信用等级公告

联合[2018] 1305 号

联合资信评估有限公司通过对成都市兴城建实业发展有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持成都市兴城建实业发展有限责任公司主体长期信用等级为 AA，“15 兴城建债/PR 兴城建”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

二零一八年六月二十六日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

成都市兴城建实业发展有限责任公司跟踪评级报告

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 兴城建债/PR 兴城建	4.80 亿元	2022/03/20	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	32.14	20.62	34.23
资产总额(亿元)	139.83	165.32	233.81
所有者权益(亿元)	49.13	52.79	60.95
短期债务(亿元)	1.00	1.25	0.95
长期债务(亿元)	42.39	23.38	61.63
全部债务(亿元)	43.39	24.63	62.58
营业收入(亿元)	6.15	7.92	5.42
利润总额 (亿元)	2.49	2.44	1.54
EBITDA(亿元)	2.60	2.70	2.70
经营性净现金流(亿元)	-11.26	-30.43	-41.05
营业利润率(%)	13.69	6.50	4.23
净资产收益率(%)	4.78	4.34	2.58
资产负债率(%)	64.86	68.07	73.93
全部债务资本化比率(%)	46.89	31.82	50.66
流动比率(%)	242.66	160.48	180.47
经营现金流动负债比(%)	-23.31	-34.31	-36.93
全部债务/EBITDA(倍)	16.17	9.12	35.19

分析师

张 宁 张婷婷
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

成都市兴城建实业发展有限责任公司（以下简称“公司”）是成都市青羊区重要的城市建设投融资主体。跟踪期内，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在项目储备及政府支持等方面继续保持优势；成都市青羊区经济持续增长，为公司提供了良好的发展环境。同时，联合资信也关注到公司应收款项及存货规模快速增长、债务增长快、自身盈利能力较弱等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

青羊区是成都市旧城区改造的主要区域之一，未来随着棚户区改造工程的启动，公司土地拆迁业务量有望大幅上升，同时带动棚改片区回迁安置房建设等代建业务增长。

“15兴城建债/PR兴城建”设置提前还款安排，有效降低了公司资金集中偿付压力。

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“15 兴城建债/PR 兴城建”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在资本注入和政府补贴等方面继续获得了政府及相关部门的支持。
2. “15 兴城建债/PR 兴城建”设置了分期还款安排，有效降低了公司集中偿付压力。

关注

1. 公司应收款项和存货规模仍较大，对资金占用较多，资产流动性偏弱，公司整体资产质量一般。
2. 跟踪期内，公司主营业务利润空间小，自身盈利能力较弱。
3. 跟踪期内，公司委托代建市政工程规模大幅增长，公司经营性净现金流持续大额为负，公司对外融资压力可能进一步上升。
4. 跟踪期内，公司对外担保金额偏大，对单

一企业担保比例较高，存在一定或有负债风险。

5. 跟踪期内，公司债务规模大幅增长，债务负担进一步加重。

声　明

一、本报告引用的资料主要由成都市兴城建实业发展有限责任公司（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。

成都市兴城建实业发展有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于成都市兴城建实业发展有限责任公司（以下简称“公司”或“兴城建”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

一、主体概况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，仍为成都市青羊区国有资产监督管理办公室（简称“青羊区国资办”）。截至 2017 年底，公司注册资本 2.09 亿元，实收资本 2.09 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，截至 2017 年底，公司本部内设 9 个职能部门，拥有 2 家子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额为 233.81 亿元，所有者权益为 60.95 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 5.42 亿元，利润总额 1.54 亿元。

公司注册地址：成都市青羊区大墙东街 178 号；法定代表人：刘泽华。

二、债券概况及募集资金使用情况

截至 2018 年 3 月底，联合资信所评公司存续债券为“15 兴城建债/PR 兴城建”，债券余额 4.80 亿元。公司于 2018 年支付分期偿还本金 1.20 亿元。截至 2017 年底，募集资金已全部用于募投项目建设。

“15 兴城建债/PR 兴城建”募集资金用于百仁片区清波二期拆迁安置房项目、苏坡街道万家湾社区 6 组建设保障性住房（限价商品住房和公共租赁住房）和黄田坝城中村改造项目中坝 6 组安置房工程。上述项目总投资额分别为 10.42 亿元、10.30 亿元和 5.11 亿元，截至 2017 年底已分别投资 10.91 亿元 5.83 亿元和 3.95 亿元。

表 1　截至 2018 年 3 月底公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 兴城建债/PR 兴城建	6.00	4.80	2015/03/20	7 年

资料来源：联合资信整理

三、行业及区域经济环境

1.　行业分析

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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、

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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 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
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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	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

	债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

跟踪期内，青羊区经济持续增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。

2017年全区实现地区生产总值1056.91亿元，较上年增长7.70%。其中，第一产业实现增加值0.04亿元，同比下降13.10%；第二产业实现增加值174.37亿元，同比增长5.10%；第三产业实现增加值882.49亿元，同比增长8.20%。产业结构调整为0.00:16.50:83.50。2017年，青羊区固定资产投资总额431.66亿元，同比增长20.80%，主要以服务业投资（不含住宅房地产投资）为主（占比78.09%）。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为青羊区国资办。截至 2017 年底，公司注册资本 2.09 亿元，实收资本 2.09 亿元。

2. 外部支持

跟踪期内，青羊区财政状况较为稳健，可为辖区内政府性项目的开发建设提供资金支持。公司持续获得政府及相关部门在资本注入财政补贴方面的支持。

财政收入方面，2017 年，青羊区一般预算收入为 55.98 亿元，同比增长 10.11%。其中，税收收入实现 36.69 亿元，占一般预算收入比重为 65.54%，财政收入较为稳健。财政支出方面，2017 年，青羊区一般公共预算支出为 60.65 亿元，同比增长 6.22%。其中一般公共服务支出 7.23 亿元、公共安全 5.46 亿元、教育 8.85 亿元、社会保障和就业 8.04 亿元、医疗卫生 3.12 亿元。财政自给率为 92.30%，基本实现收支平衡。

2017 年，政府将部分房产注入公司，并按评估价值 3.45 亿元入账；2017 年，公司收到

成都市青羊区文化体育广播电视和旅游局拨付的市级文化产业发展专项资金 50.00 万元。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告》(编号：G1051010500170530P)，截至 2018 年 6 月 20 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 5 月 24 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，管理制度、管理体制无重大变动，执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司作为成都市青羊区重要的城市建设投融资主体，工程代建收入依然是公司收入的最重要来源，但收入规模较上年有所下降。

2017 年，公司实现营业收入 5.42 亿元，同比减少 31.53%，主要系工程收入减少所致。从收入构成看，2017 年公司实现工程收入 4.66 亿元，占比达 85.94%；同时，公司利用自有资金从事商业房地产开发，同时通过自身运营、管理获取一定租金收入。2017 年房地产和租金实现收入合计 0.39 亿元，同比减少 45.08%，主要系房地产收入下降所致。同期，公司获得其他业务收入 0.37 亿元，较上年减少 1.08 亿元，主要系利息收入较上年减少所致。

从毛利率来看，公司市政工程代建板块业务按相关成本确认收入，因此，公司市政工程代建板块毛利率为零。由于 2017 年该板块占比上升，因此，2017 年公司整体毛利率下降至 5.27%。

表3 2016～2017年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程	57572.66	72.70	-	46601.47	85.94	--
房地产	5138.33	6.49	35.66	773.81	1.43	18.18
租金	1961.39	2.48	36.90	3108.10	5.73	50.13
其他	14520.61	18.34	23.39	3740.57	6.90	31.03
合计	**79192.99**	**100.00**	**7.52**	**54223.94**	**100.00**	**5.27**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

土地整理

跟踪期内，公司土地整理工作有序开展，公司目前整理的土地尚未形成收益，待土地整理完成后，预计可为公司带来一定规模收益。

公司是青羊区重要的土地一级开发主体，承担着青羊区大部分土地整理相关业务，主要包括区政府土地开发计划内的城市和农村用地拆迁、补偿、人员安置及场地平整等工作。土地整理资金均通过公司自筹解决，待项目完工且土地使用权出让后，配套工程代建成本连同前期拆迁平整成本一并通过土地出让金收益返还的方式平衡。

目前，公司土地一级开发主要涉及清波片区城市基础设施建设项目（以下简称“清波项目”）、乐平 1 组、康河 2～8 组、快活 5～7、9 组、张家碾 2～4 组、盐井 11 组、董家坝 1～5、7、8 组和文乐二路等项目的土地拆迁和整理工作。

清波项目土地面积 282.88 亩，为政府储备土地，2010 年由青羊区政府将其无偿划拨至公司，作为土地注资计入公司资本公积，评估价

值 13.76 亿元。区政府将从 2010 年分四年平价收回该宗土地，由于该片土地的拆迁平整及配套建设联动进行，所产生成本均计入“存货-工程成本”，收储成本单独计入“存货-土地整理”。土地整理方面，公司清波项目总投资概算 6.77 亿元，包含土地拆迁、整理及配套建设等成本。截至 2017 年底，公司已累计投入资金 3.12 亿元，由于尚未结算，在公司“存货—工程成本”中挂账，后续公司将开展清波片区公建配套等工程建设。土地收储方面，截至 2017 年底，区政府累计收回经平整后土地 180.46 亩，价值 8.78 亿元。尚未收储土地 102.42 亩，剩余价值 4.98 亿元在“存货—土地整理”科目中体现。

此外，公司还承担乐平 1 组、康河 2～8 组，快活 5～7、9 组，张家碾 2～4 组，盐井 11 组，董家坝 1～5、7、8 组、文乐二路等项目的土地拆迁和整理工作，上述项目土地整理项目总投约为 40.00 亿元。截至 2017 年底，上述项目已累计投资 16.13 亿元，计入“存货—工程成本”。总体看，上述土地整理工作投资规模大，待项目完成后将为公司带来一定规模土地整理收益。

市政工程代建

跟踪期内，市政工程代建收入规模较上年有所减少，回款质量差，在建项目存在很大融资压力。

公司作为市政代建工程受托单位（委托单位主要为青羊区政府），主要借助外部融资和财政拨款进行市政工程建设。其工作内容主要为负责施工单位的公开招投标、项目融资、工程管理和监督等工作。资金方面，棚户区改造项目一般由政府统借统还，其他市政工程一般由公司自筹。

表 4　截至 2017 年底公司主要工程代建业务情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至2017年底完成投资情况
西南农机市场	4.20	4.34
清波二期安置房项目	10.65	11.45
苏坡清波片区	6.58	3.12
陕西街旧城改造项目	15.50	2.27
金沙湖项目	9.34	0.17
绿舟公园	0.68	0.66
东坡养老公寓	0.50	0.21
高坎片区土地规划整理	7.50	2.54
青羊棚户区改造	24.66	7.10
西御河街项目	33.40	19.73
文家盐井 10 组	8.90	3.96
成都市第一骨科医院与疾控中心	4.60	1.43
摸底河公园建设项目	0.80	0.28
青羊总部经济基地项目	37.16	7.30
张家碾 3 组派出所	0.44	0.01
金沙二小	0.77	0.23
马厂社区二、三组、七里沟社区	0.6	0.04
文康路、文兴北路道路工程	0.38	0.15
英国小镇 Y2-1 地块农迁房建设	3.58	0.23
合计	**170.24**	**65.22**

注：1. “陕西街旧城改造项目”由于拆迁问题，目前已经停工，未来具体复工时间暂未确定；

2. “清波二期安置房项目”亦为“15 兴城建债/PR 兴城建”募投项目，投资额 10.65 亿元为初期立项金额，区别于可研批复中的 10.42 亿元；

资料来源：公司提供

收入确认方面，区政府年末一般按照项目工程进度与公司进行收入结算。由于公司已将项目相关成本、工资以及利息等相关费用全部核算在内，因此政府对公司应确认的收入进行平价结算。2017年，公司实现工程收入为4.66亿元，同比减少19.10%，截至2017年底，上述代建资金尚未回流。由于业主单位暂未就其他项目与公司进行结算，导致大部分在建工程尚未结转成本，故集中反映在“存货—工程成本”科目下。

此外，公司还通过自建项目通过自身运营获取收益。目前通过此种方式运营的项目为青羊总部经济基地项目，项目总投资37.16亿元，截至2017年底，累计投资7.30亿元，该项目土地来源为通过“招拍挂”取得。

公司目前主要在建项目总投资额合计170.24亿元，截至2017年底，上述项目已投资65.22亿元，未来尚需投资105.02亿元，存在很

大融资压力。

房地产开发

跟踪期内，房地产开发与租售利润空间较小，公司无存量商品房开发项目，房地产销售收入可持续性差。

公司具备房地产开发二级资质，开发模式主要以自主开发为主，项目用地部分通过公开招、拍、挂方式取得，或通过协议价格获得。截至目前，公司无在建房地产项目。2017 年实现收入 773.81 万元，较上年减少 4364.52 万元，主要系上品金沙项目结转的尾楼以及车库收入。同期，公司通过自身运营、管理获取房地产租赁收入 0.31 亿元，同比增长 55.00%，主要系房屋出租率较上年有所增长所致。

3. 未来发展

跟踪期内，由于公司在建项目正处于大规模集中建设阶段，因此公司未来拟建项目规模不大。

青羊区作为成都市旧城区改造主要对象之一，由于目前公司大部分项目正处于集中施工中，因此未来拟建项目规模不大为 3.47 亿元，由于资金来源以外部融资为主，且公司在建项目尚需投资额较大，公司仍有很大资金支出压力。

表 5 截至 2017 年底公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	资本金比例	预计建设周期
清波五组幼儿园	0.30	30%	2018.12-2019.12
清波养老院	0.50	30%	2018.3-2019.6
清波社区2、3组规划配套中学	1.40	30%	2018.12-2019.12
文家大道苏坡支渠整治	0.89	30%	2018.1-2018.12
张家碾社区2、3组幼儿园	0.38	30%	2018.10-2019.12
合计	**3.47**	--	--

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 年合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所(特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2017 年公司合并范围未发生变化，财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产主要以流动资产为主，其中存货、应收类款项规模较大，导致公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

截至 2017 年底，公司资产总额 233.81 亿元，同比增长 41.43%，主要系流动资产增加所致。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	206186.03	12.47	342349.70	14.64
应收账款	147123.34	8.90	193449.35	8.27
其他应收款	287330.03	17.38	295786.09	12.65
存货	733706.87	44.38	1123502.37	48.05
流动资产合计	**1423476.28**	**86.10**	**2009293.19**	**85.94**
长期股权投资	112071.70	6.78	164261.07	7.03
固定资产	23771.43	1.44	61069.12	2.61
在建工程	53321.91	3.23	63464.83	2.71
非流动资产合计	**229730.17**	**13.90**	**328855.54**	**14.06**
资产总计	**1653206.45**	**100.00**	**2338148.72**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2017 年底，公司流动资产合计 200.93 亿元，同比增长 41.15%，主要系存货、货币资金以及应收账款增加所致；公司货币资金

34.23 亿元，同比大幅增长 66.04%，主要系随着公司市政代建工程规模增加，不断融入大量资金所致。公司货币资金主要以银行存款为主，且无受限资金；公司应收账款 19.34 亿元，同比增长 31.49%，主要系应收区政府代建工程款增加所致。公司应收账款主由要成都市青羊区财政局（19.12 亿元，98.86%）欠款构成；公司预付款项 4.73 亿元，同比增长 3.42%，主要由对成都市青羊工业区集中发展区管理办公室的预付账款 4.42 亿元构成；公司其他应收款 29.58 亿元，同比增长 2.94%，主要往来款构成。其他应收款前五名占其他应收款项的 86.12%，集中度较高；公司存货 112.35 亿元，同比增长 53.13%，主要系工程成本增加所致。从存货结构看，工程成本占 94.87%，主要由土地开发整理成本及市政工程建设成本构成；土地整理占 4.43%，系政府尚未收储的土地。

截至 2017 年底，公司非流动资产 32.89 亿元，同比增长 43.15%，主要系长期股权投资以及固定资产增长所致；公司长期股权投资 16.43 元，同比增长 46.57%，主要系对成都青羊城乡建设发展有限公司按权益法核算增加 3.65 亿元、对成都青羊工业建设发展有限公司以及成都市欣中兴建设投资发展限公司追加投资合计 1.23 亿元所致；公司投资性房地产 3.34 亿元，同比减少 3.70%，全部由房屋建筑物构成，房屋主要用于出租，其中 0.55 亿元用于抵押；公司固定资产 6.11 亿元，同比增长 156.90%，主要系政府注入相关房产 3.45 亿元所致；公司在建工程 6.35 亿元，同比增长 19.02%，主要系在建的青羊国投业务综合大楼不断投入所致。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益稳定；公司有息债务规模大幅增长，债务结构仍以长期债务为主，债务负担进一步加重。

截至 2017 年底，公司所有者权益 60.95 亿元，同比增长 15.47%，主要系资本公积和未分配利润增加所致；公司资本公积 48.00 亿元，同比增长 15.93%，主要系政府注入公司 3.45 亿元房产及参股公司成都青羊城乡建设发展有限公司按权益法核算增加资本公积 3.26 亿元所致。公司所有者权益中，实收资本占比 3.43%，资本公积占比 78.75%，未分配利润占比 16.17%，权益构成较上年变化不大，稳定性一般。

表 7 公司主要资本构成情况（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	858262.21	51.92	1080017.39	46.19
流动负债合计	**887002.65**	**53.65**	**1111678.55**	**47.55**
长期借款	173800.00	10.51	556317.79	23.79
非流动负债合计	**238347.07**	**14.42**	**616934.49**	**26.39**
负债合计	**1125349.72**	**68.07**	**1728613.04**	**73.93**
实收资本(或股本)	20888.00	1.26	20888.00	0.89
资本公积	414037.92	25.04	480010.64	20.53
所有者权益合计	**527856.73**	**31.93**	**609535.68**	**26.07**
负债和所有者权益总计	**1653206.45**	**100.00**	**2338148.72**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2017 年底，公司负债总额 172.86 亿元，同比增长 53.61%，主要系流动负债增加所致；公司流动负债 111.17 亿元，同比增长 25.33%，主要系其他应付款增加所致。公司其他应付款 108.00 亿元，同比增长 25.84%，主要系成都市住房保障中心拨付统借统还款以及与成都市青羊区建设局和青羊区国土局等往来款项和拆迁款项增加所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 61.69 亿元，同比增长 158.84%，主要系长期借款增长所致；公司长期借款 55.63 亿元，同比大增 220.09%，其中信用借款（占比 63.74%）、抵押借款（占比 7.51%）和保证借款（占比 19.97%）和质押借款（占比 8.77%)。公司应付债券 6.00 亿元，较上年持平，全部由公司于 2015 年发行成功的“15 兴城建债/PR 兴城建”

构成。

在有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务 62.58 亿元，同比大幅增长 154.70%，主要受长期借款增长的影响。从债务构成上看主要以长期债务为主（占比 98.49%）；受长期借款增加的影响，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率大幅上升至 50.28%和 50.66%。截至 2017 年底，公司资产负债率为 73.93%，较上年增长 5.86 个百分点，债务负担进一步加重。

3．盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所下降；相对于较大的资产规模，公司自身盈利水平较低。

公司的营业收入主要来自于代建工程收入。2017 年，公司实现营业收入 5.42 亿元，同比减少 31.53%，主要系工程代建收入减少所致。同期，公司营业成本 5.14 亿元，同比减少 29.87%，降幅略低于营业收入降幅；同期，公司实现营业利润 1.47 亿元。

2017 年，公司期间费用为 0.25 亿元，同比小幅减少 1.19%；同期，公司期间费用占营业收入的比重下降至 4.55%。由于公司大部分借款利息已作资本化处理，费用化利息较少，因此 2017 年财务费用规模表现为净流入。同期，公司实现投资收益 1.70 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资产生的投资收益。

2017年，公司营业外收入0.07亿元，同比减少94.07%。其中，政府财政补贴50.00万元。同期，公司利润总额1.54亿元，同比减少36.90%。

2017年，公司财政补贴大幅减少，但同期公司投资收益大幅增加，公司利润总额尚能维持在一定规模。

从盈利指标看，2017年，公司营业利润率4.23%，同比下降2.27个百分点，主要系毛利率为零的工程收入占比上升所致；同期公司总资本收益率和净资产收益率分别下降至2.43%和2.58%，公司盈利能力仍处于较弱水平。

4．现金流

跟踪期内，随着公司代建工程规模的增加，经营活动现金流量净额持续大额为负，公司经营性现金收入实现质量较差；投资活动受统借统还款项拨付以及往来借款影响较大；未来随着公司项目建设的进一步推进，公司将面临较大融资压力。

经营活动现金流入方面，2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 0.79 亿元，同比减少 33.22%，主要系 2017 年政府回购款尚未到位所致。受此影响，2017 年公司现金收入比为下降至 14.52%，回款情况很差。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金为 0.25 亿元，主要系收到的政府补助款以及少量往来款；现金流出方面，2017 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 41.14 亿元，同比增长 30.19%，主要系公司委托代建工程投入增加所致。受此影响，2017 年，公司经营活动现金流量净额表现为净流出为-41.05 亿元。

投资活动方面，2017年，公司投资活动现金流入主要由收到其他与投资活动有关的现金构成。同期，公司收到其他与投资活动有关的现金37.86亿元，主要由收到成都成房置业有限公司棚改统借统还款15.33亿元以及成都市青羊区国土局以及成都市青羊区建设局等往来款构成。公司投资活动现金流出为16.53亿元，主要由支付其他与投资活动有关的现金构成。同期，公司支付与其他投资活动有关的现金16.53亿元，主要为公司子公司国投公司支付苏坡街道办事处、成都青羊城乡建设发展有限公司以及成都市青羊区人民政府苏坡街道办事处拆迁安置办公室往来款以及拆迁款构成。2017年，投资活动产生的现金流量净额为21.33亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入全部来源于借款收到的现金。2017 年，公司取得借款收到的现金为 45.86 亿元，同比大幅增长 548.62%，主要系融资需求大幅增加所致。2017 年，筹资活动现金流出为 12.52 亿元，主要为偿还债务支付的现金 7.91 亿元。2017 年，筹

资活动产生的现金流量净额为33.34亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力进一步减弱；公司对外担保金额偏大，但考虑到政府对公司在资产注入等方面的支持，公司整体偿债能力尚可。对单一企业担保比例较高，存在一定或有负债风险。

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为180.74%和79.68%，主要是因为其他应付款大幅增加所致；公司经营现金流动负债比为-36.93%；公司现金类资产对短期债务的保障倍数为36.03倍。总体来看，短期债务规模较小，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017年，由于公司利润总额有所下降，公司EBITDA下降至1.78亿元；同时由于长期债务规模的大幅增长，公司全部债务/EBITDA上升至35.19倍。总体看，跟踪期内，长期偿债能力进一步减弱，但考虑到政府对公司在资产注入等方面的支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2017年底，公司对外担保余额30.32亿元，担保比率为65.61%。被担保单位主要系公司参股公司成都青羊城乡建设发展有限公司（简称“青羊城乡建设”）。青羊城乡建设系公司参股40%的国有企业，主要涉及成都市非物质文化遗产博览园等省市重点市政工程的承建，截至目前被担保单位经营情况正常。整体看，公司对外担保金额偏大，对单一企业担保比例较高，存在一定或有负债风险。

表8 截至2017年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保金额
成都绿洲文化旅游投资管理有限公司	0.80
成都青羊城乡建设发展有限公司	39.19
合计	**39.99**

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司获得授信总额38.00亿元，已使用额度25.30亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

九、存续期内债券偿债能力

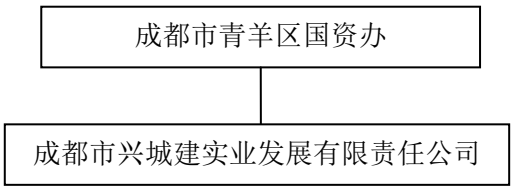
跟踪期内，公司无一年内到期债券，公司现金流入量对未来待偿还债券本金峰值保障程度一般。

截至2018年5月底，公司存续期内债券余额为4.80亿元，具体为2015年3月发行的6.00亿元“15兴城建债/PR兴城建”。由于“15兴城建债/PR兴城建”设置本金分期偿还条款，债券本金自存续期内第3~7年分期等额偿还20%(公司已于2018年偿还1.20亿元)，因此公司未来待偿还债券本金峰值为1.20亿元。2017年公司EBITDA为未来待偿还债券本金峰值的2.25倍，保障程度较好；2017年公司经营活动的现金流入量为1.04亿元，分别为未来待偿还债券本金峰值的0.87倍，保障程度较弱；2017年公司经营活动现金流量净额为-30.43亿元，经营活动现金流量净额对未来待偿还债券本金峰值不具有保障能力。

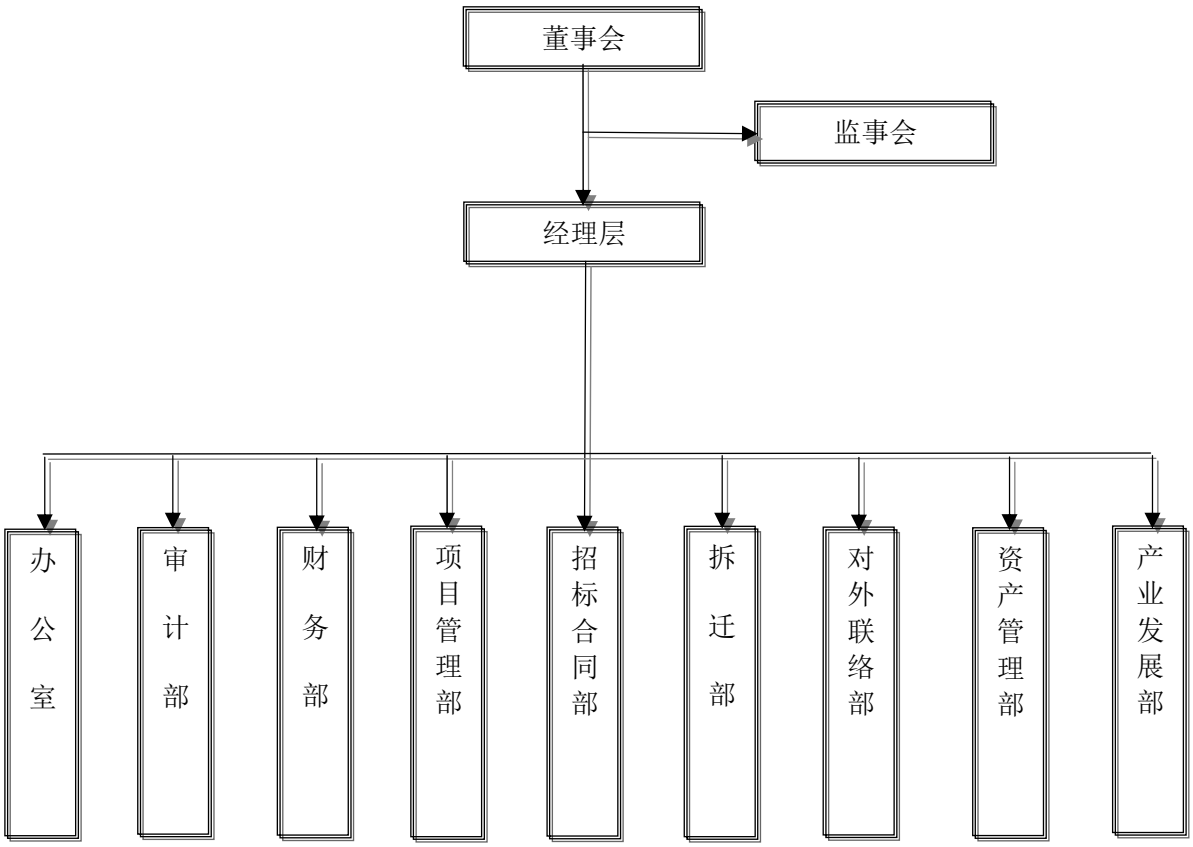
十、结论

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“15兴城建债/PR兴城建”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	32.14	20.62	34.23
资产总额(亿元)	139.83	165.32	233.81
所有者权益(亿元)	49.13	52.79	60.95
短期债务(亿元)	1.00	1.25	0.95
长期债务(亿元)	42.39	23.38	61.63
全部债务(亿元)	43.39	24.63	62.58
营业收入(亿元)	6.15	7.92	5.42
利润总额(亿元)	2.49	2.44	1.54
EBITDA(亿元)	2.60	2.70	2.70
经营性净现金流(亿元)	-11.26	-30.43	-41.05
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.69	0.66	0.32
存货周转次数(次)	0.13	0.12	0.06
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.03
现金收入比(%)	46.31	14.88	14.52
营业利润率(%)	13.69	6.50	4.23
总资本收益率(%)	4.09	4.81	2.43
净资产收益率(%)	4.78	4.34	2.58
长期债务资本化比率(%)	46.31	30.70	50.28
全部债务资本化比率(%)	46.89	31.82	50.66
资产负债率(%)	64.86	68.07	73.93
流动比率(%)	242.66	160.48	180.74
速动比率(%)	148.17	77.76	79.68
经营现金流动负债比(%)	-23.31	-34.31	-36.93
全部债务/EBITDA(倍)	16.67	9.12	35.19

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/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（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

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　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

附件 4-3　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。