信用等级公告

联合〔2019〕1531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

二〇一九年六月十九日

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
http://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	3.60 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：2019 年 6 月 19 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	20.62	34.23	28.38
资产总额(亿元)	165.32	233.81	277.10
所有者权益(亿元)	52.79	60.95	63.55
短期债务(亿元)	1.25	0.95	3.96
长期债务(亿元)	23.38	61.63	103.25
全部债务(亿元)	24.63	62.58	107.21
营业收入(亿元)	7.92	5.42	5.34
利润总额 (亿元)	2.44	1.54	1.02
EBITDA(亿元)	2.70	1.78	1.29
经营性净现金流(亿元)	-30.43	-41.05	-53.64
应收类款项/资产总额(%)	26.28	20.92	13.64
营业利润率(%)	6.50	4.23	2.29
净资产收益率(%)	4.34	2.58	1.53
资产负债率(%)	68.07	73.93	77.07
全部债务资本化比率(%)	31.82	50.66	62.79
流动比率(%)	160.48	180.74	211.25
经营现金流动负债比(%)	-34.31	-36.93	-48.65
全部债务/EBITDA(倍)	9.13	35.19	83.28

分析师：张 宁　王中天
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，公司在项目储备及政府支持等方面继续保持优势；成都市及青羊区经济持续增长，为公司提供了良好的外部发展环境。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司应收类款项及存货规模较大，资产流动性偏弱、债务增长快、自身盈利能力弱等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

成都市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”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 成都市及青羊区经济持续增长，为公司提供了良好的外部发展环境。
2. 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。
3. “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. 公司应收类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，自身盈利能力弱。
3. 跟踪期内，公司在建项目规模大幅增长，公司经营性净现金流持续大额为负，回款

质量较差，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跟踪评级。

二、企业基本情况

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局（简称“青羊区国资局”）。截至 2018 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 2018 年底，公司本部内设 9 个职能部门，拥有 2 家子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额为 277.10 亿元，所有者权益为 63.55 亿元；2018 年，公司营业收入 5.34 亿元，利润总额 1.02 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2019 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 3.60 亿元。公司已于 2019 年支付分期偿还本金 1.20 亿元。截至 2018 年底，募集资金已全部用于募投项目建设。公司既往还本付息情况良好。

“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 2018 年底已分别投资 12.24 亿元（超概原因主要为成本的上升以及利息费用的增加）、5.83 亿元和 3.95 亿元，目前上述项目均已完工。其中，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，为公司投资参股公司的项目，目前收益已经全部返还；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），政府尚未与公司进行决算并以资金资金进行平衡，因此尚在公司“存货-工程成本”反映。

表 1　截至 2019 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	3.60	2015/03/20	7 年

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健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等

有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，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国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	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

	债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	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》国发办〔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. 区域经济环境

跟踪期内，成都市及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。

根据《2018年成都市国民经济和社会发展统计公报》成都市2018年实现地区生产总值(GDP)15342.77亿元，按可比价格计算，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值522.59亿元，增长3.6%；第二产业增加值6516.19亿元，增长7.0%；第三产业增加值8303.99亿元，增长9.0%。三次产业结构为3.4：42.5：54.1。三次产业对经济增长的贡献率分别为1.6%、37.1%、61.3%。按常住人口计算，人均地区生产总值94782元，增长6.6%。

根据青羊区统计局数据，2018年青羊区实现地区生产总值1190.10亿元，较上年增长7.20%。其中，服务业增加值完成994.10亿元，同比增长7.90%。全区固定资产投资完成279.70

亿元，同口径增长4.10%。其中：工业投资完成20.30亿元，同口径增长63.20%；技术改造完成84.10亿元，同比增长102.70%；服务业投资（含房地产住宅投资）完成259.40亿元，同口径增长1.70%。

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，仍为青羊区国资局。截至 2018 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，2018 年青羊区一般公共预算收入完成 92.50 亿元，同口径增长 9.74%。其中：税收收入完成 74.30 亿元，同口径增长 12.40%，非税收入完成 18.20 亿元。财政支出方面，2018 年青羊区一般公共预算支出 56.40 亿元。主要支出项目情况：一般公共服务支出 7.80 亿元，增长 8.23%；医疗卫生支出 3.50 亿元，增长 10.7%；教育支出 10.10 亿元，增长 13.54%；社会保障和就业支出 7.70 亿元，增长 7.45%；公共安全支出 5.90 亿元，增长 7.53%。2018 年，青羊区财政自给率为 164.01%，自给能力强。

2018 年，公司收到政府补助 648.50 万元计入“营业外收入”，同时，收到政府资本性注资 0.90 亿元以及房产 3.60 亿元计入“资本公积”。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好，未发现被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1051010500170530P），截至 2019 年 5 月 30 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 2019 年 5 月 24 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度、管理体制无重大变动，执行情况良好。

跟踪期内，公司董事、总经理由林详燕同志变更为谢智辉同志，本次高级管理人员变更为正常变更，不会对公司日常生产经营产生影响。

谢智辉，男，本科，会计师。1994 年 7 月先后在青羊区计经委、青羊区计经委投资公司、青羊区开发建设实业公司工作；2001 年 7 月至 2008 年 12 月在青羊区重点办（青羊区开发建设实业公司）历任财务科科长、综合科科长；2009 年 1 月至 2018 年 10 月在青羊区国投建设发展有限公司任财务部经理、总经理助理、副总经理，兼任青羊区中小企业融资担保有限公司总经理、2016 年 6 月至 2018 年 10 月兼任成都泰恒置业有限公司总经理；现任公司总经理、董事。

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，代建工程收入依然是公司收入的最重要来源，收入规模较上年基本持平，公司整体毛利率受租金收入板块毛利率下降影响，较上年有所下降。

2018 年，公司实现营业收入 5.34 亿元，同比减少 1.48%，较上年基本持平。从收入构成看，2018 年公司实现代建工程收入 4.53 亿元，占比达 84.87%；同时，公司利用自有资金从事商业房地产开发，并通过自身运营、管理获取一定租金收入，2018 年房地产和租金实现

收入合计 0.47 亿元，较上年增长 0.15 亿元，整体规模较小。同期，公司获得其他业务收入 0.34 亿元，较上年基本持平，主要由利息收入以及物管费等收入构成。

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。受租金收入板块毛利率的下降影响，2018 年公司整体毛利率下降至 3.89%，较上年下降 1.38 个百分点。

表3　2017～2018年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建工程	46601.47	85.94	--	45338.95	84.87	--
房地产	773.81	1.43	18.18	241.60	0.45	71.71
租金	3108.10	5.73	50.13	4426.65	8.29	9.03
其他	3740.57	6.90	31.03	3414.22	6.39	44.10
合计	**54223.94**	**100.00**	**5.27**	**53421.41**	**100.00**	**3.89**

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 2018 年底，公司已累计投入资金 3.12 亿元，尚需投资 3.65 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 2018 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 2018 年底，上述项目已累计投资 32.41 亿元，计入“存货—工程成本”，尚需投资规模 7.59 亿元。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。

工程建设

跟踪期内，公司工程建设板块中市政工程及保障房代建收入规模较上年基本持平，回款质量差；自建项目尚在建设中，在建项目存在很大融资压力。

公司作为市政代建工程及保障房建设受托单位（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与保障房建设。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，一般由政府统借统还或由公司自筹。

表 4 截至 2018 年底公司主要在建工程业务情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至2018年底完成投资情况
西南农机市场	4.20	4.39
百仁片区清波二期拆迁安置房项	10.65	12.24
苏坡清波片区	6.58	4.78
陕西街旧城改造项目	15.50	2.27
金沙湖项目	9.34	0.24
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	3.87
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	6.41
成都市第一骨科医院与疾控中心	4.60	2.18
摸底河公园建设项目	0.80	0.33
青羊总部经济基地项目	37.16	11.86
张家碾 3 组派出所	0.44	0.20
金沙二小	0.77	0.35
马厂社区二、三组、七里沟社区九组绿地、避难所等配套设施建设项目	0.60	0.14
文康路、文兴北路道路工程	0.38	0.18
英国小镇 Y2-1 地块农迁房建设项目	3.58	1.99
合计	**170.24**	**79.13**

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，针对由政府统借统还的项目，公司不确认收入，政府相关部门拨款后直接冲减“存货-工程成本”；针对资金由公司自筹的项目，青羊区政府年末则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，因此青羊区政府对公司应确认的收入进行平价结算。2018年，公司实现工程收入为4.53亿元，较上年基本持平，截至目前大部分回款尚未收到。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，公司还自建项目并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2018年底，累计投资11.86亿元。其中，公司目前主要在建为青羊总部经济基地一期项目，一期项目主体工程已完工，并预计于2019年底完工并投入运营。

公司目前主要在建项目（含市政代建项目以及自建项目）总投资额合计170.24亿元，截至2018年底，上述项目已投资79.13亿元，若不考虑通过政府统借统还的项目（包括陕西街旧城改造项目、青羊棚户区改造以及西御河街项目），则尚需投资46.85亿元。

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。2018 年实现房地产销售收入 241.60 万元，较上年减少 532.21 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 0.44 亿元，同比增长 41.94%，主要系房屋出租率较上年有所增长所致。从毛利率来看，2018 年，公司房地产销售毛利率为 71.71%，较上年上升 53.53 个百分点；公司房屋租赁板块毛利率 9.03%，较上年下降 41.10 个百分点，主要系当年相关房产进行装修所致。

3. 未来发展

青羊区作为成都市旧城区改造主要对象之一，目前公司大部分项目正处于集中施工中，土地整理以及工程建设板块未来尚需投资规模为 58.09 亿元；未来拟建项目规模为 11.43 亿元，由于资金来源以外部融资为主（均为政府代建项目），公司未来仍有很大资金支出压力。

表 5 截至 2018 年底公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	投资进度安排			立项批文
		2019年	2020年	2021年	
兴城张家碾社区综合体	2.05	0.76	--	--	有立项
马厂社区一组农贸市场综合体建设项目	0.55	--	--	--	有立项
马厂社区一组综合体建设项目	2.00	0.20	--	--	有立项
土龙路	2.50	0.30	--	--	有立项
高坎中学	1.19	0.66	0.16	0.29	成青发改项目〔2016〕172号
高坎小学	0.91	0.5	0.13	0.22	成青发改项目〔2016〕171号
高坎幼儿园	0.37	0.26	--	0.06	成青发改项目〔2016〕169号
高坎道路一标	0.3	0.21	0.05	--	成青发改项目函〔2017〕51号
高坎道路二标	0.28	0.19	0.07	--	成青发改项目函〔2017〕51号
清波生活服务中心	0.6	0.34	0.08	0.15	成青发改项目〔2018〕29号
18年中小街道	0.68	0.33	0.15	0.17	成青发改项目〔2018〕131号
合计	**11.43**	**3.75**	**0.64**	**0.74**	--

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2018 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。

2018 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 2018 年底，公司资产总额 277.10 亿元，同比增长 18.51%，主要系流动资产增加所致，从其资产构成来看，公司资产仍以流动资产为主。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：万元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	342349.70	14.64	283784.10	10.24
应收账款	193449.35	8.27	201799.01	7.28
其他应收款	295786.09	12.65	176193.55	6.36
存货	1123502.37	48.05	**1609579.59**	58.09
流动资产合计	**2009293.19**	**85.94**	**2329099.14**	**84.05**
长期股权投资	164261.07	7.03	176124.15	6.36
固定资产	61069.12	2.61	95052.04	3.43
在建工程	63464.83	2.71	64626.97	2.33
非流动资产合计	**328855.54**	**14.06**	**441950.16**	**15.95**
资产总计	**2338148.72**	**100.00**	**2771049.31**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产合计 232.91 亿元，同比增长 15.92%，主要系存货增加所致；公司货币资金 28.38 亿元，同比减少 17.11%，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 20.18 亿元，同比增长 4.32%，主要系应收青羊区政府代建工程款增加所致。公司应收账款主要由成都市青羊区财政局（19.12 亿元，占比 98.29%）欠款构成；公司预付款项 4.66 亿元，同比略有减少，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拆迁款 4.50 亿元构成；公司其他应收款 17.62 亿元，同比减少 40.43%，主要系与四川瑞控实业股份有限公司往来款减少所致。其他应收款前五名占其他应收款项的 84.54%，集中度较高；公司存货 160.96 亿元，同比大幅增长 48.11%，主要系工程成本增加所致。从存货结构看，工程成本占 87.92%，主要由土地开发整理成本及工程建设成本构成；土地整理占 3.10%，系政府尚未收储的土地；开发产品占 8.79%，主要由保障房项目构成。

截至 2018 年底，公司非流动资产 44.20 亿元，同比大幅增长 34.39%，主要系固定资产以及其他非流动资产增长所致；公司长期股权投资 17.61 元，同比增长 7.22%，主要由对成都市兴光华城市建设有限公司投资 8.42 亿元、青羊城乡建设发展有限公司投资 3.77 亿元、对成都青羊工业建设发展有限公司投资 4.52 亿元构成，公司长期股权投资均采用权益法核算；公司投资性房地产 3.21 亿元，同比减少 3.84%，全部由房屋建筑物构成，房屋主要用于出租，2018 年实现租赁收入 0.44 亿元；公司固定资产 9.51 亿元，同比增长 55.65%，主要系政府注入相关房产 3.60 亿元所致，其中账面价值 6.91 亿元房产正处理房产证办理中；公司在建工程 6.46 亿元，较上年基本持平，主要由青羊国投业务综合大楼 6.44 亿元构成；公司新增其他非流动资产 6.60 亿元，主要由对盐井四期安置房意向性购买款构成（现金流体现在销售商品购买劳务支付的现金）。

截至 2018 年底，公司受限资产为投资性房地产 6122.37 万元（该受限资产是账面价值，抵押时是经过重新评估的价值，因此受限资产规模小于抵押借款规模，在抵押同时还采取其他征信措施但会计师事务所把该类借款归类于抵押借款），规模较小。

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 2018 年底，公司所有者权益 63.55 亿元，同比增长 4.25%，主要系资本公积增加所致；公司资本公积 52.62 亿元，同比增长 9.63%，主要系政府注入公司 3.60 亿元房产以及青羊区财政局注入资本增加资本公积 0.90 亿元所致。公司所有者权益仍以资本公积为主，权益构成较上年变化不大，稳定性较好。

表 7　公司主要资本构成情况（单位：万元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	1080017.39	62.48	1050529.02	49.19
流动负债合计	**1111678.55**	**64.31**	**1102554.82**	**51.63**
长期借款	556317.79	32.18	916839.57	42.93
非流动负债合计	**616934.49**	**35.69**	**1033034.81**	**48.37**
负债合计	**1728613.04**	**100.00**	**2135589.64**	**100.00**
实收资本	20888.00	3.43	20888.00	3.29
资本公积	480010.64	78.75	526216.10	82.81
所有者权益合计	**609535.68**	**100.00**	**635459.67**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司负债总额 213.56 亿元，同比增长 23.54%，主要系非流动负债增加所致；公司负债构成仍以流动负债为主，但占比有所下降；公司流动负债 110.26 亿元，较上年底基本持平；公司新增短期借款 1.00 亿元，全部由保证借款构成；公司其他应付款 105.05 亿元，同比减少 2.73%，主要由成都市住房保障中心拨付统借统还款 39.40 亿元（无息）、成都市青羊区国土局往来款 15.83 亿元、成都中心建设有限责任公司往来款 10.64 亿元等其他往来款构成。

截至 2018 年底，公司非流动负债 103.30

亿元，同比大幅增长 67.45%，主要系长期借款以及应付债券增长所致；公司长期借款 91.68 亿元，同比大增 64.81%，主要系随着土地整理以及工程建设的不断推进公司资金需求增加所致，从其构成来看信用借款占比 74.85%、保证借款占比 18.07%、抵押借款占比 4.72%和质押借款占比 2.36%。公司应付债券 11.57 亿元，同比大幅增长 92.79%，主要系公司于 2018 年分别发行“18 兴城建 MTN001”3.00 亿元以及“18 兴城建 MTN002”5.00 亿元所致。

在有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务 107.21 亿元，同比大幅增长 108.64%，主要受长期借款以及应付债券增长的影响。从债务构成上看主要以长期债务为主（占比 96.30%）；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 61.90%和 62.79%，分别较上年上升 11.62 个百分点和 12.13 个百分点。截至 2018 年底，公司资产负债率为 77.07%，较上年增长 3.14 个百分点，债务负担进一步加重。公司仅提供了母公司债务本息分期，截至 2018 年底母公司债务规模 59.27 亿元，2019~2021 年母公司需分别兑付 3.46 亿元、2.92 亿元以及 15.69 亿元，母公司将于 2021 年存在一定集中兑付压力。

3．盈利能力

跟踪期内，公司收入规模较上年基本持平；相对于较大的资产规模，公司自身盈利水平低。

公司的营业收入主要来自于代建工程收入。2018 年，公司实现营业收入 5.34 亿元，同比下降 1.48%，较上年基本持平。同期，公司营业成本 5.13 亿元，同比下降 0.04%；同期，公司实现营业利润 0.95 亿元。

2018 年，公司期间费用为 0.50 亿元，较上年增加 0.25 亿元，主要系销售及管理费用增加所致；同期，公司期间费用占营业收入的比重为 9.37%。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 2018 年财务费用规模表现为净流入。同期，公司实现投资收益 1.19 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资产生的投资收益。

2018年，公司营业外收入0.08亿元，同比小幅增长3.85%。其中，政府财政补贴0.06亿元。同期，公司利润总额1.02亿元，同比减少33.83%。2018年，公司财政补贴较少，但同期公司投资收益维持在一定水平，公司利润总额尚能维持在一定规模，2018年，公司利润总额1.02亿元。

从盈利指标看，2018年，公司营业利润率2.29%，同比下降1.94个百分点；同期公司总资本收益率和净资产收益率分别下降至0.57%和1.53%，公司盈利能力弱。

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差；投资活动受拆迁款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，2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 2.59 亿元，较上年底增长 1.80 亿元。受此影响，2018 年公司现金收入比上升至 48.50%，但回款情况依然差。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金为 0.26 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，2018 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 55.46 亿元，同比增长 34.81%，主要系公司工程建设与土地整理投入增加以及购买意向安置房所致。受购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加影响，2018 年，公司经营活动现金流量净额表现为净流出为 -53.64 亿元，缺口持续加大。

投资活动方面，2018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28.69亿元，同比减少24.21%，主要由与成都市青羊工业集中发展办公室往来款8.37亿元以及成都中心建设有限责任公司往来款10.65

亿元以及成都市兴光华城市建设有限公司往来款2.50亿元构成。2018年，公司投资活动现金流出为16.82亿元，同比增长1.76%，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16.67亿元，主要由公司支付成都市青羊区人民政府文家街道办事处6.00亿元拆迁款、成都市住房保障中心统借统还款2.82亿元构成以及成都市兴光华城市建设有限公司往来款1.00亿元等往来款以及拆迁款构成。2018年，投资活动产生的现金流量净额为11.87亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于借款收到的现金。2018 年，公司取得借款收到的现金为 42.99 亿元，同比减少 6.25%。此外，公司发行债券收到的现金 7.96 亿元，主要由公司于 2018 年发行的两期中票构成，公司吸收投资收到的现金 0.90 亿元，主要由政府注入的资本金构成。2018 年，筹资活动现金流出为 15.93 亿元，同比增长 27.27%，主要为偿还债务支付的现金 5.12 亿元以及分配股利利润或偿付利息支付的现金 7.71 亿元构成，此外还包括支付其他与筹资活动有关的现金 3.10 亿元，主要由公司支付企业债还款 1.22 亿以及支付成都市住房保障中心还款 1.90 亿构成。2018 年，筹资活动产生的现金流量净额为 35.91 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；但考虑到政府对公司在资产注入等方面的持续支持，公司整体偿债能力很强。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。

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为211.25%和65.48%，分别较上年底上升30.51个百分点和下降14.20个百分点；公司经营现金流动负债比为-48.65%；公司现金类资产对短期债务的保障倍数为7.17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，2018年，由于公司利润总额有所下降，公司EBITDA下降至1.29亿元；同时由于长期债务规模的大幅增长，公司全部债务/EBITDA为83.28倍，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持续支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 34.57 亿元，担保比率为 54.40%。被担保单位为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。但考虑到，公司对外担保金额偏大，且均为对单一企业担保，存在一定或有负债风险。

截至 2018 年底，公司获得授信总额 50.11 亿元，已使用额度 34.79 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

总体看，考虑到政府对公司在资产注入等方面的持续支持，公司整体偿债能力很强。

6．母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 121.22 亿元，同比增长 22.90%，主要系其他非流动资产以及存货增加所致，从其构成来看，母公司资产以流动资产为主（占比为 81.07%）。2018 年底，母公司资产相当于合并口径的 43.75%。

截至 2018 年底，母公司所有者权益 38.47 亿元，同比减少 5.11%，母公司所有者权益相当于合并口径的 60.54%。

截至 2018 年底，母公司负债 82.75 亿元，同比增长 42.60%，主要系长期借款以及应付债券增长所致。母公司负债相当于合并口径的 38.75%。

2018 年，母公司实现营业收入 2.78 亿元，同比增长 10.00%。母公司营业收入相当于合并口径的 52.06%。

九、存续期内债券偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力强，公司未来存在一定集中兑付压力。

截至 2019 年 3 月底，公司存续债券余额为 11.60 亿元。其中，公司一年内到期债券余额为 1.20 亿元（为“15 兴城建债/PR 兴城建”分期偿还本金），2018 年底公司现金类资产对其覆盖倍数为 23.65 倍，保障能力强。

公司存续债券集中兑付峰值出现在 2021 年，公司需于当年兑付 9.20 亿元。2018 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 的对债券集中兑付峰值的保障倍数分别为 0.44 倍、-0.65 倍和 0.17 倍，保障能力弱，公司存在一定集中兑付压力。

表8　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

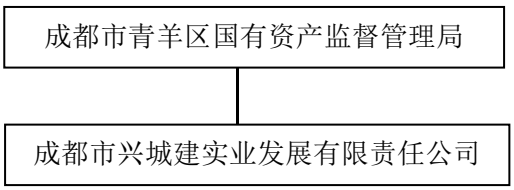
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	1.20
未来待偿债券本金峰值	9.20
现金类资产/一年内到期债券余额	23.65
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.44
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.65
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.17

资料来源：联合资信综合整理

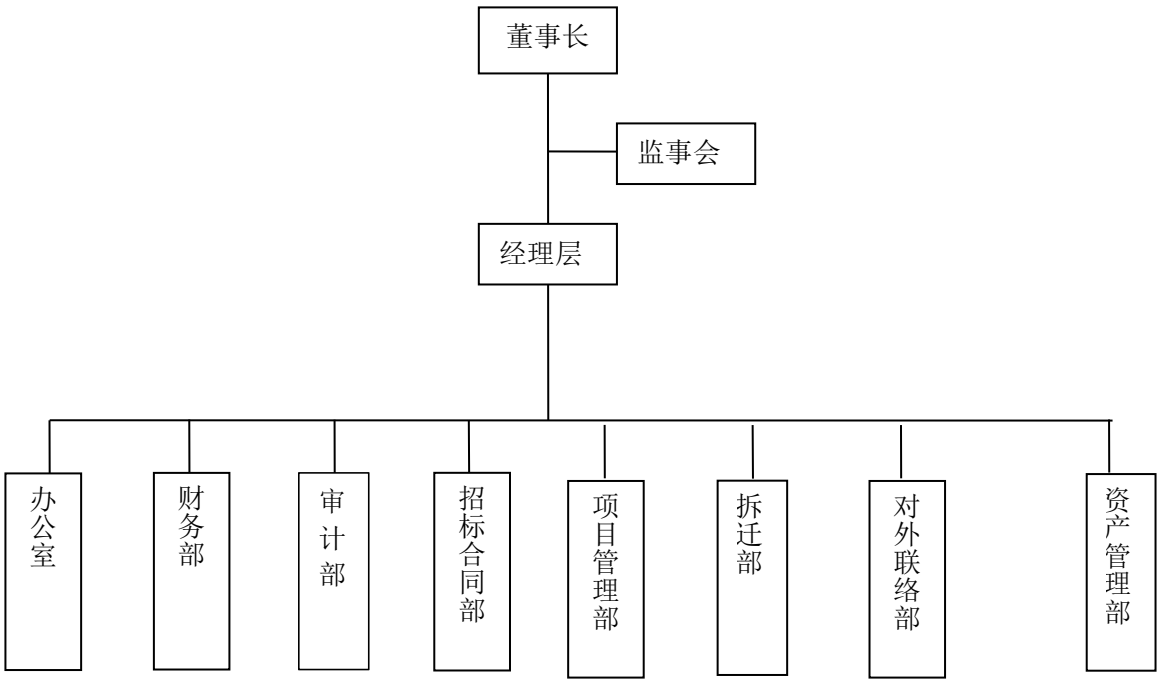
十、结论

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	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	20.62	34.23	28.38
资产总额(亿元)	165.32	233.81	277.10
所有者权益(亿元)	52.79	60.95	63.55
短期债务(亿元)	1.25	0.95	3.96
长期债务(亿元)	23.38	61.63	103.25
全部债务(亿元)	24.63	62.58	107.21
营业收入(亿元)	7.92	5.42	5.34
利润总额(亿元)	2.44	1.54	1.02
EBITDA(亿元)	2.70	1.78	1.29
经营性净现金流(亿元)	-30.43	-41.05	-53.64
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.66	0.32	0.27
存货周转次数(次)	0.12	0.06	0.04
总资产周转次数(次)	0.05	0.03	0.02
现金收入比(%)	14.88	14.52	48.50
应收账款/资产总额(%)	26.28	20.92	13.64
营业利润率(%)	6.50	4.23	2.29
总资本收益率(%)	2.95	1.27	0.57
净资产收益率(%)	4.34	2.58	1.53
长期债务资本化比率(%)	30.70	50.28	61.90
全部债务资本化比率(%)	31.82	50.66	62.79
资产负债率(%)	68.07	73.93	77.07
流动比率(%)	160.48	180.74	211.25
速动比率(%)	77.76	79.68	65.48
经营现金流动负债比(%)	-34.31	-36.93	-48.65
全部债务/EBITDA(倍)	9.13	35.19	83.28

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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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