

信用等级公告

联合〔2020〕147号

绵阳市投资控股（集团）有限公司：

联合信用评级有限公司通过对绵阳市投资控股（集团）有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

绵阳市投资控股（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

绵阳市投资控股（集团）有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年二月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

绵阳市投资控股（集团）有限公司

公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+
公司主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
本期债券发行规模：不超过 10 亿元（含）
债券期限：5（3+2）年
还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本
评级时间：2020 年 2 月 10 日
主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	585.28	622.83	628.22	725.95
所有者权益（亿元）	183.65	200.05	196.94	195.99
长期债务（亿元）	287.55	261.35	233.61	360.06
全部债务（亿元）	304.37	309.15	319.14	426.51
营业总收入（亿元）	43.67	49.01	54.97	42.22
净利润（亿元）	1.35	2.84	3.01	0.85
EBITDA（亿元）	10.23	11.95	11.68	--
经营性净现金流（亿元）	6.27	17.47	5.36	8.25
营业利润率（%）	16.68	20.71	22.90	16.80
净资产收益率（%）	0.78	1.48	1.52	--
资产负债率（%）	68.62	67.88	68.65	73.00
全部债务资本化比率（%）	62.37	60.71	61.84	68.52
流动比率（倍）	6.10	4.02	2.60	4.17
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.04	0.04	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.48	0.46	0.43	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.02	1.19	1.17	--

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；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 本报告将长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算，部分将于 2019 年到期的长期借款调整计入短期债务核算，将其他流动负债中的短期债券调整计入短期债务核算；4. 本报告 2016 年财务数据来自公司 2017 年财务报表的期初数或上年同期数，2017 年财务数据来自 2018 年财务报表的期初数或上年同期数；5. 2019 年 1—9 月财务数据未经审计

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对绵阳市投资控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了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，其从事的基础设施建设、土地整理等业务具有较强的区域优势，在财政补贴、城市基础设施建设配套资金和股权划拨等方面获得有力的外部支持。同时，联合评级也关注到公司基础设施建设项目收入回款效率一般，参与投资的液晶显示器件项目投资规模大、存在运营收益不及预期的风险，公司资产流动性偏弱，债务规模增长较快且面临较大集中偿付压力等因素对其信用水平带来的不利影响。

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商业化业务板块的发展，公司综合竞争实力有望保持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 绵阳市整体经济水平保持较快发展，公司面临良好的外部环境。
2. 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，业务具有较强的区域优势。
3. 2019 年 11 月，绵阳交通发展集团有限责任公司 100%股权被无偿划转至公司，其纳入合并范围后，公司整体实力将进一步增强。
4. 公司在财政补贴、城市基础设施项目配套资金和股权划拨等方面得到有力的外部支持。
5. 公司授权整理开发的土地面积较大，土地整理工作的逐步推进将对公司未来收入规模

关注

1. 公司代建的基础设施项目回款受结算进度及财政资金安排影响较大，回款效率一般；基建项目尚需投资规模不高，且暂无重大拟建项目，基础设施建设业务可持续性一般。

2. 公司参与投资的液晶显示器件项目投资规模大，项目后期运营效益受行业及产品市场前景气度等因素影响，存在收益不及预期的风险。

3. 基础设施建设、土地整理成本及应收类款项对公司形成一定资金占用，公司整体资产流动性偏弱。

4. 公司债务规模增长较快，债务负担较重，且 2020—2022 年到期债务规模较大，存在较大集中偿付压力。

分析师

徐汇丰

电话：010-85172818

邮箱：xuhf@unitedratings.com.cn

张婧茜

电话：010-85172818

邮箱：zhangjx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


徐江平 汪婧蕊
联合信用评级有限公司

一、主体概况

绵阳市投资控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）的前身为四川省绵阳市新大力资产经营有限公司，是于 1999 年 5 月由绵阳市人民政府批准成立的国有独资公司，成立时注册资本为 2.00 亿元，由绵阳市国有资产管理委员会以绵阳市南郊机场管理局、绵阳市自来水总公司第三水厂、绵阳富乐山国际酒店和绵阳绵州酒店有限公司共同出资完成。2006 年 7 月，绵阳市国有资产监督管理委员会（以下简称“绵阳市国资委”）将绵阳富达资产管理经营有限公司（注册资本 0.50 亿元）和绵阳市高等级公路开发有限公司（注册资本 6.00 亿元，以下简称“绵阳公路”）国有股权注入，公司注册资本增至 8.50 亿元。2008 年 12 月，根据绵阳市人民政府《关于剥离绵阳市高等级公路开发有限责任公司的批复》（绵府函〔2008〕289 号），公司将持有的绵阳公路 6.00 亿元股权划出，同时将 2007 年政府转入的城南新区土地使用权形成的资本公积转增实收资本 6.00 亿元，变更后公司注册资本仍为 8.50 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 8.50 亿元，绵阳市国资委为公司的唯一股东及实际控制人。

公司经营范围：对国家产业政策允许范围内的项目进行投资；城市基础设施投资建设；房地产开发；商品房销售；房屋租赁；房地产信息咨询；物业管理；土地整理；旅游项目及文化创意项目开发；酒店管理及相关配套业务；机械设备租赁；新能源开发；养老服务；普通货运及仓储服务；货物进出口；对医疗行业提供投资管理服务；电子商务平台开发及利用互联网从事货物销售（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2019 年 9 月底，公司本部设有资本运营中心、财务管理中心、行政管理中心、人力资源中心、审计法务中心、工程管理中心等六个职能中心及党群部、监事会办公室；公司纳入合并范围的全资及控股子公司合计 21 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 628.22 亿元，负债总额 431.28 亿元，所有者权益 196.94 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 181.46 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 54.97 亿元，净利润 3.01 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.51 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.36 亿元，现金及现金等价物净增加额-44.99 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司合并资产总额 725.95 亿元，负债总额 529.96 亿元，所有者权益 195.99 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 179.96 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 42.22 亿元，净利润 0.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.59 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 26.54 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。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“绵阳市投资控股（集团）有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”，发行规模为不超过 10 亿元（含），发行期限为 5 年期（含），附债券存续期第三个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券票面利率采用固定利率形式，将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后拟用于偿还有息负债。

三、行业及外部环境分析

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

(2) 行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目

抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 1 2018 年以来针对地方政府融资平台的主要监管政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194 号）	对企业债的申报进行了规范，严禁将公立学校等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产；申报企业应主动声明不承担政府融资职能；不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩；严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资等
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号）	国有金融企业不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；此外应加强“穿透式”资本金审查，并审慎评估融资主体还款能力，确保自有经营性现金流覆盖应还债务本息；严禁与政府信用挂钩的误导性宣传
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101 号）	加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农发展”的指导意见》（国办发〔2019〕6 号）	明确要求政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70% 以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 外部环境

绵阳市为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。“5·12”特大地震，绵阳成为受灾最重地区，灾后重建进程中，绵阳市经济恢复进展顺利。2016—2018 年，绵阳市地区生产总值（GDP）逐年增长，分别为 1830.42 亿元、2,074.75 亿元和 2,303.82 亿元，2018 年较上年增长 9.0%（按照可比价格计算）。从 2018 年的 GDP 构成看，第一产业增加值 301.27 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 929.40 亿元，增长 9.4%；第三产业增加值 1,073.15 亿元，增长 10.1%。2018 年，绵阳市人均地区生产总值 47,538 元，增长 8.4%。三次产业结构为 13.1:40.3:46.6。

2016—2018 年，绵阳市全年全社会固定资产投资额逐年增长，分别为 1,003.18 亿元、1,137.51 亿元和 1,316.07 亿元，2018 年较上年增速为 15.8%。2018 年，绵阳市全年房地产开发投资 204.54 亿元，增长 15.8%。商品房施工面积 1,741.42 万平方米，下降 7.5%；商品房竣工面积 155.02 万平方米，下降 48.9%；商品房销售面积 589.03 万平方米，增长 6.2%。

2019 年前三季度，绵阳市实现地区生产总值 1873.47 亿元，增长 8.2%；规模以上工业增加值增长 10.1%；全社会固定资产投资增长 13.3%。

2016—2018 年，绵阳市全市地方一般公共预算收入逐年增长，分别为 107.62 亿元、110.59 亿元和 124.54 亿元。2018 年，绵阳市地方一般公共预算收入较上年增长 12.62%。其中，税收收入 78.62 亿元，增长 17.57%；税收收入占一般公共预算收入的 63.13%，一般公共预算收入的质量一般。2018 年，全市地方一般公共预算收入加上上级补助、上年结转、调入资金、地方政府一般债务转贷等收入后，可供安排的收入总量为 465.67 亿元。全市一般公共预算支出实现 408.16 亿元，增长 11.81%。

2018 年，绵阳市全市政府性基金预算收入实现 196.64 亿元（其中国土方面收入 161.24 亿元），

较上年的 80.01 亿元大幅提高，主要系受绵阳市土地市场出让行情上升影响，但土地市场行情受政府供地计划、房地产市场政策形势影响较大，仍有不确定性。

截至 2018 年底，绵阳市全市地方政府债务余额 406.3 亿元，较 2017 年底增加 29.43 亿元，但控制在省政府核定的债务限额 440.69 亿元内。

2019 年 1—11 月，绵阳市全市地方一般公共预算收入完成 121.02 亿元，较上年同期增长 4.49%，其中税收收入完成 74.89 亿元，增长 1.43%，非税收入完成 46.12 亿元，增长 9.89%。2019 年 1—11 月，绵阳市全市地方一般公共预算支出完成 366.01 亿元，增长 9.49%。

总体看，绵阳市经济保持较快增长，为公司发展提供良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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，在绵阳市城区内的基础设施建设及土地开发等方面具有较强的区域竞争优势。除公司外，绵阳市下属的投融资平台公司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”）。其中绵阳科发职能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人，与公司在区域上基本无重叠；绵阳交发职能定位于绵阳市重要的市级交通基础设施建设主体，其业务与公司无重叠。此外，截至 2019 年底，绵阳交发已成为公司的全资子公司。

总体看，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，在业务方面具有较强的区域竞争优势。

2. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司有董事 6 人，监事 4 人，高级管理人员 9 人（其中 2 位高级管理人员兼任董事）。公司董事长和总经理具有长期市政单位工作经历，工作经验丰富。

公司董事长肖林先生，1966 年 1 月生，大学本科学历，曾先后任绵阳纪委、监管局办公室副主任、机关后勤服务中心正科级主任、监察局党风室正科级副主任、绵阳市纪委监委和秘书长、绵阳市人民政府副秘书长。

公司副董事长、总经理程一先生，1963 年 10 月生，大学本科学历，曾先后任绵阳市丝绸印染厂生产技术科副科长、车间主任、服装分厂厂长、绵阳市金驼铃丝绸服装公司经理、绵阳市计经委引进外资项目办副主任科员、绵阳市招商局综合处副处长及处长、科建办副主任、科技部计划司挂职任副处长、绵阳科发董事和总经理、绵阳科发党委书记，绵阳科发融资担保公司董事长。

根据公司 2019 年 5 月公告，公司副总经理刘光辉由于涉嫌严重违法违纪，正在接受纪律审查和监督调查。

截至 2019 年 9 月底，公司合并口径共有员工 4,917 人；从学历构成看，研究生占 4.51%，本科占 37.50%，大专及以下占 57.98%；按年龄分，35 岁以下占 41.59%，36~50 岁占 41.71%，51 岁及以上占 16.70%¹。

总体看，公司高层管理人员有较丰富的管理经验，公司员工整体文化素质较高，能满足公司目前经营需要。

¹ 占比合计数不等于 100%，系四舍五入造成

3. 外部支持

(1) 政府债务置换

根据绵阳市财政局出具的《关于绵阳市投资控股（集团）有限公司地方政府置换债券有关会计处理事项的说明》（绵财金函〔2016〕2号）文件，绵阳市财政局同意公司将当年收到的地方政府债务置换资金计入资本公积。2016—2017年，公司获得13.06亿元和3.23亿元地方政府债务置换资金，计入资本公积。

(2) 财政补贴

2016—2018年，公司分别获得以市政建设项目补助为主的各类政府补助2.66亿元、2.24亿元和1.50亿元，计入营业外收入或其他收益。

(3) 基础设施项目配套资金

公司基础设施项目建设投入总量较大，绵阳市政府向公司拨付配套建设资金，2016—2017年，政府分别拨入16.46亿元和2.32亿元²，专项应付款为政府拨入用于公司基础设施项目建设的配套资金，待基础设施项目结算时相应项目的专项应付款进行结转，2018年，专项应付款的贷方发生额为1.79亿元，其中现金流入0.63亿元（无现金流入的主要是政府债务置换款，在政府债务置换时直接冲减相关借款形成的负债）；长期应付款-政府项目工程款的2018年贷方累计发生额为5.34亿元，均有现金流入。截至2018年底，公司专项应付款余额14.45亿元，长期应付款-政府项目工程款余额38.72亿元。此外，2018年，公司其他资本公积的本年增加额为17.38亿元，主要是绵阳市政府向公司拨款14.00亿元。

(4) 股权划拨

2019年11月，绵阳市国资委持有的绵阳交发100%股权已无偿划转至公司，公司成为绵阳交发的控股股东，并已于2019年11月26日完成工商变更手续。截至2018年底，绵阳交发合并资产总额147.25亿元，所有者权益78.15亿元，资产负债率为46.92%；2018年，绵阳交发实现营业收入14.27亿元，净利润1.38亿元。截至2019年9月末，绵阳交发合并资产总额158.26亿元，为公司合并资产总额的21.80%，所有者权益78.44亿元，为公司合并所有者权益的40.02%，资产负债率为50.44%；2019年1—9月，绵阳交发实现营业收入9.17亿元，净利润0.30亿元。

总体看，公司作为绵阳市最大的城市基础设施建设和国有资产经营管理主体，受到的外部支持力度较大；2019年，公司成为绵阳交发的控股股东，绵阳交发资产及所有者权益规模较大，对公司财务数据有一定影响，且其资产负债率相对较低，其纳入合并范围后，公司合并资产负债率有望降低，整体实力将进一步增强。

五、管理分析

1. 治理结构

公司作为国有独资公司不设股东会，由绵阳市国资委行使出资人职权。

根据公司于2018年12月新修订通过的公司章程，公司董事会成员7人，其中职工代表董事1

² 2017年，公司将收到的专项资金计入长期应付款。

人，由职工代表大会选举产生，除职工代表董事外，其他董事根据干部管理权限决定，由绵阳市国资委委派；董事会设董事长 1 名，根据需要设副董事长（原则上不超过 2 人）。董事每届任期 3 年，非职工代表董事任期届满，经批准可以连任；职工代表董事任期届满，经公司职工代表大会选举可以连任。截至 2019 年 9 月底，公司实际到任董事 6 人，少于公司章程的规定。

公司设监事会，成员 5 人，其中职工监事 2 人，由职工代表大会选举产生，非职工代表监事由绵阳国资委委派；设主席 1 人，由出资人从监事会成员中指定。截至 2019 年 9 月底，公司实际到任监事 4 人，少于公司章程的规定。

公司设总经理 1 名，副总经理及其他高级管理人员根据公司经营发展需要设置，经理层按照干部管理权限确定人选，由董事会聘任或解聘；经理层任期三年，经考核可续聘。总经理主持公司日常经营管理工作。

总体看，公司作为国有独资公司不设股东会，法人治理结构有待完善，但对公司正常经营管理影响不大。

2. 管理体制

公司本部设立 6 个职能中心以及党群部和监事会办公室，部门设置能满足公司经营管理需要。公司成立时间较长，经营经验丰富，已经建立了较为完善的内部管理体系，包括集团全面预算管理制度、资金管理制度、投资管理制度、融资管理制度等。

总体看，公司管理制度设置合理，可满足公司管理需要，公司个别副总接受纪律审查，联合评级将持续关注上述事项进展。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主业多元化，主要包括城市基础设施业务以及市场化业务。2016—2018 年，公司营业总收入³分别为 43.67 亿元、49.01 亿元和 54.97 亿元，主营业务占比均超过 90%。

2016—2018 年，公司基础设施建设收入波动下降，其中 2017 年基础设施建设收入较上年减少 5.04 亿元，主要系受工程审计进度影响，达到回购条件的项目减少所致。公司土地整理收入快速增长，主要是受绵阳市土地出让市场行情影响。2016—2018 年，商品销售收入波动增长，2017 年较上年增长主要系钢材价格上升且销量增加所致，2018 年商品销售收入较上年下降 12.32%，主要系钢材销量减少所致。公司教育投资收入逐年稳定增加。自来水业务收入包含水费收入、户表管网工程收入和污水处理收入，2017 年较上年大幅增长 48.20%，主要系售水量增加以及新承接的户表、管网类工程增加所致，2018 年较上年下降 26.64%，主要系户表、管网工程减少所致。2017 年公司新增 2.06 亿元土地出让收入，系公司将位于江油市的一块自有土地进行转让产生，为非经常性发生业务，2018 年未再发生。公司其他板块收入占比较小。

表 2 2016—2018 年及 2019 年 1—9 月公司营业收入及毛利率情况表（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年（调整后）			2017 年（调整后）			2018 年			2019 年 1—9 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
基础设施建设	16.15	37.07	7.21	11.11	22.75	11.39	12.93	23.64	7.70	12.16	28.97	0.00
土地整理	4.17	9.58	30.20	8.12	16.63	47.56	12.33	22.54	42.25	8.23	19.60	26.29

³ 公司营业总收入=主营业务收入+利息收入

基础设施类小计	20.32	46.65	11.93	19.23	39.38	26.67	25.26	46.18	24.57	20.38	48.57	10.61
商品销售	9.92	22.77	1.49	13.06	26.74	1.84	11.45	20.94	1.46	9.91	23.62	2.57
教育投资	5.05	11.59	17.57	5.44	11.14	17.98	5.68	10.39	18.78	4.63	11.02	18.73
自来水业务	2.78	6.37	38.32	4.12	8.43	31.90	3.67	6.71	35.14	2.20	5.25	35.78
酒店经营	1.37	3.14	74.27	1.25	2.57	74.39	1.41	2.59	74.42	1.19	2.84	76.66
房屋销售	0.29	0.67	28.48	0.28	0.57	-10.76	2.55	4.66	10.59	0.46	1.09	68.31
商业化业务小计	19.40	44.55	16.49	24.15	49.45	14.22	24.77	45.29	15.53	18.39	43.82	17.05
土地出让	--	--	--	2.06	4.23	-11.77	--	--	--	--	--	--
其他板块	3.84	8.80	49.59	3.39	6.95	62.66	4.67	8.53	59.16	3.19	7.61	57.24
合计	43.56	100.00	17.23	48.85	100.00	21.39	54.69	100.00	23.43	41.97	100.00	16.98

注：1. 2016 年数据来自 2017 年年报中调整后的上年同期数，2017 年数据来自 2018 年年报披露的调整后的上年同期数；2. 其他板块主要包括房屋租赁、工程建设、驾驶证培训等；3. 部分合计数与各分项之和不等，系四舍五入尾数差异造成
资料来源：公司审计报告及公司提供资料，联合评级整理

毛利率方面，2017 年公司基础设施建设业务毛利率略高，主要系当年政府回购的项目中，部分为子公司实施，形成部分施工利润所致。2017 年，公司土地整理毛利率较上年大幅提高，主要系土地出让单价上升所致；2018 年，土地整理毛利率较上年减少 5.31 个百分点，主要由于公司重新测算土地成本，将土地整理成本全部分摊到可供出让地块后，单位成本较上年上涨。公司商品销售和教育投资毛利率整体变化不大。公司 2017 年新增的户表、管网工程收入大幅增加，但该业务毛利率偏低，使得自来水业务毛利率较上年减少 6.42 个百分点；2018 年，公司自来水毛利率较上年有所提高，主要系毛利率较低的户表、管网工程收入占比下降所致。2017 年，公司土地出让毛利率为负，主要系该位于江油市的地块出售价款收入低于该地块的购置成本，且此地块的出让成本中包含借款利息所致。受毛利率较高的土地整理业务收入占比提高影响，近三年公司主营业务综合毛利率逐年增长。

2019 年 1—9 月，公司营业总收入 42.22 亿元，较上年同期增长 31.11%；毛利率为 16.98%，显著低于 2018 年全年水平，主要系基础设施建设业务的毛利率下降所致。其中，基础设施项目毛利率为 0，主要系 2019 年以来，绵阳市政府仅与公司结算基础设施项目成本，未结算投资收益所致，目前公司正与绵阳市政府协商确定基础设施建设业务的收益率。土地整理业务毛利率低于 2018 年，主要系 2019 年所出让地块的单价较上年有所下降、且对应地块的土地整理成本增加所致。

总体看，近年来公司收入及毛利率逐年提高，但作为公司毛利润主要来源的基础设施建设及土地整理业务易受工程结算审计进度及房地产市场行情变化影响，未来盈利规模或将有所波动。

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设业务

公司对绵阳市市内基础设施进行投资建设，建设业务由公司本部及下属子公司负责，建设资金主要来自政府拨付的配套资金、土地整理收到的回款和公司对外融资获得的资金。公司部分基建项目未与政府签订相关协议⁴。

2016—2018 年，公司分别确认基础设施建设收入 16.15 亿元、11.11 亿元和 12.93 亿元，分别收到回款 6.29 亿元、16.94 亿元⁵和 8.43 亿元；2019 年 1—9 月，公司确认基础设施建设收入 12.16 亿元，收到回款 10.21 亿元，已确认收入的基建项目回款程度尚可，但相对于公司在基建

⁴ 基础设施建设部分项目未签订回购协议主要系 2008 年“5·12”地震后，为加快灾区重建工作，绵阳市政府委托公司承建基础设施项目，以公司为立项主体，故未签订回购合同；2016 年以来，绵阳市政府每年根据当年财政情况、工程项目的审计竣工决算进度确定部分回购项目并与公司签订回购合同。

⁵ 包含部分政府债券置换资金，直接冲减以前年度形成的对绵阳市财政局的应收账款和为项目建设形成的长期借款，对于这部分款项，一般由财政局直接与银行结清相关贷款，资金未进入公司账户。

项目中已投入的大量资金，整体回款效率一般。

截至 2019 年 9 月底，公司主要在建的基础设施项目（见表 3）总投资 77.03 亿元，已完成投资 72.28 亿元，尚需投资规模不大；处于在建工程中的城市基础设施建设项目在完成竣工审计或财务决算且政府确认相关投资及投资收益后逐步实现退出。公司无已立项的重大基础设施拟建项目。

表 3 截至 2019 年 9 月底公司主要在建基础设施项目投资情况（单位：万元）

项目名称	建设期限	总投资额	已投资额	立项批复文件	未来投资计划	
					2019 年	2020 年
科教创新区基础设施项目（二环路四期）	2 年	189,149.62	186,953.00	科技城管委函（2017）79 号	2,196.62	---
园艺新区项目	7 年	143,587.00	143,587.00	绵市发改投资（2010）273 号、绵市发改投资（2010）274 号等	--	--
小观城镇化工程	2 年	99,833.76	99,832.76	科技城管委函（2013）58 号	--	--
越王楼景区项目	18 个月	66,953.00	55,473.00	绵市计经（2001）固基 005 号、绵财评审（2009）第 141 号	10,000.00	1,480.00
剑南路改造工程	2 年	124,934.99	116,149.00	科技城管委函（2012）37 号、科技城管委函（2014）57 号、科技城管委函（2017）118 号	8,500.00	285.99
一环路南段	36 个月	145,886.60	120,850.00	科技城管委函（2016）95 号	500.00	--
合计		770,343.97	722,844.76	--	21,196.62	1,765.99

资料来源：公司提供

此外，子公司四川嘉来建筑工程有限公司（以下简称“嘉来建工”）参与了绵阳市两个 PPP 项目：①三台县中涪路（中新至涪西）改建工程 PPP 项目，项目总投资 1.93 亿元，截至 2019 年 9 月底已投资 1.93 亿元。②S418 线安县至雒水一级公路建设 PPP 项目，总投资额 8.07 亿元，截至 2019 年 9 月底项目已投资 2.05 亿元，项目全长 33.24 公里，为一级公路；嘉来建工与绵阳安州投资控股集团有限公司、绵阳交发恒通建设工程有限公司有限责任公司组建项目公司，嘉来建工出资比例为 51.00%。上述项目已进入国家 PPP 项目管理库。

总体看，公司承担的基础设施项目回款效率一般，形成较大资金占用，未来项目的回款情况存在较大不确定性。此外，公司基建项目尚需投资规模不高，且暂无重大拟建基础设施项目，业务可持续性一般。

（2）土地整理业务

绵阳市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。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%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 年，公司土地出让面积较上年有所下降，但所出让地块的单价较高，收入有较大增长。截至 2019 年 9 月底，公司整理土地区域内剩余可出让土地合计 19,080 亩，主要用途为住宅、商业用地，可出让面积较为充足，但土地出让情况受绵阳市土地出让计划等外部因素影响。在实施的土地

整理项目预计总投资 99.28 亿元，尚需投资 18.29 亿元，有一定资金支出压力。

表 4 截至 2019 年 9 月底公司土地整理业务板块情况（单位：万元、亩）

项目批文	地块名称	预计总投资	已投资	土地用途	剩余可出让面积	收益实现方式
绵府函〔2008〕176号	城南新区	650,000	620,026	商业、住宅	6,158	全部土地出让收入（扣除土地收益基金、成本及税费）
绵府函〔2010〕217号	仙海风景区	200,000	126,999	商业、住宅	9,612	全部土地出让收入（扣除土地收益基金、成本及税费）
绵府函〔2011〕107号	丰谷赵家脊片区	79,953	--	商业、住宅	3,000	全部土地出让收入（扣除土地收益基金、成本及税费）
绵府函〔2010〕2号	桑林坝流域	62,881	62,825	商业、住宅	310	土地出让收入（扣除成本、税费）的 60%
合计		992,834	809,850	--	19,080	--

资料来源：公司提供

总体看，公司授权整理开发的土地面积较大，随着土地整理工作的逐步推进，可对公司未来收入规模形成一定支撑。

（3）商品销售业务

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”）运营，销售产品主要包括电子产品、水泥、钢材、沥青及大型机电设备；销售模式为代理经销商模式，西津物流取得地区授权代理经销商资格。2016—2018 年，公司商品销售收入有所波动，毛利率分别为 1.49%、1.84%和 1.46%，盈利能力弱。

从供应商来看，2017—2018 年及 2019 年 1—9 月，前五大供应商采购金额占采购总额比重分别为 82.39%、77.32%和 87.42%，供应商集中度较高。近年来采购金额最大的供应商为陕钢集团韩城钢铁有限责任公司，2018 年及 2019 年 1—9 月，对其采购金额占当期采购总额的 49.64%和 56.08%。从下游客户情况看，公司商品销售以钢材为主，2017—2018 年及 2019 年 1—9 月，前五名销售客户占当期销售总额的比重分别为 70.11%、67.75%和 69.89%，销售集中度较高。

表 5 2018 年及 2019 年 1—9 月公司前五名客户商品销售情况（单位：亿元、%）

客户名称	2018 年			2019 年 1—9 月			
	主要销售产品	销售额	占年度销售总额比例	客户名称	主要销售产品	销售额	占年度销售总额比例
四川长金实业有限公司	钢材	3.63	30.43	四川长虹电器股份有限公司	钢材	2.64	26.86
四川长虹电器股份有限公司	钢材	1.84	15.43	四川长金实业有限公司	钢材	1.45	14.73
上海茂隆云晴供应链管理有限公司	有色金属	0.87	7.32	中国建筑第八工程局有限公司	钢材	1.40	14.21
中国建筑第八工程局有限公司	钢材	0.87	7.33	长虹电子控股集团有限公司	钢材	0.72	7.30
大理云泰祥瑞投资有限公司	钢材	0.86	7.23	长虹顺达通科技发展有限公司	钢材	0.67	6.80
合计	--	8.08	67.75	合计	--	6.87	69.89

资料来源：公司提供

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。

总体看，公司商品销售业务毛利率较低，盈利能力弱，采购及销售客户集中度较高，且上下游对西津物流造成一定资金占用。

（4）教育投资业务

公司教育投资业务由其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”，绵阳市教育投资发展有限责任公司于 2018 年变更为现名）运营，收入主要来源于绵阳教投全额投资兴办的三所实验学校，三所学校均取得绵阳市教育体育局颁发的办学许可证，三所实验学校共占地面积约 800 亩，总投资 12.00 亿元。截至 2019 年 9 月底，三所学校在校人数约 2.5 万人。

公司教育投资收入主要来自学费收入、住宿费收入和伙食费收入，以学费收入为主。其中，学费收费标准为：绵阳外国语实验学校小学 1.80 万元/生/学年，初中 2.00 万元/生/学年；绵阳南山中学实验学校和绵阳中学实验学校均为高中部，学费 2.30 万元/生/学年。住宿费标准为：4~6 人间，1,200 元/生/学年；8 人间，1,000 元/生/学年。2016—2018 年，公司教育投资收入保持增长，其中 2018 年收入构成为：学费收入 3.53 亿元，较上年增长 2.93%；住宿费收入 0.30 亿元，较上年增长 4.28%；伙食费收入 0.98 亿元，较上年增长 3.98%；小卖部收入 0.30 亿元，较上年增长 4.03%；其他收入 0.57 亿元，较上年增长 15.61%。

总体看，近年来公司教育投资收入稳定增长，经营状况稳定。

（5）自来水业务

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。目前，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。

供水业务方面，截至 2019 年 9 月底，绵阳水务设计供水能力 30 万吨/日，拥有管网长度 2,432 千米，供水区域 80 平方公里，管网水质综合合格率可达 100%。2016—2018 年，公司供水管网长度逐年提高，供水量、售水量随之逐年增长，水费收入分别为 1.43 亿元、1.51 亿元和 1.67 亿元，保持增长。截至 2019 年 9 月底，绵阳市的水价为：居民用水（第一阶梯）为 2.01 元/立方米，第二阶梯 2.97 元/立方米，第三阶梯 5.83 元/立方米，居民生活基本水价为 1.95 元/吨、工商服务和建筑基本水价为 2.35 元/吨，特种类基本水价为 4.80 元/吨。

表 6 2016—2018 年及 2019 年 1—9 月公司供水业务情况（单位：万吨、万户、千米、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
平均日制水量	19	22	23	23
供水量	6,951	7,977	8,542	6,825.55
售水量	6,255	6,945	7,287	6,026.52
自来水用户累计数	35	40	44	46.00
管网长度	1,849	2,105	2,352	2,432.00
管网水质综合合格率均值	100	100	100	100.00

资料来源：公司提供

公司自来水业务收入中还包含了户表、管网工程收入，此项业务是绵阳市政府推出的惠民工程，主要是将绵阳城区老住宅中的总表供水、总表计价模式改造为“一户一表”分别计量和计价的模式。

2016—2018 年，公司户表、管网工程收入分别为 1.35 亿元、2.32 亿元和 1.70 亿元，随着新承接的户表、管网类工程量变化而有所波动，毛利率分别为 28.08%、26.89%和 27.76%，变化不大。

公司主营业务中的污水处理由于与自来水业务紧密相关，故本报告将污水处理收入计入自来水业务板块中核算。2016—2018 年，公司分别实现污水处理收入 0.23 亿元、0.30 亿元和 0.30 亿元，在营业收入中的占比在 0.5%左右，对营业收入的贡献较小；由于污水处理具有一定的公益性，故毛利率持续为负，分别为-155.48%、-15.65%和-16.32%。

总体看，受管网长度增长影响，公司水费收入有所增长，户表管网工程收入随着承接工程量的变化而有所波动；污水处理业务毛利率持续为负，对公司自来水业务板块的盈利能力产生一定影响。

（6）酒店经营业务

公司酒店经营业务由其全资子公司绵阳文化旅游集团有限公司下属的 4 家酒店实体运营，酒店全部位于绵阳市境内，包括 1 家五星级酒店（富乐山九州国际酒店，以下简称“富乐山酒店”），2 家四星级酒店（绵州酒店和罗浮山绵州温泉酒店）和 1 家三星级酒店（绵州开元酒店）。截至 2019 年 9 月底，上述 4 家酒店共有房间 882 间/套、床位 1,397 个、餐位 4,008 个。2018 年，绵州酒店、罗浮山绵州温泉酒店价格均价降低但入住率有所提高（其中罗浮山绵州温泉酒店的客房均价由 2017 年的 632 元/晚降低至 507 元/晚，但入住率由 2017 年的 39.52%提高至 47.76%），主要由于行业内新开酒店对公司自有酒店的影响较大，为增加客人的入住率，公司采取促销措施。2018 年，公司酒店总接待人数和入住率有所提升，酒店收入 1.41 亿元，较上年的 1.25 亿元略有增长，毛利率为 74.42%，与上年基本持平。

总体看，公司酒店板块运营的酒店档次较高，近年来运营相对平稳。

（7）房地产开发业务

公司本部于 2007 年获得房地产开发二级资质，除政府委托代建的公租房及廉租房外，公司还开展了安置房、经济适用房、限价房及普通商品房等项目建设。

商品房业务

公司房地产业务收入主要来自于商品房开发销售。公司本部作为房地产开发业务的主体，主要经营范围包括房地产项目规划设计、项目开发建设、项目销售及物业管理等业务。公司用于商品房开发的土地全部为能够自主进行二级开发的自有土地。开发的资金主要来自于自有资金的投入和外部融资。房地产开发项目均通过外包形式由专业建筑施工公司进场施工，按项目开发进度将资金分批、分次支付外包建筑单位施工款。在销售上，公司遵守会计准则，以办理交房时间来确定收入。

截至 2019 年 9 月底，公司在售（含在建）的商品房项目为嘉来·缤购天地和南河广场，其中嘉来·缤购天地总投资 3.31 亿元，已投资 2.30 亿元，建筑面积 6.11 万平方米，累计已售面积 3.35 万平方米；南河广场项目总投资 11.47 亿元，已投资 6.69 亿元，后续尚需投资规模较大，建筑面积 17.69 万平方米，尚未开始预售。公司计划开发小观三星商品房建设项目，已获取项目对应的土地，规划建筑面积 9.44 万平方米，目前处于项目前期阶段，联合评级将持续关注项目后续进展。

总体看，公司在售商品房项目剩余尚未销售面积不高，部分在建商品房项目尚未开始预售，在建和拟建商品房后续投资建设和销售进度有待观察。

保障房业务

公司受绵阳市政府委托建设廉租房、公租房、经济适用房、限价商品房等保障性安居工程，公司担任建设业主。廉租房、公租房项目竣工后，统一由绵阳市住房保障中心分配，而限价商品房、

经济适用房由公司按绵阳市发改委等部门确定的价格（一般较市场价格低约 10%）面向符合条件的社会对象销售。资金筹集方面，廉租房、公租房和经济适用房由绵阳市财政直接拨款；限价商品房由公司自筹资金建设。

公司开发的主要保障房、安置房、限价商品房项目有圣水家园、三星小区、嘉来东山郡和新华厂，总投资合计 10.37 亿元，2018 年上述项目达到收入确认条件，使得公司 2018 年房产销售收入较上年大幅增长；截至 2019 年 9 月底上述项目已销售完毕。公司开发的公租房项目主要有西园小区、塘汛小区、教育园区公租房项目，截至 2019 年 9 月底均已完工，公司暂无拟建的保障房项目。

总体看，公司保障房项目多已销售完毕，暂无拟建项目，未来房屋销售收入将有所波动。

3. 对外投资

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 2019 年 9 月底，公司对惠科光电累计出资 48.56 亿元，对惠科股份有限公司出资 4.93 亿元，上述出资反映于财务报表中的“可供出售金融资产”。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，该项目采用 A-Si TFT IPS 技术，项目主要产品为单切及套切，主要适合切割 32 吋、50 吋等多种尺寸，目标产品以显示器液晶显示屏、笔记本、平板、手机、穿戴用液晶显示屏为主。项目于 2018 年 9 月开工建设，于 2019 年 8 月主体厂房封顶，计划 2020 年 3 月产品点亮投产。但项目实际运营效益受市场环境、产品升级换代及价格波动等因素影响，存在运营收益不及预期的风险。

总体看，公司参与投资的惠科第 8.6 代项目投资规模大，未来公司尚需承担较大出资责任，且该项目后期运营收益受行业及产品市场景气度等因素影响，存在运营收益不及预期的风险。

4. 未来发展

公司自身定位为“以城市建设运营为核心，相关多元产业协同发展的国有资本投资公司”，业务重心为城市建设、城市运营、文化旅游、教育投资、现代服务五大板块，围绕养老地产、民生工程、城镇化建设，积极探索土地整理业务模式创新、房地产业务市场化转型、建筑施工业务合作经营、资产经营业务证券化；探索供应链金融、小额贷款、基金投资等金融业务；做大钢筋、水泥等大宗建材贸易；拓展健康养老等新兴产业。

总体看，公司未来发展思路较为清晰，符合公司职能定位。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年财务报表经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司 2019 年 1—9 月财务数据未经审计。

2017 年，公司按照财政部于 2017 年颁布的《企业会计准则第 16 号——政府补助（2017 年修订）》、《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》等进行了相关会计政策变更。公司根据财政部 2018 年 6 月发布的财会〔2018〕15 号文件要求，对财务报表的列报进行了调整，并对可比会计期间的比较数据或项目名称进行相应调整，仅对财务报表列报格式产生影响。

公司在 2017 年度财务报表中进行了前期会计差错更正，系子公司绵阳水务本年度对上年度财务报表的重要差错进行追溯，因差错更正而追溯重述的报表项目金额变动均未超过 3,500 万元，影响不大，本报告 2016 年财务数据采用追溯后的金额。

2018 年，公司进行了前期会计差错更正，子公司绵阳水务、绵阳富达资产经营管理有限责任公司、北京富乐山酒店有限责任公司本年度对上年度财务报表的重要差错进行追溯调整，调增调减抵减后，其对公司合并财务报表的影响为：期初资产净调减 2.36 元，期初负债净调减 6.57 元，期初所有者权益权益净调增 4.22 元。相对公司资产、净资产、收入及利润规模而言，上述差错更正金额较小，且公司已进行追溯调整，对财务数据可比性无重大影响。

截至 2018 年底，公司财务报表合并范围内减少的主体 1 家，为绵阳金控城镇化建设股权投资中心（有限合伙），系清算并办理注销所致；合并范围内新增 3 家主体（其中 2 家系非同一控制下企业合并而纳入合并范围，1 家系新设立的公司，规模均不大）。2019 年 1—9 月，公司财务报表合并范围新增 2 家子公司，为绵阳嘉来海通房地产开发有限责任公司和绵阳嘉来鸿盛房地产开发有限责任公司，均系新设立的子公司，无减少的子公司。公司合并范围内增减的主体规模较小，且公司主业未发生变更，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 3.60%。截至 2018 年底，公司合并资产总额 628.22 亿元，较年初增长 0.87%。其中，流动资产占 45.76%，非流动资产占 54.24%，公司资产结构相对均衡。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产波动下降，年均复合下降 3.73%。截至 2018 年底，公司流动资产 287.48 亿元，较年初下降 14.34%，主要系货币资金减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 29.42%）、应收票据及应收账款（占 7.52%）、预付款项（占 21.16%）、其他应收款（占 24.99%）、存货（占 15.34%）构成，资产结构较年初变化不大。

2016—2018 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 10.63%。截至 2017 年底，公司货币资金 128.54 亿元，较年初增长 21.39%，增加的货币资金主要来自经营收现以及融资。截至 2018 年底，公司货币资金 84.58 亿元，较年初下降 34.20%，主要系项目投资支出增加所致；货币资金中有 10.78 亿元受限资金，受限比例为 12.75%，主要为用于质押的银行存单 9.02 亿元，以及子公司的各类保证金、监管账户资金等。

2016—2018 年，公司应收账款账面价值波动下降，年均复合下降 21.15%。截至 2017 年底，公司应收账款 29.68 亿元，较年初下降 14.43%，主要系公司与绵阳市财政局结清了部分土地及基础设施建设项目款所致。截至 2018 年底，公司应收账款 21.56 亿元，较年初下降 27.34%，主要系抵消了部分应收绵阳市土地征统中心的土地款所致。截至 2018 年底，公司应收账款累计计提坏账准备 0.09 亿元。应收账款前五大欠款方合计金额为 18.34 亿元，占比为 84.69%，集中度较高；前五大欠款方分别为绵阳市财政局 8.64 亿元、绵阳市住房和城乡建设局（重点工程建设办公室）4.56 亿元、绵阳市土地征统储备中心 4.05 亿元、四川长金实业有限公司 0.76 亿元和四川九洲光电科技股份有限公司 0.33 亿元。公司应收账款主要欠款单位为绵阳市的政府单位，公司未对其计提坏账准备，但对资金存在较大占用。

2016—2018 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 8.16%。截至 2018 年底，公司预付款项

60.84 亿元，较年初增长 4.91%；账龄超过 3 年的占比为 72.12%，公司预付款项整体账龄偏长，系公司先行支付拆迁补偿款而拆迁项目推进缓慢所致。

2016—2018 年，公司其他应收款（不含应收利息及应收股利）保持增长，年均复合增长 1.56%。截至 2018 年底，公司其他应收款 71.15 亿元，较年初增长 2.44%，主要是公司与绵阳市各政府部门及事业单位的往来款和保证金，坏账准备余额 0.31 亿元，计提比例 0.43%；其他应收账款前五名合计欠款占比为 54.93%，分别为应收绵阳市交通局 12.72 亿元、绵阳市建设局 13.88 亿元、绵阳市财政局 5.09 亿元、绵阳机场（集团）有限公司 4.27 亿元和绵阳科发 3.29 亿元，虽主要为政府单位和国有企业，但规模较大，对公司造成较大资金占用。

2016—2018 年，公司存货波动下降，年均复合下降 0.39%。截至 2017 年底，公司存货 46.35 亿元，较年初增长 4.31%。截至 2018 年底，公司存货账面价值 44.09 亿元，较年初下降 4.88%，存货主要由开发成本（占 91.36%）、工程施工（为已完工未结算款，占 4.36%）构成；开发成本主要为房产项目的投入以及建设用地及项目建设投入，工程施工（已完工未结算）主要为子公司嘉来建工的建筑施工业务投入；存货跌价准备 0.04 亿元，计提比例较低。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 11.29%。截至 2018 年底，公司非流动资产 340.74 亿元，较年初增长 18.64%，主要系可供出售金融资产增加所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 9.13%）、投资性房地产（占 6.44%）、固定资产（占 12.19%）和在建工程（占 66.18%）构成，构成较年初变化不大。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 17.99%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 31.09 亿元，较年初增长 38.59%，主要系增加对惠科光电的投资所致；可供出售金融资产均为以成本法计量的权益工具，主要由对四川兴蜀铁路投资有限责任公司、国开精诚（北京）投资基金管理有限公司和惠科光电的投资构成，期末账面价值分别为 19.47 亿元、1.00 亿元和 7.22 亿元。

2016—2018 年，公司投资性房地产保持增长，年均复合增长 1.98%。截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 21.94 亿元，较年初增长 3.23%。公司投资性房地产主要是临街商铺、中小企业孵化厂房等，按照公允价值计量。

2016—2018 年，公司固定资产小幅波动，年均复合增长 1.11%，变化不大。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 41.55 亿元，较年初增长 3.40%；固定资产主要由房屋及建筑物（占 82.80%）和管网资产（占 8.35%）构成，固定资产成新率 71.92%，成新率一般；累计计提减值准备 140.68 万元；尚未办妥产权证书的固定资产合计 10.62 亿元（占 25.86%），主要系下属学校的房屋工程尚未完成决算所致。

2016—2018 年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 14.07%。截至 2018 年底，公司在建工程 225.51 亿元，较年初增长 21.44%，主要系土地整理项目投入增加所致，公司完工未确认收入的基础设施项目和整理的土地计入在建工程⁶，故公司在建工程规模较大。

截至 2018 年底，公司受限资产账面价值合计 64.44 亿元，占总资产的 10.26%，占净资产的 32.72%，受限比例偏高。公司受限资产主要包括 10.78 亿元货币资金、9.68 亿元存货、1.57 亿元固定资产、8.00 亿元可供出售金融资产、8.11 亿元无形资产、14.88 亿元在建工程以及 11.38 亿元投资性房地产

⁶ 计入在建工程的基础设施项目和整理的土地都是以公司为主体进行立项，故开发投入都计入在建工程，待公司与政府签订回购协议再从在建工程开发成本转入营业成本。

等，主要系用于借款抵质押，其中投资性房地产受限比例较高。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 725.95 亿元，较年初增长 15.56%。其中，流动资产占比为 45.48%，资产结构较年初变化不大。公司可供出售金融资产 78.45 亿元，较年初增长 152.30%，主要系对惠科光电增加投资所致。

总体看，公司资产规模保持增长，基础设施建设、土地整理成本及应收类款项对公司形成一定资金占用，公司整体资产流动性偏弱；公司对液晶生产线项目公司进行投资，该项目投资规模大，公司可能面临一定投资风险。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

流动负债

2016—2018 年，公司负债逐年增长，年均复合增长 3.63%。截至 2018 年底，公司负债总额 431.28 亿元，较年初增长 2.01%。其中，流动负债占 25.64%、非流动负债占 74.36%。公司负债结构以非流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 47.45%。截至 2018 年底，公司流动负债 110.57 亿元，较年初增长 32.32%，主要系短期借款上升所致。公司流动负债主要由短期借款（占 11.11%）、应付票据及应付账款（占 8.76%）、其他应付款（占 17.78%）、预收款项（占 10.96%）和一年内到期的非流动负债（占 44.42%）。

2016—2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 5.88%。截至 2018 年底，公司短期借款 12.29 亿元，较年初增长 234.78%，短期借款由保证借款（占 39.78%）和信用借款（占 55.34%）构成。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款逐年增长，年均复合增长 13.40%。截至 2017 年底，公司应付票据及应付账款 9.58 亿元（其中应付票据 1.03 亿元，应付账款 10.49 亿元），较年初增长 27.18%，主要系工程款尚未结算支付所致。截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 9.69 亿元，较年初增长 1.10%。其中，应付账款 9.02 亿元，主要是未结算的工程款，账龄超过 1 年的占 57.33%。

2016—2018 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 18.69%。截至 2017 年底，公司预收款项 10.49 亿元，较年初增长 21.95%，主要系预收学费等增加所致。截至 2018 年底，公司预收款项 12.12 亿元，较年初增长 15.52%，主要系预收学费、户表工程款等增加所致，预收款项主要由预收工程款、学费和统建房的购房款构成。

2016—2018 年，公司其他应付款小幅波动增长，年均复合增长 0.03%。截至 2018 年底，公司其他应付款（含应付利息、应付股利）19.66 亿元，较年初增长 8.74%；其他应付款 19.39 亿元，主要由应付政府部门款项（占 52.83%）、应付非关联单位结算款及保证金（占 24.83%）和应付其他款项（占 20.99%）构成。

2016—2018 年底，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 371.96%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 49.12 亿元，较年初增长 24.32%，包括一年内到期的长期借款 15.24 亿元和一年内到期的应付债券 33.88 亿元，一年内到期的应付债券包括每年“12 绵阳投控债”每年需分期还本的部分（已于 2019 年 3 月兑付）、发行规模 3 亿元的“14 绵阳投控 MTN001”（已于 2019 年 1 月兑付）、发行规模 5 亿元的“14 绵阳投控 MTN002”（已于 2019 年 4 月兑付）、发行规模 10 亿元的“16 绵阳投资 PPN001”（已于 2019 年 7 月 1 日兑付）和发行规模 10 亿元的“16 绵阳投

资 PPN002”（于 2019 年 11 月 11 日到期兑付）。截至 2018 年底，公司较年初增加其他流动负债 5.55 亿元，系 2018 年 9 月发行的短期欧元债，票面价值 0.70 亿欧元，于 2019 年 9 月到期兑付。

非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债逐年减少，年均复合下降 4.38%。截至 2018 年底，公司非流动负债 320.71 亿元，较年初下降 5.46%。公司非流动负债主要由长期借款（占 32.01%）、应付债券（占 42.36%）和长期应付款（占 24.16%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款逐年减少，年均复合下降 15.38%。截至 2018 年底，公司长期借款 102.65 亿元，较年初下降 15.23%，系即将到期而重分类至一年内到期的非流动负债所致；公司长期借款（包含一年内到期的部分）中，质押借款占 14.97%（定期存单、土地使用权及水费、污水处理费和收费权质押）、抵押借款占 19.18%、保证借款占 35.66%、信用借款占 29.90%。从期限分布看，2019—2022 年到期的规模分别为 17.97 亿元、19.03 亿元、9.63 亿元和 11.22 亿元，其余 44.81 亿元将于 2023 年及以后到期；本报告将于 2019 年到期的 17.97 亿元调整至短期债务核算。

2016—2018 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 1.23%。截至 2018 年底，公司应付债券 135.84 亿元，较年初增长 6.07%，从偿还期限来看，将于 2020—2023 年到期的应付债券账面价值分别为 25.20 亿元、43.48 亿元、35.90 亿元和 31.26 亿元（未考虑回售行权的情形），未来公司面临一定债券兑付压力。

2016—2018 年，公司长期应付款（含专项应付款）波动增长，年均复合增长 13.24%。截至 2018 年底，公司长期应付款（含专项应付款）77.48 亿元，较年初下降 10.92%，其中长期应付款 63.04 亿元，较年初下降 10.85%，主要系政府项目工程款减少所致；长期应付款主要是政府项目工程款和融资租赁款，本报告将长期应付款中应付融资租赁款项目计入长期债务中核算。专项应付款为政府拨入用于公司基础设施项目建设的配套资金，待基础设施项目结算时相应项目的专项应付款结转，截至 2018 年底，公司专项应付款 14.45 亿元，较年初下降 11.22%，主要系政府建设项目资金结转所致。

2016—2018 年，公司债务规模逐年增长，年均复合增长 2.40%。截至 2018 年底，公司全部债务 319.14 亿元，较年初增长 3.23%，其中短期债务 85.53 亿元，较年初的 47.81 亿元大幅增加；从债务指标看，截至 2018 年底，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 68.65%、61.84%和 54.26%，较上年分别增加 0.77 个百分点、提高 1.13 个百分点和减少 2.38 个百分点。

截至 2018 年底，公司“所有者权益-其他权益工具”项目期末余额为 9.94 亿元，系公司于 2017 年 8 月发行的一期永续中期票据。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 2018 年底，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变为 70.23%、63.76%和 56.57%，分别较调整前增加 1.58 个百分点、1.93 个百分点和 2.31 个百分点。

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 529.96 亿元，较年初增长 5.77%。其中，流动负债占比为 14.93%，较年初下降 10.71 个百分点，非流动负债占比较年初上升较大。截至 2019 年 9 月底，公司债务总额 426.51 亿元，较年初增长 33.65%。其中，短期债务 66.46 亿元（占 15.58%），较年初下降 22.30%；长期债务 360.06 亿元（占 84.42%），较年初增长 54.13%。截至 2019 年 9 月底，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 73.00%、68.52%和 64.75%，较年初分别增加 4.35 个百分点、6.68 个百分点和 10.49 个百分点，债务负担明显加重。

截至 2019 年 9 月底，公司债务到期期限分布情况见表 7，将于 2020—2022 年到期的债务规模较大，面临较大集中偿付压力。

表 7 截至 2019 年 9 月底公司有息债务（未考虑永续债）到期期限结构（单位：亿元）

科目	金额	2019 年 10—12 月到期	2020 年到期	2021 年 到期	2022 年 到期	2023 年及以 后到期
短期借款	18.70	4.95	13.75	--	--	--
应付票据	1.35	1.35	--	--	--	--
一年内到期的非流动负债	10.43	10.43	--	--	--	--
其他流动负债 （有息债务部分）	7.64	7.64	--	--	--	--
长期借款	140.28	4.64	23.20	29.76	25.30	57.39
应付债券	229.17	--	24.97	44.40	62.68	97.12
长期应付款 （有息债务部分）	18.93	--	0.49	0.47	3.34	14.63
合计	426.51	29.01	62.41	74.63	91.32	169.14

注：1. 本报告按照长期借款和长期应付款（有息债务部分）（为融资租赁款）的最后到期日统计到期期限分布情况，未统计分期还款安排；2. 部分分项之和与合计数不等，系四舍五入后的尾数差异造成；3. 应付票据按照 2019 年 10—12 月到期处理；4. 因债券回售数量及金额存在不确定性，表 7 中应付债券的到期日未考虑回售行权的情形，本报告将“17 绵阳投资 PPN001”（截至 2019 年底债券余额为 15.00 亿元）统计至 2022 年到期债券中，但其于 2020 年 9 月 27 日面临投资者回售选择权；4. 截至 2019 年 9 月底，公司长期借款、应付债券和长期应付款（有息债务部分）中分别有 27.84 亿元、24.97 亿元和 0.49 亿元将于 1 年内到期，但未重分类至一年内到期的非流动负债，本报告将其调整至短期债务核算；5. 其他流动负债中的有息债务系公司于 2019 年 9 月发行的欧元债（发行规模为 1.00 亿欧元，截至 2019 年 9 月底账面价值为 7.64 亿元人民币），将于 2020 年 9 月 10 日到期。

资料来源：公司提供，联合评级整理

如将永续债调入长期债务，截至 2019 年 9 月底，公司债务总额增至 436.45 亿元。其中，短期债务 66.46 亿元（占 15.23%），长期债务 370.00 亿元（占 84.77%）；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 74.37%、70.11%和 66.54%，较调整前分别增加 1.37 个百分点、1.60 个百分点和 1.79 个百分点。

2019 年 10 月至 2019 年底，公司新发行债券情况见表 8。

表 8 2019 年 10—12 月公司新发行债券情况

债券代码	债券简称	发行总额	发行日期	债券期限	备注
031900799.IB	19 绵阳投资 PPN001	15.00 亿元	2019/10/25	5（3+2）年	--
40039.HK	绵投集团海外债	3.00 亿美元	2019/10/30	3 年	--
114629.SZ	19 绵纾 02	10.00 亿元	2019/12/12	3 年	为纾困债

资料来源：wind 及公司提供资料，联合评级整理

总体看，公司债务规模增长较快，债务负担较重，2020—2022 年有较大集中偿付压力。

（2）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 3.56%。截至 2018 年底，公司所有者权益为 196.94 亿元，较年初下降 1.55%，主要系资本公积减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 92.14%，少数股东权益占比为 7.86%。归属于母公司所有者权益 181.46 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 4.68%、81.38%、0.78%和 6.40%，资本公积占比较高，但权益中有较大规模的股权、土地和永续债，整体来看公司权益稳定性尚可。

2016—2018 年，公司资本公积波动增长。截至 2017 年底，公司资本公积 150.27 亿元，较年初增长 3.54%，主要系获得政府债务置换资金 3.23 亿元所致。截至 2018 年底，公司资本公积 147.68 亿元，较年初下降 1.72%，资本公积 2018 年增加额为 17.58 亿元，主要是政府单位向公司拨入的资金和资产；减少额为 20.17 亿元，主要系政府收回土地所致。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益 195.99 亿元，较年初下降 0.48%，其中归属于母公司的所

所有者权益占 91.82%，权益结构与年初基本持平。

总体看，公司所有者权益规模有所波动，实收资本和资本公积占比较大，但权益中有较大规模的股权、土地和永续债，所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长 12.20%。2018 年，公司实现营业总收入 54.97 亿元，较上年增长 12.16%，主要系土地整理及房屋销售收入增长所致。公司营业成本亦逐年增长，年均复合增长 7.77%。公司营业利润逐年增长，2016—2018 年分别为 -0.87 亿元、1.43 亿元和 2.23 亿元，2017 年公司营业利润由负转正，主要系 2017 年毛利相对较高的土地整理业务收入占比提高所致。2016—2018 年，公司营业利润率⁷分别为 16.68%、20.71%和 22.90%。

2016—2018 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 5.88%，2018 年，公司期间费用 9.65 亿元，较上年增长 10.62%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 17.34%、31.77%、0.01%和 50.88%。其中，管理费用为 3.06 亿元，较上年增长 6.04%，主要系职工薪酬增加所致。财务费用为 4.91 亿元，较上年增长 12.26%，主要系利息支出增加所致。近三年，公司期间费用收入比分别为 19.70%、17.79%和 17.55%，且考虑到公司有大量利息费用已资本化（2016—2018 年，资本化利息分别为 14.61 亿元、19.83 亿元和 21.01 亿元），费用控制能力一般。

2016—2018 年，公司营业外收入分别为 2.72 亿元、2.06 亿元和 1.37 亿元，其中政府补助金额分别为 2.66 亿元、2.02 亿元和 1.34 亿元；2017—2018 年，公司其他收益分别为 0.21 亿元和 0.16 亿元；其他收益和营业外收入合计占公司利润总额的 64.64%和 43.23%，公司利润来源对各类补贴的依赖程度较高。

2016—2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率均略有波动，变化不大，净资产收益率逐年增长。2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.74%、1.50%和 1.52%，整体盈利能力一般。

2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 42.22 亿元，较上年同期的 29.09 亿元大幅增长，主要系 2018 年 1—9 月未确认基础设施建设收入所致；净利润 0.85 亿元，较上年同期的 1.71 亿元大幅减少，主要系随着债务规模扩大，财务费用大幅增加所致。

总体看，受土地整理收入增长影响，公司营业总收入逐年增长；但公司利润总额对政府补贴的依赖程度较高，整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动情况看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入波动增长，2018 年为 57.26 亿元，经营活动现金流入年均复合增长 18.07%，主要系往来款波动所致。近三年，销售商品、提供劳务收到的现金逐年增长，年均复合增长 25.37%，2018 年为 37.71 亿元。2016—2018 年，收到其他与经营活动有关的现金波动增长，分别为 16.94 亿元、29.05 亿元和 19.27 亿元，主要为收到绵阳市各单位之间的往来款。2016—2018 年，公司经营活动现金流出额逐年增长，年均复合增长 22.12%，2018 年为 51.91 亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金为 23.38 亿元，较上年增长 20.24%，主要是支付的贸易采购款、各类经营支出款项等；支付其他与经营活动有关的现金波动 19.96 亿元，较上年增长 38.43%，主要是各类往来款。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 6.27 亿元、17.47

⁷ 本报告营业利润率指标系根据营业总收入计算，即：营业利润率=（营业总收入-营业成本-营业税金及附加）/营业总收入×100%。

亿元和 5.36 亿元，现金收入比⁸分别为 55.24%、58.98%和 69.08%，收入实现质量不高。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入金额分别为 16.43 亿元、10.60 亿元和 1.84 亿元，2018 年较上年下降 82.66%，主要系 2017 年解质押的存单规模较高，而 2018 年未发生类似活动所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出金额分别为 39.94 亿元、23.89 亿元和 61.62 亿元。2018 年，购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金 51.03 亿元，较上年增长 123.43%，主要系支付的工程建造款、土地整理款等较上年增加所致；投资支付的现金 8.69 亿元，主要系投资惠科光电所致。近三年，公司投资活动现金流处于净流出状态，净流出额分别为 23.51 亿元、13.28 亿元和 59.78 亿元，存在较大资金缺口。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金净流入金额波动减少，年均复合下降 9.65%。2018 年，公司筹资活动现金流入 116.54 亿元，较上年增长 27.42%，主要系对外融资增加所致；同期，筹资活动现金流出规模波动增长，年均复合增长 2.91%，2018 年，公司筹资活动现金流出 107.16 亿元，较上年增长 68.04%，主要系债务还本付息增加所致。2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额逐年下降，年均复合下降 52.51%，2018 年公司实现筹资活动净流入 9.38 亿元，较上年下降 66.12%。随着公司大量债务陆续到期，未来筹资活动现金流出或将增加，公司将面临较大对外融资需求。

2019 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量净额 8.25 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -72.36 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 90.73 亿元。其中，投资支付的现金 47.36 亿元，主要来自对惠科光电及惠科股份有限公司的进一步出资。

总体看，公司经营活动现金流为净流入，但收入实现质量不高；未来随着项目的持续投入和到期债务的偿付，公司存在较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动和速动比率均逐年下降，截至 2018 年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的 4.02 倍和 3.46 倍分别下降至 2.60 倍和 2.20 倍，流动资产对流动负债的保障程度较好。截至 2018 年底，公司现金短期债务比由年初的 2.69 倍下降至 0.99 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较好。截至 2019 年 9 月底，公司流动比率与速动比率分别为 4.17 倍和 3.56 倍，现金短期债务比为 1.63 倍。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 波动增长，年均复合增长 6.84%，2018 年，公司 EBITDA 为 11.68 亿元，较上年下降 2.29%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 14.95%）、计入财务费用的利息支出（占 50.60%）、利润总额（占 29.72%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 0.48 倍、0.46 倍和 0.43 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.03 倍、0.04 倍和 0.04 倍，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度较低。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额合计 17.16 亿元，占公司合并所有者权益的比重为 8.76%，被担保单位主要为国有企业，但仅对绵阳市安州投资控股集团有限公司的担保有反担保措施。此外，公司下属子公司绵阳建投对绵阳市应得实业有限责任公司提供的担保于 2016 年发生代偿 2,300 万元（目前正在进行追索）。整体看，公司对外担保规模偏高，面临一定或有风险。

⁸ 现金收入比=（销售商品、提供劳务收到的现金+收取利息、手续费及佣金的现金）/营业总收入×100%

表 9 截至 2019 年 9 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	实际担保余额	被担保企业性质	担保方式	主合同起止日期
中科实业集团（控股）有限公司	10,212.78	国有企业	连带责任保证担保	2017.08—2028.08
绵阳市绵江公路建设工程有限责任公司	6,800.00	国有企业	抵押	2006.06—2021.06
四川兴蜀铁路投资有限责任公司	49,762.00	国有控股	抵质押担保	2009.12—2034.12
绵阳市安州投资控股集团有限公司	4,840.00	国有独资	连带责任保证反担保	2015.12—2025.12
四川长虹电子控股集团有限公司	100,000.00	国有独资	连带责任保证担保	2019.7—2020.7
合计	171,614.78	--	--	--

资料来源：公司审计报告及公司提供资料，联合评级整理

截至2019年9月底，公司（含合并范围内的子公司）共获得银行授信额度582.43亿元，尚未使用授信额度121.53亿元，公司间接融资渠道尚可。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10510703000113502），截至 2020 年 1 月 10 日，公司本部无关注类和不良类未结清贷款记录，已结清的贷款记录里有 13 关注类信贷，1 笔不良/违约类贷款，均已结清。其中两笔系国家开发银行股份有限公司四川分行将公司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“5.12 大地震”绵阳为重灾区，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了正常。已结清信贷信息中存在 6 笔欠息记录（分别发生在 2008 年、2010 年、2011 年、2012 年和 2018 年），非公司恶意拖欠利息，且已结清。

总体看，公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标较弱；但考虑到公司在绵阳市城市基建及国有资产经营管理领域所处地位，以及获得的外部支持等因素，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务概况

截至2018年底，母公司资产总额520.00亿元，所有者权益168.58亿元。2018年母公司实现营业收入26.28亿元，利润总额2.16亿元。

截至 2019 年 9 月底，母公司资产总额 620.62 亿元，所有者权益 167.83 亿元，负债 452.79 亿元，全部债务 379.26 亿元，其中应付债券 229.18 亿元，为“17 绵阳投资 PPN001”“17 川绵阳投资 ZR002”“15 绵阳投控 MTN001”“16 绵投债”“18 川绵阳投资 ZR001”“18 绵阳投资 PPN001”“15 绵投控”“18 绵阳投控 PPN002”“16 绵投 01”“16 绵投 02”“19 绵纾 01”“17 绵阳投资 PPN001”“19 川绵阳投资 ZR003”“18 绵投 01”“18 绵投 02”“18 绵投 03”“19 绵控 01”“19 绵控 02”“19 绵控 03”“19 绵阳投控 ABN001-005”和“19 绵投 01”；此外，公司其他流动负债中存在 1.00 亿欧元的欧元债券（将于 2020 年 9 月到期）。截至 2019 年 9 月底，母公司资产负债率 72.96%，全部债务资本化比率 69.32%。2019 年 1—9 月，母公司实现营业收入 20.95 亿元，利润总额 0.31 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对公司债务的影响

截至 2019 年 9 月底，公司债务总额为 426.51 亿元，本期债券拟发行公司债额度为不超过 10 亿元（含），总发债额度对公司整体债务负担影响程度不大。

以 2019 年 9 月底财务数据为基础，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 73.00%、68.52%和 64.75%上升至 74.38%、69.01%和 65.38%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。若将公司所有者权益中的 9.94 亿元

“其他权益工具”（永续债）调整至债务，则截至 2019 年 9 月底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.37%、70.11%和 66.54%，本期债券发行后，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分别为 74.72%、70.59%和 67.13%；考虑到本期债券募集资金部分用于公司偿还有息债务，发债额度对公司负债水平和债务负担影响较小。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 EBITDA 为 11.68 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 1.17 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好。公司 2018 年经营活动产生的现金流入额为 57.26 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 5.73 倍，公司经营活动现金流入对本期债券覆盖程度较好；公司经营活动现金流量净额为 5.36 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 0.54 倍，经营活动净现金流对本期债券覆盖程度一般。

总体看，本期债券的发行有助于优化公司债务结构。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，公司对本期债券的偿还能力很强。

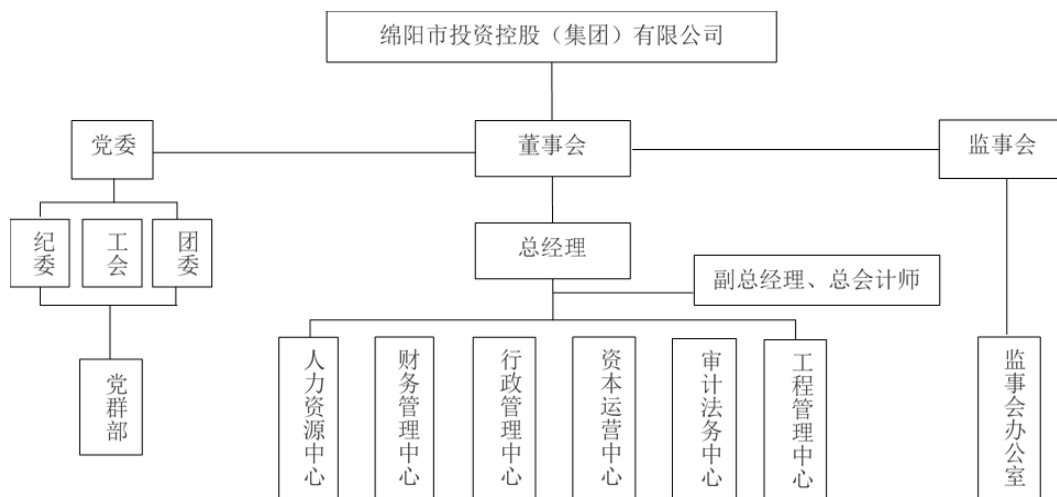
九、综合评价

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，其从事的基础设施建设、土地整理等业务具有较强的区域专营优势，在财政补贴、城市基础设施建设配套资金和股权划拨等方面获得有力的外部支持。同时，联合评级也关注到公司基础设施建设项目收入回款效率一般，参与投资的液晶显示器件项目投资规模大、存在运营收益不及预期的风险，公司资产流动性偏弱、债务规模增长较快且面临较大集中偿付压力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商业化业务板块的发展，公司综合竞争实力有望保持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 绵阳市投资控股（集团）有限公司 组织结构图（截至 2019 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附件 2 绵阳市投资控股（集团）有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	585.28	622.83	628.22	725.95
所有者权益（亿元）	183.65	200.05	196.94	195.99
短期债务（亿元）	16.82	47.81	85.53	66.46
长期债务（亿元）	287.55	261.35	233.61	360.06
全部债务（亿元）	304.37	309.15	319.14	426.51
营业总收入（亿元）	43.67	49.01	54.97	42.22
净利润（亿元）	1.35	2.84	3.01	0.85
EBITDA（亿元）	10.23	11.95	11.68	--
经营性净现金流（亿元）	6.27	17.47	5.36	8.25
应收账款周转次数（次）	1.59	1.52	2.14	--
存货周转次数（次）	0.80	0.84	0.92	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.08	0.09	--
现金收入比率（%）	55.24	58.98	69.08	51.50
总资本收益率（%）	1.72	1.84	1.74	--
总资产报酬率（%）	1.56	1.62	1.50	--
净资产收益率（%）	0.78	1.48	1.52	--
营业利润率（%）	16.68	20.71	22.90	16.80
费用收入比（%）	19.70	17.79	17.55	20.43
资产负债率（%）	68.62	67.88	68.65	73.00
全部债务资本化比率（%）	62.37	60.71	61.84	68.52
长期债务资本化比率（%）	61.03	56.64	54.26	64.75
EBITDA 利息倍数（倍）	0.48	0.46	0.43	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.04	0.04	--
流动比率（倍）	6.10	4.02	2.60	4.17
速动比率（倍）	5.22	3.46	2.20	3.56
现金短期债务比（倍）	6.29	2.69	0.99	1.63
经营现金流负债比率（%）	12.33	20.90	4.84	10.42
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.02	1.19	1.17	--

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；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径；3. 本报告将长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算，部分将于 2019 年到期的长期借款调整计入短期债务核算，将其他流动负债中的短期债券调整计入短期债务核算；4. 本报告 2016 年财务数据来自 2017 年财务报表的期初数或上年同期数，2017 年财务数据来自 2018 年财务报表的期初数或上年同期数；5. 2019 年 1—9 月财务数据未经审计

附件 3 绵阳市投资控股（集团）有限公司
纳入合并范围的二级子公司情况（截至 2019 年 9 月底）

序号	公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
1	绵阳市汽车实验驾驶技术学校股份有限公司	200.00	100.00	100.00
2	绵阳富达资产经营有限责任公司	5,000.00	100.00	100.00
3	绵阳市康居房产经营管理有限公司	1,000.00	100.00	100.00
4	绵阳文化旅游集团有限公司	10,000.00	100.00	100.00
5	四川优悦文化传媒有限责任公司	2,000.00	100.00	100.00
6	绵阳市水务（集团）有限公司	13,241.00	77.34	77.34
7	四川越王楼文化传播有限公司	1,609.18	100.00	100.00
8	绵阳金控小额贷款股份有限公司	32,293.10	100.00	100.00
9	绵阳金控投资管理有限责任公司	1,000.00	100.00	100.00
10	绵阳嘉来资产运营管理有限责任公司	500.00	100.00	100.00
11	四川嘉来建筑工程有限公司	50,000.00	100.00	100.00
12	绵阳市城市停车管理有限公司	1,000.00	100.00	100.00
13	绵阳市教育投资发展（集团）有限公司	5,000.00	100.00	100.00
14	绵阳嘉创孵化器管理有限公司	30,000.00	51.00	51.00
15	绵阳市绵州嘉来会务服务有限公司	10,000.00	100.00	100.00
16	绵阳市嘉南旅游开发有限公司	1,000.00	100.00	100.00
17	四川西津物流有限责任公司	10,000.00	100.00	100.00
18	四川嘉来置业有限公司	10,000.00	100.00	100.00
19	绵阳市康来物业服务有限公司	300.00	100.00	100.00
20	绵阳嘉来海通房地产开发有限责任公司	500.00	100.00	100.00
21	绵阳嘉来鸿盛房地产开发有限责任公司	500.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 绵阳市投资控股（集团）有限公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年绵阳市投资控股（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，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

绵阳市投资控股（集团）有限公司应按联合评级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。绵阳市投资控股（集团）有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注绵阳市投资控股（集团）有限公司的相关状况，如发现绵阳市投资控股（集团）有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如绵阳市投资控股（集团）有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至绵阳市投资控股（集团）有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（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绵阳市投资控股（集团）有限公司、监管部门等。


联合信用评级有限公司
二〇二〇年二月十日