

信用等级公告

联合〔2019〕2316号

联合资信评估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⁺，维持“15 绵阳投控 MTN001”“17 绵阳投资 MTN001”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月二十五日



绵阳市投资控股（集团）有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁺上次主体长期信用等级：AA⁺

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 绵阳投控 MTN001	14.90 亿元	2020/09/30	AA ⁺	AA ⁺
17 绵阳投资 MTN001	10.00 亿元	2022/08/17 ¹	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 25 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	105.89	128.54	84.58	77.12
资产总额(亿元)	584.95	625.19	628.22	653.12
所有者权益(亿元)	183.33	195.83	196.94	196.97
短期债务(亿元)	13.22	44.21	62.07	63.38
长期债务(亿元)	282.61	249.17	238.49	258.50
全部债务(亿元)	295.83	293.37	300.56	321.88
营业总收入(亿元)	43.52	48.67	54.97	7.00
利润总额(亿元)	1.66	3.35	3.47	0.10
EBITDA(亿元)	10.08	11.96	11.68	--
经营性净现金流(亿元)	6.27	17.57	5.36	1.56
应收类款项/资产总额(%)	17.67	15.85	14.76	15.01
营业利润率(%)	16.40	20.52	22.90	25.89
净资产收益率(%)	0.67	1.41	1.53	--
资产负债率(%)	68.66	68.68	68.65	69.84
全部债务资本化比率(%)	61.74	59.97	60.41	62.04
流动比率(%)	607.77	401.48	259.99	263.16
经营现金流动负债比(%)	12.30	21.02	4.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	29.34	24.53	25.74	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：王 治 姜泰钰

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

评级观点

绵阳市投资控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）是绵阳市城市基础设施建设及国有资产经营管理重要主体，具有很强的业务专营性。跟踪期内，绵阳市经济保持较快增长，为公司提供良好外部经营发展环境，并在政府补助、基础设施项目建设配套资金和资金注入等方面给予公司有力的外部支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时也关注到，公司对政府类单位应收类款项占比较大对资金形成较大占用，资产质量一般，城市基础类业务回款滞后，业务投入总量大存在一定的资金支出压力，债务负担较重等因素对公司经营及发展带来不利影响。未来，随着公司基础设施项目的陆续完工和商业化业务板块的发展，公司综合竞争实力有望保持稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA⁺，维持“15绵阳投控MTN001”和“17绵阳投资MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，绵阳市整体经济保持较快增长，为公司提供了良好的外部发展环境。公司作为绵阳市城市基础设施建设和国有资产运营的重要主体，具有很强的业务专营性。
2. 跟踪期内，公司在政府补助、基础设施项目建设配套资金和资金注入等方面得到有力的外部支持。

关注

1. 跟踪期内，公司对政府类单位的应收类款项占资产比重较大，对公司资金形成较大占用，公司资产流动性弱，资产质量一般。
2. 跟踪期内，公司城市基础类业务回款滞后，业务投入总量大，存在一定的资金支出压力。

¹“17 绵阳投资 MTN001”为永续中期票据，到期兑付日按首次行权日计算。

3. 跟踪期内,公司有息债务规模呈增长趋势,其中短期债务快速增长,整体债务负担较重。

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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。

绵阳市投资控股（集团）有限公司跟踪评级报告

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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，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”）。截至2019年3月底，公司注册和实收资本均为8.50亿元。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，仍是绵阳市城市基础设施建设及国有资产经营管理的重要主体。跟踪期内，公司经营范围变更为：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；酒店管理服务及相关配套业务；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3月底，公司本部内设党群部、人力资源中心、财务管理中心、行政管理中心、资本运营中心、审计法务中心、工程管理中心以及监事会办公室8个部门；纳入合并范围的全资及控股二级子公司共有19家。

截至2018年底，公司资产总额628.22亿元，所有者权益196.94亿元（含少数股东权益15.49亿元）。2018年公司实现营业总收入54.97亿元，利润总额3.47亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额653.12亿元，所有者权益196.97亿元（含少数股东权

益15.51亿元）。2019年1~3月公司实现营业总收入7.00亿元，利润总额0.10亿元。

公司注册地址：绵阳市滨江西路南段22号；法定代表人：肖林。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年6月底，联合资信所评“15绵阳投控MTN001”和“17绵阳投资MTN001”尚需偿还债券余额共计24.90亿元。上述债券募集资金均已用于偿还有息借款。跟踪期内，公司已按期足额支付各存续债券利息，历史履约情况良好。

表1 联合资信所评债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 绵阳投控 MTN001	14.90	14.90	2015/09/30	5 年
17 绵阳投资 MTN001	10.00	10.00	2017/08/17	5+N 年
合计	24.90	24.90	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础

设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与

地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。

2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，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	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10号	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济

跟踪期内，绵阳市经济保持较快增长，产业结构有所优化，为公司提供良好的外部环境。

根据《2018年绵阳市国民经济和社会发展统计公报》，2018年绵阳市实现地区生产总值2303.82亿元，按可比价格计算，增长9.0%。其中，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1073.15亿元，增长10.1%。人均地区生产总值47538元，增长8.4%。三次产业结构为13.1:40.3:46.6。

2018年，绵阳市规模以上工业增加值同比增长10.8%。分轻重工业看，轻工业增长11.5%、重工业增长10.5%；分经济类型看，国有及国有控股企业增长8.4%、股份制企业增长10.9%、外商及港澳台商投资企业增长11.2%、私营企业增长11.2%。

2018年，绵阳市全社会固定资产投资1316.07亿元，同口径增长15.8%（投资部分均为同口径增长）。其中：建安工程投资1019.22亿元，增长16.2%；设备工器具购置投资216.00亿元，增长35.9%；其他费用投

资 80.86 亿元，下降 19.6%。分产业看：第一产业投资 53.71 亿元，增长 32.8%；第二产业投资 472.58 亿元，增长 30.3%；第三产业投资 789.78 亿元，增长 7.7%。2018 年，房地产开发投资 204.54 亿元，增长 15.8%。商品房施工面积 1741.42 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%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年3月底，公司注册资本及实收资本均为8.50亿元，公司股东及实际控制人仍是绵阳市国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，绵阳市一般公共预算收入保持增长，财政自给能力仍弱。公司在政府补助、基础设施项目建设配套资金和资金注入等方面得到了有力的外部支持。

根据《关于绵阳市 2018 年财政预算执行情况和 2019 年财政预算草案的报告》，2018 年，绵阳市一般公共预算收入 124.54 亿元，同比增长 12.62%。其中税收收入 78.62 亿元，同比增长 17.57%，税收收入占一般公共预算收入比重为 63.13%。2018 年，绵阳市一般公共预算支出 408.16 亿元。2018 年，绵阳市财政自给率 30.51%，较 2017 年提升 0.22 个百分点，绵阳市财政自给能力仍弱。

2018年，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）。政府性基金预算支出实现188.19亿元（其中：国土方面支出176.24亿元）。

截至2018年底，绵阳市地方政府债务余额406.3亿元，比2017年底增加29.43亿元，控制在省政府核定的债务限额440.69亿元内，债务风险总体可控。分类型看：一般债务限额254.78亿元，余额228.05亿元；专项债务限额185.91亿元，余额178.25亿元。

跟踪期内，公司在政府补助以及基础设施

项目建设配套资金等方面得到了有力的外部支持。2018 年，公司获得以市政建设项目补助为主的各类政府补助为 1.50 亿元（其中 0.16 亿元计入“其他收益”，1.34 亿元计入“营业外收入”）。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，部分计入专项应付款，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，绵阳市政府向公司拨款 14.00 亿元，计入公司“其他资本公积”科目。

3. 企业信用记录

公司无新增不良信用记录，但公司被列入全国被执行人名单，联合资信将密切关注公司被执行事项进展情况。

根据公司提供的最新征信信息（机构信用代码：G10510703000113502），截至 2019 年 7 月 18 日，公司不存在未结清的不良、关注类信贷记录；公司已结清的信贷中有 13 笔关注类信贷、1 笔不良信贷记录以及 6 笔欠息记录（分别发生在 2008 年、2010 年、2011 年、2012 年和 2018 年），均由银行及公司提供说明，主要原因系公司过去为平台类企业，相关贷款被列入关注类贷款，实际并未发生贷款逾期或欠息等情况。总体看，公司过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 7 月 25 日，公司被列入全国被执行人名单，有 1 笔记录。

2019 年 1 月 22 日，绵阳市涪城区人民法院（以下简称“法院”）对公司申请执行（案号：（2019）川 0703 执 333 号），执行标的 251.73 万元。根据公司提供的说明，公司作为项目业主，通过公开招标将项目发包至施工方，期间按照施工合同正常支付工程款。因王勇（施工方项目经理）讨要工程款事宜，将施工方及公司起诉到法院，法院认定王勇为实际施工人，判决公司在判决生效后向王勇支付工程款。该笔工程款已经从公司划至法院账户，公司相关义务已经履行完毕，但法院因其他案外原因暂未支付至王勇，导致产生该笔记录。

联合资信将密切关注公司被执行事项进展情况。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员无重大变化；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。

目前公司董事会由6名成员组成，监事会由4名成员组成，不满足《公司章程》中的相关规定，公司法人治理结构有待完善。

总体看，跟踪期内公司治理层及管理层人员变化不大，管理制度延续以往模式，基本可满足公司经营发展需要；但一位副总接受纪律审查，联合资信将持续关注上述事项进展。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入规模及综合毛利率均有所增长，土地整理业务收入增长导致基础设施业务收入占比提升，公司业务仍呈多元化发展态势。

跟踪期内，公司业务仍主要包括两大板

块。第一板块是公司受政府委托开展的城市基础类业务，包括基础设施建设以及土地整理业务；第二板块是公司参与市场化竞争开展的多项商业化业务，包括商品销售、教育、水务、酒店以及房屋销售业务等。公司其他板块收入主要包括建造合同、驾驶证培训、租金、广告等，占公司营业收入比重较小。

2018年，公司营业收入54.69亿元，主营业务收入占比仍超过90%。其中基础设施业务收入合计25.26亿元，同比增长31.36%，主要是土地整理业务收入大幅增长所致；商业经营业务收入合计为24.47亿元，同比增长4.00%。

毛利率方面，2018年，公司毛利率为23.43%，同比增长2.27个百分点。其中基础设施板块毛利率为24.57%，同比下降2.10个百分点，主要是2017年项目回购业务包含部分施工利率所致。2018年，商业经营板块毛利率为15.92%，同比提升1.85个百分点，主要是2018年房屋销售业务毛利率转为正值所致。

2019年1~3月，公司营业收入6.77亿元，相当于2018年的12.38%。2019年1~3月，公司综合毛利率24.71%，较2018年毛利率提升1.28个百分点。

表3 2017~2018年以及2019年1~3月公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019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
回购收入	11.11	22.91	11.39	12.93	23.64	7.70	--	--	--
土地整理	8.12	16.75	47.56	12.33	22.54	42.25	--	--	--
基础设施小计	19.23	39.66	26.67	25.26	46.18	24.57	--	--	--
商品销售	13.06	26.93	1.84	11.45	20.94	1.46	2.89	42.72	4.24
教育	5.44	11.22	17.98	5.68	10.39	18.78	1.34	19.81	5.21
水务	3.49	7.19	34.03	3.37	6.16	39.69	0.62	9.16	47.67
酒店	1.25	2.59	74.39	1.41	2.59	74.42	0.44	6.50	77.25
房屋销售	0.28	0.57	-10.73	2.55	4.66	10.59	0.45	6.65	68.80
商业经营小计	23.52	48.50	14.07	24.47	44.73	15.92	5.74	84.79	19.86
土地出让	2.06	4.26	-11.77	--	--	--	--	--	--
其他	3.68	7.59	56.27	4.96	9.08	54.65	1.03	15.21	52.24
合计	48.50	100.00	21.16	54.69	100.00	23.43	6.77	100.00	24.71

注：尾差系四舍五入原因造成

资料来源：公司提供，联合资信整理。

2. 业务经营分析

（1）城市基础类业务

跟踪期内，公司城市基础类业务保持较大

的收入规模，但回款滞后；业务投入总量大，存在一定的资金支出压力，业务可持续性良好。
基础设施建设项目

公司受绵阳市政府委托，负责对绵阳市内基础设施投资建设，具体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（部分计入专项应付款）、土地整理收到的回款和公司对外融资获得的资金。2016年开始，绵阳市政府相关部门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确认。

2018年，公司确认项目回购收入12.93亿元，同比增长16.38%，主要是受竣工决算进度影响所致。2018年，公司收到回款为8.43亿元。2019年1~3月，公司尚未确认回购收入，未收到回购资金。

毛利率方面，2018年项目回购收入业务毛利率为7.70%，较2017年下降3.69个百分点，

主要是2017年公司回购项目中部分由本部下放到子公司实施，形成部分施工利润，绵阳市财政局在对公司进行项目回购时，确认的项目投入成本为公司回购子公司包含一定施工利润后的成本，并以此成本为基础加成8%的收益率确认公司的项目回购收入所致。

截至2019年3月底，公司主要在建基础设施项目共6个，总投资合计77.03亿元，已投资69.29亿元，尚需投资7.74亿元，公司存在一定资金支出压力。

表4 截至2019年3月底公司主要在建项目投资情况（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	2021年
科教创新区基础设施项目（二环路四期）	2年	189149.62	169118.00	科技城管委函（2017）79号	20031.00	--	--
园艺新区项目	7年	143587.00	143587.00	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	99833.76	99832.76	科技城管委函（2013）58号	--	--	--
越王楼景区项目	18个月	66953.00	53891.00	绵市计经（2001）固基005号、绵财评审（2009）第141号	10000.00	3062.00	--
剑南路改造工程	2年	124934.99	105674.00	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	8500.00	10760.99	--
一环路南段	36个月	145886.60	120799.00	科技城管委函（2016）95号	15088.00	10000.00	--
合计		770343.97	692901.76	--	53619.00	23822.99	--

资料来源：公司提供

土地整理项目

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主体，并签订了相关《授权协议》。公司对授权范围内土地进行土地拆迁安置、平整等前期开发整理工作，待土地开发整理完成后，绵阳市国土局委托具有合法资质的地价评估部门对拟出让地块进行地价评估，将符合条件的土地交由绵阳市土地储备中心招标、拍卖、挂牌出让，土地出让后，公司确认土地整理收入，收入金额根据协议约定为：城南新区、

仙海风景区及丰谷赵家脊片区土地出让金额扣除规定的国有土地收益基金、相关成本及税费后的全部收益；桑林坝片区土地整理项目按照土地出让金在上缴有关税费和偿还前期土地整理及基础设施建设的成本后，其余部分按照有关程序60%划归公司，40%划归绵阳市财政，但如果土地出让收入扣除有关税费后不足以偿还成本，不足部分由绵阳市财政预算安排偿还。

会计处理方面，土地整理成本计入“在建工程”，待出让后土地出让后确认收入，结转

成本。

2018 年，公司出让土地 243 亩，确认土地整理收入 12.33 亿元，同比增长 51.88%，主要是 2018 年土地市场行情升温，出让地块单价提升所致。2018 年，实现土地整理业务回款 26.90 亿元。2018 年，土地整理业务毛利率为 42.25%，同比下降 5.31 个百分点。2019 年 1~3 月，公司未确认土地整理收入。截至 2019 年 3 月底，公司报告期内确认土地整理收入 24.62 亿元，报告期内收到返还收入 31.88 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司四大片区内剩余可开发出让土地合计 19303 亩，其中城南新区整理基本完成，未来三年主要整理城南新区、仙海风景区和桑林坝片区。上述项目预计总投资 99.28 亿元，已完成投资 79.69 亿元，2019~2021 年三年间可完成投资合计 11.60 亿元。公司未来土地整理业务面临一定的投资压力。此外，未来公司土地整理出让收入及回款情况易受当地土地出让市场行情变动的影响，存在一定的波动。

（2）商业化业务

公司商业化业务呈多元化发展。商品销售及教育业务收入较大，对公司收入规模形成一定支撑；水务、旅游酒店业务盈利情况较好，对公司整体利润形成良好补充。

商品销售

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”）运营，主营钢材、水泥、沥青、电子产品以及大宗商品贸易及物流。2018 年，西津物流实现收入 11.45 亿元，毛利率为 1.46%，仍保持在较低水平。2018 年，公司前五大销售客户销售额占比为 67.57%，集中度较高。2019 年 1~3 月，公司商品销售收入 2.89 亿元，毛利率 4.24%，较 2018 年提升 2.78 个百分点，主要是受房地产行业影响，西津物流建材业务中毛利率相对较高的钢材与水泥销售量上升所致。

西津物流主要采取“以销定购”的销售模式，具体为：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，西津物流需预付部分资金，待货物验收合格后付清余款。西津物流通过销售与采购之间的差价获取收益，商品采购与销售均遵循市场化原则定价。西津物流与下游客户的资金结算主要采用银行汇款方式，在下游客户提取货物后，西津物流向其开具发票，三个月内付清余款。

教育

公司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“教投公司”）运营。截至 2019 年 3 月底，教投公司下辖绵阳中学实验学校、南山中学实验学校、绵阳外国语实验学校以及绵阳嘉信学校后勤管理服务有限公司等，上述三所学校在校学生共计 2.59 万人。2018 年，公司实现教育业务收入 5.68 亿元，毛利率为 18.79%，同比略有提升。2019 年 1~3 月，公司实现教育业务收入 1.34 亿元，毛利率为 5.21%，较 2018 年大幅下降，主要是教育业务收费季集中在下半年所致。公司下辖三所学校均为当地知名实验学校，竞争力较强，学校收入稳定；且三所学校均为教学业务单位，不缴纳企业所得税，公司教育板块盈利能力较强，对公司整体利润形成良好补充。

水务

公司水务业务主要通过全资子公司绵阳市水务（集团）有限公司（以下简称“水务集团”）运营，水务集团作为绵阳市主城区唯一的供水企业，承担着绵阳市全市一般生产、生活供水任务，具有垄断经营地位。在供水结构中，生活用水占据主导地位，工业和营业用水的供水量及收入处于辅助地位。另外，2016~2018 年水务集团的收入中还包含了户表工程收入，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。目前新建每户城区限价为 3060 元，乡镇上的是 1500 元，户表改造每户最高 850 元，上述费用直接向用户收取。供水方面，

水务集团业务范围涵盖绵阳市主城区。截至 2019 年 3 月底，水务集团设计供水能力 32.5 万吨/日，拥有管网长度 2367 千米，供水区域 80 平方公里，管网水质综合合格率稳定在 99% 以上。

表5 2016~2019年3月公司水务业务概况
(单位: 万立方米、万户、公里)

项目	2016 年	2017 年度	2018 年	2019 年 1~3 月
平均日制水量	19	22	23	23
供水量	6951	7977	8541	2037
售水量	6255	6945	7287	1775
自来水用户累计数	35	40	44	44
管网长度	1849	2105	2352	2367

资料来源: 公司提供

水价方面，2018~2019 年 3 月绵阳市水价未发生变化，居民用水为 2.01 元/立方米，工商服务用水和建筑用水均为 2.35 元/立方米，特种用水为 4.80 元/立方米。2018 年，公司水务收入为 3.37 亿元，同比略有下降，毛利率为 39.69%，同比提升 5.66 个百分点，主要是 2017 年 6 月开始，居民用水价格调升所致，公司水务业务毛利率水平较高，保持在 57% 左右。收入构成上，2018 年，水务收入中供水业务收入分别为 1.67 亿元，其余为户表工程和管网工程收入。

2019 年 1~3 月，公司水务收入为 0.62 亿元，其中供水业务收入为 0.41 亿元，毛利率为 47.67%，较 2018 年有所提升主要是毛利率较高的供水业务收入占比提升所致。

旅游酒店

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 3 月底，上述 4 家酒店总建筑面积 13.50 万平方米，共有房间 881 间/套，床位 1397 个，餐位 4008 个。2018 年，公司酒店业务收入为 1.41 亿元，毛利率为

74.42%，保持在很高水平。2019 年 1~3 月，公司酒店业务收入为 0.44 亿元，毛利率为 77.25%。公司旅游酒店板块毛利率较高，对公司利润形成良好补充。

房产销售

公司具有房地产开发二级资质，可运用自有资金及外部融资，自建商品房及保障房进行销售，依靠销售款项及公司运营资金实现资金平衡。

商品房方面，公司利用自有土地或公开市场摘地进行地产项目开发。保障房方面，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、绵阳市物价局等部门确定的价格，一般较市场价格低约 10%，面向由绵阳市住房保障中心审查符合条件的社会对象销售。

资金筹集方面，廉租房和公租房由绵阳市财政直接拨款(计入“资本公积”)；经济适用房和限价商品房由公司自筹资金建设，未来通过销售收入平衡，若出现亏损可由配套的部分商业弥补。

2018 年，公司房产开发销售业务收入为 2.55 亿元，毛利率为 10.59%，同比大幅增长，主要是 2018 年房地产开发销售业务中利润率较高的春晖花园(学区房)销售收入占比较高所致。2017 年公司房产销售业务毛利率为负主要是当年主要以销售安置房和限价房为主，销售价格低于成本所致。2019 年 1~3 月，公司房产开发销售收入 0.45 亿元，毛利率为 68.80%，较 2018 年大幅提升。

截至 2019 年 3 月底，公司在售(含在建)的商品房项目为缤购天地和南河广场，其中缤购天地累计已售面积 3.35 万平方米；南河广场项目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。商品房拟建项目为小观三星商品房建设项目，总投资 5.70 亿元，规划建筑面积 10.41 万平方米，目前处

于项目前期阶段，已经取得对应土地（投入约1.99亿元）。

截至2019年3月底，公司保障房项目已全部完工，大部分已经销售。公司无拟建的保障性住房项目。未来房屋开发销售收入主要以商品房销售收入为主。

整体看，公司房产开发销售业务目前持续性一般。未来收入一定程度受未来房地产市场行情及政府对保障性住房的规划影响。

（3）对外投资

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市场景气度影响，可能有不确定性。

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3月底，惠科光电尚未纳入公司财务报表合并范围，公司对惠科光电的股权投资形成的可供出售金融资产账面价值为20.75亿元。该项目主要系为实现发展新型平板产业的战略目标，生产液晶显示器件等，项目建设周期16个月。项目实际运营效益受市场环境、产品升级换代等因素影响，有一定不确定性。

总体看，公司参与投资的惠科第8.6代项目投资规模高，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市场景气度影响，可能有不确定性。

3. 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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年合并财务报表，利安达会计师事务所（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2019年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2018年，公司新纳入合并范围内子公司包括绵阳市建设工程质量检测中心、绵阳市东津酒店管理有限责任公司和三台县潼川镇上东街幼儿园。2018年，公司将绵阳金控城镇化建设股权投资中心（有限合伙）进行了清算并办理了注销手续。2019年1~3月，公司合并范围较2018年末未发生变化。截至2019年3月底，公司合并范围共有19家二级子公司。跟踪期内，公司合并范围变化对财务数据连续性及可比性影响小。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长。公司对政府类单位的应收类款项占比较高，对公司资金形成较大占用；同时，基础设施项目和土地整理的开发成本在公司资产中占比较高，公司整体资产流动性弱，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额628.22亿元，同比增长0.49%。截至2018年底，公司非流动资产占上升至54.24%，公司资产构成以非流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	128.54	20.56	84.58	13.46	77.12	11.81
应收账款	29.61	4.74	21.56	3.43	21.89	3.35
预付款项	57.99	9.28	60.84	9.68	61.86	9.47
其他应收款	69.48	11.11	71.15	11.33	76.11	11.65
存货	46.24	7.40	44.09	7.02	45.65	6.99
流动资产	335.54	53.67	287.48	45.76	287.04	43.95
可供出售金融资产	22.44	3.59	31.09	4.95	46.23	7.08
投资性房地产	21.25	3.40	21.94	3.49	21.94	3.36
固定资产	39.74	6.36	41.55	6.61	41.55	6.36
在建工程	188.16	30.10	225.51	35.90	235.46	36.05
无形资产	13.71	2.19	15.60	2.48	15.52	2.38
非流动资产	289.64	46.33	340.74	54.24	366.08	56.05
资产总额	625.19	100.00	628.22	100.00	653.12	100.00

注：截至 2019 年 3 月底，公司应收账款数据为应收票据和应收账款的合计值；其他应收款数据为应收股利、应收利息和其他应收款的合计值

资料来源：公司审计报告、2019 年 1~3 月财务报表，联合资信整理

截至 2018 年底，公司流动资产合计 287.48 亿元，同比下降 14.32%，主要系货币资金大幅下降所致。

截至 2018 年底，公司货币资金 84.58 亿元，同比下降 34.20%，主要是对在建项目不断投入所致。公司货币资金主要由银行存款 73.79 亿元和受限货币资金 10.78 亿元（占 12.75%）构成。截至 2018 年底，公司应收账款为 21.56 亿元，同比下降 27.18%，主要系公司新购土地款冲减应收土储中心款项所致，公司累计计提坏账准备 893.80 万元；前五名合计欠款金额占应收账款总额的 84.69%，集中度仍较高，主要欠款单位为绵阳市财政局、绵阳市住房和城乡建设局和土储中心等，回款风险较小，公司未对其计提坏账准备，但对资金存在较大的占用。截至 2018 年底，公司预付款项为 60.84 亿元，同比增长 4.91%，公司预付款项主要为支付的拆迁补偿款。截至 2018 年底，公司其他应收款 71.15 亿元，同比增长 2.40%，主要由公司与绵阳市各政府部门及事业单位的往来款和保证金等构成。截至 2018 年底，公司存货 44.09 亿元，同比下降 4.65%，存货主要由开发成本（占 91.36%）、工程施工（已完工未结算款）（占 4.35%）和库存商品

（产成品）（占 2.95%）构成，开发成本和开发产品主要为房产项目的投入以及建设用地投入，工程施工（已完工未结算）主要为子公司四川嘉来建筑工程有限公司对外承接项目的投入；公司对存货计提跌价准备 398.67 万元，计提比例很低。

截至 2018 年底，公司非流动资产 340.74 亿元，同比增长 17.64%，主要系可供出售金融资产和在建工程增加所致。截至 2018 年底，公司在建工程 225.51 亿元，同比增长 19.85%，主要系城南新区、二环路工程和仙海项目等项目投入增加所致。公司完工未确认收入的基础设施项目和整理的土地都计入公司在建工程²科目中核算，故公司在建工程规模较大。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 31.09 亿元，同比增长 38.59%，主要是公司 2018 年新增对惠科光电投资 7.22 亿元、对惠科股份有限公司投资 0.67 亿元，对绵阳今尚教育体育发展有限责任公司追加投资 0.12 亿元和对四川省创新创业股权投资基金合伙企业（有限合伙）追加投资 0.65 亿元所致。

² 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。

截至 2019 年 3 月底，公司账面土地共计 562 万平方米，均系政府注入，分别计入资本公积和实收资本科目，评估价值共计 41.10 亿元，为出让用地。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 653.12 亿元，较上年底增长 3.96%，主要是可供出售金融资产和在建工程增长所致；其中非流动资产占比为 56.05%，资产结构较 2018 年底变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司可供出售金融资产为 46.23 亿元，较 2018 年底增长 48.66%，主要是公司 2019 年新增对绵阳惠科光电科技有限公司投资 13.53 亿元；同期，公司在建工程为 235.46 亿元，较上年底增长 4.41%，主要是公司持续对项目投入所致。截至 2019 年 3 月底，公司其他科目较 2018 年底变化较小。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产账面价值合计 60.64 亿元，占总资产的 9.28%，受限比例一般。受限资产主要包括用于担保的资产 59.42 亿元（包括受限货币资金 6.33 亿元、存货 9.68 亿元、固定资产 1.04 亿元、无形资产 8.11 亿元、在建工程 14.88 亿元、投资性房地产 11.38 亿元和可供出售金融资产 8.00 亿元）和其他原因造成受限的资产 1.23 亿元（包括货币资金 0.65 亿元、其他流动资产 0.09 亿元和无形资产 0.48 亿元）。

3. 资本结构

表 7 2017~2019 年 3 月底公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	8.50	4.34	8.50	4.32	8.50	4.32
资本公积	147.69	75.42	147.68	74.98	147.68	74.97
其他权益工具	9.94	5.08	9.94	5.05	9.94	5.05
未分配利润	11.90	6.08	11.62	5.90	11.62	5.90
少数股东权益	14.64	7.48	15.49	7.86	15.51	7.88
所有者权益	195.83	100.00	196.94	100.00	196.97	100.00

资料来源:根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司负债规模呈增长趋势，以非流动负债为主。公司债务结构主要以长期债

跟踪期内，公司权益规模保持增长，实收资本和资本公积占比较大，权益结构稳定性较好。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 196.94 亿元，同比增长 0.57%，主要系少数股东权益增加所致。截至 2018 年底，公司注册资本为 8.50 亿元，同比没有变化；公司资本公积 147.68 亿元，同比下降 0.01%，主要系政府收回土地导致公司资本公积下降所致。截至 2018 年底，公司其他权益工具为 9.94 亿元，为公司于 2017 年 8 月发行永续票据，发行规模 10.00 亿元，扣除相关费用后为 9.94 亿元，公司将其计入“所有者权益-其他权益工具”。截至 2018 年底，公司未分配利润 11.62 亿元，同比下降 2.37%，主要系分配现金股利所致。截至 2018 年底，公司少数股东权益为 15.49 亿元，同比增长 5.75%，主要是子公司增资所致。截至 2018 年底，公司实收资本及资本公积占所有者权益的比重达 79.30%，公司权益结构的稳定性较好。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 196.97 亿元，较上年底增长 0.02%，公司所有者权益结构与上年底变化不大。

务为主，但短期债务增长很快，债务负担较重。

截至 2018 年底，公司负责总额合计 431.28 亿元，同比增长 0.45%，主要系流动负债增长

所致。截至 2018 年底，公司负债仍以非流动 负债为主，非流动负债占比为 74.36%。

表 8 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.67	0.85	12.29	2.85	24.77	5.43
应付账款	8.55	1.99	9.02	2.09	9.47	2.08
其他应付款	17.94	4.18	19.39	4.50	17.79	3.90
一年内到期的非流动负债	39.51	9.20	49.12	11.39	37.99	8.33
流动负债	83.58	19.47	110.57	25.64	109.07	23.91
长期借款	121.10	28.20	102.65	23.80	106.91	23.44
应付债券	128.07	29.83	135.84	31.50	151.59	33.23
长期应付款	70.71	16.47	63.04	14.62	83.85	18.38
专项应付款	17.89	4.17	14.45	3.35		
非流动负债	345.78	80.53	320.71	74.36	347.08	76.09
负债总额	429.36	100.00	431.28	100.00	456.15	100.00

注：截至 2019 年 3 月底，公司其他应付款数据为其他应付款、应付利息和应付股利的合计值

资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2018 年底，公司流动负债合计 110.57 亿元，同比增长 32.30%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司短期借款 12.29 亿元，同比增加 8.62 亿元，主要系公司因经营需要增加短期借款所致。公司短期借款主要由信用借款 6.80 亿元、保证借款 4.89 亿元和质押借款 0.60 亿元构成。截至 2018 年底，公司其他应付款为 19.39 亿元，同比增长 8.10%，主要是公司本年应付政府部门款项增长所致。公司其他应付款主要包括应付政府部门的款项（占 53.53%）、应付非关联单位结算款及保证金（占 25.17%）和应付其他款项（占 21.30%）构成。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 49.12 亿元，同比增长 24.32%，主要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 亿元构成。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 320.71 亿元，同比下降 7.25%，主要是长期借款等下降所致。截至 2018 年底，公司长期借款 102.65 亿元，同比下降 15.23%，主要是偿还部分长期借款所致。公司长期借款主要包括信用借款 35.25 亿元、保证借款 42.03 亿元、抵押借款 22.61 亿元和质押借款 17.64 亿元；

公司应付债券 135.84 亿元，同比增长 6.07%，主要是公司 2018 年发行多期债券所致。截至 2018 年底，公司长期应付款 63.04 亿元，同比下降 10.85%，主要系公司支付政府项目工程款和公司融资租赁款所致，公司长期应付款前 5 名分别为：政府项目工程款（38.72 亿元）、四川兴蜀铁路投资有限责任公司款项（4.60 亿元）、平安国际融资租赁（3.20 亿元）、一号桥华融租赁（2.95 亿元）和华融租赁（2.25 亿元），其中融资租赁款共计 8.39 亿元，均为有息债务，应调整至全部债务进行相关指标核算。截至 2018 年底，公司专项应付款 14.45 亿元，同比减少 19.26%，主要系政府建设项目资金结转所致。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 456.15 亿元，较上年底增长 5.77%，其中非流动负债占比增至 76.09%。截至 2019 年 3 月底，公司短期借款为 24.77 亿元，较上年底增长 101.57%，主要是公司为满足日常运营增加借款所致；一年内到期的非流动负债为 37.99 亿元，较上年底下降 22.64%，主要是公司偿还部分借款所致；公司应付债券为 151.59 亿元，较上年底增长 11.59%，主要是公司发行私募债券所致。其他科目较上年底变化较小。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 300.56

亿元，同比增长 2.45%，其中短期债务和长期债务的占比分别为 20.65%和 79.35%。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 68.65%、60.41%和 54.77%。若将其他流动负债和长期应付款中的有息债务计入全部债务核算，2018 年，公司调整后全部债务为 319.14 亿元，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 61.84%和 56.09%，整体债务水平较重。截至 2019 年 3 月底，若将其他流动负债和长期应付款中的有息债务计入全部债务核算，则公司调整后的长期债务为 276.95 亿元，调整后全部债务为 345.71 亿元；公司调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 63.70%和 58.44%，债务负担较 2018 年底有所上升。截至 2019 年 3 月底，公司分别将于 2019 年、2020 年和 2021 年需要偿还有息债务 68.77 亿元、66.19 亿元和 90.35 亿元。

另外，公司于 2017 年 8 月发行一期永续中期票据，形成截至 2019 年 3 月底“所有者权益-其他权益工具”项目的余额为 9.94 亿元。考虑到永续债券的性质及特点，该债券赎回的可能性较大，公司于第一个行权日行权的可能性很大，公司的各项债务指标可能进一步升高。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入规模以及营业利润率均有所增长，公司期间费用控制能力有待增强。政府补贴对利润总额形成重要补充，公司整体盈利能力弱。

2018 年，公司营业总收入为 54.97 亿元，同比增长 12.95%，主要是土地整理收入和项目回购收入增长所致；公司营业成本为 41.88 亿元，同比增长 9.52%，主要是随着公司业务不断开展，相关业务成本上涨所致。2018 年，公司营业利润率上升至 22.90%。

2018 年，公司期间费用 9.65 亿元，同比增长 11.22%，主要是财务费用增长所致。2018

年，公司财务费用为 4.91 亿元，同比增长 12.26%，主要是随着公司融资增长净利息支出增长所致。受公司营业总收入增长影响，公司期间费用占营业总收入的比重由 2017 年 17.82%下降至 2018 年的 17.55%。考虑到另有部分利息支出以资本化的形式反映在在建工程中，公司实际利息负担要高于财务费用。公司期间费用控制能力有待增强

2018 年，公司投资净收益为-0.94 亿元，主要是公司对长期股权投资中金控城镇化股权投资中心（有限合伙）进行清算导致亏损 1.08 亿元所致。

2018 年，公司其他收益为 0.16 亿元，全部为公司获得的政府补贴。

2018 年，公司营业外收入 1.37 亿元，主要由政府补助 1.34 亿元等构成。在政府补助的作用下，2018 年公司实现利润总额 3.47 亿元，同比增长 3.73%。财政补贴收入对公司利润总额的支撑作用很大。

从盈利指标看，2018 年公司调整后总资产收益率和净资产收益率分别为 1.73%和 1.53%。受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 7.00 亿元，相当于 2018 年全年的 12.74%。同期，公司期间费用为 1.78 亿元，期间费用率为 25.46%，期间费用控制能力较 2018 年有所下降；公司其他收益为 0.06 亿元，为获得的政府补助；公司营业外收入 0.01 亿元，主要由政府补贴构成；利润总额为 0.10 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，随着土地整理业务回款增长，公司收入实现质量有所提升。随着公司对在建项目的持续投入和对外投资规模的增长，公司投资性净现金流转为流出状态。为平衡项目建设投入和对外投资的增长，公司筹资性净现金流持续净流入。

2018 年，公司经营活动现金流入 57.26 亿元，同比减少 1.49%，其中 2018 年公司销售

商品、提供劳务收到的现金为 37.71 亿元，同比增长 31.02%，主要系公司 2018 年公司土地整理业务回款增长所致；受此影响，2018 年公司现金收入比较上年上升至 68.59%；公司收到其他与经营活动有关的现金为 19.27 亿元，同比下降 33.85%，主要是 2018 年收到的往来款下降所致。2018 年，因公司补缴土地出让金，公司经营活动支付的现金流上升至 51.90 亿元。2018 年，公司经营活动现金流量净额为 5.36 亿元，同比大幅下降。

2018 年，公司投资活动现金流入金额为 1.83 亿元，主要由收到其他与投资活动有关的现金 1.68 亿元（用于质押的存单解押所致）构成。2018 年，公司投资活动现金流出金额为 61.62 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 51.03 亿元，同比增长 122.46%，主要系公司对在建项目投入增长所致；投资支付的现金 8.69 亿元，主要为对惠科光电等公司的投资款。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -59.78 亿元，净流出规模大幅增长。

2018 年，公司筹资活动现金流入金额为 116.54 亿元，同比增长 27.42%。其中 2018 年，公司取得借款收到的现金为 100.22 亿元，同比增长 31.18%，主要是公司为保证项目的顺利推进，增加借款和发行债券等获得的现金所致；公司收到其他与筹资活动有关的现金 15.98 亿元，主要是公司收到的财政拨款（对应资本公积的增长）。2018 年，公司筹资活动现金流出量为 107.16 亿元，同比增长 68.04%，主要体现为偿还债务所支付的现金 80.24 亿元以及分配股利、利润或偿付利息所支付的现金 19.69 亿元。公司支付的其他与筹资活动有关的现金主要是与融资租赁有关的费用。2018 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 9.38 亿元，同比大幅下降。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金净流量为 1.56 亿元，销售商品提供劳务收到现金 5.91 亿元，现金收入比为 84.48%，较 2018 年有所上升，主要是收入构成以回款情况较好的

经营性业务为主所致；投资活动现金流量净额 -25.25 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 10.59 亿元，主要是对在建项目的投入；投资支付的现金为 15.13 亿元，主要是增加对绵阳惠科光电科技有限公司投资；筹资活动现金流量净额为 16.23 亿元，其中取得借款收到的现金为 43.18 亿元，为公司取得的银行借款及发行债券获取的现金；公司收到其他与筹资活动有关的现金 4.09 亿元，主要是收到融资租赁款项所致。2019 年 1~3 月，公司投资支出规模较大，公司现金呈净流出状态。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力较弱。考虑到公司获得多方面外部支持，公司偿债风险很低。

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年末，公司流动比率、速动比率分别为 259.99% 和 220.12%，较 2017 年底有所下降。截至 2018 年末，公司现金类资产是同期调整后短期债务的 1.25 倍，覆盖程度尚可。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 11.68 亿元，全部债务/EBITDA 为 25.74 倍，公司经营活动净现金流为 5.36 亿元，对全部债务的覆盖倍数较低。公司长期偿债能力较弱。考虑到公司获得多方面外部支持，公司偿债风险很低。

截至 2019 年 3 月底，公司在各商业银行、政策性银行共获得的授信总额为 430.34 亿元，未使用额度 87.64 亿元。公司间接融资渠道畅通。

对外担保方面，截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额共计 7.15 亿元，担保比率为 3.63%，被担保企业包括四川兴蜀铁路投资有限责任公司、中科实业集团（控股）有限公司、绵阳市安州投资控股有限公司和绵阳市绵江公路建设工程有限责任公司，担保余额分别为 5.02 亿元、0.96 亿元、0.48 亿元和 0.68 亿元。上述企业均为国有企业，经营情况稳定。总体

看，公司或有负债风险较小。

7. 母公司财务概况

母公司财务方面，截至 2018 年底，母公司资产总额 520.00 亿元，同比增长 1.00%。其中流动资产占 51.01%、非流动资产占 48.99%，资产以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的 79.62%，占比较高。截至 2018 年底，母公司其他应收款为 94.60 亿元，同比增长 18.41%，主要是对政府部门的往来款增长所致。截至 2018 年底，母公司存货为 39.62 亿元，同比增长 12.49%，主要是对在建项目投入的增长所致。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 168.58 亿元，同比下降 3.21%，主要系未分配利润下降所致。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占合并报表所有者权益的 85.59%，占比很高。截至 2018 年底，母公司实收资本 8.50 亿元，同比持平。

截至 2018 年底，母公司负债合计 351.42 亿元，同比增长 3.15%，主要是一年内到期的非流动负债大幅增长所致。其中流动负债占 24.97%、非流动负债占 75.03%，母公司负债以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的 81.48%，占比很高。截至 2018 年底，母公司一年内到期的非流动负债 47.28 亿元，同比增长 36.96%，主要是公司部分长期借款将于一年内到期转入所致。截至 2018 年底，母公司应付债券为 135.84 亿元，同比增长 6.07%，主要是母公司 2018 年发行债券金额增长所致。

2018 年，母公司实现营业收入 26.28 亿元，占合并报表营业收入的 47.81%，母公司营业收入以土地整理收入和项目回购收入为主；母公司利润总额为 2.16 亿元，占合并报表利润总额的 62.25%。母公司营业收入和利润总额对合并口径数据贡献很大。

九、存续债券偿债能力分析

截至 2019 年 6 月底，公司存续债券余额

201.35 亿元，一年内到期的应付债券 25.60 亿元，公司短期偿债压力较小，未来集中偿债压力一般。

截至 2019 年 6 月底，公司存续债券余额 201.35 亿元，公司一年内到期的应付债券合计 25.60 亿元。截至 2018 年底，公司现金类资产对一年内到期应付债券的覆盖程度为 3.30 倍，覆盖能力强，公司短期偿债压力较小。截至 2019 年 6 月底，公司存续债券余额较大，但偿还期限较为分散，公司 2020 年~2022 年到期的存续债券分别合计 14.90 亿元、40.85 亿元和 55.00 亿元。按最大还款高峰期 2022 年的 55.00 亿元计算，2018 年公司经营活动现金流入量对未来偿债峰值的覆盖能力一般，经营活动现金流量净额以及 EBITDA 对未来偿债峰值的覆盖能力较弱。公司未来集中偿债压力一般。

表 9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	25.60
未来待偿债券本金峰值	55.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.30
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.04
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.10
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.21

资料来源：审计报告，联合资信整理。

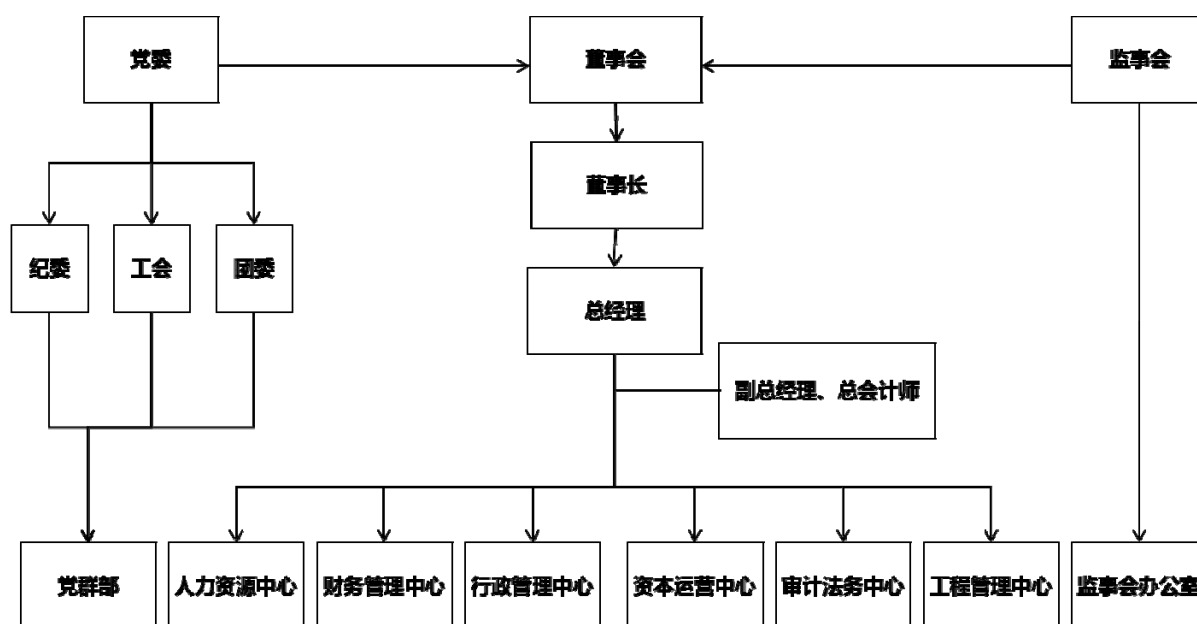
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺，维持“15 绵阳投控 MTN001”和“17 绵阳投资 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 2 截至 2019 年 3 月底公司子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本	持股比例 (%)	享有的表决权 (%)
1	绵阳市汽车实验驾驶技术学校股份有限公司	机动车驾驶员培训、营运驾驶员从业资格培训	200.00	100.00	100.00
2	绵阳富达资产经营管理有限责任公司	资产经营管理, 房地产开发等	5000.00	100.00	100.00
3	绵阳市康居房产经营管理有限公司	经营管理和出售公房; 房屋拆迁等	1000.00	100.00	100.00
4	绵阳文化旅游集团有限公司	广播电视节目制作, 电影单片制作等	8000.00	100.00	100.00
5	四川优悦文化传媒有限责任公司	国内广告的设计、制作、代理、发布, 动漫设计、制作, 会展服务, 计算机网络技术服务	1184.00	100.00	100.00
6	绵阳市水务(集团)有限公司	自来水生产、供应, 城市污水净化, 供排水工程设计等。	13241.08	100.00	100.00
7	四川越王楼文化传播有限公司	会议及展览服务、越王楼景区游览管理, 百货、工艺美术品及收藏品(不含文物)、等销售	1709.18	100.00	100.00
8	绵阳金控小额贷款股份有限公司	发放贷款(不含委托贷款)及相关的咨询活动	35500.00	母公司和绵阳金控投资管理有限责任公司共同持股 100.00	100.00
9	绵阳金控投资管理有限责任公司	对国家政策允许的投资项目提供管理及咨询服务, 企业管理咨询服务	3898.00	100.00	100.00
10	绵阳嘉来资产运营管理有限责任公司	土地整理, 对建筑工程项目投资	500.00	100.00	100.00
11	四川嘉来建筑工程有限公司	土木工程施工、市政公用工程施工, 水电安装建筑装饰装修工程施工等	50000.00	100.00	100.00
12	绵阳市城市停车管理有限公司	静态交通物联网系统建设管理, 停车泊位经营管理, 公共停车场管理等	1000.00	100.00	100.00
13	绵阳市教育投资发展(集团)有限公司	学校教育投资项目和资产的经营管理, 教育资源的开发等	5000.00	100.00	100.00
14	绵阳嘉创孵化器管理有限公司	企业孵化器管理与服务	30000.00	母公司持股 51.00	51.00
15	绵阳市绵州嘉来会务服务有限公司	住宿、中餐、歌舞娱乐等	5000.00	100.00	100.00
16	绵阳市嘉南旅游开发有限公司	旅游项目、房地产开发项目等	1000.00	100.00	100.00
17	四川西津物流有限责任公司	货运代办, 货物配送, 销售五金交电、建筑材料等	10000.00	100.00	100.00
18	四川嘉来置业有限公司	房地产开发、经营、房地产营销策划等	10000.00	100.00	100.00
19	绵阳市康来物业服务服务有限公司	物业管理及咨询服务, 房屋租赁及销售代理等	300.00	母公司和绵阳富达资产经营管理有限责任公司共同持股 100.00	100.00

资料来源: 公司提供

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	105.89	128.54	84.58	77.12
资产总额(亿元)	584.95	625.19	628.22	653.12
所有者权益(亿元)	183.33	195.83	196.94	196.97
短期债务(亿元)	13.22	44.21	62.07	63.38
调整后短期债务(亿元)	13.22	44.21	67.56	68.77
长期债务(亿元)	282.61	249.17	238.49	258.50
调整后长期债务(亿元)	282.61	259.26	251.58	276.95
全部债务(亿元)	295.83	293.37	300.56	321.88
调整后全部债务(亿元)	295.83	303.46	319.14	345.71
营业总收入(亿元)	43.52	48.67	54.97	7.00
利润总额(亿元)	1.66	3.35	3.47	0.10
EBITDA(亿元)	10.08	11.96	11.68	--
经营性净现金流(亿元)	6.27	17.57	5.36	1.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.53	1.52	2.15	--
存货周转次数(次)	0.81	0.84	0.93	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.08	0.09	--
现金收入比(%)	55.12	59.13	68.59	84.48
应收类款项/资产总额(%)	17.67	15.85	14.76	15.01
营业利润率(%)	16.40	20.52	22.90	25.89
总资本收益率(%)	1.64	1.86	1.79	--
调整后总资本收益率(%)	1.64	1.82	1.73	--
净资产收益率(%)	0.67	1.41	1.53	--
长期债务资本化比率(%)	60.65	55.99	54.77	56.75
调整后长期债务资本化比率(%)	60.65	56.97	56.09	58.44
全部债务资本化比率(%)	61.74	59.97	60.41	62.04
调整后全部债务资本化比率(%)	61.74	60.78	61.84	63.70
资产负债率(%)	68.66	68.68	68.65	69.84
流动比率(%)	607.77	401.48	259.99	263.16
速动比率(%)	520.60	346.15	220.12	221.31
经营现金流动负债比(%)	12.30	21.02	4.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	29.34	24.53	25.74	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	29.34	25.37	27.33	--

注：1、2019 年 1 季度财务数据未经审计；2、调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中的付息项，调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的付息项，调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务

附件 4 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/主营业务收入×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-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券+融资租赁款

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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