

2017 年成都市新津县工业投资经营有限责任公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【302】号 01

债券简称：17 新津工投
债/17 新津债

债券剩余规模：5.80 亿元

债券到期日期：2024 年
10 月 23 日

债券偿还方式：每年付
息一次，在债券存续期
的第 3-7 个计息年度末
分别按照发行总额
20%、20%、20%、20%、
20%的比例偿还债券本
金

分析师

姓名：
邹火雄 何佳欢

电话：
0755-82870071

邮箱：
zouhx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2017 年成都市新津县工业投资经营有限责任公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 26 日	2019 年 6 月 23 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对新津新城发展集团有限公司¹（以下简称“新城集团”或“公司”）及其 2017 年 10 月 23 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，公司主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境仍较好，继续为其发展提供了良好基础，公司建设投资业务可持续性较好；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，主要在建项目尚需投资规模较大，有息债务规模较大，且经营活动现金流表现较差，存在较大的资金支出和一定的偿债压力，对外担保存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。新津县是成都市下辖县，受益于国家级天府新区“一带两翼”中的西翼规划，2019 年全县第二、三产业保持快速发展，拉动地区生产总值同比增长 8.6%至 374.72 亿元，继续为公司发展提供了良好的基础。
- 公司建设投资业务可持续性较好。公司为新津县城市基础设施建设投资的重要主体，伴随项目不断推进结算，2019 年公司获得建设投资业务收入 10.54 亿元，同比增长 61.58%。截至 2019 年末，公司主要代建及政府购买服务项目已投资 52.41

¹公司名称由成都市新津县工业投资经营有限责任公司变更为新津新城发展集团有限公司，已于 2018 年 12 月 10 日完成工商变更。

亿元，未来仍可为公司贡献一定规模的收入。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司存货、在建工程、应收款项账面价值合计 149.81 亿元，占总资产的 88.61%，其中已抵押的土地账面价值为 26.00 亿元，占土地账面价值的 46.40%；未缴纳出让金土地账面价值合计 24.80 亿元，占土地账面价值的 44.28%，且应收政府单位及国有企业等的款项合计 21.65 亿元，回款时间不确定，占用公司较多资金。
- **公司面临较大的资金支出压力。**截至 2019 年末，公司主要在建项目（基础设施建设和土地整理项目）可计算部分尚需投资 87.71 亿元，部分项目建设进度低于预期，且现金回笼偏慢，公司经营活动现金流表现较差，未来随着项目不断推进，资金投入不断加大，公司将面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模较大且上升较快，存在一定偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务规模为 79.32 亿元，同比增长 28.90%，是年末净资产的 119.11%，其中短期有息债务规模为 13.61 亿元，现金短期债务比同比小幅降至 0.93，EBITDA 利息保障倍数仍处于较低水平，公司存在一定偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 32.21 亿元，占年末净资产的比重为 48.37%，担保金额较大，且均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	1,690,736.40	1,593,856.61	1,371,157.96
所有者权益	665,960.73	647,132.39	610,667.99
有息债务	793,235.60	615,393.61	628,855.71
资产负债率	60.61%	59.40%	55.46%
现金短期债务比	0.93	1.33	1.26
营业收入	131,871.00	84,739.45	67,744.61
营业外收入	0.00	3,620.31	0.00
利润总额	19,138.94	17,575.83	14,371.55
综合毛利率	19.99%	23.80%	33.64%
EBITDA	22,101.98	22,437.79	20,173.27
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.60	0.59
经营活动现金流净额	-139,716.14	96,377.86	-24,046.84
收现比	0.72	0.68	0.80

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年10月23日发行7年期5.80亿元公司债券，募集资金用于成都市新津县五津片区棚户区改造建设项目（以下简称“五津片区棚改项目”）及补充营运资金。截至2020年4月8日，本期债券募集资金专项账户余额为79.05万元。

二、发行主体概况

2019年12月，根据《新津县国有资产监督管理和金融工作局关于增加新津新城发展集团有限公司注册资本金有关事宜的批复》（新国资金融报（2019）62号）和公司章程，公司注册资本拟增加8.00亿元，其中货币出资6.35亿元、实物出资1.65亿元，上述增资将于2028年12月31日前实缴到位。公司股东由新津县国有资产管理局（以下简称“新津国资局”）变更为新津县国有资产监督管理和金融工作局（以下简称“新津国资金融局”），已于2019年12月24日完成工商变更登记。截至2020年3月末，公司已收到股东实缴注册资本金合计0.99亿元，实收资本由2.00亿元增至2.99亿元，新津国资金融局持有公司100.00%的股权，为公司唯一股东及实际控制人。

2019年公司合并报表范围未发生变化，截至2019年末，纳入公司合并范围子公司共5家，具体如附录二所示。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”

影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，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。同月，财政部发布《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），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止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，禁止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。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发〔2019〕11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符

合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年新津县地区生产总值继续保持增长，经济实力进一步增强，继续为公司发展提供了良好基础

新津县是成都市下辖县，位于四川盆地西部、成都市南部。受益于国家级天府新区“一带两翼”中的西翼规划，2019年新津县地区生产总值（GDP）为374.72亿元，按可比价格计算，同比增长8.6%，继续为公司发展提供了良好基础。其中，第一、第二、第三产业分别完成增加值21.48亿元、159.19亿元和194.05亿元，同比增速分别为3.0%、7.6%和10.5%。产业结构方面，新津县三次产业结构由2018年的5.4：59.3：35.3调整为2019年的5.7：42.5：51.8，第二、三产业占比较高且增速较快，成为推动地区经济发展的主要动力。2019年末新津县全县户籍人口数为31.88万人，按全县户籍人口计算，2019年新津县人均GDP为117,540.78元，为全国人均GDP的165.80%。

工业方面，得益于交通装备业等的发展，2019年新津县实现工业增加值134.19亿元，同比增长9.0%，其中181户规模以上工业企业工业增加值同比增长10.5%。2020年初，新津县出台“3+1”产业发展政策，涉及智能科技、新乡村产业、文体旅产业和金融四大产业，为全县经济发展带来新的机遇。

投资方面，2019年新津县全社会固定资产投资同比增长11.7%，仍保持较高增速，为新津县经济发展做出较大贡献，其中工业投资（新口径）同比增长6.7%、农业投资同比增

长12.5%、三产业投资同比增长18.0%。2019年新津县房地产开发投资同比增长55.7%，商品房新开工面积为119.69万平方米，商品房销售面积为149.2万平方米，实现商品房销售额148.67亿元。

此外，随着居民生活水平的提高，2019年新津县实现社会消费品零售总额94.21亿元，同比增长12.0%。2019年新津县新签约引进重大项目13个，全年实现外贸进出口总额32.3亿元。新津县2019年末金融机构人民币存款余额和贷款余额均保持增长，且增速较上年均有所提升。

表 1 2018-2019 年新津县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	374.72	8.6%	337.41	10.3%
第一产业增加值	21.48	3.0%	18.28	4.1%
第二产业增加值	159.19	7.6%	199.95	10.6%
第三产业增加值	194.05	10.5%	119.18	10.8%
工业增加值	134.19	9.0%	188.95	11.2%
固定资产投资	-	11.7%	255.49	11.4%
社会消费品零售总额	94.21	12.0%	84.16	10.8%
进出口总额	32.3	19.2%	27.1	-
存款余额	353.09	12.8%	312.98	8.8%
贷款余额	280.57	16.2%	241.50	12.3%
人均 GDP（元）	117,540.78		105,804.33	
人均 GDP/全国人均 GDP	165.80%		163.67%	

注：1）人均 GDP=地区生产总值/年末全县户籍人口数；2）2019 年进出口总额增长率系通过计算而得；3）表中“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2018-2019 年新津县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《2019年新津县国民经济和社会发展统计公报》，2019年新津县实现一般公共预算收入27.6亿元，同比增长15.4%；同期新津县实现一般公共预算支出34.08亿元，同比增长5.1%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为80.99%，财政自给能力较好。

四、经营与竞争

2019年公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事新津县工业园区范围内的基础设施建设、土地整理等业务。伴随项目不断推进结算，2019年公司获得建设投资业务收入10.54亿元，同比增长61.58%，占营业收入的比重小幅增至79.95%，拉动公司营业收入整体增长

55.62%。2019年建设投资业务毛利率为13.04%，较上年小幅下降，导致公司综合毛利率小幅下降，但仍为公司利润的重要来源。2019年公司获得土地整理业务收入2.38亿元，同比增长18.01%，毛利率为52.57%，对公司盈利贡献较大。此外，公司还获得劳务派遣、商业零售、物业管理等业务收入，但规模较小。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
建设投资业务收入	105,432.85	13.04%	65,251.72	15.51%
土地整理业务收入	23,755.46	52.57%	19,350.00	51.61%
劳务派遣收入	2,542.10	1.76%	0.00	-
商业零售收入	10.75	38.76%	11.39	8.30%
其他	129.84	58.44%	126.34	47.90%
合计	131,871.00	19.99%	84,739.45	23.80%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年建设投资业务收入快速增长，为公司收入和利润的重要来源，主要在建项目投资规模较大，业务可持续性较好，同时面临较大的资金支出压力

公司是新津县城市基础设施建设投资的重要主体，主要涉及新津县工业园区的基础设施建设。具体模式为：1）公司及子公司成都市天府新区南区产业园投资有限公司与项目业主/委托人签订投资建设协议或委托代建协议，接受项目业主/委托人的委托自筹资金进行项目建设，项目业主/委托人每年按照新津县审计部门审计结束后的工程结算金额加计年15.00%的项目回报向公司支付建设投资款，公司以此确认相关收入及成本。近年公司所建项目的业主/委托人主要为新津县人民政府、新津县文旅投资集团有限公司（以下简称“文旅集团”）、成都市新津花红堰投资有限公司（以下简称“花红堰投资”）和成都新城兴建设投资有限公司²（以下简称“新城投资”）等，其中文旅集团、花红堰投资及新城投资均与公司隶属于同一实际控制人。2）公司与政府单位（主要为新津县水务局和新津县住房保障中心等）签订《政府采购项目合同书》，确定公司作为项目承接主体，由公司自筹资金进行项目建设，待项目建设期届满或项目建设内容完成，且验收合格后，政府单位按照协议约定向公司支付服务费，购买服务期限一般为10-25年不等。

伴随项目推进结算，2019年公司建设投资业务收入同比增长61.58%至10.54亿元，占营业收入的比重增至79.95%，项目来源于五津片区棚改项目和两横一纵一园项目。2019年建设投资业务收到资金6.93亿元，占其收入的65.69%，业务回款情况偏弱。因2018年岷

²成都新城兴建设投资有限公司原名为成都新津普东建设项目管理有限责任公司，已于2019年9月26日变更为现名。

江东岸项目和维修工程项目利润加成比例为20%，而本期结算的两个项目利润加成比例均为15%，故2019年建设投资业务毛利率同比小幅降至13.04%，但仍为公司利润的重要来源。值得注意的是，五津片区棚改项目为本期债券募投项目，该项目集高层住宅、临街商铺、社区服务中心、地下车库为一体，项目建设期计划为两年（2016-2018年），待项目完工后将通过出售住宅、临街商铺、车位实现收入合计5.60亿元。2019年公司将募投项目以打包移交的方式转移至成都新津津房置业有限责任公司（以下简称“津房置业”），并确认来自津房置业的收入7.60亿元（不含税）。

表3 2018-2019年公司建设投资业务收入情况（单位：万元）

时间	项目	投资成本	项目建设收入
2019年	成都市新津县五津片区棚户区改造建设项目	66,092.87	76,006.80
	两横一纵一园项目	25,587.87	29,426.05
	合计	91,680.74	105,432.85
2018年	岷江东岸项目	30,472.69	36,567.23
	两横一纵一园	18,172.81	20,898.74
	维修工程项目	6,488.13	7,785.76
	合计	55,133.64	65,251.72

注：2018年，岷江东岸项目和维修工程项目按照工程结算金额加计年20.00%的项目回报确认收入。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司主要在建项目有两横一纵一园项目、成都市新津县2017年棚户区改造项目（以下简称“新津2017年棚改项目”）、物流园区项目等，计划总投资142.86亿元，可计算部分尚需投资87.47亿元，随着项目持续推进，资金需求不断加大，未来面临较大资金支出压力。其中，代建及政府购买服务项目计划总投资114.82亿元，已投资52.41亿元，若能顺利结算，未来建设投资业务可持续性较好。

公司就新津2017年棚改项目和成都市羊马河、杨柳河、西河新津治水段工程（一期）（以下简称“新津治水段工程（一期）”）分别与新津县住房保障中心、新津县水务局签订了《政府购买服务协议》，购买服务总价款合计43.38亿元，约定2019年获得政府支付的购买服务费用合计2.15亿元。截至2019年末，上述项目累计已投资分别为5.13亿元和2.44亿元，项目均尚未完工，且公司未获得政府支付的购买服务费。因项目合作方为政府单位，受财政资金安排等因素的影响，购买服务费用支付时间和金额或存在一定的不确定性。

西区产业园综合配套服务中心项目为公司自营项目，根据该项目可行性研究报告，该项目总建筑面积为26.16万平方米，集政务中心、星级酒店、酒店行政、研发办公、人才公寓、配套商业及室外总平工程等业务于一体，计划建设周期为3年（2017年6月至2020年5月），计划总投资18.55亿元，项目建设资金由公司自筹，项目建成后将用于出租及出

售，计划可实现收入合计26.61亿元。截至2019年末，上述项目已投资3.32亿元，占总投资的17.88%，建设进度较慢，且受经济环境及居民收入水平等的影响，上述业态的销售及出租价格能否实现存在不确定性，及收益不达预期等风险。

表 4 截至 2019 年末公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	模式
两横一纵一园项目	593,126.07	204,330.43	388,795.64	代建
成都市新津县 2017 年棚户区改造项目	243,040.00	51,337.06	191,702.94	政府购买
物流园区项目	193,803.00	171,587.23	22,215.77	代建
西区产业园综合配套服务中心项目	185,507.66	33,174.45	152,333.21	自营
新津县安置房建设项目五期（地块五）	94,883.53	871.08	94,012.45	自营
岷江东岸项目	68,223.00	72,398.49	-	代建
成都市羊马河、杨柳河、西河新津治水工程（一期）	50,030.00	24,402.20	25,627.80	政府购买
合计	1,428,613.26	558,100.94	874,687.81	-

注：因施工难度加大及原材料等成本上涨，2019 年末岷江东岸项目累计已投资超过计划总投资。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地整理业务收入有所增长，且毛利率仍较高，对利润贡献较大；主要在整理土地项目投资规模较小，收入或存在一定波动性

公司土地整理业务的运营模式为：四川新津工业园区土地储备中心就其指定的土地整理项目与公司签订《土地整理承包协议》，约定委托整理土地的位置、面积和整理标准（乡镇土地达到三通一平，市区内土地达到六通一平）等，待土地整理完毕后，新津县财政局按照15万元/亩的价格支付公司土地整理费用，公司以此确认土地整理业务收入。

2019年公司土地整理业务收入来源于南区产业园场平工程，全年实现收入2.38亿元，同比增长18.01%，毛利率为52.57%，同比略有提升，且处于较高水平，主要原因为公司所整理土地多位于工业园区，整理难度较低，成本费用不高，对盈利贡献较大。

表 5 2018-2019 年公司土地整理补偿情况（单位：亩、万元/亩、万元）

年份	土地位置	面积	补偿标准	确认收入
2019 年	南区产业园场平工程	1,583.70	15.00	23,755.46
2018 年	原 JM 项目周边地块场平（一期）项目	1,290.00	15.00	19,350.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司在整理土地项目较少，主要为南区产业园场平工程，该项目总投资 1.37 亿元，累计已投资 1.13 亿元，考虑到土地整理项目较少且易受政府规划、区域房地产及土地市场行情波动等因素的影响，未来该业务收入或存在一定波动性。

2019 年公司继续获得一定的外部支持

2019 年公司已收到股东实缴注册资本金合计 0.50 亿元，增加实收资本。此外，2019 年公司获得政府拨付的财政补贴及退税金额合计 662.58 万元，占同期利润总额的 3.46%。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年和2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产主要由土地、工程项目及应收款项构成，且部分土地已被用于抵押，部分出让地未缴纳土地出让金，加之应收款项占用较多资金，公司整体资产流动性较弱

因经营及发展对资金需要较大，2019年公司借款增加，使得年末资产总额同比小幅增至169.07亿元。从资产结构来看，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	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	126,225.02	7.47%	163,461.02	10.26%
应收账款	68,673.84	4.06%	57,323.55	3.60%
其他应收款	147,853.20	8.74%	58,991.10	3.70%
存货	824,982.77	48.79%	793,609.55	49.79%
流动资产合计	1,169,549.41	69.17%	1,073,391.51	67.35%
长期股权投资	51,455.99	3.04%	48,253.15	3.03%
在建工程	456,602.47	27.01%	463,532.58	29.08%
非流动资产合计	521,186.99	30.83%	520,465.10	32.65%
资产总计	1,690,736.40	100.00%	1,593,856.61	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

受债务本息偿还及项目建设资金投入较大等因素的影响，2019 年末公司货币资金同比下降 22.78%，年末无使用受限货币资金。公司应收账款源自代建项目结算款，受项目推进结算及相关款项支付滞后的影响，2019 年末应收账款同比增长 19.80%至 6.87 亿元，账龄均在 1 年以内，应收对象主要为新津县财政局和津房置业，款项回收风险不大，但回款时点存在不确定性，占用公司一定资金。其中，2019 年末应收津房置业款项系本期债券募投项目款。截至 2019 年末，公司其他应收款同比增长 150.64%至 14.79 亿元，占总资

产的比重增至 8.74%，主要为应收政府单位及国有企业往来款，回款时间不确定，占用公司较多资金。截至 2019 年末，公司其他应收款前五名对象分别为新城投资、四川新津工业园区管理委员会、新津县交通建设投资有限公司（以下简称“新津交投”）、成都中建绿色田园规划设计研究院有限公司和成都市公共资源交易服务中心，金额合计 11.81 亿元，占其他应收款余额的 78.84%，账龄主要集中在 1 年以内。

截至 2019 年末，公司存货规模同比小幅增长，占总资产的 48.79%，主要为土地使用权及开发成本。2019 年末公司拥有的土地资产共 94 宗，系政府注入的出让用地，用途主要为城镇单一、混合住宅用地及工业工地，面积合计 297.30 万平方米，账面价值合计 56.02 亿元³，较上年末未发生变化，占存货账面价值的 67.90%，其中已用于抵押的土地面积为 143.21 万平方米，账面价值为 26.00 亿元，占土地账面价值的 46.40%；未缴纳出让金的土地面积为 108.79 万平方米，账面价值合计 24.80 亿元，占土地账面价值的 44.28%。截至 2019 年末，公司存货中开发成本同比增长 13.76%，占存货账面价值的 31.43%，主要为土地出让金及相关税费等。

截至 2019 年末，公司长期股权投资同比小幅增长，主要为对成都蓉工鸿业投资有限公司、新津成禧股权投资基金中心（有限合伙）、四川石化津城建设投资有限公司等联营企业的投资，持股比例分别为 44.44%、33.32%、30.00%。2019 年公司长期股权投资在权益法下确认的投资损失合计 776.17 万元。公司在建工程主要包括物流园区项目、两横一纵一园项目、岷江东岸项目等基础设施项目，受项目结转成本的影响，2019 年末在建工程同比略有减少。

整体来看，截至 2019 年末，公司存货、在建工程、应收款项合计 149.81 亿元，同比小幅增长，占总资产的 88.61%，其中已抵押的土地账面价值为 26.00 亿元，占土地账面价值的 46.40%；未缴纳出让金的土地账面价值合计 24.80 亿元，占土地账面价值的 44.28%，且应收政府单位及国有企业等的款项合计 21.65 亿元，占总资产的 12.81%，回款时间不确定，占用公司较多资金，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司建设投资和土地整理业务收入继续增长，拉动营业收入稳步增长，建设投资业务可持续性较好，但需关注未来土地整理业务收入波动性

公司营业收入仍主要来源于建设投资和土地整理两大业务，伴随代建项目不断推进结算，2019 年公司获得建设投资业务收入 10.54 亿元，同比增长 61.58%，占营业收入的比重

³截至 2019 年末，公司缴纳的土地税金及出让费合计 5,466.24 万元。

小幅增至79.95%，拉动公司营业收入整体增长55.62%；毛利率为13.04%，较上年小幅下降，导致公司毛利率小幅下降，但仍为公司收入和利润的重要来源。截至2019年末，公司主要代建及政府购买服务项目已投资52.41亿元，未来建设投资业务可持续性较好。2019年公司获得土地整理业务收入2.38亿元，同比增长22.77%，毛利率为52.57%，同比略有提升，对公司盈利贡献较大。考虑到公司主要在整理土地项目投资规模较小，且受政府规划、土地及房地产市场行情景气度波动等因素的影响，未来土地整理业务收入或存在一定波动性。2019年公司获得政府拨付的财政补贴及退税金额合计662.58万元，占同期利润总额的3.46%，对利润贡献有限。

表 7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	131,871.00	84,739.45
其他收益	662.58	0.00
营业利润	19,145.06	13,957.69
营业外收入	0.00	3,620.31
利润总额	19,138.94	17,575.83
综合毛利率	19.99%	23.80%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，经营及投资活动主要依赖外部融资，主要在建项目尚需投资规模较大，未来面临较大资金支出压力

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来源于建设投资和土地整理两大业务，受项目推进结算金额较大及项目款支付滞后等的影响，2019年公司收现比仍处于较低水平，总体收现能力仍较弱。受支付的政府单位及国有企业往来款规模较大的影响，2019年公司经营活动产生的现金表现为大额净流出。

投资活动方面，受物流园区项目等投资及股权投资合计支付大额资金的影响，2019年公司投资活动产生的现金继续表现为净流出状态。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于借款、发行债券及融资租赁等。伴随银行、债券等融资规模较大，2019年公司筹资活动产生的现金净流入12.54亿元。截至2019年末，公司主要在建项目（包括基础设施建设和土地整理项目）可计算部分尚需投资87.71亿元，且部分项目建设进度低于预期，现金回流较慢，面临较大的资金支出压力。

表 8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.72	0.68
销售商品、提供劳务收到的现金	95,147.53	57,285.94
收到的其他与经营活动有关的现金	45,544.47	153,966.42
经营活动现金流入小计	141,156.43	211,252.36
购买商品、接受劳务支付的现金	78,455.70	71,545.51
支付的其他与经营活动有关的现金	197,009.77	42,714.57
经营活动现金流出小计	280,872.57	114,874.50
经营活动产生的现金流量净额	-139,716.14	96,377.86
投资活动产生的现金流量净额	-22,890.76	-69,042.46
筹资活动产生的现金流量净额	125,370.90	-47,623.33
现金及现金等价物净增加额	-37,236.00	-20,287.93

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且上升较快，存在一定偿债压力

因银行借款、发行债券等融资规模较大，2019年末公司负债总额同比小幅增至102.48亿元。所有者权益方面，得益于资本的注入及经营业绩的积累，2019年末公司所有者权益小幅增至66.60亿元。截至2019年末，公司产权比率同比增加7.58个百分点至153.88%，公司所有者权益对负债总额的覆盖程度仍较弱。

表 9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	1,024,775.67	946,724.22
所有者权益	665,960.73	647,132.39
产权比率	153.88%	146.30%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司仍以非流动负债为主。公司短期借款主要用于日常资金周转，受经营发展对资金需求加大的影响，2019年末短期借款同比大幅增长268.42%，借款利率为6.09%-8.00%。公司应付账款主要为应付工程款，伴随工程款的结算，2019年末应付账款同比下降12.90%，期限主要集中在2年以内。2019年公司将应收津房置业五津片区棚改项目款冲抵应付其往来款及应付其他国有企业往来款和投资款减少等，导致2019年末其他应付款（不含应付利息0.21亿元）同比下降50.15%，期限为1年以上的款项占比89.01%。

长期借款主要为项目贷款，伴随项目建设进度持续推进对资金需求不断加大，2019年末长期借款同比增长65.90%，借款期限主要为2-25年，借款利率主要在1.20%-12.00%之

间。公司应付债券包括本期债券、“2018年度第一期债权融资计划”和“19新津新城MTN001”，其中本期债券2019年末余额为5.80亿元，到期日为2024年10月23日，票面利率为7.30%，将于2020年10月开始偿还债券本金的20%；“2018年度第一期债权融资计划”发行金额为2.40亿元，发行期限为7+N年；“19新津新城MTN001”2019年末余额为2.00亿元，到期日为2024年11月26日，票面利率为6.00%，到期一次还本。公司长期应付款包括应付融资租赁款和专项应付款，伴随部分融资租赁借款的到期偿付，2019年末长期应付款同比下降21.91%。截至2019年末，公司专项应付款为0.70亿元，较上年末无变化，系新津治水段工程（一期）和2016年新津县工业园区基础设施建设项目补助资金。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	35,000.00	3.42%	9,500.00	1.00%
应付账款	104,143.73	10.16%	119,571.26	12.63%
其他应付款	93,959.32	9.17%	186,647.39	19.72%
一年内到期的非流动负债	101,082.00	9.86%	113,685.00	12.01%
流动负债合计	360,603.86	35.19%	447,497.41	47.27%
长期借款	468,351.00	45.70%	282,309.00	29.82%
应付债券	89,766.39	8.76%	81,114.95	8.57%
长期应付款	106,054.42	10.35%	135,802.86	14.34%
非流动负债合计	664,171.82	64.81%	499,226.81	52.73%
负债合计	1,024,775.67	100.00%	946,724.22	100.00%
其中：有息债务	793,235.60	77.41%	615,393.61	65.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务规模为79.32亿元，同比增长28.90%，占负债总额的77.41%，其中短期有息债务规模为13.61亿元，占有息债务总额的17.16%。2020-2022年和2023年及之后公司将分别偿付有息债务本金13.61亿元、15.07亿元、8.94亿元和41.71亿元，未来存在一定偿债压力。

从偿债能力来看，2019年末公司资产负债率小幅增至60.61%，整体负债水平有所提升。截至2019年末，公司现金短期债务比同比小幅降至0.93，公司短期偿债能力有所减弱；EBITDA利息保障倍数较上年末变化不大，有息债务规模快速增长，导致有息债务/EBITDA处于较高水平且继续增长。

表 11 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	60.61%	59.40%

现金短期债务比	0.93	1.33
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.60
有息债务/EBITDA	35.89	27.43

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版），从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月9日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司对外担保金额较大，且均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险

截至2019年末，公司对外担保金额合计32.21亿元，占年末净资产的比重为48.37%，担保对象主要为地方国有企业，其中被担保方新津交投与公司为同一实际控制人；成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司、成都市新津水城水务投资有限责任公司、成都山水渡建设有限责任公司实际控制人均为新津国资局。公司对外担保金额较大，且均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 12 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	借款到期日	是否有反担保
新津成汉企业管理服务有限公司	50,000.00	2023 年 11 月 9 日	否
新津成汉企业管理服务有限公司	50,000.00	2024 年 6 月 2 日	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	38,000.00	2028 年 5 月 23 日	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	30,000.00	借款放款日后的 24 个月	否
新津县交通建设投资有限公司	30,000.00	2021 年 5 月 16 日	否
新津县交通建设投资有限公司	26,800.00	2023 年 4 月 4 日	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	25,000.00	2022 年 11 月 27 日	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	20,000.00	2023 年 1 月 10 日	否
成都市新津水城水务投资有限责任公司	10,000.00	2020 年 12 月 12 日	否
成都市新津水城水务投资有限责任公司	9,000.00	2026 年 11 月 27 日	否
成都山水渡建设有限责任公司	9,000.00	2023 年 5 月 31 日	否
成都市新津水城水务投资有限责任公司	7,960.00	2024 年 7 月 1 日	否

成都市新津水城水务投资有限责任公司	7,000.00	2023年10月17日	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	6,266.33	2023年12月18日	否
成都市新津水城水务投资有限责任公司	3,100.00	2021年1月29日	否
合计	322,126.33	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、评级结论

2019年公司外部环境仍较好，继续为其发展提供了良好的基础，公司为新津县城市基础设施建设投资的重要主体，主要代建及政府购买服务项目投资规模较大，未来建设投资业务可持续性较好，且继续获得了一定的外部支持。

同时中证鹏元关注到，公司资产主要由土地、工程项目及应收款项构成，部分土地已被用于抵押，部分出让地未缴纳土地出让金，且应收政府单位及国有企业款项规模较大，回款时间不确定，占用较多资金，公司整体资产流动性较弱；公司主要在建项目尚需投资规模较大，部分项目建设进度低于预期，且现金回笼偏慢，经营活动现金流表现较差，随着项目建设进度持续推进，资金需求不断加大，未来面临较大的资金支出压力；有息债务规模较大，现金短期债务比同比小幅下降，EBITDA利息保障倍数仍处于较低水平，存在一定偿债压力；对外担保金额相对较大，且均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险。

基于以上情况，经中证鹏元综合评定，本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	126,225.02	163,461.02	183,748.96
存货	824,982.77	793,609.55	780,203.97
流动资产合计	1,169,549.41	1,073,391.51	1,068,059.18
在建工程	456,602.47	463,532.58	238,423.00
非流动资产合计	521,186.99	520,465.10	303,098.77
资产总计	1,690,736.40	1,593,856.61	1,371,157.96
短期借款	35,000.00	9,500.00	12,000.00
应付账款	104,143.73	119,571.26	1,238.73
其他应付款	93,959.32	186,647.39	111,493.36
一年内到期的非流动负债	101,082.00	113,685.00	133,532.00
流动负债合计	360,603.86	447,497.41	270,148.06
长期借款	468,351.00	282,309.00	246,836.00
应付债券	89,766.39	81,114.95	106,807.45
长期应付款	106,054.42	135,802.86	136,698.46
非流动负债合计	664,171.82	499,226.81	490,341.91
负债合计	1,024,775.67	946,724.22	760,489.97
有息债务	793,235.60	615,393.61	628,855.71
所有者权益	665,960.73	647,132.39	610,667.99
营业收入	131,871.00	84,739.45	67,744.61
营业利润	19,145.06	13,957.69	14,373.27
营业外收入	0.00	3,620.31	0.00
利润总额	19,138.94	17,575.83	14,371.55
经营活动产生的现金流量净额	-139,716.14	96,377.86	-24,046.84
投资活动产生的现金流量净额	-22,890.76	-69,042.46	-55,487.42
筹资活动产生的现金流量净额	125,370.90	-47,623.33	184,478.35
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	19.99%	23.80%	33.64%
收现比	0.72	0.68	0.80
产权比率	153.88%	146.30%	124.53%
资产负债率	60.61%	59.40%	55.46%
现金短期债务比	0.93	1.33	1.26
EBITDA（万元）	22,101.98	22,437.79	20,173.27
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.60	0.59
有息债务/EBITDA	35.89	27.43	31.17

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年末公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
成都市天府新区南区产业园投资有限公司	100,000.00	60.00%	商务服务业
成都市新津中小企业融资担保有限责任公司	12,000.00	100.00%	融资担保
成都新城兴资产运营管理有限公司*	10,000.00	75.20%	投资管理
成都新城兴产业投资有限公司*	300.00	100.00%	项目投资
成都天汉人力资源管理有限公司	200.00	100.00%	投资管理

注：成都新城兴资产运营管理有限公司原名为新津县新龙祥投资有限责任公司，于2020年2月变更为现名；成都新城兴产业投资有限公司原名为新津县新化投资有限责任公司，于2019年9月27日变更为现名。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
现金类资产	货币资金
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中有息债务

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。