 288.2 亿元、209.0 亿元和 310.5 亿元，其中住宅销售额分别为 187.8 亿元、85.8 亿元和 215.3 亿元。

根据《关于成华区财政预算执行情况的报告》，2017—2019 年，成华区一般公共预算收入分别为 57.6 亿元、82.6 亿元和 82.06 亿元，其中，税收收入分别为 30.5 亿元、58.5 亿元和 52.82 亿元，2018 年成华区一般公共预算收入和税收收入同比大幅增长，主要系 2018 年成都市财政体制改革所致；同期，成华区一般公共预算支出分别为 75.9 亿元、79.4 亿元和 76.55 亿元。2017—2019 年，成华区政府性基金收入分别为 32.03 亿元、45.17 亿元和 9.98 亿元。截至 2019 年底，成华区政府债务余额 36.07 亿元，其中一般债务 7.80 亿元，专项债务 28.27 亿元。

根据《成华区 2020 年 1—6 月部分主要经济指标完成情况》，2020 年 1—6 月，成华区地区生产总值完成 527.5 亿元，同比下降 0.7%，其中第二产业完成 143.4 亿元，同比下降 2.5%；第三产业完成 384.1 亿元，同比增长 0.1%。根据《2020 年 1—5 月财政收入完成情况》，2020 年 1—5 月，成华区一般公共预算收入完成 27.25 亿元，其中税收收入 21.23 亿元；政府性基金收入完成 0.87 亿元。

五、基础素质分析

公司是成都市成华区重要的旧城改造开发运营主体，近年来持续得到成华区政府部门在资本金注入和财政补贴方面的支持。

1. 股权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 6.00 亿元，实收资本 0.50 亿元，成华区国金局持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是成都市成华区重要的旧城改造开发运营主体，主要从事成华区内的土地整理、旧城改造、棚户区改造、城市基础设施建设和旅游资源开发等业务，承接双桥子、跳蹬河、建设路、二仙桥、龙潭、圣灯¹、白莲池共 7 个街道的旧城改造项目。

除公司外，成华区主要有成华国资、成都成华棚户区惠民改造建设有限责任公司（以下简称“棚改公司”）、成都鑫华农业有限公司（以下简称“鑫华农业”）、成都东方广益投资有限公司（以下简称“东方广益”）、成都成华城市建设投资有限责任公司（以下简称“成华城建投”）五家城投类企业，其中成华国资主要负责成华区国有资产的投资和运营工作；棚改公司主要从事区内棚户区改造、旧城改造等城镇化建设，负责成华辖区内除公司负责区域外的其他街道的基础设施建设和土地整理工作；鑫华农业主要负责北湖地区和成都大熊猫繁育基地相关区域的开发和建设工作；东方广益主要承担龙潭总部新城开发建设所涉及的融资、土地上市、安置房建设、基础设施及公建配套项目建设等业务；成华城建投主要负责成华区基础设施建设。

总体看，公司所从事业务与其他平台公司

不存在直接竞争关系，具备较强的区域专营性。

3. 人员素质

截至 2020 年 3 月底，公司拥有高管人员 1 人，为公司董事长兼总经理赵华女士。

赵华女士，1966 年出生，本科学历，中共党员；曾任成都市成华区房管局青龙房管所干部、成都市成华区房管局主任科员、公房科科长、财务审计科科长、副局长，现任公司董事长兼总经理。

截至 2020 年 3 月底，公司共有职工 87 人。从文化程度来看，本科及以上学历占 71.26%，大专学历占 26.44%，高中及以下学历占 2.30%；从年龄结构来看，30 岁以下职工占 35.63%，30~50 岁职工占 59.77%，50 岁以上职工占 4.60%。

总体看，公司高管人员管理经验丰富，员工素质能够满足公司经营管理需要。

4. 外部支持

公司作为成都市成华区重要的旧城改造开发运营主体，近年来在资本金注入和财政补贴方面持续得到成华区政府部门的支持。

资本金注入

2017—2018 年，成都市成华区国有资产监督管理局和金融工作办公室（现为成华区国金局）下发《关于拨入成都成华旧城改造投资有限责任公司资金的有关通知》，分别将 33.25 亿元和 10.47 亿元成华区相关机构及单位所拨付资金注入公司，计入公司“资本公积”。2019 年，成华区国金局将成都市跃华房屋经营开发有限公司（该公司为成华国资子公司，实际控制人为成华区国金局，经营范围包括房屋经纪、房屋拆迁、房屋拆除、土地整理、棚户区改造、旧城改造等城镇化建设，以下简称“成都跃华”）对公司 30.68 亿元债权转为“资本公积”，同时核减“其他应付款”。

财政补贴

2017—2019 年，公司分别收到政府补助

¹根据成都市人民政府于 2019 年 12 月 25 日发布的《成都市人民政府关于同意成华区调整部分街道行政区划的批复》（成府函〔2019〕122 号），圣灯街道撤销，其所属行政区域规划二仙桥街道管辖

2.00 亿元、2.20 亿元和 2.00 亿元，计入“其他收益”。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1051010801952620A），截至 2020 年 7 月 14 日，公司本部无未结清的不良信贷记录，公司已结清债务中有 2 笔关注类贷款，主要系贷款银行早期实施向成都市内平台公司发放借款均给予关注类借款的政策所致。目前，上述关注类贷款均已正常收回，不存在逾期欠息的情况。

六、管理分析

公司法人治理结构比较规范，内部管理体系较为完善，各项管理制度较为完备，能够满足公司日常经营与发展需求。

1. 法人治理结构

公司为国有控股公司，不设股东会，由成华区国金局行使出资人的职权。

公司设董事会，董事会由三名董事组成，包括一名职工代表董事。职工代表董事由职工代表大会选举产生，其余董事会成员由股东委派。董事会设董事长 1 人，由股东在董事会成员中指定，董事长为公司法定代表人。董事任期三年，可以连选连任。董事会对股东负责，执行股东的决定，向股东报告工作。

公司设监事会，根据法律法规及公司章程规定行使监督检查职能。监事会由 5 人组成，其中 2 人为职工代表。职工代表监事由职工代表大会选举产生，其余监事会成员由股东委派，监事会主席由股东在监事会成员中指定。监事任期三年，届满根据股东决定可连任。公司的董事、经理、财务负责人不得兼任监事。

公司设经理 1 人，经理对董事会负责，负责公司日常经营管理。经理由董事会聘任或者解聘，经股东同意，董事会成员可兼任公司经

理。

2. 管理水平

从内部管理看，公司本部内设行政管理部、财务审计部、工程发展规划部、经营策划部、文创项目部、旅创项目部、征收一部、征收二部、造价管理部和合约资产部共 10 个职能部门。公司根据自身特点建立了相应的管理制度。

财务管理方面，公司制定了《成本费用管理制度》《费用报销管理制度》《财务稽核制度》等制度，规定由财务审计部负责公司的财务核算及资金管理，如实反映财务状况和经营成果，统一调度资金，监督财务收支。

安全生产管理方面，公司制定了《安全生产管理制度》，实行“一岗双责”“谁主管，谁负责”“安全生产，人人有责”的原则，公司主要负责人对公司的安全生产工作负总责，各分管领导对各自分管工作范围内安全生产工作负直接管理责任，公司成立安全生产工作领导小组，作为公司安全生产组织领导机构。

债务融资管理方面，公司制定了《债务工具融资管理办法》，明确公司融资活动应当符合公司中长期规划和年度经营计划，遵循统一性、安全性、适量性等管理原则。该办法同时也规范了公司融资管理流程、融资资金的发放和使用、融资事项的监督检查和责任追究。

安置房管理方面，公司制定了《安置房管理制度》，明确了公司各部门在安置房管理工作中的职责，规范了安置房的购买、返迁、出入库、维修和空置房巡查等流程。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事成都市成华区内的土地整理、旧城改造、棚户区改造、城市基础设施建设和旅游资源开发等业务，收入主要来自于拆迁改造收入、项目管理费收入和文旅收入等。近年来，公司主营业务收入持续增长，主营业务毛利率波动增长。

随着公司拆迁改造项目的不断推进，2017—2019年，公司主营业务收入持续增长，年均复合增长9.86%，2019年为10.50亿元，同比增长11.12%。2017—2019年，公司拆迁改造收入持续增长，年均复合增长6.44%，为公司最主要的收入来源，占主营业务收入的比重超过90%。受项目建设进度及结转情况影响，2017—2019年，公司项目管理费收入波动增长，分

别为2093.75万元、1068.45万元和8235.15万元，2019年大幅增长主要系补提以前年度管理费收入所致。2018—2019年，公司文旅收入分别为38.68万元和563.05万元，规模较小，主要为租赁收入和影像艺术中心门票收入。2019年，公司其他主营业务收入主要包括网站运行维护和工艺品销售等收入。

表3 公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017年			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	收入	占比	毛利率
拆迁改造	84884.39	97.59	14.88	93372.83	98.83	14.88	96161.13	91.60	14.86	30788.56	99.06	14.91
项目管理费	2093.75	2.41	100.00	1068.45	1.13	100.00	8235.15	7.84	100.00	103.75	0.33	100.00
文旅	0.00	0.00	--	38.68	0.04	-186.01	563.05	0.54	55.92	163.29	0.53	47.04
其他	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	23.82	0.02	7.49	24.00	0.08	-47.82
合计	86978.14	100.00	16.93	94479.96	100.00	15.76	104983.16	100.00	21.76	31079.61	100.00	15.32

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据审计报告、财务报表及公司提供资料整理

受项目管理费收入占比变化影响，2017—2019年，公司主营业务毛利率波动增长，分别为16.93%、15.76%和21.76%。公司按成本加成18%确认拆迁改造收入，近三年，公司拆迁改造业务毛利率保持稳定；同期，项目管理毛利率均为100.00%。2018—2019年，公司文旅业务毛利率分别为-186.01%和55.92%，2019年毛利率由负转正主要系毛利率较高的租赁业务的收入规模大幅增长所致。

2020年1—3月，公司实现主营业务收入3.11亿元，相当于2019年主营业务收入的29.60%，主要来源于拆迁改造收入，占比99.06%。2020年1—3月，公司主营业务毛利率为15.32%。

2. 业务经营分析

（1）旧城改造业务

公司旧城改造业务第一类项目每年根据搬迁改造工作实际成本加成18%确认拆迁改造收入，第二、三类项目仅确认项目管理费收入，资金回收效率一般；在建及拟建项目投资规模

较大，公司资本支出压力较大。

公司旧城改造业务由公司本部负责，根据委托方的不同，公司旧城改造项目可以分为三类。

第一类

第一类项目为公司接受成都跃华委托开展拆迁、土地整治及配套基础设施建设的项目。成都跃华与公司签订项目搬迁改造协议，委托公司负责项目红线范围内房屋的搬迁安置及基础设施改造工作。公司负责项目所需资金的募集，每年根据双方确认的搬迁改造工作实际成本加成18%确认拆迁改造收入。

2017—2019年，公司第一类项目分别确认收入8.49亿元、9.34亿元和9.62亿元，反映在“拆迁改造收入”中；同期，公司第一类项目实际回款分别为6.59亿元、3.08亿元和10.38亿元。截至2020年3月底，公司已完工和在建的第一类项目累计确认收入37.76亿元，已回款21.35亿元。

截至2020年3月底，公司在建的第一类项目为中心城区成北片区棚户区房屋征收及基础设施改造成都铁塔厂地块工程项目和二仙片区1

号A地块旧城改造项目，用地面积合计373.00亩，计划总投资33.00亿元，已投资22.73亿元，尚需投资10.27亿元。

表4 截至2020年3月底公司已完工和在建的第一类项目情况（单位：亩、亿元）

项目名称	项目状态	用地面积	计划总投资额	已投资额	累计确认收入	已回款
中心城区成北片区棚户区房屋征收及基础设施改造绿水青龙工程项目	已完工	360.00	11.00	13.39	12.66	6.67
电子科大南院旧城改造项目	已完工	154.64	15.00	14.87	12.94	7.48
小计 1		514.64	26.00	28.27	25.60	14.16
中心城区成北片区棚户区房屋征收及基础设施改造成都铁塔厂地块工程项目	在建	230.00	17.00	11.32	6.74	4.00
二仙片区1号A地块旧城改造项目	在建	143.00	16.00	11.41	5.43	3.20
小计 2		373.00	33.00	22.73	12.16	7.20
合计		887.64	59.00	51.00	37.76	21.35

注：累计确认收入为含税金额；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

表5 截至2020年3月底公司拟建的第一类项目情况（单位：亩、亿元）

项目名称	计划总投资额	用地面积	计划开工时间	投资计划		
				2020年	2021年	2022年
崔家店路东片区1号地块旧城改造项目	4.52	66.19	2020年9月	1.02	2.03	1.24
崔家店路东片区2号地块旧城改造项目	5.82	74.87	2020年9月	1.31	2.62	1.60
崔家店路西片区1号地块旧城改造项目	8.94	103.88	2020年9月	1.34	3.58	3.13
崔家店路西片区2号地块旧城改造项目	12.79	155.02	2020年9月	1.92	5.12	4.48
合计	32.07	399.96	--	5.59	13.35	10.45

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司拟建的第一类项目为崔家店路东片区1号、2号地块旧城改造项目以及路西片区1号、2号地块旧城改造项目，用地面积合计399.96亩，计划总投资32.07亿元。

第二类

第二类项目为公司作为项目业主方，承接成华区相关部门在双桥子、跳蹬河、建设路、二仙桥、龙潭、圣灯、白莲池街道范围内的旧城改造及棚户区改造项目。根据公司与成都市成华区统一建设办公室签订的委托建设合同，公司每年根据委托建设项目新增投资额的1%计提项目管理费用，由成华区财政局每年向公司结算并支付；公司将实际发生的项目成本计入“其他非流动资产”。委托建设项目完工验收

并经第三方机构审计后，成华区财政局向公司按委托建设项目经审计实际发生的总投资返还成本，返还期限为七年，公司据此核减“其他非流动资产”中的项目成本。

第三类

第三类项目为公司作为项目实施单位，承接成都市住房保障中心（以下简称“成都市住保中心”）等市级单位的棚户区改造项目。项目前期，成都市住保中心等市级单位提供项目资金，计入公司“专项应付款”。项目建设期间，项目成本计入公司“其他非流动资产”，公司暂不计提管理费，在项目完成土地拍卖或经审计局审计后，相关部门按项目实际发生的总投资核算成本，公司据此核减“专项应付款”和“其

他非流动资产”，同时按双方约定的比例确认管理费收入。

2017—2019 年，公司分别确认第二类和第三类管理费收入合计 2093.75 万元、1068.45 万

元和 8235.15 万元，反映在“项目管理费收入”，其中 2019 年收入同比大幅增长主要系补提以前年度管理费收入所致。

表 6 截至 2020 年 3 月底公司主要在建的第二类和第三类项目情况（单位：亩、万元）

项目名称	用地面积	计划总投资	已投资	尚需投资
第二类项目（公司代城区相关部门建设项目）				
二仙片区 6 号地块旧城改造项目	403.50	170000.00	205294.13	22000.00
二仙片区 9 号地块旧城改造项目	26.15	20952.00	8870.85	12081.15
二仙片区 8 号地块旧城改造项目	276.65	179607.00	91544.18	88062.82
蜀龙路五期道路红线用地征收项目	31.21	30000.00	27016.68	2983.32
二环路东一段一号、二号旧城改造项目	27.92	74492.00	25250.65	49241.35
成都自然博物馆建设用地搬迁改造项目	14.50	8868.44	1939.76	6928.68
109 仓库地块搬迁改造项目	9.36	14752.00	6055.97	8696.03
石油总机厂片区棚改项目	206.49	310333.00	27633.46	282699.54
合计 1	995.78	809004.44	393605.68	472692.89
第三类项目（公司代成都市住保中心建设项目）				
二仙片区 10 号地块旧城改造项目	137.00	97842.00	78207.14	19634.86
成都电焊机厂宿舍、电研所宿舍棚户区改造项目	16.74	57372.00	48374.80	8997.20
成都铁塔厂 2 号 A 地块旧城改造项目	27.45	55900.00	44224.36	11675.64
双林北横路 127、129 号院棚户区改造项目	35.58	71873.52	44849.65	27023.87
矿机厂宿舍棚户区改造工程项目	15.34	34320.00	29262.43	5057.57
成华区焦煤厂宿舍棚户区改造项目	13.00	25800.00	20809.70	4990.30
虹开 4 栋生活区棚户区改造项目	8.96	22721.00	19415.13	3305.87
成都铁塔厂 2 号 B 地块旧城改造项目	26.32	57805.00	38065.33	19739.67
八里庄路 77 号宿舍棚户区改造项目	6.50	24010.00	19061.35	4948.65
成华区连心苑小区棚户区改造项目	7.90	15000.00	11891.27	3108.73
成华区柳林村棚户区改造工程项目	7.00	15000.00	11324.48	3675.52
二仙片区 11 号地块旧城改造项目	11.48	16903.00	13711.44	3191.56
虹开 3 幢生活区棚户区改造项目	4.60	14629.00	10625.28	4003.72
物资局车队宿舍棚户区改造项目	2.91	9327.00	8356.41	970.59
踏水新村 1 组棚户区改造项目	7.34	9887.00	6369.29	3517.71
跳蹬河北路 193 号棚户区改造项目	2.00	7185.00	4983.89	2201.11
东站平房(二仙桥西北 1 路 1 号)棚户区改造项目	3.18	5493.00	2349.04	3143.96
东站平房(二仙桥西北 2 路 1 号)棚户区改造项目	2.20	3015.00	1764.43	1250.57
合计 2	335.50	544082.52	413645.42	130437.10

注：二仙片区 6 号地块旧城改造项目包括二仙桥片区 6 号地块旧城改造工程项目和成都西南铁路物资有限公司旧城改造工程项目，截至 2020 年 3 月底，该项目已投资金额已超过总投资金额，未来计划投资 2.20 亿元

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建的第二 类项目计划投资 80.90 亿元，已投资 39.36 亿元，

尚需投资 47.27 亿元；公司主要在建的第三类项目计划投资 54.41 亿元，已投资 41.36 亿元，尚未确认管理费收入。

（2）文旅业务

公司文旅业务主要由子公司成都华天文化旅游开发有限责任公司（以下简称“华天文旅”）负责运营。公司文旅业务尚处于起步阶段，收入规模较小，主要为租赁收入和影像艺术中心门票收入，2018—2019 年及 2020 年 1—3 月，分别为 38.68 万元、563.05 万元和 163.29 万元。

公司文旅业务在建项目为禾创文创产业园区，项目规划总占地 60.7 亩，总投资 14.00 亿元，公司于 2019 年 1 月通过招拍挂取得价值 3.74 亿元的项目土地。该项目计划未来通过产业办公区、全息剧场、音乐剧剧场、会展中心等获得经营性收入。

3. 未来发展

公司制定了多元化发展、推动“文旅成华”和“中优典范区”建设的总体战略定位。公司以现有旧城改造业务为基础，围绕工业遗产文化街区改造运营、城市更新及新型城镇化建设、社区商业综合体开发运营、城市公建配套项目开发建设、智慧城市建设等方面拓展业务，着眼于城市有机更新和城市价值、品质提升，围绕城市运营多元化拓展业务；同时凭借公司已有的文创旅游资源，积极开拓公共文化体育项目建设、文化旅游商业地产投资开发、文旅项目运营管理、文旅资产管理、产业园区投资及

运营管理、产业招商及服务等新兴业务。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度三年连审财务报表，亚太（集团）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，公司 2020 年一季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司有纳入合并范围子公司 1 家，系 2017 年出资设立的华天文旅。

截至 2019 年底，公司资产总额 230.04 亿元，所有者权益 114.12 亿元；2019 年公司实现营业收入 10.50 亿元，利润总额 3.76 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 229.25 亿元，所有者权益 114.38 亿元；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.11 亿元，利润总额 0.34 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，其中应收类款项及其他非流动资产占比高，对资金占用明显。公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 11.69%，主要系其他非流动资产增加所致。2019 年底，公司资产总额 230.04 亿元，较 2018 年底增长 11.28%，其中流动资产占 27.25%，非流动资产占 72.75%，公司资产构成以非流动资产为主。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.65	7.40	18.03	8.72	13.82	6.01	9.22	4.02
应收账款	7.74	4.20	14.04	6.79	13.33	5.79	16.43	7.17
其他应收款	7.53	4.08	3.78	1.83	8.78	3.82	6.22	2.71
存货	32.09	17.40	28.71	13.89	21.30	9.26	19.00	8.29
流动资产	61.05	33.11	64.88	31.38	62.69	27.25	56.34	24.58
无形资产	0.00	0.00	0.15	0.07	4.94	2.15	7.02	3.06

其他非流动资产	122.88	66.64	140.09	67.77	158.63	68.96	161.99	70.66
非流动资产	123.35	66.89	141.84	68.62	167.35	72.75	172.90	75.42
资产总额	184.39	100.00	206.71	100.00	230.04	100.00	229.25	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2017—2019年，公司流动资产波动增长，年均复合增长1.34%。2019年底，公司流动资产62.69亿元，较2018年底下降3.37%。主要系货币资金和存货下降所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货构成。

2017—2019年，公司货币资金波动增长，分别为13.65亿元、18.03亿元和13.82亿元。2018年底，公司货币资金较2017年底增长32.11%，主要系公司外部融资所致。2019年底，公司货币资金较2018年底下降23.32%，主要系项目持续投入所致；公司货币资金主要以银行存款为主，无受限货币资金。

2017—2019年，公司应收账款波动增长，分别为7.74亿元、14.04亿元和13.33亿元。2019年底，公司应收账款较2018年底下降5.05%，主要系收回部分拆迁改造业务回款所致。应收账款中无风险组合占99.91%，全部为应收成都跃华项目款；非关联方账龄组合占0.09%，累计计提坏账准备1.26万元。

2017—2019年，公司预付款项快速增长，分别为0.04亿元、0.31亿元和5.45亿元。2019年底公司预付款项较2018年底大幅增长，主要系公司新增预付成华区国金局国有资产购买款5.00亿元所致。

2017—2019年，公司其他应收款波动增长，分别为7.53亿元、3.78亿元和8.78亿元，主要为与其他公司的往来款。2019年底，公司其他应收款较2018年底增长132.17%，主要系往来款增加所致。其他应收款全部为无风险组合，未计提坏账准备。其他应收款前五名的余额合计占99.64%，其中棚改公司占79.72%、成华国资占19.36%，款项性质主要为往来款，账龄主要集中在1年以内（占65.83%）及2~3年（占34.17%），

对资金形成占用。

2017—2019年，公司存货持续下降，年均复合下降18.53%，主要系结转收入导致的存货减少，公司存货主要是第一类业务模式下投入所形成的开发成本。2019年底，公司存货21.30亿元，较2018年底下降25.83%。

非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长16.48%，主要由其他非流动资产构成。2019年底，公司非流动资产167.35亿元，较2018年底增长17.98%，主要系其他非流动资产增加所致。

2017—2019年，公司在建工程快速增长，分别为0.03亿元、0.54亿元和2.33亿元。2019年底公司在建工程较2018年底大幅增长，主要系107仓库项目投入增加所致。

2018—2019年，公司无形资产分别为0.15亿元和4.94亿元，2019年底较2018年底大幅增长主要系公司新增土地使用权所致。

2017—2019年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长13.62%，均为第二类及第三类项目投入。2019年底，公司其他非流动资产158.63亿元，较2018年底增长13.23%，系公司项目建设投入增加所致。

2020年3月底，公司资产总额229.25亿元，较上年底变化不大，其中，流动资产占比为24.58%，非流动资产占比为75.42%，公司非流动资产占比有所提升。2020年3月底，公司无形资产7.02亿元，较2019年底增长2.07亿元，主要系公司继续缴纳101仓库A地块（CH23(21):2019—055）的土地出让金所致。

2020年3月底，公司受限资产账面价值3.87亿元，受限比例为1.69%。

3. 负债和所有者权益

近年来, 受益于政府拨付资本金及利润累积, 公司所有者权益快速增长, 其中资本公积占比高; 公司债务规模快速增长, 以长期债务为主, 整体债务负担较轻。

所有者权益

2017—2019年, 公司所有者权益快速增长, 年均复合增长31.07%, 主要系资本公积增加所致。2019年底, 公司所有者权益114.12亿元, 较2018年底增长42.38%, 其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占0.44%、88.74%、1.08%和9.74%。

2017—2019年, 公司实收资本保持稳定, 均为0.50亿元。

2017—2019年, 公司资本公积快速增长, 年均复合增长29.78%, 2019年底为101.27亿元, 较2018年底增长43.45%, 主要系成华区国金局将成都跃华对公司的30.68亿元债权转为对公司的资本性投入所致。

2017—2019年, 公司未分配利润快速增长, 年均复合增长45.98%, 主要系公司持续盈利所致。2019年底, 公司未分配利润为11.12亿元, 较2018年底增长36.26%。

2020年3月底, 公司所有者权益合计114.38亿元, 较2019年底变化不大。

负债

2017—2019年, 公司负债规模有所波动, 分别为117.97亿元、126.56亿元和115.92亿元。2019年底公司负债总额较2018年底下降8.41%, 主要系其他应付款下降所致, 其中流动负债占13.68%, 非流动负债占86.32%。

2017—2019年, 公司流动负债快速下降, 年均复合下降46.02%, 2019年底为15.86亿元, 较2018年底下降62.37%, 主要系其他应付款下降所致。

2017—2019年, 公司其他应付款快速下降, 年均复合下降55.25%, 2019年底为10.76亿元, 较2018年底下降73.84%, 主要系成华区国金局将成都跃华对公司的30.68亿元债权转为对

公司的资本性投入所致。2019年底, 公司其他应付款主要由往来款10.15亿元构成, 主要往来单位为东方广益和鑫华农业。

2019年, 公司新增一年内到期的非流动负债3.48亿元, 全部为一年内到期的长期借款。

2017—2019年, 公司非流动负债快速增长, 年均复合增长25.48%, 2019年底为100.06亿元, 较2018年底增长18.51%, 主要系应付债券增长所致。2019年底公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和专项应付款构成。

2017—2019年, 公司长期借款快速增长, 年均复合增长54.75%, 2019年底为31.61亿元, 较2018年底增长4.36%, 主要由保证借款构成。

2019年, 公司新增应付债券14.92亿元, 系公司于2019年11月发行“19成华债”所致。

2017—2019年, 公司专项应付款波动增长, 分别为50.35亿元、54.14亿元和53.43亿元。2019年底, 公司专项应付款主要由成都市住保中心棚改项目专项资金构成。

2020年3月底, 公司负债总额114.87亿元, 较2019年底变化不大, 其中流动负债占14.40%, 非流动负债占85.60%。

表8 公司债务情况(单位: 亿元、%)

科目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
短期债务	0.00	0.00	7.48	7.98
长期债务	13.20	30.29	42.53	40.53
全部债务	13.20	30.29	50.01	48.51
长期债务资本化比率	16.58	27.42	27.15	26.17
全部债务资本化比率	16.58	27.42	30.47	29.78
资产负债率	63.98	61.23	50.39	50.11

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

有息债务方面, 2017—2019年, 公司全部债务快速增长, 年均复合增长94.64%, 2019年底为50.01亿元, 其中长期债务占85.05%, 短期债务占14.95%。2017—2019年, 公司资产负债率持续下降, 全部债务资本化比率持续增长, 长期债务资本化比率波动增长, 2019年底上述指标分别为50.39%、30.47%和27.15%,

较上年底分别变化-10.84 个、3.04 个和-0.28 个百分点，公司整体债务负担较轻。

2020 年 3 月底，公司全部债务 48.51 亿元，较 2019 年底下降 2.99%，其中长期债务占 83.55%，短期债务占 16.45%；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 50.11%、29.78%和 26.17%。从债务期限看，2020—2021 年，公司到期债务分别为 7.48 亿元和 6.70 亿元。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入有所增长，利润依赖于政府补贴。

2017—2019 年，公司营业收入有所增长，年均复合增长 9.87%，2019 年为 10.50 亿元，同比增长 11.14%。同期，公司营业成本有所增长，年均复合增长 6.62%，2019 年为 8.21 亿元，同比增长 3.20%。2017—2019 年，公司营业利润率分别为 16.86%、15.70%和 21.56%。

表 9 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	8.70	9.45	10.50
营业成本	7.23	7.96	8.21
其他收益	2.00	2.20	2.00
利润总额	3.36	3.57	3.76
营业利润率	16.86	15.70	21.56
总资本收益率	3.79	2.95	2.01
净资产收益率	4.55	4.06	2.89

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从期间费用来看，2017—2019 年，公司期间费用分别为 0.11 亿元、0.22 亿元和 0.40 亿元，期间费用率分别为 1.22%、2.36%和 3.84%。

2017—2019 年，公司分别收到财政补贴资金 2.00 亿元、2.20 亿元和 2.00 亿元，计入“其他收益”。

2017—2019 年，公司利润总额有所增长，分别为 3.36 亿元、3.57 亿元和 3.76 亿元，其中政府补贴占利润总额的比重分别为 59.52%、61.59%

和 53.24%，利润总额对政府补贴依赖性较强。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司总资产收益率及净资产收益率均持续下降，2019 年分别为 2.01%和 2.89%，同比分别下降 0.94 个和 1.18 个百分点。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.11 亿元，利润总额 0.34 亿元，营业利润率为 15.27%。

5. 现金流

近年来，公司收入实现质量波动较大，经营活动现金由净流出转为净流入，投资活动现金流持续呈现净流出状态，随着后续项目的开展，公司存在较大融资需求。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入波动增长，主要系拆迁改造业务及项目管理费回款波动所致，分别为 10.66 亿元、6.49 亿元和 13.84 亿元。2017—2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动增长，分别为 6.78 亿元、3.22 亿元和 11.30 亿元，现金收入比分别为 77.99%、34.05%和 107.62%。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金快速下降，年均复合下降 19.07%，主要系往来款流入减少所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流出快速下降，年均复合下降 50.73%，主要系第一类业务的工程建设支出减少以及支出的往来款规模减少所致，分别为 23.93 亿元、13.67 亿元和 5.81 亿元。2017—2019 年，公司经营活动现金净流量分别为 -13.27 亿元、-7.18 亿元和 8.03 亿元。

表 10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	10.66	6.49	13.84
经营活动现金流出量	23.93	13.67	5.81
经营活动现金净流量	-13.27	-7.18	8.03
投资活动现金净流量	-39.01	-17.91	-29.40
筹资活动现金净流量	52.52	29.47	17.16
现金收入比	77.99	34.05	107.62

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动来看, 2019年, 公司投资活动现金流入3.20亿元, 主要为收到的第二、三类项目成本回款。2017—2019年, 公司投资活动现金流出波动下降, 分别为39.01亿元、17.91亿元和32.60亿元, 主要为第二类及第三类业务相关的拆迁等费用支出。由于第二类及第三类业务的支出主要体现在投资活动, 而收到的专项资金主要体现在筹资活动, 故公司投资活动现金持续呈现净流出状态, 2017—2019年, 公司投资活动现金净流量分别为-39.01亿元、-17.91亿元和-29.40亿元。

从筹资活动来看, 2017—2019年, 公司筹资活动现金流入快速下降, 分别为66.36亿元、42.08亿元和19.71亿元, 主要由公司外部融资收到的资金及政府资金注入等资金构成。同期, 公司筹资活动现金流出快速下降, 分别为13.84亿元、12.61亿元和2.55亿元, 主要为分配股利、利润或偿付利息支付的现金以及支付其他与筹资活动有关的现金(主要由退回未使完的专项资金、往来拆借资金、融资顾问费构成)。2017—2019年, 公司筹资活动现金净流量分别为52.52亿元、29.47亿元和17.16亿元。

2020年1—3月, 公司经营活动现金流量净额为2.12亿元, 现金收入比为0.39%; 同期, 公司投资活动现金流量净额为-4.98亿元, 主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金; 公司筹资活动现金流量净额为-1.74亿元, 主要为偿付债务本息的资金。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标强, 长期偿债能力指标较强, 考虑到公司的区域地位和持续的政府支持, 公司的整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看, 2017—2019年, 公司流动比率及速动比率快速增长, 2019年底分别为395.39%和261.06%, 较2018年底分别上升241.41个和175.24个百分点; 2020年3月底上述指标分别为340.55%和225.68%。2017—2019年, 公司经营现金流动负债比分别为

-24.39%、-17.04%和50.64%。2017—2018年, 公司无短期债务, 2019年及2020年3月底, 公司现金短期债务比分别为1.85倍和1.16倍。公司短期偿债能力指标强。

从长期偿债能力指标看, 2017—2019年, 公司EBITDA分别为3.37亿元、3.70亿元和3.95亿元; 全部债务/EBITDA分别为3.91倍、8.19倍和12.67倍; EBITDA利息倍数分别为4.54倍、1.71倍和2.02倍。公司长期偿债能力指标较强。

截至2020年3月底, 公司获得银行授信额度35.22亿元, 已使用额度31.09亿元, 公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2020年3月底, 公司无对外担保。

7. 母公司财务分析

公司资产、权益、收入和利润主要集中在母公司; 母公司所有者权益稳定性好, 债务负担较轻。

2019年底, 母公司资产总额为229.86亿元, 较2018年底增长10.73%, 其中流动资产占27.47%, 非流动资产占72.53%。从构成看, 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, 非流动资产主要由其他非流动资产构成。

2019年底, 母公司所有者权益为114.09亿元, 较2018年底增长42.53%, 其中资本公积占88.77%, 未分配利润占9.71%。母公司所有者权益较为稳定。

2019年底, 母公司负债总额为115.78亿元, 较2018年底下降9.22%, 其中流动负债占13.66%, 非流动负债占86.34%。从构成看, 流动负债主要由其他应付款构成, 非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2019年底, 母公司资产负债率为50.37%, 较2018年底下降11.07个百分点。

2019年, 母公司实现营业收入10.44亿元, 利润总额3.82亿元。

2020年3月底, 母公司资产总额228.23亿元,

所有者权益114.34亿元；2020年1—3月，母公司实现营业收入3.09亿元，利润总额0.34亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

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规模为10.00亿元，相当于2020年3月底公司长期债务和全部债务的24.67%和20.61%，其发行对公司现有债务规模和结构影响较大。

2020年3月底，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50.11%、29.78%和26.17%；以公司2020年3月底财务数据为基础，同时考虑到公司已发行的“20旧改01”10亿元，预计本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至54.11%、37.46%和34.61%。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还金融机构借款，本期中期票据的发行对公司实际债务水平的影响将小于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019年，公司经营活动现金流入量分别为10.66亿元、6.49亿元和13.84亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的1.07倍、0.65倍和1.38倍；同期，公司经营活动现金净流量分别为-13.27亿元、-7.18亿元和8.03亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的-1.33倍、-0.72倍和0.80倍。2017—2019年，公司EBITDA分别为3.37亿元、3.70亿元和3.95亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的0.34倍、0.37倍和0.39倍。

总体看，本期中期票据发行规模较大，公司经营现金流及EBITDA对本期中期票据的保障能力较弱。考虑到公司作为成都市成华区重要的旧城改造开发运营主体，政府支持力度大，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

十、结论

公司是成都市成华区重要的旧城改造开发运营主体，主要承担成都市成华区内的土地整

理、旧城改造、棚户区改造、城市基础设施建设和旅游资源开发等业务，持续获得成都市成华区政府在资本金注入和财政补贴等方面的大力支持。

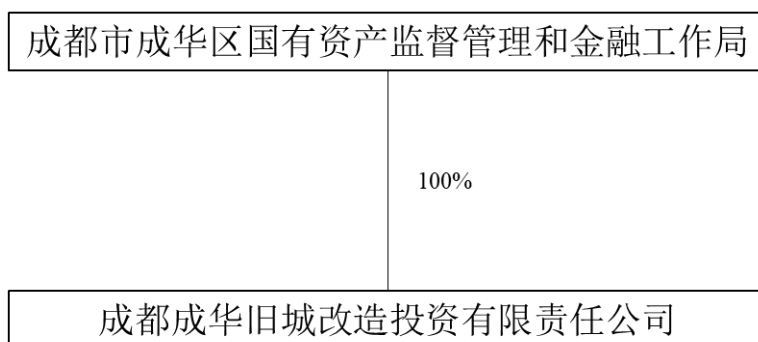
近年来，公司资产规模持续增长，公司资产负债中应收类款项及其他非流动资产占比高，对资金占用明显，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般；公司所有者权益快速增长，稳定性好；公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，整体债务负担较轻；公司收入实现质量波动较大，未来投资规模较大，存在较大融资需求。

未来，随着成都市成华区经济的持续发展及财政实力的增强，公司旧城改造业务及文旅业务将持续推进，公司整体的经营规模和盈利水平有望随业务的推进得以扩大和提升。

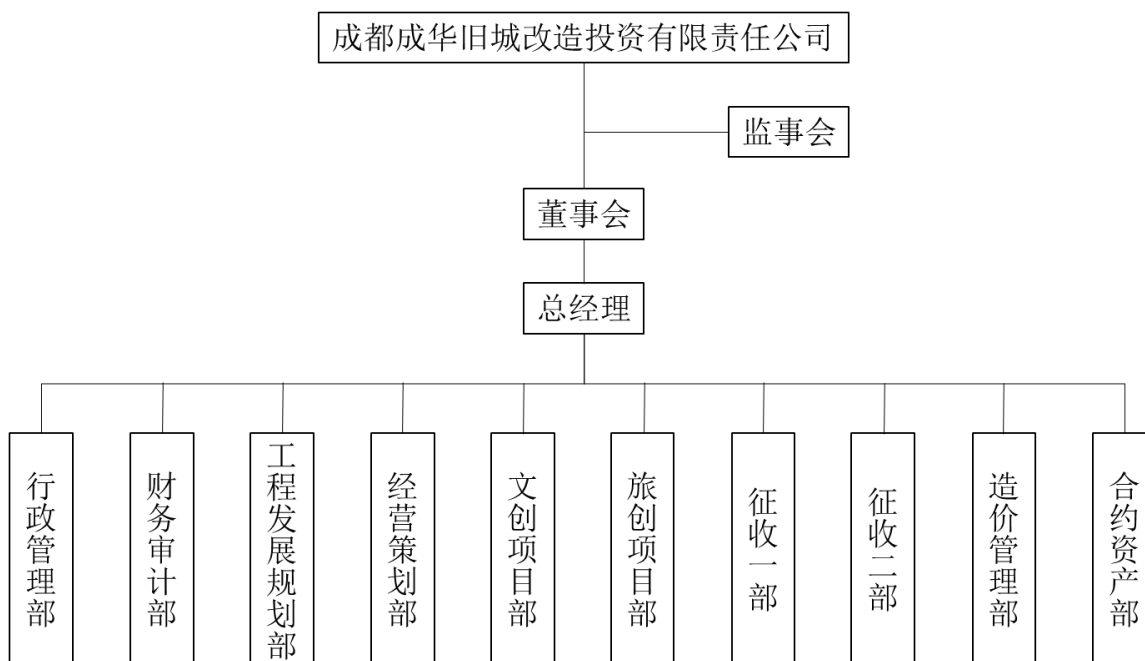
本期中期票据发行规模较大。考虑到公司作为成都市成华区重要的旧城改造开发运营主体，持续得到成都市成华区政府的大力支持，有利于提升本期中期票据的偿付能力。

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还的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司合并范围子公司情况

序号	公司名称	业务性质	持股比例（%）
1	成都华天文化旅游开发有限责任公司	旅游服务	100.00

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.65	18.03	13.82	9.22
资产总额(亿元)	184.39	206.71	230.04	229.25
所有者权益(亿元)	66.43	80.15	114.12	114.38
短期债务(亿元)	0.00	0.00	7.48	7.98
长期债务(亿元)	13.20	30.29	42.53	40.53
全部债务(亿元)	13.20	30.29	50.01	48.51
营业收入(亿元)	8.70	9.45	10.50	3.11
利润总额(亿元)	3.36	3.57	3.76	0.34
EBITDA(亿元)	3.37	3.70	3.95	--
经营性净现金流(亿元)	-13.27	-7.18	8.03	2.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.28	0.87	0.77	--
存货周转次数(次)	0.21	0.26	0.33	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	77.99	34.05	107.62	0.39
营业利润率(%)	16.86	15.70	21.56	15.27
总资本收益率(%)	3.79	2.95	2.01	--
净资产收益率(%)	4.55	4.06	2.89	--
长期债务资本化比率(%)	16.58	27.42	27.15	26.17
全部债务资本化比率(%)	16.58	27.42	30.47	29.78
资产负债率(%)	63.98	61.23	50.39	50.11
流动比率(%)	112.17	153.97	395.39	340.55
速动比率(%)	53.21	85.82	261.06	225.68
经营现金流动负债比(%)	-24.39	-17.04	50.64	--
现金短期债务比(倍)	*	*	1.85	1.16
全部债务/EBITDA(倍)	3.91	8.19	12.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.54	1.71	2.02	--

注：2020年一季度财务数据未经审计；长期借款中一年内到期部分已纳入短期债务核算；标示*号的数据因分母为零，数据无意义

附件 2-2 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)	13.53	16.95	12.86	8.67
资产总额(亿元)	184.39	207.59	229.86	228.23
所有者权益(亿元)	66.43	80.04	114.09	114.34
短期债务(亿元)	0.00	0.00	7.48	7.98
长期债务(亿元)	13.20	30.29	42.53	40.53
全部债务(亿元)	13.20	30.29	50.01	48.51
营业收入(亿元)	8.70	9.45	10.44	3.09
利润总额(亿元)	3.36	3.47	3.82	0.34
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-13.27	-7.12	0.82	1.28
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.28	0.87	0.76	--
存货周转次数(次)	0.21	0.26	0.33	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	77.99	33.81	107.77	0.36
营业利润率(%)	16.86	15.68	21.26	14.91
总资本收益率(%)	3.79	2.85	2.05	--
净资产收益率(%)	4.55	3.93	2.95	--
长期债务资本化比率(%)	16.58	27.45	27.15	26.17
全部债务资本化比率(%)	16.58	27.45	30.47	29.79
资产负债率(%)	63.98	61.44	50.37	49.90
流动比率(%)	111.96	146.22	399.21	351.56
速动比率(%)	53.00	79.62	264.56	236.47
经营现金流动负债比(%)	-24.39	-16.50	5.21	--
现金短期债务比(倍)	*	*	1.72	1.09
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；长期借款中一年内到期部分已纳入短期债务核算；因未取得数据，EBITDA及相关指标无法计算；标示*号的数据因分母为零，数据无意义

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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 成都成华旧城改造投资有限责任公司 2020 年度第一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。

成都成华旧城改造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。

成都成华旧城改造投资有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对成都成华旧城改造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，成都成华旧城改造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成都成华旧城改造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，如发现成都成华旧城改造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成都成华旧城改造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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如成都成华旧城改造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成都成华旧城改造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成都成华旧城改造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。