

2021年江油市创元开发建设投资公司企业 债券2023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.

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員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。

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：


2021年江油市创元开发建设投资公司企业债券 2023年跟踪评级报告

评级结果

本次评级	AA
主体信用等级	AA
评级展望	稳定
21江油创元债/21创元债	AAA

本次评级结果是考虑到：江油市创元开发建设投资有限公司（以下简称“江油创元”或“公司”）的控股股东及实际控制人仍为江油市国有资产监督管理委员会，公司基础设施建设业务仍主要分布于江油市工业园，业务在区域内具备较强的竞争力，依托特冶新材料、旅游业等支柱产业，区域经济总量持续增长，为公司提供良好的外部环境；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仍能有效提升“21江油创元债/21创元债”的信用水平。同时，中证鹏元也关注到，公司资产流动性较大程度受到政府及国企资金安排和融资抵押受限的影响，项目建设和资产购入使公司总债务规模不断上升，偿债和资金压力较大，此外，公司存在一定的或有负债风险。

未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长一段时期内仍在江油市工业园的基础设施建设方面具有较强竞争力，有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年5月31日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
总资产	148.68	127.55	117.62
所有者权益	76.04	67.97	66.68
总债务	53.55	48.95	39.46
资产负债率	48.86%	46.71%	43.31%
现金短期债务比	0.26	0.03	0.13
营业收入	13.09	11.20	11.74
其他收益	2.72	2.02	2.00
利润总额	1.89	1.68	1.97
销售毛利率	1.21%	3.73%	1.08%
EBITDA	2.27	1.78	2.22
EBITDA利息保障倍数	5.70	5.12	5.63
经营活动现金流净额	0.10	2.12	-15.51

联系方式

项目负责人：王钰
wangyu@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **依托特冶新材料、旅游业等支柱产业，区域经济总量持续增长。**江油市经济总量在绵阳市排名靠前（2/9），近年来形成了特冶新材料、旅游业等主导产业，其中以攀钢集团江油长城特殊钢有限公司为龙头的特冶新材料产业集群正逐步形成，以李白文化为主题的景区旅游为江油市带来可观的旅游收入，近年来区域经济总量持续增长；江油工业园是省级高新技术产业园区，以高端装备制造、生物医药、新材料等为主导产业。
- **公司主要从事江油市工业园区范围内基础设施建设工作，业务在江油工业园内具备较强的竞争力。**公司控股股东和实控人均均为江油市国有资产监督管理委员会，主要从事江油市工业园区范围内的基础设施建设工作，尚有一定规模代建、拟建项目。近年来商品销售业务快速发展，标准化厂房建成后将为公司带来销售和租赁收入。
- **公司在资产划拨和财政补贴方面仍获得较大力度的外部支持。**2022年江油市政府向公司投入资本金5.74亿元，同年向公司无偿注入江油隆山科峰实业有限公司和江油市鑫广通工程技术有限公司的股权，合计增加资本公积6.75亿元，提升了公司资本实力。此外，公司2022年收到政府补助2.67亿元，占当期利润总额141.27%，政府补助依然是公司利润的主要来源。
- **第三方保证担保仍有助于本期债券的安全性。**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仍能有效提升本期债券的安全性。

关注

- **公司资产流动性较大程度受到政府及国企资金安排和融资抵押受限的影响。**近年公司资产以应收款项和存货为主，2022年末合计占比为84.58%。应收款项方面，应收对象主要为政府部门及国有企业，账面价值逐年增加且回收时间不确定，工程款及往来款对资产形成较大规模的占用；公司存货主要为土地（账面价值共73.62亿元），其中69.05亿元因融资而使用受限，抵押占比为93.79%。
- **项目建设和资产购入使公司总债务规模不断上升，非标占比高，偿债和资金压力较大。**2022年公司融资规模继续扩大，一方面公司用于标准化厂房建设的资金主要依靠自筹，另一方面2022年公司购入较大规模的土地资产，致使债务规模快速增长，2022年末公司有息债务中非标占比达36.32%；从债务结构来看，公司短期债务规模较大、占比较高，而现金资产较少，短期偿债压力较大。截至2022年末，公司在建拟建项目尚需投资规模较大，面临较大资本性支出压力，此外自营的标准厂房项目尚未全部竣工，仍存在一定投资缺口，且项目建成后收益实现受招商引资进度影响较大，存在一定不确定性。
- **2022年起公司不再从事区域内的征地拆迁业务。**2021年及以前，公司负责江油工业园内的征地拆迁业务，自2022年1月4日起将征地拆迁项目整体移交四川江油高新技术产业园区管理委员会。截至移交之日，部分项目尚未完工，后续工程不再由公司负责。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2022年末公司对外担保占当期净资产的比重为21.41%，对象主要为当地国有企业，但均无反担保措施且对江油鸿飞投资（集团）有限公司的担保较为集中。

同业比较（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
江油鸿飞	江油市国有资产监督管理委员会	125.16	61.12%	16.67	126.72	江油市最重要的基础设施建设和运营主体
江油创元	江油市国有资产监督管理委员会	76.04	48.86%	13.09	48.95	江油市工业园区的基础设施建设、工业产业扶持、运营管理、工业生产、智能制造、工业产品销售
江油城投	江油市国有资产监督管理委员会	103.62	49.80%	14.23	72.76	江油市重要的基础设施建设主体

注：（1）“江油鸿飞”为“江油鸿飞投资（集团）有限公司”的简称，“江油城投”为“江油城市投资发展有限公司”的简称；（2）总债务为2021年末数据，其余各指标为2022年/2022年末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元数据库，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
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是主要从事江油市工业园区范围内基础设施建设工作的，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，江油市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与江油市政府的联系非常紧密以及对江油市政府非常重要。同时，中证鹏元认为江油市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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	AAA	2022-6-18	龚程晨、陈俊松	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	AAA	2020-12-15	王先宗、钟继鑫	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

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
21 江油创元债 /21 创元债	5.00	5.00	2022-6-18	2028-2-5

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年2月发行7年期5.00亿元企业债券，募集资金计划用于四川江油工业园区装备制造标准厂房项目A区、四川江油工业园区装备制造标准厂房项目B区项目。截至2022年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为26.30万元。

三、发行主体概况

2022年-2023年4月，公司名称、注册资本、实收资本、股权结构、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2023年4月末，公司注册资本及实收资本均为3,130.00万元，控股股东及实际控制人均为江油市国有资产监督管理委员会（以下简称“江油市国资办”）。

2022年12月，公司董事会成员中董事长张太华退出，新增董事长江兴全。

合并范围变化方面，公司自2022年1月1日起对江油隆山科峰实业有限公司和江油市鑫广通工程技术有限公司实施控制，纳入合并报表范围。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内

需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

城投行业政策环境

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的

底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

江油市经济总量在绵阳市排名靠前，经济增长主要靠投资拉动；依托于龙头企业及产业链的发展，江油市形成了特冶新材料等主导产业；近年财政实力稳步增强，但政府性基金收入下降明显，地方政府债务压力明显加大

区位特征：江油市是成都平原城市群的重要节点，交通便捷，被称为“李白故里”。江油市为绵阳市下属县级市，是成都平原城市群的重要节点；距省会成都140公里，绵阳市区35公里；至绵阳机场只需30分钟，可直达北京、上海30多个城市；江油市为全国设高铁站最多（3个）的县级市之一，有2条高铁线路经过（西成高铁、成绵乐城际客专），已融入“成都1小时、重庆2小时、西安3小时经济圈”。江油市幅员面积2,719平方公里，辖23个乡镇、1个办事处和1个省级高新技术产业园区。根据第七次全国人口普查结果，2020年11月1日零时全市常住人口常住人口73.13万人，较2010年末人口减少3.08万人，下降4.04%。

图1 江油市区位图



资料来源：四川省标准地图，中证鹏元整理

经济发展水平：江油市经济总量在绵阳市排名靠前，近年GDP增速均高于全国平均水平，经济增长主要靠投资拉动，人均GDP水平尚可。近年来江油市经济总量持续增长，2022年在绵阳市排名靠前（2/9），2020-2022年GDP增速均高于全国平均水平。近年人均GDP提升较快，略低于全国平均水平。2020-2021年固定资产投资增速较快，为经济不断发展奠定基础；其中第二产业投资增速分别为30%、47.5%，保持在较高水平，第三产业投资增速分别为13.3%、-5.5%，波动较大。2020-2021年房地产开发投资分别增长19.7%、19.2%，保持较快增长。消费受居民消费信心影响有较大波动，2022年增速为负。

表 1 2022 年绵阳市下辖部分县级行政区或县级市等经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP	一般公共预算收入	政府性基金收入
涪城区	656.08	5.7%	5.05	24.06	9.75
江油市	601.31	3.9%	8.16	30.05	36.63
游仙区	448.64	4.6%	7.99	13.26	9.55
安州区	233.27	5.1%	6.09	11.18	10.02
北川羌族自治县	94.47	4.6%	5.43	5.64	5.25
平武县	67.18	3.8%	5.31	3.32	1.29

注：人均 GDP 公式为地区生产总值/常住人口，单位为万元。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表 2 江油市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
----	--------	--------	--------

	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值 (GDP)	601.31	3.9%	528.27	8.6%	477.74	4.1%
固定资产投资	-	5.5%	-	12.3%	-	22.0%
社会消费品零售总额	221.6	-2.2%	226.67	18.3%	191.67	-1.8%
人均 GDP (万元)		8.16		7.22		6.07
人均 GDP/全国人均 GDP		95.22%		89.21%		83.79%

注：2022年人均GDP采用七普常住人口计算。

资料来源：2020-2021年江油市国民经济与社会发展统计公报、江油市政府网站，中证鹏元整理

产业情况：依托于龙头企业攀钢集团江油长城特殊钢有限公司及产业链的发展，江油市形成了特冶新材料等主导产业。2022年，全市实现规上工业总产值同比增长4.9%，总量居绵阳各县、市、区第一位；规上工业增加值增长8.1%，高于全省（3.8%）4.3个百分点。江油市作为国家“三线”建设的重点地区，通过多年发展，形成了攀钢集团江油长城特殊钢有限公司为龙头，以长祥特钢、六合特材、重鑫特冶等中小企业为支撑的特冶新材料产业集群，年产高级优质特殊钢材料约50万吨，产量占四川省的80%以上。2022年1-5月，特冶新材料产值达76.48亿元，占全市工业总产值的27%。江油市以攀长钢、重鑫特材等为产业链上游，引进新鑫丰精密模具、长腾金属模具等为中下游细分产业链，形成“特钢+模具加工”上中下游整体产业链；2022年1-5月，江油特冶新材料产业本地配套率¹达到75%，产业链较为完整。2022年江油市成功招引天宜上佳公司投资建设年产3万盘铸钢制动盘生产线、年产2万盘铝陶制动盘及4万个铝陶鼓铝生产线等项目，引导产业向专业化、集群化发展，并力争到2025年特冶新材料产业规模达300亿元。

江油市作为李白文化精品旅游基地，境内有窦圉山等开放性景区（点）19个，其中有李白故居等国家4A级景区5个。2021年江油市成功创建省级全域旅游示范区，2021-2022年连续2年入选全国县域旅游综合实力百强县。

财政及债务水平：江油市财政实力持续增长，但收入质量弱化，政府性基金收入下降明显，地方政府债务压力明显加大。近年江油市一般公共预算收入持续增长，2022年较2020年同比增长30.64%。受留抵扣税影响，2022年税收收入占比呈下降趋势，收入质量有所下降。由于江油市有效控制一般公共预算支出，2020年以来财政自给率不断提高，但财政自给水平仍一般。受当地房地产市场影响，土地出让收入不断减少，导致近年政府性基金收入大幅下降，对地方财力的支持作用趋弱。区域债务方面，2022年末江油市地方政府债务余额较2020年末同比增长58.05%，地方政府债务压力明显加大。

表3 江油市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	30.05	24.39	23.00
税收收入占比	42.90%	54.47%	49.70%
财政自给率	56.13%	52.95%	51.19%

¹ 本地配套率指的是本地化的产品在整个生产出的产品中所占比例。

政府性基金收入	36.63	42.55	84.15
地方政府债务余额	103.84	79.58	65.70

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：江油市政府网站，中证鹏元整理

江油工业园区始建于1992年，2001年被省政府确定为省级重点开发区，2018年被省政府批准为省级高新技术产业园区——江油高新区。江油高新区奠基于国家“三线建设”，发展于“改革开放”，振兴于“灾后重建”，转型于“高新创建”。截至2022年末规划总面积28.02平方公里、建成面积19.16平方公里，获评首批四川省“5+1”重点特色园区、优秀省级开发区，是四川省新型工业化产业示范基地、知识产权示范园区、院士(专家)产业园、绵阳市特钢产业园。园区以高端装备制造、生物医药、新材料等为主导产业，目前区域内重点企业有慧科光电、融通高科、攀长特、六合特材、天宜上佳等。2021年，园区实现营业收入755.2亿元，同比增长15.7%；规模以上工业企业达164户，实现工业总产值526.2亿元，同比增长16%；高新技术产业实现营业收入380.5亿元，同比增长31.9%。

五、经营与竞争

公司在江油市工业园区范围内的基础设施建设方面具有较强的区域竞争力，受业务调整影响，2022年起公司不再承担区域内的征地拆迁任务，2022年公司商品销售业务快速发展，标准化厂房建成后带来销售和租赁收入。

公司主要承担了江油市工业园区范围内的基础设施建设等方面的业务，具有较强的区域竞争力。受业务调整影响，2022年起公司不再承担江油市工业园内的征地拆迁任务。近年来公司商品销售业务获得较大发展，整体收入规模较大，但盈利水平弱；自建自营的标准化厂房正在建设，后续主要依靠厂房出租、厂房销售、车位出售、物业等获取盈利。2022年公司营业收入有所增长。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
征地拆迁	--	--	--	0.76	6.79%	13.04%
代建收入	0.19	1.42%	13.04%	2.96	26.43%	13.04%
销售商品	11.92	91.04%	1.45%	7.38	65.89%	0.22%
销售劳务	0.87	6.67%	6.75%	--	--	--
主营业务小计	12.98	99.14%	1.97%	11.11	99.20%	4.52%
租金收入	0.11	0.86%	-86.13%	0.09	0.80%	-99.19%
合计	13.09	100.00%	1.21%	11.20	100.00%	3.73%

资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

（一）征地拆迁和代建业务

公司基础设施建设业务范围主要位于江油市工业园内，2022年未确认征地拆迁业务收入，代建业

业务收入较上年有所减少

公司主要负责江油市工业园区范围内的建设，具体业务类型包括征地拆迁及基础设施建设代建。

2021年及以前，公司征地拆迁业务主要由子公司江油市城乡建设发展有限公司（以下简称“城乡公司”）来承接，通过委托代建以及政府购买服务的方式开展该业务。委托代建模式具体为：城乡公司和江油市财政局（以下简称“市财政局”）签订委托代建协议确定业务关系，负责组织协调拆迁安置工作、筹集拆迁安置补偿和工程建设资金以及竣工验收工作。公司采取公开招标的形式，确定总承包公司和监理单位，采用工程总承包形式进行项目施工，将具体施工、建设任务交由承包方负责，由承包方根据项目实际情况、市场情况进行原材料采购，工程项目结束后，由公司对竣工项目组织验收。各标段完工后及时移交市财政局，由市财政局根据双方签订的移交成本确认书投入金额加成15%进行结算。政府购买模式具体为：江油市人民政府授权四川江油工业园区管理委员会（以下简称“园区管委会”）通过公开招标的方式，确定城乡公司为政府购买服务提供商。根据园区管委会与城乡公司签署的政府购买服务合同，城乡公司负责协调组织拆迁工作、筹集项目资金，并委托拆迁乡镇与拆迁户签订拆迁协议。征地拆迁项目各会计年度根据当年实际完成额的15%收取服务费，由于市财政局统一规范核算江油市代建项目管理，由市财政局直接与公司结算项目总投资以及服务费。

根据江油市财政局于2022年1月4日出具的《江油市财政局关于江油市明月喻龙片区棚户区（城中村）改造项目和江油市三合南片区棚户区（城中村）改造项目移交的通知》，公司自2022年1月4日起将征地拆迁项目整体移交给四川江油高新技术产业园区管理委员会。截至移交之日，三合南片区棚户区（城中村）改造项目、喻龙片区棚户区（城中村）改造项目尚未完工，后续工程不再由公司负责。

公司基础设施代建业务主要由公司及其子公司城乡公司负责，业务模式与征地拆迁中委托代建模式相同。

2022年公司基础设施代建项目收入主要来源于宝羊路北段、江伦路、曙光路南段、金林路（丹砂路）、曙光路南段延伸段环境整治亮化工程、羊河路及延伸段项目。受区域开发规划进度影响，代建收入较上年大幅减少。

表 5 截至 2022 年末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	业务模式	计划总投资	累计已投资
江伦路、曙光路南段、金林路（丹砂路）、曙光路南段延伸段	基础设施建设	代建	2.80	0.94
宝羊路北段建设项目	基础设施建设	代建	0.40	0.13
四川江油工业园区六期标准厂房建设项目	标准厂房	自营	3.99	2.43
四川江油工业园区装备制造标准厂房项目A区*	标准厂房	自营	3.45	2.24
四川江油工业园区装备制造标准厂房项目B区*	标准厂房	自营	2.58	
合计	-	-	13.22	5.74

注：“*”为本期债券募投项目，2022年跟踪评级中累计已投资额有误

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司在建的代建基础设施建设项目总投资3.20亿元，累计已投资1.07亿元，尚需投资2.13亿元。此外，公司的自营项目建成后将为公司带来厂房出租收入、厂房销售收入、车位出售收入、物业收入等，可拓宽公司收入来源，但收入稳定性易受到招商引资的影响，存在一定的风险。

表 6 截至 2022 年末公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	业务模式
江油市龙凤镇工业集中区基础设施二期项目	11.98	代建
江油市城南片区棚户区改造安置房建设项目	7.27	自营
高端光模块厂房改造提升工程	0.30	自营
丹砂路东段延伸段项目	0.05	代建
合计	19.60	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司拟建的项目包括江油市城南片区棚户区改造安置房建设项目等，合计预计总投资19.60亿元。总体看来，公司目前在建拟建中代建部分预计总投资15.23亿元，代建业务有一定的持续性。在建拟建项目预计总投资32.82亿元，尚需投资27.08亿元，在建拟建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

（二）销售商品业务

公司销售商品业务主要以电子产品、化工产品等为主，2022 年规模较大有效扩充了公司收入规模，业务盈利性偏弱

销售商品业务主要由子公司江油市工投供应链管理服务有限公司（以下简称“供应链公司”）经营。主要销售产品为电子产品、化工产品（乙二醇）等，通过经销差价获取利润。供应链公司根据下游客户需求确定采购量，上下游采用银行电汇、承兑汇票、信用证等方式付款，约定销售结算、回款时间均为货物交割前。

2022 年公司销售商品收入大幅增长，该部分业务为公司带来较高收入，在主营业务中的占比呈上升趋势，但由于公司不从事生产，且受限于贸易规模等因素，对上下游议价能力不高，一般按照货种的市场价格进行采购，盈利性偏弱。商品销售业务供应商及客户集中度均较高，2021 年及 2022 年供应商及客户销售前五大占比均维持较高水平，但 2022 年主要供应商及客户均发生较大变化。

表 7 近年贸易业务主要供应商采购情况（单位：亿元）

年度	供应商	采购金额	采购占比
2022 年	上海跃成实业有限公司	3.54	30.15%
	浙江闻呈能源科技有限公司	2.02	17.21%
	江油市扬帆模具科技有限公司	2.04	17.38%
	宁波艾必鑫商贸有限公司	1.25	10.65%

	上海凌鼎实业有限公司	2.05	17.46%
	合计	10.9	92.84%
2021年	资阳市宏显实业有限公司	4.43	60.11%
	四川天原鑫华供应链科技有限公司	1.61	21.79%
	成都空港现代服务业发展有限公司	0.62	8.46%
	绵阳安集供应链管理有限公司	0.49	6.60%
	合计	7.15	96.97%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表 8 近年贸易业务主要客户销售情况（单位：亿元）

年度	客户	销售金额	销售占比
2022年	上海久东利实业有限公司	3.73	31.32%
	上海银冠贸易有限公司	3.76	31.57%
	宜宾天原物产集团有限公司	0.61	5.12%
	江油市妥鸿商贸有限公司	1.42	11.92%
	宁波瑞奕辰供应链管理有限公司	1.25	10.50%
	合计	10.77	90.43%
2021年	浙江妙曲供应链管理有限公司	4.87	65.92%
	绵阳市梓邦商贸有限公司	1.03	13.89%
	江苏倍驰能源有限公司	0.49	6.60%
	德阳产投医药有限公司	0.37	5.05%
	四川省宜宾普什汽车零部件有限公司	0.20	2.75%
	合计	6.96	94.22%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在资金注入、财政补贴方面继续获得当地政府的较大支持

2022年江油市政府在资产注入、财政补贴等方面继续给予了公司较大支持。

根据江财〔2022〕91号文件，江油市财政局向公司投入资本金 57,420.00 万元，根据江国资办〔2022〕410号文件，向公司无偿注入江油隆山科峰实业有限公司和江油市鑫广通工程技术有限公司的股权，账面价值 10,116.84 万元，合计增加资本公积 6.75 亿元，提升了公司资本实力。此外，公司 2022 年收到政府补助 2.67 亿元，为营运资金补贴和稳岗补贴等，占当期利润总额 141.27%，是公司盈利的主要来源。

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审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2021-2022 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022 年合并报表范围变化情况为：公司自 2022

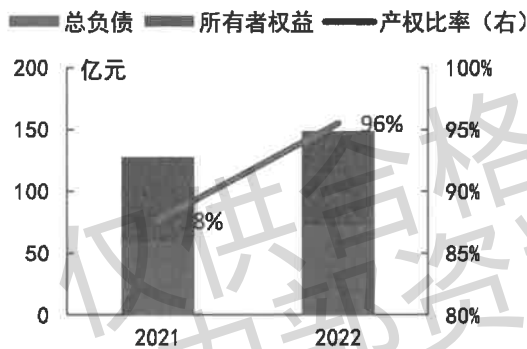
年1月1日起对江油隆山科峰实业有限公司和江油市鑫广通工程技术有限公司实施控制，纳入合并报表范围。截至2022年末，纳入公司合并报表范围的子公司共5家，详见附录四。

资本实力与资产质量

在融资规模和资产注入的影响下，2022年公司总资产规模有所增加，其中应收款项和存货是公司最主要的资产，应收款项回收风险不大但对公司资金形成较大占用，存货主要为土地资产但受限规模大，资产整体流动性较弱。

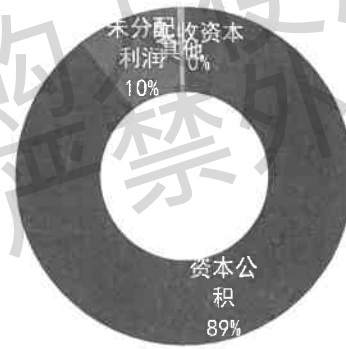
2022年公司总资产规模有所增加，一方面总负债规模扩张较快，另一方面政府向公司划入股权以及投入资本金，较大提升公司的资本公积和净资产，但公司的产权比率进一步上升，整体对负债的保障程度呈现逐渐偏弱的趋势。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产主要由应收款项及存货构成，截至2022年末，公司主要资产包括应收账款（18.67亿元）、其他应收款（32.27亿元）和存货（74.82亿元），合计占公司总资产的84.58%。公司应收账款较上年末基本持平，主要为应收江油市财政局的未结算工程款，占应收账款总规模的91.52%。其他应收款主要系公司与江油市政府及当地国有企业的往来款项，主要应收对象包括江油市财政局、江油凯盛投资建设有限公司²、江油市扬帆模具科技有限公司³、江油星乙农业投资有限公司⁴和江油银通融资担保有限公司⁵，前五大应收方2022年末余额合计为31.49亿元，占其他应收款期末余额合计数的97.55%，账龄大部分在2年以内，2022年公司其他应收款规模持续增长。总体而言，公司应收款项规模较大且增长快速，欠款对

² 控股股东为江油鸿飞投资（集团）有限公司，实控人为江油市国资办。

³ 控股股东为江油工投建设发展集团有限公司，实控人为江油市国资办。

⁴ 控股股东及实控人为江油市国资办。

⁵ 控股股东为江油工投建设发展集团有限公司，实控人为江油市国资办。

象主要为政府单位和地方国有企业，回收风险不大，但占用资金较多。公司存货主要为开发成本内的土地（73.62亿元）和项目（1.06亿元），截至2022年末，公司共有44宗土地资产，较上年增加4宗，账面价值较上年增加11.53亿元，公司土地资产主要位于江油市三合镇和老君路，以商业、其他商服用地为主，土地类型均为出让且均已缴纳土地出让金，存货内项目主要是城南片区棚户区改造安置房建设项目。

其他资产构成方面，货币资产主要为银行存款，整体规模不大。预付款项为预付的拆迁款、施工款、贸易货款等。2022年公司投资性房地产略有增长，主要系购置、固定资产等的转入和企业合并的增加。公司在建工程为自建自营的标准化厂房项目，包括四川江油工业园区六期标准厂房建设项目（3C智慧产业园）、四川江油工业园区装备制造标准厂房项目(A/B区)，公司逐步增加对标准厂房的建设投入。

总的来说，公司资产主要由应收款项和存货构成，其中应收款项规模较大，欠款对象主要为政府单位和地方国有企业，回收风险不大，但占用公司较大规模资金；存货主要为土地资产，但绝大部分已抵押。截至2022年末，公司受限资产共计91.88亿元（主要包括69.05亿元土地、17.20亿元应收账款、3.59亿元投资性房地产和2.01亿元货币资金），占同期末总资产比重为61.80%，受限资产规模大，资产流动性较弱。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.97	2.67%	0.25	0.20%
应收账款	18.67	12.55%	18.08	14.18%
预付款项	6.32	4.25%	7.95	6.23%
其他应收款	32.27	21.70%	31.23	24.49%
存货	74.82	50.32%	62.12	48.71%
流动资产合计	138.26	92.99%	119.79	93.92%
在建工程	4.74	3.19%	2.37	1.86%
投资性房地产	4.67	3.14%	4.14	3.24%
非流动资产合计	10.42	7.01%	7.76	6.08%
资产总计	148.68	100.00%	127.55	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入有所增长，毛利率维持低水平，政府补助是公司利润的主要来源

2022年公司收入来源主要为贸易业务及基础设施代建业务。受业务调整影响，2022年公司未确认征地拆迁收入；受区域开发规划进度影响，基础设施代建业务收入大幅减少；但在销售商品收入大幅增长的拉动下，公司营业收入同比仍有所增长。业务持续性方面，征地拆迁不再从事相关业务；代建业务业务持续性一般；自建自营的标准厂房项目未来将成为公司经营收入来源之一，但存在收益不达预期的

风险。2022年商品销售业务收入占比提升导致公司销售毛利率维持低水平，毛利率的提升压力主要来源于商品销售业务和自营业务的毛利率提升。

近年来公司利润主要来源于政府补贴。2021-2022年公司收到财政补贴占当期利润总额分别为120.24%、141.27%，政府补助依然是公司利润的主要来源。

表 10 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年
营业收入	13.09	11.20
营业利润	2.27	2.22
其他收益	2.72	2.02
利润总额	1.89	1.68
销售毛利率	1.21%	3.73%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

随着融资规模的扩大，公司总负债和总债务规模持续增长，短期债务规模较大且非标占比高，公司面临较大的债务压力

公司负债主要由刚性债务构成，随着融资规模的扩大，2022年公司总负债和总债务规模持续增长，且总债务占总负债的比例维持较高水平，融资主要用于满足项目建设投入、资产购买和债务滚动。就融资渠道而言，公司主要债务类型包括银行贷款、非标融资和债券融资，其中银行贷款规模较大，占总债务的53.84%，主要贷款银行包括中国农业发展银行、城商行、农商行、股份制银行等，贷款银行较多；非标融资作为公司重要的融资方式之一，贷款方包括中建建融、泸州城投融资租赁公司、物产中大等机构；债券融资即公司发行的本期债券。从到期分布来看，公司一年内到期的债务规模较大，且其中非标占比高，公司面临较大的债务压力。

表 11 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	28.83	11.35	17.48
债券融资	5.27	0.00	5.27
非标融资	19.45	11.70	7.75
合计	53.55	23.05	30.50

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.41	10.20%	3.52	5.92%
应付账款	4.97	6.84%	1.18	1.98%

一年内到期的非流动负债	8.87	12.21%	8.04	13.49%
其他流动负债	5.01	6.89%	4.15	6.97%
流动负债合计	38.60	53.13%	26.35	44.22%
长期借款	17.48	24.06%	19.00	31.89%
应付债券	6.78	9.33%	5.26	8.83%
长期应付款	4.99	6.87%	5.65	9.48%
其他非流动负债	4.80	6.61%	3.32	5.58%
非流动负债合计	34.05	46.87%	33.23	55.78%
负债合计	72.65	100.00%	59.58	100.00%
总债务	53.55	73.72%	48.95	82.16%
其中：短期债务	23.05	43.04%	15.72	32.11%
长期债务	30.50	56.96%	33.23	67.89%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从公司偿债能力指标来看，随着融资规模的扩大，2022年资产负债率持续上升。2022年公司融资现金流入使现金短期债务比有所上升，但整体处于低位，近年来现金资产对短期债务的覆盖能力弱。得益于公司获得较大规模的政府补助，公司EBITDA利息保障倍数维持较高水平，EBITDA对利息的保障程度较好。

但考虑到截至2022年末，公司资产尤其是土地资产受限规模大、占比高，银行剩余授信规模小，公司再融资能力较弱，整体看来，公司短期偿债压力较大。

表 13 公司偿债能力指标

项目	2022 年	2021 年
资产负债率	48.86%	46.71%
现金短期债务比	0.26	0.03
EBITDA 利息保障倍数	5.70	5.12

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平无负面影响

环境方面，根据公司提供的说明，过去一年公司在空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放方面都未受到过政府部门处罚。

社会方面，根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因违规经营风险而受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，不存在拖欠员工工资、社保，工作环境严重影响员工健康，发生员工安全事故问题。

治理方面，公司依据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2023 年 5 月 22 日）及重要子公司城乡公司（报告查询日：2023 年 4 月 24 日）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，公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额合计为16.28亿元，占当期净资产的比重为21.41%，公司对外担保对象主要为当地国有企业，但均未设置反担保措施，且其中对江油鸿飞投资（集团）有限公司的担保较为集中（合计14.18亿元），公司存在一定的或有负债风险。

表 14 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保期限	是否有反担保
江油星乙建设工程有限公司	0.05	2021.3.15-2023.3.15	否
江油市扬帆建设工程有限公司	0.10	2022.12.30-2023.12.29	否
江油市扬帆模具科技有限公司	0.10	2022.6.29-2023.6.26	否
四川壹综和新材料科技有限公司	0.10	2022.7.29-2023.7.28	否
江油亿诚正达实业有限公司	0.10	2022.11.30-2023.11.28	否
江油星乙现代农业服务有限公司	0.10	2022.11.29-2023.11.28	否
江油市扬帆建设工程有限公司	0.10	2022.7.29-2023.7.28	否
江油农投星茂贸易有限公司	0.10	2022.12.28-2023.12.26	否
江油农投供应链管理服务有限公司	0.10	2022.9.29-2023.9.28	否
江油星乙商贸有限公司	0.10	2022.9.29-2023.9.28	否
江油星乙商贸有限公司	0.05	2021.3.15-2023.3.15	否
江油市扬帆模具科技有限公司	0.10	2022.6.17-2023.4.17	否
江油市扬帆建设工程有限公司	0.80	2020.9.25-2028.9.25	否
江油市李白故居文化旅游开发有限公司	0.10	2021.4.20-2023.4.19	否
江油工投经营管理服务有限公司	0.10	2022.9.29-2023.9.28	否
江油鸿飞投资（集团）有限公司	1.00	2022.12.31-2024.12.30	否
江油鸿飞投资（集团）有限公司	0.75	2020.5.22-2025.5.22	否
江油鸿飞投资（集团）有限公司	2.00	2020.9.22-2035.9.21	否
江油鸿飞投资（集团）有限公司	0.95	2022.5.30-2025.5.29	否
江油鸿飞投资（集团）有限公司	0.60	2022.7.26-2023.7.25	否
江油鸿飞投资（集团）有限公司	1.88	2022.5.27-2023.5.26	否

江油鸿飞投资（集团）有限公司	4.50	2021.12.24-2028.12.23	否
江油鸿飞投资（集团）有限公司	2.50	2020.9.17-2025.9.17	否
合计	16.28	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是江油市政府下属重要企业，江油市政府直接持有公司67%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，江油市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与江油市政府的联系非常紧密。从所有权方面看，江油市政府持有公司50%以上的股权，且不打算在近期内将持股比例降至50%以下；江油市政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力；公司的业务基本来源于政府及其相关单位；近5年内受到江油市政府支持的次数多且支持力度较大；展望未来，公司与江油市政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对江油市政府非常重要。公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务；江油市政府在付出一定的努力和成本的情况下是可以取代公司的；公司承担了江油市工业园区范围内的基础设施建设、土地整理等工作，对政府贡献很大；公司违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

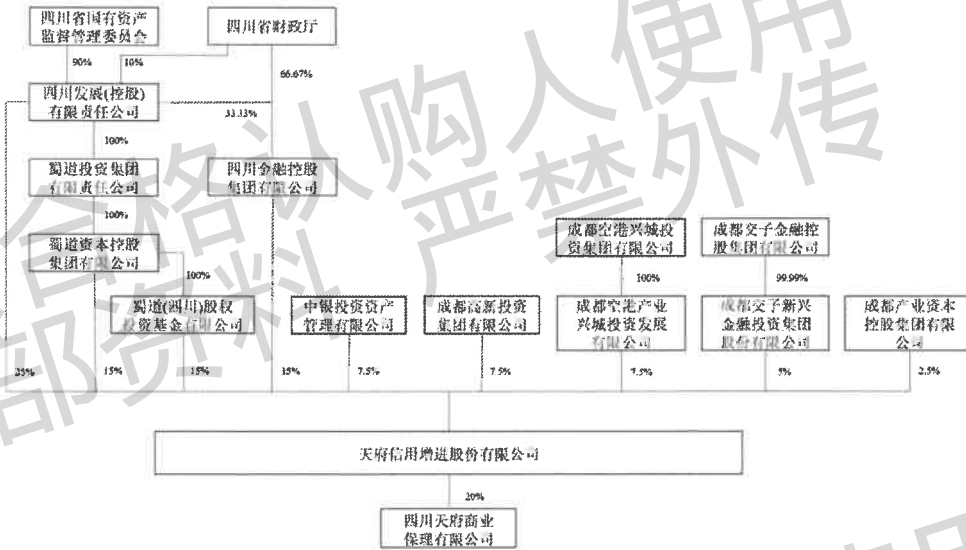
天府信用提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

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。承担担保责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年，本期债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

天府信用成立时间为2017年8月28日，初始注册资本40亿元，股东均为四川省内大型国有企业，股权结构较为分散，具体情况见下图。2021年4月，四川省铁路产业投资集团有限责任公司将其持有的天府信用股份全部划转至蜀道（四川）股权投资基金有限公司⁶。截至2022年末，天府信用实收资本为40亿元，第一大股东为四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”），直接持有天府信用25%的股份，另外通过全资蜀道（四川）股权投资基金有限公司和蜀道资本控股集团有限公司间接持有公司30%股份，四川发展将天府信用纳入合并范围。四川省人民政府直接持有四川发展（控股）有限责任公司全部股权，此外，四川省财政厅通过控股四川金融控股集团有限公司间接持有天府信用15%股权，天府信用实际控制人为四川省人民政府。

⁶ 蜀道（四川）股权投资基金有限公司曾用名四川铁投资本控股有限公司，于2022年1月变更为现名。

图 4 截至 2022 年末天府信用股权结构



资料来源：天府信用提供，中证鹏元整理

天府信用主要从事信用增进和投资业务。随着信用增进业务的快速增长以及投资资产规模的增加，信用增进业务收入及投资收益近年保持较快增长，2020-2022年营业收入年复合增长率为18.74%。2022年天府信用实现营业收入12.69亿元，其中增信业务收入和投资收益占比分别为60.09%和35.10%。

表15 天府信用营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
增信业务收入	7.63	60.09%	6.89	60.14%	5.31	59.04%
投资收益	4.45	35.10%	4.13	36.09%	3.23	35.93%
其中：委托贷款	2.00	15.74%	1.98	17.27%	1.66	18.42%
债券投资	2.22	17.48%	1.65	14.39%	1.15	12.75%
理财产品	0.06	0.47%	0.26	2.27%	0.43	4.77%
基金分红	0.13	1.02%	0.25	2.17%	0.00	0.00%
利息收入	0.53	4.20%	0.37	3.19%	0.35	3.88%
营业收入合计	12.69	100.00%	11.46	100.00%	9.00	100.00%

资料来源：天府信用 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

天府信用的信用增进业务客户主要是地方城投企业，区域集中在四川省内，另有少量客户位于山东、浙江、重庆等地；客户的主体级别集中于AA及以上，截至2022年末，AA及以上主体增信余额占比为97.06%；增信产品以企业债、公司债和PPN为主，截至2022年末上述产品余额占比分别为26.23%、28.63%和27.50%；到期期限集中于2024-2027年。天府信用一般采取保证担保、资产抵质押等风险缓释措施。截至2022年末，天府信用的增信余额为668.33亿元，增信责任余额放大倍数为7.73，处于较高水平。

表 16 天府信用业务开展概况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期增信发生额	123.76	211.55	166.90
当期解除增信额	95.89	28.15	5.46
期末增信余额	668.33	640.46	457.06
期末增信责任余额	537.82	518.76	372.08
期末增信责任余额放大倍数	7.73	8.06	5.98

资料来源：天府信用提供，中证鹏元整理

天府信用的投资业务包括债券投资和委托贷款。天府信用债券投资标的主要是自身增信的债券，另有少量AAA级主体发行的债券，截至2022年末投资余额为38.25亿元。天府信用的委托贷款对象为成都市及下属区县的国有企业，与增信业务客户群体高度重合。在债券成功发行前，天府信用向发行人提供委托贷款解决发行人中短期资金需求，截至2022年末，天府信用的委托贷款余额为21.10亿元。

截至2022年末，天府信用的资产总额为93.11亿元，主要由货币资金、债券投资和委托贷款构成，同期末上述资产的余额分别为19.80亿元、38.25亿元、21.10亿元。天府信用对债券投资和委托贷款均未计提减值准备。

截至2022年末，天府信用的负债总额为23.56亿元，主要包括银行借款、应付债券和保险合同准备金，同期末上述负债的余额分别为12.49亿元、5.11亿元和4.93亿元。

受益于增信余额和投资资产余额的增长，天府信用的营业收入持续增长。2022年天府信用的营业收入和净利润分别为12.69亿元和7.22亿元，当期净资产收益率为10.78%，处于较高水平。

表17 天府信用主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	93.11	85.58	77.27
货币资金	19.80	19.96	16.67
应收代偿款净额	0.00	0.00	0.00
所有者权益	69.56	64.46	62.20
营业收入	12.69	11.46	9.00
其中：增信业务收入	7.63	6.89	5.31
投资收益	4.45	4.13	3.23
利润总额	9.31	8.09	7.67
净利润	7.22	6.08	5.77
净资产收益率	10.78%	9.60%	10.88%
累计代偿率	0.00%	0.00%	0.00%
累计代偿回收率	0.00%	0.00%	0.00%
拨备覆盖率	-	-	-

资料来源：天府信用 2020-2022 年审计报告及天府信用提供，中证鹏元整理

天府信用作为四川省省级国有信用增进公司，主营债券信用增进业务，在降低企业融资成本、完善地方信用体系建设、助力当地经济高质量发展等方面具有较高重要性，在业务拓展及资金等方面可获得

四川发展及四川省人民政府有力支持。

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，仍能有效提升本期债券的信用水平。

十、结论

公司主要负责江油市工业园的基础设施建设业务，从外部环境来看，江油市经济总量在绵阳市排名靠前，近年来依托特冶新材料、旅游业等支柱产业，经济总量持续增长，江油市工业园是省级高新技术产业园区，以高端装备制造、生物医药、新材料等为主导产业，良好的外部环境为公司发展助力。公司资产流动性较弱、总债务规模不断上升、非标占比较高、偿债压力和资金压力较大，存在一定的或有负债风险，且后续不再从事区域内的征地拆迁业务。但总体来看公司业务在江油市工业园内具有较强竞争力，表现为代建业务具有一定持续性、商品销售业务快速发展，加之标准化厂房建成后将为公司带来销售和租赁收入，政府也持续为公司提供资产划拨和财政补贴等外部支持，综合来看，公司抗风险能力尚可。

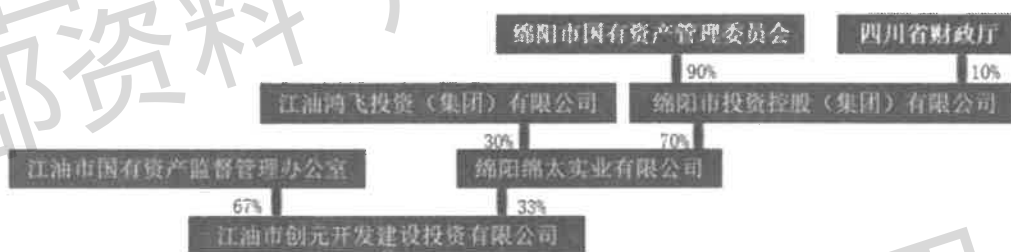
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21江油创元债/21创元债”的信用等级为AAA。

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	2021年	2020年
货币资金	3.97	0.25	1.14
应收账款	18.67	18.08	18.69
其他应收款	32.27	31.23	21.43
存货	74.82	62.12	67.18
流动资产合计	138.26	119.79	111.64
非流动资产合计	10.42	7.76	5.98
资产总计	148.68	127.55	117.62
短期借款	7.41	3.52	2.90
一年内到期的非流动负债	8.87	8.04	3.43
流动负债合计	38.60	26.35	19.95
长期借款	17.48	19.00	21.79
应付债券	6.78	5.26	0.97
非流动负债合计	34.05	33.23	30.99
负债合计	72.65	59.58	50.94
其中：短期债务	23.05	15.72	8.47
总债务	53.55	48.95	39.46
所有者权益	76.04	67.97	66.68
营业收入	13.09	11.20	11.74
营业利润	2.27	2.22	2.00
其他收益	2.72	2.02	2.00
利润总额	1.89	1.68	1.97
经营活动产生的现金流量净额	0.10	2.12	-15.51
投资活动产生的现金流量净额	-1.87	-9.46	-1.23
筹资活动产生的现金流量净额	3.48	6.46	17.77
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	1.21%	3.73%	1.08%
资产负债率	48.86%	46.71%	43.31%
短期债务/总债务	43.05%	32.11%	21.46%
现金短期债务比	0.26	0.03	0.13
EBITDA（亿元）	2.27	1.78	2.22
EBITDA 利息保障倍数	5.70	5.12	5.63

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 4 月末）



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 2023 年 4 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022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
江油市城乡建设发展有限公司	30,000	100.00%	商务服务业
江油市瑞泰置业有限公司	10,000	100.00%	房地产业
江油市工投供应链管理服务有限公司	10,000	80.00%	建筑业
江油隆山科峰实业有限公司	1,000	100.00%	炼铁
江油市鑫广通工程技术有限公司	1,658	100.00%	金属结构制造

资料来源：公司 2022 年审计报告，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。

仅供合格认购人使用
内部资料 严禁外传

仅供
内

仅供合格认购人使用
内部资料 严禁外传

仅供合格认购人使用
内部资料 严禁外传

使用
外传