

四川鑫耀产城融合产业投资发展集团有限公司

信用报告

评级

主体信用评级

长期主体评级 BBB-

展望

稳定

债项评级

拟发行的境外债券 BBB-

目录

关键评级因素	2
政府支持	3
四川省政府、绵阳市及绵阳经开区政府的信用状况	4
经营状况	6
财务状况	8
流动性	8
债项评级	8
公司背景	9
评级分数摘要	9
相关评级方法论	9

联系我们

主分析师

姓名 左一鸣, FRM

职衔 董事

电话 +852 3615 8341

邮箱 jameson.zuo@cspi-ratings.com

分析师

姓名 林思琪

职衔 分析师

电话 +86 755 8321 0225

邮箱 siqi.lin@cspi-ratings.com

概述

- 中证鹏元国际已确认四川鑫耀产城融合产业投资发展集团有限公司（简称“鑫耀集团”）国际刻度长期主体评级为‘BBB-’。我们同时确认公司拟发行的高级无担保境外债券‘BBB-’的债项评级。上述债券构成发行人的直接和无条件债务，在任何时候彼此之间享有同等地位，且至少与发行人现时及未来的所有其他无担保债务享有同等地位。此债项评级是暂定的，并取决于我们对最终发行文件的审查。上述评级展望稳定。
- 鑫耀集团是绵阳经济技术开发区（简称“绵阳经开区”）最主要的工程建设和国有资产运营主体，负责开展区内基础设施建设、统建房建设及土地整理等业务，同时从事贸易、资产运营、产业投资等业务。绵阳经济技术开发区管理委员会（简称“绵阳经开区管委会”）持有公司 100%股权，为公司控股股东及实控人。鑫耀集团的主体评级是基于公司‘b-’的独立信用评分 (SACP)，以及我们认为绵阳经开区政府在公司处于财务困难时，有极强的意愿为其提供额外支持的观点。

评级展望

- 鑫耀集团稳定的评级展望反映了我们认为绵阳经开区政府将保持稳定的信用状况，并且公司在参与绵阳经开区发展中将继续发挥战略性作用的预期。
- 出现以下情况时，我们将考虑下调鑫耀集团的主体评级：1) 公司与绵阳经开区政府的关联性从现有基础上弱化；2) 绵阳经开区的经济增速或预算收入增速大幅下降，流动性明显紧张；3) 公司与绵阳经开区政府的业务往来减少，在绵阳经开区的基础设施建设和国有资产运营领域市场地位显著下降。
- 出现以下情况时，我们将考虑上调鑫耀集团的主体评级：1) 绵阳经开区的经济规模或预算收入规模大幅增加，债务水平显著下降；2) 公司对绵阳经开区政府的重要性明显增加。

财务摘要

表 1: 财务指标

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
债务/EBITDA	14.3x	15.7x	16.5x	17.2x	18.0x
EBITDA 利息保障倍数	1.0x	1.0x	1.0x	0.9x	0.9x
债务资本比率	58.2%	44.7%	47.8%	50.2%	52.3%
经营活动产生资金/债务	4.0%	2.7%	2.5%	2.2%	2.2%
经营活动产生的现金流/债务	-12.2%	-15.0%	-4.4%	-4.0%	-4.0%
自由现金流/债务	-17.9%	-17.4%	-6.2%	-3.6%	-3.1%
EBITDA 利润率	27.6%	23.0%	20.3%	19.6%	19.1%
资本回报率	3.9%	3.4%	2.6%	2.6%	2.6%

来源: 公司, 中证鹏元国际预测

关键评级因素

正面因素

- **绵阳经开区最主要的工程建设和国有资产运营主体。**鑫耀集团负责开展绵阳经开区道路、桥梁等市政基础设施建设，同时负责该区的统建房建设及土地整理等工程类项目。此外，公司还承担了绵阳经开区招商引资、产业运营的职责。绵阳经开区是国家级经济技术开发区，在绵阳市发展战略中的地位突出。我们认为，公司业务稳定性和持续性良好，作为绵阳经开区工程建设主要参与者和国有资产主要运营者，公司深入参与当地经济发展及城市化建设，具有良好的发展前景。我们认为，倘若鑫耀集团的经营出现困难，绵阳经开区政府会采取必要措施确保公司的可持续发展，也会在公司出现财务困难时对其给予必要的支持，以确保区内经济发展不受影响。
- **绵阳经开区政府持续有力的支持。**作为绵阳经开区内重要的地方国有企业，鑫耀集团与绵阳经开区政府保持着紧密的联系。成立以来，公司在资本注入、资产划拨和财政补贴等方面获得了绵阳经开区政府的大力支持，有助于公司业务运营。2023年，绵阳经开区政府向公司增资24.95亿元，并划入砂石资源经营权、国有企业股权等优质资产，增强了公司的资本实力。此外，公司在过去三年连续获得了稳定的各类政府补贴。我们相信，只要公司在绵阳经开区发展中继续发挥重要作用，绵阳经开区政府将会继续对公司提供必要的支持。另一方面，公司董事会和高级管理层均由绵阳经开区政府任命，同时绵阳经开区政府密切参与公司投资和运营的方针战略，由此可见绵阳经开区政府对公司的运营具有高度影响力。
- **绵阳市较强的经济基本面以及绵阳经开区良好的经济发展前景。**绵阳市是四川省第二大经济体，经济发展势头强劲，增速排在全省前列。2023年，绵阳市地区生产总值（GDP）达4,039亿元，人均GDP 82,329元/人，高于四川省15%。目前，绵阳市已形成营业收入1,500亿级的电子信息产业集群、800亿级的先进材料产业集群、600亿级的食品饮料产业集群和500亿级的装备制造产业集群。绵阳经开区是国家级经开区，同时也是四川省优秀工业园区、四川省新型工业示范基地。2023年，绵阳经开区GDP同比增长9.8%，分别高于全省、全市3.8和1.8个百分点。2024年上半年，绵阳经开区经济延续快速增长态势，实现GDP增长9.6%，规上工业总产值增长11.0%。总体来看，坚实的产业基础为绵阳市及绵阳经开区良好的经济发展前景夯实了基础，也为公司的发展提供了有利的外部环境。

负面因素

- **财务杠杆较高。**截至2023年末，鑫耀集团有息债务规模为91.4亿元。我们测算公司的债务资本比率从2022年的57.4%下降至2023年的42.7%，主要得益于当年大量资产的注入。考虑到公司承担着绵阳经开区主要的工程建设项目，且计划扩展其贸易和投资板块，未来几年公司仍需依靠进一步融资以满足其资金需求，预计债务规模将继续增长。此外，与债务规模相比，公司的EBITDA相对薄弱。据测算，公司2022-2026年期间平均债务/EBITDA比率和EBITDA利息保障倍数分别为16.7倍和0.9倍，反映其偿债能力较弱。我们预计未来几年公司杠杆率将保持在较高水平，对公司的现金流和偿付能力形成一定压力。
- **营运效率较低，流动性紧张。**受所处行业及经营模式影响，鑫耀集团营运效率不高。公司存货中包含较多基础设施建设和土地整理项目形成的开发成本，此类业务的施工及回报周期较长，导致公司的资金周转效率较低。据测算，公司2023年应收账款周转天数和存货周转天数分别为400天和1,216天。另一方面，公司的经营性现金流较弱，对其债务的保障能力不足。在考虑公司未来年度的速动比率和现金流流动性比率分别为0.8倍和0.3倍后，我们评估其短期偿债能力较弱。我们预计公司在2025年的现金支出约42.1亿元，其中主要为短期债务偿还和利息相关支出。考虑公司目前的银行授信额度和未来的现金流入后，我们认为公司的现金流收支情况较为紧张。

表2：关键信用指标
 (百万元人民币)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
财务状况和盈利能力					
收入	1,984.2	2,609.6	3,197.8	3,514.6	3,755.5
EBITDA	547.2	599.1	649.6	687.8	718.1
EBITDA 利润率	27.6%	23.0%	20.3%	19.6%	19.1%
资产收益率 (ROA)	2.7%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%
资本回报率 (ROIC)	3.9%	3.4%	2.6%	2.6%	2.6%
现金流量度量					
经营活动产生资金 (FFO)	311.4	250.5	264.1	260.4	286.1
经营活动产生的现金流 (OCF)	-952.4	-1,413.2	-469.0	-469.2	-521.0
自由现金流 (FCF)	-1,397.4	-1,635.5	-667.8	-428.2	-401.3
可自由支配现金流(DCF)	-1,397.4	-1,635.5	-667.8	-428.2	-401.3
资产负债表度量					
现金及流动性投资	774.4	663.9	775.6	883.2	993.1
盈余现金	383.3	158.0	253.2	352.0	455.4
总债务	8,185.6	9,566.0	10,966.0	12,166.0	13,366.0
调整后的债务	7,802.3	9,408.0	10,712.8	11,814.0	12,910.6
总资本化	14,070.8	21,398.2	22,930.1	24,243.9	25,576.6
杠杆度量					
债务/EBITDA	14.3x	15.7x	16.5x	17.2x	18.0x
利息保障倍数	1.0x	1.0x	1.0x	0.9x	0.9x
债务资本比率	58.2%	44.7%	47.8%	50.2%	52.3%
经营活动产生资金/债务	4.0%	2.7%	2.5%	2.2%	2.2%
经营活动产生的现金流/债务	-12.2%	-15.0%	-4.4%	-4.0%	-4.0%
自由现金流/债务	-17.9%	-17.4%	-6.2%	-3.6%	-3.1%
可自由支配现金流/债务	-17.9%	-17.4%	-6.2%	-3.6%	-3.1%
债务/权益	132.6%	79.5%	89.5%	97.8%	105.7%
经营活动产生资金/现金利息费用	0.6x	0.5x	0.4x	0.3x	0.3x

来源：公司，中証鵬元國際预测

政府支持

与绵阳经开区政府紧密的业务联系

作为绵阳经开区重要的地方国有企业，鑫耀集团主要负责开展绵阳经开区的市政基础设施建设业务，同时负责该区的统建房建设及土地整理等工程类项目。此外，公司还承担绵阳经开区招商引资、产业运营的重要角色，深度参与绵阳经开区的经济发展、城市化建设进程。因此，公司的经营业绩和发展前景受到绵阳经开区政府财政预算和发展政策的影响，特别是涉及基础设施建设、国有资产运营等方面的规划。考虑到公司的主要业务对绵阳经开区而言有较高的战略重要性和经济地位，我们认为公司和绵阳经开区政府之间具有紧密的业务联系。

绵阳经开区政府参与公司的重大决策与人事安排

鑫耀集团由绵阳经开区管委会全资拥有，因此公司的运营与政府的主要职能高度交织。公司的董事会和主要高级管理人员由绵阳经开区政府任命，并接受其考核。作为公司的实际控制人，绵阳经开区政府密切参与并影响公司的关键投资和运营决策，公司的重大经营计划、投资决策以及公司重组和资本注入等事宜须绵阳经开区政府批准。由此可见，公司与绵阳经开区政府长期以来保持着紧密的联系。

绵阳经开区政府持续稳定的外部支持

为支持公司业务运营，绵阳经开区政府在过去给予了鑫耀集团大力支持，包括持续的资本注入、资产划拨和财政补贴等。2023年，绵阳经开区政府通过货币及松娅片区和木龙河地下砂石经营权对公司出资，公司实收资本增至25亿元，同时划拨了砂石资源经营权、国有企业股权等优质资产，提升了公司的资本实力。此外，公司在过去三年连续获得稳定的各类政府补贴。截至2024年6月末，公司注册资本和实收资本均为25亿元，资本公积为80.4亿元。

四川省政府、绵阳市及绵阳经开区政府的信用状况

四川省政府

四川省是中国西南部内陆省份，坐落在长江上游，素有“天府之国”的美誉。全省面积48.6万平方公里，共辖18个地级市和3个自治州。四川省是中国人口第四大省，2023年常住人口8,368万人，占全国总人口的5.9%。

四川省资源丰富，交通运输便利，劳动力充裕，产业发展基础良好，因此取得了令人瞩目的经济表现。2023年，四川省地区生产总值（GDP）首次突破六万亿元，赶超河南省，在省级行政地区中排名升至第五位。过去十年间，该省经济保持高速增长，2022年在经济下行压力下，四川省GDP增长为2.9%，2023年随着经济恢复，四川省GDP增速回升至6.0%。四川拥有完备的产业体系，是全国三大动力设备制造基地和四大电子信息产业基地之一，拥有3个国家战略性新兴产业集群和3个国家先进制造业集群。近年来，四川省重点发展电子信息、装备制造、食品饮料、先进材料和能源化工五大支柱产业，推动现代物流、现代金融、科技信息等生产性服务业专业化高端化发展。鉴于四川省基础设施投资的蓬勃发展以及其工业和服务业的均衡互补，加上四川在建设推动新时代西部大开发上的战略枢纽地位和成渝双城经济圈的各类利好政策，我们对其长期经济发展前景持乐观态度。

四川省政府具有强劲的财政预算实力，过去几年一直保持着较低的财政赤字水平和较快的预算收入增速。2019-2023年期间，四川省政府平均预算余额占预算收入比率为-12.8%，明显高于地方政府平均水平，并且在2020年之前的赤字率均保持在个位数的良好水平。近年来，中央政府对四川省的转移支付稳定增加，成为四川省主要财政收入来源。同时，过去几年四川省一般公共预算收入持续增长，这些都为四川省快速的预算收入增长提供了保障，四川省的整体财政收入增长相对较好。我们预计四川省预算收入在未来几年将继续保持高增速，并且与其他省级地区相比，四川省政府的财政赤字负担仍将保持在适中水平。

然而，四川省的债务负担相对较重，主要体现在其较高的债务水平和较快的债务积累速度。2023年末四川省政府公布的直接债务约2.0万亿元人民币，并且我们估计地方城投承担了政府大量的隐性债务，约为2.2万亿元人民币。虽然四川省的经济总量和预算收入规模相对较大，但其2023年广义债务对GDP比例和广义债务对预算收入比例仍明显高于许多省份，显示其较重的债务压力。此外，过去数年四川的债务积累速度也相对较快，且由于成渝双城经济圈等地方项目建设对资金支持的需求较大，我们预计未来几年该省债务将保持增长，不断攀升的债务将使四川省地区经济发展承压。

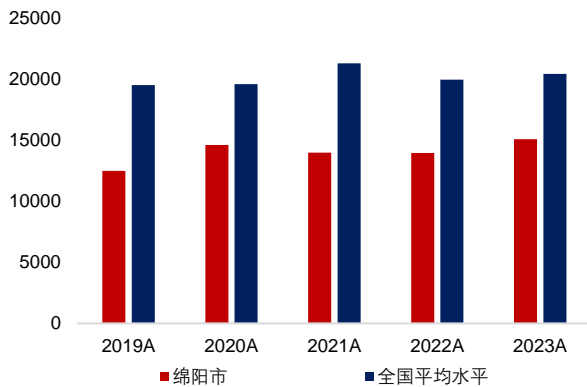
绵阳市政府

绵阳市是四川省第二大经济体。全市下辖3区5县，总面积2.0万平方公里。截至2022年末，绵阳市常住人口达489.8万人。

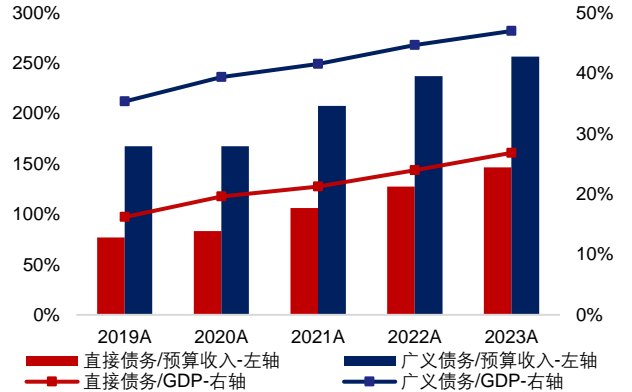
2023年，绵阳市实现GDP4,039亿元，首次突破4,000亿元大关，经济总量全省排名第二，稳列中国GDP城市百强城市。绵阳市以产业强市，核心竞争力在于营业收入1,500亿级的电子信息产业集群、800亿级的先进材料产业集群、600亿级的食品饮料产业集群、500亿级的装备制造产业集群，有力支撑经济快速发展。2023年，绵阳市实际经济增长率达8%，增速保持在全省前列，其中规上工业增加值同比增长8.4%。我们认为，绵阳市产业基础扎实，经济运行情况良好，未来几年仍有较大的经济增长空间。

在过去几年，绵阳市政府维持着较为温和的财政赤字，据我们测算，2019-2023年绵阳市平均预算盈余率为-16%，说明政府的财政赤字水平适中。2023年，绵阳市实现预算收入740.2亿元，人均预算收入15,066元/人，在全国地方政府排名中等。受国有土地出让收入下滑影响，近三年绵阳市整体预算收入增速放缓，甚至在2021年出现下滑。但我们认为，随着经济持续增长，绵阳市预算收入在未来数年有望恢复较快增长，财政预算赤字亦将保持在合理水平。

近年来，绵阳市的债务规模不断扩张，年平均债务增长速度均在20%以上。2023年，绵阳市直接债务为1,066亿元。我们估算，2023年末绵阳市广义债务对预算收入比例和广义债务对GDP比例分别为256%和47%，这说明绵阳市的预算收入对其债务的保障程度较弱。另一方面，得益于良好的预算收入基础，绵阳市具有较为充裕的财政性存款，2021-2022年绵阳市财政性存款分别为98亿元和64亿元，据我们测算，绵阳市财政性存款对其利息支出的覆盖能力较强，对绵阳市的流动性状况形成保障。

图 1: 人均预算收入 (元人民币)


来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际整理

图 2: 债务与 GDP 和政府预算收入比率


来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际整理

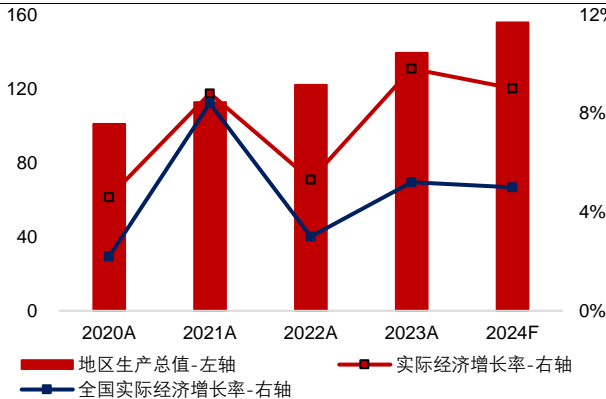
绵阳经开区政府

绵阳经开区成立于2000年8月, 并于2012年10月升级为国家级经济技术开发区。管辖塘汛街道和松垭镇, 总面积65平方公里, 常住人口20余万人。绵阳经开区是国家级绿色工业园区、四川省优秀工业园区、四川省新型工业示范基地。2024年上半年, 实现地区生产总值增长9.6%, 地方一般公共预算收入增长44.9%, 规上工业总产值增长11.0%, 全社会固定资产投资增长14.1%。

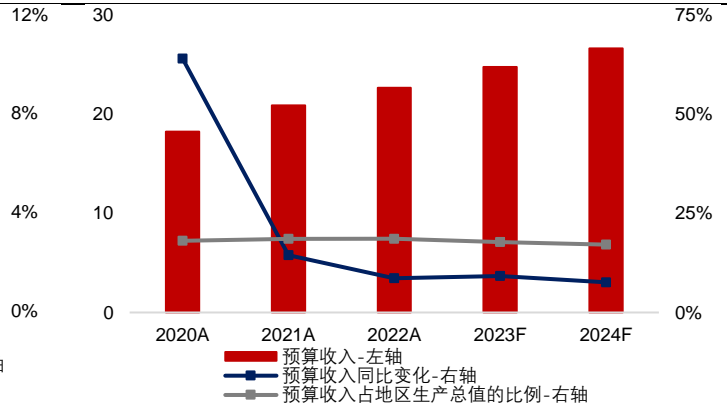
近年来, 绵阳经开区着力构建以先进制造业为核心的现代化产业体系, 专注发展智能终端、新型功能材料、智能装备三大主导产业和精细化工、电子元器件两大特色产业, 战略布局核医疗健康产业, 充分反映其优势产业突出, 生产要素富集, 经济增长势头良好。2023年, 全辖地区生产总值增长9.8%, 分别高于全省、全市3.8个和1.8个百分点, 经济快速增长。全辖规上工业总产值增长11.2%, 分别高于全国、全省5.1个和3.0个百分点。同年, 辖区内企业华丰科技成为绵阳市首家科创板上市企业, 玖谊源生产的国产医用回旋加速器首台出口海外。我们认为, 绵阳经开区的经济发展增长空间富足, 经济运行环境持续向好, 未来三年内能够保持较高速度的经济增长。

依托高速的经济增长, 近年来绵阳经开区预算收入规模增长较快, 呈现稳定向好态势。税收收入作为绵阳经开区政府最主要的收入来源, 对一般公共预算收入增长的推动作用显著。2020年至2022年间, 全区一般公共预算收入增速分别达到31.3%、11.2%和15.5%, 攀升较快。而在此期间, 绵阳经开区总体预算收入增速则分别为63.9%、14.4%和8.6%, 增速的波动主要是受到政府性基金收入变化的影响。据绵阳经开区公布的数据, 2023年该区一般公共预算收入实现10.0%的增长, 虽较往年有所放缓, 但仍保持在较高区间, 因此我们对绵阳经开区预算收入增长持乐观态度。

然而, 2023年绵阳经开区实现GDP139.2亿元, 经济规模在绵阳市各区县中排名靠后。我们测算其人均GDP为75,775.3元, 低于绵阳市及全国平均水平, 表明该区经济实力仍有较大的提升空间。近几年绵阳经开区财政预算收入约为绵阳市预算收入的3%, 亦反映出其预算收入规模较小。与此同时, 绵阳经开区债务压力逐步显现。2022年, 绵阳经开区直接债务余额为15.0亿元, 较上年增长44.6%, 为债务限额的97.8%。我们估算其广义债务可能超过50亿元, 由此计算当年该区广义债务对预算收入比例达到248.2%, 即其债务规模已经超过预算收入规模的两倍。

图 3: GDP 和实际 GDP 增速 (亿元人民币)


来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际预测

图 4: 政府预算收入 (亿元人民币)


来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际预测

经营状况

鑫耀集团是绵阳经开区最主要的工程建设和国有资产运营主体，主要负责开展区内的市政基础设施建设、统建房建设和土地整理等工程类项目，同时还从事商品销售、资产运营、绿化维护及绿化工程、物业管理及经营等其他业务。此外，公司积极拓展新业务，未来将通过子公司开展水电气能源业务及智慧城市运营业务。

近三年，公司的收入和毛利主要来自1) 工程建设、2) 商品销售、3) 资产运营、4) 土地整理、以及5) 其他业务。2021年、2022年、2023年和2024年上半年，公司总营收分别为16.6亿元、19.8亿元、26.1亿元和18.2亿元，同期净利润分别为1.3亿元、1.4亿元、1.5亿元和0.3亿元。从公司2023年全年收入结构来看，商品销售收入和工程建设收入为公司营业收入的主要来源，在当年营业收入中分别占比30.1%和26.8%，土地整理、资产运营和其他业务收入对公司营业收入形成重要补充。从公司同年毛利结构来看，资产运营和其他业务毛利率较高，对公司毛利润的贡献较为突出，在当年毛利中占比15.9%和70.1%。

图 5: 公司收入结构 (2023)

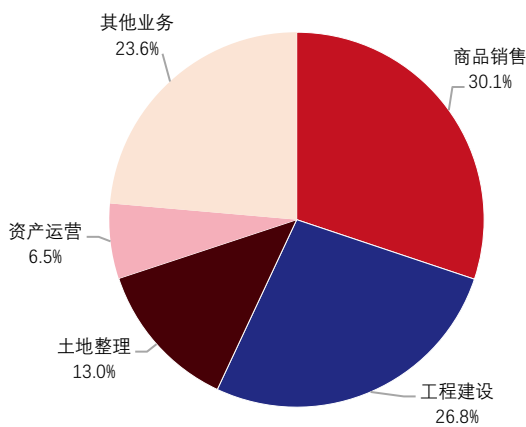
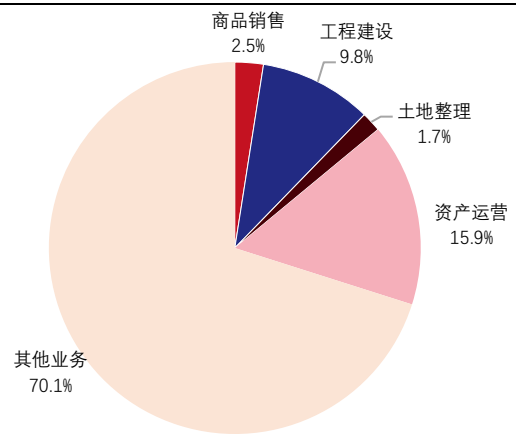


图 6: 公司毛利结构 (2023)



来源：公司，中证鹏元国际整理

来源：公司，中证鹏元国际整理

(i) 工程建设

公司是绵阳经开区最主要的工程建设主体，负责开展绵阳经开区内道路、桥梁等市政基础设施建设。工程建设业务主要采用委托代建模式，受绵阳经开区政府及其他相关主体委托，公司通过自筹资金开展城南片区、塘汛片区和松垭镇等区域的基础设施建设项目，委托方每年按照工程建设成本加成10%与公司进行结算，公司以此确认工程建设收入，并结转建设成本。公司同时负责绵阳经开区的统建房建设工作，根据协议，公司建设的统建房完工后交由委托方进行回购，并以约定价格确认统建房建设收入，交付后剩余房源可由公司进行出售获得销售收入。此外，公司还开展多个自营建设项目，已完工项目包括精密制造产业园、电子制造产业园、先进制造业服务中心等，通过对外出租获得租金收入。

截至2023年末，公司主要在建工程建设项目（含统建房和自营项目）总投资47.0亿元，已投资21.9亿元，未来几年尚需投资25.1亿元。随着绵阳经开区的深度开发及公司的业务发展，公司的工程建设项目将稳步增加。公司工程建设业务持续性良好，收入相对稳定，但此类业务资金投入较大，结算周期较长，资金周转较慢。

2021-2023年，公司工程建设业务实现收入分别为5.2亿元、4.7亿元和7.0亿元，占公司同期总收入的31.1%、23.6%和26.8%。

表3：截至2023年末公司主要在建工程建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
经开化工园区公共事故废水应急池项目	0.3	0.2
经开区智慧家庭产业园建设项目	11.9	5.5
红五片区基础设施建设项目（绵州大道以西）	4.4	0.3
经开区塘汛片区道路提升改造工程-塘汛街道场镇道路	1.0	0.4
经开区松垭片区道路提升改造项目（一标段）	2.7	0.3
华丰表处、利尔段河堤及配套道路建设项目	0.3	0.1

城南星河印象一期项目	7.5	0.1
经开区南区花园跃进统建房 AB 区	8.5	8.0
经开区桃园地块统建安置房建设项目	6.4	6.1
涪东路 (F19) 北段新建道路工程	0.2	0.1
经开区松垭消防站及消防科普教育基地项目	0.4	0.3
三江启航小学	2.6	0.5
洪恩西路 (F6) 道路工程	0.8	0.1
总计	47.0	21.9

来源：公司，中证鹏元国际整理

(ii) 商品销售

公司的商品销售业务主要由子公司绵阳三江商贸有限公司和绵阳国殷商贸有限公司负责，销售品种主要包括钢材、商砼、混凝土等建筑材料，未来将继续拓展商品销售品种，增加煤炭等大宗商品销售。商品销售业务的主要供应商和客户较为集中，主要为绵阳当地或川渝地区建筑公司。公司还通过子公司开展纸板产品、苗木销售业务。近年来，随着业务规模不断扩张，商品销售收入持续增长，带动了公司营业收入总额增长。由于该项业务采用市场化经营模式，整体毛利率不高，对公司利润的贡献有限。此外，商品销售业务的未来发展仍将取决于市场供需环境的变化。

2021-2023年，公司商品销售业务实现收入分别为3.3亿元、5.3亿元和7.9亿元，占公司同期总收入的19.7%、26.7%和30.1%。

(iii) 土地整理

公司的土地整理业务主要由子公司绵阳经鑫土地整理有限公司负责。受绵阳经开区政府委托，公司负责绵阳经开区范围内的土地一级开发整理工作，具有较强的区域专营性。根据协议，公司完成相关土地的开发整理后，交由绵阳市政务服务和公共资源交易中心进行出让。待土地出让后，绵阳经开区政府根据公司投入的土地整理成本按一定比例加成后与公司确认收入，并结转相应的成本。截至2023年末，公司正在开发整理的土地主要包括笔架山、二环路、省道205线、红五片区等，总面积为10,158.9亩。土地整理业务的持续性较好，预计未来几年该项收入仍是公司营业收入的重要来源。然而土地整理业务较易受到当地经济发展及房地产市场的影响，收入可能存在一定的不确定性。

2021-2023年，公司土地整理业务实现收入分别为2.6亿元、3.2亿元和3.4亿元，占公司同期总收入的15.9%、16.2%和13.0%。

(iv) 资产运营

公司自2017年起开展资产运营业务，主要负责绵阳经开区内道路、树木及绿化带等市政资产的运营和养护工作，区域专营性较强。该业务采用委托经营模式，受托资产由绵阳经开区管委会于2016年无偿划拨至公司。受绵阳经开区市政环境绿化维护中心（简称“中心”）委托，公司及其子公司通过自筹资金开展资产运营管养工作，每年按照资产账面价值10%与中心进行结算，以此确认资产运营收入，同时结转成本。由于公司与中心的资产运营管养协议合同期限至2027年末，该项业务的持续性较好。资产运营收入稳定且毛利率较高，是公司营业收入和利润的重要来源。

2021-2023年，公司资产运营业务实现收入分别为1.7亿元、1.7亿元和1.7亿元，占公司同期总收入10.1%、8.5%和6.5%。

(v) 其他业务

公司的其他业务包括绿化维护及绿化工程、物业管理及经营、劳务派遣、培训服务和租赁等业务，分别由不同子公司负责。其他业务收入中包含绵阳经开区政府及其他相关实体对公司资金占用所形成的利息收入，毛利率较高。总体来看，其他业务较为多元，发展稳定，为公司营业收入和利润提供重要补充。

2021-2023年，公司其他业务实现收入分别为3.9亿元、5.0亿元和6.2亿元，占公司同期总收入的23.2%、25.1%和23.6%。

财务状况

公司财务杠杆较高，负债规模持续增长

截至2023年末，公司有息负债规模约为91.4亿元。与债务规模相比，公司的EBITDA相对薄弱。我们测算公司2023年债务/EBITDA比率和EBITDA利息保障倍数分别为15.7倍和1.0倍，说明公司仅靠EBITDA来偿还债务余额及利息较为困难。另一方面，公司债务资本比率从2022年的58.2%降至2023年的44.7%，主要得益于当年大量资产的注入，但其财务杠杆水平仍然偏高。由于公司继续开展绵阳经开区内主要的基础设施投资和建设工作，且计划扩张其贸易和投资板块，未来几年公司仍需依靠进一步融资以满足其资金需求，债务规模将稳步增加。我们预计，未来几年公司杠杆率将保持在较高水平，对公司的现金流和偿付能力形成一定压力。

我们认为公司的债务结构为“中性”，因为公司短期债务风险在未偿还债务总额中相对较小。公司债务以长期债务为主，主要为中长期银行借款，这符合公司工程建设项目回报时间较长的特点。此外，公司银行贷款的利率风险主要来自浮动利率，但我们认为这不会给公司带来重大的利率风险，因为涉及浮动利率的债务都是基于贷款利率或基本贷款利率浮动。

公司营运效率较低，盈利能力一般

受所处行业以及经营模式影响，公司的营运效率较低。截至2023年末，公司存货为69.8亿元，主要为基础设施建设及土地整理项目形成的开发成本，此类资产的变现能力较弱，导致公司的资产周转效率较低。我们测算2023年公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为400天和1,216天，现金周转周期约1,476天（约等于4年），反映现金周转周期较长，整体营运效率较低。

公司经营板块较为多元，近年来公司综合毛利率随着各行业毛利率变动略有波动。其中，资产运营和其他业务毛利率较高，而在收入结构中比重较高的商品销售业务毛利率较低。此外，公司基础设施建设、统建房建设、土地整理业务受政府指导，毛利率均不高。在考虑政府补贴后，我们测算2022至2026年期间公司的平均EBITDA利润率为21.0%。然而，我们预计未来三年公司资本回报率将维持在3%左右的较低水平，反映出公司的整体盈利能力一般。

流动性

在考虑速动比率和现金流流动性比率后，我们评估公司的短期流动性为“脆弱”。据测算，公司未来年度的现金流流动性比率为0.3倍（2025年），说明公司在未来12个月内的现金流收支情况偏紧。我们估计公司在2025年的现金支出约为42.1亿元，其中主要为短期债务偿还和利息相关支出。另一方面，考虑未使用的银行授信额度后，估计公司在2025年的现金流入约为14.4亿元。此外，我们测算公司2025年速动比率同样处于较低水平（0.8倍），这意味着公司在剔除存货项目后，资产对短期负债的覆盖面临较大压力。整体来看，公司的经营性现金流不足，未来仍需依赖于外部融资来满足其短期债务偿还的资金需求。

在评估公司的流动性时，我们做了以下主要假设：

- 预计2024、2025年度在手短期流动资产分别为6.6亿元、7.8亿元；
- 预计2024、2025年度经营活动产生的资金流入分别为2.6亿元、2.6亿元；
- 预计2024、2025年度运营资金流出分别为7.0亿元、7.0亿元；
- 预计2024、2025年度短期债务还本金额分别为31.0亿元、35.0亿元。

债项评级

中证鹏元国际确认鑫耀集团拟发行的高级无担保境外债券‘BBB-’的债项评级。我们将上述债券的债项评级等同于鑫耀集团‘BBB-’的展望稳定的国际刻度长期主体信用评级。上述债券构成发行人的直接和无条件债务，在任何时候彼此之间享有同等地位，且至少与发行人现时及未来的所有其他无担保债务享有同等地位。评级展望稳定。此债项评级是暂定的，并取决于我们对最终发行文件的审查。

公司背景

公司原名为绵阳经开建筑设备租赁有限责任公司，由绵阳经开建设集团有限公司于2017年8月出资设立，注册资本为500万元。2023年9月，公司名称变更为四川鑫耀产城融合产业投资发展集团有限公司，股东变更为绵阳经开区管委会，注册资本变更为25亿元。截至2024年6月末，公司注册资本和实收资本均为25亿元，公司控股股东及实际控制人为绵阳经开区管委会。

公司作为绵阳经开区重要的地方国有企业，负责国有资产经营管理，并承担国有资产保值增值责任。我们预计，公司在未来仍将与绵阳经开区政府保持密切的业务联系，业务发展的持续性良好。

评级分数摘要

经营状况	弱
行业和营运风险状况	弱
宏观环境风险	低
财务状况	b
初步杠杆状况	b
现金流变动	中性
债务结构和财务制度	中性
财务波动性	中性
投资	中性
最终杠杆状况	b
盈利水平	中等
指引性信用得分 (ICS)	b+
调整因素	
公司结构和治理	中性
流动性	脆弱
补充分析	中性
独立个体信用评级 (SACP)	b-
外部支持	
母公司支持	不适用
政府支持	极强
主体评级 (ICR)	BBB-

相关评级方法论

[《通用工商企业评级方法论》（2018年3月15日）](#)

[《企业财务调整和比率定义》（2018年5月7日）](#)

[《政府相关实体评级方法论》（2018年8月31日）](#)

[《工商企业债项评级方法论》（2022年3月11日）](#)

方法论偏差

授予本评级时，评审委员会采用了不同的权重来评估获评级实体的杠杆状况，与我们的《通用工商企业评级方法论》（2018年3月15日）中规定的权重有偏差。评审委员会认为，我们的《通用工商企业评级方法论》所规定的杠杆比率主要关注现金

流杠杆，未能恰当地反映中国地方政府融资平台真正的财务杠杆风险（该风险应从资产负债表杠杆角度进行评估）。债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数、债务资本比率、经营活动产生资金/债务由 30%、30%、20%、20%的初始权重修正为 25%、25%、50%、0%的权重。

免责声明

委托评级——已披露但结果不受影响

中证鹏元国际评级有限公司（“中证鹏元国际”、“本公司”、“我们”、“我们的”）以既定的方法和符合评级过程的方式发布信用评级和报告。有关政策、程序和方法的更多资料，请参阅本公司网站 www.cspi-ratings.com。本公司保留在不事先通知的情况下，自行决定修改、更改、删除以及在其网站上发布任何数据的权利。

所有信用评级和报告都适用于免责声明和限制。信用评级不是财务或投资建议，也不能被认为是购买、出售或持有任何证券的建议，并且不能针对/反映任何证券的市场价值。我们认为信用评级的使用方应受过专业培训，有能力独立评估投资和商业决策。

信用评级只针对信用风险。本公司将信用风险定义为被评级对象可能无法履行其到期的合同和/或财务义务的风险。信用评级不能被认为是特定违约概率的事实，也不能作为违约概率的预测指标。信用评级构成了本公司信用评级委员会的前瞻性意见，包括对未来事件的预测，而这些预测在定义上不能作为事实来验证。

为了评级过程的目的，本公司会从我们认为可靠且准确的来源获得足够有质量的事实性资料。我们不会进行审计，也不会对评级过程中使用的任何数据进行尽职调查或第三方校验。发行人及其顾问需对其为评级流程所提供的数据准确性负最终责任。公司查阅了被评级对象或其有连系人士的账目及其他相关内部文件。公司已经根据既定的过程对评级过程中所采用数据的质素进行审查，并且信纳所采用数据的质素。

本公司信用评级的使用方应参考本公司网站上公布的评级符号和定义。等级相同的信用评级可能不能完全反映风险程度上的所有细微差别，因为信用评级是信用风险的相对度量。

本公司不对以任何形式对其提供的任何数据的准确性、及时性或完整性做出任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本公司、公司董事、股东、雇员、代表，均不对任何使用本公司发布的数据所造成的的损害、开支、费用或损失承担任何责任。

本公司有权依据任何被本公司视为充分的理由，随时采取任何评级行动，并有权自行决定。信用评级的发布和跟踪取决于是否有足够的资料。

本公司的信用评级可能获得酬金，通常来自发行人、承销商或债务人。公司可根据要求提供费用表资料。

被评级对象参与信用评级过程。已向被评级对象或其有连系人士披露有关信用评级，以及在作出上述披露后，信用评级结果在发布前不曾作修订。

本公司保留其在本公司网站、公司的社交媒体页面和授权第三方发布信用评级和报告的权利。未经本公司事先书面同意，不得以任何方式修改、复制、转载、传播或篡改本公司发布的任何内容。

本公司的信用评级和报告并非给处在使用此信用评级和报告可能构成违法的管辖区内的任何人传播或使用。如有疑问，请咨询相关的监管机构或专业顾问，以确保遵守适用的法律法规。

本信用评级是关于新发行的债务证券或优先证券，并且公司具有之前对相同类型的证券作出评级的经验。

由于本公司信用评级和报告产生或与其相关的任何争议，本公司有权自行决定与争议解决相关的所有事宜，包括但不限于免责声明和政策的解读。

2024 版权所有©中证鹏元国际评级有限公司保留所有权利。