信用等级公告

联合[2018] 1216 号

联合资信评估有限公司通过对成都双流兴城建设投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持成都双流兴城建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“12 兴城债 01/PR 双流 01 的信用等级为 AAA，将“12 兴城债 02/PR 双流 02”的信用等级由 AA 上调为 AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

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
网址：www.lhratings.com

成都双流兴城建设投资有限公司
跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
12 兴城债 01/PR 双流 01	2.80 亿元	2019/3/16	AAA	AAA	AAA
12 兴城债 02/PR 双流 02	1.20 亿元	2019/3/16	AA^{+}_{pi}	AA^{+}	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	4.25	10.99	13.53
资产总额(亿元)	172.47	203.76	232.98
所有者权益(亿元)	123.47	126.33	132.09
短期债务(亿元)	3.40	4.50	9.62
长期债务(亿元)	27.18	38.68	25.89
全部债务(亿元)	30.58	43.18	35.51
营业收入(亿元)	0.21	0.14	6.90
利润总额(亿元)	0.25	0.02	1.91
EBITDA(亿元)	0.27	0.04	1.98
经营性净现金流(亿元)	-9.77	-0.46	30.05
营业利润率(%)	73.27	65.71	22.95
净资产收益率(%)	0.16	0.01	1.29
资产负债率(%)	28.41	38.00	43.30
全部债务资本化比率(%)	19.85	25.47	21.19
流动比率(%)	215.16	189.35	132.05
经营现金流动负债比(%)	-46.73	-1.21	47.72
全部债务/EBITDA(倍)	113.85	967.29	17.93

分析师

兰迪　申晓波

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

评级观点

成都双流兴城建设投资有限公司（以下简称“公司”）作为成都市双流区重要的基础设施投资建设主体，跟踪期内继续保持区域专营优势，同时得到了股东的有力支持；公司营业收入及利润大幅提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性较弱及担保比率高等因素对公司经营及发展带来的不利影响。

未来随着成都市双流区的发展，公司外部环境有望持续向好。公司投资设立的安置房投资中心已基本完成相关建设，在落实政府回购资金后将为公司带来一定的投资收益。

“12 兴城债 01/PR 双流 01”由重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，“12 兴城债 02/PR 双流 02”由北京首创融资担保有限公司（以下简称“首创担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；经联合资信评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定；首创担保主体长期信用等级由 AA_{pi} 上调为 AA^{+}_{pi}，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“12兴城债01/PR双流01的信用等级为AAA，将“12兴城债02/PR双流02”的信用等级由AA上调为AA^{+}，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司作为成都市双流区重要的基础设施建设主体，在资本注入等方面持续获得政府支持。
2. 跟踪期内，受代建项目回款影响，公司营业收入大幅增长，未来收入有望保持一定规模。
3. 三峡担保对“12 兴城债 01/PR 双流 01”提供

了全额无条件不可撤销连带责任保证担保；首创担保对“12 兴城债 02/PR 双流 02”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。上述担保有效提升了债券本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司对外担保规模大，公司存在一定或有负债风险。
2. 跟踪期内，公司资产中其他应收款和其他非流动资产占比较大，资产流动性较弱，资产质量一般。
3. 跟踪期内，公司对外投资（股权投资）规模扩大明显，未来投资收益实现存在一定不确定性。

声　明

一、本报告引用的资料主要由成都双流兴城建设投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

成都双流兴城建设投资有限公司
跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于成都双流兴城建设投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为成都市双流区国有资产监督管理办公室（以下简称“双流区国资办”）。截至 2018 年 3 月底，公司注册和实收资本均为 10.81 亿元。2018 年 5 月，公司注册资本变更为 40.81 亿元；30.00 亿元增资款计划将于 2018~2022 年由双流区政府逐年以现金实缴到位。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司内设综合行政部、运营控制中心、项目建设中心、技术管理中心等 10 个职能部门，拥有 3 家全资子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 232.98 亿元，所有者权益 132.09 亿元；2017 年，公司实现营业收入 6.90 亿元，利润总额 1.91 亿元。

公司注册地址：成都市双流区东升镇棠湖北路一段 57 号（建设局底楼）；法定代表人：李朝义。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪日，联合资信所评“12兴城债01/PR双流01”尚需偿还债券余额2.80亿元，“12兴城债02/PR双流02”尚需偿还债券余额1.20亿元，跟踪期内，公司已按期足额支付应付债券本息。

上述债券募集资金合计10.00亿元，其中8.50亿元用于项目建设，包括双流新城A区城建基础设施建设（2.50亿元）、新城B区市政基础设施建设（2.50亿元）、安置小区（永福公寓）工程（1.00亿元）以及双中路改造工程（2.50亿元）（以下统称“募投项目”）；其余1.50亿元用于补充公司营运资金。

截至跟踪评级报告出具日，“12兴城债01/PR双流01”、“12兴城债02/PR双流02”募集资金已全部使用完毕，募投项目已经完工。

表 1　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
PR 双流 01/ 12 兴城债 01	7.00	2.80	2012/3/16	7 年
PR 双流 02/ 12 兴城债 02	3.00	1.20	2012/3/16	7 年
合　计	**10.00**	**4.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

根据2010年双流区人民政府同公司签订的《债券募集资金投资项目投资建设与转让收购（BT）协议书》，双流区人民政府将于2011~2018年分期按每年2.00亿元、2.00亿元、2.00亿元、3.00亿元、5.00亿元、6.00亿元、6.00亿元、6.00亿元共计支付32.00亿元工程款。2017年，双流区人民政府首次支付6.70亿元工程款，联合资信将对回款情况保持关注。

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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

表 2　2017 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
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

公司是成都市双流区重要的基础设施建设主体，主要负责双流区基础设施建设业务。双流区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

双流区经济持续增长，固定资产投资增速较快，为公司发展提供了良好的外部环境。

根据《2017 年成都市双流区国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，双流区实现生产总值 743.79 亿元，增长 8.8%，增速较上年回落 0.5 个百分点。其中第一产业增加值 15.24 亿元、第二产业增加值 431.99 亿元、第三产业增加值 296.56 亿元，分别增长 3.7%、8.4%和 9.6%。三次产业结构为 2.0:58.1:39.9，第三产业比重较上年下降 0.5 个百分点。

2017 年，双流区实现固定资产投资 561.46 亿元，增长 10.71%，较上年回落 11.46 个百分点，主要系第三产业投资大幅下降所致。其中工业投资 298.44 亿元，同比增长 53.7%，较上年回落 0.1 个百分点。实现工业增加值 411.24 亿元，增长 8.8%。

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，实际控制人仍为双流区国资办。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员基本保持稳定、员工大幅增长。

截至 2018 年 6 月 20 日底，公司拥有在岗员工 236 人，较 2016 年底增长将近 60 人，主要系为适应公司业务扩大及对外投资而新设立的项目建设中心、战略投资中心人员增长所致。

3. 外部支持

双流区国资办为公司实际控制人，2017 年双流区财政收入保持增长；股东继续给予公司有力支持。

根据 2016 年成都市双流区财政局提供的资料及《关于成都市双流区 2017 年财政预算执行情况和 2018 年财政预算（草案）的报告》，2017 年，双流区全区一般公共预算收入 58.41 亿元，同比增长 58.41%。其中税收收入 48.73 亿元，同比增长 7.95%，非税收入 9.68 亿元，同比增长 23.60%；税收收入占 83.43%，较上年下降 1.79 个百分点。双流区财政收入质量较好。全区一般公共预算支出 84.84 亿元，同比下降 2.77%。2017 年，双流区财政自给率 68.85%，较 2016 年提高 8.14 个百分点。2017 年双流区全区政府性基金预算收入完成 134.11 亿元，主要由国有土地使用权出让金收入构成（125.31 亿元、占 93.43%），同比增长 276.20%；全区政府性基金预算支出 119.55 亿元，同比增长 192.15%。2017 年，双流区地方综合财力 218.98 亿元，同比增长 86.20%。

2017 年底，双流区全区政府债务余额 134.37 亿元，其中一般债务余额 9.39 亿元，专项债务余额 124.99 亿元。2017 年底双流区全区政府债务率（政府债务余额/综合财力）61.36%，政府债务负担一般。

2017 年，公司获得双流区规划局拨款 3.04 亿元；获得双流区政府划入 31 座房产，账面价值 1.03 亿元，合计 4.07 亿元。

2017 年，根据双财投【2017】122 号文件，成都市双流财政局拨付公司财政补贴 0.50 亿元。

2017 年 8 月，根据成都市双流区人民代表大会常务委员会关于批准成都市双流区人民政府《关于将双流兴城公司增资款项纳入中长期财政规划及相应年度财政预算的报告》的决议，同意将公司增资款滚动纳入中期财政规划和相应年度财政预算；2017 年 9 月，根据《成都市双流区人民政府关于同意增加成都双流兴城建设投资有限公司注册资本有关事宜的批复》（双府函【2017】183 号），双流区人大常委会同意双流区国资办以现金方式增加公司注册资本金 30.00 亿元。2018 年 5 月，公司注册资本由 10.81 亿元变更为 40.81 亿元，预计 30.00 亿元增资款将于 2018~2022 年逐年到位。

4. 企业信用记录

跟踪期内，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《企业信用报告（银行版专业版）》，（机构信用代码：G1051012200991040Y），截至 2018 年 6 月 13 日，公司无未结清和已结清的关注类或不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 6 月 13 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面结合公司人员变化有一定调整。

跟踪期内，公司人员有一定幅度的增长，公司在原来的机构设置上做了部分调整，现有的部门包括项目建设中心、技术管理中心及运营控制中心等 10 个部门（详见附件 1），部分管理制度如《费用管理办法》、《项目资金支付

管理试行办法》在征求意见中。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司负责的成都市双流区基础设施建设业务正常开展，受部分已完工项目结转收入影响，公司主营业务收入大幅增长。

2017 年，公司实现营业收入 6.90 亿元。其中主营业务收入 6.79 亿元，其他业务收入主要为双流县黄龙溪景区运营管理收入。公司代建管理费大幅增长，主要系“12 兴城债 01/PR 双流 01”和“12 兴城债 02/PR 双流 02”募投项目按照 BT 合同结算收入 6.70 亿元所致。2017 年，公司实现回款 6.94 亿元。毛利率方面，2017 年公司主营业务毛利大幅下降，主要系 BT 项目结转成本所致。

表 3　2015~2017 年公司主营业务收入变动情况　（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建管理费收入	811.01	69.92	100.00	67662.57	99.65	23.15
工程质量检测收入	105.13	9.06	-20.85	97.13	0.14	17.28
物业管理收入	243.82	21.02	47.87	142.33	0.21	30.81
合　计	**1160.71**	**100.00**	**77.59**	**67902.02**	**100.00**	23.16

注：公司主营业务收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致。
资料来源：公司审计报告

2. 经营分析

跟踪期内，公司受部分已完工项目结算收入影响，代建收入及盈利规模均大幅上升；在建及拟建项目未来剩余投资规模较大，公司存在一定的筹资压力。

按照双流区政府规划，公司承接政府指定公共设施建设项目（政府投资公司代建项目），该类项目分为城市公共设施建设项目和农民拆迁安置房项目两种。

（1）城市公共设施建设项目

根据成都市双流区人民政府关于公司代建管理费等有关问题的批复文件的规定，自 2006 年 1 月 1 日起，公司承担的区政府投资项目，按经审计确定投资总额（不包括利息支出）的一定比例（2%~5%）提取代建管理费。工程项目未决算前，在年度末按实际投资额计提代建管理费，作为主营业务收入。

2017 年，公司陆续承建了大件路双流段大修工程、三支渠双流西站段分洪改造工程、西航港专职消防队迁建工程、110KV 龙桥变电站进出站道路及电力浅沟建设工程等项目，完成投资 3.28 亿元，实现代建管理费收入 662.57 万元；2017 年公司委托代建项目未回款。

此外，2017 年，“12 兴城债 01/PR 双流 01”、“12 兴城债 02/PR 双流 02”的募投项目双流新城 A 区城建基础设施建设项目、新城 B 区市政基础设施建设工程、安置小区（永福公寓）工程及双中路改造工程首次按照 BT 协议同双流区政府结算，确认收入 6.70 亿元，回款 6.70 亿元；预计 2018~2020 年将分别确认收入 6.88 亿元、6.93 亿元和 7.15 亿元，除此之外，公司无其他 BT 项目。

截至 2017 年底，公司主要在建的项目 7 个，除了双流区 2 个批次土地储备购买服务项目系对政府拆迁垫付土地款外，其他项目全部采用委托代建的模式，项目总投资 60.23 亿元，已完成投资 23.89 亿元，剩余大部分投资将在 2018 年完成。

表 4　截至 2017 年底公司主要在建城市公共设施建设项目情况（单位：亿元）

	项目名称	业务模式	建设期间	总投资额	已投资额	2018 年拟投资额
1	现代五项赛事中心一期及基础设施项目	委托代建	2017.1-2020.12	7.50	5.83	0.67

	项目名称	业务模式	建设期间	总投资额	已投资额	2018 年拟投资额
2	双流区金桥片区城中改造项目	政府购买服务	2018.1-2018.12	13.00	5.61	7.39
3	双流区彭镇片区城中改造项目	政府购买服务	2018.1-2018.12	12.00	4.77	7.23
4	双流区黄水片区城中改造项目	政府购买服务	2018.1-2018.12	18.00	2.40	15.60
5	双流区 2 个批次土地储备购买服务项目	政府购买服务	2017.11-2018.3	4.02	2.01	2.01
6	市民之家工程项目	委托代建	2016.1-2020.12	4.00	2.00	0.80
7	大件路双流段大修工程	委托代建	2017.3-2018.9	1.70	1.26	0.44
合 计		--	--	**60.23**	**23.89**	**34.13**

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司主要拟建项目共计 3 个，预计总投资 19.81 亿元；其中金湾小区 2 期及配套道路项目为委托代建模式，香榭林居 2 期及尚善居 A 系代建安置房项目，前期资金由公司代垫，后期政府根据项目进度及公司申请拨付回款。未来公司拟建项目尚需投资额较大，公司存在一定的对外融资需求。

表 5　截至 2017 年底公司主要拟建项目情况 （单位：亿元）

序号	项目	拟投资金额	建设周期	未来三年投资计划		
				2018 年	2019 年	2020 年
1	金湾小区 2 期及配套道路	2.71	2018.03-2019.12	1.09	1.09	0.54
2	香榭林居 2 期	10.80	2018.03-2019.12	4.32	4.32	2.16
3	尚善居 A	6.30	2018.09-2020.11	2.52	2.52	1.26
合计		**19.81**	**19.81**	**7.93**	**7.93**	**7.93**

资料来源：公司提供

（2）农民拆迁安置房项目

2017年，公司的业务重点集中于保障房建设板块。

具体操作模式为，公司作为次级有限合伙人，通过成立成都双流盈丰安置房投资中心（有限合伙）（以下简称“投资中心”）募集资金，五矿国际信托有限公司为优先级有限合伙人、四川发展股权投资基金管理有限公司为中间级有限合伙人、四川盈耀发展资产管理有限公司为普通合伙人；募集资金投入项目公司成都天府新区三怡新农村投资有限公司（以下简称“三怡公司”），三怡公司承接成都市双流区境内各乡镇的农民拆迁安置房项目，成都市双流区政府同意执行回购；公司做为次级合伙人，在完成向优先级有限合伙人、中间级有限合伙人分配投资本金和收益后，向公司分配资本金以及按照15%的年化收益率计算投资回报，如完成分配后仍有剩余收益，由普通合伙人和次级有限合伙人共同商议分配方案。三怡公司未纳入公司合并报表核算。

截至2017年底，投资中心募集资金合计54.01亿元，实际到位49.99亿元，公司实缴出资14.00亿元，投资中心通过三怡公司投资安置房项目支出合计62.45亿元（投资中心项目投资支出大于募集资金总额主要系投资中心将获得的投资收益重新投入三怡公司）。

2017年三怡公司安置房项目支出16.02亿元，截至2017年底，三怡公司安置房项目基本已经全部完工，主要包括星空花园、金湾美湖二期、秦皇苑三期一期、鸿川小区等项目，总投资额达到99.99亿元，截至2017年底已完成90.78亿元，该部分工程未纳入公司合并报表

核算；三怡公司收到回款9.81亿元，向投资中心分配收益1.40亿元，公司作为次级有限合伙人尚未获得投资收益。预计未来，政府回购资金落实后将为公司带来一定的投资收益，联合资信将关注投资中心收益情况。

（3）其他业务

公司对移交的安置房项目提供部分物业管理服务，由子公司双流兴城物业管理有限责任公司负责。2017年公司物业管理收入142.33万元，同比下降41.62%，主要系物业费收取基数较小，每年住户实际缴纳物业费有所变动所致；同期毛利率30.81%，较上年下降17.06个百分点，主要系收入下降幅度高于成本下降幅度所致。

另外，子公司双流县建设工程质量检测有限公司（以下简称“双流建工检测”）对工程项目的各项指标进行检测服务。2017年，公司实现工程质量检测收入97.13万元，同比下降7.62%，主要系部分业务因未取得相应发票，从而未确认收入所致；同期毛利率17.28%，较上年提升38.13个百分点，主要系双流建工检测规范管理、严控成本、节约开支、降低各项成本所致。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2017 年，公司合并范围子公司无变化。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；资产中其他应收款和其他非流动资产占比较大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 232.98 亿元，同比增长 14.34%，主要系其他流动资产和持有至到期投资增长所致。资产结构同 2016 年变化不大。

表 6 公司主要资产构成（单位：亿元、%）

	2016 年		2017 年	
项目	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.99	5.39	13.53	5.81
其他应收款	43.58	21.39	34.88	14.97
存货	16.73	8.21	16.53	7.09
其他流动资产	--	--	18.18	7.80
流动资产	**71.33**	**35.01**	**83.15**	**35.69**
持有至到期投资	11.46	5.63	20.75	8.91
其他非流动资产	119.52	58.66	124.15	53.29
非流动资产	**132.43**	**64.99**	**149.83**	**64.31**
资产总额	**203.76**	**100.00**	**232.98**	**100.00**

资料来源：公司财务报告

2017 年底，公司流动资产 83.15 亿元，主要由货币资金、其他应收款、存货及其他流动资产构成。公司货币资金 13.53 亿元，较上年底增加 2.54 亿元，主要系公司 2017 年取得借款所致，货币资金中 3.1 亿元因质押受限；受往来款大幅下降影响，公司其他应收款同比下降 19.94%至 34.88 亿元，共计提坏账准备 255.59 万元，公司其他应收款前五名合计占 78.46%，全部为应收政府部门及双流区国有企业往来款；公司存货 16.53 亿元，同比下降 1.20%，存货构成较上年底变化不大，其中土地整治成本 14.38 亿元；新增其他流动资产 18.18 亿元，主要由公司委托银行对深交所上市公司炼石有色（股票代码“000697”）委托贷款 18.00 亿元构成。

2017 年底，公司非流动资产 149.83 亿元，同比增长 13.14%，主要由持有至到期投资和其他非流动资产构成，非流动资产构成较上年底变化不大。公司持有至到期投资 20.75 亿元，同比增长 81.00%，主要系公司对外股权投资增长（详见现金流分析部分）所致；公司其他非流动资产 124.15 亿元，同比增长 3.88%，主要系土地使用权增长所致，公司其他非流动资产主要由代管资产 79.83 亿元及投资其他单位建设项目 26.89 亿元，代管资产为非经营性资产，不产生经济效益，包括“12 兴城债 01/PR 双流 01”和“12 兴城债 02/PR 双流 02”的募投项目未结算部分，预计该部分项目将于 2018~2020 年逐年按照 BT 协议回购，回购金

额 20.96 亿元，将为公司带来稳定的收益及现金流；投资其他单位建设项目主要包括县图书馆、县建设局等项目，其投资资金中大部分由政府拨付并计入“资本公积”（根据双委办【2008】129 号文件，公司收到的政府投资性拨款作增加资本公积处理，待投资项目完成后，属于应划转或核销的部分经批准冲减“资本公积”），2017 年底，其他非流动资产中共有账面价值合计 5.98 亿元土地使用权因抵押借款受限，受限比例 4.82%。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定。公司有息债务规模小幅增长，未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底，公司所有者权益规模与结构保持稳定。公司所有者权益 132.09 亿元，较 2016 年底增长 4.56%，主要由资本公积增长带动。公司所有者权益以实收资本和资本公积为主。其中实收资本全部为货币出资，资本公积主要由代建项目收到的政府投资性拨款、划拨地、房产及其他固定资产（如车辆）构成。

2017 年底，公司负债总额 100.89 亿元，同比增长 30.29%，主要系其他应付款及长期应付款大幅增长所致。

表 7 公司主要负债及所有者权益构成

（单位：亿元、%）

	2016 年		2017 年	
项目	金额	占比	金额	占比
其他应付款	29.29	37.83	49.34	48.91
一年内到期的非流动负债	4.50	5.81	9.62	9.53
流动负债	**37.67**	**48.65**	**62.97**	**62.41**
长期借款	28.27	36.51	21.29	21.10
应付债券	10.41	13.44	4.60	4.56
长期应付款	0.00	0.00	10.78	10.69
非流动负债	**39.76**	**51.35**	**37.92**	**37.59**
负债总额	**77.43**	**100.00**	**100.89**	**100.00**
实收资本	10.81	8.55	10.81	8.18
资本公积	105.80	83.75	109.87	83.17
所有者权益	**126.33**	**100.00**	**132.09**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司流动负债 62.97 亿元，同比增长 67.15%。公司其他应付款 49.34 亿元，同比增长 68.44%，主要系往来款大幅增长所致；一年内到期的非流动负债 9.62 亿元，同比增长 113.70%，主要系一年内到期应付债券及融资租赁及信托借款增长所致。2017 年底，公司非流动负债 37.92 亿元，同比下降 4.63%。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券及应付融资租赁款（体现在长期应付款中）构成。

2017 年底，若将长期应付款中的融资租赁款调入长期债务，公司调整后全部债务 46.29 亿元（其中调整后长期债务占 79.22%），同比增长 7.21%。2017 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率略有上升，分别为 43.30%、25.95%；调整后长期债务资本化率略降至 21.73%。公司债务负担适中。

3. 盈利能力

跟踪期内，受部分完工 BT 项目确认收入影响，公司营业收入大幅增长；公司盈利能力仍然弱。

2017 年，公司实现营业收入 6.90 亿元，同比增长 46.63 倍，主要系“12 兴城债 01/PR 双流 01”和“12 兴城债 02/PR 双流 02”募投项目按 BT 模式确认收入所致；同期，公司营业成本同步增长。

公司期间费用全部由管理费用构成，主要系公司全部将利息支出资本化；2017 年期间费用 0.22 亿元，同比增长 47.78%，主要系工资支出因业务扩展及整合其他平台公司致使人员增长所致。2017 年，公司期间费用率 3.14%，较 2016 年下降 90.67 个百分点。

2017 年，公司营业外收入 0.51 亿元，绝大部分为政府补助，是公司利润的重要补充，公司利润总额 1.91 亿元。

从盈利指标看，2017 年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 0.95%和 1.29%，较上年上升 0.95 和 1.28 个百分点。

4. 现金流分析

跟踪期内，受往来款流出大幅减少影响，公司经营活动产生的现金由净流出转为净流入；公司对外投资规模扩大明显。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2017年，公司经营活动现金流入37.73亿元，同比增长1.30%；同期，由于往来款支出大幅下降，经营活动现金流出较上年大幅减少。2017年公司经营活动现金现金流量净额30.05亿元。公司现金收入比上升16.68个百分点至100.57%，收入实现质量有所提升。

2017年，公司投资活动现金流入0.07亿元，同比下降10.91%；投资活动现金流出32.10亿元，其中投资支付的现金12.78亿元，主要由对天府（四川）信用增进股份有限公司投资3.00亿元、成都双流兴融光电显示产业股权投资中心(有限合伙)出资6.22亿元及受让投资中心中间级合伙份额及收益支出2.06亿元构成，支付其他与投资活动有关的现金18.00亿元，由委托借款构成，公司投资活动现金流量净额-32.03亿元。

2017年，公司筹资力度略有减小。公司通过银行借款获得筹资活动现金流入13.12亿元，存单解压和财政拨款流入4.63亿元；公司筹资活动现金流出主要是偿还当年借款本息，此外支付其他与筹资活动有关的现金3.10亿元，系公司存单质押支出。公司筹资活动现金流量净额3.82亿元。

5. 偿债能力

公司短期债务支付能力一般；跟踪期内，公司有息债务规模基本保持稳定，随着公司BT项目逐步结算，公司长期偿债能力有所上升，同时考虑股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

2017年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为132.05%和105.80%。2017年，公司经营现金流动负债比由-1.21%上升至47.72%，主要系往来款净流入大幅增长所致，未来可持续性差。2017年底，剔除受限资金后的现金类资产10.43亿元，为短期债务的1.08倍，公司短期偿债能力一般。

2017年，公司EBITDA1.98亿元；由于公司同期利润总额大幅增长，调整后全部债务/EBITDA大幅下降至23.38倍。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信总额 91.37 亿元，未使用额度 26.10 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2018 年 5 月底，公司对外担保余额 85.41 亿元，较 2016 年底增加 5.20 亿元；担保比率为 64.66%，较 2016 年底上升 1.17 个百分点。被担保企业主要为双流区政府下属国有企业及公司关联方（详见下表），截至报告出具日，被担保公司经营正常。考虑到公司对外担保规模大，公司有一定或有负债风险。

表 8　截至 2018 年 5 月底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保金额	有效担保余额	担保形式	主营业务	主营业务区域范围	同公司关系
成都市双流区交通建设投资有限公司	84.60	45.80	保证担保	交通设施建设及城市建设项目开发	双流区	非关联方
成都双流水务建设投资有限公司	15.71	12.96	保证担保	水务基础设施项目建设	双流区	非关联方
成都市双流区现代服务业发展投资有限公司	3.01	2.45	保证、抵押担保	建安工程、传媒广告	双流区	非关联方
双流兴怡建设投资有限公司	41.00	24.20	保证担保	投融资管理	双流区	联营企业
合计	**144.32**	**85.41**	--	--	--	--

资料来源：公司提供、Wind

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额4.00亿元，均于2019年3月到期；存续债券的短期偿债及集中对付压力较小。

2017年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为37.73亿元和1.98亿元，分别为存续债券余额的9.43倍和0.50倍；2017年底，公司剔除受限资金后的现金类资产10.43亿元，为存续债券余额的2.61倍。

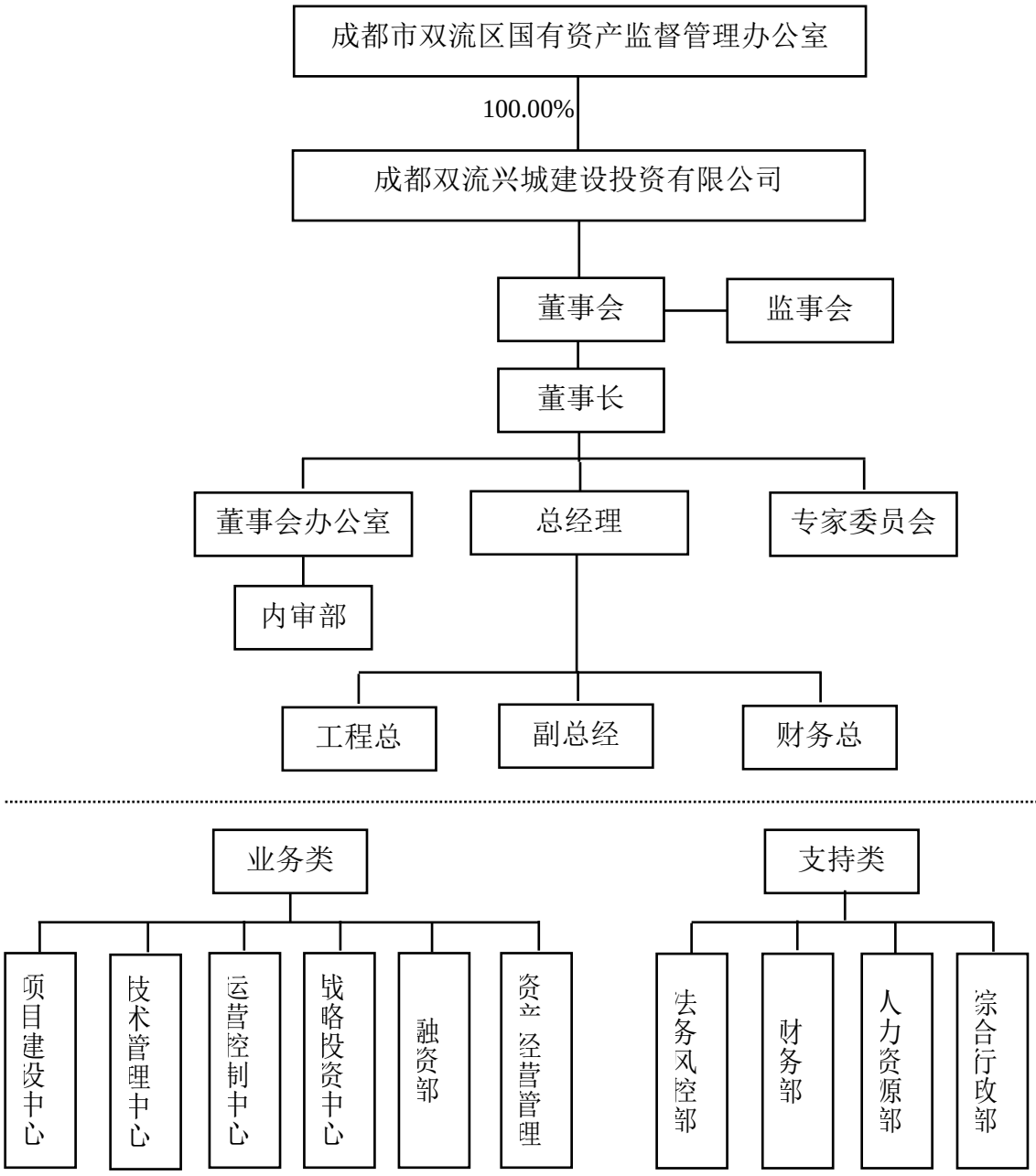
此外，“12兴城债01/PR双流01”由重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信于2018年5月28日出具的三峡担保主体评级报告，三峡担保主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，增强了“12兴城债01/PR双流01”本息偿还的安全性。

“12兴城债02/PR双流02”由北京首创融资担保有限公司（以下简称“首创担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信于2018年5月25日对首创担保的主动评级，首创担保主体长期信用等级为AA^{+}_{pi}，担保实力很强，增强了“12兴城债02/PR双流02”本息偿还的安全性。

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“12兴城债01/PR双流01的信用等级为AAA，将“12兴城债02/PR双流02”的信用等级由AA上调为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.25	10.99	13.53
资产总额(亿元)	172.47	203.76	232.98
所有者权益(亿元)	123.47	126.33	132.09
短期债务(亿元)	3.40	4.50	9.62
长期债务(亿元)	27.18	38.68	25.89
全部债务(亿元)	30.58	43.18	35.51
调整后全部债务(亿元)	30.58	43.18	46.29
营业收入(亿元)	0.21	0.14	6.90
利润总额(亿元)	0.25	0.02	1.91
EBITDA(亿元)	0.27	0.04	1.98
经营性净现金流(亿元)	-9.77	-0.46	30.05
财务指标			
销售债权周转次数(次)	403.75	154.24	1120.90
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.32
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.03
现金收入比(%)	31.00	83.90	100.57
营业利润率(%)	73.27	65.71	22.95
调整后总资本收益率(%)	0.13	0.00	0.95
净资产收益率(%)	0.16	0.01	1.29
长期债务资本化比率(%)	18.04	23.44	16.39
调整后长期债务资本化比率(%)	18.04	23.44	21.73
全部债务资本化比率(%)	19.85	25.47	21.19
调整后全部债务资本化比率(%)	19.85	25.47	25.95
资产负债率(%)	28.41	38.00	43.30
流动比率(%)	215.16	189.35	132.05
速动比率(%)	149.22	144.95	105.80
经营现金流动负债比(%)	-46.73	-1.21	47.72
全部债务/EBITDA(倍)	113.85	967.29	17.93
调整后全部债务/EBITDA(倍)	113.85	967.29	23.38

注：调整后全部债务=短期债务+长期债务+长期应付款中有息债务。

附件 3　重庆三峡担保集团股份有限公司
主体长期信用评级报告

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%
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-营业税金及附加）/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	
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%

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

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　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

附件 5-3　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。