信用评级公告

联合〔2021〕5147号

联合资信评估股份有限公司通过对绵阳市投资控股（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持绵阳市投资控股（集团）有限公司主体长期信用等级为AA^+，“17绵阳投资MTN001”“20绵阳投资MTN001”“20绵阳投资MTN002”“19绵投01”“20绵投01”和“21绵投01”的信用等级为AA^+，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：

二〇二一年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

绵阳市投资控股（集团）有限公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA+	稳定	AA+	稳定
20 绵阳投资 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
20 绵阳投资 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
17 绵阳投资 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20 绵投 01	AA+	稳定	AA+	稳定
19 绵投 01	AA+	稳定	AA+	稳定
21 绵投 01	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 绵阳投资 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/04/17
20 绵阳投资 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/03/10
17 绵阳投资 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2022/08/17（5+N）年
20 绵投 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/02/28
19 绵投 01	15.00 亿元	15.00 亿元	2024/09/26
21 绵投 01	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/03/05

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 25 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

评级观点

跟踪期内，绵阳市投资控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为绵阳市重要的城市基础设施建设及国有资产经营管理主体，公司外部发展环境良好，业务仍多元化发展，持续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司基础设施建设项目回款有一定滞后，对液晶显示器件项目投资规模较大、项目公司股权转让事项的后续进展有待关注，公司债务规模快速增长且债务负担重等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司基础设施及土地整理项目的陆续完工结算以及水务、教育等业务板块的发展，综合竞争实力有望增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“17 绵阳投资 MTN001”“20 绵阳投资 MTN001”“20 绵阳投资 MTN002”“19 绵投 01”“20 绵投 01”和“21 绵投 01”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**2020 年，绵阳市经济保持增长，产业结构持续优化，2020 年新成立的科技城新区建设需求大，公司发展面临良好的外部环境。
2. **业务多元化发展。**公司是绵阳市重要的城市基础设施建设及国有资产经营管理主体，业务仍多元化发展。
3. **持续获得有力的外部支持。**跟踪期内，公司在财政补贴、基础设施配套资金、股权划拨和资产注入方面持续获得有力的外部支持。

关注

1. **基础设施建设项目结算和回款有一定滞后。**公司本部的基础设施建设项目回款受结算进度及财政资金安排影响较大，回款有一定滞后。
2. **液晶显示器件项目投资规模较大，需关注项目公司股权转让事项的后续进展。**公司参与投资的液晶显示器件项目投资规模较大，项目实际运营效益受市场环境、产品升级换代等因素影响大。公司转让了液晶显示器件项目

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		4
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

分析师：

高朝群　登记编号（R0040220040009）

杨世龙　登记编号（R0040215110003）

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

公司的部分股权，需要关注股权转让事项的后续进展。

3. **债务规模快速增长，债务负担重。**公司债务规模快速增长，截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 635.95 亿元，全部债务资本化比率为 71.48%，整体债务负担重，2021－2022 年面临集中偿债压力。

主要财务数据：

公司合并				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	102.89	120.80	115.32	107.89
资产总额（亿元）	761.62	908.50	1011.98	1027.87
所有者权益（亿元）	264.40	258.58	253.68	253.74
短期债务（亿元）	87.57	75.83	166.26	155.04
长期债务（亿元）	281.07	450.89	454.53	480.91
全部债务（亿元）	368.64	526.72	620.79	635.95
营业收入（亿元）	69.60	72.51	86.48	13.47
利润总额（亿元）	5.39	4.13	7.60	0.16
EBITDA（亿元）	17.00	18.88	29.80	--
经营性净现金流（亿元）	9.34	1.52	13.06	-0.57
营业利润率（%）	21.71	16.54	18.60	13.83
净资产收益率（%）	1.83	1.28	2.54	--
资产负债率（%）	65.29	71.54	74.93	75.31
全部债务资本化比率（%）	58.23	67.07	70.99	71.48
流动比率（%）	267.11	284.04	179.16	190.66
经营现金流动负债比（%）	7.47	1.17	6.15	--
现金短期债务比（倍）	1.17	1.59	0.69	0.70
EBITDA 利息倍数（倍）	0.56	0.56	0.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.69	27.90	20.83	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	520.13	707.89	780.78	784.93
所有者权益（亿元）	168.83	228.46	215.12	214.62
全部债务（亿元）	276.17	423.64	495.05	501.75
营业收入（亿元）	26.31	21.03	28.42	0.03
利润总额（亿元）	2.63	0.57	2.15	-0.50
资产负债率（%）	67.54	67.73	72.45	72.66
全部债务资本化比率（%）	62.06	64.97	69.71	70.04
流动比率（%）	301.02	323.79	162.19	169.06
经营现金流动负债比（%）	-1.69	-4.75	9.90	--
现金短期债务比（倍）	0.97	1.21	0.44	0.39

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；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将其他流动负债中带息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中带息部分纳入长期债务核算；3. 2018 年财务数据来自 2019 年年报的期初数或上年同期数，2019 年财务数据来自 2020 年年报的期初数或上年同期数；5. 2021 年 1－3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 绵投 01	AA+	AA+	稳定	2021/02/22	徐汇丰 高朝群	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	阅读全文
17 绵阳投资 MTN001、20 绵阳投资 MTN001、20 绵阳投资 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020/07/22	王治 姜泰钰 李志昂	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	阅读全文
20 绵阳投资 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020/04/09	姜泰钰 李志昂	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	阅读原文
20 绵阳投资 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/09/25	姜泰钰 李思卓	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	阅读原文
17 绵阳投资 MTN001	AA+	AA+	稳定	2017/08/09	王康 张铖	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
19 绵投 01、20 绵投 01	AA+	AA+	稳定	2020/06/19	徐汇丰 袁琳	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司）	阅读原文
20 绵投 01	AA+	AA+	稳定	2020/02/10	徐汇丰 张婧茜	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司）	阅读原文
19 绵投 01	AA+	AA+	稳定	2019/09/16	陈茵 徐汇丰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司）	阅读原文

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编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由绵阳市投资控股（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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

绵阳市投资控股（集团）有限公司
2021 年跟踪评级报告

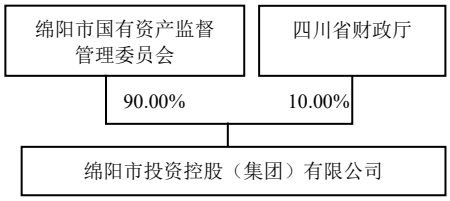
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于绵阳市投资控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

2020 年 12 月 31 日，为充实社保基金，公司 10.00%股权被划转至四川省财政厅，公司控股股东及实际控制人仍为绵阳市国有资产监督管理委员会（以下简称“绵阳市国资委”，持股比例为 90%）。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 8.50 亿元，绵阳市国资委为公司控股股东及实际控制人。

图 1　公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要业务包括城市基础设施建设、土地整理、房地产开发及房屋销售、水费收入及公交客运收入、酒店管理服务等，业务仍多元化发展。

截至 2021 年 3 月末，公司总部有人力资源中心、财务管理中心、行政管理中心、资本运营中心、纪检审计法务部、工程管理中心、招标采购中心等职能部门。截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并范围的二级子公司共计 28 家。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 1011.98 亿元，所有者权益 253.68 亿元（含少数股东权益 17.64 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 86.48 亿元，利润总额 7.60 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 1027.87 亿元，所有者权益 253.74 亿元（含少数股东权益 17.69 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 13.47 亿元，利润总额 0.16 亿元。

公司注册地址：绵阳市滨江西路南段 22 号（嘉来华庭 3 楼）；法定代表人：肖林。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 5 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，除“21 绵投 01”尚未到付息日外其他各债券均在付息日正常付息。

表 1　本次跟踪评级的债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行规模	债券余额	起息日	期限
20 绵阳投资 MTN002	10.00	10.00	2020/04/17	3+2
20 绵阳投资 MTN001	10.00	10.00	2020/03/10	3+2
17 绵阳投资 MTN001	10.00	10.00	2017/08/17	5+N
20 绵投 01	10.00	10.00	2020/02/28	3+2
19 绵投 01	15.00	15.00	2019/09/26	3+2
21 绵投 01	5.00	5.00	2021/03/05	3+2
18 绵投 03	4.00	4.00	2018/08/17	3+2
18 绵投 02[1]	8.00	5.30	2018/04/26	3+2
18 绵投 01[2]	18.00	8.95	2018/03/30	3+2

资料来源：联合资信根据Wind及公司提供的资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对

[1] 根据公司提供的转售公告，“18 绵投 02”于 2021 年 3 月回售部分债券并进行转售，其中回售金额 6.40 亿元。

[2] 根据公司提供的转售公告，“18 绵投 01”于 2021 年 2 月回售部分债券并进行转售，其中完成转售金额 2.60 亿元，注销未转售债券金额 9.05 亿元。

冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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. 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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，

对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年末，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 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，截至 2020 年末，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策环境

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域环境分析

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各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，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约束地方政府及其融资平台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）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一

步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年末以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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，建立了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 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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 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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

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。受城投企业剥离地方政府融资职能，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，非标融资占比高、债券集中到期、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。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域环境分析

2020 年，绵阳市经济保持增长，产业结构持续优化，2020 年新成立的科技城新区建设需求大，公司发展面临良好的外部环境。

绵阳市位于成都、重庆、西安“西三角”腹心地带，是四川省区域中心城市，是我国重要的国防科研和电子工业生产基地，拥有国家级科研院所 18 家、国家级省级重点实验室 27 个（含国防重点实验室）和国家工程技术研究中心 24 家。绵阳市交通便利，境内已有铁路包括宝成铁路、西成客专、成绵乐城际铁路、成兰铁路（在建）等，高速公路包括成绵高速公路、绵广高速、绵遂高速、成巴高速等，机场有绵阳机场（川内第二大机场），并建有二类铁路口岸、集装箱货栈和出口加工区。

2020 年 12 月，四川省政府批复同意设立绵阳科技城新区，为四川省第四个省级新区。绵阳科技城新区依托绵阳科技城中的“一核”（即科技城军民融合集中发展区）的规划建设，范围包括绵阳市 9 个乡镇，规划面积为 396 平方公里，未来建设需求大。

根据《绵阳市国民经济和社会发展统计公报》，2018－2020 年，绵阳市地区生产总值分别为 2303.82 亿元、2856.20 亿元和 3010.08 亿元，持续增长。其中，2020 年，绵阳市 GDP 按可比价格计算，同比增长 4.4%。第一产业增加值 370.95 亿元，增长 5.4%；第二产业增加值 1174.36 亿元，增长 4.0%；第三产业增加值 1464.77 亿元，增长 4.5%。绵阳市三次产业结构持续优化，2020 年为 12.3:39.0:48.7。

根据绵阳市人民政府网站数据，2018－2020 年，绵阳一般公共预算收入分别为 124.54 亿元、131.15 亿元和 140.96 亿元，持续增长。其中，税收收入分别占 63.13%、63.13%和 61.53%。同期，绵阳市一般公共预算支出分别为 408.16 亿元、453.43 亿元和 444.7 亿元，财政自给率分别为 30.51%、28.92%和 31.70%。

2018－2020 年，绵阳市政府性基金收入分别为 196.64 亿元、237.14 亿元和 287.76 亿元，持续增长。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 8.50 亿元，绵阳市国资委为公司控股股东（持股 90.00%）及实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司作为绵阳市重要的城市基础设施建设和国有资产经营管理主体，仍主要负责绵阳市城区内的基础设施建设及土地整理等业务。

公司作为绵阳市重要的城市基础设施建设和国有资产经营管理主体。除公司外，绵阳市下属的基础设施投资开发主体还包括绵阳科技城发展投资（集团）有限公司（以下简称“绵阳科发”）和公司的全资子公司绵阳交通发展集团有限责任公司（以下简称“绵阳交发”）。其中，绵阳科发定位为绵阳科技城内的土地开发和基础设施建设主体以及科技城内重大产业项目的投资主体，绵阳交发定位于绵阳市重要的市级交通基础设施建设主体。

3. 外部支持

跟踪期内，公司在财政补贴、基础设施配套资金、股权划拨和资产注入方面持续获得有力的外部支持。

财政补贴方面，公司获得以市政建设项目补助为主的各类政府补助，公司计入“其他收益”和“营业外收入”，2020 年分别为 4.74 亿元和 7.40 亿元，2021 年一季度分别为 1.40 亿元和 2.65 亿元。

公司基础设施项目建设投入总量较大，绵阳市人民政府向公司拨付配套建设资金，反映于长期应付款及专项应付款。截至 2020 年末，公司“长期应付款-政府项目工程款”余额为 35.05 亿元，“专项应付款”余额为 29.73 亿元，较年初的 13.99 亿元和 22.96 亿元均有所增加。

股权划转方面，2020 年 6 月，绵阳市国资委根据《关于优化重组国有资产推进市属国有企业改革发展的通知》（绵委办〔2019〕138 号），下发《关于绵阳市粮油集团有限公司国有产权无偿划转的通知》，将绵阳市粮油集团有限公司（以下简称“绵阳粮油集团”）100%股权无偿划转至公司，合并日为 2020 年 6 月 10 日，截至合并日绵阳粮油集团净资产为 3.77 亿元，合并日至 2020 年半年末，绵阳粮油集团的营业收入为 0.65 亿元，净利润为 9.29 万元。

资产注入方面，2020 年，根据《绵阳市国资委关于同意将 3698 套国有房产注入绵阳市投资控股（集团）有限公司的批复》（绵国资产〔2020〕61 号），绵阳市国资委将价值 13.48 亿元的房产注入公司，公司资本公积增加 13.48 亿元。根据《关于同意将 36 处国有资产注入富达资产经营有限责任公司有关事项的批复》（绵国资产〔2020〕62 号），绵阳市国资委将价值 1.94 亿元的房产注入公司，公司资本公积增加 1.94 亿元。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91510700709196960H），截至 2021 年 5 月 28 日，公司本部无关注类和不良类未结

清信贷信息记录；已结清的信贷记录里有 13 笔关注类信贷、1 笔不良/违约类贷款。其中两笔系国家开发银行股份有限公司四川分行将公司的贷款纳入平台类贷款，公司已按时还本付息，其余关注类及不良类贷款主要系绵阳为“5.12 大地震”重灾区，各家银行根据《关于地震灾害后贷款风险分类的掌握意见》的有关规定，将公司的贷款调入次级类，抗震救灾后，各家银行将公司贷款恢复正常。公司本部已结清信贷信息中存在 6 笔欠息记录（分别发生于 2008 年、2010 年、2010 年、2011 年、2012 年和 2018 年），非公司恶意拖欠利息，且已结清。

截至 2021 年 6 月 20 日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司经营管理制度未发生变化，公司部分董事、高架管理人员以及公司监事会成员有变更，具体情况如下。

跟踪期内，公司原董事朱玉平不再继续担任公司董事职务，新任张雁先生、王玉梁先生为公司董事。目前公司董事会由肖林、程一、景茂斌、张雁、王玉梁 5 人组成。

跟踪期内，赵永健不再担任公司监事会主席职务，羊琪不再担任公司监事，新任刘洪波为公司监事会主席，新任杨云刚先生为公司监事。目前公司监事会由刘洪波、魏静（职工监事）、胥彩莲、杨云刚 4 人组成。

跟踪期内，刘洪波、景茂斌、罗林、黄小秋不再担任公司副总经理职务，原总会计师王涛不再担任公司总会计师职务。公司任命王涛、倪丹为公司副总经理。

八、重大事项

2021 年 5 月 10 日，公司发布了《绵阳市投资控股（集团）有限公司重大资产重组的公告》，根据《绵阳市国资委关于无偿划转绵阳科技城发展投资（集团）有限公司国有股权的通知》（绵国资产〔2021〕27 号），绵阳市国资委将其持有的绵阳科发 62.496%（最终以划转省财政厅充实社保基金后的股权调整比例为准）的国有股权全部无偿划转至公司。

截至 2020 年末，公司经审计的总资产为 1011.98 亿元，净资产为 253.68 亿元，2020 年营业收入为 86.48 亿元。本次交易标的绵阳科发经审计的 2020 年末资产总额（560.11 亿元）、净资产（152.85 亿元）和 2020 年营业收入（117.07 亿元）分别为公司资产总额、净资产和营业收入的 55.35%、60.25%和 135.37%。

截至本报告出具日，上述重大资产重组事宜尚未完成工商登记变更，联合资信将持续关注上述重大资产重组事项进展。

九、经营分析

1. 经营概况

2020 年，公司收入仍多元化发展，收入同比明显增长，综合毛利率有所增长。

2020 年，公司收入由商品销售、土地整理、市政基础设施建设、学校教育等构成，仍多元化发展。具体看，2020 年，公司商品销售收入同比增长 8.14%，主要系经营规模扩大及建材价格上行综合所致；公司土地整理收入同比增长 104.97%，主要系受绵阳市土地出让规划，及所出让地块位置不同影响所致；教育业务收入有所增长，主要系经营规模扩大所致；公司工程施工业务收入同比增长 59.79%，市政基础设施建设收入同比 9.25%下降，均受工程结算所致；2020 年，公司新增粮油销售收入 5.52 亿元，主要系公司将绵阳粮油集团纳入并表范围所致。此外，公司还有水务、公交、酒店及房屋销售等收入，是营业收入的一定补充。

表 4　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	**62.15**	**89.29**	**17.81**	**64.63**	**89.13**	**12.68**	**78.49**	**90.76**	**15.92**
商品销售	13.95	20.05	3.34	16.77	23.12	4.29	18.13	20.97	4.30
土地整理	12.33	17.71	42.25	8.31	11.46	26.64	17.04	19.70	43.31
学校教育	5.68	8.16	19.02	8.60	11.87	13.23	9.05	10.46	20.57
工程施工	3.43	4.93	5.68	4.98	6.87	6.21	7.95	9.20	2.94
市政基础设施建设	12.93	18.58	7.70	12.14	16.74	0.00	11.01	12.73	0.00
房屋销售	3.28	4.72	10.33	3.58	4.94	26.73	1.61	1.86	43.53
公交客运	2.77	3.98	-17.43	2.77	3.81	-23.79	1.96	2.26	-61.91
机场及配套服务	1.81	2.61	33.18	1.85	2.55	31.14	1.46	1.69	18.78
水务	1.67	2.40	51.82	1.83	2.53	40.77	1.73	2.01	43.07
酒店经营	1.41	2.03	74.42	1.55	2.14	77.53	1.14	1.32	71.67
车辆通行收费	1.17	1.68	23.29	1.18	1.63	32.75	0.88	1.02	32.77
户表工程、管网工程	1.70	2.44	27.76	1.07	1.48	56.08	1.01	1.17	57.79
粮油销售	--	--	--	--	--	--	5.52	6.38	0.77
其他业务	**7.45**	**10.71**	**62.27**	**7.88**	**10.87**	**55.79**	**7.99**	**9.24**	**52.33**
合计	**69.60**	**100.00**	**22.57**	**72.51**	**100.00**	**17.36**	**86.48**	**100.00**	**19.29**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

毛利率方面，2020 年，公司商品销售业务毛利率变动不大；土地整理业务毛利率明显增加，主要系受出让地块位置及单价影响所致；学校教育业务毛利率明显增长；公司市政基础设施建设业务毛利率降至 0%，主要由于绵阳市人民政府仅与公司本部结算基础设施项目成本，暂未结算投资收益所致；公司工程施工业务毛利率大幅下降，主要系疫情防控成本较高及物料、人工成本上涨综合所致；公司新增的粮油销售业务毛利率较低。公司其他各业务板块收入规模占比小，对公司整体毛利率影响不大。综上，公司综合毛利率有所增长。

2021 年 1－3 月，公司营业收入为 13.47 亿元，同比增长 78.52%，主要系疫情导致 2020 年一季度项目停工使得确认收入规模较小所致；公司综合毛利率为 14.58%。

2. 业务运营

（1）基础设施建设

公司本部的基础设施建设项目回款受结算进度及财政资金安排影响较大，回款有一定滞后。2019 年以来绵阳市政府与公司本部暂未结算投资收益，公司基建业务毛利率大幅下降。

公司主要在建和拟建基础设施项目尚需投资规模不大。

公司受绵阳市人民政府委托对绵阳市市内基础设施进行投资建设，具体由公司本部、子公司四川嘉来建筑工程有限公司（以下简称“嘉来建工”）和绵阳交发负责，公司部分基建项目未与政府签订相关协议，项目建设资金主要来源于政府部门的配套资金和公司自筹资金。2019 年以来，绵阳市人民政府仅与公司本部结算基础设施项目成本，暂未结算投资收益，因此基建业务毛利率大幅下降。

截至 2020 年末，公司主要在建基础设施项目包括城南新区项目等，总投资 94.06 亿元，尚需投资 18.06 亿元。公司上述在建重点基础设施项目在完成竣工审计或财务决算且政府确认相关投资成本收益后逐步实现退出，项目回款受结算进度及财政资金安排影响较大，结算及回款进度有一定滞后。

截至 2020 年末，公司重要拟建基础设施项目包括滨河北路西段排水及道路改造工程在内的共计 4 个项目，项目预计总投资 2.10 亿元，均拟于 2021 年完工，建设资金来源均为财政拨款。截至 2020 年末，公司主要在建和拟建基础设施项目尚需投资规模不大。

表 5　截至 2020 年末公司主要基础设施项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	立项批复文件
城南新区项目	26.90	17.66	绵府函〔2008〕176 号
S302 任家坪—禹里	12.28	9.11	绵市发改交能〔2008〕523 号
会客厅一号桥工程	9.04	8.74	绵府函〔2008〕176 号
绵盐绵三涪滨支路改造工程	8.77	8.47	绵府函〔2008〕176 号
仙海大道	8.16	7.84	科技城管委函〔2009〕28 号
桑林坝	7.56	7.39	绵府函〔2010〕2 号
S205 黄土梁隧道	7.70	6.77	绵市发改交能〔2008〕388 号、〔2010〕569 号
园艺新区	6.57	5.57	绵市发改投资〔2010〕273 号、274 号
剑南路改造工程	7.08	4.45	科技城管委函〔2017〕118 号、科技城管委函〔2014〕57 号
合计	**94.06**	**76.00**	--

资料来源：公司提供

此外，子公司嘉来建工参与了部分 PPP 项目。其中，三台县中涪路（中新至涪西）改建工程 PPP 项目计划总投资 1.93 亿元，实际投资 2.20 亿元（已完工未审计）。S418 线安县至睢水一级公路建设 PPP 项目计划总投资 9.18 亿元，其中建安费 6.42 亿元，土地征用费 1.7 亿元，其他费用（监理、设计等）1.06 亿元；此项目由嘉来建工、绵阳交发子公司及绵阳安州投资控股集团有限公司出资成立 SPV 项目公司，其中嘉来建工持股 51.00%，绵阳交发子公司持股 29.00%，截至 2021 年 3 月末，项目已完成投资 7.30 亿元。

绵阳交发在手项目储备较为充足。

绵阳交发运营基础设施工程业务，其拥有公路工程施工总承包二级、市政公用工程总承包二级等资质。工程业务主要有两种模式：第一种是纯施工项目，绵阳交发的角色仅为工程承包方；第二种是作为业主方参与绵阳市内道路建设及改建工程，项目的获取主要通过招投标或政府指派。结算方面，纯施工项目为前期按工程进度收取 80~85%的工程承包款，剩余 15~20%为质量保证金和履约保证金，结算周期约 3~5 年；绵阳交发作为业主方参与的农村公路项目为绵阳交发先行筹集资金进行建设，后期分 20 年由政府方进行回购，其余由绵阳交发作为业主方参与的项目由绵阳交发先行支付资金，根据绵阳市本级政府财政安排或按照与区县级政府签署的协议回款。

2018－2020 年，绵阳交发分别实现工程施工收入 3.43 亿元、4.98 亿元和 7.95 亿元，2020 年较上年大幅增长，主要系受项目结算增加所致。

表 6　截至 2021 年 3 月末绵阳交发工程施工主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	项目模式	合同金额	已完成投资额
平武县农村公路建设项目	市政	传统工程总包	10.11	8.65
东西第二干道（安州段）	公路	传统工程总包	3.30	3.30
国道 108 线绵阳市城区过境段工程	公路	传统工程总包	14.77	3.79
科技城大道二期涪江大桥	市政	传统工程总包	9.88	2.27
S209 线梓潼县城至江油河口段改建	市政	PPP	6.22	4.59
东西第二干道工程 PPP 项目	公路	PPP	11.60	3.27
合计	--	--	**55.88**	**25.87**

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月末，绵阳交发主要在手工程施工项目包括平武县农村公路建设项目等，项目均位于绵阳市内，合同金额合计 55.88 亿元，已完成投资 25.87 亿元，尚需投资规模较大。

（2）土地整理

公司负责整理开发的土地面积较大，可对公司未来收入规模形成一定支撑，但公司土地整理收入实现情况取决于绵阳市规划及房地产市场等因素，土地整理收入波动较大。

绵阳市人民政府授权公司作为城南新区、仙海风景区、桑林坝及丰谷赵家脊片区的一级土地开发整理业主，公司对授权范围内的土地进行拆迁安置和平整等前期开发整理。前期绵阳市土地统征储备中心与公司签署《国有土地使用权补偿合同》，公司按合同总价确认土地开发整理收入；另外有部分地块交由绵阳市土地征统储备中心招拍挂，在土地拍卖成交后确认收入。其中，城南新区、仙海风景区及丰谷赵家脊片区合同总价大约为土地出让收入（扣除相关税费）的75.00%；桑林坝片区的土地出让后，其收入扣除相关税费及成本外，其余60.00%返还给公司；若土地出让收入扣除有关税费后不足以偿还成本的，不足部分由绵阳市财政预算安排偿还。

会计处理方面，公司将土地整理过程中发生的相关投入和费用计入“在建工程”科目，在土地出让后，公司确认收入同时结转成本，借记“主营业务成本”，贷记“在建工程”科目。

2018－2020年，公司土地出让收入波动增长，毛利率波动较大，其中2019年毛利率处于较低水平，主要系所出让地块的单价较低所致。截至2021年3月末，公司负责整理的土地区域内剩余土地面积约1.22万亩，主要用途为住宅和商业用地，可出让面积较为充足；项目预计总投资104.60亿元，尚需投资20.01亿元，存在一定的资金支出压力。公司土地出让情况受绵阳市土地出让计划及房地产市场等外部因素影响，存在一定的不确定性。

（3）商品销售业务

公司商品销售收入规模有所增加，供应商集中度高，客户集中度较高。

公司商品销售业务主要由子公司四川西津物流有限责任公司（以下简称“西津物流”）和绵阳交发运营，销售产品主要包括建材（以钢材为主）、油料、沥青等。2018－2020年，公司销售收入持续增长，主要系经营规模的扩大及建材价格上行综合所致。

西津物流主要采取“以销定购”的业务模式，通过销售与采购之间的差价获取收益，商品采购和销售均遵循市场化原则定价。从结算方式看，西津物流通常在年初预付资金给上游供应商作为合作款，当西津物流与下游客户签署贸易合同后，再向上游供应商采购。通常情况下，西津物流需向供应商预付部分资金，待货物验收合格后付清余款。西津物流与下游客户的主要采用银行电汇方式结算，在下游客户提取货物后，西津物流向其开具发票，下游客户三个月内付清余款。

从供应商来看，2018－2020年，公司商品销售业务前五大供应商采购金额占采购总额比重分别为77.32%、70.28%和70.55%，供应商集中度高。从销售客户来看，2018－2020年，公司前五名销售客户占年度销售总额的比重分别为67.75%、54.16%和49.55%，客户集中度较高。

（4）教育投资业务

公司教育投资收入稳定增长，经营状况稳定，2019年公司整合绵阳外国语学校，学校教育收入进一步增长。

公司学校教育业务由子公司绵阳市教育投资发展（集团）有限公司（以下简称“绵阳教投”）运营，2019年，绵阳市国资委将绵阳外国语学校100.00%的国有产权无偿至绵阳教投，公司学校教育收入进一步增长。

公司教育投资收入主要来源于绵阳教投全额投资的绵阳中学实验学校、绵阳外国语实验学校、绵阳南山中学实验学校和绵阳外国语学校，上述四所学校均已取得绵阳市教育和体育局颁发的民办学校办学许可证，四所学校共占地面积约1030亩，总投资12.00亿元。截至2020年末，上述四所学校在校人数共计35809人。

表7　各学校收费标准（单位：元/生·年）

学校名称	收费标准		
	小学	初中	高中
绵阳外国语实验学校	18000.00	20000.00	--
绵阳南山实验学校	--	--	23000.00
绵阳中学实验学校	--	--	23000.00
绵阳外国语学校	18000.00	20000.00	23000.00

资料来源：公司提供

（5）其他业务

公司供水能力、管网长度有所增长，但疫情期间非居民生活用水价格阶段性下调，对当年收入产生短期影响。

公司自来水业务主要由全资子公司绵阳市水务（集团）有限公司（以下简称“绵阳水务”）运营，自来水业务板块收入包含水费收入、户表管网工程收入和污水处理收入。绵阳市城区内的自来水供应市场基本由绵阳水务垄断经营。

表 8　公司自来水经营情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
平均日制水量（万吨）	23.00	24.95	26.56
供水量（万吨）	8541.72	9176.73	9887.47
售水量（万吨）	7287.19	8158.68	8526.29
自来水用户累计数（万户）	44.00	47.00	50.00
管网长度（千米）	2352.00	2537.00	2627.00
管网水质综合合格率均值（%）	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

供水业务方面，随着服务人口的增加，公司供水业务管网长度持续增长，供水量逐年增长，且管网水质综合合格率均值处于 100.00%的高水平。2019 年，公司水费收费标准无变化，但 2020 年以来，根据绵阳市发展和改革委员会文件，受新冠肺炎疫情影响，非居民生活用水的水费标准下调 10%，阶段性下调用水价格执行时间为 2020 年 2 月 1 日用水量起，至 2020 年 12 月 31 日用水量止。

公司保障房项目大部分已售罄，公司拟建的地产项目投资规模大，公司未来存在一定的资金支出压力。

保障房方面，公司开发的保障性住房已建成并大部分已销售完毕，暂无拟建保障房项目。

公司房屋销售业务主要通过四川嘉来置业有限公司（以下简称“嘉来置业”）和绵阳交发运营。近年来，公司房屋销售收入主要来自春晖花园、嘉来•缤购天地、绵阳交发•逸家等项目。截至 2020 年末，公司在建房屋销售项目为南河广场，项目业态为商住类型，总建筑面积为 17.69 万平方米，项目总投资 11.47 亿元，尚需投资 3.05 亿元。

公司重大拟建地产项目为九华府项目，由全资子公司绵阳市嘉远瑞华房地产开发有限公司具体实施，该项目位于科技城集中发展核心区北翼-涪城区青义镇青羊村。根据相关文件，该项目总投资 125.00 亿元，拟建成大型商住社区，包括菜市场、幼儿园、超市零售和餐饮等，项目总建筑面积 175 万平方米，另有物业用房 0.35 万平方米，社区用房 0.25 万平方米，商业配套约 5 万平方米。项目分二期开发，时间间隔 6 个月，目前已取得一期开发用地，拟计划于 2021 年 9 月进场施工。该项目为定向销售，已锁定购房人群，资金回笼较快。

2020 年，公司新增粮油销售业务，毛利率较低，供应商集中度和客户集中度均高。

2020 年，公司新增粮油储备业务，该业务实现收入 5.52 亿元，但毛利率处于 0.77%的低水平。

公司粮油销售品种主要为玉米、粮油和油脂油料。2020 年，公司从前五大供应商处采购金额合计 4.16 亿元，占公司粮油销售业务采购总金额的 75.97%，集中度高；公司向前五大客户销售金额合计 4.29 亿元，占公司粮油销售业务总销售金额的 77.80%，集中度高。

3. 对外投资

公司对惠科第 8.6 代液晶显示器件生产线项目投入了较大规模的资金，项目实际运营效益受市场环境、产品升级换代等因素影响大。公司转让了液晶显示器件项目公司的部分股权，需要关注股权转让事项的后续进展。

2018 年，公司与绵阳富诚投资集团有限公司、惠科股份有限公司（以下简称“惠科股份”）组建成立绵阳惠科光电科技有限公司（以下简称“惠科光电”），系绵阳惠科第 8.6 代薄膜晶体管液晶显示器件生产线项目（以下简称“惠科第 8.6 代项目”）的项目公司。惠科第 8.6 代项目总投资 240 亿元，项目公司注册资本 180 亿元，其中公司认缴 130 亿元。

截至 2020 年末，惠科光电未纳入公司财务报表合并范围，公司对惠科光电总投资 102.42

亿元，具体财务处理为可供出售金融资产-债务工具有43.42亿元、长期股权投资有59.00亿元。此外，公司对惠科光电有资金拆借，2020年末金额为20.69亿元，公司计入其他非流动资产。惠科第8.6代项目主要系为实现发展新型平板产业的战略目标，项目主要产品为单切及套切。该生产线已于2020年4月投产，处于产能爬坡阶段，尚未量产，项目实际运营效益受市场环境、产品升级换代等因素影响大。

2021年1月14日，公司发布了《绵阳市投资控股（集团）有限公司关于出售、转让资产的公告》，经绵阳市国资委批准（绵国资产〔2020〕57号），公司将持有的惠科光电17.78%的股权转让给惠科股份，本次股权转让标的资产的账面价值32.00亿元，转让价款32.00亿元，占2019年末公司合并报表净资产的12.36%，截至2021年5月末公司已收到回款4.73亿元，剩余股权款将于18个月内完成回购款支付。

惠科股份成立于2001年，注册资本19.62亿元。公司对惠科光电的投资部分计划通过惠科股份回购股权的方式退出，本次股权转让系原股权回购计划的一部分。本次资产转让方与受让方将根据协议约定，办理交易标的的股东变更和转让价款支付事宜。

4. 未来发展

未来发展方面，在“十四五”期间，公司将落实绵阳市委市政府决策部署，抓住成渝地区双城经济圈、中国（绵阳）科技城和绵阳市科技城新区建设等重大机遇，以城市建设和城市运营两条线为主轴，构建“12345+N”战略框架体系。具体看，一是以“西部领先、全国知名的城市综合服务商”为专业化运营为目标。二是推行“项目投资+二元互动”和“产业经营+资本运作”模式。三是依托三大平台，围绕城市建设和城市运营产业链上下游，以功能平台为发展基础，以产业平台为发展核心，以资本平台为发展支撑。四是构建城市建设、城市运营、金融投资、新兴产业四大业务板块，优化和完善集团产业布局。五是以高质量发展为中心，推动发展思维、发展动力、产业结构、经营方式、用人理念五大转变。六是强化N个战略保障能力，围绕国企改革要求，强化战略保障力量。

十、财务分析

1. 财务概况

公司2020年度财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙），审计结论为标准无保留意见。公司2021年1－3月财务报表未经审计。公司审计报告按最新的会计准则编制。2020年，公司进行了前期会计差错更正，并进行了追溯调整，本报告2019年财务数据来自2020年年报的期初数或上年同期数。

2019年，公司合并范围内新增15家主体，其中绵阳交发规模较大，但已按照同一控制下企业合并的会计处理方式，对前期财务数据进行了追溯调整；其余14家新纳入合并范围的主体规模相对较小。公司不再纳入合并范围的主体2家，系注销或不同级次子公司之间的吸收合并导致。2020年，公司财务报表合并范围增加4家，其中无偿划入1家，新设立3家；合并范围减少3家，均系股权转让。公司合并范围增减变动对公司财务数据影响大，本报告财务分析的财务数据采用经过追溯调整的期初数或上年同期数，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

随着在建项目的持续推进及对惠科光电的投资，公司资产总额持续增长。其中，基础设施建设、土地整理成本及应收类款项规模较大，对资金形成占用。公司对惠科光电的液晶显示器件生产线项目投资形成的债权及股权规模较大。总体看，公司资产质量一般。

截至2020年末，公司合并资产总额较年初增长11.39%，主要系非流动资产增长所致。公司资产中非流动资产占比持续提升。

表 9　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**333.87**	**43.84**	**368.23**	**40.53**	**380.70**	**37.62**	**385.60**	**37.51**
货币资金	102.85	13.50	120.70	13.29	115.30	11.39	107.89	10.50
应收账款	22.96	3.01	22.94	2.53	46.66	4.61	45.64	4.44
预付款项	61.50	8.07	63.80	7.02	65.55	6.48	65.34	6.36
其他应收款	85.60	11.24	97.00	10.68	101.93	10.07	98.45	9.58
存货	55.84	7.33	58.26	6.41	43.63	4.31	58.62	5.70
非流动资产	**427.75**	**56.16**	**540.28**	**59.47**	**631.28**	**62.38**	**642.27**	**62.49**
可供出售金融资产	31.99	4.20	86.49	9.52	94.90	9.38	95.55	9.30
长期股权投资	1.12	0.15	1.17	0.13	60.87	6.01	62.13	6.04
投资性房地产	22.67	2.98	26.07	2.87	54.16	5.35	54.16	5.27
固定资产	87.27	11.46	89.03	9.80	94.28	9.32	93.81	9.13
在建工程	252.56	33.16	155.23	17.09	138.98	13.73	147.82	14.38
其他非流动资产	1.23	0.16	148.30	16.32	150.98	14.92	150.94	14.68
资产总额	**761.62**	**100.00**	**908.50**	**100.00**	**1011.98**	**100.00**	**1027.87**	**100.00**

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动资产较年初增长 3.39%，主要系应收账款增长所致。

截至 2020 年末，公司货币资金较年初下降 4.47%。公司货币资金中银行存款占 97.65%，货币资金中用于质押的银行存单、各类保证金、监管账户资金等共计 16.79 亿元，占 14.56%，受限比例尚可。

截至 2020 年末，公司应收账款较年初增长 103.38%，主要系应收代建工程款和应收货款等增加所致。公司应收账款坏账准备余额为 0.56 亿元，大部分按照单项金额重大并单独计提坏账准备，应收对象主要为绵阳市财政局（占 52.47%）、绵阳市住房和城乡建设局委员会（原绵阳市住房和城乡建设局，占 31.75%）等当地政府单位，以及建材销售业务的客户。

截至 2020 年末，公司预付款项较年初增长 2.75%，主要系公司支付的拆迁补偿款所致；账龄在 3 年以上的占 83.63%，账龄偏长。

截至 2020 年末，公司其他应收款较年初增长 5.08%，主要系往来款、工程款和工程保证金等增长所致。

截至 2020 年末，公司存货较年初下降 25.11%，主要系公司资产重分类，将部分存货计入其他非流动资产所致。公司存货主要由开发成本（占 58.56%）、建造合同形成的资产（占 23.84%）和库存商品（占 11.72%）构成，计提存货跌价准备 0.04 亿元。

截至 2020 年末，公司非流动资产较年初增长 16.84%，主要系长期股权投资及投资性房地产增长所致。

截至 2020 年末，公司可供出售金融资产较年初增长 9.73%，主要系公司对绵阳科发及惠科股份的股权投资所致，投资金额合计 17.23 亿元。公司可供出售金融资产中债务工具账面余额为 43.56 亿元（惠科光电 43.42 亿元），以成本计量的权益工具账面余额 51.35 亿元，主要由对四川兴蜀铁路投资有限责任公司、惠科股份和绵阳科发的投资构成，账面价值分别为 19.47 亿元、12.00 亿元和 12.50 亿元。公司对惠科光电项目投资规模大，受行业及产品市场景气度等因素影响，该项目收益存在不确定性，公司面临一定的投资风险。

截至 2020 年末，公司长期股权投资较年初增加 59.69 亿元，主要系公司增加对惠科光电投资 59.00 亿元所致。

公司投资性房地产按公允价值计量，2020 年末较年初增长 107.75%，主要系公司本部党校土地变性缴纳土地出让金及将绵阳粮油集团纳入合并范围带来的投资性房地产综合所致。

截至 2020 年末，公司固定资产账面价值较年初增长 5.89%，主要由房屋及建筑物（占

29.20%）和收费还贷公路（占 48.75%）构成，固定资产成新率 75.46%。固定资产中尚未办妥产权证书的固定资产 14.77 亿元，主要系下属学校的房屋工程尚未完成决算所致。

截至 2020 年末，公司在建工程较年初下降 10.47%，主要系仙海大道项目、城南新区项目减少所致。其中，城南新区项目 2019－2020 年分别减少 21.07 亿元和 25.28 亿元，主要系部分由于结转成本，以及部分由于公司使用上述片区的部分地块注册成立房地产项目公司，对应的地块账面价值由在建工程转入存货所致；仙海项目 2020 年减少 16.20 亿元，主要系因政府收回土地所致。

受资产重分类影响，公司将绵阳市二环路一、二、三期工程及科教创新区基础设施项目等待结算的政府委托市政工程项目转入其他非流动资产。截至 2020 年末，公司其他非流动资产较年初增长 1.81%，其他非流动资产中待结算的政府委托市政工程项目和委托贷款（惠科光电）分别为 127.47 亿元和 20.69 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额规模和结构较年初变化不大。其中存货较年初增长 34.34%，主要系项目投入增加所致。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 68.93 亿元，占总资产的 6.71%。其中，受限资产中货币资金为 13.11 亿元、固定资产为 3.00 亿元、在建工程为 26.19 亿元，投资性房地产为 2.25 亿元、其他非流动资产为 24.39 亿元。

3. 资本结构

因项目移交和收回土地，公司资本公积有所减少，而政府补偿的资产价值低于所减少的资产价值，致使公司权益规模有所下降。公司所有者权益中，资本公积占比较大。公司所有者权益稳定性一般。

表 10　公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	8.50	3.21	8.50	3.29	8.50	3.35	8.50	3.35
其他权益工具	9.94	3.76	9.94	3.84	9.94	3.92	9.94	3.92
资本公积	202.62	76.63	201.22	77.82	191.04	75.31	191.03	75.29
未分配利润	23.35	8.83	18.06	6.98	21.91	8.64	21.92	8.64
少数股东权益	15.98	6.05	16.52	6.39	17.64	6.95	17.69	6.97
所有者权益合计	**264.40**	**100.00**	**258.58**	**100.00**	**253.68**	**100.00**	**253.74**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2020 年末，公司所有者权益较年初下降 1.90%。公司所有者权益中实收资本、其他权益工具、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 3.35%、3.92%、75.31%、8.64%和 6.95%。所有者权益稳定性一般。

截至 2020 年末，公司其他权益工具为公司 2017 年 8 月发行的永续中票“17 绵阳投资 MTN001”，5+N 年期，票面利率为 6.80%。

截至 2020 年末，公司资本公积较年初下降 5.06%，主要系政府收回 4 宗仙海片区土地、23 宗城南新区土地等，公司资本公积减少 32.87 亿元所致。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益规模和结构较年初变化不大。

公司的有息债务规模快速增长，整体债务负担重，2021－2022 年面临集中偿债压力。

截至 2020 年末，公司负债总额较年初增长 16.68%，主要系流动负债增长所致。公司负债以非流动负债为主。

表 11　公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**124.99**	**25.14**	**129.64**	**19.95**	**212.49**	**28.02**	**202.24**	**26.12**
短期借款	13.47	2.71	24.36	3.75	38.93	5.13	41.54	5.37
应付账款	14.43	2.90	16.32	2.51	19.15	2.53	24.31	3.14
其他应付款	23.96	4.82	17.00	2.62	7.72	1.02	6.26	0.81
一年内到期的非流动负债	49.98	10.05	42.36	6.52	90.23	11.90	76.01	9.82
其他流动负债	5.56	1.12	9.87	1.52	37.91	5.00	37.06	4.79
非流动负债	**372.23**	**74.86**	**520.28**	**80.05**	**545.81**	**71.98**	**571.89**	**73.88**
长期借款	127.37	25.62	133.81	20.59	160.87	21.21	188.54	24.36
应付债券	158.58	31.89	296.65	45.64	276.93	36.52	272.07	35.15
长期应付款	81.31	16.35	86.66	13.33	102.47	13.51	106.14	13.71
负债总额	**497.23**	**100.00**	**649.92**	**100.00**	**758.30**	**100.00**	**774.14**	**100.00**

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动负债较年初增长 63.91%，主要系短期借款、一年内到期的非流动负债及其他流动负债增长所致。

截至 2020 年末，公司短期借款较年初增长 59.81%，主要系融资增长所致。公司短期借款主要由保证借款（占 40.36%）和信用借款（占 54.11%）构成。

截至 2020 年末，公司应付账款较年初增长 17.32%，主要是未结算的工程款。

截至 2020 年末，公司其他应付款较年初下降 54.60%，主要系应付政府部门款项、非关联单位结算款及保证金下降所致。

截至 2020 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初增长 113.03%，主要由一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券构成。

截至 2020 年末，公司其他流动负债较年初增长 283.97%，主要系公司 2020 年发行的短期债券（20 绵投控 01/02）所致。报告已将计息部分调整至短期债务核算。

截至 2020 年末，公司非流动负债较年初增长 4.91%，主要系长期借款及长期应付款增加所致。

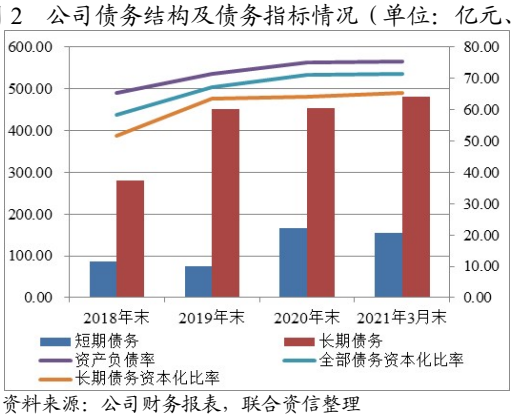
截至 2020 年末，公司长期借款较年初增长 20.23%，其中质押借款、保证借款和信用借款占比较大。

截至 2020 年末，公司应付债券较年初下降 6.65%，主要系部分债券转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2020 年末，公司长期应付款较年初增长 18.24%，主要系融资租赁款及项目工程款增加所致；公司长期应付款主要是政府项目工程款和融资租赁款，融资租赁款已计入长期债务。

截至 2020 年末，公司全部债务 620.79 亿元，较年初增长 17.86%。其中，短期债务占 26.78%，长期债务占 73.22%，以长期债务为主。截至 2020 年末，公司短期债务 166.26 亿元，较年初增长 119.25%；长期债务 454.53 亿元，较年初增长 0.81%。截至 2020 年末，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 74.93%、70.99%和 64.18%，较年初分别上升 3.40 个百分点、3.92 个百分点和 0.63 个百分点。

图 2　公司债务结构及债务指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司全部债务中 2021－2023 年到期金额分别为 166.26 亿元、152.92 亿元和 84.46 亿元，其他均于 2024 年及以后到期，公司 2021－2022 年面临集中偿债压力。

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额及结构较年初变化不大。公司全部债务 635.95 亿元，较年初增长 2.44%，其中短期债务占 24.38%。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 75.31%、71.48%和 65.46%，较年初分别提高 0.38 个百分点、0.49 个百分点和 1.28 个百分点。

公司于 2017 年 8 月发行一期永续中期票据，计入“所有者权益-其他权益工具”项目（期末余额为 9.94 亿元）。考虑到永续债券的性质及特点，若将其认定为普通债券（因其存在偿付的可能）测算，截至 2021 年 3 月末，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提升至 76.28%、72.60%和 66.81%。公司整体债务负担重。

4. 盈利能力

公司营业收入保持增长，期间费用侵蚀利润明显，以财政补贴为主的其他收益和营业外收入对利润贡献度高，公司盈利能力较强。

2020 年，公司营业收入同比增长 19.27%，营业成本同比增长 16.49%，使得公司营业利润率有所增长。公司收入构成多元化，但基础设施及土地整理业务占收入比重较高，易受结算进度及财政资金安排和市场形势影响。

表 12 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	69.60	72.51	86.48	13.47
营业成本	53.89	59.92	69.80	11.51
费用总额	13.46	17.95	21.36	5.76
其中：销售费用	2.14	2.17	2.23	0.48
管理费用	5.28	6.04	6.26	1.45
财务费用	6.05	9.73	12.85	3.83
其他收益	3.06	3.80	4.74	1.40
投资收益	-0.86	0.20	0.58	0.00
营业外收入	1.48	5.52	7.40	2.65
利润总额	5.39	4.13	7.60	0.16
营业利润率	21.71	16.54	18.60	13.83
总资本收益率	2.06	1.94	2.73	--
净资产收益率	1.83	1.28	2.54	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2020 年，公司期间费用同比增长 19.01%，主要系债务规模的增加带动财务费用增长所致；公司期间费用中销售费用、管理费用和财务费用分别占 10.46%、29.30%和 60.15%。2019—2020 年，公司期间费用占营业收入的比重分别为 24.75%和 24.70%，期间费用侵蚀利润明显。

公司其他收益和营业外收入主要是财政补贴，2019—2020 年，上述科目金额合计为利润总额的 2.26 倍和 1.60 倍。整体看，公司其他收益和营业外收入对利润总额的贡献度高。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率、净资产收益率和营业利润率同比均有所增长。公司盈利能力较强。

2020 年 1—3 月，公司营业收入 13.47 亿元，利润总额 0.16 亿元，其中其他收益 1.40 亿元，营业外收入为 2.65 亿元。

5. 现金流

公司经营活动收入实现质量一般，随着项目投资增加，投资活动现金净流出规模逐年快速扩大，未来随着各类项目的持续投入和到期债务的偿付，公司仍存在较大的对外融资需求。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	76.66	79.52	97.87	28.26
经营活动现金流出小计	67.32	78.00	84.80	28.83
经营活动现金流量净额	**9.34**	**1.52**	**13.06**	**-0.57**
投资活动现金流入小计	1.96	4.84	7.57	1.60
投资活动现金流出小计	65.05	111.65	115.23	11.87
投资活动现金流量净额	**-63.09**	**-106.82**	**-107.67**	**-10.27**
筹资活动前现金流量净额	**-53.75**	**-105.30**	**-94.61**	**-10.84**
筹资活动现金流入小计	131.16	306.01	258.23	63.83
筹资活动现金流出小计	127.59	189.91	168.81	56.72
筹资活动现金流量净额	**3.57**	**116.10**	**89.43**	**7.11**
现金收入比	**70.31**	**63.67**	**64.78**	**117.34**

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入同比增长 23.08%，以主业回款及往来款为主，其中往来款占 42.60%。同期，公司经营活动现金流出同比增长 8.73%，主要系采购支出增长所致。公司经营活动现金流持续净流入，但 2020 年净流入规模大幅增加。2020 年，公司现金收入比为 64.78%，收现质量一般。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入同比增长 56.45%，主要系收回投资 4.85 亿元所致。同期，公司投资活动现金流出同比变动不大，其中，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较上年增长 71.82%，主要系代建项目及土地整理投入，投资支付的现金主要为投资惠科光电支出；往来款同比下降 60.20%。综上，公司实现投资活动持续大规模净流出。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入同比下降 15.61%，以借款及发行债券为主。公司筹资活动现金流出同比下降 11.11%，主要以偿还债务为主，但利息支付明显增加。综上，2020 年，公司筹资活动现金流保持净流入状态。

2021 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-0.57 亿元，投资活动产生的现金流量净额-10.27 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 7.11 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，但长期偿债能力偏弱；考虑到公司在绵阳市城市基建领域所处地位，以及获得的外部支持等因素，公司整体偿债能力很强。

表 14 公司偿债能力指标（单位：%、倍）

项目	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年 3 月（末）
短期偿债能力指标				
流动比率	267.11	284.04	179.16	190.66
速动比率	222.43	239.10	158.63	161.68
现金短期债务比	1.17	1.59	0.69	0.70
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	0.56	0.56	0.88	--
全部债务/EBITDA	21.69	27.90	20.83	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年末，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比均有所下降，2021 年 3 月末较年初有所增长。若剔除受限货币资金，2021 年 3 月末现金短期债务比为 0.62 倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 29.80 亿元，以折旧、计入财务费用的利息支出和利润总额构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数有所增长，全部债务/EBITDA 有所下降。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额合计 45.83 亿元，担保比率为 18.06%，被担保单位为国有企业，公司或有负债风险相对可控。

表 15 截至 2021 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保方式	担保余额	担保期限	是否反担保
四川兴蜀铁路投资有限责任公司	抵质押担保	4.90	2009/12/21－2034/12/21	否
绵阳市安县投资控股有限公司	连带责任保证担保	0.48	2015/12/30－2027/12/30	是
中科实业集团（控股）有限公司	连带责任保证担保	0.96	2017/08/25－2030/08/25	否
四川爱创科技有限公司	连带责任保证担保	2.49	2020/05/20－2035/05/19	是
惠科光电	连带责任保证担保	10.00	2020/11/03－2025/11/02	是
绵阳汇鑫开发建设有限公司	连带责任保证担保	2.00	2020/10/30－2024/10/29	是
绵阳吉泰实业有限公司	连带责任保证担保	1.80	2020/11/09－2025/11/08	是
绵阳欣诚建设有限公司	连带责任保证担保	1.10	2020/11/03－2026/05/02	是
绵阳富城建筑工程有限公司	连带责任保证担保	1.90	2020/11/09－2025/05/08	是
绵阳盛景园林景观工程有限公司	连带责任保证担保	0.10	2020/11/11－2024/11/10	是
绵阳市涪城区益生教育投资有限公司	连带责任保证担保	0.10	2020/11/11－2024/11/10	是
绵阳富诚投资集团有限公司	连带责任保证担保	10.00	2020/12/21－2038/12/20	是
四川长虹电子控股集团有限公司	连带责任保证担保	10.00	2021/02/26－2025/02/25	是
合计	--	**45.83**	--	--

资料来源：公司提供

截至2021年3月末，公司无重大未决诉讼。

截至2021年3月末，公司及合并范围内子公司共获得银行授信额度636.96亿元，尚未使用授信额度178.96亿元，间接融资渠道尚可。

7. 母公司财务分析

公司资产和债务主要集中于母公司，收入主要来自子公司，母公司对子公司管控力度尚可；母公司债务负担较重。

公司基础设施建设和土地整理业务主要由母公司（公司本部）承担，其余业务主要由子公司负责运营，母公司对子公司管控力度尚可。

截至2020年末，母公司资产总额780.78亿元，较年初增长10.30%，主要系非流动增长所致所致。其中，流动资产占34.12%。截至2020年末，母公司货币资金为56.51亿元。

截至2020年末，母公司负债总额565.66亿元，较年初增长17.98%。其中，流动负债占29.04%。截至2020年末，母公司全部债务为495.05亿元，其中短期债务占25.85%。母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为72.45%和69.71%。母公司债务负担较重。

2020年，母公司营业收入为28.42亿元，净利润为2.14亿元，其中营业外收入为5.08亿元。母公司盈利能力弱。

截至2021年3月末，母公司资产总额784.93亿元，所有者权益214.62亿元，母公司全部债务501.75亿元；母公司资产负债率72.66%，全部债务资本化比率70.04%。2021年1－3月，母公司实现营业收入0.03亿元，利润总额-0.50亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年6月21日，公司存续债券的短期偿债压力不大，但2022年存在债券集中兑付压力。

截至2021年6月21日，公司本部存续债券[3]余额共294.70亿元，其中3亿美元境外债按2021年6月21日汇款换算为19.40亿元。考虑到公司部分债券含权，以下测算按首个行权日行权来测算，公司本年度剩余应到期债券金额为48.75亿元，2022年到期本金（含行权部分）为158.84亿元，达到存续债券待偿本金峰值。截至2021年3月末，公司现金类资产剔除受限货币资金为94.78亿元；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为97.87亿元、13.06亿元、29.80亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的0.62倍、0.08倍和0.19倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表16　2021年6月21日公司本部存续债券保障情况

（单位：倍）

项目	保障情况
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	48.75
未来待偿债券本金峰值（亿元）	158.84
2021年3月末现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	1.94
2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.62
2020年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.08
2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.19

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产已剔除受限资金
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

总体看，公司现金类资产对本年度剩余应到期债券金额保障能力强；经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力尚可，公司经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力弱，公司2022年面临一定集中兑付压力。

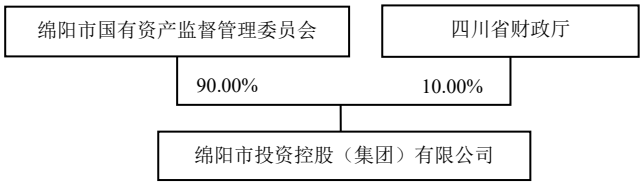
综合以上因素，并考虑到公司在绵阳市城市基础设施建设及国有资产经营管理领域承担的重要职能以及获得的外部支持等因素，公司对本次跟踪评级相关债券的偿还能力很强。

[3] 本报告测算部分仅含公司本部上市交易的标准债券，不含北金所等其他产品。

十一、结论

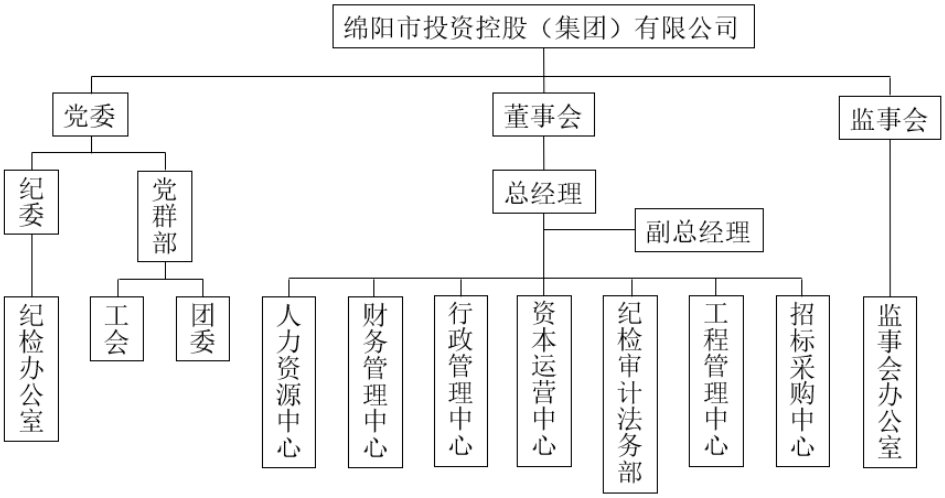
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“17 绵阳投资 MTN001”“20 绵阳投资 MTN001”“20 绵阳投资 MTN002”“19 绵投 01”“20 绵投 01”和“21 绵投 01”的信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月末公司纳入合并范围的二级子公司情况

序号	企业名称	实收资本（万元）	持股比例（%）
1	绵阳市汽车实验驾驶技术学校股份有限公司	1500.00	100.00
2	绵阳富达资产经营管理有限责任公司	5000.00	100.00
3	绵阳市康居房产经营管理有限公司	1000.00	100.00
4	绵阳文化旅游集团有限公司	10000.00	100.00
5	四川优悦文化传媒有限责任公司	1674.00	100.00
6	绵阳市水务（集团）有限公司	13241.08	100.00
7	四川越王楼文化传播有限公司	1709.18	100.00
8	绵阳金控小额贷款股份有限公司	32293.10	100.00
9	绵阳金控投资管理有限责任公司	3000.00	100.00
10	绵阳嘉来资产运营管理有限责任公司	500.00	100.00
11	四川嘉来建筑工程有限公司	50000.00	100.00
12	绵阳市城市停车管理有限公司	1000.00	100.00
13	绵阳市教育投资发展（集团）有限公司	5000.00	100.00
14	绵阳嘉创孵化器管理有限公司	30000.00	51.00
15	绵阳市绵州嘉来会务服务有限公司	10000.00	100.00
16	绵阳市嘉南旅游开发有限公司	1000.00	100.00
17	四川西津物流有限责任公司	10000.00	100.00
18	四川嘉来置业有限公司	10000.00	100.00
19	绵阳市康来物业服务有限公司	300.00	90.00（绵阳富达资产经营有限责任公司持有剩余股权 10.00%）
20	绵阳嘉来鸿盛房地产开发有限责任公司	500.00	100.00
21	绵阳交通发展集团有限责任公司	76000.00	100.00
22	四川省隆威安保服务有限责任公司	1000.00	100.00
23	四川禹兴建设工程监理有限责任公司	200.00	96.58
24	绵阳市嘉远瑞华房地产开发有限公司	10000.00	100.00
25	绵阳市粮油集团有限公司	10000.00	100.00
26	绵阳三江医疗投资有限公司	45000.00	100.00
27	绵阳瑞豪房地产开发有限责任公司	500.00	100.00
28	四川西川会议服务有限公司	12500.00	83.20

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	102.89	120.80	115.32	107.89
资产总额（亿元）	761.62	908.50	1011.98	1027.87
所有者权益（亿元）	264.40	258.58	253.68	253.74
短期债务（亿元）	87.57	75.83	166.26	155.04
长期债务（亿元）	281.07	450.89	454.53	480.91
全部债务（亿元）	368.64	526.72	620.79	635.95
营业收入（亿元）	69.60	72.51	86.48	13.47
利润总额（亿元）	5.39	4.13	7.60	0.16
EBITDA（亿元）	17.00	18.88	29.80	--
经营性净现金流（亿元）	9.34	1.52	13.06	-0.57
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.65	3.16	2.48	--
存货周转次数（次）	1.06	1.05	1.37	--
总资产周转次数（次）	0.10	0.09	0.09	--
现金收入比（%）	70.31	63.67	64.78	117.34
营业利润率（%）	21.71	16.54	18.60	13.83
总资本收益率（%）	2.06	1.94	2.73	--
净资产收益率（%）	1.83	1.28	2.54	--
长期债务资本化比率（%）	51.53	63.55	64.18	65.46
全部债务资本化比率（%）	58.23	67.07	70.99	71.48
资产负债率（%）	65.29	71.54	74.93	75.31
流动比率（%）	267.11	284.04	179.16	190.66
速动比率（%）	222.43	239.10	158.63	161.68
经营现金流动负债比（%）	7.47	1.17	6.15	--
现金短期债务比（倍）	1.17	1.59	0.69	0.70
EBITDA 利息倍数（倍）	0.56	0.56	0.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.69	27.90	20.83	--

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；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将其他流动负债中带息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中带息部分纳入长期债务核算；3. 2021 年 1－3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	56.02	67.35	56.51	47.47
资产总额（亿元）	520.13	707.89	780.78	784.93
所有者权益（亿元）	168.83	228.46	215.12	214.62
短期债务（亿元）	57.67	55.67	127.97	122.77
长期债务（亿元）	218.51	367.97	367.09	378.97
全部债务（亿元）	276.17	423.64	495.05	501.75
营业收入（亿元）	26.31	21.03	28.42	0.03
利润总额（亿元）	2.63	0.57	2.15	-0.50
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-1.48	-3.75	16.26	-2.33
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.22	1.19	0.98	--
存货周转次数（次）	0.53	0.84	4.72	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.03	0.04	--
现金收入比（%）	39.29	32.73	17.03	2791.76
营业利润率（%）	24.51	12.42	26.43	72.42
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	1.56	0.26	0.99	--
长期债务资本化比率（%）	56.41	61.70	63.05	63.84
全部债务资本化比率（%）	62.06	64.97	69.71	70.04
资产负债率（%）	67.54	67.73	72.45	72.66
流动比率（%）	301.02	323.79	162.19	169.06
速动比率（%）	255.98	318.53	159.34	165.92
经营现金流动负债比（%）	-1.69	-4.75	9.90	--
现金短期债务比（倍）	0.97	1.21	0.44	0.39
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；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将母公司其他流动负债中带息部分纳入短期债务核算，将母公司长期应付款中带息部分纳入长期债务核算；3. 2021 年 1－3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 部分数据未获得，以“/”表示
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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

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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“−”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。