

信用等级公告

联合〔2019〕1515号

联合资信评估有限公司通过对成都兴城投资集团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，确定维持成都兴城投资集团有限公司主体长期信用等级为AAA，并维持“13蓉兴债/PR 蓉兴城”“16兴城投资MTN001”和“17兴城投资MTN001”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月十九日



成都兴城投资集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 蓉兴债/PR 蓉兴城	4.00 亿元	2020/1/28	AAA	AAA
16 兴城投资 MTN001	20.00 亿元	2021/10/27	AAA	AAA
17 兴城投资 MTN001	19.00 亿元	2022/7/20 ¹	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 19 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	131.17	83.11	133.94	207.72
资产总额(亿元)	704.14	757.06	1554.95	1770.29
所有者权益(亿元)	221.57	309.74	420.44	517.21
短期债务(亿元)	91.56	83.29	199.49	203.63
长期债务(亿元)	201.03	154.88	383.92	498.21
全部债务(亿元)	292.59	238.17	583.41	701.84
营业收入(亿元)	33.48	47.48	436.64	107.14
利润总额(亿元)	8.34	9.86	12.40	5.07
EBITDA(亿元)	12.89	12.34	25.49	--
经营性净现金流(亿元)	-22.74	-56.03	-116.64	-36.85
应收类款项/资产总额(%)	10.37	12.23	19.00	19.97
营业利润率(%)	36.22	25.80	8.68	10.41
净资产收益率(%)	2.79	2.32	2.25	--
资产负债率(%)	68.53	59.09	72.96	70.78
全部债务资本化比率(%)	56.91	43.47	58.12	57.57
流动比率(%)	149.93	142.13	137.72	162.00
经营现金流流动负债比(%)	-12.46	-31.71	-18.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.70	19.30	22.88	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计

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投资建设的重要主体,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,成都市政府将成都建工集团有限公司(以下简称“成都建工”)股权无偿划转至公司。成都建工并入公司后,公司业务拓展至建筑施工领域,资产和收入规模大幅提升,债务规模大幅增长。2018年,成都市地方经济平稳发展,股东持续在片区整理成本返还、城建资金拨款等方面给予公司大力支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司应收类款项对资金形成一定占用,债务负担重,片区整理成本返还及房地产销售收入易受土地市场行情及房地产市场波动影响等因素对其带来的不利影响。

未来,随着东部起步区开发的快速推进和南部新区起步区的收尾完工,公司片区整理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。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,并维持“13 蓉兴债/PR 蓉兴城”“16 兴城投资 MTN001”和“17 兴城投资 MTN001”信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内,成都市经济持续增长,建筑业稳定发展,为公司创造了良好的外部发展环境。
2. 跟踪期内,成都市政府将成都建工划入公司,公司新增建筑施工板块业务,经营范围有所扩展,资产和收入规模大幅提升,综合实力进一步增强。
3. 跟踪期内,公司在片区整理成本返还、城建

¹ 17 兴城投资 MTN001 发行期限为 5+N 年(N 为续期数),到期兑付日按首个行权日测算。

分析师：兰迪 张雪婷
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

资金拨款等方面持续得到成都市政府的大力支持。

4. 成都建工目前项目储备充足，未来收入实现有保障；且未来可预见获得的片区整理成本返还为工程建设投入提供保障。

关注

1. 成都建工并入后，公司应收类款项规模占比有所增长，且计提坏账准备比例较高，对公司资金形成一定占用；公司债务规模大幅提升，目前债务负担重。
2. 公司片区整理业务和房地产业务盈利情况易受宏观行业政策变动影响，具有不确定性。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金净流出规模进一步加大，且在建项目建设周期长，投资额度大，公司对财政资金拨付和外部融资需求强。

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

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于成都兴城投资集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及出资情况未发生变化，公司仍由成都市国有资产监督管理委员会（以下简称“成都市国资委”）全资控股。截至2019年3月底，公司注册资本为55.25亿元，实收资本为56.89亿元。实收资本增加的主要为公司收购两家上市公司，由于股权回购形成的库存股。

公司是成都市市属国有企业，承担着以成都市东部、南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。跟踪期内，成都市政府将成都建工集团有限公司（以下简称“成都建工”）股权无偿划转至公司。成都建工并入公司后，公司业务拓展至建筑施工领域。成都建工主营业务包括建筑安装、房地产和建材销售业务。其中建筑安装业务为成都建工营业收入的主要来源，建筑安装涉及的领域主要为房屋建筑、市政基础设施建设等。

截至2019年3月底，公司合并范围内共15家子公司；公司本部内设集团办公室、财务部、投资发展部、土地事务部等9个职能部门。

截至2018年底，公司（合并）资产总额1554.95亿元，所有者权益420.44亿元（其中少数股东权益44.95亿元）；2018年公司实现营业收入436.64亿元，利润总额为12.40亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额1770.29亿元，所有者权益517.21亿元（其

中少数股东权益127.24亿元）；2019年1~3月，公司实现营业收入107.14亿元，利润总额为5.07亿元。

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

截至跟踪日，联合资信所评“13蓉兴债/PR蓉兴城”“16兴城投资MTN001”和“17兴城投资MTN001”尚需偿还债券余额43.00亿元。跟踪期内，公司均已按期足额支付存续债券本金及利息。

公司每年根据《成都市国资委关于上缴年度国有资本收益的通知》规定的可供出资人分配利润和上缴比例上缴国有资本收益，2018年上缴13875万元。公司发生递延利息的可能性较低。

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
13蓉兴债/PR蓉兴城	20.00	4.00	2013/1/28	7年
16兴城投资MTN001	20.00	20.00	2016/10/27	5年
17兴城投资MTN001	19.00	19.00	2017/7/20	5+N年
合计	59.00	43.00	--	--

注：N为续期数

资料来源：联合资信整理

截至2019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借款，1.43亿元用于支付子公司项目建设款；存续债券“17兴城投资MTN001”募集资金已全部用于偿还

银行借款。

四、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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国

发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融

资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自

负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 年以来与城投企业相关的主要政策

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

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济概况

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。成都市的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

2018年，成都市经济持续增长，固定资产投资保持较快增长，成都市建筑业稳定发展，为公司创造了良好的外部发展环境。

根据《成都市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年，全市实现地区生产总值（GDP）15342.77亿元，按可比价格计算，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值522.59亿元，增长3.6%；第二产业增加值6516.19亿元，增长7.0%；第三产业增加值8303.99亿元，增长9.0%。三次产业结构为3.4：42.5：54.1。三次产业对经济增长的贡献率分别为1.6%、37.1%、61.3%。按常住人口计算，人均地区生产总值94782元，增长6.6%。跟踪期内，成都市经济持续发展，第三产业增速较快。

2018年，成都市工业经济稳步增长。全年全部工业增加值5663.75亿元，按可比价格计算，比上年增长7.6%。规模以上工业增加值增长8.5%。

2018年，成都市固定资产投资8341.1亿元，同口径比上年增长10.0%。分产业看，第一产业投资197.9亿元，增长10.1%；第二产业投资2295.8亿元，增长7.2%；第三产业投资5847.3亿元，增长11.1%。重点区域投资突破发展，天府新区成都片区投资1856.7亿元，增长12.4%；“东进”区域投资1316.8亿元，增长14.9%。

公司同时从事房地产开发业务，2018年，成都市房地产开发投资减缓。成都市全年房地产开发投资2267.8亿元，比上年下降8.8%。含预售在内的商品房销售面积3681.9万平方米，下降6.1%，其中住宅销售面积2659.4万平方米，下降10.6%。实现商品房销售额3633.2亿

元，增长6.1%，其中住宅销售额2602.1亿元，增长1.8%。

跟踪期内，公司新增建筑施工业务，2018年，成都市建筑业稳定发展。全年实现建筑业增加值926.82亿元，按可比价格计算，比上年增长3.7%。施工总承包和专业承包建筑企业完成总产值5795.8亿元，竣工产值1893.6亿元。房屋施工面积26845.5万平方米，竣工面积6273.2万平方米，房屋竣工率23.4%。

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，实际控制人仍为成都市国资委。截至2019年3月底，公司注册资本为55.25亿元，实收资本为56.89亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司部分高管人员发生变动，未对公司经营产生重大影响。

跟踪期内，公司高管新增1名外部董事李尚德、新增1名副总经理杨胜东。

李尚德先生，1959年生，大学学历。曾任成都市审计局工交处主任科员，成都市审计局商贸处副处长、外资审计处副处长、工交处副处长、工交处处长，成都市审计局党组成员、副局长，成都城建投资管理集团有限责任公司副总经理、党委委员，成都城建投资管理集团有限责任公司董事、副总经理、党委委员，兼成都地铁集团董事，成都城乡商贸物流发展投资(集团)有限公司专职外部董事，现任公司专职外部董事。

杨胜东先生，汉族，1964年生。历任中房集团成都房地产公司助理工程师、深圳分公司工程部经理；中房成都房地产开发总公司工程师；成都人居置业有限公司总工程师；成都人居置业有限公司常务副总经理兼任总工程师；

成都天府新区建设投资有限公司副总经理；成都兴城建设管理有限公司副总经理；成都兴城建设管理有限公司副总经理兼任成都东景燃气责任有限公司董事、董事长；成都兴城建设管理有限公司董事、总经理兼任成都东景燃气责任有限公司董事、董事长；成都天府绿道投资集团有限公司董事、董事长兼总经理；成都天府绿道投资集团有限公司党支部书记、董事、董事长；2019年1月任公司副总经理兼任成都市小城镇投资有限公司党支部书记、董事、董事长。

根据公司章程，公司董事会由9人组成，设董事长1人，董事7人，职工董事1人。截至2019年3月底，公司董事会由6人构成，低于公司章程规定的9人，但不低于法定最低人数，不影响公司董事会和公司经营工作正常运作。根据公司章程，监事会由5人组成，设监事会主席1人，非职工代表出任的监事2人，职工代表出任的监事2人。截至2019年3月底，公司监事会由4人构成，低于公司章程规定的5人，但不低于法定最低人数，不会影响公司监事会和公司经营工作正常运作。

3. 外部支持

成都市国资委为公司实际控制人，2017年成都市财政收入持续增长，整体财政实力强；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，持续获得政府在资金和资产注入方面的支持。

成都市财政实力直接影响政府部门对公司承担项目的工程款的支付情况。2018年，成都市一般公共预算收入完成1424.2亿元，同比增长9.4%。其中，税收收入1067.80亿元，占一般公共预算收入的74.98%，收入质量较好。全市一般公共预算支出完成1837.5亿元，同比增长9.7%，成都市财政自给率为77.51%，自给程度一般。

2018年，成都市政府性基金收入完成1399.8亿元，同比增长2.9%，是成都市财政收

入的主要来源之一。但政府性基金收入易受土地出让情况影响，具有不稳定性。

除此之外，2018年成都市国有资本经营收入完成10.6亿元，社会保险基金收入完成514.9亿元。

2018年，公司收到成都市市级财政国库支付中心拨付的资本金17.00亿元，成都市住保中心将名下的富士康配套项目约45万平方米的资产无偿划至成都建工增加资本公积18.95亿元，该项目是富士康的配套住宅，未来计划出租和出售。同时，公司当年获得各项财政补助1762.31万元。

2018年，成都市政府将成都建工股权无偿划转至公司，公司资产和收入规模大幅增长，综合实力进一步增强。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好。

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2019年6月12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。

截至2019年5月底，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，公司在治理结构和管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，由于公司合并成都建工，收入规模大幅增长，收入结构调整很大，建筑板块收入成为公司收入的最主要来源。

跟踪期内，由于公司合并成都建工新增建筑施工业务，2018年公司主营业务收入由上年

的 47.48 亿元大幅增长至 436.64 亿元。其中，建筑施工板块实现收入 389.22 亿元，同口径同比增长 28.35%，在营业收入中占比 89.14%。当年，公司实现房地产年销售收入 35.24 亿元（其中包含成都建工部分地产收入），同比下降 10.05%，同口径同比下降 22.21%，在营业收入中占比 8.07%。

毛利率方面，受建筑业板块毛利率较低影响，公司当年综合毛利率快速下降至 9.82%。其中，房地产销售板块毛利率同比增加 11.79

个百分点至 35.16%，其他各板块业务毛利率均有所下降。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 107.14 亿元，相当于上年全年的 24.54%，同期同口径增长 32.21%。其中，建筑板块实现收入 89.33 亿元，毛利率较上年基本稳定；房地产销售收入 15.56 亿元。2019 年一季度，公司综合业务毛利率较上年底有所增长，主要系房产销售毛利率增长所致。

表 3 2017~2019 年 1~3 月公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	400738.85	84.41	23.37	352420.89	8.07	35.16	155559.35	14.52	44.47
资产租赁	36111.76	7.61	55.16	43867.67	1.00	34.34	10489.60	0.98	23.6
物业管理	3774.17	0.79	2.28	5734.08	0.13	5.59	2218.35	0.21	-23.98
资本金利息	5503.03	1.16	99.91	4884.02	0.11	98.30	76.44	0.01	100.00
代建项目管理费	7741.98	1.63	98.50	3185.69	0.07	88.62	69.37	0.01	-530.32
资产管理费及其他	20901.88	4.40	91.75	24378.02	0.56	83.04	5177.70	0.48	74.2
建筑业	--	--	--	3892249.94	89.14	6.13	893307.39	83.38	6.11
酒店旅游	--	--	--	17248.74	0.40	89.35	4485.22	0.42	86.99
其他	--	--	--	22461.83	0.51	34.31	--	--	--
合计	474771.66	100.00	30.74	4366430.88	100.00	9.82	1071383.42	100.00	12.43

资料来源：公司提供

2. 经营分析

（1）基础设施建设业务

公司城市基础设施建设业务主要包括片区改造类项目和重大市政建设项目。

跟踪期内，两个片区改造项目进展顺利，东部片区未来可供出让土地规模仍较大，南部片区项目已进入尾声；代建项目进展正常；原拨改租项目未来现金回流有所保障。

①片区改造类项目

公司片区改造类项目采用政府主导、公司运作的开发模式，由财政拨付项目资本金及企业自筹资金解决起步资金，后续通过资金返还

来平衡项目开发资金需求，并满足公司还本付息需要。片区开发成本计入“在建工程”，政府资金返还计入“专项应付款”，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，核销后剩余的专项应付款预计经财政审批核准后计入“资本公积”科目。公司片区改造类项目不计入营业收入。截至 2018 年底，公司“在建工程”中东部片区项目账面价值 85.68 亿元（不包括新客站项目），南部片区项目账面价值 47.84 亿元。

公司根据成都市委、市政府城市向东、向南发展战略，承担了成都市东部新区和南部新

区起步区等重大片区的改造与建设。项目建设内容主要为拆迁安置工程、土地一级开发整理和基础设施建设、配套公共设施建设等。

成都市东部新区起步区项目总投资额 495 亿元，规划面积约 41 平方公里，公司主要负责 31.8 平方公里的项目区域，项目建设期为 18 年（2003-2020 年）。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、大面片区项目正稳步推进拆迁和建设工作。截至 2019 年 3 月底已投资 377.67 亿元，已供地 7800 余亩。预计未来东部新区起步区还可提供净地 7988 余亩。

成都市南部新区起步区项目概算总投资额 135.00 亿元，规划面积 16.30 平方公里，项目主体建设期 10 年（2003-2013 年）。截至 2019 年 3 月底，南部新区已投资 202.2 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（不再调整投资批复文件，投资额有超概）；已供地 8900 余亩，预计未来

此片区还可提供净地 100 余亩。

2018 年，公司东部、南部片区土地共出让 31.26 亩，收到片区整理成本返还 20.03 亿元（包含以前年度未返还部分），计入“收到其他与经营活动有关的现金”。2019 年一季度，公司未有片区土地出让及成本返还。

② 重大项目建设业务

公司对于重大市政项目，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（纳入财政预算），公司仅负责建设，并收取一定比例代建项目管理费，公司一般不先行垫资，待政府将建设资金拨付后，公司再拨付给施工方。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”，收到的政府出资计入“专项应付款”，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，并将代建管理费部分确认收入。

表 4 截至 2019 年 3 月底公司主要代建重大市政项目情况（单位：亿元）

代建项目	计划总投资	已完成投资	收到的项目建设资金
树德中学宁夏校区	0.57	0.49	0.49
成都市公共卫生医疗中心	2.60	2.79	2.74
成都市委党校	4.85	5.05	6.42
成都市第二福利院	0.67	0.67	0.67
公安局“战训合一”项目	5.98	4.35	3.92
成都市中级人民法院	6.54	6.18	2.58
合计	21.21	19.53	16.82

资料来源：公司提供

2018 年及 2019 年一季度，公司分别实现代建项目管理费收入 3185.69 万元和 69.37 万元，代建管理费收入根据公司每年承接市政项目的多少有所波动。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别收到政府项目建设资金 10.30 亿元和 1.78 亿元。

③ 原拨改租项目

成都“拨改租”模式是指政府依法租用企业作为项目业主投资建设或购买的已建成、在

建或者拟建的非经营性城市基础设施项目，主要包括市政道路、桥梁、隧道、地下综合管廊、生态基础设施、公共交通设施等项目。政府租用企业投资城市基础设施项目可采取“建设(购买)一租用一移交”的模式实施。

2017 年 8 月，政府暂停“拨改租”模式，通过政府分年度纳入财政预算方式拨付资金。公司在拨改租模式暂停前承建了部分拨改租项目。目前二环路西段改造工程已完工并投入运营，成渝高速入城段改造工程、元华路神仙树

节点项目和日月大道项目属于拨改租项目暂停前已开始建设项目，公司不再新增拨改租项目融资，前期垫付资金和后续项目建设资金均拟

通过纳入财政预算方式分期拨付，保障项目建设合规性。

表5 截至2019年3月底公司原“拨改租”项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	已拨付资金	项目进度
西二环改造工程项目	1017000.00	759452.35	271691.20	已完工
成渝高速入城段改造工程	339617.65	191286.04	38563.00	在建
元华路神仙树节点项目	234057.55	140808.46	13020.00	在建
日月大道项目	356999.00	356999.00	96687.00	已完工
合计	1947674.20	1448545.85	419961.20	--

资料来源：公司提供

（2）房地产开发业务

跟踪期内，公司房地产开发业务收入有所下降，目前在建项目规模仍保持在较高水平，未来收入及现金回流有较大保障。但受房地产政策及行业波动影响，未来该业务毛利情况具有不确定性。

公司房地产开发业务的主要经营主体是子公司成都兴城人居地产投资集团有限公司（以下简称“人居地产”），人居地产具有国家一级房地产开发资质。公司房地产板块分为商品房和保障性住房项目。

公司作为项目的业主方负责项目的组织协调，无自有的建筑公司。主要合作的施工企业通常为专业特级资质的企业。公司主要合作的施工企业包括成都建工、四川建工建设有限公司、中铁二局集团建筑有限公司、四川省机械化工程有限公司、四川省第一建筑工程公司等。

公司按项目开发进度将施工款分批、分次支付施工单位。施工款支付一般是在施工合同签订后，按月支付，金额一般为当月所完成工程量的80~85%，10~15%的施工款则作为施工单位的工程保证金待主体工程完成时统一结

算，剩余5%则作为项目质量保证金，待质量保证期后支付。

公司承担成都市保障性住房建设任务，主要采用自行开发出售及代建两种模式（代建与重大项目建设业务模式一致）。自行开发出售类保障性住房主要为限价商品房，采用协议出让方式取得土地，项目完成后按照成都市有关限价房销售政策对满足购房条件的人群限价销售。限价商品房售价一般为同区域商品房销售均价下浮10~20%左右，土地取得也具备一定成本优势，且依据政府名单进行销售，销售压力较小，回款快。

经过多年发展，公司房地产板块成为公司经营收入主要来源，共开发了21个精品小区（楼盘），总面积超449万平方米，在成都市范围内具备一定实力和影响力，品牌形象良好。

2018年，公司房地产销售收入35.24亿元，较上年底有所下降。毛利率有所增长，主要系2017年公司销售房产项目主要为限价房项目，因此毛利率较低，而2018年公司销售的主要是商品房项目，毛利率较高。2019年1~3月，房地产销售实现收入15.56亿元，毛利率较上年进一步提升至44.47%。

表6 截至2019年3月底公司主要在售房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

	项目名称	性质	总投资	已投资情况	已销售总额	可售面积	累计已售面积
开发在售	花照云庭	商品房	18.11	2.85	4.67	8.70	8.52
项目	东城花汇	商品房	5.60	7.63	1763	19.70	13.13

	小计	--	23.71	10.48	22.30	28.40	21.65
已竣工在售项目	紫云庭	商品房	7.85	7.85	9.16	11.80	9.76
	东御佑家	商品房	11.42	11.42	15.09	24.64	20.58
	天府汇城	商品房	10.98	10.98	9.46	20.24	10.25
	创意山一期	商品房	7.17	7.17	4.33	12.87	5.73
	盛和林语	商品房	25.83	25.83	35.20	40.89	29.39
	小计	--	63.25	63.25	73.24	110.44	75.71
合计			86.96	73.73	95.54	138.84	97.36

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司主要在售房地产项目待出售面积为 41.48 万平方米，在售项目整体处于销售后期。公司在建房地产项目总投资规模 322.95 亿元，尚需投资 188.97 亿元，

目前在建项目规模仍保持在较高水平，未来收入及现金回流有较大保障。但受房地产政策及行业波动影响，未来该业务毛利情况具有不确定性。

表 7 截至 2019 年 3 月底公司在建房产项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	用地面积	建筑面积	总投资	已投资额	预计完工	已预售面积	已预售金额
东湖长岛	6.06	42.92	36.55	24.48	2020 年	--	--
花照项目	4.46	21.31	18.11	7.63	2020 年	13.13	17.63
紫荟广场	1.92	3.93	3.29	0.56	2022 年	--	--
东城花汇一期	4.36	17.24	8.96	4.44	2020 年	--	--
锦城湖酒店项目	2.84	6.63	13.68	3.86	2021 年	--	--
锦江区洪河片区人才用房项目	8.54	31.86	40.14	22.99	2021 年	--	--
柏云庭	8.19	30.63	38.00	12.34	2021 年	--	--
智荟城二期	7.17	8.70	15.08	4.56	2021 年	--	--
智荟城一期	2.26	15.69	8.20	1.93	2021 年	--	--
青白江区 85 亩人才房项目	5.62	19.73	19.35	6.44	2021 年	--	--
青白江区 77 亩人才房项目	5.17	19.26	19.87	5.61	2021 年	--	--
新都区 67 亩人才房项目	4.45	11.56	11.36	4.04	2021 年	--	--
悦云庭	4.33	15.68	19.63	9.41	2021 年	--	--
大邑县 74 亩人才公寓	4.97	14.09	12.60	4.27	2021 年	--	--
大邑县 58 亩人才公寓	3.86	10.93	10.04	2.82	2021 年	--	--
万新峰荟	3.35	12.66	11.16	3.74	2022 年	--	--

璟云庭	2.25	8.39	10.53	5.78	2021年	--	--
东汇家园	1.81	12.14	5.60	2.85	2019年	8.52	4.67
梧桐屿	10.96	41.92	20.80	6.23	2021年	2.96	2.13
合计	92.57	345.27	322.95	133.98	-	24.61	24.43

资料来源：公司提供

(3) 资产经营与管理业务

跟踪期内，公司未有新建大型商业项目，通过将自持商业项目对外出租收取租金，同时收取物业管理费及维护管理费能够为公司产生持续稳定的现金流。

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，2018年及2019年1~3月，公司分别实现物业管理收入0.57亿元和0.22亿元。

资产租赁业务为公司自持项目租赁业务，截至2019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、城南副中心科技创新中心二期A楼、B楼写字楼、体育公园A、B、C栋商业，及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，可租赁面积约151.97万平方米，已出租面积共计127.47万平方米，出租情况尚可。2018年及2019年1~3月，公司资产租赁收入分别为4.39亿元和1.05亿元。

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/平方米标准收取资产维护费。2018年及2019年1~3月，公司分别实现资产管理费及其他收入2.44亿元和0.52亿元。

(4) 资本金利息业务

公司使用自有资金和银行贷款进行社区项目建设和拨改租项目建设，其中银行贷款利息进行资本化处理，自有资金投入产生的资金占用费作为资本金利息收入处理。2018年及2019年1~3月，该板块分别实现收入0.49亿元和76.44万元。

(5) 建筑施工

成都建工建筑施工收入规模大，成为公司目前营业收入的主要来源。但建筑施工业务毛利率较低，导致公司综合业务毛利率快速下降。跟踪期内，公司新签合同额持续增长，业务不断向省外扩展，目前在手合同额规模较大，项目储备充足。

公司建筑施工板块由成都建工负责，建筑安装业务以工程总承包模式为主，通过招投标模式承接。业务类型包括房建施工、市政路桥、设备安装、装饰装修，其中以房建施工和市政路桥为主。跟踪期内，各建筑施工板块毛利率均有所下降，主要系上游原材料成本有所上升所致。

表8 成都建工建筑业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2017年			2018年			2019年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房建施工	217.58	73.51	6.12	289.38	74.83	4.56	64.90	70.36	4.17

市政路桥	67.08	22.66	8.00	63.19	16.34	5.22	22.66	24.57	4.68
设备安装	5.79	1.96	18.82	25.75	6.66	16.78	2.36	2.56	14.70
装饰装修	5.54	1.87	12.47	8.38	2.17	6.03	2.32	2.52	3.60
建筑施工合计	295.99	100.00	6.91	386.70	100.00	5.51	92.24	100.00	4.47

注：成都建工建筑业收入合计和表3建筑业收入不一致系统统计口径所致

资料来源：公司提供

公司房建业务主要是住宅、办公、商业项目等的施工，业主主要是当地的房地产开发公司。公司没有制定战略客户名单，主要是根据自身情况、大环境招投标信息进行投标。截至2019年3月底，公司在建房建施工项目总合同额1021.10亿元，已投资408.44亿元；公司在建市政路桥项目总合同额340.10亿元，已投资136.04亿元。公司未来施工板块待投入金额仍较大。

①项目承接

截至2019年3月底，公司在手未完工项目合同金额985.68亿元，项目储备充足，未来项目投入规模较大。

表9公司业务合同签订情况（单位：个、亿元）

类别	2017年	2018年	2019年1-3月
新签合同个数	607	797	180
新签合同金额	603.82	822.05	221.73
其中：1亿元以上合同数量	129	206	61
1亿元以上合同金额	531.63	717.35	191.78
全年完成合同金额	372.66	504.32	111.80
在手未完工合同金额	558.02	875.75	985.68

资料来源：公司提供

近年来，公司新签合同金额持续增长，其中1亿元以上的施工合同金额占比在85%左右，占比较大。

表10 公司建筑工程承包业务新签合同额按业务类型细分情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
房建施工	386.45	64.00	601.21	73.14	147.87	66.59
市政路桥	187.18	31.00	194.89	23.71	68.74	31.09
装饰装修	12.08	2.00	15.41	1.87	3.02	1.37
设备安装	18.11	3.00	10.54	1.28	2.10	0.95
合计	603.82	100.00	822.05	100.00	221.73	100.00

资料来源：公司提供

从新签合同类型来看，房建施工新签合同规模最大，但受市政路桥新签合同规模快速增长影响，房建新签合同规模占比有所下降。

从新签合同地区来看，作为成都市重要的建筑安装施工企业，公司业务以成都市为中心，同时辐射四川省，省外地区业务规模相对较小。近年来公司逐渐扩展省外业务，

主要扩展至贵州、云南、重庆、湖北、河南、天津等地区，省外业务分布较为分散。

跟踪期内，公司储备订单充足，为未来发展提供较好保障，区域上仍以成都市内项目为重心。

②经营模式和结算模式

公司建筑安装业务与项目业主签订工程合同，按照项目业主审定产值或工程完工百分比法确认收入，业务成本按照审定工程量实际发生的成本费用确认。

公司目前以工程总承包为主，即公司参与项目的招投标，中标后进行工程建设，公司采用以项目经理负责为前提，实行从工程项目开工到竣工验收交付施工的一次性全过程的施工承包经营管理。在各工程项目的结算方面，项目业主单位一般会有 5~10%的预付款；在施工过程中，工程款按月进行结算。业主方进度款的支付比例一般为 70~80%（含预付款，预付款按完工比例进行折算）；工程完工后，公司一般可收到工程款的 85%；工程结算完成后，公司可收到工程款的 95~98%。剩余 2~5%作为工程质保金，回收期一般在 2 年左右，目前公司总承包模式工

程款违约比例约为 5~10%。

除传统总承包模式外，公司业务模式还包括 BT 和 PPP 项目。公司参与的 BT 项目目前已全部完工，2018 年 9 月底，BT 项目尚未回款的金额为 6.90 亿元。

公司目前参与 PPP 项目主要是通过资金方组成联合体进行投标，中标后与政府方组成项目公司，公司在项目公司中占小比例股份（一般不超过 20%）。公司主要负责项目的施工建设，资金方主要负责项目资本金缺口及后期项目资金的融资。公司 PPP 项目建设成本不垫资，资金到位后才进行施工，公司目前资金支出仅涉及出资成立项目公司支付的注册资本金。公司目前参与的 PPP 项目主要涉及道路、桥梁等市政基础设施建设领域。

公司目前承接的 PPP 业务，行政审批齐全，程序合法合规，且均列入国家、省级 PPP 项目库，纳入财政预算，业务均符合国家相关规定。截至 2019 年 3 月底，公司承接 PPP 项目共计 11 个，合同总金额 68.90 亿元，具体情况详见下表。

表 11 截至 2019 年 3 月底公司已签订 PPP 项目情况表（单位：年、万元、%）

项目名称	项目业主	建设期+合作运营期	合同金额	对项目公司参股比例	项目公司注册资本	已投资额（建设成本）	已确认收入	建设期间	入库情况	付费情况
万源市城市建设 PPP 项目	万源市国有资产管理委员会办公室	2+13	132400	5.00	11680	未开工	未开工	2019-2021 年	是	停车场、工业园区等为可行性缺口补助；东区棚户区基础项目为政府付费
秦巴物流园“一纵三横”道路及河龙水库片区基础设施项目	达州市国有资产经营管理公司	3+7	150000	4.98	6000	79416	74969	一期：2016-2020 年；二期未定	是	政府付费
四川健康职业学院一期建设项目	内江市卫生和计划生育委员会	2+10	51000	15.56	4500	44000	40000	2017-2019 年	是	可行性缺口补助
绵阳市元通公园 PPP 项目	绵阳科技城科教创业园住房和城乡建设局	1.5+10	13983	2.00	3000	4003	3639	2017-2019 年	是	政府付费

S409巴中-坦溪公路 渐岸至兰草段 建设项目	平昌县交通 运输局	2+10				20061	11283	因资金不足 暂停	是	政府付费
G542线坦溪镇至 金宝大道建设工 程(一期)项目	平昌县交通 运输局	2+10	120027	20.00	3000	18005	5822	因资金不足 暂停	是	政府付费
东互通至通河桥 连接线建设项目	平昌县交通 运输局	3+9				10447	2739	因资金不足 暂停	是	政府付费
宜宾县安边镇朝 阳学校迁建 PPP 项目	宜宾县教育 和体育局	1+9	7085	1.00	2404	3399	3118	2018-2019 年	是	政府付费
紫云工业园二期 PPP 项目	四川苍溪经 济开发区管 理委员会	2+10	23800	2.00	6000	9892	6737	2017-2019 年	是	政府付费
合江县甘自路交 通基础设施建设 PPP 项目	合江县交通 运输局	3+8	68700	20.00	3000	未开工	未开工	2019-2021 年	是	政府付费
宜宾县工业园区 市政道路基础设 施一期工程 PPP 项目合同	宜宾县工业 园区管理委 员会	3+10	121963	5.00	11000	13501	13108	2018-2021 年	是	政府付费
合计		--	688958	--	50584	202724	161416	--	--	--

资料来源：公司提供

③物资采购

建筑工程方面，公司主要采购建筑钢材、水泥、商品混凝土、预拌砂浆、石材、电线电缆和 PVC 管材等原材料，根据每种材料的市场特性划分为建筑钢材和综合材料（含水泥、商品混凝土、预拌砂浆、石材等）两大类。原材料采购主要以孙公司成都建工物资有限责任公司（以下简称“物资公司”）、成都建工工业化建筑有限公司（以下简称“工业化公司”）等负责。

目前，建筑钢材的主要采购渠道为省内现有大型钢厂和少量陕钢产品，厂家直供比例占公司年建筑钢材采购量的近 80%，剩余 20%左右来自市场调剂采购；综合材料主要来自省内知名生产厂家。同时，工业化公司拥有生产基地，可自行生产混凝土构件供给公司使用。

(5) 建材销售

公司建材销售业务由子公司成都建工负责，主要销售石材、钢材、水泥、砂石、混凝土等，负责销售建材的孙公司包括建材公

司、预筑公司、赛利公司、物资公司、工业化公司。建材供应商主要为四川省内建材公司。

表 12 公司主要建材销售明细（单位：万元）

类别	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
钢材销售金额	66153.93	70755.31	6755.01
商品混凝土销售金额	29382.92	85937.52	16272.47
混凝土构件等销售金额（混 凝土构件/零星管材/方石等）	4781.41	43111.92	7823.98
合计	100318.27	199804.75	30851.46

资料来源：公司提供

该业务毛利率较高，主要系在建材价格持续上涨的背景下，很多购买方提前支付款项锁定价格，而实际建材分期拨付，公司将收到的款项全部确认为收入，在建材实际拨付时才确认成本，收入与成本存在错配情况所致；此外，近年来公司新推行混凝土构件销售，该款产品毛利水平较高，一定程度提升了建材销售板块毛利率。

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 2019~2020 年在上述项目的投资额预计约 30 亿元。

2018 年，公司新增建筑施工板块，业务范围有所扩展，资产和收入规模将大幅增长，综合实力进一步提高。

总体来看，未来公司业务规模仍然较大，投资周期长，片区整理成本返还及房地产销售能有效平衡项目前期大规模的投入。同时，成都建工的并入进一步扩大公司业务范围，提高公司综合实力，对公司收入和现金回流形成良好的补充。

八、财务分析

公司提供了 2018 年合并财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年一季度财务数据未经审计。

2018 年，公司新增 2 家合并范围的子公司。公司合并范围新增子公司分别为成都建工和成都兴城足球俱乐部有限公司，成都建

工业务规模较大，本次合并范围变动对公司资产、负债及收入规模均产生较大影响。2019 年一季度，公司新增 3 家子公司，其中 2 家公司为公司收购的上市公司，分别为天津红日药业股份有限公司（以下简称“红日药业”）和中化岩土集团股份有限公司（以下简称“中化岩土”），上述两家子公司于 2019 年 3 月 31 日纳入合并范围，由于是非同一控制下的子公司合并，2019 年一季度资产负债表中已进行合并，但由于是 2019 年 3 月 31 日合并，合并利润表和现金流量表数据尚未完全体现；另外 1 家为公司出资设立的子公司。

1. 资产质量

2018 年，公司合并成都建工后资产结构转为以流动资产为主。公司资产中占比最大为存货和在建工程，未来可预见获得的片区整理成本返还为工程建设投入提供保障；成都建工并入后，公司应收类款项规模占比有所增长，且计提坏账准备比例较高，对公司资金形成一定占用。

截至 2018 年底，公司资产总额大幅增长至 1554.95 亿元，公司资产结构发生变化，流动资产占比增至 56.32%，非流动资产占比下降至 43.68%。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	83.11	10.98	131.34	8.45	201.46	11.38
应收账款	5.29	0.70	166.19	10.69	188.67	10.66
存货	124.68	16.47	508.59	32.71	527.35	29.79
流动资产	251.16	33.18	875.73	56.32	1024.76	57.89
持有至到期投资	36.89	4.87	32.23	2.07	31.22	1.76
长期应收款	65.17	8.61	87.77	5.64	96.70	5.46
投资性房地产	37.25	4.92	54.89	3.53	54.49	3.08
固定资产	0.67	0.09	38.61	2.48	67.26	3.80
在建工程	354.66	46.85	389.67	25.06	392.48	22.17

非流动资产	505.91	66.83	679.22	43.68	745.53	42.11
资产合计	757.06	100.00	1554.95	100.00	1770.29	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2018 年底，公司流动资产 875.73 亿元，主要由货币资金、应收账款和存货构成。其中，公司货币资金 131.34 亿元，受限部分 0.98 亿元，公司货币资金较为充足。应收账款 166.19 亿元，公司计提坏账准备 17.36 亿元，坏账准备计提率较高，主要针对成都建工的涉诉事项导致回款风险及账龄较长业主无法联系的部分，成都建工合并后，公司应收账款规模及在资产中的占比均大幅增长。其中，前五名应收账款合计占比 11.10%，应收账款单位较为分散，公司回收具有一定风险。其他应收款 41.53 亿元，坏账计提准备 19.91 亿元，坏账准备计提率较高，主要针对涉诉事项导致的回款风险部分。公司合并成都建工后，应收类款项大幅增长，且由于成都建工涉诉事项较多，导致公司应收类款项计提坏账准备比例较高。

表 14 截至 2018 年底其他应收款前五名概况

(单位：亿元、%)

单位名称	金额	占比	账龄	款项性质
四川德瑞企业发展有限公司	9.79	15.95	1-4 年	项目投资款及利息
双流县土地储备中心	6.11	9.94	3 年以上	土地出让保证金
四川省森盟置业有限公司	5.29	8.61	2-5 年, 5 年以上	项目投资款及利息
都江堰市土地储备中心	3.65	5.92	2-3 年, 4-5 年, 5 年以上	土地整理资金及收益
成都九联投资有限公司	1.80	2.93	1 年以内	履约保证金
合计	26.64	43.35	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司存货 508.59 亿元，其中在产品 219.42 亿元，工程施工（已完工未结算）216.02 亿元，产成品 60.42 亿元。公司其他流动资产 8.78 亿元，其中待抵扣增值税 5.87 亿元，预缴税金 1.68 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产 679.22 亿元，其中长期应收款 87.77 亿元，主要系 PPP 项目、BT 项目的投资款或工程款。固定资产 38.61 亿元，主要为房屋及建筑物、机器设备、运输工具等。公司在建工程 389.87 亿元，公司在建工程主要是东部和南部片区改造项目、新客站基建项目（131.87 亿元，属于东部片区改造范围）以及其他代建项目。公司在建工程规模很大，未来可预见获得的片区整理成本返还为工程建设投入提供了保障。

截至 2018 年底，公司使用权受限的资产规模 113.66 亿元，主要为用于抵押的存货及固定资产，占净资产的 27.03%。公司受限资产规模较大，对未来融资形成一定压力。

截至 2019 年 3 月底，公司资产较上年底增长 13.85%至 1770.29 亿元，整体资产构成较上年底变化不大。

2017~2018 年及 2019 年 3 月底，公司应收类款项/资产总额持续增长，分别为 12.23%、19.00%和 19.97%，由于成都建工应收款项规模较大，对公司资金形成一定占用。

3. 资本结构

跟踪期内，受公司新发行可续期债券及持续收到政府注入的资本金影响，公司所有者权益有所增长。

截至 2018 年底，公司所有者权益 420.44 亿元。其中，实收资本未发生变化。其他权益工具 61.70 亿元，2018 年，公司新发行不限次数可续期债权投资 18.10 亿元。公司资本公积 221.57 亿元，2018 年，公司收到成都市市级财政国库支付中心拨付的资本金 17.00 亿元，同时成都市住保中心将名下的富士康配套项目约 45 万平方米的资产无偿划至成都建工增加资本公积 18.95 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司实收资本增至 56.89 亿元，实收资本增加主要系公司出资于二级市场收购上市公司红日药业股权和上市公司中化岩土股权而产生的库存股，持股比例分别为 16.195%和 29.19%，公司拥有控制权，纳入

合并范围。其他权益工具增至 71.63 亿元，主要为新收购上市公司的权益工具金融资产。同时，收购上市公司导致公司少数股东权益较上年底增加 82.29 亿元至 127.24 亿元。

表15 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	55.25	17.84	55.25	13.14	56.89	11.00
其他权益工具	44.00	14.21	61.70	14.68	71.63	13.85
资本公积	131.25	42.37	221.57	52.70	223.58	43.23
未分配利润	32.57	10.52	34.74	8.26	36.95	7.14
所有者权益	309.74	100.00	420.44	100.00	517.21	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

2018年，公司扩大对外融资规模，且合并成都建工后，负债规模大幅上升，考虑到计入权益的可续期债券规模较大，公司实际债务规模较大，债务负担重。

截至 2018 年底，公司负债 1134.51 亿元，成都建工合并后，公司负债结构发生变化，流动负债占比增至 56.05%，非流动负债占比下降至 43.95%。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.22	0.27	125.61	11.07	156.45	12.49
应付账款	37.07	8.29	291.76	25.72	273.79	21.85
预收款项	37.98	8.49	66.40	5.85	64.58	5.15
其他应付款	9.69	2.17	53.92	4.75	63.60	5.08
一年内到期的非流动负债	82.07	18.35	65.76	5.80	47.18	3.77
流动负债	176.71	39.50	635.87	56.05	632.57	50.48
长期借款	107.90	24.12	266.13	23.46	355.71	28.39
应付债券	46.98	10.50	117.80	10.38	142.50	11.37
长期应付款	31.71	7.09	103.49	9.12	110.33	8.80
专项应付款	84.02	18.78	--	--	--	--
非流动负债	270.62	60.50	498.64	43.95	620.51	49.52
负债总额	447.33	100.00	1134.51	100.00	1253.08	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2018 年底，公司流动负债 635.87 亿元，主要由短期借款、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成。截至 2018 年底，公司短期借款大幅增长至 125.61 亿元，其中保证借款 72.44 亿元，信用借款 39.77 亿元，抵押借款 12.99 亿元。公司应付账款 291.76 亿元，主要为成都建工形成的未结算工程款。其中一年以内的占比 73.63%。公司其他应付款 53.92 亿元，主要为往来款、风险金、保证金等。公司一年内到期的非流动负债 65.76 亿元，其中一年内到期的长期借款 61.76 亿元。截至 2018 年底，公司非流动负债 498.64 亿元，其中长期借款 266.13 亿元。应付债券 117.80 亿元，其中 2018 年，公司发行两笔欧元债，合计 38.81 亿元，同时公司发行 20.00 亿元私募公司债、公司下属人居地产集团发行 15.00 亿元私募公司债。根据 2018 年新准则，专项应付款计入长期应付款中，截至 2018 年底公司长期应付款 103.49 亿元，其中长期应付款项 32.36 亿元，专项应付款 84.22 亿元。长期应付款项中应付成都财政局款项 27.01 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。公司专项应付款主要为政府拨付项目建设款项。

截至 2019 年 3 月底，公司负债 1253.08 亿元，较上年底增长 10.45%，资产构成较上年底变化不大。

2018 年，成都建工并入后，公司债务规模大幅增长。截至 2018 年底，公司全部债务 583.41 亿元，其中短期债务 199.49 亿元，占比 34.19%，长期债务 383.92 亿元，占比 65.81%。考虑到公司长期应付款中的有息部分，2018 年底，公司调整后全部债务 610.42 亿元，其中短期债务占比 32.68%，调整后长期债务占比 67.32%。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 72.96%、59.21%和 49.43%，公司债务负担明显加重。截至 2019 年 3 月底，公司调整后全部债务规模进

一步增长至 776.06 亿元，短期债务和长期债务分别占比 26.24%和 73.76%。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 70.78%、60.01%和 52.53%。考虑到公司计入权益的可续期债券规模较大，公司实际债务负担将有所加重。目前，公司整体债务负担重。2019~2021 年，公司待偿还债务分别为 191.77 亿元、195.93 亿元和 124.70 亿元，公司每年待偿还债务规模大。

4. 盈利能力

2018 年，公司合并成都建工后新增大规模建筑施工收入，成为公司目前营业收入的主要来源。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，但成都建工并入后导致公司盈利能力下降较快，目前整体盈利能力一般。

2018 年，公司营业收入 436.64 亿元，主要来源于成都建工的建筑业板块。随着公司在建房地产项目陆续完工结转收入，租赁收入稳定增长，未来公司营业收入有望提升。受建筑板块毛利率较低的影响，公司营业利润率为 8.68%，较以前年度大幅下降。

2018 年，公司发生期间费用 23.02 亿元，其中管理费用 11.67 亿元，财务费用 9.57 亿元。公司期间费用占营业收入的 5.27%，整体期间费用控制能力尚可。

2018 年，公司获得财政补贴 1762.31 万元，实现利润总额 12.40 亿元。从盈利指标来看，公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 2.00%和 2.25%，整体盈利能力一般。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 107.14 亿元，营业利润率 10.41%，实现利润总额 5.07 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司在建项目投资规模较大，经营活动现金流入仍无法覆盖其流出；公司依

靠大规模的外部融资来满足资金需求，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。

2018年，公司实现经营活动现金流入522.45亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金389.53亿元，现金收入比89.21%，现金回流情况一般。当期，公司经营活动现金流出639.09亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金493.25亿元，支付其他与经营活动有关的现金112.59亿元，主要为包括集团本部支付的工程项目投资款、成都建工支付的履约保证金，以及代建项目工程款等。2018年，公司经营活动现金净流量仍保持净流出，为-116.64亿元。

2018年，公司投资活动中投资支付的现金规模较大，为33.48亿元，主要系2018年公司启动收购两家上市公司支付的现金（收购于2019年3月完成）。支付其他与投资活动有关的现金24.01亿元，主要为公司棚改项目产生的拆迁等支出。当年，公司投资活动现金净流出52.11亿元。

2018年，公司筹资活动现金流入497.73亿元，其中吸收投资收到的现金17.00亿元，为收到的财政拨付资金，取得借款收到的现金456.08亿元，收到其他与筹资活动有关的现金24.66亿元，主要为发行债券收到的现金。当年，公司偿还债务支付的现金308.36亿元，筹资活动现金净流入152.35亿元。

2019年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-36.85亿元；投资活动现金流量净额-14.18亿元，其中投资支付的现金16.22亿元，主要为收购2家上市子公司支付的现金；当年，公司取得借款收到的现金180.93亿元，筹资活动现金流量净额115.92亿元。

6. 偿债能力

由于成都建工并入导致公司债务规模大幅增长，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较差。考虑到股东对公司的资金支持力度大，

且间接融资渠道畅通，公司整体偿债风险极小。

截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为137.72%和57.74%，较上年底均有所下降。2019年3月底，上述两项指标上升至162.00%和78.63%。跟踪期内，公司经营活动净现金流为负，对流动负债无保障能力。截至2019年3月底，公司现金类资产对短期债务的保障程度一般，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，2018年，公司EBITDA25.49亿元，成都建工并入后，公司债务规模大幅增长，公司全部债务/EBITDA为23.94倍，公司长期偿债能力较差。考虑到股东对公司的资金支持力度大，公司整体偿债风险极小。

截至2019年3月底，公司对外担保金额合计10亿元，担保比率为1.93%。被担保公司为成都中电熊猫显示科技有限公司，担保期限为2018年9月至2028年9月。公司担保规模较小，整体或有负债风险可控。

截至2019年3月底，公司获得银行授信额度1108.68亿元，已使用额度597.30亿元，尚未使用额度为511.41亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

跟踪期内，成都建工并入后，母公司资产、负债规模在合并口径中占比较低，母公司收入规模对合并口径收入贡献小。

截至2018年底，母公司资产规模722.42亿元，同比增长18.69%，占合并口径资产总额的46.46%。其中，流动资产占比10.17%，非流动资产占比89.83%。母公司资产主要由在建工程、长期股权投资和长期应收款构成。

截至2018年底，母公司权益规模327.04亿元，同比增长42.24%，占合并口径的77.79%，构成与合并口径基本保持一致。

截至2018年底，母公司负债395.39亿元，同比增长5.19%，占合并口径负债的34.85%。

其中，流动负债 53.42 亿元，非流动负债 341.97 亿元。非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2018 年，母公司实现营业收入 7.69 亿元，同比增长 31.90%；实现利润总额 4.33 亿元。

2018 年，母公司经营活动净现金流 2.63 亿元；投资活动净现金流-73.25 亿元，其中投资支付的现金 62.04 亿元；筹资活动净现金流 48.74 亿元。

九、存续债券偿债能力分析

公司现金类资产对一年内到期的应付债券保障程度很强，2018 年经营活动现金流入对未来待偿还债券本金峰值保障程度强。

截至 2019 年 3 月底，公司一年内到期的应付债券 4.00 亿元，2021 年将达到未来待偿债券本金峰值 60.74 亿元（其中境外债按照 1 美元=6.9 人民币汇率换算）。2019 年 3 月底，公司现金类资产 207.72 亿元；2018 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 522.45 亿元、-116.64 亿元和 25.49 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表17 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	4.00
未来待偿债券本金峰值	60.74
现金类资产/一年内到期债券余额	51.93
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	8.60
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-1.92
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.42

资料来源：联合资信整理

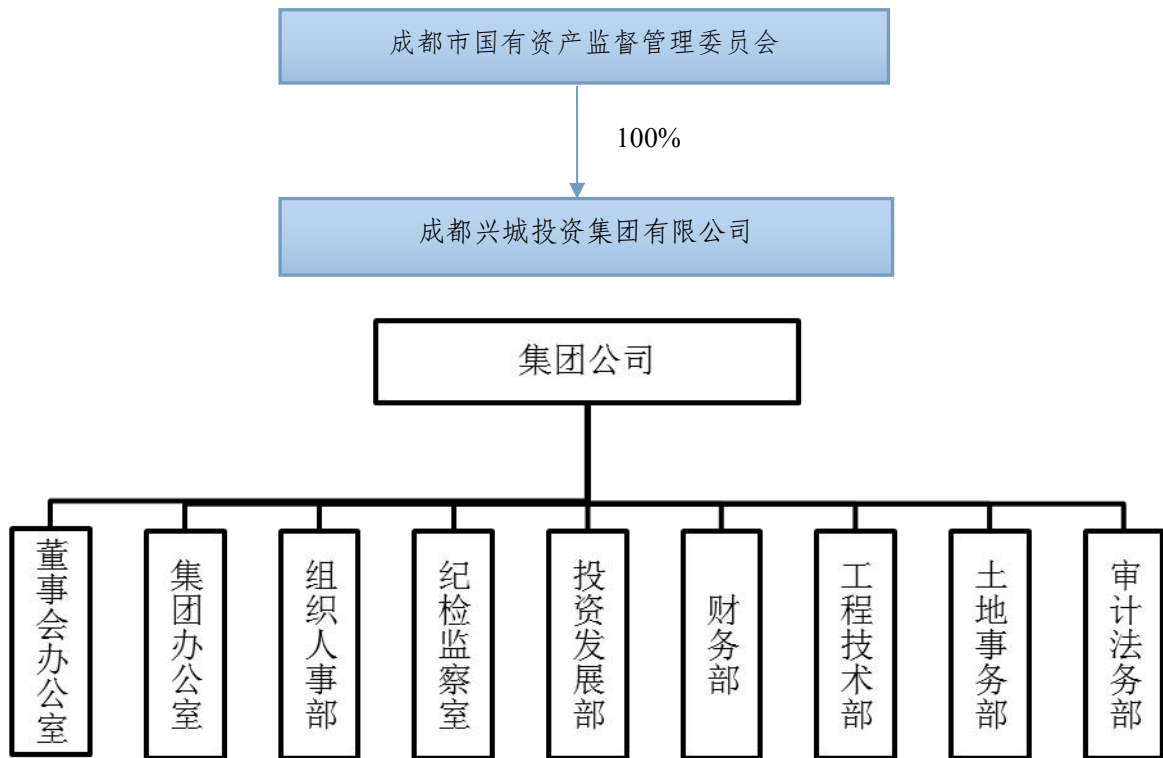
总体看，公司现金类资产对一年内到期的应付债券保障程度很强；2018 年经营活动现金

流入量对未来待偿还债券本金峰值保障程度强，公司存续债券偿还压力小。

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，并维持“13 蓉兴债/PR 蓉兴城”“16 兴城投资 MTN001”和“17 兴城投资 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2019 年 3 月底公司股权及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	131.17	83.11	133.94	207.72
资产总额(亿元)	704.14	757.06	1554.95	1770.29
所有者权益(亿元)	221.57	309.74	420.44	517.21
短期债务(亿元)	91.56	83.29	199.49	203.63
长期债务(亿元)	201.03	154.88	383.92	498.21
全部债务(亿元)	292.59	238.17	583.41	701.84
调整后全部债务(亿元)	316.77	260.00	610.42	776.06
营业收入(亿元)	33.48	47.48	436.64	107.14
利润总额(亿元)	8.34	9.86	12.40	5.07
EBITDA(亿元)	12.89	12.34	25.49	--
经营性净现金流(亿元)	-22.74	-56.03	-116.64	-36.85
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.04	11.45	5.02	--
存货周转次数(次)	0.15	0.27	1.24	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.38	--
现金收入比(%)	87.62	99.18	89.21	133.33
应收类款项/资产总额 (%)	10.37	12.23	19.00	19.97
营业利润率(%)	36.22	25.80	8.68	10.41
总资本收益率(%)	1.87	1.53	2.05	--
净资产收益率(%)	2.79	2.32	2.25	--
长期债务资本化比率(%)	47.57	33.34	47.73	49.06
全部债务资本化比率(%)	56.91	43.47	58.12	57.57
调整后全部债务资本化比率(%)	58.84	45.63	59.21	60.01
资产负债率(%)	68.53	59.09	72.96	70.78
流动比率(%)	149.93	142.13	137.72	162.00
速动比率(%)	85.15	71.57	57.74	78.63
经营现金流动负债比(%)	-12.46	-31.71	-18.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.70	19.30	22.88	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	24.58	21.06	23.94	--

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 2019 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%
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-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 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