

信用评级公告

联合〔2020〕5245号

联合资信评估股份有限公司通过对成都兴城投资集团有限公司及其拟公开发行的 2020 年面向专业投资者可续期公司债券（第三期）的信用状况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，成都兴城投资集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第三期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二〇年十二月二十三日

成都兴城投资集团有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第三期）

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

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 15 亿元（含）

本期债券期限：3+N 年

偿还方式：按年付息，0 根据发行条款约定赎回时还本

募集资金用途：扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务

评级时间：2020 年 12 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

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

评级观点

成都兴城投资集团有限公司（以下简称“公司”）是成都市片区开发及市政基础设施投资建设的重要主体，近年来公司进一步定位为成都市城市综合发展服务运营主体，合并范围和业务板块不断扩展，资产和收入规模大幅提升，主营业务涉及市政建设、建筑施工、房地产开发、医药健康等多个领域。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了成都市区域经济增长；公司股东实力很强，并持续在片区整理成本返还、城建资金拨付等方面给予公司有力支持；成都建工集团有限公司（以下简称“成都建工”）的并表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，债务负担重，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受土地市场行情及房地产市场波动影响存在不确定性等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司拟公开发行的 2020 年面向专业投资者可续期公司债券（第三期）（以下简称“本期债券”）具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债券的清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具；同时，赎回条款的设置使本期债券不赎回的可能性较小，但利息递延支付条款对公司的约束力较弱，若公司选择行使相关权利，将导致本期债券本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

未来，随着东部、南部新区片区开发的收尾完工，公司片区整理收益与投融资规模将逐步实现动态平衡；同时，成都建工等企业的并入进一步扩大公司业务范围，提高公司综合实力，建筑施工和房地产开发项目储备充足，对公司收入和现金回流形成良好保障。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票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

分析师

王金磊 登记编号 (R0040218020002)

高朝群 登记编号 (R0040220040009)

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

1. **公司外部发展环境良好。**成都市经济实力很强, 2017—2019 年, 成都市 GDP 增速分别为 8.1%、8.0%和 7.8%, 经济保持较快增长, 固定资产投资结构不断优化, 建筑业发展态势向好, 为公司业务发展创造了良好的外部环境。
2. **公司在成都市城市开发建设中地位突出, 在资金方面持续获得有力的外部支持。**公司是成都市重要的片区开发和市政基础设施投资建设主体, 近年来承担了成都市东部、南部新区起步区基础设施建设工作, 未来还将参与成都市东进区域的片区开发, 得到了成都市政府在片区整理成本返还、城建资金拨付等方面的大力支持。2017—2019 年及 2020 年 7 月, 公司分别收到政府返还片区整理成本金额 25.06 亿元、20.03 亿元、7.37 亿元和 13.47 亿元。
3. **公司合并范围和业务板块持续扩展, 收入来源多元化, 综合实力进一步增强。**2018 年, 成都市政府将成都建工全部股权无偿划转至公司, 公司新增建筑施工业务, 经营范围有所扩展, 资产和收入规模大幅提升。2019 年, 公司通过股权收购将上市公司中化岩土集团股份有限公司和天津红日药业股份有限公司纳入合并范围, 建筑施工业务进一步拓展, 并新增医药制造及销售业务, 收入来源多元化发展, 公司综合实力进一步增强。
4. **公司建筑施工和房地产业务项目储备充足, 为收入实现提供保障。**成都建工项目储备充足, 2020 年 6 月末在手未完工合同金额 1908.13 亿元, 此外公司房地产在建项目规模较大, 近年来签约金额呈上升趋势, 未来收入实现有保障; 随着成都市“南拓东进”发展战略的推进, 公司建筑施工业务合同量有望保持增长。

关注

1. **公司在建工程投资额度大, 对财政资金拨付和外部融资依赖较强。**公司片区开发及基础设施建设等在建项目建设周期长, 投资额度大, 公司经营活动现金流持续净流出, 2017—2019 年及 2020 年上半年资金缺口分别为 56.03 亿元、116.64 亿元、84.90 亿元和 53.36 亿元, 公司对财政资金拨付和外部融资依赖较强。
2. **成都建工的并入加重了公司应收类款项对资金的占用以及有息债务负担, 对公司资金利用及周转能力提出更高要求。**成都建工并入后, 公司应收类款项规模及占比均大幅增长, 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, 且建筑施工行业资金流动性

需求高,每年还本付息规模较大,2020年7—12月及2021—2023年,公司需偿还有息债务金额分别为119.76亿元、273.75亿元、186.18亿元和148.45亿元,考虑到计入权益的可续期债券规模较大,公司实际债务负担重。

3. **公司片区整理及房地产业务受宏观环境影响,收入及资金回流存在一定不确定性。**公司片区整理业务成本返还和房地产业务盈利情况易受土地市场行情及房地产市场波动等因素影响,具有一定不确定性。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产(亿元)	147.75	133.94	241.71	286.69
资产总额(亿元)	1302.45	1554.95	2136.16	2553.81
所有者权益(亿元)	364.15	420.44	673.00	707.73
短期债务(亿元)	222.52	199.49	235.55	229.94
长期债务(亿元)	235.69	411.21	575.52	887.63
全部债务(亿元)	458.22	610.70	811.07	1,117.57
营业收入(亿元)	361.54	436.64	632.79	313.77
利润总额(亿元)	15.12	12.40	16.01	17.64
EBITDA(亿元)	25.61	25.49	38.64	--
经营性净现金流(亿元)	-60.94	-116.64	-84.90	-53.36
营业利润率(%)	9.85	8.68	11.73	11.21
净资产收益率(%)	2.95	2.25	1.59	--
资产负债率(%)	72.04	72.96	68.49	72.29
全部债务资本化比率(%)	55.72	59.23	54.65	61.23
流动比率(%)	116.75	137.72	153.68	162.57
经营现金流动负债比(%)	-10.12	-18.34	-10.27	--
现金短期债务比(倍)	0.66	0.67	1.03	1.25
EBITDA 利息倍数(倍)	1.22	0.75	0.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.89	23.95	20.99	--
本部(母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额(亿元)	608.66	722.42	895.95	1108.35
所有者权益(亿元)	229.92	327.04	410.57	433.89
全部债务(亿元)	234.13	266.42	398.91	584.41
营业收入(亿元)	5.83	7.69	7.79	3.04
利润总额(亿元)	3.18	4.33	4.83	9.23
资产负债率(%)	62.23	54.73	54.18	60.85
全部债务资本化比率(%)	50.45	44.89	49.28	57.39
流动比率(%)	75.86	137.46	189.29	200.20
经营现金流动负债比(%)	-23.90	4.93	-25.41	--

注:1. 本报告中,部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异,系四舍五入造成;2. 本报告将长期应付款的带息借款计入有息债务核算;3. 公司2020年半年度财务报表未经审计,相关指标未年化

资料来源:公司财务报表,联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/10/30	王金磊、高朝群	城市基础设施投资企业信用评级方法 (原联合信用评级有限公司评级方法)	阅读全文
AAA	稳定	2016/06/22	常楚笛、黄静雯	基础设施投资企业信用评级分析要点 (2015年)	阅读全文
AA*	稳定	2013/01/11	程晨、张丽	城投债评级方法及风险点简介(2010年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合资信评估股份有限公司


成都兴城投资集团有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第三期）

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，成都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。2019年3月，公司通过股权收购取得对上市公司天津红日药业股份有限公司（股票代码：300026.SZ，以下简称“红日药业”）和中化岩土集团股份有限公司（股票代码：002542.SZ，以下简称“中化岩土”）的实际控制权，将其纳入合并范围，公司资产及收入规模均大幅增长。截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本均为55.25亿元，成都市国资委是公司唯一股东，为公司实际控制人。

公司承担着以成都市东部、南部新区以及成都市东进区域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。

截至2020年6月末，公司本部内设董事会办公室、集团办公室、组织人事部、纪检监察室、财务部、投资发展部、工程技术部、土地事务部和审计法务部共9个职能部门。公司纳入合并范围的子公司共17家。

截至2019年末，公司资产总额2136.16亿元，所有者权益673.00亿元（其中少数股东权益174.35亿元）；2019年，公司实现营业收入632.79亿元，利润总额16.01亿元。

截至2020年6月末，公司资产总额2553.81亿元，所有者权益707.73亿元（其中少数股东权益178.19亿元）；2020年1—6月，公司实现营业收入313.77亿元，利润总额17.64亿元。

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、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“成都兴城投资集团有限公司2020年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第三期）”。公司本期债券规模不超过15.00亿元（含）。

本期债券基础期限为3年，以每3个计息年度为1个周期，在每个约定的周期末附公司续期选择权，于公司行使续期选择权时延长1个周期，并在不行使续期选择权全额兑付时到期。

本期债券采用单利按年计息付息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按

当期票面利率计息。本期债券首个定价周期的票面利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，在首个定价周期内保持不变。后续定价周期，每个定价周期重置一次票面利率。如果公司行使续期选择权，则后续定价周期票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在后续定价周期内保持不变。

递延支付利息权：除非发生强制付息事件，本期债券每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如果公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个工作日披露《递延支付利息公告》。

递延支付利息的限制：付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及不得递延按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分配利润；（2）减少注册资本。

利息递延下的限制事项：若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向股东分配利润；（2）减少注册资本。

公司赎回选择权：（1）公司因税务政策变更进行赎回，公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。（2）公司因会计准则变更进行赎回，根据《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计

量》、《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》（财会〔2017〕14 号）和《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会〔2017〕13 号）等规定，公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。除了以上两种情况以外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券。

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9% 和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017—2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	0.8

社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅(11.7%)显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进

口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为 -13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅(10.7%)显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增

量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的

实际增速为 -0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月末，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达至资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上积极开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方

面,前四个月在政策推动下贷款利率明显下行,5月以来,随着疫情得到有效控制,国内经济复苏态势良好,央行的政策利率和贷款市场报价利率LPR均保持稳定,债券市场发行利率有所回升。2020年9月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.34%、5.21%和4.52%,较6月(分别为4.14%、5.11%和4.04%)均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议(以下简称“会议”)认为,当前我国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性及不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。在此政策导向下,未来财政政策将更加积极有为、注重实效,保障重大项目建设资金,注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向,保持货币供应量和社会融资规模合理增长,推动综合融资成本明显下降;二是新增融资重点流向制造业、中小微企业,加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下,四季度我国经济将进一步修复,结构或将进一步改善,消费对经济的拉动作用进一步加强,出口增速依然保持较强的韧性,投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面,四季度结构继续改善,经济内生增长动力将加强。2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长,但8月制造业

投资单月增速或已经是2020年最高增速,全年累计增速难以转正。房地产投资方面,自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧,综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落,预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面,从资金方面看,2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券,新增地方债规模将会是全年最低水平;从经济增长动力来看,8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象,经济内生修复动力加强,再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此,综合资金和经济增长力看,四季度基建投资难有更出色表现,单月增速或将进一步下降。

消费方面,四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动,但北京及青岛区域疫情的快速控制,给居民带来信心,使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心,支撑消费增速继续向上修复的趋势不变,但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看,在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下,消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发,将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面,预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面,随着冬季全球第二波疫情的爆发,防疫物资需求短期内依然较为旺盛,支撑我国出口增速;另一方面,全球经济逐步恢复,海外需求上升支撑我国出口增速,联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%,较三季度收窄4个百分点;从主要发达经济体制造业PMI来看,经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管及政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年末地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府

隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关

于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表2 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点

2020 年 1 月	国务院	国务院常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监

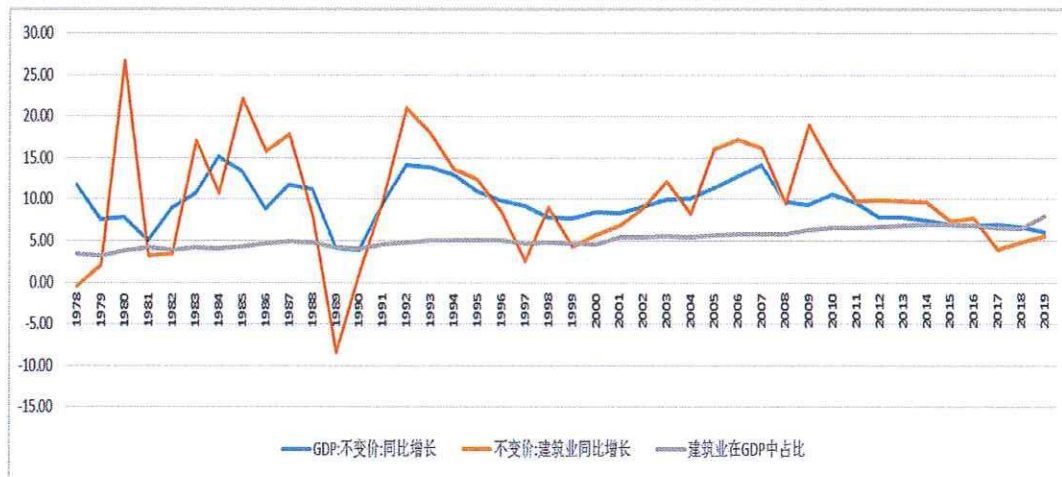
管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 建筑业

（1）行业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，建筑业对国民生产总值的占比在 2009 年突破 6%，2019 年达到 7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同，但由于投资往往是我国调控经济的重要手段，因而也存在一定的逆周期特征，建筑业对经济增长的托底作用表现明显。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓。但随着经济下行压力的加大，其逆周期特征有所显现，2019 年建筑业增速及其在国民经济中的占比均出现明显上升，建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

图1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况(单位: %)



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

(2) 上游原材料供给及下游需求

2019年,全国水泥价格指数中枢较上年继续上移;受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及钢铁企业内部“降本增效”的成效显现,钢铁价格维持平稳状态。2020年以来,受“新冠”疫情影响,短期内钢铁、水泥价格受到压制;但考虑到政府日趋严格的错峰生产措施,以及后期赶工影响,钢铁、水泥价格有望企稳。

建筑企业上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的15%~18%,水泥占15%~16%,因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面,2018年以来,由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩,使得水泥价格正式步入上行通道,2019年全国水泥价格指数中

枢较2018年继续上移。受“新冠”疫情影响,2020年的下游需求启动有所延迟,企业自发延长停产时间的概率较大,短期内水泥价格受到一定压制,但伴随政府日趋严格的错峰生产措施,水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面,2018年以来,钢材价格较为平稳,主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及2016年以来钢铁企业内部“降本增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响,物流运输受限,不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产,同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中,钢材价格短期内受到压制,但随着复工进度的加快,长期来看钢材价格有望企稳。

图2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

2019年,房地产行业投资仍保持一定韧性,全国基建投资表现低迷。2020年以来,受“新冠”疫情影响,房企融资环境有望进一步宽松;在基建支持政策持续加码带动之下,基建投资增速可能会有所回升。

2019年,全国房地产开发投资132194亿元,同比增长9.9%,增速较上年加快0.4个百分点。从房地产开发投资的分项看,依赖于土地购置费以及建安成本的交错带动,2019年投资增速仍保持一定韧性。但考虑到2019年以来土地成交价款出现明显回落将逐渐传导至土地购置费,以及土地成交面积下降导致建安投资增速边际减弱,短期内投资增速仍有一定下行压力。

2019年12月,央行和银保监会房地产融资表态首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴,不再突出强调防范、抑制房地产金融化。2020年以来,受“新冠”疫情影响,房地产逆周期调节力度有望进一步加大,房企融资环境有望进一步宽松,房地产行业未来逆周期调节而导致建筑业需求的变化值得进一步关注。

基建投资方面,2019年,地方政府主导的部分项目受制于隐性债务核查,相应配套资金受限;中央政府主导的部分项目受下游需求放缓以及建设进度已基本完成影响,投资需求较少。全国基建投资表现低迷。全国基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长3.8%,增速较上年同期持平。从细分领域来看,水利、环境和公共设施管理业投资同比增长2.9%,增速较2019年1—11月回落0.1个百分点,仍然处于较低水平;交通运输、仓储和邮政业投资同比增长3.4%,增速自2019年以来持续回落,其中道路运输业投资同比增长9.00%,铁路运输业投资同比下降0.1%。

2019年下半年以来,促进基础设施建设投资政策频出,如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达

2020年部分新增专项债务限额等。该类政策组合将利好未来基建投资,基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手,交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。此外,面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击,政府或将进一步加大逆周期调节力度,基建投资增速可能会有所回升。

(3) 建筑行业竞争态势分析

2019年,在资金端和需求端共同影响下,建筑业集中度加速提升。长期来看,在下游行业增速进入下行区间影响下,拥有融资和技术优势的大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。

从需求端来看,2016—2017年,随着棚改以及PPP项目的大力推行,建筑业的需求较为旺盛,中小企业获取工程承包项目相对容易;而从资金端来看,市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显,资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年,由于地产面临周期性下行,基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势,建筑行业需求端有所萎缩;此外,2018年以来投资者风险偏好降低,叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看,2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清,进而导致建筑业集中度的提升。

从公开发债企业新签合同数据来看,不同所有制企业新签订单增速分化加剧,国有企业订单持续高速增长,民企则有所下滑。2019年,央企、地方国企以及民企新签合同增速分别为17.49%、13.52%和-12.36%。从细分行业来看,2019年新签合同CR5(前五大企业新签合同在全行业占比)由2018年的26.11%上升至2019年的30.38%,集中度进一步提升。受房地产行情影响,装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多,订单向龙头企业靠拢;另外,

园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间

影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图3 2010-2019年前五大建筑企业新签合同占比情况



注：前五大企业分别为中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）建筑行业发展趋势

2019年，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色；但随着经济向中低增长阶段过渡，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。短期来看，基建和房地产逆周期调节力度持续加码，资金面保持相对宽松状态，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

3. 区域经济概况

近年来成都市经济持续发展，固定资产投资结构不断优化，建筑业发展态势向好，为公司的业务发展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、东部新区以及成都市东进区域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。

2017—2019年，成都市经济持续发展，地区生产总值分别为13889.39亿元、15342.77亿元和17012.65亿元，增速分别为8.1%、8.0%和7.8%，经济保持较快增长。根据《成都市

2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年成都市地区生产总值中，第一产业增加值612.18亿元，增长2.5%；第二产业增加值5244.62亿元，增长7.0%；第三产业增加值11155.86亿元，增长8.6%。三次产业结构由2017年的3.6:43.2:53.2调整为3.6:30.8:65.6，第三产业增长明显，三次产业对经济增长的贡献率分别为1.1%、34.5%、64.4%。按常住人口计算，成都市人均地区生产总值为10.34万元，增长6.0%，城镇化率为74.41%。

2017—2019年，成都市工业经济稳步增长，规模以上工业增加值增速分别为9.0%、8.5%和7.8%。2019年，成都市八大特色优势产业中，电子信息产品制造业增长12.5%，机械产业增长8.7%，汽车产业下降9.0%，石化产业增长19.2%，食品饮料及烟草产业增长8.6%，冶金产业增长12.2%，建材产业增长13.8%，轻工行业下降0.2%。从建筑业看，成都市建筑业增加值增速逐年攀升，2017—2019年分别为2.1%、3.7%和4.3%。2019年，施工总承包和专业承包建筑企业完成总产值6502.4亿元，竣工产值2143.1亿元。房屋施工面积29707.8万平方米，竣工面积5918.9万平方米，房屋竣工

率 19.9%。

成都市固定资产投资结构不断优化,以有效投资优质项目为中心,2017—2019 年固定资产投资同口径分别增长 12.3%、10.0%和 10.0%。分产业看,2019 年,第一产业投资增长 5.5%,第二产业投资增长 1.7%,第三产业投资增长 13.4%。重点区域投资活跃,东进区域、天府新区成都直管区投资分别增长 13.3%、16.6%。

2017—2018 年,成都市房地产开发投资受宏观调控影响投资减缓,分别较上年下降 5.7%和 8.8%,2019 年房地产开发投资回升,较上年增长 14.9%。实现商品房销售额 3844.8 亿元,增长 5.8%,其中住宅销售额 3004.5 亿元,增长 15.5%。

经初步统计,2020年前三季度,受疫情影响,成都市主要经济指标较上年同期增速均有所下降,但较上半年经济复苏形势较好。其中,全市实现地区生产总值12876.5亿元,较上年同期增长2.6%,增速较上半年提高2.0个百分点;规模以上工业增加值和固定资产投资分别同比增长3.5%和7.8%,增速较上半年分别提高1.1个百分点和3.7个百分点。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年6月末,公司注册资本和实收资本均为55.25亿元,成都市国资委是公司唯一股东,为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争优势

近年来,公司进一步定位为成都市城市综合发展服务运营主体,业务范围不断扩展,对成都市经济发展及城镇化建设发挥了重要作用。成都市市属国有企业具有较为明确的业务领域划分,在资源配置和业务发展方面不存在明显竞争。

公司是成都市市属国有企业,承担着以成都市东部、南部新区以及成都市东进区域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、中化岩土和红日药业并入公司后,公司业务拓展至建筑施工和医药健康等领域。成都建工主营业务包括建筑安装、房地产和建材销售业务,其中建筑安装涉及的领域主要为房屋建筑、市政基础设施建设等,具备建筑工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包壹级、机电工程施工总承包壹级、钢结构工程专业承包壹级、公路工程施工总承包壹级等专业资质,主营业务在成都市范围内具有较强的市场竞争力。中化岩土是一家为国内石油石化建设项目、国家石油战略储备基地、港口、机场等大型建设项目提供包括方案设计、技术咨询、工程施工服务的高新技术企业,具有地基基础工程专业承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级、机场场道工程专业承包壹级、特种工程(结构补强)专业承包不分等级、工程勘察专业类(岩土工程)甲级等专业资质。红日药业主营业务包括药品研发、生产、销售以及医疗器械、医疗服务等医药健康产业,业务布局国内外市场,近年来资产及收入规模持续增长。

除公司以外,成都市市属国有企业主要还包括成都城建投资管理集团有限责任公司(以下简称“城投集团”)、成都交通投资集团有限公司(以下简称“交投集团”)、成都产业投资集团有限公司(以下简称“产投集团”)、成都文化旅游发展集团有限责任公司(以下简称“文旅集团”)、成都环境投资集团有限公司(以下简称“环投集团”)、成都轨道交通集团有限公司(以下简称“轨交集团”),上述市属企业控股股东及实际控制人均为成都市国资委。其中,城投集团是成都市基础设施投资建设主体之一,主要负责成都市城市基础设施和保障房建设、房地产开发、燃气供应等业务,城投集团基础设施建设业务主要为对政府配置地进行整治以及城市道路、景观公园等项目建设;文旅集团是成都市文旅资源开发运营主体,主要负责旅行社、旅游景区运营、文旅项目开发建设、创意宣传等业务;交投集团是成

都市市级交通基础设施建设投资和运营管理主体，承担了包括铁路、高速公路、机场等交通领域的重大项目建设；产投集团是成都市产业投资主体，主要负责产业投资、产业金融、产业地产、现代物流及贸易、高新技术服务、大数据及信息服务等业务；环投集团是成都市水环境综合整治的投融资主体，主要负责成都

市的自来水供应、污水处理、配套工程安装以及危废处理、污泥处置、垃圾焚烧发电等环保业务；轨交集团是成都市轨道交通建设、运营及地铁沿线资源开发的唯一实施主体。整体看，成都市市属国有企业在业务领域方面具有较为明确的划分，各市属集团企业在资源配置和业务发展方面不存在明显竞争。

表3 成都市主要市属国有集团企业情况（单位：亿元、%）

公司名称	总资产	总负债	净资产	资产负债率	营业收入	营业利润率	利润总额
轨交集团	2741.56	1893.32	848.24	69.06	40.59	-66.61	0.79
兴城集团	2136.16	1463.16	673.00	68.49	632.79	11.73	16.01
交投集团	1286.37	771.70	514.67	59.99	67.52	17.68	4.99
城投集团	1075.75	808.73	267.02	75.18	84.04	20.55	10.77
产投集团	768.16	438.69	329.47	57.11	65.40	18.10	11.20
环投集团	490.25	318.28	171.98	64.92	72.64	26.56	11.80
文旅集团	279.82	158.52	120.99	56.76	20.38	19.86	2.19

注：表中各企业财务数据均取自2019年度审计报告
资料来源：联合资信根据公开资料整理

自公司成立以来，公司业务规模不断扩展，目前业务范围已涵盖土地整理、基础设施建设、房地产开发、建筑施工、医药健康等多个业务板块，进一步定位为成都市城市综合发展服务运营商，对成都市经济发展、城镇化建设、人民生活水平提升发挥了重要作用。

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。

公司拥有高级管理人员9人，包括董事长兼党委书记1人、总经理兼党委副书记1人、工会主席1人、副总经理5人、总会计师1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，交投集团副总经理、董事。2011年任公司董事、总经理、党委副书记，2013年5月至今任公司

董事长、党委书记。

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。2013年1月至今任公司党委副书记、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，公司审计部主任、财务部主任、总经理助理、纪委委员。2017年12月至今任公司总会计师。

截至2020年6月末，公司本部在职员工共138人，其中高级职称员工18人、中级职称员工23人、初级职称员工14人。从文化素质来看，本科及以上学历员工126人，占91.30%；大专学历员工11人，占7.97%；高中学历员工1人，占0.72%。从年龄来看，30岁以下员工27人，占

19.57%；30~50岁员工89人，占64.49%；50岁以上员工22人，占15.94%。

4. 外部支持

成都市财政实力很强，近年来一般公共预算收入持续增长，收入质量尚可。公司作为成都市东部、南部新区起步区及成都市东进区域片区开发建设的重要主体，在资金拨付和股权划拨等方面获得成都市政府的大力支持，综合实力不断提升。

(1) 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工程款的支付情况以及政府部门对公司的支持情况。2017—2019年，成都市财政实力持续增长，近三年全市分别完成一般公共预算收入1275.53亿元、1424.16亿元和1482.96亿元，增速分别为11.3%、9.4%和7.9%。成都市财政收入质量尚可，2017—2019年，全市口径税收收入分别占一般公共预算收入的70.63%、74.98%和73.55%。同期，成都市全市一般公共预算支出分别为1756.66亿元、1837.42亿元和2006.95亿元，财政自给率分别为72.61%、77.51%和73.90%，自给程度尚可。2017—2019年，成都市获得上级补助收入330.61亿元、318.46亿元和357.52亿元，对成都市可支配财力形成补充。

2017—2019年，成都市全市政府性基金收入保持增长，分别完成1360.40亿元、1399.63亿元和1548.11亿元，主要来自国有土地使用权出让收入、国有土地收益基金收入和城市基础设施配套费收入等，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。

截至2019年末，成都市全市地方政府债务余额2822.99亿元（限额3222.97亿元），其中一般债务余额1043.76亿元、专项债务余额1779.23亿元。

(2) 资金支持

2017—2019年，公司分别收到政府返还片

区整理成本金额25.06亿元、20.03亿元和7.37亿元，2020年7月，公司收到政府返还资金13.47亿元，该项资金为公司承担东部、南部新区片区改造的成本返还。

2017年，公司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。2019年，公司收到成都市市级财政国库支付中心拨付的资本金等合计21.50亿元。2020年1—6月，公司收到成都市市级财政国库中心拨付的东西轴线项目、绿道建设项目款项等合计20.17亿元。上述资本金及资产的拨付均体现为资本公积的增加。

2017—2019年及2020年1—6月，公司分别收到政府补助资金21.41万元、1856.63万元、5351.08万元和3089.59万元，计入“其他收益”和“营业外收入”。

(3) 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。成都建工是四川省内从事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，未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版，统一社会信用代码：915101006863154368），截至2020年10月30日，公司本部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。

6. 重大事项

公司已按照成都市市委市政府的政策指导完成对成都农村商业银行股份有限公司（以下简称“成都农商银行”）35亿股股份的受让工作，并已全额支付股份转让款项。本次产权交易暂不涉及债权债务转移，联合资信将对该重大事项保持关注。

2020年7月13日，公司发布《成都兴城投资集团有限公司重大资产重组完成的公告》和《成都兴城投资集团有限公司关于成都农商银行35%股权受让情况的公告》（以下合并简称“《公告》”）称，针对安邦保险集团股份有限公司（以下简称“安邦保险集团”）拟通过北京金融资产交易所公开挂牌转让成都农商银行35亿股股份的事项¹，公司已与安邦保险集团签署《产权交易合同》及《产权交易合同之补充协议》，产权交易价格为16508008265.00元，公司已于2020年6月16日完成全额股份转让款项支付工作，并于2020年7月7日收到成都农商银行出具的股权证，公司持有成都农商银行35亿股普通股。

本次股权受让事项系按照成都市市委市政府关于加快建设国家西部金融中心等政策文件指导，为进一步优化公司产业结构而实施。本次交易暂不涉及债权债务转移。

成都农商银行是在原成都市农村信用合作社联合社、原成都市14家区（市）县农村信用合作社联合社、192家农村信用合作社、原新都区农村信用合作联社及龙泉驿农村合作银行合并组建的成都市农村信用合作联社股份有限公司基础上发起设立的股份有限公司。本次股权受让前，安邦保险集团对成都农商银行持股比例为35%，为其第一大股东。截至2019年末，成都农商银行资产总额4849.87亿元，负债总额4433.56亿元，净资产416.32亿元，2019年全年营业收入为124.38亿元，净利润为48.92

亿元。

六、管理分析

公司法人治理结构较为完善，内部管理结构较为清晰，管理制度建设整体健全，目前公司董事及监事未按章程规定全部到位，但到位人数不低于法定最低人数，实际执行情况尚可，综合管理水平较高。

1. 法人治理结构

。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6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2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

¹ 2019年12月30日，北京金融资产交易所网站披露成都农商银行35亿股股份挂牌转让事项：安邦保险集团通过北京金融资产交易所公开挂牌转让成都农商银行35亿股股份，挂牌转让价格为1650800.8265万元。

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

受合并范围不断扩大影响，公司营业收入

快速增长，公司主营业务毛利率波动上升。

随着合并范围的扩大，公司业务板块呈多元化发展，目前公司定位为集土地整理开发、重大项目建设、房地产开发、国有资产经营与管理、建筑施工、医药健康等功能于一体的综合性城市建设运营主体。

2017—2019 年，公司逐年新增建筑施工、建材物流、医药制造及销售等业务板块，其中 2018 年公司合并成都建工，新增建筑施工、建材销售和酒店旅游业务板块，主营业务收入规模快速增长，为提高数据的可比性，本报告 2017 年数据采用 2018 年审计报告中的上期/期初的追溯调整数据。建筑施工板块系公司收入的主要来源，2017—2019 年，建筑施工收入持续较快增长。受地产项目结算规模减少影响，公司房地产开发销售收入波动下降。2019 年，公司将红日药业纳入合并范围，新增医药制造及销售和设备租赁及销售板块，对公司主营业务收入形成有益补充。2017—2019 年，公司房产租赁收入主要来自对外出租自持物业获得的收入，收入规模波动增长。

毛利率方面，2017—2019 年，公司主营业务毛利率有所波动，分别为 10.66%、9.69%和 12.87%。2019 年，公司主营业务毛利率较上年增加 3.18 个百分点，主要受新增医药制造及销售板块毛利率较高，以及房产销售及租赁板块毛利率上升的综合影响。2017—2019 年，公司主营业务毛利率较上年有所提升。公司建筑施工毛利率基本维持稳定。公司房地产开发销售业务毛利率持续增长，主要系交房项目销售均价较高所致。

2020 年 1—6 月，公司实现主营业务收入 310.99 亿元，相当于 2019 年全年的 49.35%，各板块收入结构保持相对稳定。同期，公司主营业务毛利率为 11.51%，较 2019 年全年略有下滑。

表 4 2017-2019 年及 2020 年 1-6 月公司主营业务收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑施工	294.42	81.80	5.91	369.24	85.00	5.71	518.98	82.35	5.99	260.01	83.61	5.91
房地产开发销售	45.30	12.58	23.07	35.24	8.11	35.16	35.54	5.64	41.73	3.65	1.17	53.44
房产租赁	5.77	1.60	66.52	4.39	1.01	34.34	5.14	0.82	77.83	1.76	0.56	90.76
医药制造及销售	--	--	--	--	--	--	39.43	6.26	61.24	17.46	5.61	71.42
设备租赁及销售	--	--	--	--	--	--	2.29	0.36	38.08	10.83	3.48	35.89
建材物流	8.82	2.45	23.17	19.98	4.60	13.77	22.47	3.57	7.81	13.74	4.42	4.83
酒店旅游	1.55	0.43	89.70	1.72	0.40	89.35	1.76	0.28	86.69	0.53	0.17	84.69
其他	4.09	1.14	79.01	3.82	0.88	73.82	4.60	0.73	62.66	3.01	0.97	-19.45
合计	359.95	100.00	10.66	434.40	100.00	9.69	630.22	100.00	12.87	310.99	100.00	11.51

资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设

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, 其中南部片区项目已进入尾声, 东部片区因投资规模大、回款期限长等因素目前成本返还进度有所滞后。代建市政项目在建及拟建规模较小, 持续性有待关注。原拨改租项目待核销规模较小, 未来现金回流较有保障。

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公司自筹资金解决起步资金, 后续开发资金主要通过财政拨付的土地开发整理成本和加成收益来进行平衡。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。此外, 公司配套建设了附属商业和停车场等经营性项目, 并通过自持商业对外出租获得较为稳定的租赁收入。

账务处理方面, 公司将片区开发成本计入“在建工程”, 政府资金返还计入“专项应付款”, 并根据项目结算进度按照“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并竣工决算后, 核销剩余的“专项应付款”经财政审批核准后转入“资本公积”科目。公司片区改造类项目建设过程中不确认营业收入。截至 2020 年 6 月末, 公司“在建工程”中东部片区基础设施项目账面价值 91.83 亿元 (不包括新客站项目), 南部片区基础设施项目账面价值 31.44 亿元, 新客站基础设施项目账面价值 143.51 亿元。

成都市东部新区起步区项目总投资额 485 亿元, 规划面积约 41 平方公里, 公司主要负责 31.80 平方公里的项目区域, 该区域的重大建设项目包括锦和康城周边丹桂街等道路排及附属工程和沙河堡成都新客站片区基础设施项目(二期)道排、电力隧道及附属工程等。东部新区起步区项目建设期为 22 年 (2003—2025 年)。目前, 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、大面片区项目拆迁建设正在实施过程中。截至 2020 年 6 月末, 东部新区起步区项目已完成投资 431.65 亿元, 已回款 169.82 亿元。东部片区项目投入量大, 实际起步时间较晚且回款期限较长, 故成本返还进度有所滞后, 预计后期每年回款量将逐步增加。

成都市南部新区起步区主体工程初始预计总投资额 135 亿元, 规划面积 16.30 平方公里, 项目主体建设期 15 年 (2003—2018 年)。

截至2020年6月末，南部新区起步区项目已投资180.21亿元，已回款190.84亿元，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）。

商业配套方面，公司在对东部新区和南部新区进行片区开发的同时，通过对配套商业资产进行经营获取一定资金来源。目前，公司在东部新区自持的经营性资产包括停车场（可租赁面积26.48万平方米）、附属商业（可租赁面积5.70万平方米），在南部新区自持的经营性

资产包括附属商业（可租赁面积28.80万平方米）、大型单体商业地产（总面积41.74万平方米），近年来累计实现经营收入超40亿元。此外，公司通过下属房地产公司在东部新区和南部新区开发商品房、保障房等项目20余个，目前部分项目已实现销售。

2017—2019年及2020年7月，公司分别收到政府返还片区整理成本金额25.06亿元、20.03亿元、7.37亿元和13.47亿元，均体现在“收到其他与经营活动有关的现金”。

表5 截至2020年6月末公司主要在建的片区开发项目情况（单位：平方千米、亿元、年）

项目名称	建设面积	计划总投资	已投资金额	已回款金额	建设期间	回款期间	未来回款计划		
							2020年 7—12月	2021年	2022年
东部新区	31.80	485.00	431.65	169.82	2003—2025	2003—2030	24.52	26.97	29.67
南部新区	16.30	135.00	180.21	190.84	2003—2018	2004—2025	0.39	0.39	0.39
合计	48.10	620.00	611.86	360.66	--	--	24.91	27.36	30.06

资料来源：公司提供

重大市政代建项目

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，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”，收到的政府项目拨款及专项补助计入“专项应付款”，

工程完工后进行决算，整体移交时对“在建工程”和“专项应付款”进行核销，并将代建管理费部分确认收入。

截至2020年6月末，公司主要代建的重大市政项目总投资额84.61亿元，其中大部分已完工，部分完工项目已决算核销并确认代建管理费收入。2017—2019年，公司确认的代建管理费收入均不到1亿元，在其他业务板块体现。公司目前暂无拟建的重大市政代建项目。

表6 截至2020年6月末公司主要代建的重大市政项目情况

序号	项目名称	委托方	总投资额 (亿元)	项目预期收益 (万元)	已确认的收入 金额(万元)	项目状态
1	新档案馆	成都市档案局	3.92	约370	--	已完工
2	成大新校区二期二阶段	成都大学	1.88	约100	--	已完工
3	成大新校区二期三阶段A区	成都大学	2.23	约117	--	已完工
4	银木佳苑	成都市住房保障中心、成都成房置业有限公司	9.35	675.40	607.86	已完工
5	海棠佳苑	成都市住房保障中心、成都成房置业有限公司	8.72	675.50	585.90	已完工
6	锦和康城	成都成房置业有限公司	20.28	1155.69	1014.06	已完工
7	锦欣苑	成都市住房保障中心	4.5	469.73	469.73	已完工

8	成大新校区二期三阶段B区	成都大学	4.79	约307	--	已完工
9	锦丰新城	成都市住房保障中心	24.31	1495.00	1495.00	已完工
10	战训合一基地二期	成都市公安局	2.36	未审计结算	189.00	在建
11	成都市委党校第三学员宿舍楼（含市委团校教学楼）	成都市委党校	2.27	未审计结算	169.00	在建
合计			84.61	--	4530.55	--

注：项目预期收益即按竣工工程审计结算价计提的代建管理费收入，每个项目按照代建合同计提比例不同
资料来源：公司提供

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）—租用—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，建设成本计入“在建工程”科目归集和核算，收到政府拨付的专项资金或资产后入账“专项应付款”，待项目竣工决算后，按照决算金额

同时对“在建工程”和“专项应付款”进行核销。截至2020年6月末，公司原拨改租项目中，西二环改造工程项目和日月大道改造工程已完工，公司累计收到政府拨付资金65.17亿元；元华路神仙树节点项目和成渝高速入城段改造工程尚处于在建阶段，合同金额合计57.37亿元，已投资额33.51亿元，累计收到政府拨付资金10.02亿元。上述项目合同签订时间均为2017年之前，拨改租模式暂停后，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通过纳入财政预算方式分期拨付，保障项目建设合规性，公司垫资规模较小。

表7 截至2020年6月末公司原拨改租项目情况（单位：万元）

项目名称	合同签订时间	合同金额	已投资额	累计拨付资金	项目状态
西二环改造工程项目	2015年12月	1017000.00	769293.24	545000.00	已完工
日月大道改造工程	2016年12月	356999.00	356999.74	106687.00	已完工
成渝高速入城段改造工程	2016年10月	339617.65	195990.52	62152.00	在建
元华路神仙树节点项目	2016年3月	234057.55	139074.20	38020.00	在建
合计	--	1947674.20	1461357.70	751859.00	--

资料来源：公司提供

（2）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，导致公司综合毛利率水平大幅下降。近年来，成都建工新签合同额持续增长，目前在手合同额规模较大，项目储备充足。

公司建筑施工板块主要由子公司成都建工负责，建筑施工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。近年来，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上升所致。

成都建工房建施工业务主要为住宅、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。成都建工没有制定战略客户名单，主要根据自身情况、大环境招投标信息进行投标获取项目。2017—2019年，房建施工收入快速增长，年均复合增长24.98%，是建筑施工业务收入的主要来源，占比分别为84.90%、80.76%

和 77.40%。2020 年 1—6 月，成都建工房建筑施工收入 205.14 亿元，相当于 2019 年全年的

51.96%，收入规模保持稳定，占建筑安装业务收入的比重为 76.77%。

表 8 成都建工建筑施工业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房建施工	252.77	84.90	6.32	311.79	80.76	5.86	394.81	77.40	5.16	205.14	76.77	4.95
市政路桥	37.59	12.63	7.23	62.80	16.27	5.67	95.70	18.76	5.34	56.86	21.28	4.61
设备安装	1.37	0.46	4.11	2.81	0.73	4.31	5.21	1.02	6.23	0.50	0.19	2.92
装饰装修	5.97	2.01	6.58	8.69	2.25	5.93	14.37	2.82	6.60	4.71	1.76	5.82
合计	297.71	100.00	6.43	386.09	100.00	5.82	510.10	100.00	5.25	267.21	100.00	4.89

注：成都建工建筑施工收入合计与表 4 建筑施工收入不一致系统统计口径等所致
资料来源：公司提供

2017—2019 年及 2020 年 1—6 月，成都建工市政路桥业务收入增长较快，在建筑安装业务收入中占比分别为 12.63%、16.27%、18.76% 和 21.28%，占比持续上升。

项目承接

表 9 成都建工建筑施工业务合同签订情况

（单位：个、亿元）

类别	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
新签合同个数	626	797	881	439
新签合同金额	605.30	822.05	1056.06	465.07
其中：1 亿元以上合同数量	135	207	238	114
1 亿元以上合同金额	527.29	729.63	947.94	407.52
全年完成合同金额	313.10	417.16	533.71	205.14
期末在手未完工合同金额	720.96	1125.85	1648.20	1908.13

注：全年完成合同金额以当年实际产值为统计口径，故与当年确认的建筑安装收入存在一定偏差
资料来源：公司提供

近年来，成都建工每年新签和完工合同数量及金额均快速增长，业务量持续扩大。2017—2019 年，完工合同金额和期末在手未完工合同金额年均复合增长率分别为 30.56% 和 51.20%。截至 2020 年 6 月末，成都建工在手未完工合同金额 1908.13 亿元，项目储备充足，未来项目投入规模较大。

2017—2019 年，成都建工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 88% 左右，占比较大。从新签合同类型来看，以房建施工为主，占比稳中有升；市政路桥工程新签合同金额逐年增长，近三年占比波动增长；设备安装和装饰装修板块合同体量较小，合计占比稳定在 3%~5%；其他板块主要涉及勘察设计等，近三年新签合同金额较小。2020 年 1—6 月，成都建工新签合同仍主要来自房建施工和市政路桥工程，各板块新签合同金额占比基本保持稳定。

表 10 成都建工建筑施工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		2020 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
房建施工	403.37	66.64	591.99	72.01	723.97	68.55	343.66	73.89
市政路桥	154.52	25.53	191.47	23.30	293.1	27.75	97.67	21.00
设备安装	14.30	2.36	4.53	0.55	9.56	0.91	4.71	1.01
装饰装修	14.73	2.43	21.33	2.59	22.69	2.15	6.53	1.40
其他	18.38	3.04	12.73	1.55	6.74	0.64	12.50	2.69
合计	605.30	100.00	822.05	100.00	1056.06	100.00	465.07	100.00

资料来源：公司提供

从新签合同地区分布来看，作为成都市重要的建筑安装施工企业，成都建工业务分布以成都市为中心，2018年并入公司以后，成都建工新签合同中以公司作为业主的成都市本地施工项目规模大幅增长，成都市新签合同金额占比快速增长至70%以上，并呈持续上升趋势。同时，成都建工的建筑施工业务辐射四川省全域，近三年除成都市以外的省内地区新签合同

金额保持增长。近年来，省外业务主要扩展至贵州、云南、重庆、湖北、河南、天津等地区，省外地区业务规模相对较小，分布较为分散，近三年省外地区新签合同金额有所波动，占比呈波动下降趋势。随着成都市“南拓东进”发展战略的推进，成都建工建筑施工业务区域分布预计将维持以成都市为中心、辐射省内外周边地区的整体格局。

表 11 成都建工建筑施工业务新签合同额按地区分布细分情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
成都市	345.55	57.09	598.98	70.93	783.79	74.22	367.21	78.96
省内（除成都市）	159.85	26.41	161.14	21.15	185.07	17.52	59.71	12.84
省外	99.90	16.50	61.93	7.92	87.20	8.26	38.15	8.20
合计	605.30	100.00	822.05	100.00	1056.06	100.00	465.07	100.00

资料来源：公司提供

经营模式和结算模式

成都建工建筑施工业务以单一型工程总承包模式为主，即成都建工参与项目的招投标，中标后与项目业主签订工程施工合同进行工程建设，建设过程中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。

工程结算及回款方面，项目业主一般会提前支付5%~10%的预付工程款；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，成都建工一般可收到工程款的85%；工程结算完成后，可收到工程款的95%~98%；剩余2%~5%作为工程保证金，回收期一般在2年左右。

账务处理方面，成都建工按照建造合同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。施工项目支出及确认收入未结算部分计入“存货-工程施工（已完工未结算款）”，确认收入已结算未回款部分

计入“应收账款”。

除传统总承包模式外，成都建工还参与了部分BT、PPP模式的项目，目前BT项目已全部完工，截至2020年6月末，BT项目剩余待回款金额为4.00亿元。

成都建工目前参与PPP项目主要是通过资金方组成联合体进行投标，中标后与政府方合资成立项目公司，成都建工在大部分项目公司中占小比例股份（一般不超过20%），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。成都建工目前参与的PPP项目主要涉及道路、桥梁、学校等市政基础设施建设领域，均列入国家、省级PPP项目库。截至2020年6月末，成都建工签订合同且已成立项目公司的PPP项目合同金额合计69.10亿元，累计已确认施工收入24.10亿元，累计已回款17.83亿元。部分项目由于处于洽谈融资阶段而暂停施工，联合资信将对PPP项目施工进度及公司投资回收情况保持关注。

表 12 截至 2020 年 6 月末成都建工主要已签订 PPP 合同项目情况 (单位: 年、亿元、%)

项目名称	项目业主	建设期+合作运营期	合同金额	对项目公司持股比例	项目公司注册资本	已确认收入	已回款	工程状态
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	15.00	4.98	6.00	8.86	6.87	在建
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	5.10	15.56	0.45	4.77	4.47	竣工
S409巴中-坦溪公路南岸至兰草段建设项目	平昌县交通运输局	2+10	12.00	56.00	0.30	4.60	1.98	停工
G542线坦溪镇至金宝大道建设工程(一期)项目		2+10						
东互通至通河桥连接线建设项目		3+9						
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	2.38	2.00	0.60	1.20	0.42	在建
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	6.87	20.00	0.30	--	--	待建
宜宾县工业园区市政道路基础设施一期工程PPP项目	宜宾县工业园区管理委员会	3+10	12.20	5.00	0.50	1.72	0.76	在建
四川省通江中学高明校区建设PPP项目	四川省通江中学	2+10	7.18	90.00	0.10	0.75	1.36	在建
武侯区“宜居水岸”二期PPP项目	成都市武侯区统筹城乡工作局	2+13	8.37	4.50	0.50	2.20	1.97	在建
合计		--	69.10	--	--	24.10	17.83	--

注: 表中不包含部分已中标, 但因资金未落实或审批手续不全尚未成立项目公司的 PPP 项目
资料来源: 公司提供

中化岩土并入拓展了公司建筑施工板块的业务领域, 近年来中化岩土经营规模不断扩大, 新签及在手合同量较为充足, 作为 A 股上市公司一定程度拓展了公司的融资渠道。

2019 年, 公司通过股权收购将上市公司中化岩土纳入合并范围, 建筑施工板块进一步扩大。中化岩土是国内领先的岩土工程和地下空间综合服务提供商, 拥有地基基础工程专业承包壹级、工程勘察专业类(岩土工程)甲级、特种工程(结构补强)专业承包不分等级、机场场道工程专业承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级等行业资质, 近年来经营规模不断扩大。中化岩土以工程服务为主业, 业务类型涉及地基处理、机场工程和市政工程, 2019 年实现营业收入 41.00 亿元, 较上年增长 15.05%, 其中市政工程业务收入增速较高。

从收入构成来看, 2019 年, 随着市政工程施工业务规模的快速增长, 地基处理收入在营业收入中的占比降至 54.93%, 但仍是中化岩土主营业务收入及利润的主要来源。2019 年, 地基处理收入 22.52 亿元, 较上年增长 11.70%。机场工程收入较上年下降 49.35%, 主要系原有机场工程项目施工接近尾声, 无新增金额较大的机场施工项目所致。市政工程收入 12.98 亿元, 较上年增长 63.42%, 主要系西南区域市政项目确认收入较多所致。设备租赁及销售收入 2.51 亿元, 较上年增长 18.88%, 主要系设备租赁业务规模增长所致。2020 年 1—6 月, 中化岩土实现营业收入 20.45 亿元, 相当于 2019 年全年的 49.88%, 较上年同期增长 16.23%, 整体业务发展稳定。

表 13 2018—2019 年及 2020 年 1—6 月中化岩土营业收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

业务类型	2018 年			2019 年			2020 年 1—6 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
地基处理	20.16	56.58	21.76	22.52	54.93	21.92	9.35	45.75	16.69
市政工程	7.95	22.30	21.59	12.98	31.67	17.61	8.68	42.45	21.58

机场工程	3.28	9.20	17.44	1.66	4.05	14.07	0.80	3.92	--
设备租赁及销售	2.11	5.91	35.47	2.51	6.11	35.46	0.87	4.24	--
其他	2.14	6.01	29.90	1.33	3.24	14.23	0.74	3.64	--
合计	35.64	100.00	22.63	41.00	100.00	20.81	20.45	100.00	19.27

注：中化岩土 2020 年半年度报告未披露机场工程、设备租赁及销售、其他板块的成本明细，故无法计算上述板块毛利率

资料来源：联合资信根据公开资料整理

项目承接

中化岩土项目承接主要通过公开招投标的方式。从承接项目的规模来看，2019 年中化岩土合计新签合同 456 个，新签合同总造价为 54.96 亿元，较上年增长 21.94%，主要系西南地区新签项目较多所致，当期新签合同中无 PPP 项目。截至 2019 年末，中化岩土在手合同 630 个，合同总造价 149.68 亿元（未完工部分造价 71.51 亿元），累计确认收入 70.57 亿元。2019 年，中化岩土完工并验收项目 314 个，项目总金额 35.01 亿元，较上年分别降低 45.30% 和增长 13.60%。2019 年完工验收项目确认收入 29.76 亿元，回款 23.58 亿元，回款比例 79.23%，较上年增加 9.44 个百分点，回款情况一般。

表 14 2018—2019 年中化岩土项目承揽情况

（单位：个、万元）

项目	新签合同		在手合同
	2018 年	2019 年	截至 2019 年末
合同数量	625	456	630
合同造价	450678.02	549564.10	715131.17

注：表中在手合同造价 71.51 亿元为在手合同未完工部分造价

资料来源：公司提供

从新签合同的客户类型看，2019 年业主方为央企、国企的新签合同数量 192 个，合同造价 43.84 亿元，合同造价较上年增长 38.93%。央企、国企的新签合同造价总额占当年新签合同造价合计的比例为 79.76%，中化岩土客户的背景较为优质，回款相对有一定保障。从项目区域看，西南地区、华东地区、中南地区、西北地区和华北地区分别占 48.89%、24.69%、17.18%、4.79%和 3.98%，西南地区新签合同占比较上年提高 33.03 个百分点。

表 15 2019 年中化岩土前十大新签合同情况（单位：万元）

序号	项目名称	甲方单位	合同金额
1	东西城市轴线（成渝高速公路收费站-龙泉驿区界）工程勘察-设计-施工总承包一标段	成都兴城投资集团有限公司	260000.00
2	广州棠溪站交通枢纽	中铁建工集团有限公司	13724.54
3	广州江湾新城西区	广信江湾新城	13118.98
4	渭南高新区东区绿化公园和绿化广场项目（工程总承包标段）	渭南高新区东区城市建设投资有限公司	10372.67
5	奉贤南桥新城 10 单元 07B-02 地块桩基与围护工程（一标段）	上海湖垚房地产有限公司	7536.92
6	延安新区场平区植被恢复（二期）H 区项目工程总承包	延安新区管理委员会	7297.23
7	上海机械成套 8680 盾构销售（上海台州项目）	上海市机械设备成套（集团）有限公司	7073.00
8	邯郸机场改扩建工程飞行区工程 01 标段施工	邯郸机场管理有限公司	6028.17
9	中国东方航空江苏有限公司南京维修机库项目维修机坪及联络滑行道工程场道施工	中国东方航空江苏有限公司	5852.65
10	合肥 5-5 标北一环站	中煤第三建设（集团）有限责任公司	5408.53
合计			336412.69

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，中化岩土重大在建项目包括香港机场第三跑道填海工程项目（以下简称“香港机场项目”）和东西城市轴线成渝高速公路辅道（东二环-龙泉驿区界）工程勘察-设

称“香港机场项目”）和东西城市轴线成渝高速公路辅道（东二环-龙泉驿区界）工程勘察-设

计-施工总承包一标段项目（以下简称“东西城市轴线项目”）。其中，香港机场项目施工进度低于预期，主要系总包施工进度较慢所致；东西城市轴线项目由中化岩土子公司北京场

道市政工程集团有限公司与成都市勘察测绘研究院、成都市市政工程设计研究院组成的联合体中标，项目业主单位为兴城集团。

表 16 截至 2019 年末中化岩土重大在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	业主单位	合同金额	开工时间	合同工期	完工百分比	累计确认收入	2019 年确认收入	已结算金额	累计回款
香港机场第三跑道填海工程项目 3206 合同段的地基处理工程分包合同	香港恒通有限公司	25.54	2017.10.07	预计工期 36 个月	27.40%	7.01	4.48	4.72	4.72
东西城市轴线成渝高速路辅道（东二环-龙泉驿区界）工程勘察-设计-施工总承包一标段	成都兴城投资集团有限公司	26.00	2019.07.01	600 天	27.34%	6.52	6.52	6.52	4.12
合计	--	51.54	--	--	--	13.53	11.00	11.24	8.84

资料来源：公司提供

采购及成本

中化岩土施工成本主要由材料、机械费、分包、人工及其他构成。2019 年，中化岩土总营业成本为 32.47 亿元，较上年增长 17.75%，与营业收入增幅基本一致。从成本结构看，材料成本快速增长，较上年增长 31.34%，占营业成本比例上升至 35.51%。

表 17 2018—2019 年中化岩土施工成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
材料	8.78	31.84	11.53	35.51
人工	1.89	6.87	2.09	6.44
机械费	5.90	21.41	6.42	19.76
分包	9.87	35.81	10.98	33.83
其他	1.12	4.07	1.45	4.46
合计	27.57	100.00	32.47	100.00

资料来源：公司提供

中化岩土采购主要包括设备采购、材料采购和服务采购。2019 年，由于业务规模扩大，各项主要采购成本均有一定增长，前五大供应商采购金额占比为 20.48%，集中度较低。

（3）建材销售

建材销售业务主要由成都建工下属子公司负责经营，贸易范围主要集中在四川省内及周边地区；为配合建筑施工产业发展，公司积

极拓展建材销售业务，近年来销售品类和收入规模均有所增加。

公司建材销售业务主要由子公司成都建工下属成都建工物资有限责任公司、成都建工赛利混凝土有限公司、成都建工预筑科技有限公司、成都建工建材有限公司、成都建工工业化建筑有限公司等负责经营，销售品类主要为建筑钢材、混凝土、电子产品、工业原料（包含铜、金属矿、氧化铝等）以及混凝土构件等。

表 18 公司建材销售明细（单位：万元）

销售品类	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
钢材	86233.01	52774.95	87282.36
混凝土	78278.62	66663.94	31945.82
电子产品、工业原料	24645.20	86247.64	11089.97
混凝土构件及其他	11131.95	19039.52	7089.55
合计	200288.78	224726.05	137407.70

注：表中销售收入已将集团内销售收入抵消

资料来源：公司提供

公司建筑施工业务所需原材料采购主要来自于集团内部，钢材、混凝土等建材集团内外销售额约各占一半。将集团内销售部分抵消后，2018—2019 年及 2020 年 1—6 月，公司分别实现建材销售收入 20.03 亿元、22.47 亿元和 13.74 亿元，毛利率分别为 8.75%、7.81%和 4.83%，受市场竞争激烈等因素影响，毛利率

水平逐年下滑。从销售品类来看，钢材和混凝土等传统建筑材料是公司主要销售品类，近年来公司加大工业原料和混凝土构件的销售规

模，两类产品的销售收入及占比均快速增长。公司建材销售主要集中在四川省内地区，上游供应商和下游客户集中度较高。

表 19 2019 年公司主要建材销售品类前五供应商及客户情况（单位：万元、%）

钢材					
供应商名称	采购金额	占比	客户名称	销售金额	占比
四川大正德茂建设有限公司	99936.09	26.58	重庆北新天晟贸易有限公司四川分公司	20557.75	38.95
成都冶金实验厂有限公司	51766.42	13.77	金匠建设集团有限公司	11150.47	21.13
四川德胜集团钒钛有限公司	33490.67	8.91	青岛冀峰惠祥国际物流有限公司	10303.20	19.52
成都积微物联集团股份有限公司	32297.36	8.59	郑州煤矿机械集团物资供销有限公司	3025.49	5.73
陕钢集团韩城钢铁有限责任公司	26637.42	7.09	四川鑫能裕丰电子商务有限公司	2729.43	5.17
合计	244127.95	64.94	合计	47766.34	90.51
混凝土（水泥）					
供应商名称	采购金额	占比	客户名称	销售金额	占比
四川亚东水泥有限公司	10990.77	18.36	中建五局第三建设有限公司	7430.94	11.15
四川峨胜水泥集团股份有限公司	10156.39	16.97	中国建筑第八工程局有限公司	5332.75	8.00
峨眉山赛建商贸有限公司	8324.54	13.91	中建新疆建工（集团）有限公司	3077.36	4.62
峨眉山市峨胜商贸有限公司	4397.14	7.34	中兴建设有限公司四川分公司	2978.02	4.47
峨眉山岳胜商贸有限公司	2409.26	4.02	深圳中铁二局工程有限公司	2586.62	3.88
合计	36278.10	60.60	合计	21405.69	32.11
电子产品、工业原料					
供应商名称	采购金额	占比	客户名称	销售金额	占比
河南神马氯碱发展有限责任公司	15100.00	17.68	永城煤电集团聚龙物流有限公司	18619.41	21.59
山东安元实业有限责任公司	13221.89	15.48	山东淄矿煤炭运销有限公司	13414.38	15.55
成都蓉欧联合供应链管理有限公司	10859.60	12.72	山东淄矿煤炭运销有限公司	11735.73	13.61
淮北矿业集团上海润捷航运有限公司	8230.28	9.64	汉源四环锌锗科技有限公司	9795.86	11.36
河南能源化工集团国龙物流有限公司	6605.23	7.74	郑州煤矿机械集团物资供销有限公司	5308.22	6.15
合计	54017.00	63.26	合计	58873.60	68.26

资料来源：公司提供

公司建材销售主要采取直购直供模式，且贸易范围主要集中在四川省内及周边地区，有效降低了采购及运输成本，提升了区域内的竞争优势。一般情况下，上游供应商会给予公司一定的垫资额度，超过信用额度后公司使用三个月期银行承兑汇票支付货款，银行承兑汇票的支付金额占比达 80%以上，同时销售部门按照签订的销售合同按时收取下游客户货款，货款大多为银行转账，一定程度提升了公司资金流转效率。

（4）房地产开发

公司房地产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。但房地产开发业务竣工面积持续下降，项目开发进

度有待关注。此外，受房地产政策及行业波动影响，未来该业务毛利情况具有一定不确定性。

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，以商品房开发为主。

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（代建与重大市政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，回款较快。

项目开发方面，2017—2019 年，公司项目开工力度较大，新开工面积波动增长，但项目竣工面积连年下降；2020 年上半年，公司项目新开工面积为 162.24 万平方米，较 2019 年全年基本持平，但无项目竣工，公司项目开发进度有待关注。截至 2020 年 6 月末，公司在建面积达到 598.79 万平方米。

表20 公司房地产项目开发及销售情况

(单位：万平方米、亿元)

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
新开工面积	41.51	200.71	165.64	162.24
在建面积	146.73	300.29	436.55	598.79
竣工面积	61.28	47.15	29.37	--
签约销售面积	46.14	33.56	26.84	64.77
签约销售金额	44.05	37.94	61.26	112.78

资料来源：公司提供

销售方面，2017—2019 年，公司签约销售面积持续下降，但销售金额波动增长，主要系 2019 年公司销售均价较高所致。2017—2019 年，公司分别确认房地产销售收入 40.07 亿元、35.24 亿元和 35.54 亿元，毛利率持续增长，分别为 23.37%、36.66%和 41.73%，2017 年毛利率较低主要系当年结转了一个保障房项目，毛利率较低所致，而 2018 年以来公司销售结转的主要是商品房项目，随房价上涨毛利率较高。2020 年上半年，公司签约销售面积为 64.77 万平方米，签约销售金额为 112.78 亿元，均较 2019 年大幅上升；同期，公司确认房地产销售收入 3.65 亿元，全部为商品房项目结转，毛利率为 53.44%。截至 2020 年 6 月末，公司主要在售房地产项目有 15 个，其中 9 个开发在售、6 个竣工在售，剩余待出售面积合计 145.09 万平方米，未来业务持续性强。

表21 截至2020年6月末公司主要在售房地产项目情况 (单位：亿元、万平方米)

项目状态	项目名称	总投资额	已投资额	已销售金额	可销售面积	已销售面积	剩余可销售面积
开发在售项目	东湖长岛	36.65	33.94	58.36	40.59	24.22	16.37
	花照云庭	18.11	10.73	18.37	19.70	13.98	5.72
	柏云庭	38.00	17.73	3.53	27.86	3.13	24.73
	悦云庭	19.63	12.12	1.09	14.72	0.92	13.80
	璟云庭	10.53	7.24	1.53	7.66	1.13	6.53
	紫云府一期	11.28	4.83	6.20	14.47	7.78	6.69
	锦城峰荟	40.14	30.72	23.01	29.12	12.81	16.31
	云山府	10.56	4.99	0.27	11.73	0.30	11.43
	东城花汇二期	5.38	0.79	0.45	5.96	0.49	5.47
	小计	190.28	123.09	112.81	171.81	64.76	107.05
已竣工在售项目	盛和林语	25.92	25.92	39.75	41.13	31.65	9.48
	创意山一期	9.18	9.18	4.33	10.75	5.73	5.02
	紫云庭	7.60	7.60	9.18	12.60	9.86	2.74
	东御佑家	10.43	10.43	15.26	26.95	21.08	5.87
	天府汇城	10.19	10.19	9.88	20.40	10.60	9.80
	东城花汇一期	6.85	6.85	13.52	17.24	12.11	5.13
小计		70.17	70.17	91.92	129.07	91.03	38.04
合计		260.45	193.26	204.73	300.88	155.79	145.09

资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月末，公司在建商品房项目 32 个，总投资规模 589.04 亿元，尚需投资 297.25 亿元，无在建保障房项目。截至 2020

年 6 月末，公司拟建商品房项目 4 个，预计总投资合计 52.41 亿元。

土地储备方面，截至 2020 年 6 月末，公

司商品房储备土地 18 宗，占地面积合计约 81.09 万平方米，均通过招拍挂获得，公司土地储备较为充足。

整体看，公司在售及在建项目规模较大，

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一定不确定性。

表22 截至2020年6月末公司在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目类别	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	商品房	6.22	45.94	36.65	33.94	2020 年	24.22	58.36
花照云庭	商品房	4.46	24.27	18.11	10.73	2020 年	13.98	18.37
锦城峰荟	人才公寓	8.54	32.00	40.14	30.72	2021 年	12.81	23.01
柏云庭	商品房	8.19	30.50	38.00	17.73	2021 年	3.13	3.53
金堂（120.24 亩）	商品房	8.02	24.40	21.53	6.78	2021 年	--	--
柏荟城荟瑞阁（77.18 亩）	人才公寓	5.16	15.78	23.32	12.47	2021 年	--	--
柏荟城荟澜阁（77.42 亩）	人才公寓	5.15	15.25	22.84	12.30	2021 年	--	--
玺云府	商品房	17.43	62.11	51.96	19.34	2021 年	--	--
长岛荟城一期	人才公寓	4.45	12.00	11.36	5.84	2021 年	--	--
长岛荟城二期（180 亩）	人才公寓	12.03	29.43	35.75	11.23	2022 年	--	--
长岛荟城三期（174 亩）	人才公寓	11.66	28.51	30.08	10.94	2023 年	--	--
其他项目	--	85.89	278.60	259.30	119.77	--	10.62	9.54
合计	--	177.20	598.79	589.04	291.79	--	64.76	112.81

资料来源：公司提供

（5）医药制造及销售

红日药业所负责的医药板块毛利率水平高，为公司利润提供良好的补充。

2019年，公司收购红日药业并纳入合并范围，新增医药制造及销售业务。红日药业业务主要分为中药配方颗粒、成品药、辅料及原料药、医疗器械业务。2019年，红日药业营业收入为50.03亿元，毛利率为67.82%，毛利率水平高，红日药业收入在公司合并范围内体现较少，主要系红日药业在2019年上半年新纳入合并范围所致。2020年1—6月，红日药业实现营业收入27.82亿元，相当于2019年全年的55.61%，毛利率为56.67%，毛利率下降主要系营业收入中盈利水平偏低的医疗器械板块占比上升所致。

中药配方颗粒方面，红日药业重要配方颗粒产品超500种，基本涵盖中医临床使用频率最高的品种。成品药方面，主要产品为血必净注射液、盐酸法舒地尔注射液、低分子量肝素

钙注射液、酮咯酸氨丁三醇注射液、清肺散结丸及抗癌平丸等药品。辅料及原料药业务方面，主要产品为羟丙甲纤维素、羟丙纤维素及微晶纤维素等药用辅料及原料药，部分产品通过了美国FDA认证和欧洲COS认证。医疗器械业务主要产品以电子医疗器械为主，包括脉搏血氧仪、多参数检测一体机、心电检测仪、呼吸训练器及多种与移动互联网相结合的远程单参数或多参数新型电子医疗产品。

表23 红日药业收入构成情况（单位：万元、%）

构成	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
成品药	121192.91	28.69	106073.10	21.20
中药配方颗粒	216210.43	51.19	270590.99	54.09
辅料及原料药	46495.39	11.01	42237.61	8.44
医疗器械	26533.36	6.28	65505.96	13.09
其他	11964.37	2.83	15886.18	3.18
合计	422396.47	100.00	500293.85	100.00

注：红日药业未披露2020年上半年收入明细

资料来源：公司提供

原材料方面,2019年红日药业从前五大原材料供应商采购金额合计为2.94亿元,占年度采购额的16.72%,集中度较低。

销售方面,红日药业产品销售区域主要分布在华北、华东、华中和西南地区,2019年,在上述地区的销售金额占红日药业的比重分别为34.88%、21.29%、11.57%和10.67%。公司前五大销售客户销售金额合计为5.32亿元,占年度销售额的比重为10.63%,集中度不高。

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,东部片区和南部片区开发已进入尾声,随着成都市“南拓东进”发展战略的推进,未来公司将继续承担成都市内片区开发及重大市政项目的建设任务,并积极利用配套资源开展经营性业务,充实资金及收入来源。此外,成都建工也将积极参与成都市房建及市政建设,依托其突出的区域竞争优势加大业务拓展力度,综合实力进一步提升。

近年来,公司通过股权收购等方式合并了成都建工、中化岩土、红日药业等优质企业,业务板块多元化发展。2020年7月,公司完成对成都农商银行35亿股股份的收购(持股35%,未并表),进一步向金融领域拓展。

总体来看,未来公司市政建设业务规模仍然较大,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,成都建工等企业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. 财务概况

公司提供的2017—2019年度合并财务报表已经大信会计师事务所(特殊普通合伙)审

计,审计结论均为标准无保留意见;公司提供的2020年半年度财务数据未经审计。

公司财务报表按照《企业会计准则》的规定进行编制,按照《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》(财会〔2019〕6号)等相关列报。会计政策变更方面,2019年9月,经公司董事会决议,自2019年1月1日起,公司将投资性房地产后续计量模式由成本模式变更为公允价值模式。

合并范围方面,截至2017年末,公司合并范围子公司10家,较上年末新增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;2019年,公司通过股权收购将中化岩土和红日药业纳入合并范围,并投资设立成都天府绿道文化旅游发展股份有限公司;2020年1—6月,公司投资设立成都兴城简州投资运营有限公司和成都熊猫国际旅游度假区有限公司。截至2020年6月末,公司纳入合并范围的子公司共计17家。新纳入合并范围的子公司中,成都建工、中化岩土和红日药业规模较大,对公司财务数据可比性产生较大影响。

2. 资产质量

受合并范围扩大影响,公司资产规模快速增长。公司货币资金充足,资产中存货和在建工程占比较大,随着项目建设的持续投入,上述两个科目持续较快增长。成都建工并入后,公司应收类款项规模大幅增长,且计提坏账准备比例较高,对公司资金占用较多。公司整体资产质量一般。

2017—2019年末,公司资产总额逐年增长。截至2019年末,公司资产较上年末增长37.38%,流动资产和非流动资产均有所增长。其中,流动资产和非流动资产占比较均衡,但流动资产占比逐年增长。

表24 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		年均复合增长率	2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
货币资金	147.05	11.29	131.34	8.45	235.04	11.00	26.42	280.09	10.97
应收账款	154.68	11.88	166.19	10.69	228.60	10.70	21.57	258.85	10.14
其他应收款	27.07	2.08	41.53	2.67	85.07	3.98	77.27	90.39	3.54
存货	335.61	25.77	508.59	32.71	682.07	31.93	42.56	739.36	28.95
流动资产	702.86	53.96	875.73	56.32	1270.56	59.48	34.45	1448.62	56.72
长期应收款	86.97	6.68	87.77	5.64	65.00	3.04	-13.55	60.58	2.37
长期股权投资	4.25	0.33	13.10	0.84	18.97	0.89	111.28	192.72	7.55
投资性房地产	53.78	4.13	54.89	3.53	187.51	8.78	86.73	198.87	7.79
固定资产	20.84	1.60	38.61	2.48	56.16	2.63	64.15	49.98	1.96
在建工程	355.05	27.26	389.87	25.07	408.88	19.14	7.31	475.25	18.61
非流动资产	599.59	46.04	679.22	43.68	865.60	40.52	20.15	1105.19	43.28
资产总额	1302.45	100.00	1554.95	100.00	2136.16	100.00	28.07	2510.11	100.00

资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

(1) 流动资产

2017—2019 年末, 公司流动资产逐年增长。截至 2019 年末, 公司流动资产较上年末增长 45.09%, 主要系并表范围增加所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他应收款构成。

2017—2019 年末, 公司货币资金波动增长。截至 2019 年末, 公司货币资金较上年末增长 78.96%, 主要系经营回款及融资增加所致。公司货币资金中银行存款占 99.03%。

2017—2019 年末, 公司应收账款逐年增长。截至 2019 年末, 公司应收账款较上年末增长 37.55%, 主要系公司将红日药业、中化岩土并表, 使得应收款项大幅增长所致。应收账款中采用账龄分析计提坏账准备的应收账款账面余额 243.03 亿元, 1 年以内的占 62.62%, 账龄较短。公司应收前五大单位金额合计 15.10 亿元, 占应收账款的 5.84%, 集中度低。公司应收账款累计计提坏账准备 29.81 亿元, 计提比例 11.54%。

表25 截至2019年末公司其他应收款前五名情况
(单位: 万元、%)

单位名称	期末余额	占比	坏账准备
成都润利鑫置业有限公司	39103.12	1.51	1955.16

成都市路桥经营管理有限公司	31294.47	1.21	156.47
广汉市美亿家加刷装饰城管理有限公司	29568.52	1.14	1478.43
遂宁市新城建设投资有限公司	25937.31	1.00	129.69
四川龙阳天府新区建设投资有限公司	25080.81	0.97	125.40
合计	150984.24	5.84	3945.15

资料来源: 公司提供

2017—2019 年末, 公司其他应收款逐年大幅增长, 对公司资金占用较大。截至 2019 年末, 公司其他应付款较上年末增长 104.87%, 主要系成都建工地产开发有限责任公司 (以下简称“成都建工地产”) 混改后不再纳入合并范围所致。公司其他应付款累计计提坏账准备 13.66 亿元, 计提比例为 13.84%。前五大欠款方的金额合计 48.09 亿元, 占 48.71%, 其中应收成都建工地产金额 43.70 亿元, 占 44.27%, 集中度较高。

2017—2019 年末, 公司存货逐年增长。截至 2019 年末, 公司存货较上年末增长 34.11%, 主要系公司房地产业务规模增加及成都建工工程业务增加所致。公司存货主要由自制半成品及在产品 (占 44.02%)、工程施工 (占 48.89%) 构成。公司对存货计提跌价准备 4.27 亿元。公司建造合同形成的已完工未结算资产金额合

计 332.49 亿元，规模较大，对资金占用较大。

(2) 非流动资产

2017—2019 年末，公司非流动资产逐年增长。截至 2019 年末，公司非流动资产较上年末增长 27.44%，主要系投资性房地产改为公允价值计量，使得投资性房地产评估增值，以及并购使得固定资产、无形资产、商誉等增加所致。

2017—2019 年末，公司可供出售金融资产逐年增长。截至 2019 年末，公司可供出售金融资产较上年末增长 141.48%至 15.07 亿元，主要系追加投资，使得可供出售权益工具增加所致。

2017—2019 年末，公司长期应收款波动下降。截至 2019 年末，公司长期应收款较上年末下降 25.94%，主要系收到了部分项目投资款、工程款所致。

2017—2019 年末，公司投资性房地产逐年增长。截至 2019 年末，公司投资性房地产较上年末增长 241.64%，主要系会计政策调整，改成本计量模式为公允价值计量模式，公司投资性房地产评估大幅增值 81.61 亿元，且自用房地产或存货转入 42.89 亿元所致。

2017—2019 年末，公司固定资产逐年增长。截至 2019 年末，公司固定资产较上年末增长 45.48%，主要系并表范围增加使得固定资产增加，同时购置及在建工程转入综合影响所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 60.51%）和机器设备（占 31.25%）构成。公司对固定资产累计计提折旧 25.23 亿元。公司固定资产成新率为 70.11%，成新率尚可。

2017—2019 年末，公司在建工程逐年增长。截至 2019 年末，公司在建工程较上年末增长 4.88%，主要系东部片区基础设施建设项目、成都市环境生态区生态修复综合项目等投入增加所致。

2017—2019 年末，公司无形资产波动增长。截至 2019 年末，公司无形资产较上年末增加 19.25 亿元，主要系合并范围增加，使得土地

使用权增加 5.89 亿元、专利权增加 9.68 亿元、商标权增加 2.19 亿元等所致。

截至 2019 年末，公司新增商誉 17.16 亿元，主要系并购红日药业产生 6.41 亿元、并购中化岩土产生 10.74 亿元所致。公司商誉尚未发生减值，但未来或存在一定的减值风险。

截至 2020 年 6 月末，公司资产总额较上年末增长 19.55%，资产结构变化不大。从资产构成来看，货币资金较上年末增长 19.17%，其中受限部分 3.85 亿元；应收账款较上年末增长 13.23%，主要系应收业主方工程款增长所致；新增 21.29 亿元合同资产，系子公司中化岩土执行新收入准则，将存货中建造合同形成的已完工未结算资产重分类至合同资产所致；存货较上年末增长 8.40%，主要系房地产项目投资增加所致；长期股权投资较上年末大幅增加 173.75 亿元，主要系公司对成都农商银行 35% 股权收购事宜的投资款项；在建工程较上年末增长 16.23%，主要系在建市政项目持续投入所致。

截至 2020 年 6 月末，公司受限资产账面价值合计 116.37 亿元，占同期总资产的比例为 4.56%，受限资产主要包括 3.02 亿元保证金及冻结款，以及 113.35 亿元用于抵押借款的房产及土地使用权等。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益逐年增长，其他权益工具和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

2017—2019 年末，公司所有者权益逐年增长。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 673.00 亿元，较上年末增长 60.07%，主要系永续债增加，金融资产重分类带动其他综合收益增长，以及红日药业、中化岩土并表后带动少数股东权益增长等综合所致。其中，归属于母公司的所有者权益 498.65 亿元，实收资本占 11.08%、其他权益工具占 22.40%、资本公积

金占 46.13%、未分配利润占 14.91%。公司所有者权益稳定性一般。

2017—2019 年末，公司其他权益工具逐年增长，均为永续债等。同期，公司资本公积逐年增长，主要为政府划拨的资产及注入的项目资本金等。

截至 2020 年 6 月末公司所有者权益 707.73 亿元，较上年末增长 5.16%，主要系收到成都市市级财政国库中心拨付的东西轴线项目、绿道建设项目款项等合计 20.17 亿元使资本公积增长所致。

(2) 负债

公司负债规模快速增长，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，每年还本付息规模较大；考虑到计入权益的可续期债券规模较大，公司实际债务负担重。

2017—2019 年末，公司负债总额逐年增长。截至 2019 年末，公司负债规模较上年末增长 28.97%，系流动负债及非流动负债均增长所致。流动负债占比波动下降至 56.50%，负债结构较为均衡。

表 26 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年		年均复合增长率	2020 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
短期借款	116.46	12.41	125.61	11.07	101.50	6.94	-6.64	122.74	6.65
应付账款	274.08	29.21	291.76	25.72	402.42	27.50	21.17	398.61	21.59
预收款项	68.88	7.34	66.40	5.85	79.75	5.45	7.60	132.08	7.15
其他应付款	16.64	1.77	53.92	4.75	81.21	5.55	120.93	98.11	5.31
一年内到期的非流动负债	103.12	10.99	65.76	5.80	120.74	8.25	8.21	85.41	4.63
流动负债	602.03	64.16	635.87	56.05	826.74	56.50	17.19	891.07	48.27
长期借款	160.55	17.11	266.13	23.46	310.92	21.25	39.16	603.71	32.70
应付债券	46.98	5.01	117.80	10.38	222.17	15.18	117.47	242.49	13.14
长期应付款	116.58	12.42	103.49	9.12	65.32	4.46	-25.15	70.81	3.84
非流动负债	336.26	35.84	498.64	43.95	636.42	43.50	37.57	955.01	51.73
负债合计	938.30	100.00	1134.51	100.00	1463.16	100.00	24.88	1846.09	100.00

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2017—2019 年末，公司流动负债逐年增长。截至 2019 年末，公司流动负债较上年末增长 30.02%，主要系应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债增长所致。

2017—2019 年末，公司短期借款波动下降。截至 2019 年末，公司短期借款较上年末下降 19.19%，主要由保证借款（占 60.16%）和信用借款（占 29.20%）构成。

2017—2019 年末，公司应付账款逐年增长。截至 2019 年末，公司应付账款较上年末增长 37.93%，主要系成都建工增加的应付工程款增加所致。

2017—2019 年末，公司预收账款波动增长。

截至 2019 年末，公司预收账款较上年末增长 20.10%，主要系预收的房款增加所致。

公司其他应付款主要暂时收取的项目履约（或投标）保证金、质保金、代收款、拆迁安置补偿款等。2017—2019 年末，公司其他应付款逐年大幅增长。截至 2019 年末，公司其他应付款较上年末增长 50.62%，主要系成都建工新增的保证金及质保金增加所致。

2017—2019 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末增长 83.60%，主要为一年内到期的长期借款（占 96.24%）。

2017—2019 年末，公司非流动负债逐年增

长。截至 2019 年末，公司非流动负债较上年末增长 27.63%，主要系借款增加、发行债券融资增加及投资性房地产改变计量方式产生递延所得税负债综合影响所致。

2017—2019 年末，公司长期借款逐年增长。截至 2019 年末，公司长期借款较上年末增长 16.83%，其中质押借款占 18.35%、抵押借款占 11.35%、信用借款占 26.39%和保证借款占 43.90%。

2017—2019 年末，公司应付债券逐年大幅增长。截至 2019 年末，公司应付债券较上年末增长 88.60%，主要系发行债券增加所致。

2017—2019 年末，公司长期应付款持续下降。截至 2019 年末，公司长期应付款较上年末下降 36.89%，其中长期应付款较上年末增长 54.93%，主要系应付财政局款项大幅增长所致。公司专项应付款主要系公司到收到业主单位拨付的款项；截至 2019 年末，公司专项应付款较上年末下降 75.96%，主要系部分政府出资建设的原拨改租和片区整理项目已完工并达到转销条件，“专项应付款”与“在建工程”“长期应收款”同步核销所致。

图 4 公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信整理

图 5 公司资本结构分析（单位：%）



资料来源：联合资信整理

2017—2019 年末，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 33.04%。其中，长期债务占比逐年增长，2019 年末为 70.96%。2017—2019 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率均波动下降，长期债务资本化比率均波动增长。截至 2019 年末，公司上述指标分别为 68.49%、54.65%和 46.10%，较上年末分别减少 4.47 个百分点、4.57 个百分点和 3.35 个百分点，债务负担适中。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额 1846.09 亿元，较上年末增长 26.17%，主要系长期借款增长所致，非流动负债占比增至 51.73%。从负债构成来看，短期借款 122.74 亿元，较上年末增长 20.93%，主要来自信用借款增长；预收款项 132.08 亿元，较上年末增长 65.62%，主要系房地产预售款项增长所致，其中账龄 1 年以内的占比为 86.26%；一年内到期的非流动负债 85.41 亿元，较上年末下降 29.26%；长期借款 603.71 亿元，较上年末大幅增长 94.17%，主要系 2020 年上半年公司根据资金需求和外部市场情况，为应对全年债务置换、经营发展以及疫情防控进行资金储备所致，其中信用借款占 46.44%、保证借款占 33.79%、抵押借款占 10.31%、质押借款占 9.45%；应付债券 242.49 亿元，较上年末增长 9.15%，主要系子公司人居地产于 2020 年 3 月和 2020 年 4 月发行定向融资工具合计 15.00 亿元所致。

截至 2020 年 6 月末，公司全部债务规模进一步增长至 1117.57 亿元，较上年末增长 37.79%，其中短期债务和长期债务分别占比

20.58%和 79.42%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.29%、61.23%和 55.64%，公司债务负担进一步加重。考虑到公司计入权益的可续期债券规模较大，公司实际债务指标高于上述测算值，公司实际债务负担重。

从有息债务期限结构来看，截至 2020 年 6 月末，公司需于 2020 年 7—12 月及 2021—2023 年偿还的有息债务金额分别为 119.76 亿元、273.75 亿元、186.18 亿元和 148.45 亿元，分别占 2020 年 6 月末调整后全部债务的 10.72%、24.50%、16.66%和 13.28%，公司每年待偿还

债务规模较大。

4. 盈利能力

随着并表范围的增加及经营规模的扩大，公司营业收入保持较快增长，费用控制能力强，但资产减值损失侵蚀利润明显，公司盈利能力一般。

随着并表范围的增加及经营规模的扩大，公司营业收入和营业成本均逐年增长。2019 年，公司营业收入较上年增长 44.92%，营业成本较上年增长 40.04%。公司利润总额较上年增长 29.13%，主要系主业盈利能力提升所致。

表 27 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率	2020 年 1—6 月
营业收入	361.54	436.64	632.79	32.30	313.77
营业成本	322.78	393.77	551.44	30.71	276.54
费用总额	18.06	23.58	53.87	72.72	25.59
其中：销售费用	1.81	1.78	19.01	223.84	10.34
管理费用	9.00	11.67	17.50	39.45	7.93
财务费用	6.98	9.57	13.89	41.10	5.79
资产减值损失	12.68	1.98	4.74	-38.85	0.22
投资收益	-0.25	0.02	-0.54	46.97	8.16
利润总额	15.12	12.40	16.01	2.89	17.64
营业利润率	9.85	8.68	11.73	--	11.21
总资本收益率	2.32	2.00	1.85	--	--
净资产收益率	2.95	2.25	1.59	--	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2017—2019 年，公司期间费用逐年大幅增长。随着红日药业、中化岩土并入，公司销售费用占比提升明显，2019 年为 35.28%；管理费用占比降至 32.49%；财务费用占比波动下降，2019 年为 25.79%。同期，公司期间费用率逐年增长，2019 年增至 8.51%，公司费用控制能力强。

公司资产减值损失主要为坏账损失。2017—2019 年，公司资产减值损失波动下降，分别为营业利润的 240.02%、15.82%和 29.95%，明显下降，但侵蚀利润明显。

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司营业利润率波动增长，总资本收益率、净资产收

益率逐年下降。公司整体盈利能力一般。

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 313.77 亿元，相当于 2019 年全年的 49.59%；营业利润率较 2019 年全年略有下降，为 11.21%。同期，公司期间费用控制情况保持稳定，期间费用率较 2019 年小幅下降至 8.15%。2020 年 1—6 月，公司实现利润总额 17.64 亿元，相当于 2019 年全年的 1.10 倍，主要系当期确认 8.16 亿元投资收益，为收购成都农商银行股权确认的投资收益。

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

时期内外部融资依然将是公司主要的资金来源。

表28 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	年均复合增长率	2020年1—6月
销售商品、提供劳务收到的现金	319.85	389.53	558.96	32.19	358.65
收到其他与经营活动有关的现金	110.64	132.92	126.95	7.12	54.57
购买商品、接受劳务支付的现金	306.18	493.25	578.92	37.50	362.07
支付其他与经营活动有关的现金	156.96	112.59	138.73	-5.98	73.47
投资支付的现金	4.64	33.48	17.23	92.66	154.07
支付其他与投资活动有关的现金	10.25	24.01	24.17	53.54	21.26
吸收投资收到的现金	53.89	17.00	46.65	-6.96	6.38
取得借款收到的现金	218.82	456.08	489.53	49.57	432.78
收到其他与筹资活动有关的现金	35.96	24.66	82.70	51.66	71.12
偿还债务支付的现金	256.39	308.36	296.86	7.60	174.57
经营活动产生的现金流量净额	-60.94	-116.64	-84.90	18.03	-53.36
投资活动产生的现金流量净额	-5.75	-52.11	-50.79	197.25	-170.15
筹资活动产生的现金流量净额	25.43	152.35	237.33	205.48	266.68
现金收入比	88.47	89.21	88.33	--	114.30

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营现金流入逐年增长，主要为基础设施建设项目回款、建筑业务回款、预收房款等主业现金流入，以及往来款等，2019年较上年增长31.36%，主要系业务回款增加及新增医药销售取得现金所致。同期，公司经营现金流出逐年增长，2019年较上年增长20.67%，主要系项目投入、新增业务的材料采购支出等增加所致。综上影响，公司经营现金持续净流出，且规模较大。公司现金收入比稳定在89%水平，公司收现质量尚可。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入波动较大，主要系收回投资款。公司投资活动现金流出金额逐年大幅增长，主要系支付投资款、并购支出、购买固定资产等投资支出增加所致。综上，公司投资活动现金持续净流出，且净流出规模较大。公司经营和投资活动现金流均持续净流出，公司依赖于外部融资弥补资金缺口。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹

资活动现金流入逐年大幅增长，主要为借款、发债、吸收少数股东投资及政府给予的项目专项资金等。公司筹资活动现金流出规模逐年增长，主要系偿还债务、支付利息和分配股利等支出。公司筹资活动现金持续净流入，且净流入规模大幅增加。

2020年1—6月，公司经营和投资活动资金缺口仍较大，经营和投资活动产生的现金流量净额分别为-53.36亿元和-170.15亿元，其中投资支付的现金154.07亿元，主要系收购成都农商银行支付的股权对价；筹资活动产生的现金流量净额为266.68亿元，公司对外部筹资需求大。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，考虑到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，外部支持力度较大，融资渠道通畅，公司整体偿债能力极强。

表 29 公司偿债能力情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
短期偿债能力指标				
流动比率 (%)	116.75	137.72	153.68	162.57
速动比率 (%)	61.00	57.74	71.18	79.60
现金短期债务比 (倍)	0.66	0.67	1.03	1.25
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.22	0.75	0.81	--
全部债务/EBITDA (倍)	17.89	23.95	20.99	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从短期偿债能力指标来看，2017—2019 年末，公司流动比率、现金短期债务比逐年增长，速动比率波动增长。截至 2020 年 6 月末，公司上述指标均较年初有所增长，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，公司 EBITDA 波动增长，年均复合增长 22.85%。2019 年，公司 EBITDA 为 38.64 元，较上年增长 51.58%，主要由利润总额（占 41.43%）、计入财务费用的利息支出（占 43.27%）及折旧（占 11.85%）构成。公司全部债务/EBITDA 波动增长，EBITDA 利息倍数波动下降，2019 年分别为 20.99 倍和 0.81 倍，公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 6 月末，公司获得银行授信总额度 1543.15 亿元，已使用额度 693.37 亿元，尚未使用额度 849.78 亿元，公司间接融资渠道畅通。2019 年，公司合并两家上市公司，一定程度拓展了公司的直接融资渠道。

表 30 截至 2020 年 6 月末公司对外担保情况
(单位：万元、%)

被担保方	担保金额	担保期限
成都中电熊猫显示科技有限公司	100000.00	2018.08—2028.08
广州宏耀房地产开发有限公司	32270.00	2019.03—2023.03
广州敏秀房地产开发有限公司	700.00	2020.05—2023.05
合计	132970.00	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月末，公司对外担保金额合计 13.30 亿元，担保比率为 1.88%。被担保

对象为成都中电熊猫显示科技有限公司、广州宏耀房地产开发有限公司和广州敏秀房地产开发有限公司，均为国有企业，目前经营正常。公司对外担保规模较小，整体或有负债风险可控。

截至 2020 年 6 月末，公司不存在重大未决诉讼及仲裁事项。

7. 母公司财务分析

公司收入主要来自子公司，母公司对子公司管控力度较强，母公司债务负担一般。

公司主营业务主要由子公司具体运营，母公司从主要管理人员和财务人员对公司进行把控，对子公司管控能力较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额为 895.95 亿元，较上年末增长 24.02%。其中，流动资产占 14.08%，非流动资产占 85.92%。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款和一年内到期的非流动资产等构成，其中货币资金 61.06 亿元。母公司非流动资产主要为长期应收款、长期股权投资、投资性房地产和在建工程构成。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 410.57 亿元，较上年末增长 25.54%。其中，实收资本、其他权益工具、资本公积、未分配利润分别占 13.46%、21.19%、54.18% 和 6.14%，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年末，母公司负债总额 485.39 亿元，较上年末增长 22.76%。其中，流动负债占 13.73%，非流动负债占 86.27%。母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 54.18% 和 49.28%，债务负担一般。母公司全部债务为 398.91 亿元，其中短期债务为 34.12 亿元，长期债务为 364.79 亿元，债务结构合理。

2019 年，母公司营业收入为 7.79 亿元，较上年增长 1.21%；净利润为 3.60 亿元，较上年增长 4.19%。母公司总资产收益率、净资产收益率分别为 0.51% 和 0.98%，处于较低水平。

截至 2020 年 6 月末，母公司资产总额

1108.35亿元，所有者权益为433.89亿元。2020年1—6月，母公司营业收入3.04亿元，净利润9.04亿元。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至2020年6月末，公司所有者权益为707.73亿元，本期债券拟发行额度为15.00亿元。本期债券发行后，公司所有者权益将增至722.73亿元。以2020年6月末的财务数据为基础，若本期募集资金净额为15.00亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由72.29%、61.23%和55.64%下降至71.87%、60.73%和55.12%。

由于公司本期发行的永续期债券附赎回选择权，若将其视为债务，本期债券募集资金净额为15.00亿元，以2020年6月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由72.29%、61.23%和55.64%上升至72.45%、61.54%和56.05%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金拟部分用于偿还公司有息负债，公司实际债务负担将低于上述测算水平。

2. 本期债券偿还能力分析

以2019年相关财务数据为基础，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为38.64亿元和686.31亿元，为本期债券发行额度（15.00亿元）的2.58倍和45.75倍，EBITDA和经营活动现金流入量对本期债券的保障程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司在成都市经济发展及城镇化建设发挥了重要作用，获得的外部支持力度较大，联合资信认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

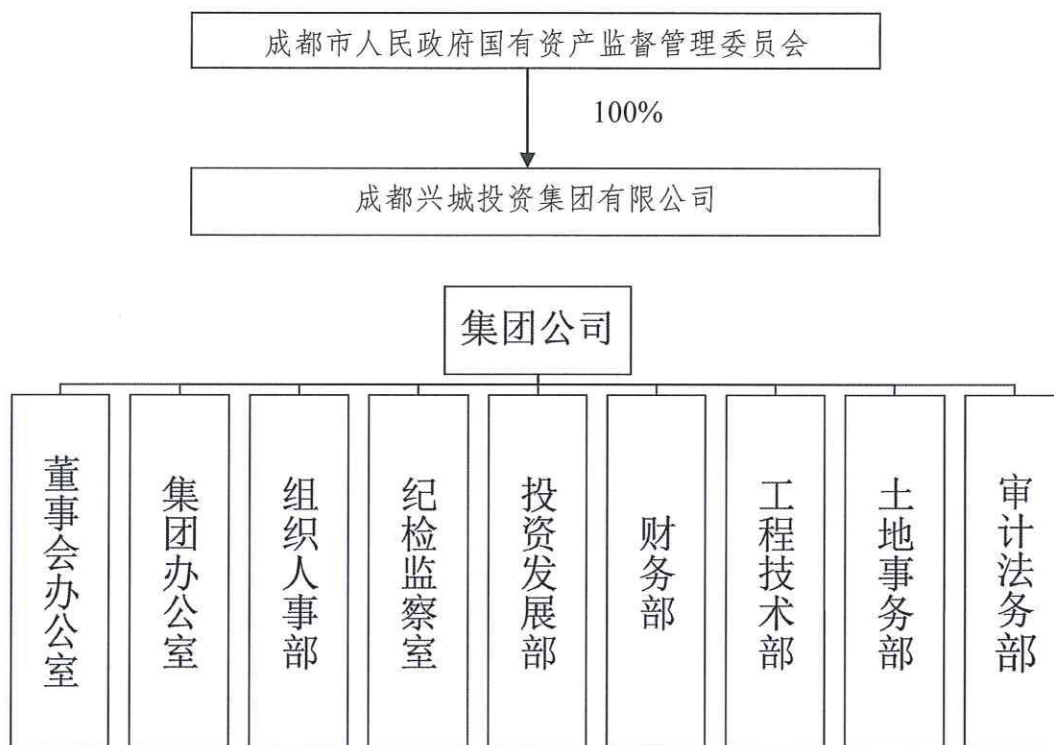
十、结论

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，承担着东部、南部新区的基础设施建设和运营管理工作，外部发展环境良好，获得的股东支持力度较大，成都建工的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，债务规模增长快，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、南部新区片区开发的收尾完工，公司片区整理收益与投融资规模将逐步实现动态平衡；同时，成都建工等企业的并入进一步扩大公司业务范围，提高公司综合实力，建筑施工和房地产开发项目储备充足，对公司收入和现金回流形成良好保障。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。

附件 1 截至 2020 年 6 月末公司股权结构图和组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2020 年 6 月末公司合并范围子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	
					直接	间接
1	成都兴城人居地产投资集团股份有限公司	成都	房产开发	500000.00	99.00	1.00
2	成都润锦城实业有限公司	成都	物业管理	1000.00	100.00	--
3	成都兴城建设管理有限公司	成都	建设管理	1000.00	100.00	--
4	成都市小城镇投资有限公司	成都	城市建设	10000.00	100.00	--
5	成都兴城资本管理有限责任公司	成都	投资管理	190000.00	100.00	--
6	成都成都中心建设有限责任公司	成都	城市建设	30000.00	100.00	--
7	兴城(香港)国际投资有限公司	香港	投资管理	29000.00 美元	100.00	--
8	成都天府绿道建设投资有限公司	成都	城市建设	500000.00	100.00	--
9	成都兴城文化产业发展投资有限公司	成都	投资管理	50000.00	100.00	--
10	成都医疗健康投资集团有限公司	成都	投资管理	500000.00	100.00	--
11	成都兴城足球俱乐部有限公司	成都	文化、体育和娱乐	3000.00	95.00	--
12	成都建工集团有限公司	成都	建筑施工	544907.96	73.41	--
13	成都天府绿道文化旅游发展股份有限公司	成都	商务服务业	30000.00	90.00	10.00
14	中化岩土集团股份有限公司	北京	建筑施工	180555.65	29.28	--
15	天津红日药业股份有限公司	天津	制造业	300570.48	22.22	--
16	成都兴城简州投资运营有限公司	成都	投资管理	200000.00	70.00	--
17	成都熊猫国际旅游度假有限公司	成都	文化旅游	300000.00	90.00	10.00

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	147.75	133.94	241.71	286.69
资产总额（亿元）	1302.45	1554.95	2136.16	2553.81
所有者权益（亿元）	364.15	420.44	673.00	707.73
短期债务（亿元）	222.52	199.49	235.55	229.94
长期债务（亿元）	235.69	411.21	575.52	887.63
全部债务（亿元）	458.22	610.70	811.07	1117.57
营业收入（亿元）	361.54	436.64	632.79	313.77
利润总额（亿元）	15.12	12.40	16.01	17.64
EBITDA（亿元）	25.61	25.49	37.73	--
经营性净现金流（亿元）	-60.94	-116.64	-84.90	-53.36
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.57	5.02	3.13	--
存货周转次数（次）	1.42	0.93	0.93	--
总资产周转次数（次）	0.36	0.31	0.34	--
现金收入比（%）	88.47	89.21	88.33	114.30
营业利润率（%）	9.85	8.68	11.73	11.21
总资本收益率（%）	2.32	2.00	1.85	--
净资产收益率（%）	2.95	2.25	1.59	--
长期债务资本化比率（%）	39.29	49.44	46.10	55.12
全部债务资本化比率（%）	55.72	59.23	54.65	60.73
资产负债率（%）	72.04	72.96	68.49	72.29
流动比率（%）	116.75	137.72	153.68	162.57
速动比率（%）	61.00	57.74	71.18	79.60
经营现金流动负债比（%）	-10.12	-18.34	-10.27	--
现金短期债务比（倍）	0.66	0.67	1.03	1.25
EBITDA 利息倍数（倍）	1.22	0.75	0.81	--
全部债务/EBITDA（倍）	17.89	23.95	20.99	--

注：1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 长期应付款的带息借款计入有息债务核算；3. 公司 2020 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	42.12	20.18	61.06	49.00
资产总额（亿元）	608.66	722.42	895.95	1108.35
所有者权益（亿元）	229.92	327.04	410.57	433.89
短期债务（亿元）	60.29	21.98	34.12	37.46
长期债务（亿元）	173.84	244.44	364.79	546.95
全部债务（亿元）	234.13	266.42	398.91	584.41
营业收入（亿元）	5.83	7.69	7.79	3.04
利润总额（亿元）	3.18	4.33	4.83	9.23
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-24.06	2.63	-16.93	-15.29
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.58	1.35	2.03	--
存货周转次数（次）	12408.73	8944.23	3946.04	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	72.87	117.32	122.09	150.79
营业利润率（%）	66.65	65.86	79.44	84.51
总资本收益率（%）	0.54	0.80	0.77	--
净资产收益率（%）	1.09	1.06	0.88	--
长期债务资本化比率（%）	43.05	42.77	47.05	55.76
全部债务资本化比率（%）	50.45	44.89	49.28	57.39
资产负债率（%）	62.23	54.73	54.18	60.85
流动比率（%）	75.86	137.46	189.29	200.20
速动比率（%）	75.86	137.46	189.29	200.20
经营现金流流动负债比（%）	-23.90	4.93	-25.41	--
现金短期债务比（倍）	0.70	0.92	1.79	1.31
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 长期应付款的带息借款计入有息债务核算；3. 母公司 2020 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化

附件 5 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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+长期应付款付息项
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 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 6-2 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 6-3 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

**联合资信评估股份有限公司关于
成都兴城投资集团有限公司
2020 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第三期）
的跟踪评级安排**

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本期债券存续期内，在每年成都兴城投资集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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，提供有关财务报告以及其他相关资料。成都兴城投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如成都兴城投资集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料，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。

联合资信对本期债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送成都兴城投资集团有限公司、监管部门等。