

成都兴城投资集团有限公司

2024 年面向专业投资者公开发行
公司债券（第四期）信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕5479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面向专业投资者公开发行的2024年公司债券（第四期）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2024年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）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：

二〇二四年六月二十六日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受成都兴城投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



成都兴城投资集团有限公司 2024 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第四期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/26

债项概况

本期债项分为两个品种，设品种间回拨选择权，品种一、品种二总计发行规模不超过 20.00 亿元（含）；品种一债券期限为 5 年，品种二债券期限为 10 年；采用单利计息，按年付息，到期一次性偿还本金；募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期公司债券。

评级观点

成都兴城投资集团有限公司（以下简称“公司”）是成都市城市综合发展服务运营主体，业务结构多元化。成都市作为四川省省会、国家中心城市之一，经济水平和财政实力保持增长，公司外部发展环境良好，且持续获得有力的外部支持。公司建立了完善的法人治理结构，内部管理体系健全，主要管理人员管理经验丰富。公司业务以成都市东部、南部新区为主的土地整理开发、城市配套基础设施建设和房地产开发为主业，并同时开展建筑施工、建材销售、医药健康和商业银行等业务。公司片区改造项目投资规模大，回款周期长，对公司资金形成占用。公司在手建筑施工和房地产在建项目量充足，但需关注房地产市场波动对施工项目回款和房地产项目去化进度的影响。公司商业银行业务规模持续扩张，加之持续融资进行建设项目投入，公司资产和全部债务规模均持续增长。公司资产中占比较高的银行业务类资产可持续带来稳定收益，但债权投资资产累计减值规模较大，公司整体资产质量一般；所有者权益中少数股东权益占比较高，权益稳定性一般；全部债务中短期债务占比较大，债务负担较重；盈利指标表现好，收入实现质量高；短期、长期偿债指标表现尚可。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资金注入和政府补贴等方面持续获得成都市政府的有力支持。

评级展望

未来，公司将保持多元化业务运营，建筑施工和房地产开发项目储备充足，同时持续推进重大项目建设进度，公司业务有望保持稳定经营发展。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司业务范围和区域范围缩小，职能定位下降。公司发生重大资产变化，核心资产被划出。

优势

- **外部发展环境良好。**2021—2023 年，成都市 GDP 增速分别为 8.6%、2.8%和 6.0%，经济水平保持增长；一般公共预算收入分别为 1697.63 亿元、1722.43 亿元和 1929.29 亿元，财政实力稳步增强；受益于成渝地区双城经济圈建设规划落地及共建西部金融中心规划的推出，成都市未来发展空间大，公司外部发展环境良好。
- **持续获得有力的外部支持。**公司作为成都市城市综合发展服务运营主体，在资金注入和政府补贴等方面持续获得有力的外部支持。
- **公司业务多元化。**公司业务板块涵盖基础设施建设、房地产开发、建筑施工、建材销售、医药健康、农产品贸易和商业银行等领域，其中建筑施工业务资质高，医药健康和商业银行业务主要运营子公司在相关领域排名靠前，公司业务多元化。

关注

- **全部债务快速增长，债务负担较重。**2021—2023 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 22.34%。截至 2024 年 3 月末，公司全部债务规模为 2732.46 亿元（其中短期债务占比 49.53%），全部债务资本化比率为 64.49%，短期债务占比较大，公司整体债务负担较重。
- **成都农村商业银行股份有限公司（以下简称“成都农商行”）债权投资资产累计减值规模较大。**截至 2023 年末，子公司成都农商行债权投资累计减值规模较大，相应计提减值准备 110.81 亿元。
- **存在应收账款回收风险。**截至 2023 年末，公司应收账款累计计提坏账准备 72.13 亿元，坏账计提比例为 21.46%，主要是对涉诉事项应收款及账龄较长的部分工程款计提坏账。同期末，成都建工集团有限公司及下属子公司作为原告的案件共 226 件，涉案金额合计 111.10 亿元，需关注后续案件审理进度和应收款项回收风险。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

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	1
			现金流量	2
		资本结构	4	
		偿债能力	3	
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：政府支持				+2
评级结果				AAA

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

主要财务数据

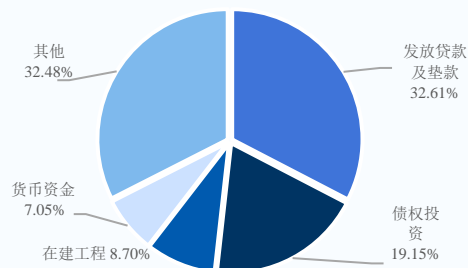
合并口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	1144.75	1292.35	1468.58	1495.52
资产总额（亿元）	9419.91	10744.12	12270.41	12734.00
所有者权益（亿元）	1249.55	1318.74	1442.55	1504.61
短期债务（亿元）	708.19	842.28	1384.52	1353.34
长期债务（亿元）	1116.02	1306.05	1345.92	1379.12
全部债务（亿元）	1824.21	2148.33	2730.44	2732.46
营业总收入（亿元）	1970.74	2100.36	1346.79	233.61
利润总额（亿元）	79.53	68.20	64.66	22.11
EBITDA（亿元）	118.75	116.09	120.21	--
经营性净现金流（亿元）	204.66	52.96	501.13	-131.42
营业利润率（%）	19.96	20.34	32.82	42.64
净资产收益率（%）	4.76	4.20	3.50	--
资产负债率（%）	86.73	87.73	88.24	88.18
全部债务资本化比率（%）	59.35	61.96	65.43	64.49
流动比率（%）	49.72	49.01	43.24	44.84
经营现金流动负债比（%）	3.24	0.74	5.80	--
现金短期债务比（倍）	1.62	1.53	1.06	1.11
EBITDA 利息倍数（倍）	1.75	1.49	1.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.36	18.51	22.71	--

公司本部口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	1396.47	1538.70	1742.71	1803.44
所有者权益（亿元）	485.51	553.51	607.50	642.23
全部债务（亿元）	741.97	764.01	754.28	753.93
营业总收入（亿元）	5.91	6.95	7.49	2.04
利润总额（亿元）	3.31	3.18	7.82	-1.15
资产负债率（%）	65.23	64.03	65.14	64.39
全部债务资本化比率（%）	60.45	57.99	55.39	54.00
流动比率（%）	87.58	127.73	98.66	95.32
经营现金流动负债比（%）	-17.06	-1.18	9.66	--

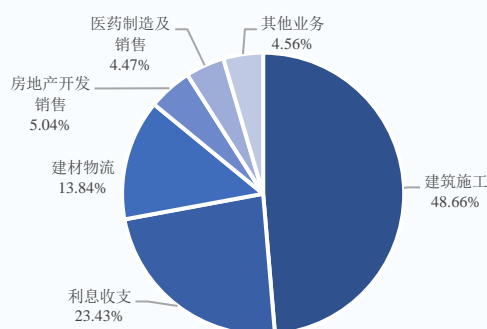
注：1. 公司 2024 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告将合并口径其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度财务数据及公司提供资料整理

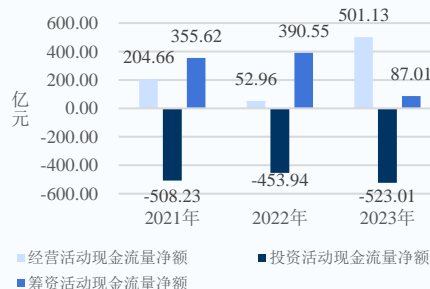
2023 年末公司资产构成



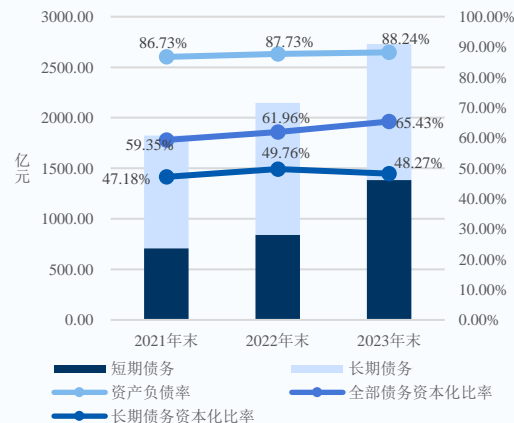
2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年末公司债务情况



同业比较（截至 2023 年末/2023 年）

主要指标	信用等级	所属区域	GDP	一般公共预算收入 (亿元)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	资产负债率 (%)	全部债务资本化 比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	成都市	22074.7	1929.29	12270.41	1442.55	1346.79	64.66	88.24	65.43	22.71	1.45
福州城建	AAA	福州市	12928.47	1189.77	2375.32	987.59	636.19	19.86	58.42	52.41	25.06	1.49
济南城建	AAA	济南市	12757.40	1060.82	3684.57	1001.72	360.36	10.64	72.81	67.62	63.12	0.39
成都轨交	AAA	成都市	22074.7	1929.29	4685.70	1569.52	158.03	22.05	66.50	60.50	15.07	1.75

注：福州城市建设投资集团有限公司简称为福州城建，济南城市建设集团有限公司简称为济南城建，成都轨道交通集团有限公司简称为成都轨交
资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/06/11	彭雪绒 王相尹	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
AAA/稳定	2016/06/22	常楚笛 黄静雯	基础设施建设投资企业信用分析要点（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；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：彭雪绒 pengxr@lhratings.com

项目组成员：王相尹 wangxiangyin@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、主体概况

成都兴城投资集团有限公司（以下简称“公司”）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 30.00 亿元成立的国有独资企业。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，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主体；2012 年 2 月，兴城公司更名为现名。经多次增资，截至 2024 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 240.00 亿元，成都市国资委持股 100.00%，系公司唯一股东和实际控制人。

公司是成都市城市综合发展服务运营主体，主要承担以成都市东部、南部新区为主的城市配套基础设施和房地产开发等职能，并涉及建筑施工、建材销售、医药健康和商业银行等领域。

截至 2024 年 4 月末，公司本部设投资发展部、财务部和运营管理部等职能部门。截至 2024 年 3 月末，公司纳入合并范围的一级子公司共 19 家。

截至 2023 年末，公司资产总额 12270.41 亿元，所有者权益 1442.55 亿元（少数股东权益 693.52 亿元）。2023 年，公司实现营业总收入 1346.79 亿元，利润总额 64.66 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司资产总额 12734.00 亿元，所有者权益 1504.61 亿元（少数股东权益 712.99 亿元）。2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 233.61 亿元，利润总额 22.11 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：李本文。

二、本期债项概况

公司计划发行 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期），分为两个品种，设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债项发行申购情况，在总发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100.00%，品种一、品种二总计发行规模不超过 20 亿元（含）；品种一债券期限为 5 年，品种二债券期限为 10 年；采用单利计息，按年付息，到期一次性偿还本金；募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期公司债券。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》](#)。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

(1) 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2024年城市基础设施建设行业分析》](#)。

(2) 建筑施工

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势高度相关。2023年建筑业总产值同比增速略低于2022年，但仍高于GDP增速。从产业链上游看，钢材和水泥作为建筑业重要原材料，其价格波动对建筑施工企业成本的影响较大；2023年，受下游市场需求持续疲软等因素影响，水泥和钢材价格整体震荡下行。建筑业下游需求主要来自房地产和基础设施建设投资，2023年，房地产行业投资和销售规模同比继续下降，基础设施建设投资增速有所下降，建筑行业需求有所放缓。在经济增长承压的背景下，2023年，建筑业新签合同额自2016年以来首次出现同比下降，行业集中度进一步提升，市场份额继续向中央企业集中。

2024年，在国家“稳中求进”的发展基调下，房地产行业利好政策有望对冲房地产行业下行压力，但市场信心修复仍需观察；在“稳增长”政策调控下，叠加专项债券方面的资金支持力度增强，基础设施建设投资潜力或将得到逐步释放，投资有望保持一定增长；在化解地方政府债务压力背景下，部分重点省份政府基础设施建设投资或将受限，建筑业增长面临较大压力。长期来看，在经济增长承压的背景下，建筑行业集中度将进一步提升，行业或将长期保持中低速温和增长态势。完整版详见[《2024年建筑施工行业分析》](#)。

(3) 商业银行业

2023年以来，我国经济整体进入企稳复苏的发展通道，资金供给结构向国家重大战略、重点领域和薄弱环节倾斜，引导商业银行服务实体经济质效持续提升。2023年，商业银行资产规模保持稳定增长，贷款占资产总额的比重整体呈上升态势，且新增贷款主要投向制造业、民营企业、普惠小微企业、乡村振兴以及科技创新等政策支持领域，贷款投放结构趋于优化。截至2023年末，我国商业银行资产总额354.85万亿元，较上年末增长10.96%。

2023年，我国商业银行信贷资产质量有所改善，但区域分化仍较为明显，拨备整体保持在充足水平，2023年末商业银行不良贷款率和关注类贷款占比分别为1.59%和2.20%，分别较上年末下降0.04个百分点和0.05个百分点，拨备覆盖率为205.14%。盈利方面，2023年，商业银行净息差持续收窄至1.69%，净利润增速放缓，整体盈利水平有所回落，但2024年存款挂牌利率下调在中小商业银行的逐步落实或将使得净息差收窄幅度得到一定程度的缓解。流动性方面，商业银行住户存款加速增长带动负债稳定性提升，整体流动性保持合理充裕。资本充足性方面，商业银行资本保持充足水平，但在净息差收窄以及信用成本上升对资本内生能力带来直接削弱的背景下，商业银行整体面临的资本补充压力有所加大。此外，强监管环境引导银行规范经营，推动银行业高质量发展，且随着地方中小金融机构合并重组进程的不断推进，区域性银行市场竞争力及抗风险能力有所提升。

随着我国经济运行持续稳定恢复，银行业整体保持平稳发展态势，且在监管、政府的支持下，商业银行抗风险能力将逐步提升；综上所述，联合资信认为商业银行业整体信用风险展望为稳定。完整版详见[《2024年商业银行业行业分析》](#)。

(4) 医药制造行业

2023年，受医保控费力度加大、新药研发力度加大、疫情相关用品需求下降、行业内部调整等因素影响，医药制造企业营业收入和利润总额同比有所下降。医药行业是对政策依赖较高的行业，仿制药一致性评价政策的推进、带量采购政策的落地执行等均对行业产生了深刻影响。近年来，中国医药行业政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革，控费仍是行业主旋律，鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求，积极推动仿制药发展，鼓励优质中医药企业发展。2023年开展的医疗反腐行动长期有益行业健康发展。未来，预计国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望逐渐复苏。完整版详见[《医药制造行业 2024 年度行业分析》](#)。

2 区域环境分析

成都市是国家中心城市之一，交通便利，2023年经济水平和财政实力保持增长，固定资产投资增速有所放缓。受益于成渝地区双城经济圈建设规划落地及共建西部金融中心规划的推出，成都市未来发展空间大，公司外部发展环境良好。

成都市是四川省省会和中国 15 个副省级城市之一、国家中心城市之一，是国务院确定的西部地区重要的经济中心、科技中心、文创中心、对外交往中心和综合交通枢纽，同时也是“一带一路”国家战略的重要节点城市和物流枢纽。截至 2023 年末，成都市总面积 14335 平方公里，下辖 12 个市辖区、3 个县、代管 5 个县级市，拥有国家级自主创新示范区成都高新技术产业开发区、国家级经济技术开发区成都经济技术开发区、国家级新区四川天府新区成都直管区和 1 个省级新区（成都东部新区），常住人口 2140.3 万人。

电子信息已成为成都市首个万亿级产业，生物医药、轨道交通装备纳入国家首批战略性新兴产业集群发展工程，成都市软件和信息服务集群、成渝地区电子信息先进制造集群、成德高端能源装备集群入选国家先进制造业集群。当前，成都市在确定电子信息、数字经济等 8 个产业生态圈的基础上，进一步细化出集成电路、新型显示等 28 条重点产业链，系统重构现代化产业体系新的“四梁八柱”。

成都市交通网络发达，得益于“两场一体”协同运营机制，双流国际机场和天府国际机场合计实现旅客吞吐量达 7492.4 万人次，货邮吞吐量超 77.2 万吨，成为继上海、北京、广州之后，我国内地第四个年航空旅客吞吐量突破 7000 万人次的城市。成都市是我国西南部重要的国际铁路枢纽，已形成“1 环 12 射”的铁路网络，2023 年运营里程位列全国第五，国际班列连接境外城市 108 个，全年开行超 5000 列，成都国际铁路港集装箱吞吐量突破 100 万标箱。公路方面，成都市公路总里程达 2.93 万公里，路网密度 2.05 公里/平方公里，在中西部城市中位列第二，形成了“3 绕 13 射”的高速公路网。

2021 年 10 月，中共中央、国务院印发《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，成都市等 15 个位于双城经济圈的地市将着力推进产业差异化和互补化、交通体系建设和区域均衡发展。2021 年 12 月，中国人民银行联合六部门印发《成渝共建西部金融中心规划》，明确以金融支持成渝地区双城经济圈高质量发展为主线，助推国家重大发展战略实施，到 2025 年将初步建成西部金融中心。

图表 1 • 成都市主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	19917.0	20817.5	22074.7
GDP 增速	8.6%	2.8%	6.0%
固定资产投资增速	10.0%	5.0%	2.0%
三产结构	2.9:30.7:66.4	2.8:30.8:66.4	2.7:28.9:68.4
人均 GDP（万元）	9.46	9.81	10.35

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据成都市国民经济和社会发展统计公报，2021—2023 年，成都市 GDP 持续增长，增速波动下降。2023 年，成都市 GDP 在全国地级市中排名第 7 位，GDP 增速高于全国平均水平。同期，成都市产业结构持续优化，第三产业对经济发展形成明显支撑。成都市拥有电子信息和装备制造两大万亿级产业集群，2023 年规模以上工业增加值同比增长 4.1%，医药健康、装备制造、电子信息、绿色食品和新型材料五大先进制造业合计增长 4.0%。固定资产投资方面，2021—2023 年，成都市固定资产投资增速有所放缓，其中 2023 年工业投资同比增长 12.0%，房地产开发投资同比下降 23.6%。

图表 2 • 成都市主要财力指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
一般公共预算收入	1697.63	1722.43	1929.29
一般公共预算收入增速	11.70%	5.80%	12.00%
税收收入	1272.94	1267.77	1449.38
税收收入占一般公共预算收入比重	74.98%	73.60%	75.13%
一般公共预算支出	2237.70	2435.01	2586.84
财政自给率	75.87%	70.74%	74.58%
政府性基金收入	2183.76	2145.92	1886.61
地方政府债务余额	4043.31	4640.47	5228.70

注：1. 2022 年一般公共预算收入增速系扣除留抵退税因素后同口径增长率；2. 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%
资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据成都市财政预算执行报告和决算报告，2021—2023 年，成都市一般公共预算收入持续增长，在四川省均排名首位且远超省内其他地级市，增速波动增长；受留抵退税政策影响，税收收入波动增长，占一般公共预算收入比重较高，财税质量良好。同期，成都市一般公共预算支出持续增长，财政自给能力尚可。2021—2023 年，受土地市场行情影响，成都市政府性基金收入持续下降。截至 2023 年末，成都市政府债务余额中专项债务余额 3899.80 亿元，一般债务余额 1328.90 亿元，成都市政府债务负担较重。

根据《2024 年 3 月成都统计月报》，2024 年 1—3 月，成都市实现 GDP5518.19 亿元，同比增长 5.0%，其中第三产业同比增长 5.3%；规模以上工业增加值同比增长 3.9%，其中医药健康产业同比增长 5.2%，新型材料产业同比增长 6.4%；固定资产投资同比增长 6.8%，房地产开发投资同比下降 16.2%。同期，成都市完成一般公共预算收入 516.4 亿元，同比增长 2.5%。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司是成都市城市综合发展服务运营主体，下属子公司在相关行业中排名靠前，对成都市经济发展及城镇化建设发挥了重要作用。

公司是成都市城市综合发展服务运营主体，以成都市东部、南部新区为主的土地整理开发、城市配套基础设施建设和房地产开发为主业，下属子公司成都建工集团有限公司（以下简称“成都建工”）、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”）、成都兴城人居地产投资集团股份有限公司（以下简称“人居地产”）、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”）和成都农村商业银行股份有限公司（以下简称“成都农商行”）分别负责建筑施工、建材销售、房地产销售、医药健康和商业银行等其他业务经营。红日药业在 2022 年度工信部“中国医药工业百强企业”榜单中排名第 52 位，中国中药协会 2022 年“中成药企业百强”榜单中排名第 14 位。成都农商行在 2023 年中国银行协会发布的“中国银行业 100 强榜单”中排名第 39 位。人居地产在 2024 年由中国企业评价协会、清华大学房地产研究所、北京中指信息技术研究院主办的“中国房地产百强企业”中排名第 49 位。

图表 3 • 2023 年（末）成都市主要基础设施建设主体财务指标情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	主要业务内容	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率
成都城建投资管理集团有限责任公司	成都市国资委	成都市基础设施和保障房建设运营、燃气供应等	1793.65	539.19	264.54	15.54	69.94%
成都交通投资集团有限公司（以下简称“成都交投”）		成都市铁路、公路和机场等交通基础设施的投资建设和经营管理等	1945.58	624.14	137.47	13.80	67.92%
成都轨道交通集团有限公司		成都市轨道交通建设、运营以及轨道交通沿线多元资源经营等	4685.70	1569.52	158.03	22.05	66.50%
成都环境投资集团有限公司（以下简称“成都环投”）		成都市水环境综合整治投资和运营等	850.04	273.55	113.36	18.18	67.82%
公司		成都市东部、南部新区为主的土地整理开发、城市配套基础设施建设和房地产开发等	12270.41	1442.55	1346.79	64.66	88.24%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2 人员素质

公司主要管理人员管理经验丰富，公司本部员工学历水平较好、年龄构成较为合理，能满足公司日常运营需要。

截至 2024 年 4 月末，公司拥有董事长和高级管理人员共 8 人，其中总经理 1 人、副总经理 4 人、总会计师 1 人、总经济师 1 人。

李本文，1966 年生，研究生学历；历任原双流县（现双流区）县委办主任、县委常委、政法委书记，郫县县委常委、政法委书记、县政府党组副书记、副县长（兼任郫县县委党校第一副校长、郫县人社局党委书记）、县委副书记，成都环投党委书记、董事长，成都市国资委党委书记、主任，成都市市委国资国企工委常务副书记（兼）、市委国资国企工委书记（兼）；自 2023 年 10 月 24 日起任公司党委书记、董事长。

陈大用，1974 年生，研究生学历；历任成都交投副总经理，金堂县县委常委、县政府党组副书记、副县长，成都环投党委副书记、董事、总经理，大邑县县委副书记代理县长、副县长、县长；自 2024 年 3 月 8 日起任公司副董事长、总经理。

截至 2024 年 3 月末，公司本部口径在职员工 133 人。从学历构成看，公司本部本科及以上学历员工占比 96.99%；从年龄构成看，50 岁以上员工占比 13.53%、30~50 岁员工占比 72.94%、30 岁以下员工占比 13.53%。

3 信用记录

公司本部及重要子公司本部过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据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 2024 年 4 月 16 日，公司本部无未结清或已结清不良及关注类信贷信息记录，过往履约情况良好。

根据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：91510100201929676Y），截至 2024 年 5 月 6 日，成都建工本部无未结清或已结清不良及关注类信贷信息记录，过往履约情况良好。

根据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：91510100762277030P），截至 2024 年 4 月 24 日，人居地产本部无未结清或已结清不良及关注类信贷信息记录，过往履约情况良好。

根据公司本部、成都建工本部及人居地产本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部、成都建工本部及人居地产本部无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部、成都建工本部及人居地产本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

六、管理分析

1 法人治理

公司建立了完善的法人治理结构，监事存在缺位，但不影响整体运作。

公司依据《公司法》及有关法律、法规的规定，制定了《公司章程》。

公司设董事会，董事会由 7—11 人组成，设董事长 1 人，副董事长 1—2 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，职工董事由公司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。截至 2024 年 4 月末，公司董事会成员共 8 人，其中董事长 1 人、副董事长 2 人、专职外部董事 3 人、职工董事 1 人，其余董事 1 人，工商变更尚未完成。

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），职工监事由公司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、高级管理人员及财务部门负责人不得兼任监事。监事会主席和监事的任期每届 3 年。截至 2024 年 4 月末，公司监事会在位职工监事 1 人，缺位 4 人，工商变更尚未完成。

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 管理水平

公司建立了健全的内部管理体系。

根据公司经营管理的特點，按照成都市政府的有关规定，公司对财务、投融资、安全生产和子公司管理等方面制定了管理制度。

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》，适用于公司及子公司的投资行为。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。财务部、法务风控部负责投资项目的财务监督。融资管理方面，公司制定了《成都兴城投资集团有限公司投融资管理制度》，规定了融资实施管理的细则，涵盖融资决策分级管理、融资计划管理、融资审核管理、融资审批管理、融资备案管理等内容。

安全生产管理方面，公司制定了《安全生产责任制度》，适用于公司及各子公司。公司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，确保公司的各项安全工作落到实处。

子公司管理方面，公司与子公司在资产、人员、业务、机构方面保持相对独立，公司主要通过行使股东权利来实现对子公司的控制和管理，包括但不限于向子公司委派董、监事人员，通过董事会向子公司委派总经理、财务总监等公司高管，决定子公司的财务制度和财务预算，决定子公司的利润分配，决定子公司的重大投融资，决定子公司的重大资产和产权处置等重大事项。同时对各子公司实行经营业务年度考核，主要为年度利润指标完成情况考核制度。除行使股东权利外，公司原则上不干预子公司的日常经营活动。

七、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，公司营业总收入波动下降，综合业务毛利率波动增长。

公司业务多元，近年来收入主要来自建筑施工、房地产开发销售、建材物流和银行业务等。2021—2023 年，公司营业总收入波动下降，综合毛利率波动上升。2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 233.61 亿元，同比下降 57.33%，主要系建材物流业务继续收缩规模和大宗商品贸易调整为按净额法确认收入所致；综合业务毛利率为 22.99%。

图表 4 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑施工	866.15	43.95%	7.68%	767.60	36.55%	8.45%	655.41	48.66%	9.98%	94.17	40.31%	7.02%
房地产开发销售	222.40	11.29%	15.77%	145.52	6.93%	1.62%	67.89	5.04%	13.54%	2.63	1.13%	-9.61%
酒店旅游	2.64	0.13%	61.37%	3.79	0.18%	34.03%	4.75	0.35%	18.72%	0.80	0.34%	26.97%
建材物流	539.15	27.36%	0.86%	703.11	33.48%	1.58%	186.40	13.84%	4.70%	30.18	12.92%	1.77%
医药制造及销售	76.56	3.88%	57.50%	66.30	3.16%	57.57%	60.25	4.47%	54.45%	14.57	6.24%	51.38%
设备租赁及销售	1.04	0.05%	16.85%	1.41	0.07%	26.64%	1.64	0.12%	5.39%	0.01	0.003%	0.96%
农产品贸易	0.00	0.00	--	84.31	4.01%	0.22%	16.49	1.22%	2.46%	0.03	0.01%	5.96%
利息收支	250.27	12.70%	47.28%	291.38	13.87%	46.16%	315.49	23.43%	44.04%	81.75	34.99%	42.67%
手续费及佣金收入	4.98	0.25%	74.09%	7.19	0.34%	70.54%	8.83	0.66%	70.14%	0.98	0.42%	20.76%
其他业务	7.54	0.38%	66.22%	29.75	1.42%	82.30%	29.65	2.20%	38.99%	8.49	3.63%	46.58%
合计	1970.74	100.00%	14.17%	2100.36	100.00%	13.45%	1346.79	100.00%	20.36%	233.61	100.00%	22.99%

注：1. “0.00”表示当期未确认收入，“--”代表不适用；2. 农产品贸易业务主要为生猪和玉米等贸易收入
资料来源：联合资信根据公司审计报告、提供资料整理

(1) 基础设施建设业务

公司片区改造项目投资规模大，回款周期长，对公司资金形成占用。

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片区整理成本返还和加成收益来进行平衡。公司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工作。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物业和停车场等经营性项目，并通过自持商业物业对外出租获得较为稳定的租赁收入。

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。公司片区改造类项目建设过程中不确认营业收入。截至 2024 年 3 月末，公司东部新区片区开发项目已累计投资 520.93 亿元，已累计回款 285.02 亿元，项目实际开工时间较晚且回款期限较长。同期末，公司南部新区片区开发项目已累计投资 217.06 亿元，已累计回款 202.07 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（不再调整项目投资批复文件，投资额有超概）。商业配套方面，公司在东部新区自持的经营性资产包括停车场、附属商业物业等，在南部新区自持的经营性资产包括附属商业物业、大型单体商业地产等。

图表 5 • 截至 2024 年 3 月末公司主要片区开发项目情况（单位：平方千米、亿元）

项目名称	建设面积	计划总投资	已累计投资	已累计回款	建设期间	回款期间
东部新区	31.80	485.00	520.93	285.02	2003—2025年	2003—2030年
南部新区	16.30	135.00	217.06	202.07	2003—2018年	2004—2025年
合计	48.10	620.00	737.99	487.09	--	--

资料来源：公司提供

此外，公司自筹资金进行成都市环城生态区生态修复综合项目（南片区）绿色项目（以下简称“生态修复项目”）建设，生态修复项目系在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）范围内实施绿道、生态修复及二、三、四级配套设施等建设，是四川省重点项目之一。截至 2023 年末，生态修复项目计划总投资 149.79 亿元，累计投资 93.24 亿元，计入“在建工程”，未来计划通过特色园出租、林盘院落出租、停车场、观光车、土地流转、广告和各项活动门票收入等实现收益。

重大市政代建项目

公司重大市政项目主要采用代建模式，项目建设资金全部由成都市政府出资。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。会计处理上，公司将项目建设资金支出计入“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。2021—2023 年，公司确认的代建管理费收入均不到 1 亿元，在其他业务收入体现。截至 2024 年 3 月末，公司暂无在建及拟建重大市政代建项目。

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 2024 年 3 月末，公司主要原拨改租项目已累计投资 77.74 亿元，累计收到拨付资金 73.85 亿元。

图表 6 • 截至 2024 年 3 月末公司主要原拨改租项目情况（单位：亿元）

项目名称	合同签订时间	已累计投资	累计拨付资金	项目状态
日月大道改造工程	2016 年 12 月	34.83	32.70	已完工
成渝高速入城段改造工程	2016 年 10 月	27.28	25.77	已完工
元华路神仙树节点项目	2016 年 3 月	15.63	15.38	已完工
合计	--	77.74	73.85	--

注：上述项目累计投资额经审定后有所调整，尚未完成竣工结算
 资料来源：公司提供

(2) 建筑施工业务

公司建筑施工业务主要由子公司成都建工和上市子公司中化岩土负责运营，近年来受项目结算量下降影响，建筑施工收入有所下降，中化岩土持续亏损。成都建工在手项目储备充足，需持续关注房地产市场波动对房建施工项目回款的影响。

公司建筑施工板块主要由子公司成都建工和中化岩土具体运营。

图表 7 • 成都建工建筑施工业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	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	649.13	73.65%	6.36%	604.39	74.71%	7.91%	536.52	77.64%	9.31%
市政路桥	203.58	23.10%	6.91%	168.96	20.88%	8.83%	108.47	15.70%	11.71%
设备安装	4.96	0.56%	6.09%	9.44	1.17%	8.81%	11.71	1.70%	6.32%
装饰装修	23.69	2.69%	7.59%	26.23	3.24%	8.82%	34.30	4.96%	9.47%
合计	881.36	100.00%	6.52%	809.02	100.00%	8.14%	691.01	100.00%	9.65%

注：成都建工建筑施工和中化岩土建筑施工收入相加与图表 4 建筑施工收入不一致系合并抵消及统计口径差异等原因所致
资料来源：公司提供

传统总承包模式

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壹级、钢结构工程专业承包壹级、公路工程施工总承包壹级、地基基础工程专业承包壹级等资质，业务模式以工程总承包模式为主，通过招投标模式承接项目。成都建工施工业务类型包括房建施工、市政路桥、设备安装和装饰装修等，其中房建施工收入为其建筑施工业务收入的主要来源，业主方主要为当地城投企业和房地产开发公司。工程结算及回款方面，项目业主一般会提前支付 5.00%~10.00%的预付工程款，工程结算后收到 95.00%~98.00%的工程款。成都建工按建造合同完工百分比法确认收入。2021—2023 年，成都建工建筑施工收入持续下降，主要系工程结算量下降所致，综合毛利率有所上升。同期，成都建工每年新签合同数和新签合同金额均保持较大规模。截至 2024 年 3 月末，成都建工在手未完工合同金额 2472.67 亿元，项目储备充足。考虑到房地产市场处于下行周期，需持续关注其房建施工项目回款情况。

图表 8 • 成都建工建筑施工业务合同签订情况（单位：个、亿元）

类别	2021年	2022年	2023年
新签合同个数	1065	1131	1110
新签合同金额	1121.05	1011.43	1017.58
全年完成合同金额	1116.51	871.85	775.00

资料来源：公司提供

BT 和 PPP 模式

成都建工还参与了部分 BT 和 PPP 模式的项目，截至 2023 年末，BT 项目剩余待回款金额为 3.26 亿元。成都建工通过与资金方组成联合体投标参与 PPP 项目，中标后与政府方合资成立项目公司，成都建工主要负责项目的施工建设，项目公司负责项目资本金缺口及后期项目资金的融资。截至 2023 年末，成都建工主要已签订合同并成立项目公司的 PPP 项目合同金额合计 74.01 亿元，累计确认施工收入 49.71 亿元，累计已回款 44.08 亿元。

图表 9 • 截至 2023 年末成都建工主要已签订 PPP 合同项目情况（单位：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	已累计确认收入	已累计回款
秦巴物流园“一纵三横”道路及河龙水库片区基础设施项目	达州市高新科创有限公司	3+7 年	15.00	4.98%	6.00	11.24	11.10
四川健康职业学院一期建设项目	内江市卫生健康委员会	2+10 年	5.60	15.56%	0.45	4.77	4.38
S409 渐岸至兰草段建设项目		3.33+10 年				3.96	2.79
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	3+10 年	12.00	56.00%	0.30	4.76	4.24
东互通至通河桥连接线建设项目		3+9 年				1.94	0.86

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 年	2.39	2.00%	0.60	0.59	0.42
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 年	6.87	20.00%	0.30	--	--
宜宾县工业园区市政道路基础设施一期工程 PPP 项目	宜宾高新技术产业园区管理委员会	3+10 年	12.20	48.00%	0.50	8.16	7.11
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 年	7.18	90.00%	2.15	6.15	5.11
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 年	8.37	4.50%	0.50	7.44	7.23
苍溪县肖家坝大桥和韩家山隧道 PPP 项目	苍溪县交通运输局	2+10 年	4.40	51.00%	0.88	0.70	0.84
合计	--	--	74.01	--	--	49.71	44.08

注：1. 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；2. 表中成都建工参股比例大于 50% 的项目纳入成都建工合并范围；3. 部分项目经审定后调整累计确认收入规模
资料来源：公司提供

中化岩土建筑施工业务

中化岩土为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、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，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等，通过公开招投标的方式承揽业务。截至 2024 年 3 月末，公司持有中化岩土 29.27% 股权。

2022 年，中化岩土营业收入及综合毛利率均大幅下降，主要系当年新签合同和开工项目较少，部分项目施工进度不及预期所致。2023 年，中化岩土营业收入同比有所增长，主要系市政、机场类项目收入增长所致，综合业务毛利率维持低水平；加之部分项目回款进度不及预期，计提信用减值损失；部分子公司业绩下滑，计提商誉减值准备等因素，中化岩土自 2021 年起持续亏损。

图表 10 • 中化岩土营业收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
地基处理	26.72	51.63%	9.84%	9.09	41.74%	-7.03%	8.59	34.00%	-13.70%
市政工程	16.44	31.78%	8.28%	8.78	40.34%	6.15%	10.75	42.56%	8.21%
机场工程	4.28	8.28%	6.76%	2.46	11.30%	3.65%	4.74	18.77%	4.60%
设备租赁及销售	1.11	2.14%	21.71%	0.43	1.99%	-27.37%	0.21	0.83%	15.79%
其他	3.19	6.17%	9.43%	1.01	4.63%	20.08%	0.97	3.84%	18.39%
合计	51.74	100.00%	9.74%	21.77	100.00%	0.34%	25.27	100.00%	0.54%

资料来源：联合资信根据中化岩土年度报告整理

(3) 建材销售业务

2021—2023 年，公司建材销售收入波动下降；业务毛利率水平低，对利润贡献有限。

公司建材销售业务主要由子公司成都兴城供应链集团股份有限公司负责运营，主要针对建筑施工板块上下游物资进行采购与销售。公司使用银行承兑汇票、商业承兑汇票或现金与上游供应商进行结算，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。公司对供应链资金流转设置风险监控和风险预警。

2021—2023 年，受电子产品、工业原料等非主业相关品类的贸易规模大幅波动、钢材贸易规模收缩，以及 2023 年收入确认方式由全额法变更为净额法综合影响，公司建材销售收入波动下降；业务毛利率均在 5% 以下，对利润贡献有限。2023 年，公司前五大供应商和客户合计交易金额占比分别为 84.51% 和 74.78%，集中度较高；其中部分客户被列为失信被执行人，与公司交易额合计占 63.66%。截至 2024 年 3 月末，公司无应收失信被执行客户的货款，前期未发生坏账。

图表 11 • 公司建材销售业务主要销售品类及销售收入明细（单位：亿元）

销售品类	2021 年	2022 年	2023 年
钢材	221.48	133.56	41.49
电子产品、工业原料	196.74	407.87	0.08
铁矿石	61.71	48.14	52.67
煤炭	6.86	7.12	26.48

混凝土、混凝土构件及其他	37.95	30.68	3.57
合计	524.75	627.37	124.29

资料来源：公司提供

(4) 房地产开发业务

公司房地产业务新开工面积持续下降，在建商品房项目尚需投资规模较大，存在较大的资金支出压力，需关注房地产市场周期影响下项目去化情况。

公司房地产开发业务的主要经营主体为子公司人居地产，人居地产具有房地产开发一级资质。2021—2023年，公司新开工面积和竣工面积均持续下降，在建面积保持较大规模。同期，因房屋交付量下降，公司房地产销售收入持续下降；受毛利率较低的人才公寓等项目交付量占比变动影响，房地产业务毛利率波动较大。

截至2024年3月末，公司主要在建商品房项目28个，主要系人才公寓和商品房项目建设，均位于成都市内，计划总投资538.96亿元，累计已投资400.40亿元。同期末，公司商品房储备土地25宗，占地面积合计1710.52亩，均通过招拍挂获得，公司土地储备较为充足。

图表 12 • 公司房地产项目开发及销售情况（单位：万平方米、亿元）

指标	2021年（末）	2022年（末）	2023年（末）
新开工面积	255.93	70.21	52.56
在建面积	529.83	420.27	447.38
竣工面积	306.07	179.77	25.43
签约销售面积	93.51	78.37	121.44
签约销售金额	139.80	125.85	181.77

注：投资数据为工程口径统计，签约销售金额统计含仅支付定金签约部分
资料来源：公司提供

(5) 医药制造及销售业务

受中药配方颗粒业务处于新旧标准切换窗口期影响，2021—2023年红日药业营业收入持续下降；但毛利率保持高水平，上下游集中度不高。

2019年，公司收购红日药业并将其纳入合并范围，新增医药制造及销售业务。截至2024年3月末，公司持有红日药业22.24%股权。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。

中药配方颗粒是指由单味中药饮片经水提、分离、浓缩、干燥、制粒而成的颗粒。2001年，国家食品药品监督管理局发布《中药配方颗粒管理暂行规定》，中药配方颗粒的首批试点生产企业确定，承担配方颗粒标准的研制及统一工作，红日药业下属子公司为试点企业之一。2021年2月，国家药监局、国家中医药局、国家卫生健康委、国家医保局联合发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，试点工作正式结束；同年11月1日，首批中药配方颗粒国家标准正式实施，国家标准实施后，配方颗粒的销售必须符合国家标准，没有国家标准的品种需要符合省级标准，同时跨省销售实行备案制。中药配方颗粒试点企业在2021年11月1日前生产的中药配方颗粒，可以在各省级药品监督管理部门备案的医疗机构内按规定使用。受此影响，2021—2023年，红日药业营业收入持续下降。同期，公司医药制造及销售业务毛利率保持稳定，均高于50%。

从集中度来看，2023年，红日药业前五大原材料供应商采购金额合计4.99亿元，占年度采购额的26.68%。红日药业前五大销售客户销售金额合计7.11亿元，占年度销售额的11.64%，上下游集中度不高。

图表 13 • 红日药业营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2022年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
成品药	11.52	15.01%	13.61	20.47%	29.23	47.85%
中药配方颗粒	42.34	55.21%	33.60	50.52%	14.40	23.58%
辅料及原料药	6.19	8.07%	5.45	8.19%	10.98	17.97%
医疗器械	15.56	20.28%	12.61	18.96%	5.13	8.39%
其他	1.09	1.43%	1.23	1.86%	1.35	2.21%
合计	76.71	100.00%	66.50	100.00%	61.09	100.00%

资料来源：联合资信根据红日药业年度报告整理

（6）商业银行业务

成都农商行营业网点分布广泛，业务规模有所扩张，带动营业收入实现增长。截至 2023 年末，成都农商行债权投资资产累计减值规模较大，但减值计提较为充分，信用风险整体可控。

2020 年 7 月，公司通过股份收购方式从安邦保险集团股份有限公司（以下简称“安邦保险集团”）受让成都农商行 35.00 亿股股份，并于 2020 年 12 月 31 日将成都农商行纳入合并范围。截至 2024 年 3 月末，公司持有成都农商行 35.00% 股权。

截至 2023 年末，成都农商行共有各层级机构 635 家，经营区域主要集中在成都本地，并在达州、遂宁、资阳等 8 个地级市设立了分支机构。此外，成都农商行在山东、江苏、福建、河北、四川、云南、新疆等地发起设立了 39 家村镇银行，形成跨区域发展。成都农商行业务范围涵盖公司银行业务、零售银行业务和金融市场业务。

2021—2023 年，成都农商行分别实现营业收入 138.56 亿元、155.30 亿元和 173.33 亿元；净利润 45.03 亿元、51.90 亿元和 58.06 亿元，均持续增长。截至 2023 年末，成都农商行资产总额为 8332.72 亿元，较上年末增长 15.53%，股东权益为 660.70 亿元；客户存款为 6088.03 亿元，较上年末增长 15.57%；不良贷款率为 1.20%，较上年末下降 0.28 个百分点；资本充足率为 14.65%，较上年末提升 0.67 个百分点。

截至 2023 年末，成都农商行 132.65 亿元债权投资资产发生减值，其中 90 亿元通过多层资管计划最终投入原安邦保险集团实际控制人个人控制实体企业，具体资金用途不明。2018 年 5 月，法院对原安邦保险集团实际控制人的违法行为做出判决，其罚没资产后续处置将用于偿还所涉民事诉讼债务。2019 年 9 月至 2019 年 10 月，安邦保险集团对其原实际控制人相关合同纠纷的民事诉讼一审胜诉，上述刑事判决罚没资产将用于清偿相关债务。2020 年 3 月，成都农商行与原安邦保险集团实际控制人相关的合同纠纷案由上海市第一中级人民法院立案受理。安邦保险集团向成都农商行出具承诺函，承诺将按照法院判决的其对原安邦保险集团实际控制人的债权金额与法院判决所确定的成都农商行对原安邦保险集团实际控制人的债权金额的比例，与成都农商行就上述可供分配的刑事判决罚没资产进行分配受偿。2020 年 12 月，安邦保险集团对其原实际控制人相关的合同纠纷等的民事诉讼二审裁定维持一审判决，且已生效。2021 年 12 月，成都农商行对其原实际控制人相关的合同纠纷等的民事诉讼一审判决胜诉。2023 年 9 月，成都农商行对其原实际控制人相关的合同纠纷等的民事诉讼二审判决胜诉。截至 2023 年末，该债权投资账面原值为 81.65 亿元，成都农商行基于可执行资产变现价值及时间的不确定性对未来可收回金额的影响，对该债权投资全额计提减值准备。

2 未来发展

随着成都市“南拓东进”发展战略的推进，公司将继续承担成都市内片区开发、城市更新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。

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年度财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2021 年，公司投资设立 2 家一级子公司；除子公司层级发生变动外，2022—2023 年及 2024 年 1—3 月，公司合并范围内一级子公司未发生变化。截至 2024 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司共 19 家。公司编制的财务报表符合企业会计准则的要求，会计政策执行新会计准则解释。公司 2023 年对前期会计差错进行更正，并追溯调整了 2022 年度财务报表相关账务项目数据，公司 2022 年末资产负债表及利润表多个科目进行调整，单个科目调整幅度较小，对财务数据可比性影响较小。公司财务数据可比性较强。

1 资产质量

受在建项目持续投入和成都农商行扩大业务规模影响，公司资产总额持续增长。公司资产中债权投资计提减值准备规模较大，应收账款坏账准备计提比例较高，整体资产质量一般。

图表 14 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	3135.89	33.29%	3490.09	32.48%	3737.05	30.46%	4014.70	31.53%
货币资金	701.53	7.45%	657.05	6.12%	865.25	7.05%	723.62	5.68%

交易性金融资产	418.12	4.44%	622.67	5.80%	599.35	4.88%	766.41	6.02%
应收账款	232.98	2.47%	276.46	2.57%	263.92	2.15%	255.06	2.00%
存货	609.98	6.48%	686.50	6.39%	783.73	6.39%	827.40	6.50%
合同资产	534.87	5.68%	584.18	5.44%	657.30	5.36%	595.76	4.68%
非流动资产	6284.03	66.71%	7254.03	67.52%	8533.36	69.54%	8719.31	68.47%
发放贷款及垫款	2924.29	31.04%	3466.38	32.26%	4001.73	32.61%	4353.01	34.18%
债权投资	1844.16	19.58%	2116.58	19.70%	2350.39	19.15%	2301.34	18.07%
在建工程	728.65	7.74%	874.40	8.14%	1067.70	8.70%	1082.82	8.50%
资产总额	9419.91	100.00%	10744.12	100.00%	12270.41	100.00%	12734.00	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

2021—2023 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 14.13%，主要系在建项目持续投入和成都农商行扩大业务规模所致，资产结构以非流动资产为主。

流动资产方面，截至 2023 年末，公司货币资金主要由银行存款（占 39.44%）、法定存款准备金（占 36.01%）和存放同业及其他金融机构款项（占 14.05%）构成，其中受限货币资金 296.30 亿元，主要为承兑汇票保证金、冻结、法定存款准备金和财政性存款等。公司交易性金融资产主要由持有的理财产品、信托产品、股权收益权、资产管理计划等金融资产及成都农商行持有的部分应收款项投资构成。公司应收账款主要为应收工程款、应收货款及应收租金等。从账龄来看，截至 2023 年末，公司账龄在 3 年以上的应收账款占 17.02%，账龄集中于 3 年以内。从集中度来看，公司前五名应收账款合计占 6.93%，集中度低。公司应收账款累计计提坏账准备 72.13 亿元，坏账计提比例为 21.46%，主要是对涉诉事项应收款及账龄较长的部分工程款计提坏账。公司存货主要由在建房地产项目开发成本（占 64.33%）和待售商品房（占 23.08%）构成。公司合同资产主要由工程承包项目施工投入（占 94.82%）构成，截至 2023 年末计提相关减值准备 9.18 亿元。

非流动资产方面，截至 2023 年末，公司发放贷款及垫款中个人贷款和垫款、企业贷款和垫款（不含应计利息）占比分别为 29.20% 和 70.80%，计提贷款减值准备 180.63 亿元。公司债权投资主要为成都农商行债权投资（占 99.65%），计提减值准备 110.81 亿元。公司在建工程主要系东部片区、南部片区、新客站项目和成都市环城生态区生态修复综合项目等基础设施建设项目投入。

截至 2023 年末，公司受限资产总额 1358.18 亿元，包括因承兑汇票保证金、冻结、法定存款准备金、财政性存款等原因使用受限的货币资金 296.30 亿元（占 21.82%），用于借款抵质押、售后回租及租赁的应收票据、存货、固定资产、无形资产、长期股权投资和投资性房地产合计 103.67 亿元（占 7.63%），用于成都农商行回购协议交易等质押的债权投资、其他债权投资及发放贷款和垫款合计 958.21 亿元（占 70.55%）。公司资产受限比例为 11.07%。

截至 2024 年 3 月末，公司资产总额和资产结构较上年末变动不大。

2 资本结构

公司所有者权益持续增长，少数股东权益占比较大，权益结构稳定性一般。

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 7.45%，主要系永续债券和永续信托产品发行规模增长、公司及下属子公司持续收到各类财政拨款和项目资本金，以及少数股东权益增长综合所致。截至 2023 年末，公司所有者权益 1442.55 亿元，主要由实收资本 240.00 亿元（占 16.64%）、其他权益工具 187.93 亿元（占 13.03%）、资本公积 201.52 亿元（占 13.97%）和少数股东权益 693.52 亿元（占 48.08%）构成。因少数股东权益占比较大，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2024 年 3 月末，公司所有者权益为 1504.61 亿元，较上年末增长 4.30%，主要系发行永续类产品使得其他权益工具规模增长所致；结构较上年末变化不大。

公司全部债务增长较快，短期债务占比较大，债务负担较重。

图表 15 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	6307.42	77.20%	7120.72	75.55%	8643.55	79.83%	8953.76	79.74%

短期借款	131.42	1.61%	119.57	1.27%	126.70	1.17%	138.71	1.24%
应付账款	632.93	7.75%	739.49	7.85%	816.08	7.54%	713.97	6.36%
一年内到期的非流动负债	174.65	2.14%	175.71	1.86%	300.53	2.78%	268.38	2.39%
合同负债	75.85	0.93%	91.75	0.97%	135.18	1.25%	139.44	1.24%
向中央银行借款	337.21	4.13%	415.72	4.41%	790.93	7.30%	746.89	6.65%
吸收存款及同业存放	4662.78	57.07%	5238.95	55.58%	6050.73	55.88%	6484.02	57.74%
非流动负债	1862.94	22.80%	2304.66	24.45%	2184.31	20.17%	2275.63	20.26%
长期借款	739.11	9.05%	824.17	8.74%	806.98	7.45%	855.96	7.62%
应付债券	265.94	3.25%	275.52	2.92%	315.80	2.92%	329.61	2.94%
长期应付款	190.75	2.33%	292.12	3.10%	415.90	3.84%	382.40	3.41%
其他非流动负债	618.07	7.56%	864.27	9.17%	596.53	5.51%	659.04	5.87%
负债总额	8170.36	100.00%	9425.38	100.00%	10827.86	100.00%	11229.39	100.00%

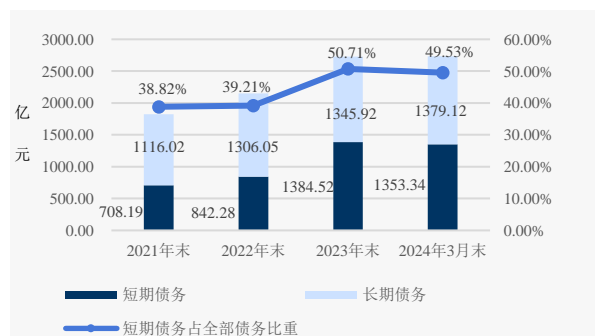
资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

2021—2023年末，公司负债总额持续增长，年均复合增长15.12%，主要系成都农商行业务扩展使得向中央银行借款、吸收存款及同业存放增长所致。公司其他非流动负债主要为成都农商行已发行的同业存单等。除银行业务外，公司经营负债主要体现在以应付工程款为主的应付账款、由预收工程承包项目款项、预收购房款和预收货款等构成的合同负债。

有息债务方面，本报告将其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，长期应付款中有息部分纳入长期债务核算。2021—2023年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长22.34%。截至2023年末，公司全部债务2730.44亿元，较上年末增长27.10%，银行业务规模和融资规模均有所扩大。从债务结构看，公司全部债务中银行业相关有息债务（含向中央银行借款、拆入资金及卖出回购金融资产款）合计897.95亿元（占32.89%）；其余有息债务合计1832.49亿元，主要由银行借款（占62.17%）和应付债券（21.77%）构成，短期债务占比为26.55%。公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年末均小幅增长，长期债务资本化比率小幅下降。从债务到期结构看，截至2023年末，公司合并口径存续信用类债券385.69亿元，其中92.00亿元将于2024年5—12月内到期或回售偿付；存续境外债券余额52.77亿元，均于2025年及以后到期。

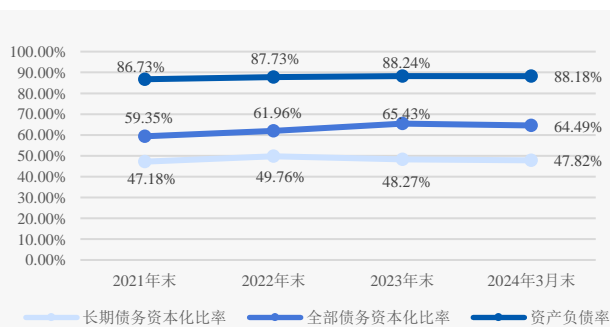
截至2024年3月末，公司负债和全部债务规模和结构较上年末变化不大。从债务指标来看，若将永续类产品调整至长期债务核算，公司全部债务为2950.38亿元，全部债务资本化比率为69.63%。整体看，公司债务负担较重。

图表 16 • 2021—2023 年末及 2024 年 3 月末公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024年一季度及公司提供资料整理

图表 17 • 2021—2023 年末及 2024 年 3 月末公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024年一季度及公司提供资料整理

3 盈利能力

2021—2023年，公司营业总收入波动下降，营业利润率持续提升，盈利能力强。

2021—2023年，公司营业总收入波动下降；营业成本同趋势变动，营业利润率持续提升。公司期间费用主要由销售费用、管理费用和财务费用构成，期间费用占营业总收入的比重由2021年的6.75%上升至2023年的11.78%，若考虑资本化利息，费用控制能力一般。非经营性损益方面，公司投资收益主要为交易性金融资产持有期间的投资收益。受坏账损失和债权投资信用减值损失规模较大影响，2021—2023年公司信用减值损失对利润实现影响较大。2021—2023年，公司收到稳岗、税收减免返还、政府扶持及奖励资金等各类政府补助分别为1.38亿元、2.05亿元和8.24亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”。

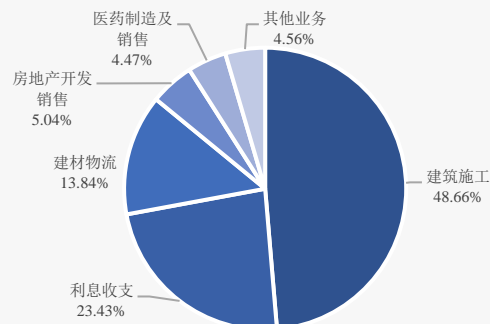
2024年1—3月，公司实现营业总收入233.61亿元，利润总额为22.11亿元。

图表 18 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
营业总收入	1970.74	2100.36	1346.79	233.61
营业成本	1558.23	1659.61	893.35	132.33
期间费用	133.09	148.27	158.62	32.58
投资收益	5.83	13.35	14.93	6.66
其他收益	3.28	5.00	6.99	0.30
信用减值损失	-55.87	-68.59	-63.57	-6.09
利润总额	79.53	68.20	64.66	22.11
营业利润率	19.96%	20.34%	32.82%	42.64%
总资本收益率	2.75%	2.53%	2.12%	--
净资产收益率	4.76%	4.20%	3.50%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

图表 19 • 2023 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4 现金流

公司经营活动现金持续净流入，收入实现质量高；受在建项目持续投入和银行业务投资支出规模较大影响，投资活动现金持续大额净流出。随着在建项目持续投入和其他业务发展需要，公司外部融资需求较大。

经营活动方面，公司经营活动现金流入主要为建筑施工、建材物流等业务回款、收到的财政性建设资金拨款和银行业务收到的现金等，经营活动现金流出主要为支付的工程款、往来款和银行业务支出等。2021—2023年，公司经营活动现金持续净流入，净流入规模波动较大。公司现金收入比持续提升，收入实现质量高。

投资活动方面，2021—2023年，公司投资活动现金持续大额净流出，主要系在建项目持续投入和银行业务中投资支出规模较大所致。

筹资活动方面，2021—2023年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金。公司筹资活动现金维持净流入，随着在建项目持续投入和其他业务发展需要，公司外部融资需求较大。

2024年1—3月，公司经营活动现金净流出131.42亿元，投资活动现金净流入194.41亿元，筹资活动现金净流入63.13亿元。

图表 20 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
经营活动现金流入小计	2603.31	2715.86	3128.03	921.06
经营活动现金流出小计	2398.66	2662.91	2626.90	1052.48
经营活动现金流量净额	204.66	52.96	501.13	-131.42
投资活动现金流入小计	782.81	683.70	815.18	378.77
投资活动现金流出小计	1291.04	1137.64	1338.19	184.36
投资活动现金流量净额	-508.23	-453.94	-523.01	194.41
筹资活动现金流入小计	2085.08	1828.11	1846.17	396.03
筹资活动现金流出小计	1729.46	1437.56	1759.16	332.91
筹资活动现金流量净额	355.62	390.55	87.01	63.13
现金收入比	71.01%	81.24%	113.98%	112.85%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

5 偿债指标

公司偿债指标表现尚可，或有负债风险相对可控，间接融资渠道畅通。公司子公司成都建工未决诉讼规模大，需关注后续案件审理进度和应收款项回收风险。

图表 21 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年 (末)	2022 年 (末)	2023 年 (末)	2024 年 3 月 (末)
短期偿债指标	流动比率	49.72%	49.01%	43.24%	44.84%
	速动比率	40.05%	39.37%	34.17%	35.60%
	现金短期债务比 (倍)	1.62	1.53	1.06	1.11
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	118.75	116.09	120.21	--
	全部债务/EBITDA (倍)	15.36	18.51	22.71	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	1.75	1.49	1.45	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

从短期偿债指标看，2021—2023 年末，公司流动资产对流动负债的保障程度较低。截至 2023 年末，剔除受限货币资金后现金短期债务比为 0.85 倍，对短期债务覆盖程度较高。截至 2024 年 3 月末，公司短期偿债指标表现较上年末有所提升。整体看，公司短期偿债指标表现尚可。

从长期偿债指标看，2021—2023 年，公司 EBITDA 波动增长，EBITDA 对利息支出保障程度高，全部债务/EBITDA 指标表现一般。整体看，公司长期偿债指标表现尚可。

截至 2023 年末，公司对外担保余额 27.01 亿元，担保比率为 1.87%，担保比率低，其中为关联方提供担保金额为 8.01 亿元；被担保方中招商兴城国际展会中心有限公司为人居地产参股的境外企业，成都润臻旅游资源开发有限公司为成都天府乡村发展集团有限公司参股的民营企业；其余被担保方均为国有企业，其中对成都京东方显示科技有限公司和成都都江堰投资发展集团有限公司的担保设置反担保措施，公司或有负债风险可控。

图表 22 • 截至 2023 年末公司对外担保情况 (单位：亿元)

担保方	被担保方	担保方式	担保余额
成都建工	四川镇广高速公路有限责任公司	保证担保	3.75
人居地产	广州宏耀房地产开发有限公司	保证担保	2.35
公司/人居地产	招商兴城国际展会中心有限公司	保证/质押担保	0.55
成都建工地产开发有限责任公司	四川南兴恒置业有限公司	保证担保	0.59
成都天府乡村发展集团有限公司	成都润臻旅游资源开发有限公司	保证担保	0.11
公司	成都京东方显示科技有限公司	保证担保	10.00
公司	成都和能兴城人居科技有限公司	保证担保	0.67
公司	成都都江堰投资发展集团有限公司	保证担保	9.00
合计	--	--	27.01

资料来源：联合资信根据公司提供整理

截至 2024 年 5 月 22 日，公司持有中化岩土 2.26 亿股股份被质押，质押股数占公司所持股份的比例为 42.86%。公司持有红日药业 2.44 亿股股份被质押，质押股数占公司所持股份的比例为 36.50%。公司持有上市子公司的股权质押比例较高。

截至 2023 年末，成都建工及下属子公司涉及的未决诉讼案件 1504 件，涉案金额 269.16 亿元；其中作为原告的案件共 226 件，涉案金额合计 111.10 亿元。中化岩土及下属子公司涉及的未决诉讼案件 9 件，涉案金额为 2.03 亿元人民币和 12.74 亿元港币，主要系建设工程施工合同纠纷。需关注后续案件审理进度和应收款项回收风险。

截至 2023 年末，成都农商行信贷承诺¹为 443.10 亿元，其中未使用的信用卡额度和银行承兑汇票占比分别为 65.80%和 25.51%。成都农商行作为中国国债承销商，若债券持有人于债券到期日前兑付债券，成都农商行有责任为债券持有人兑付该债券，该债券于到期日前的兑付金额为按票面价值加上兑付日未付利息。已发行债务证券持有人的应计利息按照财政部和央行有关规则计算，兑付金额可能与兑付日市场上交易的相近似债券的公允价值不同。成都农商行于 2023 年末按票面价值对已出售但未到期的国债的兑付承诺 26.79 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司获得金融机构授信额度 3611.78 亿元，尚未使用授信额度 2238.47 亿元，公司间接融资渠道畅通。

¹成都农商行信贷承诺为已审批但未使用的信用卡透支额度、已签发承兑的银行承兑汇票、财务担保及信用证服务。信用卡额度金额是指信用卡额度全部支用时的金额。承兑汇票是指成都农商行对客户签发的汇票作出的兑付承诺，成都农商行预期大部分的承兑汇票均会与客户偿付款项同时结清。保函及信用证的合同金额是指假如交易另一方未能完全履行合约时可能出现的最大损失额。有关信用卡额度可能在到期前未被支用，因此未使用的信用卡额度并不代表未来的预期现金流出。成都农商行定期评估信贷承诺的或有损失并确认预计负债。

6 公司本部财务分析

公司收入主要来自于子公司，公司本部通过向子公司派驻高层管理人员等方式进行管理。公司本部债务负担较重。

截至 2023 年末，公司资产和负债主要来自于子公司，公司本部资产和负债占合并口径的比重分别为 14.20% 和 10.48%；公司本部全部债务 754.28 亿元，其中短期债务占 25.22%，全部债务资本化比率为 55.39%，债务负担较重。公司业务主要由下属子公司承担，2023 年公司本部营业总收入占合并口径的 0.73%，主要系租金收入等。公司银行业务、建筑施工、房地产开发、医药制造及销售等收入主要来自于子公司，公司本部通过行使股东权利实现对子公司的管理，包括向其派驻高层管理人员等，但不干预上市子公司和成都农商行的日常经营。

九、ESG 分析

公司积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构完善。整体来看，公司 ESG 表现尚可。

环境方面，公司制定了《环境事件管理办法》《环境保护管理制度》和《安全生产和环境保护检查制度（试行）》等相关文件。2023 年，公司发行了 15.00 亿元的绿色中期票据，募集资金全部用于成都市环城生态区生态修复综合项目（南片区）项目建设，项目通过建设绿化工程以实现吸收二氧化碳、增湿降温 and 滞尘等环境效益。公司子公司红日药业为环境保护部门公布的重点排污单位，已取得排污许可证（有效期至 2026 年 12 月 2 日止），并编制了突发环境事件应急预案，2023 年环境治理和保护投入费用为 584.85 万元，缴纳环境保护税 0.30 万元。

社会责任方面，公司纳税情况良好，2021—2023 年度均为纳税信用 A 级纳税人。截至 2023 年末，公司未发生一般事故以上的安全生产事故。同时，红日药业积极响应政府政策，先后在湖北辰美、重庆秀山、河南宜阳、甘肃渭源建立了产业扶贫基地，助力当地脱贫，并获得了中共中央、国务院颁发的全国脱贫攻坚先进集体荣誉。2021—2023 年，公司分别对外捐赠 3259.98 万元、4184.41 万元和 1128.02 万元，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司建立了完善的法人治理结构，董事会设置专职外部董事席位，有利于规范董事会运作水平。2021—2023 年，公司本部未收到行政和监管部门处罚。

十、外部支持

公司实际控制人综合实力非常强，公司作为成都市城市综合发展服务运营主体，2023 年在资金注入和政府补贴等方面继续获得有力的外部支持。

公司实际控制人系成都市国资委。成都市是四川省省会，2021—2023 年，成都市经济水平持续发展，一般公共预算收入持续增长，在四川省排名首位。截至 2023 年末，成都市地方政府债务余额为 5228.70 亿元，地方政府债务限额为 5383.30 亿元。整体看，公司实际控制人具有非常强的综合实力。

公司作为成都市城市综合发展服务运营主体，成都市政府通过资金注入和政府补贴等方式持续给予公司有力支持。

资金注入方面，2021 年，公司收到政府拨入项目资本金 31.81 亿元，收到政府划拨的重大项目建设资金和片区整理成本返还款 45.86 亿元；2022 年，公司收到成都市市级财政国库中心拨付的资本金 26.34 亿元，收到政府划拨的重大项目建设资金和片区整理成本返还款 42.39 亿元；2023 年，公司收到成都市市级财政国库中心拨付的资本金 31.00 亿元、收到成都市政府划拨的重大项目建设资金 30.78 亿元、片区整理成本返还款 56.32 亿元；2024 年 1—3 月，公司收到成都市市级财政国库中心拨付的资本金 6.00 亿元，片区整理成本返还款 10.53 亿元；上述资金主要增加公司资本公积和专项应付款。

政府补贴方面，2021—2023 年，公司分别收到政府补助资金 1.38 亿元、2.05 亿元和 8.24 亿元，计入其他收益和营业外收入。

十一、债券偿还风险分析

本期债项的发行对公司现有债务规模影响较小。本期债项发行后，公司经营现金流入量对发行后长期债务的保障指标表现强，经营活动现金净流量对发行后长期债务的保障指标表现较弱。

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项计划发行规模不超过 20.00 亿元（含），若按最大发行量 20.00 亿元计算，分别相当于 2024 年 3 月末公司长期债务和全部债务的 1.45% 和 0.73%，对公司现有债务规模影响较小。

若将本期债项计入长期债务，以公司 2024 年 3 月末财务数据为基础，不考虑其他因素，本期债项发行后公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 88.20%、64.66%和 48.18%，公司债务负担有所加重，考虑到本期债项募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期公司债券，实际债务负担或低于预测值。

2 本期债项偿还指标分析

从指标上看，本期债项发行后，2023 年公司经营现金流入量对发行后长期债务的保障指标表现强，经营活动现金净流量对发行后长期债务的保障指标表现较弱，EBITDA 对发行后长期债务的保障能力弱。

图表 23 • 本期债项偿还能力测算

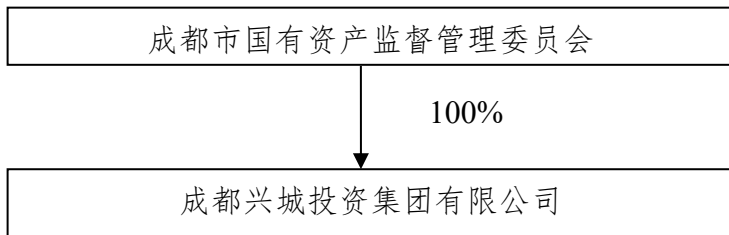
项目	2023 年（末）	2024 年 3 月（末）
发行后长期债务*（亿元）	1365.92	1399.12
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	2.29	--
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.37	--
发行后长期债务/EBITDA（倍）	11.36	--

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度上限计入后测算的长期债务总额，经营现金指经营活动现金流量净额
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

十二、评级结论

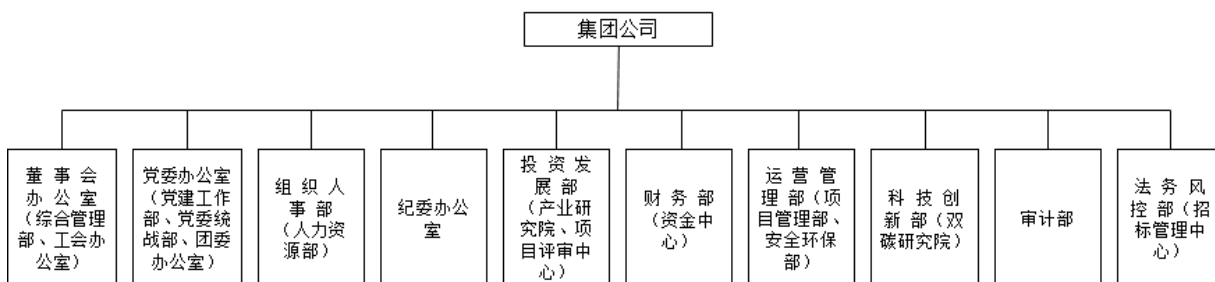
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要一级子公司情况（截至 2024 年 3 月末）

子公司名称	主营业务	持股比例	取得方式
成都兴城人居地产投资集团股份有限公司	房产开发	100.00%	投资设立
成都润锦城实业有限公司	物业管理	100.00%	投资设立
成都兴城建设管理有限公司	建设管理	100.00%	投资设立
成都天府乡村发展集团有限公司	城市建设	100.00%	其他
成都兴城资本管理有限责任公司	投资管理	100.00%	投资设立
成都成都中心建设有限责任公司	城市建设	100.00%	投资设立
兴城（香港）国际投资有限公司	投资管理	100.00%	投资设立
成都天府绿道建设投资集团有限公司	城市建设	100.00%	投资设立
成都兴城文化产业投资发展有限公司	投资管理	100.00%	投资设立
成都医疗健康投资集团有限公司	投资管理	100.00%	投资设立
成都蓉城足球俱乐部有限公司	文化、体育和娱乐	95.00%	投资设立
成都建工集团有限公司	建筑施工	100.00%	其他
成都天府绿道文化旅游发展集团股份有限公司	商务服务业	100.00%	投资设立
中化岩土集团股份有限公司	建筑施工	29.27%	非同一控制下的企业合并
天津红日药业股份有限公司	制造业	22.24%	非同一控制下的企业合并
成都农村商业银行股份有限公司	金融	35.00%	非同一控制下的企业合并
成都兴城供应链集团股份有限公司	零售业	100.00%	投资设立
成都兴城简州投资运营有限公司	投资管理	100.00%	投资设立
成都兴城体育产业投资有限公司	体育	100.00%	投资设立

注：1. 成都兴城人居地产投资集团股份有限公司系由公司与子公司成都兴城资本管理有限责任公司共同投资设立，公司直接持股 99.00%，间接持股 1.00%；2. 成都天府绿道文化旅游发展集团股份有限公司系由公司与子公司成都兴城资本管理有限责任公司共同投资设立，公司直接持股 90.00%，间接持股 10.00%；3. 成都兴城供应链集团股份有限公司系由公司与子公司成都建工集团有限公司、成都兴城人居地产投资集团股份有限公司、成都医疗健康投资集团有限公司、成都天府绿道建设投资集团有限公司、成都兴城建设管理有限公司共同出资设立，公司直接持股 40.00%、间接持有 60.00%的股权；4. 公司对中化岩土集团股份有限公司、天津红日药业股份有限公司和成都农村商业银行股份有限公司形成实质控制，纳入公司合并范围

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1144.75	1292.35	1468.58	1495.52
应收账款（亿元）	232.98	276.46	263.92	255.06
其他应收款（亿元）	73.10	119.82	124.45	115.44
存货（亿元）	609.98	686.50	783.73	827.40
长期股权投资（亿元）	23.09	26.99	53.59	56.32
固定资产（亿元）	120.30	120.34	131.48	129.86
在建工程（亿元）	728.65	874.40	1067.70	1082.82
资产总额（亿元）	9419.91	10744.12	12270.41	12734.00
实收资本（亿元）	240.00	240.00	240.00	240.00
少数股东权益（亿元）	627.91	611.74	693.52	712.99
所有者权益（亿元）	1249.55	1318.74	1442.55	1504.61
短期债务（亿元）	708.19	842.28	1384.52	1353.34
长期债务（亿元）	1116.02	1306.05	1345.92	1379.12
全部债务（亿元）	1824.21	2148.33	2730.44	2732.46
营业总收入（亿元）	1970.74	2100.36	1346.79	233.61
营业成本（亿元）	1558.23	1659.61	893.35	132.33
其他收益（亿元）	3.28	5.00	6.99	0.30
利润总额（亿元）	79.53	68.20	64.66	22.11
EBITDA（亿元）	118.75	116.09	120.21	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1399.34	1706.32	1535.10	263.62
经营活动现金流入小计（亿元）	2603.31	2715.86	3128.03	921.06
经营活动现金流量净额（亿元）	204.66	52.96	501.13	-131.42
投资活动现金流量净额（亿元）	-508.23	-453.94	-523.01	194.41
筹资活动现金流量净额（亿元）	355.62	390.55	87.01	63.13
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.40	7.63	4.81	--
存货周转次数（次）	2.25	2.56	1.22	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.21	0.12	--
现金收入比（%）	71.01	81.24	113.98	112.85
营业利润率（%）	19.96	20.34	32.82	42.64
总资本收益率（%）	2.75	2.53	2.12	--
净资产收益率（%）	4.76	4.20	3.50	--
长期债务资本化比率（%）	47.18	49.76	48.27	47.82
全部债务资本化比率（%）	59.35	61.96	65.43	64.49
资产负债率（%）	86.73	87.73	88.24	88.18
流动比率（%）	49.72	49.01	43.24	44.84
速动比率（%）	40.05	39.37	34.17	35.60
经营现金流动负债比（%）	3.24	0.74	5.80	--
现金短期债务比（倍）	1.62	1.53	1.06	1.11
EBITDA 利息倍数（倍）	1.75	1.49	1.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.36	18.51	22.71	--

注：1. 2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数；2. 公司 2024 年一季度财务数据未经审计；3. 合并口径其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；4. 固定资产金额含固定资产清理；5. “--”代表不适用
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	78.75	98.70	113.56	123.71
应收账款（亿元）	1.04	0.98	1.52	0.52
其他应收款（亿元）	116.81	108.13	167.84	202.88
存货（亿元）	0.0003	0.0001	0.0001	0.0001
长期股权投资（亿元）	495.19	541.60	583.85	588.56
固定资产（亿元）	0.22	0.26	0.25	0.25
在建工程（亿元）	520.35	612.64	729.50	742.00
资产总额（亿元）	1396.47	1538.70	1742.71	1803.44
实收资本（亿元）	240.00	240.00	240.00	240.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	485.51	553.51	607.50	642.23
短期债务（亿元）	181.35	118.66	190.25	228.86
长期债务（亿元）	560.62	645.35	564.03	525.08
全部债务（亿元）	741.97	764.01	754.28	753.93
营业总收入（亿元）	5.91	6.95	7.49	2.04
营业成本（亿元）	1.18	1.23	1.08	0.12
其他收益（亿元）	0.05	0.002	0.001	0.00
利润总额（亿元）	3.31	3.18	7.82	-1.15
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	6.48	7.86	6.96	-9.98
经营活动现金流入小计（亿元）	161.83	73.01	100.95	116.05
经营活动现金流量净额（亿元）	-42.31	-2.14	29.52	-22.98
投资活动现金流量净额（亿元）	-41.65	-34.34	-30.90	-4.30
筹资活动现金流量净额（亿元）	93.93	56.44	16.23	37.42
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.65	6.89	5.99	--
存货周转次数（次）	5982.67	6889.99	10040.78	--
总资产周转次数（次）	0.005	0.005	0.005	--
现金收入比（%）	109.69	113.01	92.81	-489.68
营业利润率（%）	71.35	75.39	76.44	88.85
总资本收益率（%）	1.08	1.03	1.34	--
净资产收益率（%）	0.51	0.41	1.23	--
长期债务资本化比率（%）	53.59	53.83	48.14	44.98
全部债务资本化比率（%）	60.45	57.99	55.39	54.00
资产负债率（%）	65.23	64.03	65.14	64.39
流动比率（%）	87.58	127.73	98.66	95.32
速动比率（%）	87.58	127.73	98.66	95.32
经营现金流动负债比（%）	-17.06	-1.18	9.66	--
现金短期债务比（倍）	0.43	0.83	0.60	0.54
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数；2. 公司 2024 年一季度财务数据未经审计；3. 由于公司本部口径未披露折旧、摊销及资本化利息等数据，EBITDA 相关指标无法计算；4. “/”表示数据未获取，“--”代表不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度报及公司提供资料整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+向中央银行借款+拆入资金+卖出回购金融资产款+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“贵公司”）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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。