

2017年成都市新津县工业投资经营有限 责任公司公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



2017年成都市新津县工业投资经营有限责任公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-21	2020-06-26

债券概况

债券简称: 17新津工投债/PR新津债

债券剩余规模: 4.64 亿元

债券到期日期: 2024-10-23

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

联系方式

项目负责人: 邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员: 李世伶
lishl@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 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 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行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，获得较大的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金支出和一定的债务压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司建设投资业务较好，且将持续获得较大的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	240.13	230.94	169.07	159.39
所有者权益	96.67	96.90	66.60	64.71
总债务	-	101.32	79.32	61.54
资产负债率	59.74%	58.04%	60.61%	59.40%
现金短期债务比	0.44	0.38	0.93	1.33
营业收入	0.17	13.80	13.19	8.47
其他收益	0.00	0.05	0.07	0.00
利润总额	-0.09	1.75	1.91	1.76
销售毛利率	-17.47%	18.21%	19.99%	23.80%
EBITDA	-	2.15	2.21	2.24
EBITDA 利息保障倍数	-	0.31	0.59	0.60
经营活动现金流净额	0.27	-10.30	-13.97	9.64
收现比	1.05	0.43	0.72	0.68

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报表，中证鹏元整理

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。

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**2020 年国务院批复同意新津撤县设区，智能制造产业逐渐集群成势，地区经济实力进一步增强，继续为公司发展提供良好基础。
- **公司建设投资业务可持续性较好。**公司是新津工业园区主要的投资、融资和建设主体，2020 年末主要代建及政府购买服务项目投资金额较大，建设投资业务可持续性较好。
- **公司获得较大的外部支持。**2020 年公司收到股东注资金额较大，同时获得政府拨付的住房租赁中央财政奖补资金等补贴。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至 2020 年末，公司土地使用权规模较大，部分已被抵押，且部分未缴纳出让金，应收政府单位及国有企业等款项规模较大且快速增长，回款时间不确定，占用较多资金，公司资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金支出压力。**截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投资金额较大，部分项目建设进度低于预期，且业务回款仍滞后，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。
- **公司总债务规模持续增长，存在一定债务压力。**2020 年末公司总债务规模持续增长，现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数均明显下降，存在一定债务压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2021 年 4 月末，公司对外担保余额较大，且均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年10月发行7年期5.80亿元公司债券，募集资金拟用于成都市新津县五津片区棚户区改造建设项目及补充营运资金。截至2021年5月末，本期债券募集资金专项账户余额为79.18万元。

三、发行主体概况

根据中共成都市新津区委机构编制委员会于2020年10月出具的《关于撤县设区后机构职能优化调整有关事项的通知》，成都市新津区将原财政局及相关部门的国有资产监督管理职责整合，组建成都市新津区国有资产监督管理局（以下简称“新津区国资局”），公司股东由新津县国有资产监督管理局和金融工作局变更为新津区国资局。2020年公司收到股东新增实缴资本1.94亿元，截至2020年末，公司注册资本仍为10亿元，实收资本为4.44亿元，新津区国资局持有公司100%的股权，为公司唯一股东及实际控制人。

2020年公司合并报表范围未发生变化，截至2020年末，纳入公司合并范围子公司共5家，具体如附录四所示。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外

需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2% 左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“两新一重”建设），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020 年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，

部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

2020年成都市经济保持平稳增长，固定资产投资及进出口贸易继续保持向好态势，总体经济实力仍较强

成都市位于四川省中部，是四川省省会、副省级城市，西部地区重要的中心城市，国家重要的高新技术产业基地、商贸物流中心和综合交通枢纽，也是新一轮西部大开发重点规划区域之一。截至2019年末，全市有常住人口1,658.10万人，同比增长1.54%，呈持续净流入状态，常住人口城镇化率74.41%。

2020年成都市实现地区生产总值17,716.7亿元，按可比价格计算，比上年增长4.0%，经济总量保持平稳增长。按照2019年末的常住人口计算，全市2020年人均GDP为106,849元，系同期全国人均水平的1.48倍，经济发展水平较好。三次产业结构由上年的3.6：30.8：65.6调整为3.7：30.6：65.7，第三产业占比较大，是经济增长的重要支撑。

成都市围绕先进制造业、现代服务业和都市现代农业联动发展构建“三产联动”的现代产业体系，2020年全市规模以上工业增加值同比增长5.0%。先进制造业方面，八大特色优势产业2020年合计增长6.5%，其中电子信息产品制造业增长14.4%，汽车产业增长1.9%，机械产业下降1.7%，石油化工产业增长6.2%，食品饮料及烟草产业增长7.3%，冶金产业增长3.9%，建材产业下降3.9%，轻工行业下降5.5%。

现代服务业主要包含现代金融、文化旅游、现代物流、会展经济、商贸服务、信息技术等。其中，金融产业发展健康，信贷规模持续扩大，截至2020年末，成都市金融机构人民币存、贷款余额分别为43,654.50亿元和41,147.90亿元，同比增速分别为9.6%和12.8%，金融继续对实体经济发挥重要的支持作用；截至2020年末全市共有境内外上市（含过会）公司122家，其中A股上市公司97家，新增上市和过会公司19家；旅游市场逐步恢复，2020年接待游客2.0亿人次，恢复至上年同期的72.9%，实现旅游总收入3,005.2亿元，恢复至上年同期的64.4%。

都市现代农业方面，2020年成都市实现农林牧渔业总产值1,071.9亿元，按可比价格计算，比上年增长3.3%；新建成高标准农田25.1万亩，高效节水灌溉面积3.6万亩。推动农商文旅体融合发展，全年休闲农业接待游客1.3亿人次。

固定资产投资方面，2020年全年固定资产投资比上年增长9.9%，增速保持稳定。其中，第一、二、三产业投资分别增长3.4%、2.7%和12.6%。重点区域投资较快增长，四川天府新区成都片区、“东进”区域完成投资分别增长15.0%、8.4%。

消费方面，2020年成都市实现社会消费品零售总额8,118.50亿元，比上年下降2.3%。从经营地来看，全年实现城镇零售额7,817.4亿元，同比下降2.4%；乡村零售额301.2亿元，同比下降0.7%。分区域看，

中心城区社会消费品零售总额仍占绝对优势，占全市比重达86.9%。

对外贸易方面，2020年成都市完成进出口总额7,154.20亿元，同比增长22.4%，其中出口总额4,106.8亿元，增长23.7%；进口总额3,047.4亿元，增长20.7%。“一带一路”经贸合作持续深化，全年对“一带一路”沿线国家实现进出口总额2,226.6亿元，增长29.9%，占全市进出口总额的31.1%；对东盟、欧盟进出口总额分别增长20.0%、30.1%。

表1 成都市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	17,716.7	4.0%	17,012.7	7.8%
第一产业增加值	655.2	3.3%	612.2	2.5%
第二产业增加值	5,418.5	4.8%	5,244.6	7.0%
第三产业增加值	11,643.0	3.6%	11,155.9	8.6%
规模以上工业增加值	-	5.0%	-	7.8%
固定资产投资	-	9.9%	-	10.0%
社会消费品零售总额	8,118.5	-2.3%	7,478.4	9.9%
进出口总额	7,154.2	22.4%	5,822.7	16.9%
存款余额	43,654.5	9.6%	39,828.0	5.3%
贷款余额	41,147.9	12.8%	36,464.4	11.7%
人均 GDP（元）		106,849		103,386
人均 GDP/全国人均 GDP		147.5%		145.8%

注：“-”表示数据未公布；2020年人均GDP按照2019年末常住人口计算；公报中地区生产总值、各产业增加值绝对数按当年价格计算，增长速度按可比价格计算；根据第四次全国经济普查结果，对2019年社会消费品零售总额历史数据进行了修订（未公布具体数据）。

资料来源：成都市2019-2020年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年成都市实现一般公共预算收入1,520.4亿元，同比增长2.5%，其中税收收入为1,130.4亿元，占一般公共预算收入的比重为74.3%；同期全市实现政府性基金收入1,891.4亿元，同比增长22.2%；获得上级补助收入399.9亿元，同比增长14.0%。2020年成都市一般公共预算支出为2,158.0亿元，同比增长7.5%，全市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为70.5%。

2020年国务院批复同意新津撤县设区，智能制造产业逐渐集群成势，地区经济实力进一步增强，继续为公司发展提供良好基础

2020年6月5日，国务院批复同意撤销新津县，设立成都市新津区。新津区位于四川盆地西部、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，2020年新津区地区生产总值（GDP）为400.59亿元，按可比价格计算，同比增长6.0%，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23.30亿元、165.36亿元和211.93亿元，同比增速分别为5.3%、5.0%和7.4%。产业结构方面，新津区三次产业结构由2019年的5.7：42.5：51.8调整为2020年的5.8：41.3：52.9，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。2020年末新津区全区户籍人口数为

31.92万人，按全区户籍人口计算，2020年新津区人均GDP为125,498.12元，为全国人均GDP的173.23%。

工业方面，2020年新津区实现工业增加值138.68亿元，同比增长5.2%；实现规模以上工业增加值增长7.9%，其中，智能制造产业园区实现规模以上工业增加值增长9.1%。2020年天府智能制造产业园新引进宏胜饮料等项目63个，格力智能家电产业园等23个项目加快建设，易迅光电、华莱士等17个项目建成投产，智能制造产业逐渐集群成势。

投资方面，2020年新津区全社会固定资产投资同比增长16.2%，增幅居成都市第一位，为新津区经济发展做出较大贡献，其中工业投资同比增长0.1%、农业投资同比增长5.3%、三产业投资同比增长36.0%。2020年新津区房地产开发投资同比增长62.2%，商品房新开工面积为183.44万平方米，商品房销售面积为178.74万平方米，实现商品房销售额183.31亿元。

受疫情等因素的影响，2020年新津区实现社会消费品零售总额92.57亿元，同比下降1.9%。2020年新津区新签约引进重大项目11个，全年实现外贸进出口总额35.4亿元，同比增长9.6%。此外，新津区2020年末金融机构人民币存款余额和贷款余额均保持增长，为地区经济发展提供良好的金融环境。

表2 2019-2020年新津区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	400.59	6.0%	374.72	8.6%
第一产业增加值	23.30	5.3%	21.48	3.0%
第二产业增加值	165.36	5.0%	159.19	7.6%
第三产业增加值	211.93	7.4%	194.05	10.5%
工业增加值	138.68	5.2%	134.19	9.0%
固定资产投资	-	16.2%	-	11.7%
社会消费品零售总额	92.57	-1.9%	94.21	12.0%
进出口总额	35.4	9.6%	32.3	19.2%
存款余额	464.6	31.6%	353.09	12.8%
贷款余额	309.49	10.3%	280.57	16.2%
人均GDP（元）	125,498.12		117,540.78	
人均GDP/全国人均GDP	173.23%		165.80%	

注：1）人均GDP=地区生产总值/年末全区户籍人口数；2）表中“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2019-2020年新津区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《关于成都市新津区2020年财政预算执行情况和2021年财政预算草案的报告（书面）》，2020年新津区实现一般公共预算收入30.34亿元，同比增长9.9%；获得上级转移性收入13.74亿元；实现政府性基金预算收入52.6亿元，同比增长18.22%；同期新津区实现一般公共预算支出42.64亿元，同比增长25.1%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为71.15%，财政自给能力较好。

五、经营与竞争

公司是新津工业园区主要的投资、融资和建设主体，2020年营业收入较上年小幅提升。2020年公司基础设施建设及土地整理业务收入合计占营业收入的比重为77.62%，较上年有所下降，仍为收入和利润的主要来源。根据《闲置土地处置办法》相关规定，2020年成都市新津区规划和自然资源局²（以下简称“新津规自局”）有偿回购公司8宗土地，面积合计55.99万平方米，回购金额合计2.64亿元，确认为其他业务收入，对公司收入和利润具有一定补充。受毛利率较高的土地整理业务收入下降的影响，2020年公司销售毛利率同比有所下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
建设投资业务	89,043.14	15.12%	105,432.85	13.04%
土地整理业务	18,083.70	52.57%	23,755.46	52.57%
劳务派遣	4,199.56	1.26%	2,542.10	1.76%
物业管理	227.94	-12.24%	0.00	--
商业零售	0.00	--	10.75	38.76%
其他业务	26,465.53	8.09%	129.84	58.44%
合计	138,019.87	18.21%	131,871.00	19.99%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司建设投资业务收入仍然为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

公司是新津区城市基础设施建设投资的重要主体，主要涉及新津工业园区的基础设施建设。具体模式为：1）公司本部及子公司成都市天府新区南区产业园投资有限公司、成都新城兴资产运营管理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区审计部门审计结束后的工程结算金额加计年15%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。实际上，公司每年根据“工程进度结算单”或“项目结算审计结果的通知”确认相关项目收入、成本。近年公司所建项目的业主/委托人主要为成都市新津区人民政府、成都市新津文旅投资集团有限公司³（以下简称“新津文旅”）、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（以下简称“新城投资”）等，其中新津文旅、花红堰投资及新城投资控股股东及实际控制人均为新津区国资局。2）公司与政府单位（主要为成都市新津区水务局和成都市新津区住房保障中心⁴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，

² 成都市新津区规划和自然资源局原为新津县规划和自然资源局，新津撤县设区后变更为现名。

³ 成都市新津文旅投资集团有限公司原名为新津县文旅投资集团有限公司，于 2021 年 1 月变更为现名。

⁴ 成都市新津区水务局原为新津县水务局，成都市新津区住房保障中心原为新津县住房保障中心，新津撤县设区后变更为现名。

且验收合格后，政府单位按照协议约定分年度向公司支付相关购买服务费用，购买服务期限一般为10-25年不等。

2020年公司建设投资业务收入同比有所下降，占同期营业收入的比重为64.51%；2020年公司结算的岷江东岸项目和新津县安置房建设项目五期（地块四）项目加成比例均提升为20%，故当年建设投资业务毛利率同比小幅增至15.12%，为公司收入和利润的重要来源。

表4 2019-2020年公司建设投资业务收入情况（单位：万元）

时间	项目	结转成本	确认收入
2020年	岷江东岸项目	32,125.79	38,550.95
	两横一纵一园项目	33,054.04	38,012.14
	新津县安置房建设项目五期（地块四）	10,400.03	12,480.04
	合计	75,579.87	89,043.14
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

注：成都市新津县五津片区棚户区改造建设项目为本期债券募投项目，2019年公司将募投项目以打包移交的方式转移至成都新津城投城市更新建设有限责任公司⁵（以下简称“新津城建”），并确认来自新津城建的收入7.60亿元（不含税）。资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建项目计划总投资185.15亿元，尚需投资超过118.82亿元，随着项目建设资金投入不断加大，未来面临较大资金支出压力。其中，2020年末主要代建及政府购买服务项目总投资122.81亿元，已投资59.93亿元，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）”）分别与成都市新津区住房保障中心、成都市新津区水务局签订了《政府购买服务协议》，购买服务总价款合计43.38亿元，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。

此外，公司仍投资运营自有项目。西区产业园综合配套服务中心项目为公司投资额最大的自有项目，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态于一体，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2020年末，上述项目已投资4.83亿元，占项目总投资的26.05%，建设进度不及预期，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存在不确定性，收益存在不达预期等风险。

⁵ 成都新津城投城市更新建设有限责任公司原名成都新津津房置业有限责任公司，于2021年2月变更为现名。

表5 截至 2020 年末公司在建、拟建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	尚需投资	模式
两横一纵一园项目	593,126.07	206,921.23	386,204.84	代建
新津县 2017 年棚户区改造项目	243,040.01	79,514.96	163,525.05	政府购买
物流园区项目	193,803.00	190,393.88	3,409.12	代建
西区产业园综合配套服务中心项目	185,507.66	48,330.64	137,177.02	自建
安置房建设项目三期	167,759.18	64.90	167,694.28	自建
安置房建设项目一期（普兴社区 123 地块）	155,784.58	7,402.86	148,381.72	自建
安置房建设项目五期（地块五）	94,883.53	2,269.24	92,614.29	自建
安置房建设项目五期（地块四）	79,632.63	13,526.98	66,105.65	代建
岷江东岸项目	68,223.00	77,565.43	-	代建
成都市羊马河、杨柳河、西河新津治水段工程（一期）	50,292.38	31,361.38	18,931.00	政府购买
天府创智湾一期	19,453.23	15,289.96	4,163.27	自建
合计	1,851,505.27	672,641.46	1,188,206.24	-

资料来源：公司提供

公司土地整理业务毛利率较高，对利润贡献较大，但公司无在整理土地项目，未来业务收入或存在不确定性

公司土地整理业务的运营模式为：新津规自局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，新津区财政和金融工作局（以下简称“新津区财金局”）⁶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。

2020年公司实现土地整理业务收入1.81亿元，来源于天府新区南区产业园兴物五路以南场平工程，毛利率仍保持较高水平，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。截至2020年末，公司无在整理土地项目，未来该业务收入或存在不确定性。

表6 2019-2020 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
2020 年	天府新区南区产业园兴物五路以南场平工程	1,205.58	15.00	18,083.70
2019 年	南区产业园场平工程	1,583.70	15.00	23,755.46

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司继续获得一定的外部支持

2020年公司已收到股东实缴注册资本金合计1.94亿元，增加实收资本。此外，2020年公司获得政府

⁶ 新津区财政和金融工作局原为新津县财政局，根据中共成都市委机构编制委员会于2020年10月出具的《关于撤县设区后机构职能优化调整有关事项的通知》，变更为现名。

拨付的住房租赁中央财政奖补资金等补贴0.05亿元，计入其他收益。

六、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2019年和2020年审计报告及公司未经审计的2021年一季度报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并财务报表范围无变化。

资产结构与质量

公司土地使用权规模较大，部分已被抵押，且部分未缴纳出让金，应收政府单位及国有企业等款项规模较大且快速增长，回款时间不确定，资产整体流动性较弱

因经营发展对资金需要较大，公司外部融资规模增加，2020年末资产总额同比增长36.59%。从资产结构来看，2020年末流动资产占总资产的比重为54.95%。

2020年末公司货币资金同比下降18.63%，年末无使用受限货币资金。公司应收账款主要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，2020年末公司应收账款账面价值进一步增长，应收对象主要为新津区财金局、新津城建等政府单位及国有企业，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，其中应收新津城建款项系本期债券募投项目结算款。2020年末公司其他应收款账面价值同比增长83.91%，主要为应收政府单位及国有企业往来款，账龄主要集中在1年以内，回款时间不确定，占用公司较多资金。

存货仍为公司主要的资产，主要为土地使用权及开发成本。2020年末公司存货中土地使用权较2019年末减少22宗，其中新津规自局回购了8宗土地，上述土地账面价值2.35亿元；转入投资性房地产14宗，减少存货账面价值12.28亿元，公司投资性房地产采用公允价值计量，该14宗土地经北京金开房地产土地资产评估有限公司评估的市场价值为48.50亿元（评估基准日为2020年12月31日），增值率为294.95%。截至2020年末，公司存货和投资性房地产包含土地使用权86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，面积合计241.31万平方米，账面价值合计89.89亿元，占2020年末资产总额的比重为38.92%，其中已用于抵押的土地使用权面积为85.23万平方米，账面价值为38.39亿元，占土地使用权账面价值的42.71%；未缴纳出让金的土地使用权面积为97.45万平方米，账面价值合计47.04亿元，占土地使用权账面价值的52.33%。2020年末公司在建工程账面价值有所增长，主要包括物流园区项目、两横一纵一园项目、成都市羊马河、杨柳河、西河新津治水段工程（一期）等基础设施项目。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.26	5.10%	10.27	4.45%	12.62	7.47%
应收账款	15.66	6.52%	15.66	6.78%	6.87	4.06%
其他应收款	30.56	12.73%	27.19	11.77%	14.79	8.74%
存货	70.12	29.20%	70.12	30.36%	82.50	48.79%
流动资产合计	131.67	54.83%	126.89	54.95%	116.95	69.17%
投资性房地产	48.50	20.20%	48.50	21.00%	0.06	0.04%
在建工程	53.74	22.38%	49.25	21.33%	45.66	27.01%
非流动资产合计	108.46	45.17%	104.05	45.05%	52.12	30.83%
资产总计	240.13	100.00%	230.94	100.00%	169.07	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司建设投资业务可持续性仍然较好，未来土地整理业务收入或存在不确定性，业务回款仍然滞后

得益于新津规自局回购公司土地确认其他业务收入金额较大，2020年公司营业收入同比略有上升。2020年公司毛利率同比略有下降，主要系毛利率较高的土地整理业务收入下降所致。截至2020年末，公司主要代建及政府购买服务项目已投资59.93亿元，建设投资业务可持续性较好；年末公司已无在整理土地，未来土地整理业务存在不确定性。2020年公司收现比同比有所下降，业务回款仍然滞后，经营活动现金流持续大额净流出。

2020年公司获得政府拨付的住房租赁中央财政奖补资金等补贴资金0.05亿元，计入其他收益，占同期利润总额的比重较小，对利润贡献有限。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

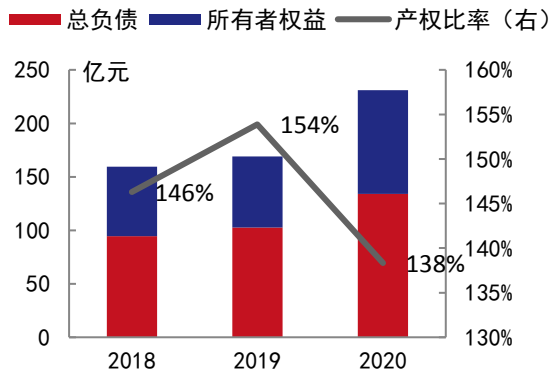
指标名称	2021年1-3月	2020年	2019年
营业收入	0.17	13.80	13.19
收现比	1.05	0.43	0.72
营业利润	-0.09	1.76	1.91
其他收益	0.00	0.05	0.07
利润总额	-0.09	1.75	1.91
销售毛利率	-17.47%	18.21%	19.99%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报表，中证鹏元整理

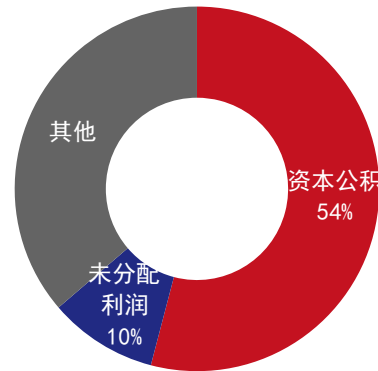
资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增长，存在一定债务压力

因银行借款、发行债券等融资规模较大，2020年末公司负债总额同比增长30.80%。因投资性房地产按公允价值计量评估增值确认的其他综合收益金额较大，2020年末公司所有者权益大幅增长。综上，2020年末公司产权比率较上年有所下降，但仍处于较高水平，所有者权益对负债总额的覆盖程度仍然较弱。

图1 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图2 2020年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司以非流动负债为主。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较大的影响，2020年末短期借款同比大幅增长。2020年末公司应付账款余额变动较小，主要为应付工程款。2020年末公司其他应付款余额有所下降，主要为应付国有企业往来款及投资款，均为无息负债。

长期借款主要为项目贷款，2020年末公司长期借款余额较上年变动较小，借款利率主要在4.45%-12.00%之间。截至2020年末，除本期债券外公司存续债券有“2018年度第一期债权融资计划”、“19新津新城MTN001”和“20新津新城PPN001”，此外，公司于2021年1月发行5年期4.8亿元公司债券，应付债券规模进一步增长。

2020年末公司长期应付款余额同比增长48.58%，包括应付融资租赁款18.13亿元（含一年内到期部分）和专项应付款1.20亿元，其中专项应付款系新津治水段工程（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9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.60	5.99%	8.50	6.34%	3.50	3.42%
应付账款	8.04	5.61%	10.03	7.48%	10.41	10.16%
其他应付款	8.56	5.96%	8.76	6.53%	9.40	9.17%
一年内到期的非流动负债	18.32	12.77%	18.32	13.67%	10.11	9.86%

流动负债合计	48.39	33.73%	49.29	36.77%	36.06	35.19%
长期借款	53.41	37.23%	47.12	35.16%	46.84	45.70%
应付债券	17.10	11.92%	12.81	9.56%	8.98	8.76%
长期应付款	15.50	10.81%	15.76	11.76%	10.61	10.35%
非流动负债合计	95.07	66.27%	84.75	63.23%	66.42	64.81%
负债合计	143.46	100.00%	134.04	100.00%	102.48	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报表，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务同比有所上升，仍以长期债务为主，短期债务占总债务的比重有所提升，存在一定债务压力。

图 3 公司债务占负债比重

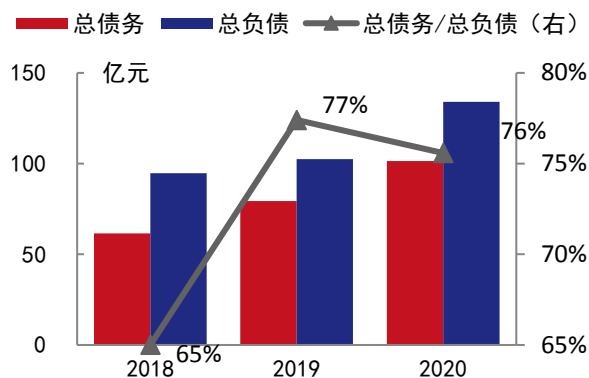
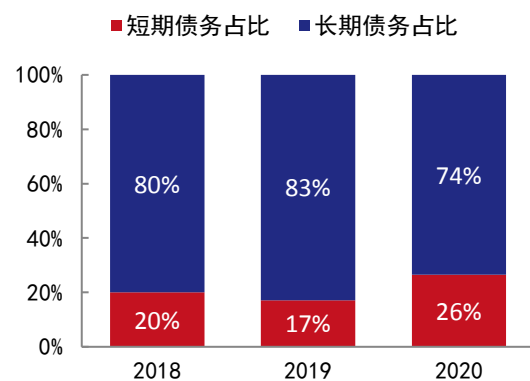


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力来看，2020年末公司资产负债率同比略有下降，现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数均明显下降且处于较低水平，偿债能力较弱。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	59.74%	58.04%	60.61%
现金短期债务比	-	0.38	0.93
EBITDA 利息保障倍数	-	0.31	0.59

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月8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；公司本部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。

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2021年4月末，公司对外担保余额合计36.57亿元，占2020年末净资产的比重为37.74%，担保对象主要为地方国有企业，除新津成汉企业管理服务有限公司外，被担保方与公司隶属于同一实际控制人。公司对外担保余额较大，且均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表11 截至2021年4月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	35,622.99	2028/5/23	无
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	29,700.00	2023/6/24	无
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	25,000.00	2022/11/27	无
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	19,850.00	2022/8/27	无
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	10,300.00	2022/12/27	无
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	6,000.00	2021/6/27	无
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	5,900.00	2022/11/7	无
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	3,880.00	2022/10/27	无
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	3,800.00	2023/1/10	无
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	3,249.85	2023/12/18	无
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司 ¹	2,590.00	2021/4/30	无
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	2,450.00	2022/7/2	无
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	50.00	2022/2/26	无
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	50.00	2022/8/28	无
成都市新津水城水务投资有限责任公司	12,988.33	2028/6/19	无
成都市新津水城水务投资有限责任公司	9,000.00	2022/2/24	无
成都市新津水城水务投资有限责任公司	7,500.00	2026/11/27	无
成都市新津水城水务投资有限责任公司	6,171.49	2023/5/8	无
成都市新津水城水务投资有限责任公司	5,855.63	2024/7/1	无
成都市新津水城水务投资有限责任公司	5,000.00	2024/4/16	无
成都市新津水城水务投资有限责任公司	4,509.83	2028/6/19	无
成都市新津水城水务投资有限责任公司	3,803.86	2023/10/17	无
成都市新津水城水务投资有限责任公司	2,800.00	2022/7/29	无
新津成汉企业管理服务有限公司	28,522.62	2024/6/2	无
新津成汉企业管理服务有限公司	13,570.69	2023/11/9	无
新津成汉企业管理服务有限公司	9,050.68	2023/11/9	无
新津县交通建设投资有限责任公司 ²	25,600.00	2021/5/16	无
新津县交通建设投资有限责任公司	6,800.00	2022/2/12	无
新津县交通建设投资有限责任公司	6,318.40	2023/4/4	无
成都市新津文旅投资集团有限公司	20,000.00	2022/4/28	无

成都市新津文旅投资集团有限公司	7,950.00	2022/8/27	无
成都市新津花红堰投资有限公司	18,500.00	2022/7/31	无
成都市新津花红堰投资有限公司	7,000.00	2022/12/15	无
成都市新津花红堰投资有限公司	1,000.00	2022/10/23	无
成都新城兴建设投资有限公司	4,900.00	2023/12/26	无
成都新城兴建设投资有限公司	1,000.00	2022/9/19	无
成都新城兴建设投资有限公司	1,000.00	2022/9/19	无
成都市新津县城乡建设投资有限责任公司	6,400.00	2022/9/28	无
成都山水渡建设有限责任公司	1,000.00	2022/10/23	无
成都憬城实业有限责任公司	1,000.00	2023/1/5	无
合计	365,684.37	-	-

注：1) 2021年4月30日，被担保方成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司已全额偿还贷款本息；2) 2021年5月14日，公司及被担保方新津县交通建设投资有限责任公司与重庆银行股份有限公司成都滨江支行签订补充协议，将原贷款合同展期至2022年11月16日，截至2021年5月末公司对该笔贷款的担保余额为25,100.00万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、结论

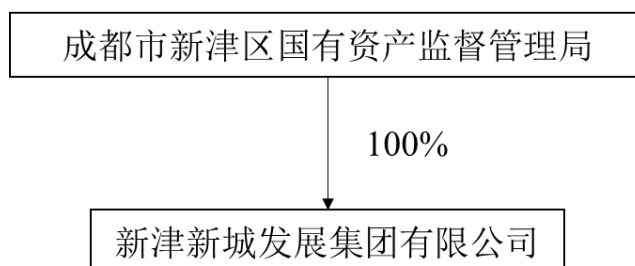
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	12.26	10.27	12.62	16.35
其他应收款	30.56	27.19	14.79	5.90
存货	70.12	70.12	82.50	79.36
流动资产合计	131.67	126.89	116.95	107.34
投资性房地产	48.50	48.50	0.06	0.07
在建工程	53.74	49.25	45.66	46.35
非流动资产合计	108.46	104.05	52.12	52.05
资产总计	240.13	230.94	169.07	159.39
短期借款	8.60	8.50	3.50	0.95
一年内到期的非流动负债	18.32	18.32	10.11	11.37
流动负债合计	48.39	49.29	36.06	44.75
长期借款	53.41	47.12	46.84	28.23
应付债券	17.10	12.81	8.98	8.11
长期应付款	15.50	15.76	10.61	13.58
非流动负债合计	95.07	84.75	66.42	49.92
负债合计	143.46	134.04	102.48	94.67
总债务	-	101.32	79.32	61.54
所有者权益	96.67	96.90	66.60	64.71
营业收入	0.17	13.80	13.19	8.47
营业利润	-0.09	1.76	1.91	1.40
其他收益	0.00	0.05	0.07	0.00
利润总额	-0.09	1.75	1.91	1.76
经营活动产生的现金流量净额	0.27	-10.30	-13.97	9.64
投资活动产生的现金流量净额	-6.39	-9.76	-2.29	-6.90
筹资活动产生的现金流量净额	8.10	17.71	12.54	-4.76
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	-17.47%	18.21%	19.99%	23.80%
收现比	1.05	0.43	0.72	0.68
资产负债率	59.74%	58.04%	60.61%	59.40%
现金短期债务比	0.44	0.38	0.93	1.33
EBITDA（亿元）	-	2.15	2.21	2.24
EBITDA 利息保障倍数	-	0.31	0.59	0.60

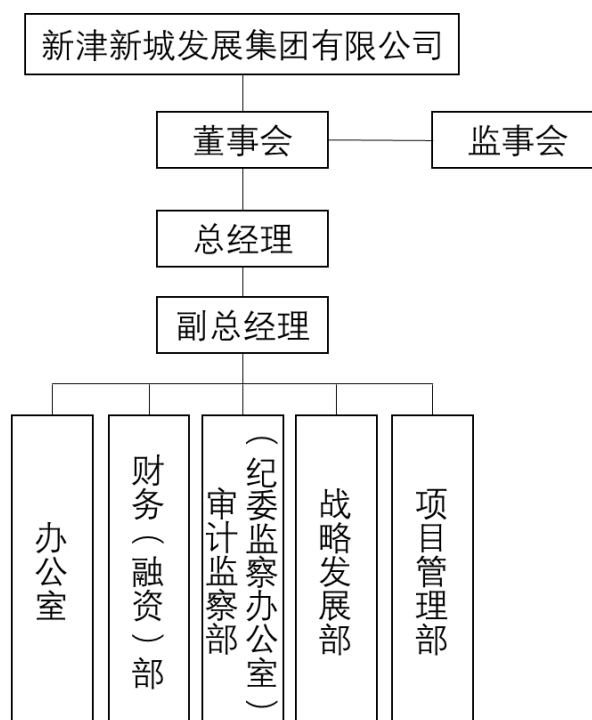
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
成都市天府新区南区产业园投资有限公司	100,000.00	60.00%	投资管理
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%	商务服务业

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。

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。