

信用等级公告

联合[2018] 2032 号

联合资信评估有限公司通过对重庆市兴荣控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持重庆市兴荣控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 兴荣控股 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月二十六日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

重庆市兴荣控股集团有限公司 跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级: AA

上次主体长期信用等级: AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 兴荣控股 CP001	5.00 亿元	2018/8/23	A-1	A-1

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2018 年 7 月 26 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.01	18.06	12.70	9.24
资产总额(亿元)	169.40	176.79	180.85	181.07
所有者权益(亿元)	56.48	60.58	61.89	61.83
短期债务(亿元)	35.01	25.56	16.01	16.41
长期债务(亿元)	38.69	49.41	68.66	68.15
全部债务(亿元)	73.70	74.97	84.76	84.55
主营业务收入(亿元)	7.64	13.51	13.56	0.02
利润总额(亿元)	1.16	1.40	1.39	-0.06
EBITDA(亿元)	2.56	2.70	2.50	--
经营性净现金流(亿元)	-1.98	-17.96	-22.97	-1.97
应收类款项/资产总额(%)	26.31	36.00	43.89	45.79
主营业务利润率(%)	26.23	20.91	17.69	99.44
净资产收益率(%)	1.64	1.86	1.80	--
资产负债率(%)	66.56	65.30	65.78	65.86
全部债务资本化比率(%)	56.61	55.31	57.80	57.76
流动比率(%)	249.41	307.44	541.19	519.52
经营现金流动负债比(%)	-3.19	-34.34	-76.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	28.81	27.76	33.92	--

注: 2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

喻宙宏 张 铖

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

重庆市兴荣控股集团有限公司(以下简称“公司”)是重庆市荣昌区从事基础设施建设和国有资产经营的主要实体,在区域经营方面专营优势显著。跟踪期内,公司在股权划拨、债务置换方面获得有力支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,跟踪期内,公司代建业务规模依然较小;业务盈利水平较低;其他应收款规模大,对公司资金形成一定占用;土地抵押比例较高,债务负担较重以及对外担保规模大等因素对公司信用水平产生的不利影响。未来随着荣昌区城市建设进程的加快,公司作为荣昌区基础设施投资建设的重要主体,经营前景良好。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA,并维持“17兴荣控股CP001”的信用等级为A-1,评级展望为稳定。

优势

1. 公司是荣昌区从事基础设施建设与国有资产经营的主要实体,跟踪期内,在股权划拨、债务置换方面获得的支持力度较大。
2. 跟踪期内,荣昌区经济持续稳定增长,为公司创造了良好的外部环境。

关注

1. 跟踪期内,公司全部债务规模持续增长,债务负担加重,面临一定短期支付压力。
2. 公司存货及其他应收款规模大,对资金占用较为严重,存货中土地抵押比例较高,资产流动性较弱。
3. 跟踪期内,公司在建基础设施项目规模依然较小,该业务的可持续性有待关注。
4. 公司对外担保规模大,且集中度高,存在一定的或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆市兴荣控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

重庆市兴荣控股集团有限公司

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于重庆市兴荣控股集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为重庆市荣昌区国有资产管理办公室（以下简称“荣昌区国资办”）；截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 15.00 亿元。

公司作为荣昌区基础设施建设项目和政府性公益性项目建设的总业主、经营性国有资产经营管理的总代表，跟踪期内，经营范围、组织结构无重大变化。截至 2018 年 3 月底，公司拥有一级子公司 13 家。

截至 2017 年底，公司资产总额 180.85 亿元，所有者权益 61.89 亿元；2017 年，公司实现主营业务收入 13.56 亿元，利润总额 1.39 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 181.07 亿元，所有者权益 61.83 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 0.02 亿元，利润总额 -0.06 亿元。

公司注册地址：重庆市荣昌区昌元街道海棠社区迎宾大道 20 号附 2 号；法定代表人：杨昌华。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2017 年 8 月发行“17 兴荣控股 CP001”，募集资金 5.00 亿元，期限 1 年，到期一次性还本付息。截至跟踪日，募集资金已

全部按计划用于偿还金融机构借款。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，

在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

(2) 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预【2014】351 号)对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深

化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 1 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：(1) 货物（原材料、燃料设备等）(2) 建设工程新改扩建 (3) 基础设施建设 (4) 土地储备前期开发、农田水利等建设工程 (5) 融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》(财金【2017】55 号)	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	(1) 项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。(2) 项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。(3) 项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作 (PPP) 综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说

2018年4月	有关问题的通知》财金【2018】23号 《关于进一步加强政府和社 会资本合作（PPP）示范项目 规范管理的通知》财金【2018】 54号	明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地 方国有企业作为独立法人负责偿还。 及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、 建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项 目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。
---------	--	--

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济

目前公司经营与投资的项目均在荣昌区。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受荣昌区经济发展的影响，并与地区建设规划密切相关。

跟踪期内，荣昌区经济持续稳定增长，产业结构不断优化，固定资产投资增长较快，为公司创造了良好的外部环境。

根据《2017年重庆市荣昌区国民经济和社会发展统计公报》，荣昌区全年实现地区

生产总值4147947万元，比上年增长9.2%。按产业分，第一产业增加值505771万元，增长3.6%；第二产业增加值2638346万元，增长10.4%；第三产业增加值1003830万元，增长8.9%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为12.2%，比上年下降1.1个百分点；第二产业增加值比重为63.6%，比上年上升1.3个百分点；第三产业增加值比重为24.2%，比上年下降0.2个百分点。

2017年，实现工业增加值2087645万元，比上年增长10.5%；规模以上工业增加值增长10.5%；规模以上工业企业实现总产值6862071万元，同比增长14.7%。

荣昌区固定资产投资较快增长。2017年，固定资产投资完成5612499万元，比上年增长13.5%。其中基础设施建设投资1512712万元，增长53.4%，占全区固定资产投资的27.0%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为荣昌区国资办。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 15.00 亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管变动属于正常变动，未对公司经营及管理等方面产生重大不利影响，新任高管人员经验较为丰富，能够满足公司经营管理及发展需要。

跟踪期内，根据公司董事会决议，任命杨昌华为公司法定代表人，刘百正为公司总经理。

杨昌华先生，1971 年 3 月生，本科学历；助理会计师职称。曾任四川省荣昌县财政局职

员、重庆市荣昌县财政局行政社保经建科副科长、重庆市荣昌县税费征收管理局副局长、重庆市荣昌县财政局纪检组长、重庆市荣昌县财政局副局长、党组成员；2017年8月至今任公司董事长，现兼任公司法定代表人。

刘百正先生，1978年12月生，本科学历；曾任重庆市荣昌县昌元镇党政办副主任、荣昌县人民政府办公室秘书科副科长、综合秘书科科长、办公室主任、重庆市荣昌县人民政府金融工作办公室主任、重庆市荣昌县昌州街道党工委副书记、办事处主任；2018年1月至今任公司总经理。

截至2018年3月底，公司本部在职员工34人，其中大专及以上学历占88.24%；从职称看，高级职称人员占8.82%，中级职称人员占35.29%。

3. 外部支持

2017年，荣昌区财政收入有所增长，但财政平衡能力较弱；跟踪期内，公司在股权划拨、政府债务置换方面获得支持。

根据《关于重庆市荣昌区2017年财政预算执行情况和2018年财政预算（草案）的报告》，2017年全区一般公共预算收入完成25.92亿元，较上年增长2.7%，其中税收收入14.36亿元，较上年增长3.8%，占一般公共预算收入比重55.40%，财政收入质量较差；全区政府性基金收入完成15.20亿元，较上年增长8.6%，其中国有土地使用权出让收入15.03亿元，增长8.7%。全区一般公共预算支出完成61.67亿元，较上年增长11.8%。其中，一般公共服务支出、教育支出等四项刚性支出占56.03%，财政支出弹性尚可。荣昌区财政自给率为42.03%，财政平衡能力较弱。

跟踪期内，根据荣国资金融[2017]40号文件，荣昌区国资办将重庆惠荣畜牧集团有限公司持有的重庆科牧科技有限公司100%股权无偿划拨给公司；根据荣委办发[2017]138号文件，公司无偿取得重庆荣盾保安有限公司100%股权。

2017年和2018年1~3月，公司分别进行政府债务置换共计2.57亿元和1.60亿元，荣昌区政府对公司保持较大的支持力度。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增债务违约记录，未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1050022600984820Z），截至2018年6月6日，公司已结清信贷信息中有5笔关注类贷款、4笔欠息。公司已结清信贷信息中5笔关注类贷款共计2.50亿元，主要系国家开发银行对荣昌区平台企业的贷款均放入关注类所致。根据相关说明，公司4笔欠息已结清，系公司划款疏忽所致，非公司恶意拖欠。

截至2018年7月24日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构未发生变化；公司管理制度等方面无重大变化，且执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入规模保持相对稳定，土地整治收入占比大，毛利率同比有所下降。

公司作为荣昌区城市基础设施建设和国有资产经营的主要实体，主要承担荣昌区城市规划区范围内基础设施建设、存量土地进行整治以及部分经营性国有资产运营等业务。

2017年，公司主营业务收入13.56亿元，同比保持相对稳定，主要来自土地整治收入，占比90.83%。此外，公司还有少量代建项目、让渡资产使用权、物业管理和其它服务业务。

毛利率方面，2017年，公司主营业务毛利

率 19.00%，同比有所下降，主要系毛利率相对较低的土地整治收入占比大幅增加所致。

2018 年 1~3 月，公司主营业务收入为 151.09 万元，全部来自让渡资产使用权业务。

表 2 公司 2016~2018 年 3 月主营业务收入情况（单位：万元、%）

主营业务	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整治收入	121156.12	89.67	15.97	123206.70	90.83	13.75	--	--	--
代建项目收入	7872.17	5.83	58.88	3227.15	2.38	98.23	--	--	--
让渡资产使用权收入	4893.13	3.62	100.00	4973.68	3.67	100.00	151.09	100.00	100.00
物业管理收入	587.40	0.43	6.57	928.59	0.68	9.55	--	--	--
其他服务收入	606.55	0.45	-7.14	3313.69	2.44	18.27	--	--	--
合计	135115.36	100.00	21.37	135649.81	100.00	19.00	151.09	100.00	100.00

注：表内部分合计数与各项加数之和存在差异，系四舍五入造成，下同。

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 土地整治

跟踪期内，受向政府交付土地规模增长影响，公司土地整治业务收入有所增加，该业务毛利率同比有所下降；未来该业务收入有望保持稳定。

公司是荣昌区城市规划范围内城市建设土地开发整治的主要主体。2017 年，公司完成土地交付面积 1106.53 亩，确认收入 12.32 亿元，同比有所增加，系公司向政府交付土地大幅增加所致。2017 年，由于政府将部分回款直接偿还公司银行贷款，冲减“其他应收款”2.57 亿元（包含冲减代建业务其他应收款部分），因此部分回款未在现金流量表中体现。2017 年，公司土地整治业务毛利率为 13.75%，同比有所下降，主要系公司 2016 年交付的“荣昌区昌州街道昌龙大道旁（初级中学）”毛利率较高所致。2018 年 1~3 月，土地整治业务暂未产生收入。

截至 2018 年 3 月底，公司入账土地面积 4541.10 亩，账面价值为 47.15 亿元。其中，出让方式获得的土地 4517.07 亩，按购买成本入账 40.62 亿元；划拨性质的土地 24.03 亩，按评估价值入账金额 6.53 亿元；公司在整理地块主要为荣昌县昌州街道黄金坡组团 HA01-01、HA03-02、HA03-09 地块等，计划投资总额为

27.12 亿元，累计已投资 21.90 亿元，尚需投资 5.22 亿元。未来三年公司拟出让土地面积 2872.92 亩，该业务收入有望保持稳定增长。

(2) 代建业务

跟踪期内，公司代建业务收入大幅下降，但毛利率大幅上升；公司已完工未结算项目受政府回购进度影响较大，未来收入确认具有不确定性；公司代建项目尚需投资规模较小，且暂无拟建项目，该业务的持续性有待关注。

代建业务主要由子公司重庆市荣昌区宏基路桥建设有限公司负责，包括基础设施项目代建和保障性住房代建，其中基础设施项目代建主要采取政府回购进行资金平衡，保障性住房代建由财政局按照项目进度、财政资金状况拨付一定建设资金以及自筹资金平衡。

基础设施项目建设

公司基础设施项目建设收入分为两类，第一类是公司承接的区政府的基础设施等公益类项目，这部分项目收入按照政府结算批复文件确认的回购金额和相应成本的差额计入主营业务收入，主营业务成本中不反应项目成本；第二类是公司子公司自行承接的非政府性项目，这部分的收入为全额收入，相应的成本反应在“主营业务成本”中，毛利率相对较低。

2017 年，公司结算的基础设施项目全部来自政府类项目，故毛利率同比大幅增加，主要

结算项目有半小时荣昌项目及双清路项目、S446 荣昌县安富至台湾工业园区路面改造工程、盘周路（盘龙镇至周兴镇）路面大修工程等，共确认回购金额为 3227.15 万元。2017 年公司代建项目收入同比大幅下滑，主要系 2017 年底公司完工并结算的项目较少所致。由于代建业务收入一般于年底确认，2018 年 1~3 月，公司暂未实现代建项目业务收入。2017 年和 2018 年 1~3 月，公司暂未收到现金回款，由于政府将部分回款直接偿还公司银行贷款，冲减“其他应收款”，因此部分回款未在现金流量表中体现。

截至 2018 年 3 月底，公司已完工未结算的重大项目主要为重庆荣昌工业园区基础设施建设工程、森林工程一期工程、东湖环湖路及河堤挡墙工程等，已完成投资额 6.70 亿元，未来每年结算收入受政府回购进度影响较大，收入确认具有不确定性。

截至 2018 年 3 月底，公司在建的基础设施项目为黄角树广场旧城改造和半小时荣昌工程，总投资 3.93 亿元，已投资 1.55 亿元，未来尚需投资规模较小，该业务的持续性有待关注。

保障性住房建设

公司保障性住房业务主要项目为荣昌区永荣煤矿棚户区区的改造工作。荣昌区财政局每年初制定当年城市基础设施建设项目的资金拨付计划，按照公司承担项目建设进度和财政资金状况，依据公司实际投入成本通过财政补贴形式分次拨付给公司。

荣昌区永荣煤矿棚户区改造项目是重庆市保障性住房的重要组成部分，主要改造范围包括昌元街道工人村片区，广顺街道广顺片区、曾家山片区和双河街道许家沟片区，拆迁面积共计 5.97 万平方米，规划新建总建筑面积 37.95 万平方米。其中新建安置住宅面积 33.34 万平

方米，安置 5133 户，安置居民 15841 人。该项目概算总投资额为 6.28 亿元，截至 2018 年 3 月底，该项目已完成投资 5.36 亿元，尚需投资 0.92 亿元，其中财政局拨款 3.39 亿元，剩余资金由公司自筹。

3. 未来发展

为了响应国家政策，提高公司的自主经营能力，减少对财政的依靠，做大公司经营业务。公司制定了新的发展规划，确定了未来新的发展方向。未来公司将坚持开展原有业务，并着力拓展经营高效产业，结合荣昌地区优势发展畜牧产业和旅游文化产业。

八、财务分析

公司提供了 2017 年度财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。公司财务报告采用旧会计准则编制。

跟踪期内，公司合并范围增加重庆科牧科技有限公司、重庆荣盾宝安有限公司 2 家子公司，新增子公司规模较小，财务数据可比性较强。截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司 13 家。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产较为稳定，其中存货和其他应收款规模较大，且存货中土地抵押比例较高，对资金形成较大占用，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 180.85 亿元，同比增长 2.30%，主要系其他应收款增加所致。公司资产以流动资产为主。

表3 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.31	9.79	11.18	6.18	9.03	4.99

其他应收款	63.32	35.82	78.97	43.66	82.50	45.56
存货	71.01	40.17	66.41	36.72	66.47	36.71
流动资产	160.77	90.94	163.26	90.27	163.47	90.28
固定资产	11.42	6.46	13.53	7.48	13.51	7.46
资产总额	176.79	100.00	180.85	100.00	181.07	100.00

资料来源：根据公司审计报告和季报整理

2017年底，公司流动资产163.26亿元，同比增长1.55%。公司货币资金11.18亿元，同比下降35.41%，其中受限部分1.27亿元；公司其他应收款为78.97亿元，同比增长24.70%，主要系应收财政局的土地出让、租金、工程款，以及与其他单位的往来款增加所致；从账龄来看，1年以内的占54.30%，整体账龄较短。公司存货66.41亿元，同比下降6.47%，主要系北部新区支干道基础设施建设工程结转成本所致；公司存货中储备土地成本47.15亿元，同比增加1.38亿元，其中用于抵押的部分24.54亿元。公司固定资产13.53亿元，同比增加18.54%，其中，公司固定资产净额9.56亿元，同比增加9.82%，用于抵押担保的房屋建筑物2.50亿元和林地0.30亿元；公司在建工程3.98亿元，同比增加46.48%，主要系高升桥项目、濑溪河项目、二三级管网工程增加所致。此外，公司预付账款为4.71亿元，同比下降41.25%，主要系预付荣昌区财政局的土地出让金和安富财政所的拆迁安置费减少所致。应收类款项占资产总额比例43.89%，且持续上升，对资金占用较大。

公司受限资产合计28.62亿元，占总资产比例15.83%。

2018年3月底，公司资产总额181.07亿元，较2017年底变化较小。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益和负债规模、结构较为稳定；随着项目投资规模的不断扩大，公司有息债务有所增长，以长期债务为主，债务负担较重；未来随着在建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017年底，公司所有者权益合计61.89亿元，同比增长2.16%，其中实收资本15.00亿元；资本公积34.45亿元，同比增加0.20亿元，系无偿取得重庆荣盾保安有限公司、庆科牧科技有限公司100%股权所致；未分配利润11.42亿元。公司负债总额118.96亿元，同比增长3.05%，其中流动负债占25.36%，同比大幅减少，长期负债占比74.64%，同比大幅增加。2018年3月底，公司所有者权益和负债总额较2017年底相比较为稳定。

表4 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	22.99	19.92	4.30	3.62	5.30	4.45
一年内到期的长期负债	16.40	14.20	14.95	12.56	14.95	12.53
其他流动负债	0.00	0.00	5.00	4.20	5.00	4.19
流动负债	52.29	45.30	30.17	25.36	31.47	26.39
长期借款	34.38	29.78	49.20	41.36	48.99	41.09
应付债券	15.04	13.03	19.46	16.36	19.15	16.06
专项应付款	10.75	9.31	11.20	9.41	11.20	9.39
其他长期负债	--	--	6.77	5.69	6.77	5.68
长期负债	63.15	54.70	88.80	74.64	87.78	73.61
负债合计	115.44	100.00	118.96	100.00	119.25	100.00
实收资本	15.00	24.76	15.00	24.24	15.00	24.26

资本公积	34.25	56.55	34.45	55.66	34.45	55.72
未分配利润	10.41	17.19	11.42	18.45	11.35	18.36
所有者权益合计	60.58	100.00	61.89	100.00	61.83	100.00

资料来源：根据公司审计报告和季报整理

2017年底，公司流动负债30.17亿元，同比下降42.31%。公司其他应付款4.30亿元，同比大幅减少81.28%，主要系归还政府部门的往来款所致；公司一年内到期的非流动负债14.95亿元，同比下降8.84%，其中一年内到期的长期借款10.70亿元、一年内到期的应付债券1.60亿元、一年内到期的长期应付款2.64亿元。公司新增其他流动负债5.00亿元，系短期融资券。此外，公司短期借款减少至0.56亿元；公司应付票据快速减少至0.60亿元。

2017年底，公司长期负债88.80亿元，同比增加40.62%。公司长期借款49.20亿元，同比增加43.12%，包括信用借款12.05亿元、保证借款11.03亿元、抵押借款16.86亿元和质押借款9.26亿元。公司应付债券19.46亿元，同比增长29.41%，主要系发行3年期“16兴荣控股PPN001”私募债所致。公司专项应付款11.20亿元，同比增长4.15%，主要系收到的各类政府补助款。2017年底，公司新增有息性质的其他长期负债6.77亿元，其中6.00亿元系重庆市荣昌双创股权投资基金合伙企业（有限合伙）对子公司的股权投资，不参与经营管理，公司本部将后续对该部分股权进行回购；0.77亿元系中国农发重点建设基金有限公司对子公司的投资，从中获得固定收益但不承担损益。此外，公司长期应付款2.17亿元，同比下降27.16%，系有息性质的融资租赁款。

有息债务方面，2017年底，公司全部债务84.76亿元，同比增长9.89%，其中短期债务占19.00%，长期债务占81.00%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比均有所上升，分别为65.78%、57.80%和52.59%；考虑到其他流动负债、长期应付款和其他长期负债为有息性质，应纳入全部债务核算，调整后全部债务98.71亿元。其中，调整后

短期债务占21.38%、调整后长期债务占78.62%。公司调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为61.46%和55.63%，公司整体债务负担较重。

2018年3月底，公司调整后全部债务92.99亿元，较2017年底下降0.76%；公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为65.86%、60.06%和55.33%。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持相对稳定；公司期间费用控制能力有所加强，但整体盈利能力较弱。

2017年，公司主营业务收入13.56亿元，同比保持相对稳定，主要来自土地整治收入；同期，公司主营业务成本10.99亿元，同比增长3.42%，增速大于收入增速，导致主营业务利润率同比下降至17.69%。公司期间费用1.24亿元，占主营业务收入比9.12%，同比有所下降，其中因大部分利息进行资本化处理，财务费用下降至0.72亿元，期间费用控制能力有所加强。公司投资收益同比下降42.21%，主要系理财产品投资收益减少所致。公司利润总额1.39亿元，同比下降0.66%。

2017年，公司总资本收益率和净资产收益率均略有下降，分别为1.51%和1.80%，公司盈利能力较弱。

2018年1~3月，公司主营业务收入151.09万元，全部来自让渡资产使用权收入。因让渡资产使用权成本计入管理费用，导致公司主营业务利润率高达99.44%；公司期间费用970.33万元，其中管理费用1721.82万元，财务费用-751.49万元，主要系利息收入大于利息支出所致；受期间费用侵蚀影响，公司利润总额为-636.36万元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动和投资活动资金缺口同比大幅增加，为平衡项目投资资金需求，公司筹资活动力度加大。

经营活动方面，2017年，因财政代偿公司金融机构借款2.57亿元，销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅减少，现金收入比由2016年的60.54%大幅下降至7.15%，同时考虑到财政代偿部分，公司整体收现质量大幅下降；公司收到其他与经营活动有关的现金10.89亿元，同比大幅增加，主要系收到与其他公司之间的往来款增加所致；同期，经营活动现金流出主要是支付与其他公司之间的往来款以及土地整治、代建业务的投入资金。2017年，公司经营活动现金流量净额-22.97亿元，资金缺口进一步扩大。

公司投资活动现金流主要是收到和支付理财产品的现金，2017年投资活动现金流量净额-1.73亿元，由正转负，主要系购买理财产品支出增加所致。

鉴于公司经营活动和投资活动资金缺口较大，2017年公司筹资力度加大。公司通过银行借款和发行债券获得资金41.38亿元，通过融资租赁获得资金8.01亿元；同期，公司偿还借款和债券本息21.83亿元，支付融资租赁等款项4.57亿元。公司筹资活动现金流量净额22.98亿元，同比大幅增加。

2018年1~3月，公司经营活动现金流主要是收到和支付与其他公司之间的往来款，经营活动现金流量净额-1.96亿元。公司投资活动现金流量净额0.82亿元，主要仍为收到和支付的理财产品的现金。公司筹资活动现金流净额-1.01亿元，主要为借款取得现金以及偿还债务本息支付的现金。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司面临一定短期支付压力，长期偿债能力弱；考虑到股东对公司的支持，且间接融资渠道通畅，整体偿债能力尚可；公

司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

从短期偿债指标看，受流动负债大幅减少影响，2017年底，公司流动比率和速动比率同比大幅增加，分别为541.19%和321.04%；2017年，公司经营活动现金净流出同比大幅增加，对流动负债无保障能力；2017年底，公司非受限现金类资产为11.43亿元，为调整后短期债务的0.54倍，保障能力较弱。2018年3月底，公司流动比率和速动比率分别为519.52%和308.28%，较2017年底小幅下降。考虑到存货中受限资产规模较大，实际偿债指标将低于上述值。整体看，公司面临一定短期支付压力。

从长期偿债指标看，2017年公司EBITDA为2.50亿元，同比有所减少；调整后全部债务/EBITDA为34.79倍，同比有所增加，公司长期偿债能力弱。

截至2018年3月底，公司获得银行授信额度合计147.25亿元，其中尚未使用额度为105.92亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2018年3月底，公司对外担保金额为47.44亿元，担保比率为76.72%，其中前五名对外担保金额共计41.46亿元，占比87.39%，集中度高，主要为荣昌区国有企业和事业单位，对民营企业担保规模相对较小，且经营情况正常。公司对外担保规模大，担保比率高，存在一定的或有负债风险。

九、存续债券保障能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额26.20亿元，一年内即将到期兑付6.60亿元，存续债券的短期偿债压力尚可，未来集中兑付压力一般。

截至2017年底，公司一年内到期兑付债券偿还本金6.60亿元（包含“17兴荣控股CP001”5.00亿元），2020年将达到存续债券待偿本金峰值7.80亿元。2017年底，公司非受限现金类资产11.43亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为

11.86亿元、-22.97亿元和2.50亿元，对公司存续债券保障情况如下表。公司存续债券的短期偿债压力尚可，未来集中兑付压力一般。

表5 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

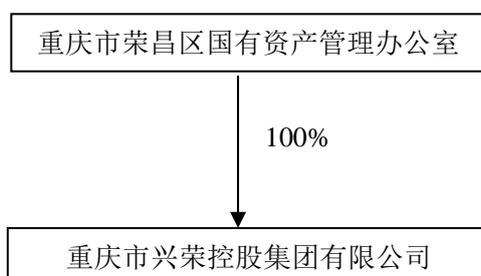
项目	2017年
一年内到期债券余额	6.60
未来待偿债券本金峰值	7.80
非受限现金类资产/一年内到期债券余额	1.80
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.52
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-2.94
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.32

资料来源：联合资信整理

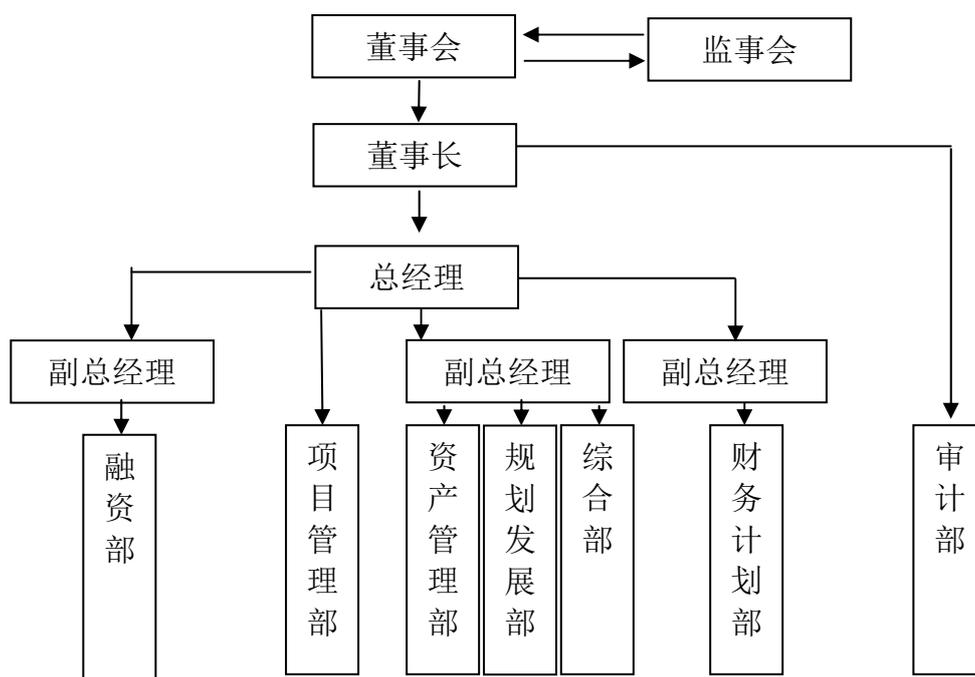
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“17兴荣控股CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年 3 月底合并范围子公司情况

序号	公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (元)	经营范围
1	重庆市荣昌区兴荣土地储备整治有限公司	100.00	100000000.00	从事县城内土地收购、整治、开发；利用自有资金从事房地产项目投资；房地产咨询服务。
2	重庆市昌泰市政工程有限公司	1.64	610000000.00	市政基础设施建设维护工程（含公路施工总承包三级）、园林绿化建设工程、人力三轮车经营管理、占道停车收费服务管理（以上经营范围需前置审批或许可的，在取得前置审批或许可后从事经营）。
3	重庆市荣昌区宏基路桥建设有限公司	86.83	357000000.00	销售：建筑工程设备及其运输设备；从事道路工程建筑相关业务。
4	重庆渝荣林业发展有限公司	100.00	200000000.00	从事林业发展，林木的培育和种植，林产品的采集，森林工程苗木基地建设、林业产业发展，林业规划设计及林业服务。
5	重庆市陶都文化创意产业开发有限公司	100.00	50000000.00	从事区政府授权经营的国有资产区政府授权的土地整理开发建设；城市基础设施、交通基础设施建设；水利基础设施建设、历史风貌建筑的维护、财务信息咨询服务、审计咨询服务、税务咨询服务、工程信息咨询服务。
6	重庆市荣昌区荣胜工程管理有限公司	100.00	401000000.00	投资管理；投资咨询
7	重庆市荣昌区运通公路工程有限责任公司	100.00	10000000.00	公路维护和公路绿化；沥青混凝土施工、稀浆封层；销售：建筑材料（不含化学危险品）、化工产品。
8	重庆市荣昌区康居物业管理有限公司	100.00	3000000.00	物业管理，房地产经纪，房屋维修家政服务、劳务派遣。
9	重庆市荣昌区兴荣环境综合整治有限责任公司	25.00	40000000.00	环境综合整治；环境影响评估；环境工程咨询服务；环境工程可行性研究分析报告；环境工程处理工艺初涉方案
10	重庆市兴荣旅游发展有限公司	100.00	151000000.00	旅游资源开发；利用自有资金对企业进行投资；城市基础设施、交通基础设施、水利基础设施建设；农副产品收购（不含粮食）、初加工。
11	重庆市荣昌区昌盛建设有限公司	100.00	20000000.00	市建设用地整治开发及配套建设，城市基础设施、交通基础设施建设，市政工程综合建设，水利设施建设，拆迁代办；停车场管理，公交枢纽站管理。
12	重庆科牧科技有限公司	100.00	111414475.00	计算机信息技术领域的技术开发、技术服务、技术咨询；电子商务；网络系统维护；网络设计，商标设计；互联网信息服务；生物与医药设备、电子产品销售；畜产品电子交易服务；仓储服务（不含危险化学品）；物流配送；为生猪及相关产品的交易提供场所、设施及相关服务。
13	重庆荣盾保安有限公司	100.00	2000000.00	对内劳务派遣、人力资源服务；门卫、巡逻、守护、随身护卫、安全检查、安全技术防范、安全咨询、大型文化、体育、商贸等活动的安保服务及其他相关业务；物业管理服务；停车、拖车服务。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.01	18.06	12.70	9.24
资产总额(亿元)	169.40	176.79	180.85	181.07
所有者权益(亿元)	56.48	60.58	61.89	61.83
短期债务(亿元)	35.01	25.56	16.01	16.41
调整后短期债务(亿元)	35.01	25.56	21.01	21.41
长期债务(亿元)	38.69	49.41	68.66	68.15
调整后长期债务(亿元)	42.82	52.40	77.60	76.58
全部债务(亿元)	73.70	74.97	84.76	84.55
调整后全部债务(亿元)	77.83	77.95	98.71	97.99
主营业务收入(亿元)	7.64	13.51	13.56	0.02
利润总额(亿元)	1.16	1.40	1.39	-0.06
EBITDA(亿元)	2.56	2.70	2.50	--
经营性净现金流(亿元)	-1.98	-17.96	-22.97	-1.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	22.77	17.55	16.17	--
存货周转次数(次)	0.07	0.14	0.16	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.08	0.08	--
现金收入比(%)	64.81	62.54	7.15	0.00
应收类款项/资产总额(%)	26.31	36.00	43.89	45.79
主营业务利润率(%)	26.23	20.91	17.69	99.44
总资本收益率(%)	1.68	1.70	1.51	--
净资产收益率(%)	1.64	1.86	1.80	--
长期债务资本化比率(%)	40.65	44.92	52.59	52.43
调整后长期债务资本化比率(%)	43.12	46.38	55.63	55.33
全部债务资本化比率(%)	56.61	55.31	57.80	57.76
调整后全部债务资本化比率(%)	57.95	56.27	61.46	61.31
资产负债率(%)	66.56	65.30	65.78	65.86
流动比率(%)	249.41	307.44	541.19	519.52
速动比率(%)	125.37	171.65	321.04	308.28
经营现金流动负债比(%)	-3.19	-34.34	-76.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	28.81	27.76	33.92	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	30.42	28.86	39.50	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；调整后短期债务=短期债务+其他流动负债；调整后长期债务=长期债务+长期应付款+其它长期负债；调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式（旧准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
主营业务收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息