

成都九联投资集团有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告（21 九联 01/21 九联项目债 01、22 九 联 01/22 九联项目债 01）

中鹏信评【2025】跟踪第【1297】号 01

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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

成都九联投资集团有限公司相关债券2025年跟踪评级报告（21九联01/21九联项目债01、22九联01/22九联项目债01）

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
21九联01/21九联项目债01	AA+	AA+
22九联01/22九联项目债01	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：医药健康、绿色食品、现代都市农业三大优势产业对温江区经济形成较强支撑，区域经济平稳发展，成都九联投资集团有限公司（以下简称“九联集团”或“公司”）实际控制人为成都市温江区国有资产监督管理局（以下简称“温江区国资局”），公司保持重要的区域地位，业务持续性仍较好，且继续获得较大力度的外部支持。但中证鹏元也注意到，公司应收款项、项目建设成本沉淀资金较重，建设资金支出承压，自营项目未来收益情况存在不确定性，债务压力仍较大，并存在较大或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为在未来较长一段时期内公司职能定位仍将保持，业务覆盖核心区域且持续性较好，并将持续获得外部支持。

评级日期

2025年07月30日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	895.68	856.05	815.75	775.44
所有者权益	370.29	369.15	362.80	359.12
总债务	352.32	323.22	296.01	256.52
资产负债率	58.66%	56.88%	55.53%	53.69%
现金短期债务比	0.70	0.30	0.42	0.30
营业收入	6.32	28.98	27.38	26.32
其他收益	0.00	1.96	2.94	2.58
利润总额	1.33	7.04	4.50	4.54
销售毛利率	20.99%	19.31%	20.36%	16.29%
EBITDA	--	9.58	7.03	7.21
EBITDA 利息保障倍数	--	0.67	0.51	0.52
经营活动现金流净额	5.15	-7.82	-6.61	-10.54

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：李佳
 lij@cspengyuan.com

项目组成员：肖无心
 xiaowx@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **温江区经济平稳发展，总量居成都市各区县中游。**温江区位于成都市二圈层，交通条件较好，对人口的吸引力较强，2024 年末常住人口保持增长；温江区第三产业占据主导地位，医药健康、绿色食品、现代都市农业三大优势产业对区域经济形成较强支撑，2024 年实现 GDP770.81 亿元，在成都市 20 个区县中排名中等。
- **公司保持重要的区域地位，业务持续性仍较好，且继续获得较大力度的外部支持。**公司仍是温江区重要的基础设施建设、园区开发及国有资产运营主体，保持以基础设施建设为主、房产销售及资产运营为辅的业务布局。公司负责开发建设的成都医学城为成都市发展生物医药产业的主承载区，亦是温江区产业发展的主要助力，2024 年公司营业收入稳中有增，充足的项目储备为业务持续性提供有力支撑，同期公司获得政府补助 1.96 亿元、项目建设专项资金 2.50 亿元。

关注

- **应收款项、项目建设成本沉淀资金较重。**公司代建项目结算及回款较为滞后，应收温江政府部门及区域内国有企业的业务款、往来款持续累积，大量资金沉淀于应收款项和项目建设形成的存货、在建工程，即时变现能力较弱；此外，土地大多以公允价值入账，动态市场价值易受市场波动影响，且受限资产占比较高。
- **建设资金支出承压，关注自营项目运营风险。**公司在建项目尚需投资规模较大，2024 年经营活动、投资活动现金流均呈净流出状态，未来仍面临较大的资本支出压力，且经营性项目的收益受市场影响存在不确定性，需关注后续资金平衡情况。
- **债务压力仍较大，并存在较大或有负债风险。**公司债务规模维持较高增速，相关偿债指标表现仍较弱，未来大额的项目投资和债务滚续需求可能继续推升外部融资依赖度。此外，截至 2024 年末，公司对外担保余额占同期末净资产的比重为 41.32%，均未提供反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	职能定位及业务
兴蓉西集团	温江区国资局	1,075.77	547.66	40.67	温江区重要的基础设施及安置房建设主体和城市综合运营商
隆科城乡集团	温江区国资局	736.74	477.09	22.82	专业从事温江区涉农领域城乡资源开发运营
九联集团	温江区国资局	856.05	369.15	28.98	成都医学城产业投资运营商，重点开展园区开发、产业运营、对外投资等业务

注：以上各指标均为 2024 年数据；“成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司”简称“兴蓉西集团”、“成都隆科城乡发展集团有限公司”简称“隆科城乡集团”。

资料来源：Wind，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	cspy_ff_2024V1.0
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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

评级要素	指标	评分等级	评级要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	5/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	5/7
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					aa-
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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 九联 01/21 九联项目债 01	10.00	6.00	2024-07-30	2028-07-07
22 九联 01/22 九联项目债 01	10.00	8.00	2024-07-30	2029-04-20

一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2021 年 7 月发行 7 年期 10 亿元项目收益债券（21 九联 01/21 九联项目债 01），票面利率为 5.5%；于 2022 年 4 月发行 7 年期 10 亿元项目收益债券（22 九联 01/22 九联项目债 01），票面利率为 4.8%。两期债券募集资金全部用于成都医学城三医融合产业园项目，截至 2024 年末，募集资金已使用完毕，偿债资金专户余额 1.15 万元¹。

二、募投项目分析

本次债券募投项目位于成都医学城范围内，建设内容包括 cGMP 标准厂房、医疗器械标准厂房、医药研发中心、人才公寓、附属配套设施、地下室等主体建设工程，以及道路、绿化、水电等配套性工程。该项目建设工期预计为 2 年，截至 2024 年末，募投项目尚未完工，已完成总工程量的 93% 左右，尚未投入运营，未产生收入。

根据安徽伟森咨询有限责任公司编制的《成都医学城三医融合产业园项目收益和现金流专项评估报告》，募投项目运营期收益主要来自标准厂房、医药研发中心、人才公寓和地下停车位的出租出售。需要注意的是，在项目建设过程中可能受成本价格上涨、自然条件及资金到位程度等影响，产生实际投资超出预算或不能按期竣工等情形。此外，考虑到市场供需和价格波动等因素影响，预期收益实现情况尚待观察。

三、发行主体分析

（一）发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及其持股比例、实际控制人均未发生变化。根据温江区国资局相关文件，公司董事长由李强变更为谢忠，法定代表人、总理由宋勇钢变更为赵竹，上述人员变更已完成工商登记。截至 2025 年 3 月末，公司注册资本及实收资本仍为 4.00 亿元，控股股东及实际控制人仍为温江区国资局，持有公司 89.81% 股权，剩余 10.19% 股权由四川省财政厅持有，公司股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，仍为主要聚焦成都医学城范围内的开发建设及产业运营服务等，同时亦承担温江区内的部分市政基础设施建设、片区城镇化建设及国有资产运营等职能。截至 2024 年末，公司纳入合并报表范围的子公司共 23 家，2025 年 1-3 月合并报表范围未发生变化。

¹ 账户余额为偿债资金在账户的利息收入 1.15 万元，除偿债款项进出划转，无其他变动。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
成都九联汇丰商贸有限公司	100%	0.04	批发和零售业	投资设立
成都九联恒瑞新能源开发有限公司	100%	0.04	电力、热力、燃气及水生产和供应业	投资设立
成都市九联联众工程建设有限公司	100%	0.04	建筑业	投资设立
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	原持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
成都九联腾云科技有限公司	100%	0.01	房地产业	注销
成都市温江区精科建设工程质量检测中心有限公司	100%	0.01	专业技术服务业	股权划转

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

（二）运营环境

宏观经济和政策环境

2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持续做好“两新”和“两重”工作，推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，关注相关行业的“反内卷”政策。

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在

“控增化存”的总体思路上，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，不仅针对基础设施投资类企业的隐债化解，还将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段，12个重点省份以化债为主，非重点省份化债和发展并存。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地政府在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

区域经济环境

温江区位于成都市二圈层，交通条件较好，近年人口大幅净流入；医药健康、绿色食品、现代都市农业三大优势产业对区域经济形成较强支撑，经济平稳发展，总量在成都市区县中排名中等

区位特征：温江区隶属成都市，交通便利，空间发展格局规划清晰，具有良好的生态资源，人口大幅净流入。温江区位于成都市二圈层，地处成都平原腹心，地势平坦，具有良好的生态资源，入选“国家生态文明建设示范区”。全区幅员面积277平方公里，成温邛（成名）高速是温江区的城乡中轴线，以此为界构建了“南城北林”的空间格局，“南城”为城市集中发展区，重点优化城市功能，“北林”为生态涵养区，持续优化生态功能。温江区作为成都市西向交通门户枢纽，交通便利，双地铁贯通全城，公共服务配套设施相对完善，对人口的吸引力较强，近年人口大幅净流入；截至2024年末，温江区常住人口101.92万人，较上年末增加0.81万人。

经济发展水平：温江区经济总量在成都市20个区县中排名中等，经济平稳发展，第三产业占据主导地位。2024年温江区GDP增速不及全市、全省平均水平（均为5.7%），经济总量在成都市20个区县中排名中等，人均GDP约是全国平均水平的80%；三次产业结构比为3.0：31.8：65.2，对经济增长的贡献率分别为2.2%、4.4%和93.4%，第三产业占据主导地位。2023年房地产投资大幅下降等因素拖累温江区固定资产投资增速，2024年投资缓慢修复，其中基础设施、公共服务投资分别同比增长3.6%、51.3%；全区消费市场总体平稳增长，借力“一带一路”，依托蓉欧快铁，进出口总额增长速度较快。

表2 温江区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年		2022年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率

地区生产总值（GDP）	770.81	4.1%	728.89	5.5%	717.11	3.0%
固定资产投资	-	8.0%	-	-35.0%	-	5.2%
社会消费品零售总额	192.85	1.6%	189.80	9.2%	173.93	0.4%
进出口总额	77.28	20.0%	64.39	35.1%	47.66	9.3%
人均 GDP（元）		75,931		72,534		72,104
人均 GDP/全国人均 GDP		79.30%		81.17%		84.14%

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：温江区 2022-2024 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：医药健康、绿色食品、现代都市农业三大优势产业对温江区经济形成较强支撑。近年温江区加速构建“3+6”现代化产业体系²，2024年“3+6”产业（含房地产建筑业）实现营业收入904.22亿元。2024年全区第三产业增加值502.75亿元，同比增长6.2%；工业增加值200.45亿元，同比下降0.5%，规模以上工业增加值同比下降3.8%，医药健康、绿色食品、装备制造、电子信息、印务轻纺实现产值占全区规上工业企业总产值的93.7%。

从优势产业来看，温江区是成都市医药健康产业发展的主要承载地，在该领域已深耕十余年，目前产业营收突破400亿元，形成了产业链较为完善的发展生态圈，成都温江高新技术产业园区（成都医学城）上榜2024年全国生物医药专业园区20强。绿色食品产业集聚了顶津、顶益、统一、娃哈哈、青岛啤酒、圣恩、扬名等200余家企业，统一、顶津上榜2024成都制造业企业100强。现代都市农业方面，温江区持续推动创建国家农高区，2024年签约引进产业化项目20个，开工建设植物工厂二期等项目5个，建成投运四川农业大学现代农业科技创新研究中心等项目3个。

财政及债务水平：2024年温江区一般公共预算收入保持增长，但税收占比明显下滑，近年政府性基金收入持续减少。温江区一般公共预算收入维持在成都市各区县中游水平，2024年财政自给率有所提升，但税收收入占一般公共预算收入的比重下滑至71.35%，主要系契税、增值税、印花税等税种收入下降所致。近年房地产市场低迷拖累温江区政府性基金收入，2024年进一步下滑至38.43亿元。2024年市财政局核定转贷温江区政府债券资金合计43.79亿元，其中包括补充政府性基金财力专项债券14.34亿元、再融资专项债券18.5亿元。

表3 温江区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024年	2023年	2022年
一般公共预算收入	58.93	55.73	52.44
税收收入占比	71.35%	80.10%	79.69%
财政自给率	75.31%	68.33%	67.08%
政府性基金收入	36.95	44.76	60.73
地方政府债务余额	219.50	200.96	184.46

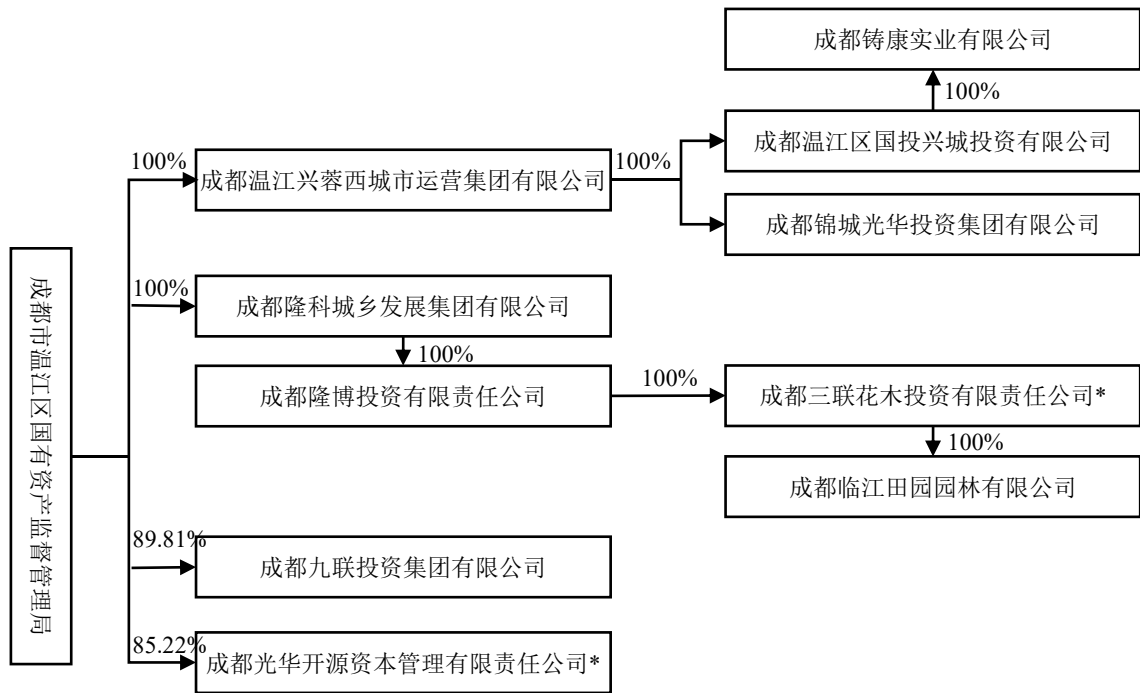
注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；上表中政府性基金收入不含专项债务对应项目专项收入。

² “3”是指巩固提升医药健康、绿色食品、现代都市农业三大地标产业，“6”是指加快培育装备制造、电子信息、印务轻纺、现代商务、文体旅游、数字经济六大重点产业和未来产业。

资料来源：温江区人民政府官网，中证鹏元整理

投融资平台：温江区区属国有一级企业共4户，分别为兴蓉西集团、隆科城乡集团、九联集团和成都光华开源资本管理有限责任公司（暂未发债）。截至2025年3月末，兴蓉西集团下属存续债主体3家，隆科城乡集团下属存续债主体2家。

图1 截至 2025 年 3 月末温江区存续债主体股权关系图



注：“*”表示截至2025年3月末无存续债。

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

（三）经营与竞争

公司仍是温江区重要的基础设施建设、园区开发及国有资产运营主体，主要聚焦成都医学城范围内的开发建设及产业运营服务等，同时亦承担温江区内的部分市政基础设施建设、片区城镇化建设及国有资产运营等职能，已形成以基础设施建设为主，房产销售及资产运营为辅的业务布局。

2024年公司持有的成都市温江区精科建设工程质量检测中心有限公司100%股权划出，此后无检测收入，但该业务规模小，对公司影响忽略不计，其余各项业务收入均保持增长。总体来看，2024年公司营业收入稳中有增，毛利率略有下滑。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程代建	4.94	78.24%	9.12%	19.32	66.66%	9.45%	18.53	67.67%	9.52%
房产销售	0.25	3.99%	29.15%	6.22	21.48%	24.81%	5.64	20.61%	31.01%

房屋租赁及其他	0.81	12.86%	82.29%	2.28	7.88%	79.31%	2.16	7.88%	79.51%
管网租赁及其他	0.31	4.91%	42.79%	1.15	3.98%	35.92%	1.04	3.80%	32.82%
检测	0.00	0.00%	-	0.00	0.00%	-	0.01	0.04%	24.04%
合计	6.32	100.00%	20.99%	28.98	100.00%	19.31%	27.38	100.00%	20.36%

资料来源：2023-2024 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

1、工程代建

跟踪期内，公司工程代建业务范畴、业务模式未发生变化，项目储备充足，业务持续性较好，但回款较为滞后，沉淀了大量营运资金，后续项目投入仍面临较大的资金支出压力

公司工程代建业务仍主要由公司本部、子公司成都海科投资有限责任公司（以下简称“海科投资”）以及子公司成都光华资产管理有限公司（以下简称“光华资产”）负责。跟踪期内，公司工程代建业务范畴、业务模式未改变，项目结算仍以当期确认成本加计一定比例的投资收益为主。

公司本部负责的成都医学城分A、B两区建设³，公司负责该区域内拆迁及道路、管网、绿化提升等项目，相关基础设施项目分两期进行。目前公司开展的拆迁及在建工程项目主要为一期项目，并与成都九康投资有限公司（以下简称“九康投资”）⁴签订了《工程项目委托代建暨回购协议书》，加成比例暂定为20%；二期项目尚未签订代建协议，具体收益实现方式尚不明确。

海科投资工程代建业务涵盖成都医学城范围内的基础设施、安置房以及棚改项目建设⁵，光华资产及其子公司成都康城投资开发有限公司（以下简称“康城投资”）主要负责温江区征地拆迁、交通类项目建设，委托方主要为成都市温江区财政局和成都海峡两岸科技产业开发园管委会（以下简称“海峡两岸产业园管委会”），加成比例视建设内容不同而分布于13%-18%。

2024年公司工程项目结算金额稳定增长，毛利率小幅下降，主要结算项目包括成都医学城基础设施建设、成都市温江区棚户区改造一期项目（温江区天府老旧场镇A区）、新居工程-康城嘉苑A区三组团等。整体来看，公司承担了区域内较多基础设施、土地整治拆迁和保障安居工程的建设任务，在建项目储备充足，加之存货中尚未结算的代建项目开发成本规模较大，公司工程代建业务可持续性较好。但公司已投入成本的资金回笼依赖于财政支出安排，整体回款较为滞后，2024年末公司主要在建代建项目后续尚需投资100.31亿元，面临较大的资金支出压力；且部分项目尚未签订代建/回购协议。

³ 成都医学城规划总面积 41.15 平方公里，分 A、B 两区建设。A 区总面积 30.35 平方公里，重点打造存量提质增效组团、医疗工业制造组团、产业配套，布局医疗器械、医药工业企业；B 区总面积 10.80 平方公里，聚焦“大医学+大医疗”两大核心功能，发展医学研发、医疗健康服务项目。

⁴ 公司本部原受成都海峡两岸科技产业开发园管委会委托建设成都医学城基础设施建设一期项目，并与其签订了《委托代建协议》，2023 年 1 月公司与九康投资签署《工程项目委托代建暨回购协议书》，由九康投资履行后续回购义务。九康投资成立于 2022 年 9 月，截至 2025 年 6 月末注册资本 0.09 亿元，温江区国资局持有其 100% 股权。

⁵ 海科投资原受成都市温江区房产管理局委托建设成都市温江区棚户区改造一期项目，并与其签订了《委托代建协议》，2022 年公司与成都市温江区房产管理局、成都市温江区财政局签署《权利义务继承三方协议》，由成都市温江区财政局履行后续回购义务。

表5 截至 2024 年末公司主要在建工程代建项目情况（单位：亿元）

项目类型	项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	是否签订代建/回购协议
基础设施建设	成都医学城基础设施建设项目	172.08	101.29	70.79	一期项目：是 二期项目：否
	成都市温江区棚户区改造一期项目（温江区天府老旧场镇 A 区）	15.45	12.59	2.85	是
土地整治拆迁	温江区土地综合整治项目	6.20	2.60	3.60	是
	成都市温江区棚户区改造二期项目（温江区天府老旧场镇 B 区）	28.62	7.79	20.83	否
保障安居工程	仁和新华三期	4.71	2.48	2.23	是
合计		227.06	126.75	100.31	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2、房产租售

随着项目交付和招商引资，2024年公司房产租售收入同比增长，继续为公司收入带来重要补充，目前在建项目尚需投资规模较大，资金主要依靠自筹，后续主要通过出租或出售实现收益，需持续关注房地产市场景气度、成都医学城招商引资项目落地情况以及项目资金平衡情况

公司房产销售和租赁为自营业务，主要涉及人才公寓、商品房、保障性租赁住房以及产业园区等建设运营，项目均位于温江区，资金来源主要为自筹，建成后主要通过出租或出售方式实现收益。

随着公司开发的商品房陆续交付，2024年确认商品房销售收入2.03亿元，拉动公司房产销售收入回升，但受房地产市场景气度影响，盈利空间有所收窄。截至2024年末，公司预收购房款、车位款14.73亿元（计入合同负债），为后续确认房产销售收入形成有力保障。

表6 公司房产销售业务情况（单位：亿元、万平方米）

项目	2024 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
人才公寓	2.42	38.83%	20.29%	2.65	46.91%	19.15%
产业园区	1.77	28.48%	40.31%	3.00	53.09%	41.48%
商品房	2.03	32.69%	16.69%	0.00	0.00%	-
销售额	6.22	100.00%	24.81%	5.64	100.00%	31.01%
销售面积	6.43			9.26		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（1）住房类

人才公寓、商品房的开发主要由子公司成都九联科海健康科技有限公司（以下简称“九联科海”）负责，其具备房地产开发贰级资质。另外，九联科海还投资建设了蓉禾雅居保障性租赁住房项目，完工后主要通过住宅、车位的出租获取收益。

人才公寓主要系为药明康德生命健康产业园项目落户成都医学城而配套的人才房，主要在建商品房项目有至善雅居、江安雅居、康河雅居等，大部分项目暂未预售，待售面积较大，房地产市场景气度以

及项目的资金滚动、去化情况值得关注。

表7 截至 2024 年末公司主要在建住房项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	类型	预计总投资	累计已投资	总建筑面积	预计可售住宅面积	已售住宅面积
康德馨苑（二期）	配套人才房	28.50	18.05	32.00	21.97	17.58
至善雅居	商品房	14.50	11.80	11.45	7.81	6.12
康河雅居	商品房	23.00	13.47	18.50	11.55	暂未预售
江安雅居	商品房	2.55	1.79	3.40	1.33	暂未预售
蓉禾雅居	保障性租赁住房	13.60	11.58	17.32	-	-
合计	-	82.15	56.69	82.67	42.66	23.70

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（2）产业园区类

产业园区建设主要由子公司成都医学城城市建设发展有限公司（以下简称“医学城公司”）和九联科海负责，近年投资建设了成都医学城三医融合产业园（本次债券募投项目，含多个子项目）、智慧信息产业园及电子科技大学“三医+人工智能”科技园等项目。截至2024年末，公司部分产业园区项目已完工投运，为公司带来一定规模的租售收入，主要出租项目包括成都医学城“三医创新中心”（三期）、（四期）和cGMP标准厂房（一期），出租单价在21-55元/平方米/月，租期以3-5年为主。

项目建设方面，2024年末公司在建产业园区项目仍需投资45.83亿元，建成投运后有助于拓宽公司收入来源，但收益视成都医学城招商引资项目落地情况、商业建筑租售行情等因素影响存在较大不确定性，且预计投资回收期较长。

表8 截至 2024 年末公司主要在建产业园区项目情况（单位：亿元）

运营主体	项目名称	项目建设内容	预计总投资	累计已投资	尚需投资额
九联科海	温江区电子科技大学三医及人工智能科技园一期	产业载体及其配套	9.00	6.60	2.40
	中科院四川转化医学研究医院及四川省重点实验室项目	医学研究产业项目	2.80	0.74	2.06
医学城公司	HEMO+亚太地区总部和研发生产基地	HEMO+亚太地区总部，负责亚太地区业务的研发、生产、销售、结算等职能	9.60	4.61	4.99
	智慧信息产业园项目	建设标准厂房及配套设施	12.15	3.31	8.84
	三医创新中心五期项目	集企业孵化、公共服务中心为一体的生物医药产业园区	12.50	5.14	7.36
	电子科技大学“三医+人工智能”科技园项目二期	产业载体及其配套	10.00	3.38	6.62
	尚诚怡美研发及中试生产基地项目	办公用房、研发中心、医美护肤品生产基地	2.00	1.80	0.20
	四川省食品药品监督管理局药械化检验检测中心项目医疗服务配套项目	商业医疗综合体	4.40	0.92	3.48
	四川省食品药品监督管理局药械化检验检测中心项目商业配套项目	商业综合体	5.40	0.01	5.39
永盛工改工项目一期	医辅产业园	4.50	28.82 万元	4.50	
合计	-	-	72.35	26.52	45.83

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（3）其他房产

子公司光华资产亦开展房屋租赁业务，收入主要由海科大厦及上医国际广场贡献，租赁对象主要包括成都市温江区机关事务管理局、成都市温江区人民医院等单位，整体出租情况较好，该业务毛利率水平较高，每年可为公司带来一定的现金流入及收益。

表9 公司其他房产主要租赁情况（单位：万平方米、元/平方米/月）

项目	资产获取方式	出租率	出租面积	出租单价	出租期限
海科大厦	划拨	100.00%	7.23	80.00	2021.01.01-2030.12.31
上医国际广场	自建	100.00%	14.17	29.40	2020.08.19-2040.08.19

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、管网租赁

跟踪期内，公司管网租赁业务未发生变化，租期长（20年），可为公司贡献稳定收入

管网租赁业务仍根据2016年公司与成都温江区自来水公司（以下简称“温江自来水公司”）签订的《管网管道租赁协议书》执行，租赁期限为2016-2036年（20年），管道租赁长度960.52公里，租金逐年向上浮动5%，温江自来水公司按年支付租赁费，2024年公司实现管网租赁收入为1.07亿元，毛利率维持在较高水平。

温江区政府继续给予公司较大力度的支持

作为温江区重要的基础设施建设主体，2024年公司获得政府补助1.96亿元，占当期利润总额的27.78%，同年累计收到温江区各政府单位拨付的项目建设专项资金2.50亿元（计入专项应付款）。

（四）财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京亚泰国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告、经北京中名国会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表。

2024年利润积累和债务融资驱动公司资产规模继续增长，资产构成未发生重大变化，受限资产占比较高，整体流动性仍较弱；公司项目建设和还本付息较为依赖外部融资，总债务规模较大且进一步扩张，偿债指标表现仍较弱，面临较大债务压力

资本实力与资产质量

截至2025年3月末，利润积累带动公司净资产较2023年末小幅增长2.06%，同期公司负债规模扩张较快，公司产权比率继续上升，净资产对负债的保障程度进一步减弱。从权益结构来看，政府注资形成的资本公积、土地评估增值形成的其他综合收益和未分配利润仍是公司净资产的主要构成。

图2 公司资本结构

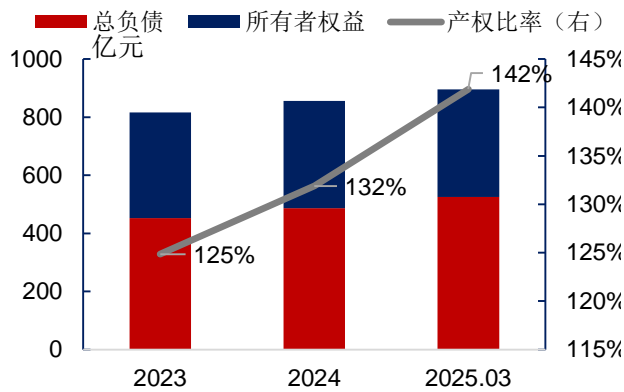
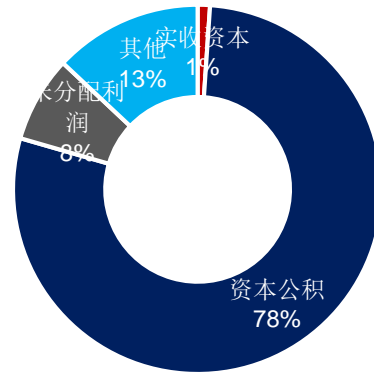


图3 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产规模保持增长，增量主要系通过债务融资投入的项目成本，资产结构较2023年末变动不大，仍以应收款项（应收工程款、温江区政府部门及其他国企的往来款）、存货（待开发土地和项目开发成本）、投资性房地产（土地、房屋）以及在建工程为主，截至2025年3月末，上述资产合计占公司总资产的90.06%。

公司工程代建收入回款较为滞后，应收账款规模保持增长，应收对象主要为业务委托方成都市温江区财政局、海峡两岸产业园管委会，2024年末应收二者款项合计71.25亿元，占期末应收账款总额的94.43%，集中度较高；其他应收款规模回升，仍主要是与当地政府部门及国有企业之间的往来款；综合来看，公司应收款项规模较大，部分款项实际账龄较长，未来回款时间较不确定，对营运资金形成较大占用。公司存货主要由待开发土地和项目开发成本构成，2023年取得的5宗商业/住宅用地已完成权证办理，并于2024年末从待开发土地转入开发成本核算，加之项目建设的持续投入，存货账面价值呈增长态势。

2024年末公司投资性房地产账面价值继续增长，主要系外购国色天香二期商业街A区12栋商业用房、地下车库和公允价值变动所致。2024年末投资性房地产中的房屋建筑物账面价值41.31亿元，其中部分权证尚在办理中（价值8.06亿元）；2024年末投资性房地产中63宗土地使用权账面价值282.31亿元，均为出让性质的商住用地，其动态市场价值易受房地产、土地市场波动影响。公司在建工程主要为自建自营的保障租赁住房、产业园区以及配套项目，2024年项目新增投入17.55亿元。

其他资产方面，公司货币资金规模较大，2024年末0.31亿元因质押或保证金而使用受限，现金类资产仍不足以覆盖短期债务；固定资产仍主要系市政管网、房屋等；2024年公司向成都温江重大产业化项目股权投资基金合伙企业（有限合伙）追加投资1.06亿元，长期股权投资账面价值有所增长，同期权益法下确认的投资收益0.85亿元。

截至2024年末，公司受限资产账面价值合计121.54亿元，主要系借款所抵质押的存款、应收账款、土地、房屋等，受限资产规模占同期末资产总额的14.20%，受限比例较高。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	51.06	5.70%	22.94	2.68%	31.90	3.91%
应收账款	75.86	8.47%	75.35	8.80%	71.33	8.74%
其他应收款	97.78	10.92%	94.51	11.04%	80.33	9.85%
存货	250.08	27.92%	249.35	29.13%	239.63	29.38%
流动资产合计	481.36	53.74%	447.97	52.33%	426.98	52.34%
固定资产	12.52	1.40%	12.78	1.49%	15.02	1.84%
在建工程	59.33	6.62%	53.55	6.26%	37.44	4.59%
长期股权投资	11.76	1.31%	11.03	1.29%	9.94	1.22%
投资性房地产	323.62	36.13%	323.62	37.80%	321.96	39.47%
非流动资产合计	414.32	46.26%	408.08	47.67%	388.77	47.66%
资产总计	895.68	100.00%	856.05	100.00%	815.75	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

由于建设资金的持续投入及债务滚续，叠加项目回款滞后，2024年公司经营活动、投资活动现金流均呈净流出状态，公司项目建设和还本付息较为依赖外部融资，总债务规模继续扩张。截至2024年末，公司总债务规模为323.22亿元，较上年末增长9.19%，占负债总额的比重达66.38%。

从品种结构来看，公司债务类型主要包括银行借款、债券融资和其他融资，2024年末余额占比分别约64%、29%、7%（未考虑应付票据、1年内到期的应付利息），分别同比变动5、-5、0个百分点。其中，银行借款主要为保证、抵押和质押借款，贷款单位主要为国有银行、城商行及农商行等。发行债券是公司融资的主要渠道之一，2024年以来公司新发行了定向债务融资工具、中票等多只债券，融资工具及品种较为丰富；新发行债券均为5年期，票面利率介于2.35%-2.50%之间，成本明显改善。非标融资包括公司应付非银金融机构的信托融资、金融租赁、融资租赁和保理借款，非标融资规模略有扩张。

其余主要负债中，应付账款主要系应付施工单位的工程款；合同负债包括预收的购房款、车位款，未来售房收入较有保障；其他应付款主要是应付温江区其他国有企业的往来款；2024年公司获得2.50亿元项目建设专项资金，专项应付款规模略有增长。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	22.52	4.29%	21.97	4.51%	22.33	4.93%
应付账款	9.26	1.76%	9.95	2.04%	11.36	2.51%
合同负债	18.10	3.44%	14.73	3.03%	9.59	2.12%
应交税费	22.29	4.24%	21.85	4.49%	20.15	4.45%
其他应付款	39.80	7.58%	34.40	7.07%	34.31	7.57%

一年内到期的非流动负债	47.78	9.09%	50.27	10.32%	47.68	10.53%
流动负债合计	165.15	31.43%	157.97	32.44%	153.88	33.97%
长期借款	176.36	33.57%	149.83	30.77%	119.58	26.40%
应付债券	89.34	17.00%	85.89	17.64%	90.80	20.05%
长期应付款	36.69	6.98%	35.32	7.25%	32.72	7.22%
递延所得税负债	54.29	10.33%	54.29	11.15%	54.26	11.98%
非流动负债合计	360.24	68.57%	328.93	67.56%	299.07	66.03%
负债合计	525.39	100.00%	486.90	100.00%	452.95	100.00%
总债务	352.32	67.06%	323.22	66.38%	296.01	65.35%
其中：短期债务	73.29	20.80%	75.24	23.28%	77.21	26.08%
长期债务	279.03	79.20%	247.98	76.72%	218.80	73.92%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受融资扩张影响，公司资产负债率继续抬升。从偿债指标来看，公司短期债务规模大，现金类资产对短期债务的保障程度仍较弱；公司利息支出随着总债务规模的上升而增加，EBITDA 无法对利息支出形成有效覆盖，相关偿债指标表现仍较弱。

截至 2025 年 3 月末，公司尚未使用的金融机构授信额度 76.18 亿元，融资弹性尚可。但考虑到公司在建项目较多、投资规模大，且项目建设和资金回收周期较长，外部融资需求预计会进一步上升，同时 2025 年需偿还债务规模约 75 亿元，存量债务本息接续压力仍存，公司仍面临较大的流动性压力和债务偿还压力。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
资产负债率	58.66%	56.88%	55.53%
现金短期债务比	0.70	0.30	0.42
EBITDA 利息保障倍数	--	0.67	0.51

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

（五）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 2022 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（查询日期为 2025 年 7 月 3 日）、医学城公司（查询日期为 2025 年 6 月 13 日）、成都光华兴教实业有限公司（查询日期为 2025 年 6 月 18 日）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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025 年 7 月 24 日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保余额152.51亿元，占同期末净资产的比重为41.32%，被担保对象均为温江区国有企业，考虑到公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。

（六）外部特殊支持分析

公司是成都市温江区政府下属重要企业，温江区国资局直接控股公司。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，温江区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与温江区政府的联系非常紧密。公司是温江区重要的基础设施建设、园区开发及国有资产运营主体，由温江区国资局直接控股，温江区政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权；近年公司70%左右的收入来自当地政府及其相关单位，并且公司持续获得当地政府较大力度的资产注入和补助，未来与政府的联系将比较稳定。

（2）公司对温江区政府非常重要。公司负责开发建设的成都医学城为成都市发展生物医药产业的主承载区，亦是温江区产业发展的主要助力，同时公司还承担温江区内的部分市政基础设施建设、片区城镇化建设及国有资产运营等职能，对温江区政府贡献很大；2024年公司工程代建、管网租赁及其他等公共产品和服务获得的收入占比超过70%，另外公司本部和子公司已发行过债券，若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。

四、增信措施分析

“21九联01/21九联项目债01”、“22九联01/22九联项目债01”均设置差额补偿与资产抵质押双重增信措施，由公司对“21九联01/21九联项目债01”、“22九联01/22九联项目债01”承担差额补偿义务，募投项目所形成的资产或收益权可抵质押部分，足额向债权代理人抵质押。

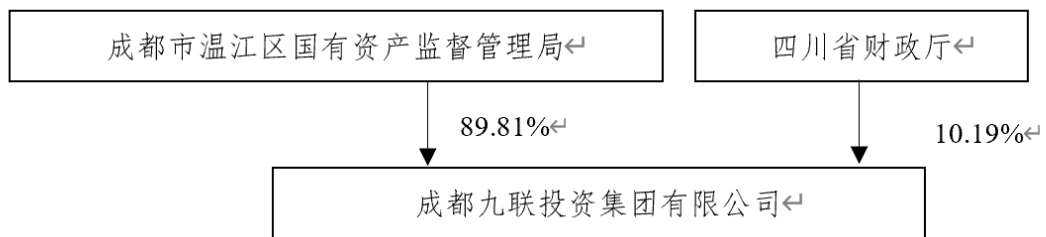
项目实施主体将于募投项目竣工验收并办理权利凭证后10个工作日内，将项目建设、运营所形成的资产或收益权按照法律法规规定可以抵押或质押的部分，足额向债权代理人办理抵质押手续。

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）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	51.06	22.94	31.90	17.22
其他应收款	97.78	94.51	80.33	86.02
存货	250.08	249.35	239.63	225.78
流动资产合计	481.36	447.97	426.98	399.14
投资性房地产	323.62	323.62	321.96	303.25
非流动资产合计	414.32	408.08	388.77	376.31
资产总计	895.68	856.05	815.75	775.44
短期借款	22.52	21.97	22.33	16.67
一年内到期的非流动负债	47.78	50.27	47.68	33.68
流动负债合计	165.15	157.97	153.88	145.84
长期借款	176.36	149.83	119.58	104.77
应付债券	89.34	85.89	90.80	88.48
长期应付款	36.69	35.32	32.72	21.73
递延所得税负债	54.29	54.29	54.26	54.21
非流动负债合计	360.24	328.93	299.07	270.48
负债合计	525.39	486.90	452.95	416.32
总债务	352.32	323.22	296.01	256.52
其中：短期债务	73.29	75.24	77.21	58.11
长期债务	279.03	247.98	218.80	198.41
所有者权益	370.29	369.15	362.80	359.12
营业收入	6.32	28.98	27.38	26.32
营业利润	1.33	7.06	4.64	4.55
其他收益	0.00	1.96	2.94	2.58
利润总额	1.33	7.04	4.50	4.54
经营活动产生的现金流量净额	5.15	-7.82	-6.61	-10.54
投资活动产生的现金流量净额	-5.30	-14.53	-10.77	-21.14
筹资活动产生的现金流量净额	28.27	17.82	30.33	1.16
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
销售毛利率	20.99%	19.31%	20.36%	16.29%
资产负债率	58.66%	56.88%	55.53%	53.69%
短期债务/总债务	20.80%	23.28%	26.08%	22.65%
现金短期债务比	0.70	0.30	0.42	0.30
EBITDA（亿元）	--	9.58	7.03	7.21
EBITDA 利息保障倍数	--	0.67	0.51	0.52

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2025年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	业务性质	注册资本	持股比例
成都医学城城市建设发展有限公司	科技推广和应用服务业	10.00	100%
成都光华兴教实业有限公司	房屋建筑业	1.00	100%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 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+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号