



2022年新津新城发展集团有限公司项目收益债券信用评级报告

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.

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。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级
结果有效期间变更信用评级。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年新津新城发展集团有限公司 项目收益债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2022-6-13

评级观点

- 中证鹏元评定新津新城发展集团有限公司（以下简称“新津新城”或“公司”）本次拟发行不超过 4.90 亿元项目收益债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 该等级的评定是考虑到新津区区域优势明显，工业不断发展，未来发展前景较好，公司业务地位重要，建设投资业务可持续性较好，获得较大的外部支持，天府信用增进股份有限公司（以下简称“天府信用”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了本期债券募投项目预期收益存在不确定性，公司资产流动性较弱，面临较大的资金支出压力和债务压力，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 4.90 亿元

发行期限：7 年，设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，在债券存续期的第 3-7 个计息年度末分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金，最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付

发行目的：用于新津县安置房建设项目三期——金华镇岳店社区地块（一号地块）项目建设

增信措施：公司为本期债券承担差额补偿义务；天府信用增进股份有限公司为本期债券提供保证担保

联系方式

项目负责人：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

项目组成员：龚程晨
gongchc@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

未来展望

- 预计公司建设投资业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	273.08	259.35	230.94	169.07
所有者权益	104.26	104.49	96.90	66.60
总债务	137.97	123.45	101.32	79.32
资产负债率	61.82%	59.71%	58.04%	60.61%
现金短期债务比	0.46	0.42	0.38	0.93
营业收入	0.27	11.65	13.80	13.19
其他收益	0.00	0.34	0.05	0.07
利润总额	-0.23	1.75	1.75	1.91
销售毛利率	5.19%	21.16%	18.21%	19.99%
EBITDA	--	2.80	2.15	2.21
EBITDA 利息保障倍数	--	0.37	0.31	0.59
经营活动现金流净额	-4.75	0.14	-10.30	-13.97
收现比	0.00%	84.52%	43.35%	72.15%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **新津区区域优势明显，工业不断发展，未来发展前景较好。**新津区区域地理位置优越，是国家级新区四川天府新区的西翼中心；以食品加工、轨道交通及新材料等为主导的工业发展较好，受益于西翼规划和 2020 年撤县设区，未来发展潜力较大。
- **公司业务地位重要，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，业务区域集中在园区内，截至 2022 年 3 月末主要代建及政府购买服务项目总投资规模较大。
- **公司获得较大的外部支持。**近年公司获得股东注入的货币资金和股权等资产，有效提升了公司资本实力；此外，公司持续获得一定规模的财政补贴。
- **天府信用提供的保证担保能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，天府信用主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **本期债券募投项目预期收益存在不确定性。**本期债券募投项目投资规模较大，募投项目收益的实现主要依赖住宅、商业、车库的出售或出租及物业收入等，受区域房地产市场、宏观经济波动等因素影响较大。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产中土地储备规模较大，部分土地评估增值率较高，应收款项对资金占用不断加大，代建项目形成的沉淀资金较多，因抵押而受限的资产规模较大。
- **公司面临较大的资金支出压力。**截至 2022 年 3 月末，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，且业务回款滞后，经营活动现金流表现较差。
- **公司面临较大的债务压力。**近年公司总债务规模大幅上升，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。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额较大，担保对象为地方国有企业，均未采取反担保措施。

本期债券存续期内的现金流入预期及其对本期债券的偿付覆盖（单位：万元）

项目	建设期			运营期				合计
	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	
项目经营性现金流入	0.00	0.00	18,841.41	26,038.49	26,459.92	17,782.91	15,833.24	104,955.97
其中：住宅销售	0.00	0.00	16,696.54	16,696.54	16,696.54	5,565.51	0.00	55,655.13
商业销售及租金	0.00	0.00	430.91	6,071.64	6,343.55	8,682.77	10,576.03	32,104.90
停车位销售及租金	0.00	0.00	1,658.59	3,163.27	3,263.46	3,354.19	5,056.18	16,495.69
物业收入	0.00	0.00	55.36	107.04	156.37	180.45	201.03	700.25
项目经营性现金流出	29,289.31	42,183.96	1,043.65	2,580.91	2,918.33	2,445.97	3,370.23	83,832.35
其中：建设投资（不含利息）	25,789.31	38,683.96	--	--	--	--	--	64,473.27
建设期利息	3,500.00	3,500.00	--	--	--	--	--	7,000.00
经营成本	0.00	0.00	415.58	595.70	638.66	481.97	457.38	2,589.29
税金及附加	0.00	0.00	437.96	631.29	641.33	456.52	1,875.61	4,042.71
增值税	0.00	0.00	0.00	395.86	418.94	596.25	774.83	2,185.88

所得税（25%）	0.00	0.00	190.11	958.06	1,219.40	911.23	262.41	3,541.21
所得税后净现金流量	-29,289.31	-42,183.96	17,797.76	23,457.58	23,541.59	15,336.95	12,463.01	21,123.62
还本付息总额	3,500.00	3,500.00	13,500.00	12,800.00	12,100.00	11,400.00	10,700.00	67,500.00
其中：本金	--	--	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	50,000.00
利息	3,500.00	3,500.00	3,500.00	2,800.00	2,100.00	1,400.00	700.00	17,500.00
运营期内税后净现金流量对债券本息覆盖倍数	--	--	1.32	1.83	1.95	1.35	1.16	1.37

注：1）假设本期债券融资成本为 7%。2）运营期内税后净现金流量对债券本息覆盖倍数=运营期内所得税后净现金流量/运营期内还本付息额。3）上表中部分数据总数与合计数存在略微的差异系四舍五入所致。

资料来源：《新津县安置房建设项目三期——金华镇岳店社区地块（一号地块）项目收益和现金流覆盖债券本息预测报告（征求意见稿）》（以下简称“《现金流预测报告》”），中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
项目收益类债务融资工具评级方法	py_ff_2016V1.0
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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP 规模	2		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	3
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	5		现金短期债务比	3
	公共财政收入	2		收现比	4
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	2			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		中等
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					1
公司主体信用等级					AA



历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-6-21	邹火雄、李世伶	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)	阅读全文
AA/稳定	AA	2017-6-30	杨再昆、董斌	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

一、本期债券概况

（一）债券发行要素

债券名称：2022年新津新城发展集团有限公司项目收益债券；

发行总额：不超过4.90亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率，附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；

还本付息方式：每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，在债券存续期的第3-7个计息年度末均分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金，最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付；

增信方式：公司承担差额补偿义务，天府信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；

募集资金用途：本期债券拟募集资金总额不超过4.90亿元，资金投向明细如下。

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
新津县安置房建设项目三期——金华镇岳店社区地块（一号地块）	71,473.27	49,000.00	68.56%

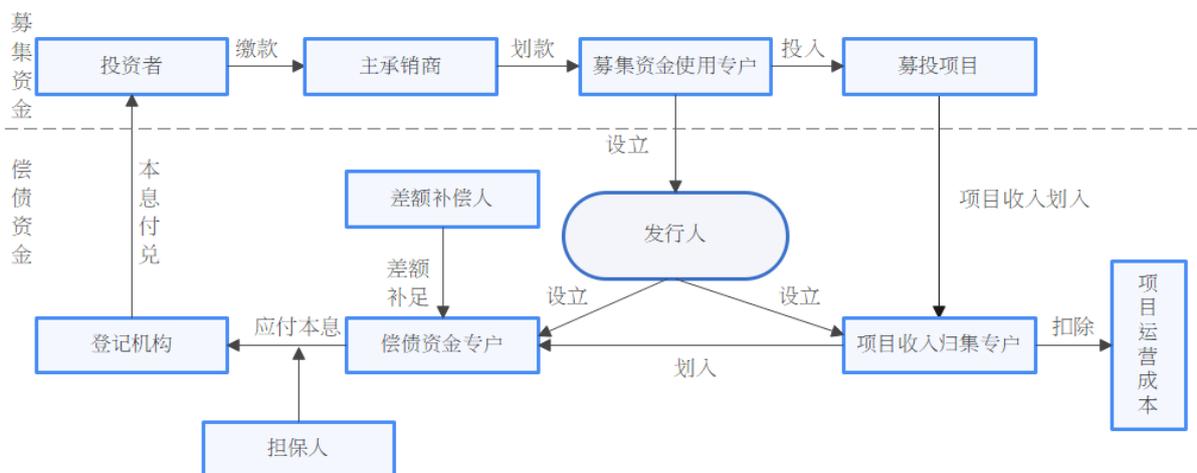
资料来源：公司提供

（二）交易结构分析

1、交易结构概况

本期债券发行主体为公司本部，交易结构对交易相关方、交易账户、交易现金流等内容进行了设置，并对相关方的各项权利义务进行了约定，交易结构如图1所示。

图1 本期债券的交易结构图



资料来源：公司提供

(1) 主要参与方

本期债券主要参与方包括项目实施主体、差额补偿人、担保人、监管银行和主承销商/债权人，各参与方及其主要职责具体如表2所示。

表2 本次交易主要相关方及其职责

交易相关方	相关方名称	主要职责
项目实施主体	新津新城发展集团有限公司	负责新津县安置房建设项目三期——金华镇岳店社区地块（一号地块）筹资、投资、建设与销售
差额补偿人	新津新城发展集团有限公司	对本期债券本息偿付差额部分提供差额支付
担保人	天府信用增进股份有限公司	为本期债券本息等偿付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保
监管银行	成都农村商业银行股份有限公司新津支行	按约定监管募集资金账户及其使用专户的划转、使用与项目收入归集专户及偿债账户的资金归集与划转，确保资金安全，并在偿债账户余额不足时按约定时间通知差额补偿人
主承销商/债权人代理人	万和证券股份有限公司	负责本期债券的方案设计、申报、发行、销售等工作；对募集资金的接收、存储、划转与本息偿付进行监督

资料来源：公司提供

(2) 账户设置

为了保证募集资金合理使用以及按时偿还本期债券到期本金和利息，公司与监管银行、债权人签订《2021年新津新城发展集团有限公司项目收益债券账户及资金监管协议》，并设立募集资金使用专户、项目收入归集专户、偿债资金专户，明确本期债券的募集资金用途和还款安排。

① 募集资金使用专户

公司设立募集资金使用专户，专门用于本期债券募集资金的存储和使用，确保募集资金全部用于本期债券募投项目，做到专款专用。监管银行将负责监督公司严格按照本期债券募资用途使用募集资金。

② 项目收入归集专户

公司应在本期债券发行首日前5个工作日于监管银行开立唯一的项目收入归集专户，项目收入归集专户独立于其他账户，专门用于接收本期债券募投项目运营期间所有收入，按照约定向偿债资金专户中划转全部项目收入作为债券偿债准备金。项目收入归集专户中的资金不得进行保本投资。本期债券募投项目运营期间所有直接和可确认的间接收入必须全部进入项目收入归集专户。项目所产生的收入由可确定的主体支付时，公司应与该主体签订合同，明确该主体直接向本期债券项目收入归集专户划转资金。

③ 偿债资金专户

公司将设立偿债资金专项账户，专门用于归集和偿还本期债券的本金和利息，通过对该账户的专项管理，提前准备本期债券的到期应付本息，按约定偿付。按照协议约定，偿债账户是专项用于本期债券本息偿付的账户，除本期债券的本息兑付外，偿债账户资金不用于其他用途。

(3) 偿债资金归集与划转

公司应将全部项目收入从归集专户向偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金。每当项目收入归集专户接收到本期债券募投项目所产生的收入时，公司应以待偿付的全部债券本息为限，在每个计息年度内分两次将项目收入从归集专户向偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金。划转具体时点由公司、债权代理人和监管银行在本期债券募投项目建成投产后根据项目收益实现特点约定。项目收入归集专户自设立时成立，自本期债券所有还本付息义务履行完毕并完成相关账户注销手续后终结。

若在本期债券付息日或兑付日前20个工作日（T-20日），偿债资金专户余额不足以支付本期债券当期应付本金和利息时，公司应在不迟于付息日或兑付日前第15个工作日（T-15日）补足偿债资金专项账户余额与本期债券当期应付本息的差额部分。

当偿债资金专户的余额无法足额还本付息、差额补偿人也无法按时补足差额时，由天府信用在还本付息日前10个工作日将差额部分划入偿债资金专户。

（4）增信措施

根据公司于2021年10月21日出具的《新津新城发展集团有限公司差额补偿的说明》，公司承诺担任本期债券募投项目的差额补偿人，差额补偿的范围为本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；差额补偿的期间为本期债券存续期及到期日起两年。

若在本期债券付息日或兑付日前20个工作日（T-20日），偿债资金专户余额不足以支付本期债券当期应付本金和利息时，公司应在不迟于付息日或兑付日前第15个工作日（T-15日）补足偿债资金专项账户余额与本期债券当期应付本息的差额部分。

根据天府信用于2021年9月出具的《天府信用增进股份有限公司信用增进函》（天府信用函【2021】030号），天府信用为本期债券承担全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。天府信用承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年，债券持有人在此期间内未要求天府信用承担保证责任的，天府信用免除保证责任。

当偿债资金专户的余额无法足额还本付息、差额补偿人也无法按时补足差额时，由天府信用在还本付息日前10个工作日将差额部分划入偿债资金专户。

（5）加速到期条款

在本期债券存续期内，发生以下启动加速到期条款的情形时，由债权代理人召开债券持有人大会，经债券持有人大会讨论通过后，可提前清偿部分或全部债券本金：

①本期债券发行三个月后，项目仍未开工；

②本期债券募投项目建设运营过程中出现重大不利事项，导致项目收益不能达到可行性研究报告和第三方专项意见的预测水平；

③公司破产，需对募投项目有关的财产和权益进行清算；

④根据《2021年新津新城发展集团有限公司项目收益债券募集说明书》《2021年新津新城发展集团有限公司项目收益债券之债权代理协议》或其他相关约定公司需加速还款的其他情形。

2、交易结构风险及缓释措施分析

(1) 混同风险

混同风险是指因公司发生信用危机，使得本期债券募投项目产生的收益与公司其他资金混同，从而导致偿债资金被占用的风险。

针对混同风险，本期债券交易结构以公司的名义分别设置了募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户，上述账户完全独立于公司的其他资金账户，实行资金封闭运作；同时，监管银行对上述账户实行严格监管，保障账户的资金收支符合合同约定。

(2) 流动性风险

流动性风险产生于本期债券募投项目产生的现金流入与本期债券本息偿付之间的错配。若本期债券募投项目未来收益不达预期或产生的收益未能按时、足额地划至偿债资金专户，导致偿债资金专户余额无法覆盖债务本息，公司将产生流动性风险。

针对流动性风险，本期债券交易结构设置了公司作为差额补偿人，同时天府信用对本期债券本息偿付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有利于缓释本期债券出现的流动性风险。

二、募投项目分析

(一) 项目基本情况

1、项目建设内容及实施进度

本期债券募投项目为新津县安置房建设项目三期——金华镇岳店社区地块（一号地块），项目选址位于新津区金华镇普兴街道岳店村一、二、三组，项目建设单位为公司本部。本期债券募投项目规划净用地面积3.83万平方米，规划总建筑面积15.14万平方米，其中住宅共1,003套，合计建筑面积8.56万平方米，商业用房建筑面积0.98万平方米，配置机动车位1,200个，非机动车位1,161个。

本期债券募投项目总投资71,473.27万元，包括：工程费用41,597.33万元，工程建设其他费用20,407.67万元，预备费2,468.27万元以及建设期利息7,000.00万元。项目建设资本金为21,473.27万元，由公司自筹，占总投资的比例为30.04%；剩余49,000.00万元由公司通过本期债券募集资金解决，占总投资比例为68.56%。上述项目建设期为2年，截至2022年3月末，项目已投入资金6,203.11万元，按照投资规模估算，本项目已完成8.68%。

2、项目审批情况

目前，项目已获得新津县行政审批局和新津县国土资源局等单位相关批复，具体如表3所示。

表3 本期债券募投项目审批情况

文件名称	文件号	发文单位	批复时间
关于新津县安置房建设项目三期-金华镇岳店社区地块节能评估审查的批复	新审经节能（2017）4号	新津县行政审批局	2017.10.24
关于新津县安置房建设项目三期-金华镇岳店社区地块环境影响报告表审查批复	新审环评（2018）2号	新津县行政审批局	2018.1.2
建设用地规划许可证	地字第510132201921005号	新津县行政审批局	2019.11.18
意向用地意见函	--	新津县国土资源局	2017.11.13
建设项目选址意见书	选字第510132201711007号	新津县行政审批局	2017.11.23
关于同意新津县安置房建设项目三期-金华镇岳店社区地块可行性研究报告的批复	新审经投资（2017）190号	新津县行政审批局	2017.10.24
关于同意变更新津县安置房建设项目三期-金华镇岳店社区地块项目业主的通知	新审经投资（2019）125号	新津县行政审批局	2019.11.28
土地证	川（2020）新津县不动产权第0012886号	新津县规划和自然资源局	2020.10.20
新建县安置房建设项目三期-金华镇岳店社区地块社会稳定风险评估备案报告表	-	中共成都市新津区委政法委员会	2022.1.4

资料来源：公司提供

（二）项目收益预测及风险分析

根据《现金流预测报告》，本期债券募投项目计算期为7年，其中建设期2年，运营期5年，运营期内项目收入来源于住宅、商业、车库的出售或出租及物业收入等，在项目运营期内预计可实现营业收入合计10.50亿元，可获得的税后净现金流量为9.26亿元，对本期债券募集资金的本息（不含建设期利息）覆盖倍数为1.37。但由于债券存续期第1-2年为项目建设期，未能产生收入，该期限内本期债券的利息偿还需由公司自身解决，考虑到公司2022年3月末主要在建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金压力。

表4 本期债券存续期内的现金流入预期及其对本期债券的本息覆盖情况（单位：万元）

项目	建设期			运营期				合计
	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	
项目经营性现金流入	0.00	0.00	18,841.41	26,038.49	26,459.92	17,782.91	15,833.24	104,955.97
其中：住宅销售	0.00	0.00	16,696.54	16,696.54	16,696.54	5,565.51	0.00	55,655.13
商业销售及租金	0.00	0.00	430.91	6,071.64	6,343.55	8,682.77	10,576.03	32,104.90
停车位销售及租金	0.00	0.00	1,658.59	3,163.27	3,263.46	3,354.19	5,056.18	16,495.69
物业收入	0.00	0.00	55.36	107.04	156.37	180.45	201.03	700.25

项目经营性现金流出	29,289.31	42,183.96	1,043.65	2,580.91	2,918.33	2,445.97	3,370.23	83,832.35
其中：建设投资（不含利息）	25,789.31	38,683.96	--	--	--	--	--	64,473.27
建设期利息	3,500.00	3,500.00	--	--	--	--	--	7,000.00
经营成本	0.00	0.00	415.58	595.70	638.66	481.97	457.38	2,589.29
税金及附加	0.00	0.00	437.96	631.29	641.33	456.52	1,875.61	4,042.71
增值税	0.00	0.00	0.00	395.86	418.94	596.25	774.83	2,185.88
所得税（25%）	0.00	0.00	190.11	958.06	1,219.40	911.23	262.41	3,541.21
所得税后净现金流量	-29,289.31	-42,183.96	17,797.76	23,457.58	23,541.59	15,336.95	12,463.01	21,123.62
还本付息总额	3,500.00	3,500.00	13,500.00	12,800.00	12,100.00	11,400.00	10,700.00	67,500.00
其中：本金	--	--	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	50,000.00
利息	3,500.00	3,500.00	3,500.00	2,800.00	2,100.00	1,400.00	700.00	17,500.00
运营期内税后净现金流量对债券本息覆盖倍数	--	--	1.32	1.83	1.95	1.35	1.16	1.37

注：1) 假设本期债券融资成本为 7%。2) 运营期内税后净现金流量对债券本息覆盖倍数=运营期内所得税后净现金流量/运营期内还本付息总额。3) 上表中部分数据总数与合计数存在略微的差异系四舍五入所致。

资料来源：《现金流预测报告》，中证鹏元整理

中证鹏元也注意到，本期债券募投项目投资规模较大，项目收益的实现主要依赖住宅、商业、车库的出售或出租及物业收入等，受区域房地产市场、宏观经济波动等因素的影响，可能存在无法实现预期收益的风险，从而可能导致募投项目产生的经营性现金流量无法覆盖本期债券本息。若本期债券发行利率偏高，会导致债券付息金额增加，募投项目产生的经营性现金净流入对债券本息的覆盖程度将有所下降。

三、发行主体分析

（一）发行主体概况

公司成立于2008年5月，原名为成都市新津县工业投资经营有限责任公司¹，是根据《关于同意成立成都市新津县工业投资经营有限责任公司的批复》（新津府函〔2008〕37号），由新津县国有资产管理局²出资设立的国有独资有限责任公司。公司设立时注册资本为0.50亿元，其中土地使用权出资0.35亿元、货币出资0.15亿元。公司经多次增资，截至2022年5月末，注册资本为10.00亿元，实收资本为4.44亿元，公司股东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”）持有公司100%的股权，为公司唯一股东及实际控制人，股权结构图见附录二。

¹ 公司名称于2018年12月变更为现名。

² 新津县国有资产管理局历经多次更名，2020年10月变更为成都市新津区国有资产监督管理局。

公司主要负责四川新津工业园区范围内城市基础设施项目建设、土地整理等业务。截至2022年3月末，公司纳入合并范围子公司共5家，详见附录四。

（二）运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，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。2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2019-2020年，城投公司融资环境逐步宽松，但城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累；2021年随着经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2019年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019年5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。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》，指出要合理保障必要在建项目后续融资。

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，融资环境较为宽松。具体来看，自2月起，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”。3月，中共中央政治局常务会议提出要加快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。

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计

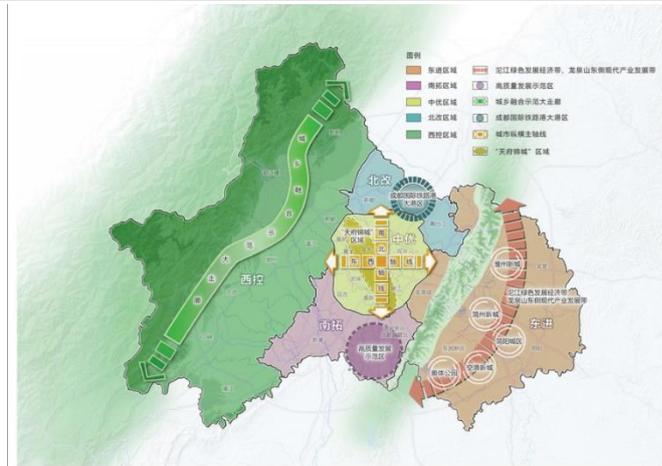
2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

成都市是西部地区重要的中心城市、商贸物流中心和综合交通枢纽，综合实力较强，经济首位度高，近年人口大幅净流入；区域内上市公司数量较多，以现代服务业为代表的第三产业发达，经济发展质量较高

区位特征：成都市是四川省省会城市，是国务院批复确定的国家重要的高新技术产业基地、商贸物流中心、综合交通枢纽、西部地区重要的中心城市及国家发展和改革委员会及住房和城乡建设部认定的九个国家中心城市之一，作为成渝地区双城经济圈核心城市，定位突出。成都市位于四川盆地西部、成都平原腹地，处于承东启西、南联北通的枢纽位置，是国道主干线“五纵七横”中的一纵一横（二连浩特至河口、上海至拉萨）的交汇点，并拥有成都双流国际机场、成都天府国际机场双机场，是交通部规划的20个国际性综合交通枢纽城市之一。成都市下辖12个市辖区、3个县、代管5个县级市，拥有国家级自主创新示范区成都高新技术产业开发区、国家级经济技术开发区成都经济技术开发区、国家级新区四川天府新区成都直管区，总面积14,335平方千米。成都市对省内人口虹吸作用较强，近年人口持续增长，根据第七次人口普查数据，成都市常住人口为2,093.78万人，在15个新一线城市排名第二，较2010年增长38.49%。

发展格局方面，成都市围绕“中优东进南拓西控北改”十字方针进行空间布局，以推动产业差异化布局和集群化发展。“东进”包括简阳市、金堂县、龙泉驿区部分区域以及青白江区和天府新区龙泉山部分，发展先进制造业和生产性服务业；“南拓”包括天府新区成都直管区、双流区、新津县，发展新经济和总部经济；“西控”涉及都江堰市、郫都区、温江区等9个区（市）县，保持生态宜居，发展文旅、康养、现代农业产业；“北改”涵盖新都区、彭州市等北部城区，改善人居环境促进城市有机更新，发展临港先进制造和物流商贸等外向型经济；“中优”涉及五城区（金牛区、青羊区、锦江区、武侯区、成华区）、天府新区、高新区、温江区等区域，布局商贸服务业。

图 2 成都市主体功能分区重点片区示意图


资料来源：成都市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要

经济发展水平：成都市经济发展质量较高，经济总量位居全国前列，经济首位度高。2021 年成都市经济体量居全国地级及以上城市第 7 位，GDP 占全省比重为 36.99%，居全国 27 个省会城市第 4 位，经济首位度高。近年成都市地区生产总值持续增长，均高于同期全国及四川省水平，其中 2020 年 GDP 增速受疫情影响有所下滑。固定资产投资是经济增长的重要推动力，2019-2021 年固定资产投资增速保持近两位数增长，增速高于全国平均水平，其中 2021 年工业投资同比增长 9.7%。随成都市国际货运航线不断开通、中欧班列新增连接境外城市增长、“一带一路”经贸合作持续深化，进出口总额保持高速增长。截至 2021 年末，全年成都市拥有国际货运航线 131 条，开行国际班列 4,250 列，成都始发的中欧班列连接境外城 68 个。近年来成都市人均 GDP 均高于全国平均水平，受常住人口统计数据增长的影响，2020 年全市人均 GDP 出现下滑，但经济发展水平仍较高。

土地市场方面，2019-2021 年成都市土地成交面积持续下滑，复合增长率为-3.53%，2021 年成都市土地成交面积 2,322.83 万平方米；但成交均价提升对土地成交金额形成支撑，2019-2021 年成都市土地成交金额分别为 1,377.35 亿元、1,468.72 亿元和 1,847.79 亿元。2021 年成都市房地产投资端持续增长，但销售端已现疲软，房地产开发投资比上年增长 10.4%，商品房销售面积同比下降 1.0%，其中住宅销售面积下降 7.5%，但房价增长支撑商品房销售额增长 4.8%，实现 4,685.8 亿元。

表5 2021 年四川省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
成都市	19,916.98	8.6%	9.51	1,697.90	2,183.40
绵阳市	3,350.29	8.7%	6.88	159.20	259.35
宜宾市	3,148.08	8.9%	6.86	251.17	239.48
凉山彝族自治州	1,901.18	7.2%	3.91	172.79	85.80
内江市	1,605.53	8.5%	5.11	72.50	111.22
资阳市	890.50	8.1%	3.86	57.97	110.94
雅安市	840.56	8.4%	5.86	59.34	38.22

注：人均GDP按第七次人口普查常住人口数据计算。

资料来源：各市/自治州国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表6 成都市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	19,916.98	8.6%	17,716.70	4.0%	17,012.70	7.8%
固定资产投资	-	10.0%	-	9.9%	-	10.0%
社会消费品零售总额	9,251.8	14.0%	8,118.5	-2.3%	7,478.4	9.9%
进出口总额	8,222.0	14.8%	7,154.2	22.4%	5,822.7	16.9%
人均GDP（万元）		9.51		8.46		10.26
人均GDP/全国人均GDP		117.47%		116.80%		144.73%

注：“-”表示数据未公布；2020-2021年人均GDP按照第七次人口普查数据计算；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2019-2021年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：成都市围绕先进制造业、现代服务业、新经济和都市现代农业联动发展构建现代产业体系，以现代服务业为主的第三产业对经济增长的支撑作用明显。近年成都市产业结构不断优化，以现代服务业为主的第三产业对经济增长的支撑作用明显，2021年三次产业对经济增长的贡献率分别为2.0%、28.6%和69.4%。三次产业结构由2019年的3.6：30.8：65.6调整为2021年的2.9：30.7：66.4。截至2021年末共有证券公司4家、期货公司3家、证券投资咨询公司3家。金融对实体经济发挥重要的支持作用，2021年末共有境内外上市及过会企业141家，其中A股上市公司101家。作为西部旅游集散中心，截至2020年末成都市共有4A级以上景区51个，三星级以上饭店78家，旅行社729家，2019-2021年全市分别实现旅游总收入4,663.5亿元、3,005.2亿元及3,085亿元，旅游市场受疫情冲击较大。

先进制造业重点培育电子信息、装备制造两大万亿级集群，已建成成都先进材料产业园、简阳空天产业园等16个先进制造业产业园，生物医药、轨道交通装备入选国家战略性新兴产业集群，成都硅宝科技股份有限公司、成都银河磁体股份有限公司等入围工信部制造业单项冠军示范企业，2021年电子信息产业工业增加值增长20.4%、装备制造产业增长8.0%、规模以上高技术制造业增加值增长18.3%。新经济重点布局数字经济等形态，2021年成都超算中心进入国家序列、成都智算中心等项目开工建设，数字经济指数排名全国第4位。都市现代农业坚持农商文旅体融合发展，2021年全年休闲农业接待游客总数为1.4亿人次，同比增长46%，营业总收入增长超过10%。

发展规划及机遇：根据《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，成都以建成践行新发展理念的公园城市示范区为统领，构建支撑高质量发展的现代产业体系、创新体系、城市治理体系，随着成渝两地在市场一体化、公共服务共建共享、基础设施互联互通、推动优势产业集聚等方面联动施力，以及中国人民银行联合六部门印发《成渝共建西部金融中心规划》、国家发展改革委提出在成渝地区双城经济圈等区域布局建设生物经济先导区等规划相继发布，成都市将有望提升国家中心城市国际竞争力和区域辐射力，打造区域经济中心、科技中心、世界文化名城和国际门户枢纽。

财政及债务水平：成都市财政实力较强，政府债务余额快速扩张。2019-2021年成都市一般公共预算收入同比增速分别为7.9%、2.5%和11.7%，税收收入占比和财政自给率均超过70%，财税质量较好，财政自给程度较高。政府性基金收入随着土地出让收入规模增长而增长。区域债务方面，2019-2021年成都市地方政府债务余额复合增长率为19.68%，增速较高。

表7 成都市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	1,697.9	1,520.4	1,483.0
税收收入占比	74.97%	74.35%	73.56%
财政自给率	75.88%	70.40%	73.89%
政府性基金收入	2,183.4	1,891.4	1,548.1
地方政府债务余额	4,043.3	3,439.7	2,823.0

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：成都市人民政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：成都市投融资平台较多，其中成都兴城投资集团有限公司是成都市最重要的城市基础设施建设投融资主体之一，具体详见下表。

表8 截至2021年末成都市重要城投公司（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率(%)	营业收入	总债务	职能定位
成都兴城投资集团有限公司	成都市国资委	1,249.55	86.74	1,715.49	1,125.83	成都市南部及东部片区的城市建设与运营
成都轨道交通集团有限公司	成都市国资委	1,297.78	67.53	67.22	1,641.47	主要业务板块为成都市地铁运营
成都交通投资集团有限公司	成都市国资委	570.70	64.81	129.79	355.02	负责成都市域内铁路、公路、枢纽、能源等交通项目的投融资、建设和经营管理
成都天府新区投资集团公司	四川天府新区财政金融局	478.51	67.74	101.37	-	负责天府新区基础设施建设及运营
成都产业投资集团有限公司	成都市国资委	562.13	58.91	100.81	515.25	现代物流与贸易板块，产业金融板块，产业地产板块和产业项目投融资
成都城建投资管理集团有限责任公司	成都市国资委	432.76	72.55	209.32	575.66	成都市基础设施、重大项目的建设主体，业务包括城市基础设施建设、燃气供应、房地产开发等多个版块

注：总债务为2020年末数据，上表中将成都市国有资产监督管理委员会简称为“成都市国资委”。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

新津区是成都市南部门户枢纽，位于成都市一刻钟经济圈内，是国家级新区四川天府新区的西翼中心，区位优势明显；近年区域经济实力持续增强，受益于西翼规划和2020年撤县设区，发展前景较好

区位特征：新津区区域位置优越，交通便捷，是国家级四川天府新区“一带两翼”中的西翼中心。新津区为成都市市辖区，于2020年6月撤县设区。新津区位于四川盆地西部、成都南部，东接双流区，西临邛崃市，北靠崇州市和大邑县，南濒眉山市，是成都市的南大门，幅员面积330平方公里，下辖4街

道4镇。新津区交通便捷，距离成都市中心区20公里左右、距离国家级新区四川天府新区核心区20公里、距离双流国际机场18公里，属于成都市一刻钟经济圈。地铁10号线在新津区设站7座，于2019年通车，标志着新津区成为了成都市第一个拥有地铁线路的非主城区县，目前全区以TOD理念推动城市路网优化提升，构建“四轨四高五快”交通路网。新津区是四川天府新区西翼中心，全域纳入成都“南拓”区域和成都高质量发展先行示范区，经济发展前景较好。根据第七次人口普查数据，新津区常住人口为36.36万人，较上次人口普查的30.22万人有所增加。

从规划空间发展格局来看，新津区全面构建“一轴引领、四区支撑、多片联动”空间格局。以地铁10号线新津段为主轴，实施“TOD+”城市开发。依托“一城两园一区”产业功能区，实施城市片区综合开发，打造4个城乡融合发展片区，天府牧山数字新城建设“TOD+5G”公园城市示范社区，天府智能制造产业园发展智能制造产业，天府农业博览园发展现代乡村产业，梨花溪文化旅游区发展文旅产业。

图3 新津区区位图

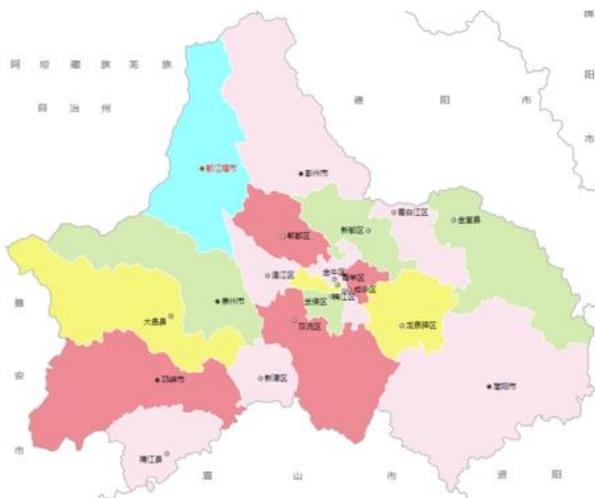


图4 四川天府新区发展规划图



资料来源：中国民政部、四川省人民政府官网

经济发展水平：新津区经济体量不大，但经济发展水平较高，近年固定资产投资增速不断提升，是拉动全区经济增长的主要动力。近年来新津区经济发展较快，近三年GDP增速均高于全国平均水平，三次产业结构由2019年的5.7:42.5:51.8调整为2021年的4.4:42.5:53.1，第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。2019-2021年新津区固定资产投资增速不断提升，对拉动全区经济增长贡献度较高，其中第三产业和房地产开发投资增速较快，2021年第三产业投资同比增长32.7%，房地产开发投资同比增长31.2%。2019-2020年新津区商品房销售面积和销售额保持较高增速，2021年增速有所下滑，分为2.9%和6.1%，实现商品房销售面积183.95万平方米、商品房销售额194.54亿元。近年新津区人均GDP均高于全国平均水平，整体经济发展水平较高。消费方面，受疫情等因素影响近三年社会消费品零售总额增速波动较大，2021年消费市场稳定恢复，同比增长16.5%。

表9 2021年成都市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区县名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
龙泉驿区	1,504.39	7.2%	11.18	78.71	95.12
青羊区	1,454.93	8.1%	15.22	93.62	22.05
武侯区	1,358.80	7.2%	11.26	103.24	40.00
新都区	1,000.11	8.2%	6.42	72.00	57.73
郫都区	724.20	8.0%	5.21	50.92	48.45
新津区	444.41	8.6%	12.22	33.47	38.00
邛崃市	386.32	8.6%	6.41	30.48	35.82
蒲江县	203.90	8.7%	7.98	12.48	13.12

注：人均 GDP 为七普数据。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表10 新津区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	444.41	8.6%	400.59	6.00%	374.72	8.60%
固定资产投资	-	21.3%	-	16.20%	-	11.7%
社会消费品零售总额	107.84	16.5%	92.57	-1.90%	94.21	12.0%
进出口总额	4.61	-	35.40	9.60%	32.30	19.2%
人均 GDP（万元）		12.22		11.02		11.75
人均 GDP/全国人均 GDP		150.9%		152.1%		165.8%

注：人均 GDP 按常住人口计算、其中 2021 年为七普数据；2021 年进出口总额单位为亿美元。

资料来源：2019-2021 年新津区国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：新津区以食品加工、轨道交通及新材料等为主导产业，工业发展情况较好。新津区有一定工业基础，近年得益于良好的区位优势及交通条件，全区形成了食品加工、轨道交通及新材料等主导产业。区域内的天府智能制造产业园由新津区人民政府与天府新区成都管理委员会合作共建，是成都“南拓”战略主战场、天府新区先进制造业承载地，重点发展以智能交通装备、绿色食品及智能家居为主导的先进制造业。智能交通装备产业代表性企业包括新筑股份、银隆新能源等，绿色食品产业以银鹭食品、希望集团、美好食品为代表，智能家居以格力电器、青岛海尔为代表。此外，新津区正大力发展新能源产业，目前已集聚宁德时代、格力钛新能源、大洋电机、中材科技、氢车熟路等龙头企业，形成集研发、制造、后市场服务于一体的新能源汽车产业链。2019-2020年工业增速持续下滑，2021年增速有所回升。2021年全区实现工业增加值159.86亿元，规模以上工业增加值同比增长14.1%，实现利税26.23亿元，智能制造产业园区实现规模以上工业增加值同比增长14.9%；截至2021年末全区规模以上工业企业共187家，规模工业总产值达450亿元。

发展规划及机遇：随着成渝双城经济圈及四川天府新区不断建设发展，新津区未来发展潜力较大。四川天府新区是2014年10月由国务院批复设立的国家级新区，根据《四川天府新区总体方案》，四川天府新区将构建“一带两翼、一城六区”的空间布局，一带即高端服务功能集聚带，两翼即东西两翼产业功能带，以成（都）眉（山）乐（山）产业走廊为基础，打造成（都）眉（山）高新技术和战略性新兴产业

产业集聚带；以成都经济技术开发区为基础，打造现代制造产业功能带。根据《成渝双城经济圈发展规划纲要》要求，成都市将高水平建设天府新区、西部（成都）科学城等，形成“一山连两翼”城市发展新格局，新津区作为天府新区西翼中心，在区域协同、产业协作发展等方面将迎来较大发展机遇。根据《新津区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，新津区将利用县城形态向都市新区的转变机遇，融入“两区一城”协同发展，发挥四川天府新区高能级发展平台集聚和重大政策汇聚的显著优势，助力“南拓”区域，加快建设全市综合性副中心。

财政及债务水平：新津区财政自给能力较强，但收入质量有所降低，地方政府债务余额增长较快。2021年新津区实现一般公共预算33.47亿元，同比增长10.3%，其中税收收入占比56.20%，主要来源于增值税、契税、土地增值税等，因国有资源（资产）有偿使用收入提升推动非税收入快速增长，而税收受疫情、房地产市场景气度等因素影响增速不高，近年税收收入占比持续下降。2021年新津区实现一般公共预算支出44.57亿元，财政自给率为75.06%，财政自给程度较高。受房地产、土地市场景气度影响，2021年全市政府性基金大幅下降27.76%至38.00亿元，其中国有土地使用权出让收入占比达89.87%。近年新津区地方政府债务余额持续扩张，复合增长率达31.64%，增速较高。

表11 新津区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	33.47	30.34	27.60
税收收入占比	56.20%	60.71%	65.36%
财政自给率	75.06%	71.15%	80.99%
政府性基金收入	38.00	52.60	44.50
地方政府债务余额	78.99	71.74	45.58

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：新津区政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，新津区的区属城投平台主要有6家，具体见下表。

表12 截至2021年末新津区主要城投公司（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
成都市新津城乡建设投资有限责任公司	成都市新津区国有资产监督管理局	127.89	45.59%	13.79	73.46	新津区重要的基础设施建设主体
新津新城发展集团有限公司	成都市新津区国有资产监督管理局	104.49	59.71%	11.65	123.45	新津工业园区和天府新区新津区域建设主体
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	成都市新津区国有资产监督管理局	74.30	62.28%	2.33	79.02	新津区重要的基础设施建设主体
成都市新津交通建设投资有限责任公司	成都市新津区国有资产监督管理局	70.26	53.84%	5.93	64.89	新津区重要的交通基础设施建设主体
成都市新津花红堰投资有限公司	成都市新津区国有资产监督管理局	52.52	57.97%	3.35	59.42	新津区基础设施建设主体之一
成都市新津环境投资集团有限公司	成都市新津区国有资产监督管理局	51.32	43.69%	3.99	36.89	新津县水利建设领域的国有经营主体

注：财务数据为2021年末/2021年度；成都市新津城乡建设投资有限责任公司财务数据为2020年末/2020年度；成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司、成都市新津交通建设投资有限责任公司、成都市新津环境投资集团有限公司总债务数据未考虑其他调整项。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

（三）公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”）及相关法律法规的要求建立了法人治理机制，不断规范公司运作，并按照现代企业制度建立健全出资人、董事会、监事会和管理层等治理机构、议事规则和决策程序，履行《公司法》和《公司章程》所规定的各项职责。

公司不设股东会，由新津区国资局履行出资人职责，行使如下权利：审议批准董事会和监事会的工作报告；审议批准公司年度财务预算、决算方案；批准公司的合并、分立、解散、增减资本和资本转让等。

公司设董事会，董事会是公司经营管理的最高决策机构，其成员由新津区国资局委派或更换，董事会成员中应当有公司职工代表，其成员由职工代表大会选举产生。公司董事会由五人组成，设董事长一名。经出资人批准和同意，董事可以兼任总经理。

公司设监事会，监事会成员有五人。设监事会主席一名，监事、监事会主席均由新津区国资局委派、指定或更换。监事中应有不低于三分之一比例的职工代表，监事中的职工代表由公司职工通过职工会议或其他形式民主选举产生。公司董事、总经理和财务负责人不得兼任监事，监事不得兼任公司副总经理。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，统一负责公司的日常经营和管理。公司设总经理、副总经理若干名，任期三年。总经理由董事长提名，经董事会讨论通过，由董事会聘任或者解聘。总经理对董事会负责。副总经理、财务负责人由总经理提名，经董事会批准后，由董事会聘任，也可由董事会向社会公开招聘。

组织结构方面，为规范日常经营活动，公司设立了办公室、财务（融资）部、审计监察部（纪委监察办公室）、战略发展部和项目管理部5个职能部门，并制定了相应的决策机制和财务管理制度等内部控制制度，具体组织结构图详见附录三。

（四）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，主要负责园区范围内基础设施建设及土地整理业务，近年上述业务收入合计占营业收入的比重均在75%以上，为公司收入的主要来源。近年公司营业收入有所波动，其中2020年成都市新津区规划和自然资源局³（以下简称“新津规自局”）根据《闲置土地处置办法》相关规定有偿回购公司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

³ 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。

认为其他业务收入，但业务不具有持续性。此外，子公司成都天汉人力资源管理有限公司（以下简称“天汉人力”）运营的劳务派遣业务能给公司带来一定的收入，但业务盈利能力较差。毛利率方面，公司建设投资业务毛利率受当期结算项目代建费率差异影响有所波动；土地整理业务毛利率较高，对公司盈利贡献较大，整体来看近年公司销售毛利率有所波动。

表13 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
建设投资业务	9.03	15.11%	8.90	15.12%	10.54	13.04%
土地整理业务	1.89	52.61%	1.81	52.57%	2.38	52.57%
劳务派遣	0.57	2.50%	0.42	1.26%	0.25	1.76%
其他业务	0.16	58.86%	2.67	7.92%	0.01	56.94%
合计	11.65	21.16%	13.80	18.21%	13.19	19.99%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司业务地位重要，业务区域集中于新津工业园区，主要在建代建及政府购买服务项目投资规模较大，建设投资业务可持续性较好，但自营项目存在收益不及预期的风险，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一定比例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、成都新城兴建设投资有限公司（以下简称“新城投资”）和成都市新津区建设和交通运输局等，其中新城投资控股股东及实际控制人为新津区国资局。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，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。

近年公司建设投资业务收入占同期营业收入的比重维持在60%以上，主要来源于两横一纵一园项目、成都市新津县五津片区棚户区改造建设项目、岷江东岸项目、新津县普兴镇整体化城镇项目、新津县安置房建设项目五期（地块四）项目等。受结算项目代建费率差异影响，近年建设投资业务毛利率有所波动。

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。

公司就新津县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。截至2021年末，公司主要在建代建及政府购买服务项目计划总投资规模较大，建设投资业务可持续性较好，但随着项目建设资金不断投入，未来面临较大的资金支出压力。

表14 截至 2022 年 3 月末公司主要在建代建及政府购买服务项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	模式
两横一纵一园项目	52.85	22.69	代建
新津县 2017 年棚户区改造项目	24.30	14.29	政府购买
物流园区项目	19.38	22.57	代建
安置房建设项目五期（地块四）	7.96	3.79	代建
成都市羊马河、杨柳河、西河新津治水段工程（一期）	5.03	5.29	政府购买
合计	109.53	68.64	--

注：因施工难度加大及原材料等成本上涨，上述部分项目累计已投资超过计划总投资。

资料来源：公司提供

此外，公司还投资运营自有项目。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2022年3月末上述项目已投资5.71亿元，占项目总投资的30.78%，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。

表15 截至 2022 年 3 月末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资
西区产业园综合配套服务中心项目	18.55	5.71
安置房建设项目三期*	16.78	0.87
安置房建设项目一期（普兴社区 123 地块）	15.58	1.50
安置房建设项目五期（地块五）	9.49	1.62
天府创智湾一期	1.95	2.65
合计	62.34	12.35

注：本期债券募投项目为安置房建设项目三期中的一号地块；因施工难度加大及原材料等成本上涨等，天府创智湾一期项目累计已投资超过计划总投资。

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

公司土地整理业务由公司本部负责，具体运营模式为：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”）⁵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。

2019-2021年公司土地整理业务收入来源于原JM项目周边地块场平（一期）项目、南区产业园场平工程和天府新区南区产业园兴物五路以南场平工程，毛利率稳定在52%以上，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2021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16 2019-2021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
2021年	天府新区南区产业园兴物五路以南场平工程	1,258.27	15.00	18,874.00
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

近年公司持续获得较大的外部支持

作为新津区城市基础设施建设投资的重要主体，公司在资产注入和财政补贴方面获得了较大的外部支持。资产注入方面，2014-2021年公司获得股东注入土地、货币资金和股权资产合计60.86亿元，公司资本实力增强。财政补贴方面，2019-2021年公司分别获得政府拨付的项目专项补助资金、退税等补贴资金662.58万元、528.16万元和3,419.25万元，提升了利润水平。

表17 近年公司获得资产注入情况（单位：亿元）

时间	文件号	内容	科目名称	金额
2014年	新津国资（2014）220号	新津县国有资产管理局对公司增加注册资本金	实收资本	0.08
2014年	新津国资（2014）410号	新津县国有资产管理局划入966,864.45平方米国有土地	资本公积	18.75
2015年	新津国资（2015）278号	新津县国有资产管理局划入987,388.37平方米国有土地	资本公积	26.67
2016年	新津国资（2015）147号、 新津国资（2016）186号	新津县国有资产管理局划入201,286.94平方米土地，价值6.62亿元，其中1.36亿元补足注册资本，5.26亿元补充资本公积	实收资本	1.36
2016年	新津国资（2015）147号、 新津国资（2016）186号	新津县国有资产管理局划入201,286.94平方米土地，价值6.62亿元，其中1.36亿元补足注册资本，5.26亿元补充资本公积	资本公积	5.26
2016年	新津国资（2014）138号、 川府金发（2015）131号、 成金发（2015）102号	成都市新津中小企业融资担保有限责任公司股权被无偿划至公司	资本公积	0.30
2019年	新国金融报（2019）第62号	新津县国有资产监督管理局和金融工作局对公司增加注册资本8.00亿元，其中货币出资6.35亿元、实物出资	实收资本	0.50

⁵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》，变更为现名。

2020年	新国金融报（2019）第62号	1.65亿元，上述增资将于2028年12月31日前实缴到位，2019年收到实缴资本金0.50亿元 新津县国有资产监督管理局和金融工作局对公司增加注册资本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，2020年收到实缴资本金1.94亿元	实收资本	1.94
2021年	《关于同意增加成都天汉人力资源管理有限公司资本公积的批复》、《关于同意增加成都市天府新区南区产业园投资有限公司资本公积的批复》	新津区国资局将专项债资金注入子公司成都天汉人力资源管理有限公司、成都市天府新区南区产业园投资有限公司	资本公积	6.00
合计	--	--	--	60.86

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（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2019-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019-2022年3月公司合并范围内子公司无变化，截至2022年3月末纳入合并范围子公司情况具体如附录四所示。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，土地储备规模较大，部分土地评估增值率较高，应收款项对资金占用不断加大，代建项目形成的沉淀资金较多，因抵押而受限的资产规模较大，资产整体流动性较弱

随着外部融资规模增加等，近年公司资产总额持续增长，且以流动资产为主，随着部分土地由“存货”转入“投资性房地产”科目，非流动资产占比有所上升。

近年公司货币资金波动增长，主要为银行存款，截至2021年末有0.50亿元使用受限，系存出保证金；随着融资资金到位，2022年3月末，货币资金增长至16.52亿元。公司应收账款主要为代建项目结算款，受项目推进结算及相关款项支付滞后的影响，近年应收账款账面价值持续增长，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，回款时间具有不确定性，占用公司一定资金。近年公司其他应收款账面价值快速增长，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，且回款时间不确定。

公司存货主要为土地使用权及开发成本，近年账面价值持续下降，2021年末土地使用权和开发成本账面价值分别为43.06亿元和23.95亿元。2020年末存货账面价值有所下降主要为存货中土地减少了22宗，其中新津规自局回购了8宗土地，减少存货账面价值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；2021年末存货账面价值继续下降主要系项目结算所致。公司投资性房地产采用公允价

值计量，上述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48.47亿元（评估基准日为2021年12月31日），增值率为294.70%。截至2021年末，公司存货和投资性房地产包含土地使用权87宗，均为出让地，用途主要为城镇单一、混合住宅用地，面积合计246.37万平方米，账面价值合计91.53亿元，除2021年通过招拍挂取得的1宗价值1.20亿元的土地尚未办妥权证外，其余土地均已办妥权证，其中因抵押而受限的土地45.80亿元。随着项目推进，近年公司在建工程账面价值持续增长，截至2022年3月末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。

整体来看，公司资产规模持续增长，但土地储备规模较大，部分土地评估增值率较高，应收款项对资金占用不断加大，代建项目形成的沉淀资金较多，用于借款等抵质押的受限资产规模较大，资产整体流动性较弱。

表18 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.52	6.05%	13.27	5.12%	10.27	4.45%	12.62	7.47%
应收账款	17.96	6.58%	17.96	6.93%	15.66	6.78%	6.87	4.06%
其他应收款	43.58	15.96%	38.03	14.66%	27.19	11.77%	14.79	8.74%
存货	67.01	24.54%	67.01	25.84%	70.12	30.36%	82.50	48.79%
流动资产合计	149.53	54.76%	140.73	54.26%	126.89	54.95%	116.95	69.17%
投资性房地产	48.47	17.75%	48.47	18.69%	48.50	21.00%	0.06	0.04%
在建工程	66.33	24.29%	61.39	23.67%	49.25	21.33%	45.66	27.01%
非流动资产合计	123.55	45.24%	118.62	45.74%	104.05	45.05%	52.12	30.83%
资产总计	273.08	100.00%	259.35	100.00%	230.94	100.00%	169.07	100.00%

资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

近年公司收入规模有所波动，主业回款情况表现较差，收入质量一般，政府补助提升了利润水平

近年公司营业收入有所波动，主要来源于建设投资和土地整理业务。此外，天汉人力运营的劳务派遣业务能给公司贡献一定的收入，但业务盈利能力较弱。毛利率方面，受建设投资业务代建费率差异及新津规自局回购土地等影响，近年公司销售毛利率有所波动，但整体变化不大。此外，近年公司收现比有所波动，整体处于较低水平，业务回款较为滞后。公司近年持续获得项目专项补助资金、退税等补贴收入，一定程度提升了利润水平。

表19 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
营业收入	0.27	11.65	13.80	13.19

收现比	0.00	0.85	0.45	0.72
营业利润	-0.23	1.81	1.76	1.91
其他收益	0.00	0.34	0.05	0.07
利润总额	-0.23	1.75	1.75	1.91
销售毛利率	5.19%	21.16%	18.21%	19.99%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，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，以长期债务为主，各项偿债指标表现不佳，整体债务压力较大

因银行借款、发行债券等融资规模扩大，近年公司总负债持续增长，2022年3月末为168.82亿元，以非流动负债为主。所有者权益方面，得益于资金注入、经营业绩积累及2020年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，公司所有者权益大幅增长，2022年3月末为104.26亿元，主要由资本公积及其他综合收益构成。综上，近年公司产权比率波动增长，2022年3月末上升至162%，所有者权益对总负债的覆盖程度较弱。

图 5 公司资本结构

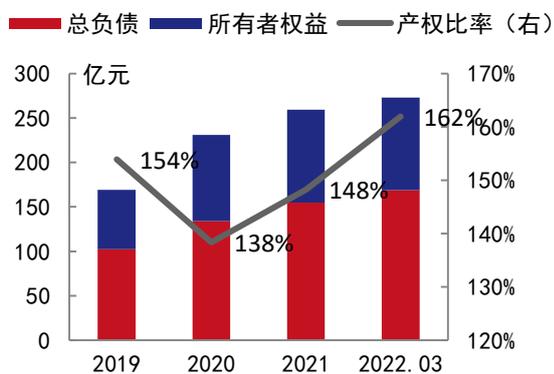
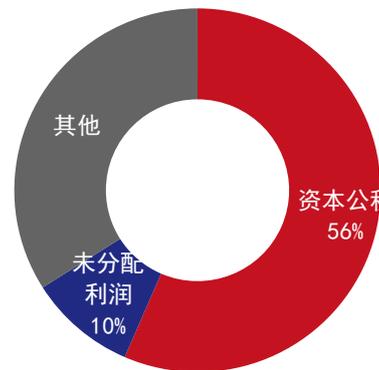


图 6 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

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，近年短期借款持续增长，均为保证借款，主要借款银行包括泸州银行、四川银行、兴业银行等。因项目工程推进结算，近年公司应付账款余额持续下降，主要为应付工程款。公司其他应付款主要为应付政府单位及国有企业往来款及投资款，随着款项不断结算，近年规模有所下降，2021年末主要应付单位包括新津成汉企业管理服务有限公司、新津规自局等。随着借款不断到期，近年公司一年内到期的非流动负债逐年增长，主要为一年内到期的长期借款。

长期借款主要为项目贷款，随着项目建设进度持续推进对资金需求不断加大，近年长期借款不断增长，借款利率区间主要为4.45%-12.00%，2022年3月末进一步增至63.04亿元。近年公司债券发行规模不

断扩大，截至2021年末，公司存续债券有“17新津工投债/PR新津债”、“2018年度第一期债权融资计划”、“19新津新城MTN001”、“20新津新城PPN001”、“21新津01”、“21新津新城PPN001”，共6只债券。2022年3月，公司成功发行“22新津新城PPN001”，发行规模为2.20亿元，票面利率为6.7%。近年公司长期应付款持续增长，2021年末长期应付款包括应付融资租赁款17.96亿元（含一年内到期部分）和专项应付款1.43亿元，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。

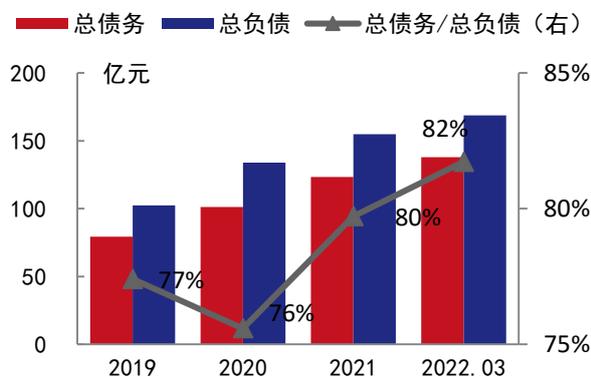
表20 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.50	8.59%	10.80	6.97%	8.50	6.34%	3.50	3.42%
应付账款	8.94	5.29%	9.12	5.89%	10.03	7.48%	10.41	10.16%
其他应付款	6.19	3.67%	6.49	4.19%	8.76	6.53%	9.40	9.17%
一年内到期的非流动负债	20.96	12.41%	20.96	13.53%	18.32	13.67%	10.11	9.86%
流动负债合计	56.33	33.37%	53.18	34.34%	49.29	36.77%	36.06	35.19%
长期借款	63.04	37.34%	53.82	34.76%	47.12	35.16%	46.84	45.70%
应付债券	22.47	13.31%	22.19	14.33%	12.81	9.56%	8.98	8.76%
长期应付款	17.92	10.62%	16.61	10.72%	15.76	11.76%	10.61	10.35%
非流动负债合计	112.49	66.63%	101.68	65.66%	84.75	63.23%	66.42	64.81%
负债合计	168.82	100.00%	154.86	100.00%	134.04	100.00%	102.48	100.00%

资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，中证鹏元整理

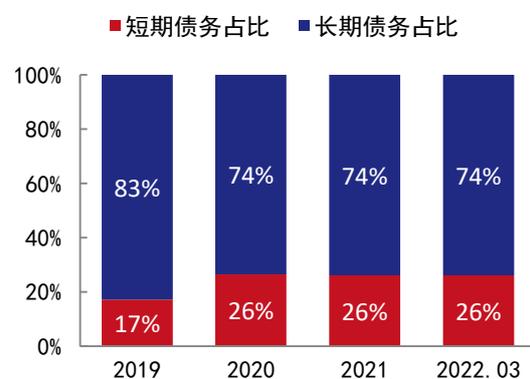
近年公司总债务规模持续上升，2022年3月末为137.97亿元，占总负债的比重较高，短期债务规模较大，整体债务压力较大。

图7 公司债务占负债比重



资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，中证鹏元整理

图8 公司长短期债务结构



资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力来看，近年公司资产负债率变动不大，整体处于较高水平；现金短期债务比有所下降，

处于较低水平，现金类资产对短期债务的保障能力较弱；EBITDA利息保障倍数处于较低水平且有所下降，EBITDA对利息的保障程度较弱，整体债务压力较大。

表21 公司偿债能力指标

项目	2022年3月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	61.82%	59.71%	58.04%	60.61%
现金短期债务比	0.46	0.42	0.38	0.93
EBITDA利息保障倍数	--	0.37	0.31	0.59

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

（六）其他事项分析

1、过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月5日），公司本部均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。

2、或有事项分析

截至2022年3月末，公司对外担保余额规模较大，占同期末净资产的比重为44.85%，担保对象为地方国有企业，但均未采取反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表22 截至 2022 年 3 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	31,284.47	2028.05.23	否
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	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	2,100.00	2022.11.07	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	2,860.00	2023.01.10	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	2,257.00	2023.12.18	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	25,000.00	2022.11.27	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	28,800.00	2023.06.24	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	1,400.00	2022.07.02	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	19,850.00	2022.08.27	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	2,425.00	2022.10.27	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	19,690.00	2023.06.18	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	10,240.00	2023.06.24	否
成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司	25,000.00	2026.12.01	否
新津县交通建设投资有限责任公司	24,600.00	2022.11.16	否
新津县交通建设投资有限责任公司	3,269.08	2023.04.04	否
新津县交通建设投资有限责任公司	14,000.00	2022.12.27	否
成都市新津环境投资集团有限公司	4,325.53	2024.07.01	否

成都市新津环境投资集团有限公司	3,095.12	2023.10.17	否
成都市新津环境投资集团有限公司	2,700.00	2022.07.29	否
成都市新津环境投资集团有限公司	6,250.00	2026.11.27	否
成都市新津环境投资集团有限公司	3,561.45	2023.05.08	否
成都市新津环境投资集团有限公司	1,982.59	2028.06.19	否
成都市新津环境投资集团有限公司	9,516.41	2028.06.19	否
成都市新津环境投资集团有限公司	4,000.00	2024.04.16	否
成都市新津环境投资集团有限公司	3,000.00	2024.05.16	否
成都市新津环境投资集团有限公司	2,250.00	2024.05.16	否
成都市新津环境投资集团有限公司	350.00	2023.04.20	否
成都市新津环境投资集团有限公司	350.00	2023.10.20	否
成都市新津环境投资集团有限公司	350.00	2022.04.20	否
成都市新津环境投资集团有限公司	350.00	2022.10.20	否
成都市新津环境投资集团有限公司	9,000.00	2022.07.19	否
成都市新津环境投资集团有限公司	6,000.00	2024.03.10	否
成都天府农博乡村发展集团有限公司 ⁶	18,500.00	2022.07.31	否
成都天府农博乡村发展集团有限公司	1,000.00	2022.10.23	否
成都天府农博乡村发展集团有限公司	6,860.00	2022.12.15	否
成都天府农博乡村发展集团有限公司	18,000.00	2023.09.27	否
成都天府农博乡村发展集团有限公司	5,000.00	2022.11.28	否
成都天府农博乡村发展集团有限公司	10,000.00	2023.01.05	否
成都天府农博乡村发展集团有限公司	20,000.00	2023.03.10	否
成都市新津文旅投资集团有限公司	7,850.00	2022.08.27	否
成都市新津文旅投资集团有限公司	10,000.00	2025.02.25	否
成都新城兴建设投资有限公司	1,000.00	2022.09.19	否
成都新城兴建设投资有限公司	1,000.00	2022.09.19	否
成都新城兴建设投资有限公司	12,325.00	2024.07.27	否
成都新城兴建设投资有限公司	17,000.00	2023.09.29	否
成都新城兴建设投资有限公司	10,000.00	2025.02.25	否
成都市新津县城乡建设投资有限责任公司	4,000.00	2022.09.28	否
成都山水渡建设有限责任公司	1,000.00	2022.10.23	否
成都山水渡建设有限责任公司	7,800.71	2023.05.09	否
成都山水渡建设有限责任公司	7,588.31	2023.05.09	否
成都山水渡建设有限责任公司	4,025.86	2023.05.09	否
成都山水渡建设有限责任公司	2,896.30	2023.05.09	否
成都山水渡建设有限责任公司	2,722.52	2023.05.09	否
成都山水渡建设有限责任公司	2,220.50	2023.05.09	否

⁶ 成都天府农博乡村发展集团有限公司原名为成都市花红堰投资有限公司，2022年5月更名为现名。

成都山水渡建设有限责任公司	675.80	2023.05.09	否
成都憬城实业有限责任公司	1,000.00	2023.01.05	否
成都市新津津业国有资产管理有限公司	15,000.00	2022.12.30	否
合计	467,621.65	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、增信措施分析

天府信用为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升本期债券的信用水平

根据天府信用于2021年9月出具的《天府信用增进股份有限公司信用增进函》（天府信用函【2021】030号），天府信用为本期债券承担全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。天府信用承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年，债券持有人在此期间内未要求天府信用承担保证责任的，天府信用免除保证责任。

在本期债券到期之前，天府信用发生分立、合并、停产停业等足以影响债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的保证，公司不提供新的保证时，债券持有人有权要求公司、天府信用提前兑付债券本息。

天府信用为经四川省政府国有资产监督管理委员会（川国资改革[2017]39号）文件批准，以发起设立方式组建的股份有限公司，成立时间为2017年8月28日，初始注册资本为40亿元。截至2022年3月末，注册资本和实收资本均为40亿元。天府信用股东以四川省国有企业为主，股权结构如下表所示，第一大股东为四川发展（控股）有限责任公司，持股比例为25%，四川省政府国有资产监督管理委员会直接持有四川发展（控股）有限责任公司全部股权，天府信用实际控制人为四川省人民政府。

表23 截至2022年3月末天府信用股权结构（单位：万元）

股东名称	出资额	持股比例
四川发展（控股）有限责任公司	100,000.00	25.00%
蜀道（四川）股权投资基金有限公司	60,000.00	15.00%
四川金融控股集团有限公司	60,000.00	15.00%
蜀道资本控股集团有限公司	60,000.00	15.00%
中银投资资产管理有限公司	30,000.00	7.50%
成都高新投资集团有限公司	30,000.00	7.50%
成都空港产业兴城投资发展有限公司	30,000.00	7.50%
成都交子新兴金融投资集团股份有限公司	20,000.00	5.00%
成都产业资本控股集团有限公司	10,000.00	2.50%
合计	400,000.00	100.00%

资料来源：天府信用提供

天府信用主要经营四川省内信用增进业务和投资业务。近年来天府信用增信业务规模保持快速增长，2021年末增信余额为640.46亿元，是2019年末的2.17倍。目前天府信用主要为非公开定向债务融资工具、公司债、企业债等品种提供增信服务，业务区域集中于四川省内，客户群体均为主体信用等级在AA级及以上的四川省内城投类企业。

表24 天府信用增信业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
当期增信发生额	211.55	166.90	207.62
当期解除增信额	28.15	5.46	3.80
期末增信余额	640.46	457.06	295.62
其中：债券增信余额	640.46	457.06	295.62

资料来源：天府信用提供

天府信用围绕增信主业大力发展债券投资、委托贷款、平稳基金等主动性投资业务。天府信用债券投资业务优先投资由天府信用增信的债券。截至2021年末，债券投资余额为34.39亿元；委托贷款客户均为四川省内国有企业，以城投类企业为主，委托贷款余额为21.68亿元；天府信用认购子公司四川天府增进投资管理有限公司管理的四川省债券平稳基金劣后份额2.15亿元，该基金主要投向由天府信用增信的债券，现阶段投资规模较小。天府信用增信业务和投资业务的客户群体主要为城投类企业，行业集中度较高，在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，需持续关注融资主体的流动性风险及信用风险变化情况。

天府信用增信业务收入和投资收益是营业收入的重要来源。2021年天府信用实现营业收入11.46亿元，较2019年增长124.93%，其中增信业务收入较2019年增长146.89%，主要受益于增信业务规模增长；投资收益较2019年增长122.86%，主要受益于天府信用债券投资规模增加。2021年天府信用营业支出为3.36亿元，较之前年度大幅增加，主要系业务规模扩大且2021年天府信用加大风险准备金计提比例导致当年提取风险准备金大幅增加所致。随着增信业务收入和投资收益的增长，天府信用盈利水平有所提升，2021年实现净利润6.08亿元，净资产收益率为9.60%，2022年1-3月实现净利润1.67亿元，同比增长6.37%。

表25 天府信用主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
主营业务收入	1.39	6.95	5.33	2.79
其中：增信业务收入	1.38	6.89	5.31	2.79
投资收益	1.04	4.13	3.23	1.86
营业收入合计	2.51	11.46	9.00	5.09
提取风险准备金	0.00	2.06	0.03	0.04
营业支出合计	0.29	3.36	1.31	0.55
营业利润	2.22	8.09	7.68	4.54
利润总额	2.22	8.09	7.67	4.54

净利润	1.67	6.08	5.77	3.38
净资产收益率	-	9.60%	10.88%	7.86%

资料来源：天府信用 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至 2021 年末，天府信用货币资金为 19.96 亿元，其中七天通知存款、定期存款和协定存款等其他货币资金的余额合计 11.10 亿元，银行存款为 8.86 亿元，年末货币资金不存在使用受限情况。截至 2021 年末，天府信用一年内到期的非流动资产为 21.08 亿元，主要为债权投资和委托贷款；债权投资为 20.69 亿元，均为债券投资；其他非流动资产为 8.42 亿元，主要为长期委托贷款。天府信用本部 I、II、III 级资产结构整体符合监管要求，2021 年末本部 I 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例为 68.51%，I 级资产占比较高。

2021 年天府信用业务规模扩大且风险准备金计提比例加大，年末保险合同准备金为 2.77 亿元，较之前年度大幅增加。截至 2021 年末，天府信用长期借款为 12.47 亿元，均为信用借款，利率在 4.25%-4.51% 之间。2020 年 4 月天府信用发行 5.00 亿元“20 天信 01”公司债，计入应付债券科目，存续期限为 5 年，附第 3 年末上调票面利率选择权及投资者回售选择权，当前年利率为 3.2%。

截至 2022 年 3 月末，天府信用股东权益合计 66.12 亿元，其中实收资本为 40.00 亿元，资本实力强。2020 年天府信用发行永续期公司债券“20 天信 Y1”、“20 天信 Y2”金额合计 15 亿元，债券基础期限为 3 年，在每个约定的周期末附续期选择权，永续债的发行有助于提升天府信用的代偿能力，且天府信用股东背景强，整体来看现阶段代偿能力极强。2021 年末天府信用增信责任余额放大倍数为 8.06，较 2019 年末的 5.54 有所增长，随着增信业务的发展，天府信用面临一定的资本补充压力。

表26 天府信用主要财务数据情况（单位：亿元）

项目	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
资产总计	85.99	85.58	77.27	59.61
实收资本	40.00	40.00	40.00	40.00
其他权益工具	15.00	15.00	15.00	0.00
所有者权益合计	66.12	64.46	62.20	43.82
增信责任余额放大倍数	8.07	8.06	5.98	5.54

资料来源：天府信用 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

从外部支持方面来看，天府信用股东以四川省国有企业为主，实际控制人为四川省人民政府，可为天府信用发展提供较好的支撑。

整体来看，天府信用增信业务快速发展，增信业务收入明显增长，I 级资产占比较高。但中证鹏元也关注到天府信用增信业务和投资业务行业集中度较高，随着增信业务的发展，天府信用面临一定的资本补充压力等风险因素。经中证鹏元综合评定，天府信用主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由天府信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

五、结论

新津区区域优势明显，是国家级新区四川天府新区的西翼中心，以食品加工、轨道交通及新材料等为主导产业，工业发展情况较好；受益于西翼规划和2020年撤县设区，未来发展潜力较大。公司是新津工业园区主要的投资、融资和建设主体，主要负责园区范围内基础设施建设及土地整理业务，建设投资业务持续性较好，持续获得新津区政府单位的资产注入、财政补贴等较大规模政府支持，提升了资本实力和利润水平。

综上，中证鹏元评定本期债券信用等级为AAA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

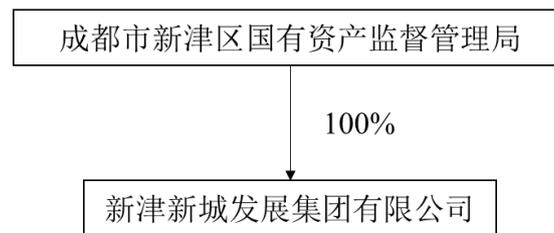
如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。本评级机构将通过监管部门指定的网站和本评级机构官网披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	16.52	13.27	10.27	12.62
其他应收款	43.58	38.03	27.19	14.79
存货	67.01	67.01	70.12	82.50
流动资产合计	149.53	140.73	126.89	116.95
投资性房地产	48.47	48.47	48.50	0.06
在建工程	66.33	61.39	49.25	45.66
非流动资产合计	123.55	118.62	104.05	52.12
资产总计	273.08	259.35	230.94	169.07
短期借款	14.50	10.80	8.50	3.50
一年内到期的非流动负债	20.96	20.96	18.32	10.11
流动负债合计	56.33	53.18	49.29	36.06
长期借款	63.04	53.82	47.12	46.84
应付债券	22.47	22.19	12.81	8.98
长期应付款	17.92	16.61	15.76	10.61
非流动负债合计	112.49	101.68	84.75	66.42
负债合计	168.82	154.86	134.04	102.48
总债务	137.97	123.45	101.32	79.32
营业收入	0.27	11.65	13.80	13.19
所有者权益	104.26	104.49	96.90	66.60
营业利润	-0.23	1.81	1.76	1.91
其他收益	0.00	0.34	0.05	0.07
利润总额	-0.23	1.75	1.75	1.91
经营活动产生的现金流量净额	-4.75	0.14	-10.30	-13.97
投资活动产生的现金流量净额	-4.12	-14.16	-9.76	-2.29
筹资活动产生的现金流量净额	11.62	16.52	17.71	12.54
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	5.19%	21.16%	18.21%	19.99%
收现比	0.00%	84.52%	43.35%	72.15%
资产负债率	61.82%	59.71%	58.04%	60.61%
现金短期债务比	0.46	0.42	0.38	0.93
EBITDA（亿元）	--	2.80	2.15	2.21
EBITDA 利息保障倍数	--	0.37	0.31	0.59

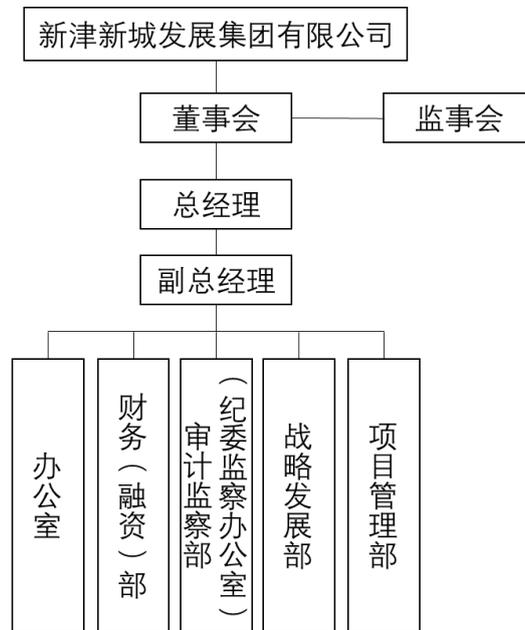
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
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。