

信用等级公告

联合〔2019〕281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及其拟发行的2019年第一期成都兴城投资集团有限公司公司债券的信用状况据进行综合分析和评估，确定成都兴城投资集团有限公司主体长期信用等级为AAA，2019年第一期成都兴城投资集团有限公司公司债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
评级业务专用章
二〇一九年七月二十二日

2019年第一期成都兴城投资集团有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
本期债券信用等级: AAA
评级展望: 稳定

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投资建设及运营管理工作。2018年,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。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成都市地方经济持续增长,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,成都建工并入使得公司资产和收入规模大幅增长。同时,联合资信也关注到,公司应收类款项对资金形成一定占用,债务负担较重,公司在建项目建设周期长、投资规模大,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等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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。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债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 成都市经济持续增长,公司外部发展环境良好。
2. 公司是成都市东部、南部新区起步区基础设施

债项概况:

本期债券发行规模: 15.00 亿元
本期债券期限: 5 年
偿还方式: 按年付息,到期一次偿还本金
募集资金用途: 用于项目建设和补充运营资金

评级时间: 2019 年 7 月 22 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	131.17	83.11	133.94
资产总额(亿元)	704.14	757.06	1554.95
所有者权益(亿元)	221.57	309.74	420.44
短期债务(亿元)	91.56	83.29	199.49
长期债务(亿元)	201.03	154.88	383.92
全部债务(亿元)	292.59	238.17	583.41
营业收入(亿元)	33.48	47.48	436.64
利润总额(亿元)	8.34	9.86	12.40
EBITDA(亿元)	12.89	12.34	25.49
经营性净现金流(亿元)	-22.74	-56.03	-116.64
应收类款项/资产总额(%)	10.37	12.23	19.00
营业利润率(%)	36.22	25.80	8.68
净资产收益率(%)	2.79	2.32	2.25
资产负债率(%)	68.53	59.09	72.96
全部债务资本化比率(%)	56.91	43.47	58.12
流动比率(%)	149.93	142.13	137.72
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

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

施建设的重要实体,得到了股东在片区整理成本返还、城建资金拨款等方面的大力支持。

3. 2018 年,成都市政府将成都建工全部股权无偿划转至公司,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。
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. 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。
2. 公司经营活动现金持续净流出,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依赖强。
3. 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,目前债务负担较重。

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、本次信用评级结果的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。

2019年第一期成都兴城投资集团有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

成都兴城投资集团有限公司（以下简称“公司”或“兴城集团”）原名为成都市兴城投资有限公司（以下简称“兴城公司”），是成都市国有资产监督管理委员会（以下简称“成都市国资委”）于2009年3月投资30亿元成立的国有独资企业。根据国务院《成都市城市总体规划（1995-2020年）》的批复（国函〔1999〕63号），2003年成都市政府成立了兴南投资有限责任公司（以下简称“兴南公司”）和兴东投资有限责任公司（以下简称“兴东公司”），分别为成都市南部和东部新区起步区城市基础设施建设项目的投融资主体；2008年根据成都市政府成办发〔2008〕12号文件，兴南公司和兴东公司以新设合并方式组建为兴城公司，成为成都市城市建设和经营的投融资平台；2012年2月兴城公司更名为现名。2012年4月1日，成都市国资委根据成都市财政局和成都市国资委《关于安排成都兴城投资集团有限公司资本金的通知》（成财投〔2012〕30号、31号）对公司增资25.25亿元。2018年9月，市政府将成都建工集团有限公司（以下简称“成都建工”，原名“成都建筑工程集团总公司”）出资人由成都市国资委变更为公司。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，实收资本增加主要系公司收购两家上市公司天津红日药业股份有限公司和中化岩土集团股份有限公司，由于股权回购形成的库存股。成都市国资委是公司的唯一股东，为公司实际控制人。

公司经营范围：土地整理与开发；城市配套基础设施，环境治理的投融资，建设和管理；廉租房、经济适用房、限价商品房和普通商品房的开发建设；资本运作；特许经营；国有资产经营管理；对外投资（不得从事非法集资、

吸收公众资金等金融活动）；其他非行政许可的经营项目（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2018年底，公司合并范围内共12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。

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。

二、本期债券及募投项目概况

公司计划发行2019年第一期成都兴城投资集团有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），发行金额15.00亿元，期限5年。本期债券按年付息，到期一次还本。

本期债券募集资金中10.00亿元用于天府绿道—成都市环城生态区生态修复综合项目（南片区）项目（以下简称“募投项目”），仅用于天府绿道中生态绿道建设、绿道修复等主体工程以及停车场等项目建设，不用于驿站等商业设施，5.00亿元用于补充运营资金。

募投项目

本期债券募投项目符合国家产业政策和行业发展方向。该项目沿成都市绕城高速两侧环城生态区，西至接待寺立交、东至成洛大道，在全长约33公里的范围内修建绿道、生态修复及二、三、四级驿站等。项目总投资规模131亿元，其中资本金26.10亿元，占总投资19.92%，由公司自筹。项目计划开工时间为2017年7月，建设周期24个月。截至2018年

底，募投项目累计已投资 14.81 亿元（已投资额系公司实际支付施工方工程款），2019~2020

年分别计划投资 29.16 亿元和 10.99 亿元，其中使用募集资金 10.00 亿元。

表 1 募投项目相关批文情况

审批文件	批准文号	发文机关
四川省固定资产投资项目备案表	川投资备 (2017-510100-77-03-197055)	成都市发展和改革委员会
成都市环境保护局关于成都天府绿道建设投资集团有限公司成都市环城生态区生态修复综合项目（南片区）环境影响报告书的审查批复	成环建评（2017）223 号	成都市环境保护局
成都市人民政府关于下达成都市 2018 年重点项目计划的通知	成府发（2018）1 号	成都市人民政府
成都市国土资源局关于环城生态区天府绿道项目的复函	成国土资函（2017）471 号	成都市国土资源局
成都市交通运输局公路管理处关于将锦城绿道建设纳入全市农村道路规划体系的通知	成交公路（2019）62 号	成都市交通运输局公路管理处
成都市农业委员会关于环城生态区天府绿道项目农田综合整治任务的通知书	（2017）6-150	成都市农业委员会
成都市水务局关于对环城生态区相关河渠进行整治建设的通知	成水务函（2017）252 号	成都市水务局

资料来源：公司提供

募投项目收益主要来自于成都市环城生态区生态修复综合项目（南片区）将通过经营性项目获得收入，包括特色园、林盘院落以及停车场的出租收益。根据测算，募投项目在本期债券存续期内的可实现经营性现金流入 252013.62 万元，期间项目现金流出（包含项目运营成本、营业税金及附加）预计为 105513.67 万元，项目经营性净现金流为 146499.95 万元。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百

分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。

稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、

制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继

续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场

的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

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国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，依法依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，依法实施破产重组或清算，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》国发办〔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各种形式的担保、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：联合资信综合整理

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

近年来，成都市经济持续增长，产业结构不断优化，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环境。

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。

2016~2018 年，成都市地区生产总值逐年增长，分别为 12170.2 亿元、13889.39 亿元和 15342.77 亿元，按可比价格计算，2018 年同比增长 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%。

2018 年，公司新增建筑施工业务，成都市建筑业稳定发展。2018 年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

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。成都市国资委是公司的唯一股东，为公司实际控制人。

2. 企业规模

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。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。专业资质方面，成都建工具备建筑工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包一级、机电工程施工总承包一级、钢结构工程专业承包一级、公路工程施工总承包二级等资质。

自公司成立以来，公司业务规模不断扩展，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

公司高管人员学历较高，从业经验丰富；员工队伍整体文化素质较高，年龄结构合理，能够满足公司日常经营需要。

截至 2019 年 3 月底，公司高管人员 11 人。其中董事长 1 人、外部董事 1 人、副董事长 1 人、总经理 1 人、总会计师 1 人、副总经理 6 人。

任志能先生，1964 年生，研究生学历；曾任西藏军区、成都军区后勤部战士、干部，成都市市政工程局计划财务处会计师、副处长，府南河综合整治管委会办公室计划财务处干部、副处长、处长、办公室副主任、党组成员，成都市干道建设指挥部副指挥长、党组成员，成都市交通投资集团有限公司副总经理，成都市交通投资集团有限公司董事。2011 年任公司董事、总经理、党委副书记。2013 年 5 月起至今任公司董事长、党委书记。

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。

李善继先生，1966年生，研究生学历；曾任攀钢集团成都无缝钢管有限责任公司总经理助理，攀钢集团成都钢铁有限责任公司总经理，攀钢集团成都钢钒有限公司总经理，攀钢集团成都物流投资管理有限公司董事，攀钢集团江油长城特殊钢有限公司副总经理，攀钢集团成都投资管理有限公司副董事长，成都建工集团总经理；2017年9月起任公司副董事长，兼任成都建工党委书记、董事长、总经理。

张俊涛先生，1963年生，研究生学历，经济师；曾任成都冶金实验厂车间技术员、工段长、团支书、厂团委委员、企业管理处、计划处干事，成都市委工交工委干部处干事、主任干事，成都市经委办公室副主任，成都市国资委办公室主任，成都市兴东投资有限公司副总经理。现任公司党委副书记、董事、总经理。

钟莉女士，1971年生，本科学历，高级会计师；曾任成都市污水处理厂财务科会计、副科长、科长，成都市兴东投资有限公司财务部经理、总经理助理，成都兴城集团总经理助理、审计部主任、财务部主任、纪委委员。现任成都兴城投资集团有限公司职工董事、总会计师。

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。

截至2019年3月底，公司在职员工共21550人，从学历结构来看，本科及以上学历占比39.24%、专科占比37.70%、高中及以下23.06%；从年龄结构来看，50岁以上占比10.97%、30~50岁的占比56.27%、30岁以下占比32.76%。

4. 外部支持

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，成都市财政实力很强，有利于公司项目工程款的及时到位；公司在资金拨付和股权划拨方面获得外部大力支持。

股东实力

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。近三年，成都市财政实力持续增长。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。

资金支持

2016~2018年，公司分别收到政府返还片区整理成本金额0.76亿元、25.06亿元和20.03亿元，该项资金为公司承担东部、南部新区片区改造的成本返还。

2016年，根据成都市国有资产监督管理委员会批准，公司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。同时根据市财政局、市国资委通知，收到拨付子公司

20亿元国有资本金；成都市财政局拨给给公司小城镇建设项目资金3.00亿元。公司2017年收到成都市市级财政国库支付中心拨付子公司成都医疗健康投资集团和子公司成都天府绿道建设投资有限公司资本金各3.00亿元。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。

股权划转

2018年9月，成都市政府将成都建工股权全部划转至公司。成都建工是主要从事四川省内房屋及市政路桥建设的国有建筑类企业，公司新增建筑施工板块，业务范围有所扩展，资产及收入规模大幅增长，综合实力进一步提高。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，无其他不良信贷记录。

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2019年7月22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7月22日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构较完善，公司内部管理结构较为清晰，管理制度建设整体健全，实际执行情况良好。

1. 法人治理结构

公司是成都市国有资产监督管理委员会出资，负责成都市城市建设、小城镇建设和经营的国有独资企业。依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，公司制定了《公司章程》，建立了较为完善的法人治理结构。

公司设董事会，董事会由9人组成，设董事长1人，由出资人从董事会成员中指定；非职工董事7人，职工董事1人。董事会成员中的非职工董事由出资人委派和更换，其中职工董事职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司董事长和董事每届任期不得超过3年，可以连任。目前，公司董事会成员实际到位5人。

公司设监事会，监事会由5人组成。其中设监事会主席1人、非职工代表监事2人、职工代表监事2人。监事会主席和监事会成员中非职工代表出任的监事由出资人指派（出资人另有规定的，从其规定）。监事会主席和监事的任期每届3年。目前，公司监事会成员实际到位4人。

公司设总经理1人，由董事长提名，经董事会讨论通过，由董事会决定聘任或者解聘（出资人另有规定的，从其规定）。总经理对董事会负责。

2. 管理体制

根据公司经营管理的特點，按照成都市政府的有关规定，公司制定了包括财务、投融资、安全生产等方面较详细的管理制度体系。

公司按照“资源统筹，独立经营，协调发展，做强做优”的集团化发展总体目标，以战略管控为纽带和手段，重点在战略、资源与目标、财务与资产、人力资源管理和其他重要事项管理方面对子公司管理控制。

财务管理方面，为了加强公司的财务管理工作，规范公司的财务行为，公司制定了《财务管理办法》对公司各项财务工作进行监管。由集团公司的财务部和财务工作人员依据国家有关法律法规、财经制度和公司章程、内部管理制度，对集团公司及子公司经营活动进行财务核算和管理，提高资金使用效率，维护资产安全与完整，提高集团公司经营效益。

投资管理方面，公司制定了《投资管理办法》，适用于集团公司及子公司的投资行为。

集团公司投资发展部是投资的归口管理部门，其主要职责是：草拟公司投资管理制度；组织审查公司投资方案；投资计划的下达和跟踪，对投资项目的投资、进度进行指导和监督。集团公司总工办对投资项目的质量、安全、技术进行过程监督。财务部、审计部负责投资项目的财务监督。资产管理部、土地事务部在各自的职责范围内对投资项目进行过程监督。

安全生产管理方面，公司制定了《安全生产责任制度》，适用于集团公司及各子公司。集团安全工作在董事长领导下，建立安全生产委员会、相关职能部门、专职安全生产管理人员、子公司齐抓共管的体系，形成“纵向到底、横向到边”的安全生产责任网络，确保集团的各项安全工作落到实处。

总体看，公司实行集团化的母子公司管理体制，通过明确集团公司和子公司的管理权限，能有效的提高资源配置效率和经营管理效率。综合管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业收入快速增长，2018年

公司合并成都建工后收入大幅提升，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。但由于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。

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、建筑施工等功能于一体的综合性城市建设运营主体。

2016~2018年，公司营业收入规模快速增长，年均复合增长261.13%，主要系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%。2018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，2016~2018年公司综合业务毛利率持续下降，2018年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。

表3 2016~2018年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	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	241145.49	72.02	35.96	400738.85	84.41	23.37	352420.89	8.07	35.16
资产租赁	31043.21	9.27	57.54	36111.76	7.61	55.16	43867.67	1.00	34.34
物业管理	4543.72	1.36	-10.19	3774.17	0.79	2.28	5734.08	0.13	5.59
资本金利息	36608.93	10.93	100.00	5503.03	1.16	99.91	4884.02	0.11	98.30
代建项目管理费	955.64	0.29	97.05	7741.98	1.63	98.50	3185.69	0.07	88.62
资产管理费及其他	20515.35	6.13	92.58	20901.88	4.40	91.75	24378.02	0.56	83.04
建筑业	--	--	--	--	--	--	3892249.94	89.14	6.13
酒店旅游	--	--	--	--	--	--	17248.74	0.40	89.35
其他	--	--	--	--	--	--	22461.83	0.51	34.31
合计	334812.34	100.00	47.98	474771.66	100.00	30.74	4366430.88	100.00	9.82

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。目前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，由财政拨款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、大面片区项目建设已完成老成渝路改造项目及前期准备工作，正稳步推进拆迁工作。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”。

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

2016~2018 年，公司代建项目管理费分别为 0.10 亿元、0.77 亿元和 0.32 亿元，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。2016~2018 年公司分别收到政府项目建设资金 2.00 亿元、2.06 亿元和 10.30 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

公司房地产开发业务收入波动增长，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，待质量保质期后支付。

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。

2016~2018 年，公司房地产销售收入波动

增长，分别为 24.11 亿元、40.07 亿元和 35.24 亿元。2017 年该业务毛利率下降至 23.37%，主要系当年结转了一个保障房项目，毛利率较低所致，而 2018 年公司销售的主要是商品房项目，毛利率较高。

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
开发在售项目	花照云庭	商品房	18.11	2.85	4.67	8.70	8.52
	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

目前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为服务自持租赁业务配套的业务，2016~2018 年该板块收入波动增长，分别为 0.40 亿元、0.38 亿元和 0.57 亿元。物业管理业务毛利率波动较大。

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、城南副中心科技创业中心二期 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。2016~2018 年，公司资产租赁收入分别为 6.50 亿元、3.61

亿元和 4.39 亿元。2016 年公司资产租赁收入规模很大，主要为当年确认的二环路项目的拨改租租金收入。

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。2016~2018 年，公司资产管理费及其他收入分别为 2.11 亿元、2.09 亿元和 2.44 亿元。2018 年公司资产管理费及其他收入有所增加主要系成都建工合并后公司新增部分杂项收入，同时导致毛利率由上年的 91.75%下降至 6.13%。

（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。

2016~2018 年该板块收入分别为 0.13 亿元、0.55 亿元和 0.49 亿元。

(5) 建筑施工

成都建工建筑施工收入规模大，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。近年来，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，通过招标投标模式承接。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。2018年，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		
	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
市政路桥	67.08	22.66	8.00	63.19	16.34	5.22
设备安装	5.79	1.96	18.82	25.75	6.66	16.78
装饰装修	5.54	1.87	12.47	8.38	2.17	6.03
建筑施工合计	295.99	100.00	6.91	386.70	100.00	5.51

注：成都建工建筑业收入合计和表2建筑业收入不一致系统计口径所致

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、大环境招标投标信息进行投标。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
新签合同个数	607	797
新签合同金额	603.82	822.05
其中: 1亿元以上合同数量	129	206
1亿元以上合同金额	531.63	717.35
全年完成合同金额	372.66	504.32
在手未完工合同金额	558.02	875.75

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	
	金额	占比	金额	占比
房建施工	386.45	64.00	601.21	73.14
市政路桥	187.18	31.00	194.89	23.71
装饰装修	12.08	2.00	15.41	1.87
设备安装	18.11	3.00	10.54	1.28
合计	603.82	100.00	822.05	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，且占比有所提升。

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。

近年来，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的。

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 项目主要是通过与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。原材料采购主要以发行人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
钢材销售金额	66153.93	70755.31
商品混凝土销售金额	29382.92	85937.52
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
合计	100318.27	199804.75

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 2018~2020 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

1. 财务质量

公司提供了 2016~2018 年合并财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016 年财务报告进行审计，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017~2018 年财务报告进行审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。

2016 年公司新增 2 家子公司，截至 2017

年底，公司合并范围子公司 10 家，较上年底新增 4 家，同时减少 1 家；2018 年，公司合并范围新增 2 家子公司，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。截至 2018 年底，公司合并范围内共有 12 家子公司。

2. 资产质量

近年来公司资产规模快速增长，2018 年成都建工合并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，随着项目的持续投入建设，上述两个科目有所增长。其中以房地产开发成本为主的存货变现速度容易受到房地产市场影响，公司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。公司整体资产质量较好。

2016~2018 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 48.60%。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	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	131.17	18.63	83.11	10.98	131.34	8.45
应收账款	3.01	0.43	5.29	0.70	166.19	10.69
存货	118.22	16.79	124.68	16.47	508.59	32.71
流动资产	273.62	38.86	251.16	33.18	875.73	56.32
持有至到期投资	44.34	6.30	36.89	4.87	32.23	2.07
长期应收款	65.17	9.26	65.17	8.61	87.77	5.64
投资性房地产	35.10	4.98	37.25	4.92	54.89	3.53
固定资产	0.71	0.10	0.67	0.09	38.61	2.48

在建工程	276.12	39.21	354.66	46.85	389.67	25.06
非流动资产	430.52	61.14	505.91	66.83	679.22	43.68
资产合计	704.14	100.00	757.06	100.00	1554.95	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2016~2018 年，公司流动资产波动中大幅增长，年均复合增长 78.90%。截至 2018 年底，公司流动资产 875.73 亿元，同比增长 341.25%，主要系合并成都建工所致，主要由货币资金、应收账款和存货构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 131.34 亿元，同比增长 58.03%，受限部分 0.98 亿元，公司货币资金较为充足。

2016~2018 年，应收账款快速增长，年均复合增长 643.41%。截至 2018 年底，公司应收账款 166.19 亿元，较上年底大幅增加 160.90 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。

2016~2018 年，公司预付款项波动中有所增长，年均复合增长 14.19%。截至 2018 年底，公司预付款为 9.40 亿元，同比增长 38.77%，预付款项主要为对各区财政局及政府相关单位未结算的拆迁及工程款。

2016~2018 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 192.32%。截至 2018 年底，其他应收款 41.53 亿元，同比增长 87.87%，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

2016~2018 年，公司存货快速增长，年均复合增长 107.41%。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，一年内到期的非流动资产 7.21 亿元，较上年保持稳定，主要为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，2016 年由一年内到期的长期应收款转入。

2016~2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 25.60%。截至 2018 年底，公司非流动资产 679.22 亿元，同比增长 34.26%。

2016~2018 年，公司持有至到期投资不断下降，年均复合下降 14.75%。截至 2018 年底，公司持有至到期投资为 32.23 亿元，同比下降 12.63%，持有至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本利息及投融资管理费。

2016~2017年，公司长期应收款均为65.17亿元。2015年底，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，同时将其其中年度应收租金7.21亿元重分类至“一年内到期的非流动资产”科目）。2018年底，长期应收款87.77亿元，同比增长34.68%，主要系PPP项目、BT项目的投资款或工程款。

2016~2018年，公司固定资产快速增长，2018年底，受合并成都建工影响，固定资产大幅增长至38.61亿元，主要为房屋及建筑物、机器设备、运输工具等。

2016~2018年，公司在建工程不断增长，年均复合增长18.83%。截至2018年底，公司在建工程389.87亿元，同比增长9.93%，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。

2016~2018年底，公司应收类款项/资产总额快速增长，分别为10.37%、12.23%和19.00%，由于成都建工应收款项规模较大，截至2018年底应收类款项/资产总额占比较大，应收类款项对公司资金形成一定占用。

3. 资本结构

公司所有者权益快速增长，公司发行永续期债券规模快速增长，同时持续收到政府注入的资本金。2018年成都建工并入后导致权益规模大幅增长。

2016~2018年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长37.75%，增长主要来自发行永续期债券、资本公积和未分配利润。截至2018年底，公司所有者权益420.44亿元，同比增长35.74%。其中实收资本仍为55.25亿元，较上年无变化；其他权益工具61.70亿元，2018年，公司新发行不限次数永续期债权投资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。

2016~2018年，公司资本公积快速增长，年均复合增长32.09%，增长主要为持续收到政府注入的资本金。截至2018年底，公司资本公积221.57亿元，同比增长68.82%，主要为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。

表15 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	55.25	24.94	55.25	17.84	55.25	13.14

其他权益工具	0.00	0.00	44.00	14.21	61.70	14.68
资本公积	127.00	57.32	131.25	42.37	221.57	52.70
未分配利润	27.99	12.63	32.57	10.52	34.74	8.26
所有者权益	221.57	100.00	309.74	100.00	420.44	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

近年来，公司负债规模波动中快速增长，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。

2016~2018 年，公司负债规模波动中大幅增长，年均复合增长 53.33%。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	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.00	0.41	1.22	0.27	125.61	11.07
应付账款	27.88	5.78	37.07	8.29	291.76	25.72
预收款项	36.88	7.64	37.98	8.49	66.40	5.85
其他应付款	18.83	3.90	9.69	2.17	53.92	4.75
一年内到期的非流动负债	89.56	18.56	82.07	18.35	65.76	5.80
流动负债	182.50	37.82	176.71	39.50	635.87	56.05
长期借款	114.19	23.66	107.90	24.12	266.13	23.46
应付债券	86.84	18.00	46.98	10.50	117.80	10.38
长期应付款	35.67	7.39	31.71	7.09	103.49	9.12
专项应付款	63.35	13.13	84.02	18.78	--	--
非流动负债	300.07	62.18	270.62	60.50	498.64	43.95
负债总额	482.57	100.00	447.33	100.00	1134.51	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2016~2018 年，公司流动负债波动中快速增长，年均复合增长 86.66%。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。

2016~2018 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 223.47%。截至 2018 年底，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%。

2016~2018 年，公司预收款项快速增长。截至 2018 年底，公司预收款项为 66.40 亿元，同比增长 74.84%，预收款项主要为商品房销售款；其他应付款 53.92 亿元，同比增加 44.23 亿

元，主要为往来款、风险金、保证金等。

2016~2018 年，公司一年内到期的非流动负债不断下降，年均复合下降 14.31%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 65.76 亿元，同比下降 19.86%，其中一年内到期的长期借款 61.76 亿元。

2016~2018 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 28.91%。截至 2018 年底，公司非流动负债 498.64 亿元，同比增长 84.26%。

2016~2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 52.66%。截至 2018 年底，公司长期借款 266.13 亿元，同比增长 146.63%。

2016~2018 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 16.47%。截至 2018 年底，为 117.80 亿元，同比快速增长 150.75%，主要系发行两笔欧元债，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。

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

近年来公司营业收入快速增长，2018 年合并成都建工使公司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。

公司营业收入主要来源于房地产销售、房屋租赁和资产管理收入，2018 年合并成都建工后新增建筑业板块，成为营业收入的主要构成。2016~2018 年，公司营业收入快速增长，2018 年金额为 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。

2016~2018 年，公司营业利润率持续下降，受建筑板块毛利率较低的影响，2018 年营业利润率同比下降 17.12 个百分点至 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，较上年大幅增加 20.42 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。

2016~2017 年，公司无政府补贴收入，其中 2016 年公司实现营业外收入 1.18 亿元，主要系违约赔偿和非流动资产处置利得所致。2018 年，公司获得财政补贴 1762.31 万元，计

入“其他收益”。2016~2018年，公司分别实现利润总额8.34亿元、9.86亿元和12.40亿元。从盈利指标来看，2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.05%和2.25%，整体盈利能力一般。

5. 现金流分析

由于公司在建项目投资规模较大，近年来经营活动现金流入无法覆盖其流出；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。

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。2016~2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速增长，年均复合增长264.40%，分别为29.34亿元、47.09亿元和389.53亿元，现金收入比分别为87.62%、99.18%和89.21%，现金回流情况一般。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要是财政性建设资金拨款及片区整理成本返还款、代建项目建设专项拨款，2018年为132.92亿元，同比增长241.64%。2016~2018年，公司经营活动现金流出规模较大，2018年为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。2016~2018年，公司经营活动流量净额持续为负，分别为-22.74亿元、-56.03亿元和-116.64亿元，现金流入无法覆盖其流出，且缺口持续扩大。

投资活动方面，2016~2018年公司投资活动产生的现金流入量持续下降，2018年为6.92亿元，其中收回投资收到的现金5.78亿元，取得投资收益收到的现金0.72亿元。2016~2018年，公司投资活动现金流出规模快速增长，其中2016年以投资支付的现金为主，为8.75亿元；2017年主要体现为支付其他与投资活动有

关的现金，为10.19亿元，主要为公司拆迁和向其他公司提供借款产生的支出；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。2016~2018年公司投资活动产生的现金净流量分别为16.10亿元、-3.51亿元和-52.11亿元。

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，2018年分别为17.00亿元和456.08亿元，其中吸收投资收到的现金为收到的财政拨付资金，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。2016~2018年，公司偿还债务支付的现金规模快速增长，年均复合增长81.43%，2018年为308.36亿元。2016~2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为11.33亿元、13.56亿元和152.35亿元。公司依靠大规模的外部融资弥补经营和投资活动产生的资金缺口。

6. 母公司财务分析

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。

7. 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。

2016~2018年，公司流动比率和速动比率均持续下降，2018年底分别为137.72%和57.74%。因公司2016~2018年经营性现金净流量均为负，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。截至2018年底，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，2016~2018年，公司EBITDA分别为12.89亿元、12.34亿元和25.49亿元。成都建工并入后，公司债务规模大幅增长，2016~2018年，调整后全部债务/EBITDA分别为24.58倍、21.06倍和23.94倍，公司长期偿债能力较弱。考虑到股东对公司的资金支持力度较大，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。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券计划发行金额为15.00亿元，分别相当于2018年底公司调整后长期债务和调整后全部债务的3.65%和2.46%，对公司现有债务规模影响较小。

2018年底，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为72.96%、49.43%和59.21%，以2018年底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据总额发行后，上述三项指标将分别上升至73.22%、50.32%和59.80%，公司债务负担小幅上升。

2. 本期债券偿还能力分析

2016~2018年，公司EBITDA分别为12.89亿元、12.34亿元和25.49亿元，分别为本期债券发行金额的0.86倍、0.82倍和1.70倍；2016~2018年，公司经营活动现金流入量分别为46.97亿元、85.99亿元和522.45亿元，分别为本期债券发行金额的3.13倍、5.73倍和34.83倍；经营活动现金流量净额持续为负，对本期债券无保障能力。

总体看，公司EBITDA对本期债券发行金额的保障程度一般，经营活动现金流入量对本期债券发行金额的保障能力强。

3. 募投项目对本期债券的保障

本期债券募投项目为天府绿道一成都市环城生态区生态修复综合项目（南片区），使用债券募集资金10.00亿元。

该募投项目收益主要来自于成都市环城生态区生态修复综合项目（南片区），将通过经营性项目获得收入，包括特色园、林盘院落以及停车场的出租收益。募投项目在债券存续期

内可实现经营性现金流入为 252013.62 万元，税金及附加）预计为 105513.67 万元，项目经营期间项目现金流出（包含项目运营成本、营业性净现金流为 146499.95 万元。

表17 募投项目债券存续期内营业收入明细（单位：万元）

项目	债券存续期						合计
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	
营业收入合计	--	40319.06	45253.94	50846.11	56597.72	63086.76	256103.59
营业成本	--	13227.75	14004.99	14885.77	15791.64	16813.66	74723.81
增值税金及附加	--	4893.17	5254.81	5656.06	6099.64	6588.45	28492.13
净运营收益	--	22198.14	25994.14	30304.28	34706.44	39684.65	152887.65
所得税	--	--	--	--	--	--	--
税后净运营收益	--	22198.14	25994.14	30304.28	34706.44	39684.65	152887.65

资料来源：本期债券募集说明书

本期债券存续期内，募投项目可实现经营收入 25.61 亿元、经营成本 7.47 亿元，税金及附加合计为 2.85 亿元，债券存续期内的净收益为 15.29 亿元。本期债券为到期一次性还本，募投项目净收益对本期债券使用在募投项目的债券额度（10.00 亿元）的覆盖倍数为 1.53 倍，覆盖能力较好。

考虑到募投项目出租率受市场影响存在一定不确定性，预测情况较乐观，实际收入情况可能达不到预测水平。

十、结论

近年来，成都市经济稳步增强，股东实力较强，为公司发展提供了良好的外部环境。公司作为成都市东部、南部新区起步区基础设施投资建设的重要主体，在资金方面获得股东的持续支持。

近年来公司资产规模快速增长，整体资产质量较好。公司合并成都建工后，债务大幅提升，债务负担明显加重，且考虑到计入权益的可续期债券规模较大，公司实际债务负担进一步加重。近年来公司营业收入快速增长，2018 年成都建工并入后公司收入规模大幅提升，但

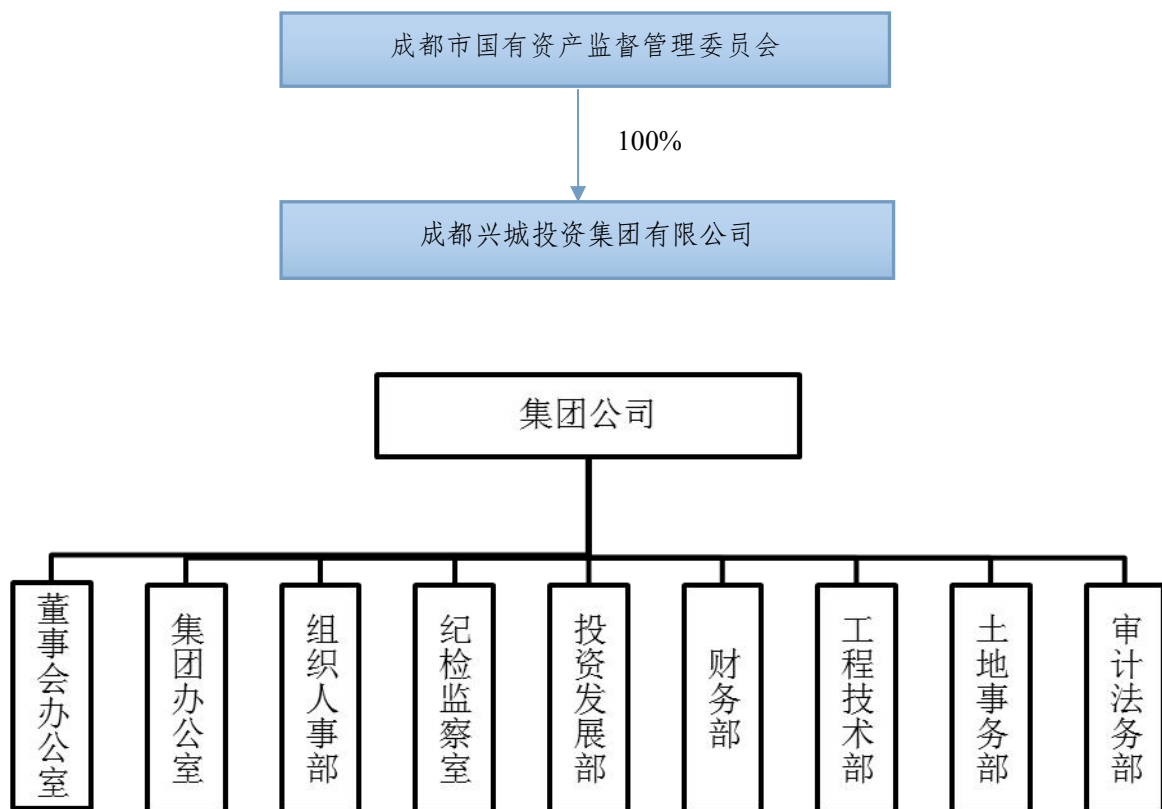
由于建筑施工板块毛利率较低，导致公司盈利能力下降较快。

基于公司在成都市基础设施建设领域的重要地位、较强的股东实力及其对公司的持续支持，总体来看，公司整体偿债风险较小。公司作为成都市东部、南部新区起步区基础设施投资建设的重要主体，发展前景良好。且成都建工并入公司后，公司综合实力进一步增强。

本期债券发行对公司现有债务规模影响较小，公司经营活动现金流入量对本期债券发行金额的保障能力强。

结合公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力分析，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2018 年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
财务数据			
现金类资产(亿元)	131.17	83.11	133.94
资产总额(亿元)	704.14	757.06	1554.95
所有者权益(亿元)	221.57	309.74	420.44
短期债务(亿元)	91.56	83.29	199.49
长期债务(亿元)	201.03	154.88	383.92
全部债务(亿元)	292.59	238.17	583.41
调整后全部债务(亿元)	316.77	260.00	610.42
营业收入(亿元)	33.48	47.48	436.64
利润总额(亿元)	8.34	9.86	12.40
EBITDA(亿元)	12.89	12.34	25.49
经营性净现金流(亿元)	-22.74	-56.03	-116.64
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
应收类款项/资产总额(%)	10.37	12.23	19.00
营业利润率(%)	36.22	25.80	8.68
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
全部债务资本化比率(%)	56.91	43.47	58.12
调整后全部债务资本化比率(%)	58.84	45.63	59.21
资产负债率(%)	68.53	59.09	72.96
流动比率(%)	149.93	142.13	137.72
速动比率(%)	85.15	71.57	57.74
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
调整后全部债务/EBITDA(倍)	24.58	21.06	23.94

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款有息部分

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

联合资信评估有限公司关于 2019 年第一期成都兴城投资集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

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。

成都兴城投资集团有限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，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

成都兴城投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对成都兴城投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，成都兴城投资集团有限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兴城投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现成都兴城投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对成都兴城投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如成都兴城投资集团有限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兴城投资集团有限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兴城投资集团有限公司联系，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。