

跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 946 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持成都兴城投资集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，维持“13蓉兴债/PR蓉兴城”和“16兴城投资MTN001”AAA的信用等级。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

成都兴城投资集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
13 蓉兴债/PR 蓉兴城	12 亿元	2013/01/28	7 年	AAA	AAA
16 兴城投资 MTN001	20 亿元	2016/10/27	5 年	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	109.15	125.59	131.17	110.66
资产总额(亿元)	619.71	666.09	704.14	692.13
所有者权益(亿元)	172.75	180.85	221.57	222.47
短期债务(亿元)	54.23	70.59	91.56	76.24
长期债务(亿元)	220.51	246.50	201.03	215.78
全部债务(亿元)	274.74	317.09	292.59	292.02
调整后全部债务(亿元)	274.74	317.09	316.77	316.19
营业收入(亿元)	33.49	24.21	33.48	7.09
利润总额(亿元)	11.22	7.78	8.34	1.44
EBITDA(亿元)	12.49	9.09	12.89	--
经营性净现金流(亿元)	-1.95	-13.40	-22.74	-18.62
营业利润率(%)	37.97	38.89	36.22	31.00
净资产收益率(%)	4.49	3.21	2.79	--
资产负债率(%)	72.12	72.85	68.53	67.86
全部债务资本化比率(%)	61.40	63.68	56.91	56.76
调整后全部债务资本化比率(%)	61.40	63.68	58.84	58.70
流动比率(%)	165.90	175.75	149.93	167.57
经营现金流流动负债比(%)	-1.51	-9.52	-12.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.99	34.90	22.70	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	21.99	34.90	24.58	--

注: 1、调整后全部债务=全部债务+长期应付款有息部分;
2、公司 2017 年一季度财务数据未经审计。

分析师

常楚笛 翟歆娇

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

成都兴城投资集团有限公司(以下简称“公司”)是成都市东部、南部新区起步区基础设施建设的重要主体,承担着东部、南部新区的基础设施建设投资及运营管理工作。跟踪期内,成都市地方经济平稳发展,财政收入快速增长;政府持续在土地成本返还、城建资金拨款等方面给予公司大力支持;公司资产规模进一步增长,资本实力增强。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司在建项目建设周期长、投资额度大,土地出让收益及房地产销售收入易受土地出让行情及房地产市场波动等因素影响。

未来,随着东部起步区开发进度的快速推进和南部新区起步区的收尾完工,公司土地一级开发收益与投融资规模将逐步实现动态平衡,公司外部融资压力有望缓解,偿债能力相应增强。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,并维持“13 蓉兴债/13 蓉兴城”和“16 兴城投资 MTN001”信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内,成都市经济实力平稳发展,财政实力快速增强,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内,公司在土地成本返还、城建资金拨款等方面持续得到成都市政府的大力支持。
3. 跟踪期内,公司资产规模进一步增长,资本实力增强。

关注

1. 公司土地开发业务和房地产业务易受宏观

经济及行业政策变动影响。

2. 公司在建项目建设周期长，投资额度大，对财政资金拨付和外部融资需求强。
3. 公司经营性净现金流持续表现为净流出，且规模较大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由成都兴城投资集团有限公司（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券项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内相应信用等级有可能发生变化。

成都兴城投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于成都兴城投资集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，成都兴城投资集团有限公司（以下简称“公司”）股东及实际控制人未发生变化，仍为成都市国有资产监督管理委员会（以下简称“成都市国资委”）。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 55.25 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至 2017 年 3 月底，公司合并范围内共 8 家子公司，其中，成都兴城资本管理有限责任公司（以下简称“兴城资本”）和成都中心建设有限责任公司（以下简称“成都中心建设”）为 2016 年新增纳入合并范围（具体详见附件 1-2）。公司集团本部下办公室、财务部、审计

部、投资发展部、土地事务部、资产管理部 10 个职能部门。截至 2017 年 3 月底，公司员工总数 986 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 704.14 亿元，所有者权益合计 221.57 亿元，2016 年公司实现营业收入 33.48 亿元，利润总额为 8.34 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 692.13 亿元，所有者权益合计 222.47 亿元，2017 年 1~3 月公司实现营业收入 7.09 亿元，利润总额为 1.44 亿元。

公司注册地址：成都市高新区濯锦东路 99 号；法定代表人：任志能。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2017 年 3 月底，公司已发行并存续债券共两只，债券余额合计 32.00 亿元（详见表 1）。跟踪期内，公司均已按期足额支付存续债券利息，并于 2017 年 1 月 28 日偿还“13 蓉兴债/PR 蓉兴城”分期本金 4.00 亿元。

表1 截至2017年3月底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
13 蓉兴债/PR 蓉兴城	20.00	2013/01/28	7 年	12.00	固定利率，每年付息一次，本金在存续期第三年末至第七年，分别偿还 20%
16 兴城投资 MTN001	20.00	2016/10/27	5 年	20.00	固定利率，每年付息一次，到期一次还本
合计	40.00	--	--	32.00	--

资料来源：联合资信整理

截至 2017 年 3 月底，公司存续债券“13 蓉兴债/PR 蓉兴城”募集资金已全部用于沙河堡成都新客站片区基础设施项目建设，募投项目已基本完工；存续债券“16 兴城投资 MTN001”募集资金 18.57 亿元用于归还银行贷款，1.43 亿元用于支付子公司项目建设款，已

全部使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了

缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016

年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进

程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年,我国货币政策将保持稳健中性,财政政策将更加积极有效,促进经济增长预期目标的实现。具体来看,固定资产投资增速将有所放缓,其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段,制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加,但房地产调控将使房地产投资增速有所回落,拉低我国固定资产投资增速水平;消费将保持稳定增长,随着居民收入水平的不断提高,服务性消费需求将不断释放,从而进一步提升消费对经济的支撑作用;进出口或将有所改善,主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看,2017 年,我国将继续推进供给侧结构性改革,促进新旧动能的转换,在着力稳增长的同时注重风险防范,全年 GDP 增速或有所下降,但预计仍将保持在 6.5%以上,通胀水平将略有回升,就业情况基本稳定。

五、行业及区域环境

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。近些年,全国各地城市建设资金来源和渠道日益丰

富,城市基础设施建设规模不断扩大,建设水平迅速提高,城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者,但在可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的情况下,地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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。

2. 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来,国家为推动城市基础设施建设领域的改革,出台了一系列相关政策,主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位,支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009 年,在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后,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。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为,要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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,以下简称“《351 号文》”)对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下,全国地方政府性债务得以明确,随着政府债务的置换,城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。

2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，

《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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

信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 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。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济概况

成都市位于四川省中部，四川盆地西部，

是四川省省会城市，幅员面积 12390 平方公里，管辖 9 个区、6 个县，代管 4 个县级市，与德阳、资阳、眉山、雅安等地市接壤。成都资源物产丰富，气候温和，自古享有“天府之国”美誉。成都被选为 2013 年全球财富论坛的主办城市。

2016 年成都市经济实现快速发展，全年实现地区生产总值（GDP）12170.2 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%，增速比全国平均水平高 1 个百分点，与全省持平。分产业看，第一产业实现增加值 474.9 亿元，同比增长 4.0%；第二产业实现增加值 5232.0 亿元，同比增长 6.7%；第三产业实现增加值 6463.3 亿元，同比增长 9.0%，三次产业结构为 3.9:43.0:53.1。

从工业生产来看，2016 年规模以上工业增加值同比增长 7.4%，增速比上年加快 0.1 个百分点。成都市全年完成固定资产投资 8370.5 亿元，同比增长 14.3%，增速比上年提高 8.5 个百分点，投资总量位居全国副省级城市第一。消费方面，2016 年全市实现社会消费品零售总额 5647.4 亿元，同比增长 10.4%，增速比上年回落 0.3 个百分点。

从城乡居民收入上看，2016 年，成都城镇居民人均可支配收入 35902 元，同比增长 8.1%；农村居民人均可支配收入 18605 元，同比增长 9.4%。城乡居民收入差距进一步缩小。

5、财政实力

成都市经济保持平稳增长，其财政实力也不断增强。2016 年，成都市全口径一般公共预算收入为 1175 亿元，比上年同期增长 7%。全年一般公共预算支出 1549 亿元，同比增长 6.2%。2016 年，全市政府性基金收入完成 790.6 亿元，同比下降 2.9%，全市政府性基金支出完成 881.2 亿元，同比增长 13.5%；全市国有资本经营收入完成 6.82 亿元，社会保险基金收入完

成 378.7 亿元。

总体来看，跟踪期内，成都市经济、财政收入快速增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化，成都市国资委仍是公司的唯一股东及实际控制人。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均 55.25 亿元。

2. 企业规模

公司是成都市市属国有企业，承担着以成都南部及东部新区为主的土地整理开发、重大项目建设、房地产开发、国有资产经营与管理等职能，下辖 8 家全资和控股子公司及 2 家参股子公司。自公司成立以来，公司业务规模不断扩展，跟踪期内，进一步承接成都市重大及地标建筑的建设任务，为成都市发展经济、提高人民生活水平发挥了重要作用。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化。

截至 2017 年 3 月底，公司在职员工 986 人，其中本科及以上学历员工占 47.6%，专科学历占 20.7%，高中及以下占 31.7%；从员工年龄结构来看，50 岁以上 128 人，占比 13%，30 岁至 50 岁 640 人，占比 65%，30 岁以下 218 人，占 22%。

跟踪期内，公司员工队伍整体文化素质较高，年龄结构合理。

4. 政府支持

公司作为成都市东部、南部新区起步区基础设施投资建设重要主体，跟踪期内，成都市人民政府继续通过城建资金拨款等方式给予公司支持。

城建资金拨款

公司负责东部、南部新区起步区和沙河堡新客站项目区域范围的土地一级开发工作。根据《成都市人民政府办公厅关于成立成都市兴城投资有限公司的通知》（成办发【2008】号文件），公司一般开发模式为指定区域的土地收益（含出让金）和报建规费缴入市财政后，全额安排给公司封闭使用，优先保障其土地整理和配套设施建设资金需求；同时，政府会对公司进行指定区域内的土地收益进行专项拨款返还，或将公司进行指定区域外代建项目的建设资金以城建资金拨款形式均计入“专项应付款”科目及“收到其他与经营活动有关的现金”中。2016年，公司获得土地出让收入返还0.76亿元、收到城建资金拨款2.00亿元。2017年1~3月，公司暂未获得土地出让收入及城建资金拨款。

表2 2003年~2017年1~3月公司收到城建资金拨款

年度	城建资金拨款（亿元）
2003~2008	151.75
2009	17.59
2010	32.04
2011	46.68
2012	17.08
2013	18.70
2014	19.20
2015	5.80
2016	2.00
2017年1~3月	--
合计	310.84

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，公司在城建资金拨款及土地出让金收入方面有所减少，未来此项

财政资金支持力度容易受成都市土地出让进度及财力水平影响。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用报告（机构信用代码：G1051010102702708830D），截至2017年6月14日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度、高管人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是集土地整理开发、重大项目建设、房地产开发、国有资产经营与管理等功能于一体的综合性城市建设运营主体。

2016年，公司实现营业收入33.48亿元，同比增长27.69%，收入主要来源于房地产销售、物业管理、资产租赁及资产管理费收入。增长系占比较大的房地产销售收入增长所致，金额为24.11亿元。资产租赁收入小幅增长至3.10亿元。资产管理费及其他收入较稳定，金额为2.05亿元。物业管理费收入有所下降，系润锦城公司少部分物业租赁收入调整至资产租赁核算，计入金额为0.45亿元，同时因重大代建项目投资金额有所减少，2016年确认代建项目管理费收入减至955.64万元。

从毛利率来看，2016年，公司综合毛利率为47.98%，同比下降1.93个百分点，其中房地产销售业务毛利率有所下降，为35.96%，系结转项目锦城世家前期拿地成本较高所致；代建项目管理费及资产管理费业务机资产租赁业务毛利率同时保持在较高水平。跟踪期内，物业管理板块毛利率波动较大，降至-10.19%，因子

公司润锦城物业公司对集团内部公司间提供物业服务，合并报表抵减了物业服务收入，并接受成本费用所致。

2017年1~3月，公司实现营业收入7.09亿元，主要为房地产销售结转收入5.81亿元、资产租赁、物业管理及资产管理费等按进度收取，金额较小，分别为0.67亿元、0.10亿元和0.48亿元，另投融资管理费、资本金利息等及代建

项目管理费收入多为年底确认，2017年1~3月实现金额较少。

2017年1~3月，公司综合毛利率32.74%，毛利率下降系占比较大的房地产业务受土地及建设成本影响毛利率下降所致。物业管理业务毛利率为负系内部收入抵消所致，代建项目管理费毛利率为负的原因主要为收入及大多于年底结转，但实时确认成本，故毛利率均为负。

表3 2015~2017年1~3月公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015年			2016年			2017年1~3月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产销售	182160.25	75.23	41.86	241145.49	72.02	35.96	58110.43	82.00	27.71
资产租赁	27327.07	11.29	59.86	31043.21	9.27	57.54	6735.40	9.50	47.82
物业管理	6870.63	2.84	38.86	4543.72	1.36	-10.19	1006.41	1.42	-70.76
投融资管理费	901.69	0.37	100.00	--	--	--	32.11	0.05	100.00
资本金利息	1583.32	0.65	100.00	36608.93	10.93	100.00	74.71	0.11	100.00
代建项目管理费	2969.70	1.23	93.08	955.64	0.29	97.05	80.13	0.11	-326.22
资产管理费及其他	20323.76	8.39	99.99	20515.35	6.13	92.58	4827.54	6.81	98.22
合 计	242136.42	100.00	49.91	334812.34	100.00	47.98	70866.73	100.00	32.74

资料来源：公司提供

2. 经营分析

基础设施建设业务

公司承担了成都市东部、南部新区起步区的基础设施建设及重大市政项目建设。该业务主要由下属子公司成都兴城建设管理有限公司负责，公司未将土地整理开发和项目代建收入计入主营业务收入。

（1）土地整理开发业务

成都市东部和南部新区起步区的土地整理开发业务是公司成立至今的主要业务。项目建设采用政府主导，企业运作的开发模式，开发资金是财政拨付项目资本金及企业通过先期银行融资解决，后续资金主要通过东部和南部新区起步区片区土地一级开发收益（含出让金）和报建规费缴入市财政后，市财政扣除25%提留额，剩余部分全额返还公司来平衡整体土地滚动开发资金投入。

会计处理上，根据成都市财政局（2008）43号《成都市国有企业土地整治类业务会计处理指引（试行）》文件规定，将土地一级开发类业务的前期建设投入资金在“在建工程”科目中核算，在整治土地分批交付，收到财政拨付土地整治成本及收益返还后，计入“专项应付款”中核算。每年末，按照“在建工程”与“专项应付款”金额孰低原则进行成本预核销，最终待整体片区项目建设完成竣工决算后，剩余收益部分预计经财政审批核准后计入“资本公积”科目。

2016年，受土地出让市场回暖，公司土地出让规模大幅增加，东部及南部新区共计出让土地174.53亩，全部为招拍挂出让土地面积，同时，随着片区成熟度的提高，土地出让价格进一步攀升，土地出让总价为22.73亿元。2016年收到计入“专项应付款”的土地成本返还0.76亿元，同时计入“收到其他与经营活动有关的

现金”，为收取上一年出让土地款。2017 年 1~3 月，尚未出让土地或获得土地出让款返还。

表4 2013~2017年1~3月片区土地出让情况
(单位: 亩、万元)

年度	位置	面积	性质	总价
2013 年	南部新区	139.00	招拍挂	180162.00
	东部新区	521.00	其他方式	216062.00
2014 年	东部新区	453.00	招拍挂	354702.70
	东部新区	208.00	其他方式	52000.00
	南部新区	9.88		690.00
2015 年	南部新区	8.62	招拍挂	13968.00
2016 年	东部新区	131.95	招拍挂	227289.00
	南部新区	42.58		
合计	--	1514.03	--	1044873.77

注：其他方式包括协议出让和划拨等方式。

资料来源：公司提供

成都市南部新区起步区项目总投资额 135.00 亿元，规划范围北起火车南站、南至外环路、西至成昆铁路、东到府河，规划面积 16.30 平方公里，建设期为 10 年（2003~2013）。截至 2017 年 3 月底，南部新区已投资 200.00 亿元，土地拆迁整理、基础设施建设已基本完成，仅剩余部分配套公建设施（片区整体已完工，仅剩余部分公建配套工程，因此不再调整投资批复文件，投资额略有超概）；已供地 8907 亩，预计未来此片区还可提供净地 92.42 亩，假设以可出让价格 1000 万元/亩估算，预计土地出让收入约 9.24 亿元，可较好实现土地整理资金平衡。2003~2016 年底公司已收回土地成本返还款 203.94 亿元。

成都市东部新区起步区项目总投资额 495.00 亿元，项目建设内容为东部新区起步区内拆迁安置工程、土地一级开发整理和基础设

施建设、配套公共设施建设和配套公共服务设施建设、文化创意产能工业建设等。根据 2010 年，成都市委、市政府正式提出《成都市产业功能区规划》，东部新区为“东部新城文化创意产业综合功能区”，要求对三圣洪河片区（面积 9.30 平方公里）、沙河堡新客站片区（面积 5.80 平方公里）、十陵片区（面积 9.90 平方公里）、大面片区（面积 6.80 平方公里）等在内的 41.00 平方公里功能区进行改造建设，其中公司主要负责主要的 31.80 平方公里的项目区域。此项目建设期为 18 年（2003~2020）。

目前，东部新区中三圣洪河片区、沙河堡新客站片区已完成部分土地拆迁整理和基础设施建设，十陵、大面片区项目建设已完成老成渝路改造项目及拆迁前期准备工作，需要适时启动拆迁。截至 2017 年 3 月底已投资 352.00 亿元，已供地 7627.66 亩。因每年有新的土地整体指标下达，可供出让净地有所增加。预计 2016~2020 年，东部新区起步区（不包含沙河堡新客站片区）还可提供净地 6379 余亩，假设以可出让价格 750 万元/亩估算，预计土地出让收入约 478 亿元。

（2）重大项目建设业务

公司多次承接政府重大急难项目，对于重大市政项目，主要采用代建模式，项目建设资金全部由政府出资，根据签订的代建协议（代建关系以政府部门会议纪要形式确定），委托方按照项目进度安排建设资金，公司仅负责建设，并收取一定比例代建项目管理费。会计处理上，公司在项目建设期间将建设资金支出计入在建工程科目，收到的政府出资计入专项应付款科目，工程完工后进行决算，同时冲减在建工程和专项应付款科目。

表5 截至2017年3月底，公司主要已完成及在建重大市政项目情况（单位：万元、%）

项目名称	总投资	2016 年底已投资	截至 2017 年 3 月底已投资	建设周期	工程完工进度
西二环改造工程项目	1017000	759216	759216	2012-2013	竣工结算
成都市中级人民法院	65398	59840	59840	2007-2009	竣工结算

国家档案馆	39202	28628	28628	2012-2015	竣工结算
海棠佳苑住保项目	75000	72832	72832	2012-2015	竣工结算
银木佳苑住保项目	82000	79885	79885	2012-2015	竣工结算
锦和康城住保项目	202824	110689	113619	2014-2016	56.02%
成都市公安局（“战训合一”训练基地含特警支队营房）项目	59752	23667	26271	2015-2016	43.97%
合计	1541176	1134757	1140291	--	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司主要在建重大市政项目主要为锦和康城住保项目，及新增成都市公安局（“战训合一”训练基地含特警支队营房）项目。近年公司承建的国家档案馆已竣工决算，三个住保项目由成都市住保中心提供资金，海棠苑和银木佳苑也已竣工决算，锦和康城为主要投资项目，已完工 56.02%。成都市公安局“战训合一”训练基地含特警支队营房项目自 2015 年开工已建成约 43.97%。

2016~2017 年 1~3 月，公司代建项目管理费分别为 0.30 亿元和 0.10 亿元，随着公司承接重大市政项目投入的减少，代建管理费收入有所下降，毛利率较稳定，基本保持在 90%以上。

房地产开发业务

公司房地产开发业务的主要经营主体是人居置业和兴东置业，人居置业具有国家一级房地产开发资质，兴东置业具有国家二级房地产

开发资质。房地产板块主要包括商品房板块和保障房板块；经过多年发展，公司房地产板块为公司经营收入主要来源，共开发了 15 个精品小区（楼盘），总面积超 400.26 万平方米，在成都市范围内具备一定实力和影响力，品牌形象良好。

2016 年，公司实现房地产业务收入 24.11 亿元（抵消内部销售后），同比增长 24.43%，主要来自商品房项目锦城世家收入结转，毛利率为 35.96%，同比下降 5.90%，因锦城世家前期拿地成本较高，毛利润相对减少所致。2016 年，公司房地产业务合同协议销售额为 25.89 亿元，计入“预收款项”科目和“销售商品，提供劳务收到的现金”。

2017 年 1~3 月，公司实现房地产业务收入 5.81 亿元，仍主要为锦城世家项目收入结转，毛利率为 27.71%。

表 6 公司已完工房地产销售项目情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	完工时间	项目面积	2016 年底已销售面积	截至 2017 年 3 月底已销售面积	2016 年底累计销售收入	截至 2017 年 3 月底累计销售收入
天府名居	2007 年 2 月	27.36	25.87	25.90	76998.23	76998.24
东苑 A 区	2008 年 12 月	19.67	19.10	19.10	67429.28	67429.28
东苑 B 区	2009 年 9 月	24.55	23.64	23.64	84780.00	84780.00
南苑小区	2009 年 9 月	53.02	48.12	48.12	197153.65	197153.65
天府欣苑	2009 年 12 月	22.31	21.08	21.08	130626.71	130626.71
都市阳光	2010 年 6 月	36.61	31.91	31.91	128387.41	128387.41
东苑 CDE 区	2010 年 12 月	55.58	53.79	53.79	189019.75	189019.75
锦江汇（原名东苑 K 区）	2012 年 10 月	2.33	2.30	2.30	20871.00	20871.00
锦江畔（原名东苑 F 区）	2013 年 12 月	15.51	14.34	14.34	92920.00	92920.00
锦江畔（东苑 J 区）	2013 年 9 月	6.80	4.64	4.64	34663.00	34663.00
天府世家	2013 年 12 月	37.73	35.56	35.64	321855.00	321855.04

锦城世家	2014 年 9 月	30.50	24.65	24.65	237019.69	237019.69
锦尚天华	2014 年 3 月	11.34	9.72	9.76	62745.00	62749.00
锦尚春天 B 区	2013 年 12 月	13.95	12.35	12.59	74874.72	74875.01
锦尚春天 A 区	2015 年 9 月	43.00	37.12	37.16	124536.00	124536.01
合计	--	400.26	364.19	364.62	1843879.43	1843883.78

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司在建房产项目较多，主要是“东御铭家”、“紫云庭”、“天府汇城”、“盛和林语”、“创意山商业中心一期”、“东城花汇一期”和“东汇家园”等 9 个项目，上述项目共计总投资 142.68 亿元，已投资 63.42 亿元，这些项目预计将于 2017~2019 年底前完工，预计未来三年此板块将形成较好的现金回流，弥补现阶段的资本支出。上述项目的支出

的主要来源为人居置业、兴东置业销售回款和银行贷款。

公司储备项目包括成大金牛校区、成都在江堰校区、成大文家场校区等校区拆迁开发项目，目前均处在报批报建等前期准备工作阶段，预计未来两年，随着拟建项目的陆续开工，公司建设规模仍将保持在较高水平。

表 7 公司目前重大在建、拟建房产项目（单位：万平方米、万元）

项目主体	项目名称	用地面积	项目面积	总投资	2016 年底已完成投资额	2017 年 3 月底已完成投资额	预计完成时间	2016 年底预售收入	2017 年 3 月底已完成投资额
人居置业	东御铭家（商品房）	4.88	26.95	140000.00	96379.00	98043.00	2017.05	130491.00	132022.00
	紫云庭（商品房）	12.09	12.60	78787.00	80693.00	80697.00	2017.05	60663.00	75777.00
	天府汇城（商品房）	3.13	20.40	138000.00	76598.00	83182.00	2017.12	79997.00	80963.00
	盛和林语（商品房）	8.40	46.23	324932.00	127015.00	136382.00	2019.05	--	--
	南光厂项目（商品房）	6.67	45.94	378300.00	201142.00	204317.00	2019.12	--	--
	花照项目（商品房）	5.36	24.27	131300.00	46938.00	47122.00	2020.12	--	--
兴东置业	创意山商业中心一期	2.78	13.93	95000.00	64337.70	68038.88	2017.03	6241.80	15989.53
	东城花汇一期（商品房）	4.33	17.24	89641.96	5334.76	5429.92	2019.12	--	--
	东汇家园（经济适用房）	1.80	12.14	50823.00	8476.91	9044.78	2018.12	--	--
合计		49.44	219.70	1426783.96	610535.37	634213.58	--	271151.00	297623.53

资料来源：公司提供

资产经营与管理业务

公司的资产经营与管理业务主要包含物业管理、物业资产租赁及投融资管理收入。

物业管理业务是公司服务自持租赁业务配套的业务，业务的经营实体为润锦城公司，2016 年及 2017 年 1~3 月，公司集团内部抵消后实现收入分别为 0.45 亿元和 0.10 亿元。物业管理业务毛利率波动较大，其中，2016 年公司物业管理板块毛利率为负主要系子公司润锦城

物业公司对集团内部公司提供物业服务，合并报表抵减了物业服务收入所致。

资产租赁业务的经营实体为润锦城和公司总部，截至 2017 年 3 月底，公司自持物业包括民丰写字楼、成都会议中心、四川国际大厦裙楼、合江亭大厦、城南副中心科技创业中心二期 A 楼、B 楼写字楼、体育公园 A、B、C 栋商业，及 2016 年新增租赁资产三瓦窑公共服务中心、永安公服生态酒店等办公、厂房、商用

资产。可租赁面积达 75 万平方米，已出租面积共计 74 万平方米，出租率达 99%，出租情况良好。2016 年及 2017 年 1~3 月，公司资产租赁收入 3.10 亿元和 0.67 亿元。2016 年增长主要系新增三瓦窑公服、永安公服生态酒店可租赁资产所致。另因“西二环路”拨改租模式的实施，形成的融资租赁利息使得资本金利息收入大幅增长至 3.66 亿元。毛利率均保持在较高水平。

资产管理费主要来自于公司持有的可租赁物业中经营性写字楼资产的管理（维护）费用。该经营性写字楼资产包括科创二期 A 楼、科创二期 B 楼、核心区 2 号地块 B 区办公楼、民丰写字楼以及规划馆综合楼办公楼，由公司本部负责运营。根据协议，上述资产公司按照每月 40 元/平方米收取资产维护费。

2016~2017 年 1~3 月，公司资产管理费及其他收入分别为 2.05 亿元和 0.48 亿元。

公司投融资管理业务的经营主体主要是 2014 年新纳入的成都市小城镇投资有限公司（以下简称“小城镇公司”）。小城镇公司经营范围：小城镇建设投资和融资，小城镇建设项目经营和综合开发，小城镇土地开发整理。小城镇公司负责的主要范围为除了成都市 5 个市辖区以及高新区以外的周边乡镇地区；其主要职能为健全市场化配置资源机制，引导和集聚信贷资金和社会资金投入小城镇建设，参与小城镇综合开发。小城镇公司的业务模式主要有两种，一是作为融资主体对小城镇建设项目投资，投资合同约定按照一定标准收取项目资金利息及投融资管理费，计入（“持有至到期投资”）科目；另一种是政府先拨款（“专项应付款”），小城镇公司负责代建政府项目。由于小城镇建设项目建设周期较长，公司于 2015 年，将资本金利息及投融资管理费计入营业收入，2016 年，公司未实现投融资管理费收入。2017 年仅为 32.11 万元。

2015 年 12 月 29 日，根据公司与成都市城乡建设委员会签订《成都市政府租用企业投资

城市基础设施项目租赁合同》，原公司负责建设的“西二环路”项目，由政府拨款建设，改为政府租用（按融资租赁模式核算）模式，租期 15 年，合同期内，根据竣工决算报告以人行同期基准利率变化对租金进行调整。（具体详见“长期应收款”科目）。2016 年因“西二环路”拨改租资金占用费计入收入，导致资本金利息收入大幅增加，2016 年金额为 3.66 亿元。2017 年 1~3 月，金额为 74.71 万元。

3. 未来发展

从未来投资规划看，根据成都市城市发展规划及政府建设安排，未来公司将继续承担东部新区起步区和南部新区起步区的基础设施建设工作，公司 2017~2019 年在上述项目的投资额预计约 300 亿元。

总体来看，公司承担了成都市东部及南部起步区域主要部分的土地整理开发、基础设施建设，同时，继续承建成都中心等重大代建项目及房地产建设项目，并且持续获得成都市政府向公司提供土地出让收益返还及城建资金支持。目前，公司承担的土地开发及房地产项目规模大，开发周期长，未来仍需较大规模投资；土地出让收益及房地产销售收入容易受土地出让行情及房地产市场波动的影响，但未来大规模的土地资产出让所获得的收益也将有效平衡项目前期投入，且公司房地产项目进展良好，未来也将获得较稳定收入。

九、财务分析

公司提供 2016 年合并财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016 年合并财务报表进行审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司 2017 年一季度财务数据未经审计。

截至 2017 年 3 月底，公司纳入合并范围子

公司合计 8 家，2016 年新增 2 家，其中子公司成都中心建设的设立收到资本金规模较大，对财务报表个别科目产生一定影响，但对整体财务数据可比性影响较小。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 704.14 亿元，所有者权益合计 221.57 亿元，2016 年公司实现营业收入 33.48 亿元，利润总额 8.34 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 692.13 亿元，所有者权益合计 222.47 亿元；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 7.09 亿元，利润总额 1.44 亿元。

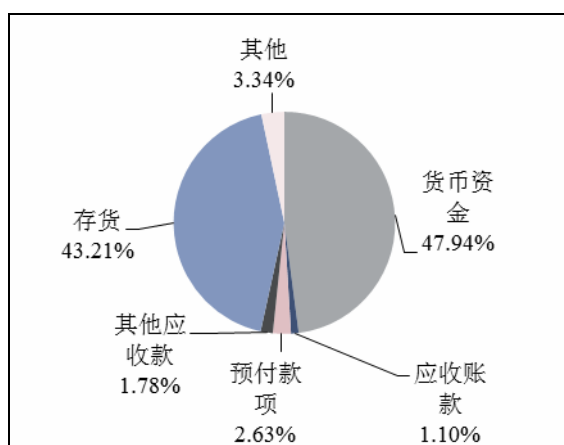
1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 704.14 亿元，其中流动资产占比 38.86%，非流动资产占 61.14%。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 273.62 亿元，同比增长 10.57%。流动资产主要由货币资金（占 47.94%）、存货（占 43.21%）构成。

图 1 截至 2016 年底公司流动资产构成图



资料来源：公司财务报告

截至 2016 年底，公司货币资金金额为 131.17 亿元，同比增长 4.44%，主要以银行存款为主，占比达到 99%以上。受限资金为 1.82 亿元，主要为存单质押担保及子公司人居置业

保证金。

截至 2016 年底，公司应收账款金额为 3.01 亿元，同比增长 157.48%，主要系新增“西二环路”拨改租形成资本金利息收入尚未完全到账，形成应收成都城乡建设委员会 2.81 亿元所致，回收风险不大，因公司应收账款主要为政府性债权，总体坏账准备计提比例较小，为 0.11%。

截至 2016 年底，公司预付款项金额为 7.21 亿元，同比增长 19.53%，主要系对各区财政局及政府相关单位未结算的拆迁及工程款增加所致。

截至 2016 年底，公司其他应收款金额为 4.86 亿元，同比增长 50.83%，主要系增加都江堰市政府土地整理退款 1.77 亿元所致。从集中度来看，公司其他应收款欠款前五名合计 3.99 亿元，占其他应收款总额的 81.86%。总体看，公司应收款项前五名集中度较高，因主要系对政府相关部门应收款项，回收风险较小。

表 8 截至 2016 年底其他应收款前五名概况

（单位：亿元）

单位名称	金额	账龄	款项性质
都江堰市政府	1.77	1 年以内	土地整理退款
成都成房置业有限公司	0.85	1~2 年	政府性债权
成都市农林科学院	0.82	1~2 年	项目决算款
成都市住房保障中心	0.45	1~2 年	政府性债权
双流县城乡建设局	0.10	2~3 年	工资保证金
合计	3.99	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司存货为 118.22 亿元，同比增长 8.39%，主要系开发成本及开发产品的增长所致。公司存货中开发成本（指在建项目，如锦尚春天、锦城世家等项目）占 94.06%、开发产品（指已经销售了尚未形成收入的项目，如天府名居、南苑小区、都市阳光等项目）占 5.94%。公司未计提存货跌价准备。存货中受限资产账面价值为 8.04 亿元。

2016 年，公司新增一年内到期的非流动资产 7.21 亿元，主要系根据公司与成都市城乡建设委员会签订的“西二环路”租赁合同，由一年内到期的长期应收款转入所致。（具体详见“长期应收款”科目）。同期，公司其他流动资产金额为 1.94 亿元，同比下降 18.36%，主要系预交税费减少所致。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 430.52 亿元，同比小幅增长 2.84%；主要来自长期应收款增长；公司非流动资产主要以持有至到期投资（占 10.30%）、长期应收款（占 15.14%）和在建工程（占 64.14%）为主。

截至 2016 年底，公司持有至到期投资金额 44.34 亿元，同比快速下降 29.91%。主要系投资项目资金回收所致。公司持有到期投资主要为小城镇建设项目投资，投资合同约定按照一定标准收取项目资金利息及投融资管理费。

2016 年，公司新增长期应收款金额为 65.17 亿元。2015 年 12 月 29 日，根据公司与成都市城乡建设委员会签订《成都市政府租用企业投资城市基础设施项目租赁合同》，原公司负责建设的“西二环路”项目，由政府拨款建设，改为政府租用（按融资租赁模式核算）模式，租期 15 年，合同期内，根据竣工决算报告以人行同期基准利率变化对租金进行调整。2016 年底，根据调整，调整后建设本金 75.92 亿元，同时调整融资利息为 32.17 亿元，合计 108.09 亿元，按租期 15 年，每年应收租金为 7.21 亿元（包含本金及利息）。2016 年，公司对涉及“西二环路”项目会计核算科目做出调整，将经过核算确认实现融资收益的投资款，经调整由在建工程转至长期应收款，同时将其中本年度应收租金 7.21 亿元重分类至“一年内到期的非流动资产”科目），同时对未收到的 2.81 亿元资本金利息收入重分类至“应收账款”。

2016 年，公司新增长期股权投资 3.42 亿元，系分别增加对联营企业四川川投手电有限

公司和中国四川国际投资有限公司投资 0.70 亿元和 2.72 亿元，公司股权占比分别为 35%和 20%所致。同期，公司投资性房地产 35.10 亿元，同比下降 1.16%，主要系公司将位于成都市西岭路 9 号商业和办公用途的投资性房地产转入给四川弘基电力工程有限公司。其中，17.37 亿元为抵押受限资产。

截至 2016 年底，公司在建工程 276.12 亿元，同比下降 13.37%，根据成都市财政局规定：将土地一级开发类业务的前期建设投入资金在“在建工程”科目中核算，在整治土地分批交付，收到财政拨付土地整治成本及收益返还后，计入“专项应付款”中核算。每年末，按照“在建工程”与“专项应付款”金额孰低原则进行预核销，最终待整体片区项目建设完成竣工决算后，剩余收益部分预计经财政审批核准后计入“资本公积”科目。截至 2016 年底，公司在建工程主要是沙河堡新客站、南部新区起步区、东部新区起步区和其他代建项目等。

表 9 2016 年底重大在建工程明细（单位：万元）

项 目	期末余额
东部片区基础设施建设	515829.88
南部片区基础设施建设	451646.71
新客站项目基础设施建设	1318047.03
重大市政拨改租项目	80112.69
其他代建项目	394980.17
成都精神卫生中心扩建项目	554.30
成都中心	12.69
合 计	2761183.46

资料来源：公司财务报告

2016 年，公司新增其他非流动资产 3.19 亿元，其中 2.50 亿元为公司对彭州市小城镇投资有限公司委托贷款，期限 5 年；另 0.69 亿元为待销售房屋、建筑物资产。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 692.13 亿元，与 2016 年底相比小幅下降，其中，持有至到期投资较 2016 年底下降 5.04%，主要为小

城镇投资公司对成都市下辖区、县小城镇建设项目、新型农村建设项目等定向债权投资金额的收回所致。从构成看，资产中流动资产占比 36.90%，非流动资产占比 63.10%，资产结构较 2016 年底变化小。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产结构仍以非流动资产为主，流动资产中，货币资金的增长一定程度上提高了资产流动性，但以房地产开发成本为主的存货规模依然较大，变现速度容易受到房地产市场影响。非流动资产中，在建工程规模占比较大，公司未来可预见获得的土地出让收入为工程建设投入提供保障。整体看，公司资产结构合理，资产质量较高。

2. 负债和所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 221.57 亿元，同比增长 22.51%，主要系资本公积及其他综合收益增加所致。从构成来看，归属于母公司所有者权益中，实收资本占 24.94%、资本公积占 57.32%、盈余公积占 0.60%、未分配利润占 12.63%。截至 2016 年底，公司资本公积 127.00 亿元，较 2015 年底增长 24.95%，主要系根据成都市国有资产监督管理委员会批准，接收市机关事务管理局划转的银行大厦资产并增加资本金 2.36 亿元和根据市财政局、市国资委通知，收到“成都中心”20 亿元国有资本金所致。

2016 年新增其他综合收益 10.00 亿元，主要系 2016 年 12 月，公司与华融国际信托有限责任公司签订《华融-成都兴城集团永续债集合资金信托计划之永续债权投资合同》，合同项下投资价款总额不超过 35.00 亿元，期限为 5+1¹ 年，截至 2016 年 12 月底，公司收到上述投资款 10.00 亿元。

¹ I 为永续期数

总体来看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性强。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额合计为 482.57 亿元，同比下降 0.55%。其中流动负债占 37.82%，非流动负债占 62.18%，债务结构仍以非流动负债为主，与公司项目投资周期长的特点相匹配，债务结构合理。

截至 2016 年底，公司流动负债为 182.50 亿元，同比增长 29.61%，主要来自应付账款和一年内到期的非流动负债的增长；其中应付账款占 15.28%，预收账款占 20.21%，其它应付款占 10.32%，一年内到期的非流动负债占 49.08%。

截至 2016 年底，公司应付账款金额为 27.88 亿元，同比大幅增长 237.64%，主要为 1 年内未到结算期工程款大幅增加所致。账龄结构来看，账龄在 1 年以内的应付账款占 76.36%，1~2 年占 4.31%，2~3 年占 5.67%，3 年以上占 13.66%，账龄较短。

截至 2016 年底，公司预收款项 36.88 亿元，同比下降 2.23%，主要系预收的商品房销售款有所增加。其中新增预售收入主要来自东御佑家、紫云庭、天府汇城等项目，另结转至房地产销售收入主要为锦城世家等项目。从账龄来看，一年以内的金额为 16.49 亿元（占 43.72%），1 年以上金额 21.23 亿元（占 56.28%）。账龄超过 1 年的预收款项主要为未达到确认条件的锦城世家（住宅）、锦尚春天 A（住宅）、银木路项目（住宅）和剑南项目等。

截至 2016 年底，公司其他应付款 18.83 亿元，同比减少 2.48%，主要是履约保证金、保留金、质保金等小幅减少所致。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 89.56 亿元，同比增长 28.10%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。其中一年内到期的长期借款为 85.56 亿元，一年内到期的应付债券 4.00 亿元。

截至 2016 年底,公司非流动负债为 300.07 亿元,同比下降 12.88%;其中长期借款占 38.05%,应付债券占 28.94%,长期应付款占 11.89%,专项应付款占 21.11%。

截至 2016 年底,公司长期借款总额 114.19 亿元,同比下降 41.67%,主要由质押、抵押、保证和信用借款构成。同期公司应付债券 86.83 亿元,同比增长 71.17%,主要系新增公司于 2016 年于香港发行企业债 3 亿美元,和 2016 年第一期中期票据 20 亿元所致。

2016 年,公司新增长期应付款 35.67 亿元,其中应付中国铁建股份有限公司及中国建筑股份有限公司款项分别增加 4.50 亿元和 7.00 亿元,分别为对神仙树高速及青龙湖项目资本金注入,建设期不计息,计入此科目。同时新增成都财政局 24.17 亿元为公司收到置换债金额,因其有息性质,已调整至全部债务核算。

截至 2016 年,公司专项应付款金额为 63.35 亿元,同比下降 35.31%,主要系公司于 2015 年底收到东部及南部起步区基础设施专项拨款 15.74 亿元,后经核实,款项属于地方债务置换性质,需偿付利息,将其调整至长期借款科目;另 21.62 亿元为年末预核销减少,导致本期东部及南部起步区基础设施专项拨款减少 37.96 亿元所致。

表10 截至2016年底主要专项应付款明细(单位:万元)

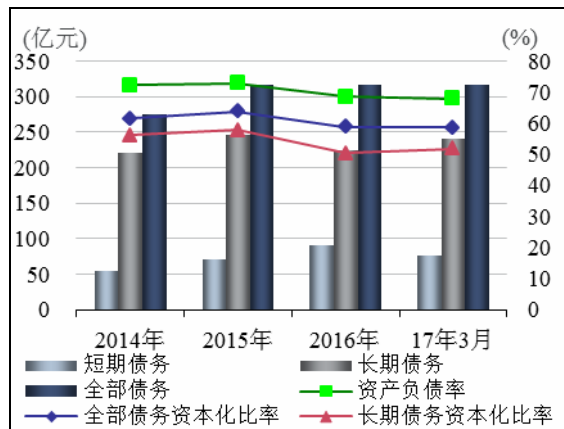
项 目	余额
东部及南部起步区基础设施专项拨款	12531.31
西二环及两射改造	264000.00
其他代建项目专项拨款	85740.55
成都成房置业有限公司	112300.76
成都市住房保障中心	63787.86
法院	25813.37
公安局代建项目	38000.00
成都市气象监测预警中心工程项目	5500.00

党校	5235.00
天府古镇特色手工业和农业产品项目	4000.00
互联网小镇项目	4500.00
成都市儿童福利院工程项目	1883.12
成都市技师学院教学实训楼项目	3900.00
广电	548.00
成都天府古镇联盟项目	296.00
成都市防汛物资仓库改扩建工程项目	89.74
合 计	628125.71

资料来源:公司财务报告

从有息债务来看,截至 2016 年底,公司全部债务为 292.59 亿元,同比下降 7.73%,其中短期债务占 31.29%、长期债务占比 68.71%。考虑到,2016 年长期应付款中有息债务部分,调整后全部债务为 316.77 亿元。2016 年公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降,分别为 68.53%、58.84%和 47.57%。公司债务负担有所改善。

图2 2014~2017年3月底公司债务负担情况



资料来源:公司财务报告

截至 2017 年 3 月底,公司负债合计 469.66 亿元,较 2016 年底下降 2.68%,主要系支付工程公司应付账款和偿还一年内到期的非流动负债所致,总体变动不大。从构成来看,其中流动负债占比 32.45%,非流动负债占比 67.55%,

与 2016 年底数据相比,非流动负债占比小幅增加。截至 2017 年 3 月底,公司调整后全部债务为 316.19 亿元,与上年底相比基本稳定。同期,公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.86%、58.70%、49.24%。

总体来看,跟踪期内,由于东部新区起步区项目及其他代建项目规模的持续增长,对资金需求加大使得公司有息债务规模持续增加,同时由于所有者权益的增加,债务负担有所减轻。未来,公司土地开发收益及房产销售资金的回流对减缓债务负担仍将起到一定补充。

3. 盈利能力

公司营业收入主要来源于房地产销售、房屋租赁和物业管理收入。2016 年金额为 33.48 亿元,较 2015 年大幅增长 38.27%。2016 年,公司房地产销售收入增长较快,主要来自于锦城世家等项目结转收入。同时,由于“西二环路”拨改租项目,新增 3.66 亿元资本金利息收入。未来随着公司在建房地产项目陆续完工结转收入,营业收入有望提升。

期间费用方面,2016 年,公司期间费用 4.80 亿元,同比上升 179.48%,以财务费用为主,因公司将片区项目结算后,利息支出计入该科目,故财务费用较高。2016 年,公司营业外收入大幅增长,金额为 1.18 亿元。主要系违约赔偿和非流动资产处置利得所致,利润总额对政府补助依赖程度较低。

从盈利指标看,截至 2016 年底,利润总额为 8.34 亿元,同比增长 7.18%。2016 年,公司营业利润率为 36.22%,下降 2.67 个百分点,主要系成本及营业税金附加增幅超过营业收入增加所致。公司净资产收益率为 2.79%,同比下降 0.42 个百分点;总资本收益率为 1.79%,同比上升 0.57 个百分点;系由财务费用增加所致。

2017 年 1~3 月,公司实现营业收入 7.09 亿元,相当于 2016 年底金额的 21.18%,营业

利润为 1.45 亿元,利润总额为 1.44 亿元,相当于 2016 年的 17.25%。

总体看,跟踪期内,公司房地产业务结转金额较大,销售收入提升,同时公司在建房地产项目未来可预见销售收入也能为公司提供较好的利润空间,盈利情况虽有所波动,但仍有良好的可持续性。公司自身盈利能力较强,利润总额对政府补助依赖性低。

4. 现金流分析

经营活动方面,公司经营活动现金流入主要来源于主营业务收入、财政性建设资金拨款和代建业主拨付的项目资本金等。2016 年,公司销售商品、提供劳务收到的现金为 29.34 亿元,同比增长 58.68%,主要系房地产预售收入、物业管理费收入等增加所致,现金收入比为 87.62%,较上年增加 11.27 个百分点。收到的其他与经营活动有关的现金 17.63 亿元,同比下降 63.13%,主要是收到的财政性建设资金拨款及土地返还款、代建项目建设专项拨款等减少所致。2016 年,公司购买商品接受劳务支付的现金为 24.57 亿元;同比下降 16.09%。支付的其他与经营活动有关的现金为 38.98 亿元,小幅下降 3.19%,2016 年,公司经营活动产生的现金流量净额为-22.74 亿元,净流出量增加。

投资活动方面,2016 年,公司投资活动产生的现金流量规模大幅增加。主要系投资活动现金流入量大幅增加所致。2016 年公司收回投资收到的现金 20.75 亿元,主要系小城镇公司收回投资所致。取得投资收益收到的现金 2.27 亿元。投资活动现金流出主要体现为投资支付的现金,2016 年金额为 8.75 亿元,同比增长 76.57%。2016 年公司投资活动产生的现金净流量大幅增至 16.10 亿元。

筹资活动方面,筹资活动现金流入主要来源于吸收投资收到的现金及取得借款收到的现金,2016 年为 122.97 亿元,同比增长 9.11%,其中吸收投资收到的现金 20.00 亿元主要系收

到“成都中心”项目资本金投入所致，取得借款收到的现金为 89.01 亿元，主要系公司发行美元债、中期票据和银行借款所致。筹资活动现金流出主要系偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2016 年金额为 111.64 亿元，同比增长 32.40%，主要系偿还债务规模增加所致。2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 11.33 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金量净额 -18.62 亿元，其中经营活动现金流入规模较小，为 8.63 亿元，经营活动现金流出 27.24 亿元；主要系支付其他与经营活动有关的现金 19.96 亿元。2017 年 1~3 月，公司投资活动现金流量净额 1.65 亿元，其中投资活动现金流入 3.04 亿元，主要为收回投资收到的现金 2.92 亿元，来自于小城镇投资公司收回对区县的小城镇建设投资款。投资活动现金流出 1.39 亿元；公司筹资活动现金流量净额 -3.54 亿元，其中筹资活动现金流入中取得借款收到现金 34.80 亿元，筹资活动现金流出 38.34 亿元主要为偿还债务、分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2017 年 1~3 月，公司现金收入比为 55.24%，主要系销售房屋收入较少，而人居置业预收房款结转收入较多所致。

总体来看，跟踪期内，由于公司在建项目投资规模较大，经营活动获得现金净流量持续为负，由于收回投资的增加，投资活动体现现金流入量增加，但经营及投资活动合计产生的现金流量净额缺口仍需依靠筹资活动产生的现金净流量弥补，未来一段时期内银行借款等外部融资渠道依然将是公司主要的资金来源。

5. 偿债能力

从短期偿债能力来看，受流动负债增幅较快的影响，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 149.93% 和 85.15%，同比分别下降 25.82 和 13.14 个百分点；截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速度比例分别为 167.57%

和 89.89%，分别比上年末提高 17.64 和 4.74 个百分点，公司经营现金流动负债比为 -48.86%。因公司经营性现金净流量为负，对流动负债没有保障能力，流动资产对流动负债保障能力尚可。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，2016 年公司 EBITDA 为 12.89 亿元，同比增长 41.83%；由于 EBITDA 有所增长，调整后全部债务/EBITDA 为 24.58 倍，同比下降 10.32 个百分点。EBITDA 对全部债务的保障能力有所改善但仍较弱，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2017 年 3 月底，公司获得银行授信额度 549.61 亿元，已使用额度为 304.52 亿元，公司间接融资渠道畅通。

九、存续期内债券偿债能力

截至跟踪日，公司发行并存续的债券余额合计 32.00 亿元（已扣除“13 蓉兴债/PR 蓉兴城”2017 年已偿还债券本金 4.00 亿元）。2016 年公司经营活动现金流入量为待偿还债券本金合计的 1.47 倍。截至 2016 年底，公司 EBITDA 为待偿还债券本金合计的 0.40 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对待偿还本金合计保障能力尚可。

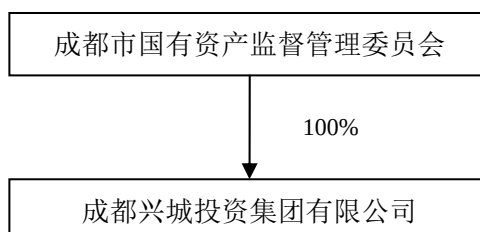
因“13 蓉兴债/PR 蓉兴城”设置分期偿付条款，2016 年公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对该存续债券分期偿付本金 4.00 亿元的保障倍数分别为 11.74 倍和 3.22 倍，保障能力较强。

上述债券不存在集中兑付情况，同时考虑到成都市对公司较大且持续的政府支持力度，公司对上述存续债券本金偿还的保障能力好。

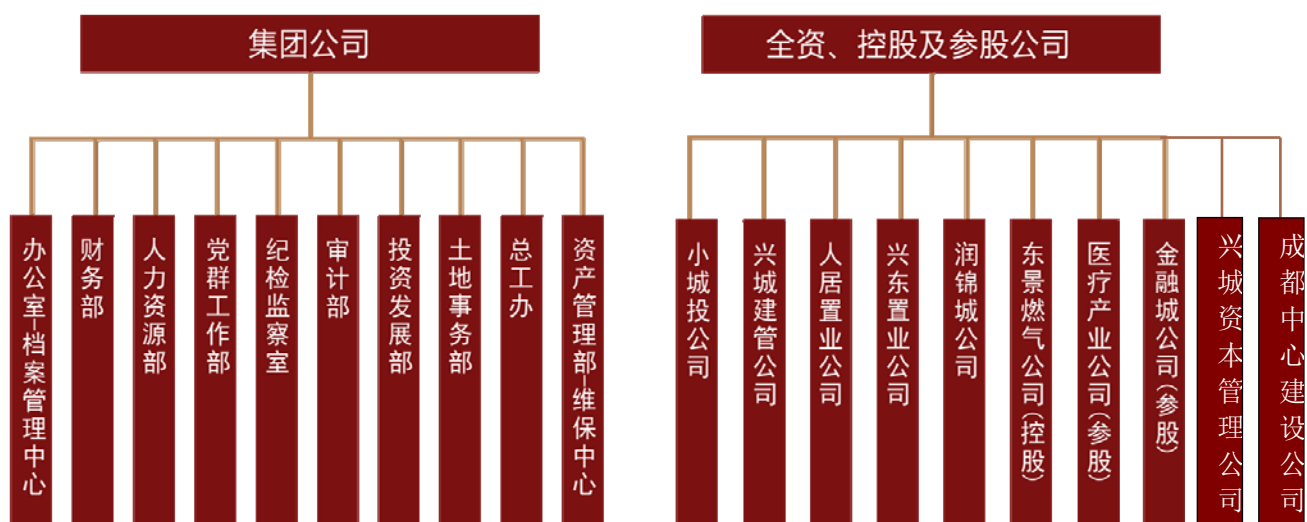
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“13 蓉兴债/PR 蓉兴城”和 16 兴城投资 MTN001 信用等级为 AAA。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	109.15	125.59	131.17	110.66
资产总额(亿元)	619.71	666.09	704.14	692.13
所有者权益(亿元)	172.75	180.85	221.57	222.47
短期债务(亿元)	54.23	70.59	91.56	76.24
长期债务(亿元)	220.51	246.50	201.03	215.78
全部债务(亿元)	274.74	317.09	292.59	292.02
调整后全部债务(亿元)	274.74	317.09	316.77	316.19
营业收入(亿元)	33.49	24.21	33.48	7.09
利润总额(亿元)	11.22	7.78	8.34	1.44
EBITDA(亿元)	12.49	9.09	12.89	--
经营性净现金流(亿元)	-1.95	-13.40	-22.74	-18.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.95	9.92	16.04	--
存货周转次数(次)	0.17	0.12	0.15	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.05	--
现金收入比(%)	52.57	76.35	87.62	55.24
营业利润率(%)	37.97	38.89	36.22	31.00
总资本收益率(%)	1.79	1.22	1.79	--
净资产收益率(%)	4.49	3.21	2.79	--
长期债务资本化比率(%)	56.07	57.68	47.57	49.24
全部债务资本化比率(%)	61.40	63.68	56.91	56.76
调整后全部债务资本化比率(%)	61.40	63.68	58.84	58.70
资产负债率(%)	72.12	72.85	68.53	67.86
流动比率(%)	165.90	175.75	149.93	167.57
速动比率(%)	92.28	98.29	85.15	89.89
经营现金流动负债比(%)	-1.51	-9.52	-12.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.99	34.90	22.70	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	21.99	34.90	24.58	--

注：1、调整后全部债务=全部债务+长期应付款有息部分；

2、公司 2017 年一季度财务数据未经审计。

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	(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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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 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 4-3 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。