

信用等级公告

联合〔2019〕2499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及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定重庆市兴荣控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，重庆市兴荣控股集团有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



重庆市兴荣控股集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA
担保方主体长期信用等级：AAA
本期中期票据信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：8.00 亿元
本期中期票据期限：3+2 年；附第 3 年末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，到期一次性还本
募集资金用途：用于偿还有息债务

评级时间：2019 年 8 月 9 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果	AA
评价内容	评价结果	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	3
		基础素质	2
		企业管理	2
		经营分析	2
财务风险	F4	盈利能力	4
		现金流量	2
		资产质量	4
		资本结构	3
		偿债能力	4
调整因素和理由			调整子级
股东及政府支持			3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

重庆市兴荣控股集团有限公司（以下称“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重要实体，在业务专营性及外部支持等方面优势显著。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司在资本金注入、资产划拨、财政补贴、债务置换等方面获得有力支持。同时，联合资信也关注到，公司应收类款项和存货规模大，对资金占用较为严重；土地抵押比例高，资产流动性较弱；债务负担较重，且短期支付压力较大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。

近年来，荣昌区经济持续稳定发展，公司外部环境良好。未来随着荣昌区城市建设进程的加快，公司作为荣昌区规划区范围内基础设施建设的重要主体，经营前景良好，联合资信对公司的评级展望为稳定。

重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）对本期中期票据提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保显著提高了本期中期票据偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况、担保方担保能力以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

优势

1. 公司作为荣昌区规划区范围内基础设施建设的重要主体，业务在荣昌区具有一定专营地位。
2. 公司在资本金注入、资产划拨、土地整治、财政补贴、债务置换等方面获得的有力的外部支持。
3. 本期中期票据由三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期中期票据偿付的安全性。

分析师：喻宙宏 张 铨

李 颖

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

关注

1. 公司存货及应收类款项规模大，对资金占用较为严重，存货中土地抵押比例高，资产流动性较弱。
2. 公司债务规模增长较快，债务负担较重，且短期支付压力较大。
3. 公司在建基础设施项目结算受政府影响较大，相关收入确认存在不确定性，且现金回款情况差。
4. 公司对外担保规模大，且集中度较高，存在一定的或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.31	12.50	8.28	19.24
资产总额(亿元)	175.50	179.45	190.10	206.02
所有者权益(亿元)	60.06	60.49	76.81	76.19
短期债务(亿元)	25.56	16.11	28.75	29.03
长期债务(亿元)	49.41	68.66	57.40	73.13
全部债务(亿元)	74.97	84.76	86.15	102.16
营业收入(亿元)	13.52	13.67	14.68	0.30
利润总额(亿元)	1.34	1.25	1.39	-0.57
EBITDA(亿元)	2.64	2.32	2.46	--
经营性净现金流(亿元)	-17.96	-22.97	-2.51	-3.68
营业利润率(%)	20.96	18.32	12.80	1.97
净资产收益率(%)	1.80	1.66	1.47	--
资产负债率(%)	65.78	66.29	59.59	63.02
全部债务资本化比率(%)	55.52	58.36	52.87	57.28
流动比率(%)	304.49	535.63	490.19	523.34
经营现金流动负债比(%)	-34.34	-76.16	-7.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	28.35	36.59	35.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.52	0.45	0.52	--

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	154.17	161.33	182.56	207.34
所有者权益（亿元）	24.82	26.04	32.23	66.11
全部债务(亿元)	66.81	79.98	79.25	90.88
营业收入(亿元)	12.21	13.06	12.42	0.02
利润总额(亿元)	1.04	1.43	1.44	-0.41
资产负债率（%）	68.93	69.55	63.57	68.12
全部债务资本化比率(%)	58.24	61.95	54.37	57.89
流动比率（%）	250.13	334.39	287.84	271.41
经营现金流动负债比(%)	-34.00	-37.93	0.46	--

注：公司 2019 年一季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2018/7/26	喻宙宏 张铖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
AA	稳定	2017/8/15	喻宙宏 竺文彬	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

联合资信评估有限公司

二〇一九年八月九日

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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 2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

重庆市兴荣控股集团有限公司（以下简称“公司”）前身为荣昌县兴荣国有资产经营有限责任公司，成立于 2005 年 11 月 1 日，系经荣昌区人民政府《关于划拨金昌大酒店等国有资产组建县兴荣国有资产经营有限责任公司的通知》（荣昌府发〔2005〕69 号）批准设立，初始注册资本 2000 万元。2006 年更名为重庆市兴荣国有资产经营管理有限公司，2013 年变更为现名。经重庆市荣昌区国有资产管理办公室（以下简称“荣国资办”）对公司的多次注资，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 200000 万元。根据公司公告，目前公司唯一股东和实际控制人由荣国资办变更为重庆市荣昌区国有资产监督管理委员会（以下简称“荣国资委”），尚未进行工商变更。

公司经营范围主要为：区政府授权经营的区级国有资产；区政府授权的土地整理开发建设；城市建设用地拆迁整治开发及配套建设；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；停车场管理服务；财务信息咨询服务；审计咨询服务；税务咨询服务；农副产品收购（不含粮食）、加工（初加工）、储运、林业开发；电子商务。

截至 2019 年 6 月底，公司本部设融资部、项目管理部、资产管理部、综合部、财务计划部、规划发展部和审计部 7 个职能部门；公司合并范围子公司共 11 家。

截至 2018 年底，公司资产总额 190.10 亿元，所有者权益 76.81 亿元；2018 年，公司实现营业收入 14.68 亿元，利润总额 1.39 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 206.02 亿元，所有者权益 76.19 亿元；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 0.30 亿元，利润总额-0.57

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。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2020 年注册额度为 8 亿元的中期票据，2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）计划发行金额 8 亿元，期限 3+2 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期中期票据每年付息，到期一次性还本，募集资金拟全部用于偿还有息债务。

本期中期票据由重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%-7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨

幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分

点，主要受基础设施投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年

下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国 and 东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑

制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

四、行业及区域经济环境

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快速健康发展、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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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。2014年，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《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，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 1 2018 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
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 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有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	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。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年

政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济

荣昌区矿产资源和生物资源丰富，近年来经济持续稳定增长，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。

荣昌区位于重庆市西部，地处四川、重庆两地接壤处，距重庆市区 94 公里，距成都市区 246 公里，东靠大足区、永川区，西接四川省内江市隆昌县，南邻四川省泸州市泸县，北与四川省内江市东兴区四川省资阳市安岳县接壤，荣昌区幅员面积 1079 平方公里。荣

昌区为全国绿化模范县，获得过“全国科技进步考核先进县”“全国县域经济科学发展特色县”“全国家庭教育工作示范县”的荣誉称号。

荣昌区发现的矿产资源有10多种，主要是煤炭、天然气、陶土、页岩、石灰岩、建材砂岩、石英岩和矿泉水等。煤炭可开采储量9600万吨，年产原煤185万吨，精煤50万吨；天然气可开采储量10亿立方米；石灰岩探明储量为1300万吨；陶粒页岩探明储量为3亿吨，可以作日用陶、工艺美术陶、优质建筑陶的原料。荣昌生物资源有经济作物、药用植物、园林植物和家畜家禽、淡水鱼类等生物资源160余种。粮食作物盛产水稻、小麦、高粱、玉米等。经济作物盛产茶叶、蚕桑、生姜等。畜禽类主要有猪、羊、鹅、其中荣昌猪为世界八大名猪、中国三大名猪之一。

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。

近三年，荣昌区经济持续稳定增长。根据公开数据显示，2016-2018年，荣昌区分别实现地区生产总值3681237万元、4147947万元和5048801万元。其中，2018年比上年增长9.5%。按产业分，第一产业增加值489552万元，增长3.8%；第二产业增加值2940926万元，增长8.6%；第三产业增加值1618323万元，增长12.9%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为9.7%，比上年下降2.5个百分点；第二产业增加值比重为58.2%，比上年下降5.4个百分点；第三产业增加值比重为32.1%，比上年上升7.9个百分点。

2018年，荣昌区实现工业增加值2320914万元，比上年增长9.1%；规模以上工业增加值增长9.0%；规模以上工业企业实现总产值7109299万元，同比增长13.8%。固定资产投资平稳增长。

2018年，荣昌区固定资产投资比上年增

长10.7%。其中基础设施建设投资增长39.7%。从投资主体看，国有投资下降19.4%；民间投资增长26.5%。从三次产业投资看，第一产业投资下降41.7%；第二产业投资增长20.6%；第三产业投资增长1.0%。全年工业投资增长20.6%。房地产开发投资增长4.6%，其中住宅投资增长22.1%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年6月底，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元。荣国资委是公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模与竞争优势

荣昌区主要有三大国有集团，即公司、重庆宏烨实业集团有限公司（以下简称“宏烨公司”）和万灵旅游开发有限公司（以下简称“万灵旅游”）。公司定位为荣昌区基础设施建设项目和政府性公益性项目建设的重要主体；宏烨公司主要从事荣昌区工业园区的土地开发、基础设施和配套设施建设；万灵旅游以将万灵山风景区创建为国家AAAA级旅游景区为目标，致力于万灵山风景区旅游资源的开发、建设和管理。综合看，公司在荣昌区规划范围内具有一定专营地位，三家公司在业务上不存在交叉。

3. 人员素质

公司高管人员经验丰富，员工整体素质尚可，基本能够满足公司日常经营需要。

截至2019年3月底，公司董事会成员5人、监事会成员5人、高级管理人员2人。

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办副科长、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。

严荣宽先生，1969年3月出生，本科学历；曾任荣昌县财政国债服务部副主任、荣昌县政府采购中心副主任等职务；2018年2月至今任公司副总经理。

截至2019年3月底，公司本部在职员工39人，其中本科学历30人，占77.92%，专科学历9人，占23.08%；30岁以下的4人、31-40岁25人、41-50岁10人。

4. 外部支持

近年来，荣昌区财政收入保持增长，但财政平衡能力弱；公司在资本金注入、资产划拨、

政府债务置换等方面获得支持。

根据荣昌区财政局公开数据显示，2016-2018年，荣昌区一般公共预算收入保持增长，分别为25.23亿元、25.92亿元和28.34亿元，2018年较上年增长12.2%，其中税收收入16.59亿元，较上年增长15.5%，占一般公共预算收入比重58.54%，财政收入质量一般。全区一般公共预算支出分别为55.11亿元、61.67亿元和71.01亿元，2018较上年增长15.1%。其中，一般公共服务支出、教育支出等四项刚性支出占56.39%，财政支出弹性尚可。2016-2018年，荣昌区财政自给率分别为45.78%、42.03%和39.91%，财政平衡能力弱。

资本金注入

公司自成立以来获得股东的多次增资，其中，2016年和2018年股东对公司分别增资3.50亿元和5.00亿元。截至目前，公司的注册资本和实收资本均为20.00亿元。

资产划拨

自成立以来，公司多次获得政府划拨土地、房屋、股权等资产，合计46.97亿元，具体情况见下表。

表2 公司成立以来资产划拨情况（单位：亿元）

时间	文件名称	资产类型	资产价值
2008年	荣昌府（2008）27号文和荣国资办（2008）165、173、175、182、190和191号	房屋及土地	6.15
2008年	荣国资办（2008）8号	重庆市荣昌区宏业实业开发有限公司全部股权	0.21
2009年	荣国资办（2009）40、114、115、116、117、120和122号	土地	15.38
2010年	荣昌府（2010）86号文和荣国资办（2010）73号	土地	2.30
2011年	荣昌府（2010）9号	林地	0.84
2012年	荣国资办（2012）102号	土地	7.11
2014年	荣国资办（2014）29号	重庆渝荣林业发展有限公司12%股权	1.00
2017年	荣国资金融（2017）40号、荣委办发（2017）138号	重庆科牧科技有限公司100%股权、重庆荣盾保安有限公司100%股权	0.20
2018年	荣昌府（2018）230号	七宗土地	13.78
合计	--	--	46.97

资料来源：公司提供

债务置换

2016-2018年，公司分别进行政府债务置换10.29亿元、2.57亿元和1.60亿元。

财政补贴

荣昌区人民政府为支持公司实施城市市政基础设施的建设，给予公司一定的政府补

助。2016 和 2018 年，公司分别获得补贴收入 58.75 万元和 7000 万元。

税收优惠

公司享受西部大开发按 15% 税率征收企业所得税政策，公司已于 2012 年 6 月 4 日向荣昌区国家税务局备案（备案所属期 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日）。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1050022600984820Z），截至 2019 年 7 月 1 日，公司已结清信贷信息中有 5 笔关注类贷款和 5 笔欠息。公司 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。根据银行出具的相关说明，公司 5 笔欠息（最近一次结清日期 2018 年 9 月 25 日），系公司划款疏忽所致，非公司恶意拖欠。

截至 2019 年 7 月 26 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构完善，建立了有效的决策监督机制；公司管理制度较为健全，且执行情况良好，能够满足日常管理需要。

1. 法人治理结构

公司是根据《公司法》设立的有限责任公司，并根据《公司法》和其他有关法律、行政法规的规定制订了公司章程。根据公司章程，公司设董事会、监事会和经理层。

公司设董事会，成员 5 人，其中职工代表 1 人。董事由出资人委派或更换，但职工代表董事由职工代表大会民主选举或更换。董事会设董事长 1 人，由出资人从董事会成员中指定。

公司设监事会，成员 5 人，由出资人委派或更换，但是职工代表监事由公司职工代表大

会选举或更换。每届监事会的职工代表比例由出资人决定，但不得低于监事人数的 1/3。目前出资人委派监事 3 人，职工代表监事 2 人。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会设主席 1 人，主席召集和主持监事会会议。监事会主席由出资人在监事中指定。

公司设总经理 1 人，由董事会聘任或者解聘。经出资人批准，董事可以兼任总经理。公司目前有高级管理人员 3 人，其中总经理 1 人，副总经理 1 人，总经理助理 1 人。

总体看，公司法人治理结构完善，建立了有效决策监督机制。

2. 管理水平

公司根据其章程规定及经营管理实际需要制定了一系列管理制度，涵盖了资金管理、工程项目管理和人力资源管理等方面。

资金管理方面，公司制定了《资金支付授权审批制度》《货币资金授权审批制度》《现金管理控制制度》等制度，规范了公司资金支付审批程序与现金的管理，明确审批权限，提高资金使用效率，有效的控制了公司存在的资金风险。公司财务计划部根据集团发展规划编制和下达集团财务预算，并对预算实施情况进行管理；对集团的业务经营、资金运行情况进行核算；及时向董事长、总经理反馈集团资金的营运状况。

工程项目管理方面，公司为规范工程项目实施中的授权批准行为，明确授权范围、责任和权限，强化工程项目授权的管理，维护项目实施的工作秩序。项目管理部及时提出招标、设计、材料的立项并督促完成，制定了《公司工程项目管理制度》。公司项目管理部作为公司项目管理的代表，负责对公司的项目管理体系进行建设，协调集团资源在各项目的分配，对各项目进行监督评价和提供专业指导等工作。

人力资源管理方面，为了满足公司经营发展对人力资源的需求，推进公司发展战略目标

的实现，公司制定了《公司的人力资源管理制度》，公司综合部作为人力资源管理的主管机构，负责拟定和实施公司组织及岗位设置、部门及岗位职责方案；负责拟定和实施公司人力资源规划方案以及负责公司培训开发与实施等。

总体看，公司管理制度较为健全，且执行情况良好，能够满足日常管理需要。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为荣昌区城市基础设施建设和国有资产经营的重要实体，近年来，营业收入逐年增长，其中土地整治业务收入占比大，综合毛利率受该业务影响而持续下滑。

公司作为荣昌区城市基础设施建设和国有资产经营的重要实体，主要承担荣昌区城市

规划区范围内基础设施建设、对存量土地进行土地整治以及部分经营性国有资产运营等业务。

2016-2018 年，公司营业收入逐年增长，分别为 13.52 亿元、13.67 亿元和 14.68 亿元。从构成来看，公司主要以土地整治业务、代建业务和转让地票业务为主，近三年合计占比保持在 90%左右。此外，公司还有少量让渡资产使用权、施工业务、安保费等业务。

毛利率方面，2016-2018 年，公司综合毛利率持续下滑，分别为 21.43%、19.62%和 15.27%，主要系土地整治业务毛利率持续下降所致。

2019 年 1-3 月，公司营业收入 0.30 亿元，主要来自规模较小的安保费、施工等业务收入，土地整治业务和代建业务等收入一般于年底确认；同期，公司综合毛利率 73.95%。

表 3 公司营业收入情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	收入	占比	毛利率
土地整治	121156.11	89.61	15.97	123206.70	90.13	13.75	120032.66	81.76	11.90	-	-	-
转让地票	342.71	0.25	-1.40	1804.36	1.32	2.66	11213.44	7.64	13.28	-	-	-
让渡资产使用权	4893.13	3.62	100.00	4973.68	3.64	100.00	3199.93	2.18	100.00	-	-	-
安保费	-	-	-	-	-	-	4618.76	3.15	30.63	1110.59	36.58	11.01
施工	3628.19	2.68	10.77	-	-	-	2806.88	1.91	-12.58	1229.93	40.51	-5.46
代建项目	4243.98	3.14	100.00	3227.15	2.36	100.00	2193.73	1.49	100.00	-	-	-
物业管理	587.40	0.43	6.57	928.59	0.68	9.55	733.95	0.50	9.55	112.3	3.70	-0.37
劳务派遣	-	-	-	-	-	-	883.92	0.60	21.65	163.14	5.37	-1.91
占道停车收费	-	-	-	-	-	-	542.17	0.37	1.92	-	-	-
其他	359.55	0.27	15.92	2558.14	1.87	60.56	576.79	0.39	-14.15	420.26	13.84	-
合计	135211.07	100.00	21.43	136698.62	100.00	19.62	146802.22	100.00	15.27	3036.22	100.00	73.95

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地整治

近年来，公司土地整治业务收入波动中小幅下降，政府回款差；受整理成本影响，该业务毛利率持续下降；目前，公司账面土地面积尚可，未来收入有望保持相对稳定。

公司是荣昌区城市规划范围内城市建设土地开发整治的重要主体。公司土地整治业务

分为两类，第一类业务模式为：公司采用自行筹资资金完成土地整治，整治完成后交付荣昌区土地储备整治中心验收，每年6月对前一年7月至本年6月交付的土地进行结算，确认收入，土地结算单价主要依据可比地块市价确认，荣昌区财政局按照公司实际支付款项加成 12-20%（土地开发管理费）对公司进行回款；第二类业务模式为：公司与其他单位签订《储

备地开发与收益权转让协议》（每个项目单独签订协议），将存货中一级开发完成的土地的开发与收益权转让给其他单位，由其他单位负责该地块的开发建设工作，公司根据协议规定的交易价格（含税价）确认相应项目的收入，但回款仍由政府拨付。

第一类土地整治业务中，2016-2018年，公司分别完成土地交付面积107.03亩、1106.53亩和773.87亩，分别确认收入0.76亿元和12.32亿元和12.00亿元。2016和2018年，公司实际收到第一类土地整治成本和收益回款分别为0.38亿元和0.65亿元，2017年未收到回款。第二类土地整治业务中，公司仅2016年确认收入11.35亿元，收入来源于工人村7#地块，北部新区（荣峰河地块）、荣昌县西部宜居区12号等地块；截至2019年3月底，公司该笔收入已全部收回。由于政府将部分回款（包括部分代建业务回款）直接偿还公司银行贷款，冲减应收款项，同时2018年12月，荣昌区人民政府将黄金坡组团、工人村组团等14宗109.83万平方米土地，作价34.23亿元，抵偿荣昌区财政局对公司的土地出让款、代建管

理费10.68亿元，抵扣工程结算款、往来款23.55亿元，该部分款项未在现金流量表中体现，政府回款情况差。截至2019年3月底，公司尚未收到的土地款15.15亿元。

2016-2018年，公司土地整治业务毛利率持续下降，分别为15.97%、13.75%和11.90%，主要系土地整理成本上升以及回款比例不同所致。2019年1-3月，公司暂未产生土地整治业务收入。

截至2019年3月底，公司存货中入账土地面积5315.09亩，账面价值为81.06亿元。其中，出让方式获得的土地5291.06亩，按购买成本入账80.99亿元；划拨性质的土地24.03亩，按评估价值入账0.07亿元，公司账面土地面积尚可。公司正在整理的地块主要为荣昌县昌元镇太阳浩村、北部新区（荣峰河地块）、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3.95亿元，累计已投资3.74亿元，尚需投资0.22亿元。2019年4月-2021年，公司拟整理土地面积636.79亩、拟出让土地面积2415.54亩，该业务收入有望保持相对稳定。

表4 截至2019年3月底公司正在开发整理的土地情况（亩、万元）

地块名称	土地面积	总投资额	已投资额	未来三年投资计划		
				2019年	2020年	2021年
荣昌县昌元镇太阳浩村	116.15	10879.06	9678.88	600.09	360.05	240.04
北部新区（荣峰河地块）	357.04	21422.25	21422.25	0.00	0.00	0.00
荣昌县昌州街道黄金坡组团 HA01-01 地块	22.07	1680.32	1451.29	114.52	68.71	45.81
荣昌县昌州街道黄金坡组团 HA03-02 地块	10.76	802.61	693.21	54.70	32.82	21.88
荣昌县昌州街道黄金坡组团 HA03-09 地块	8.22	691.75	597.46	47.15	28.29	18.86
荣昌县昌州街道黄金坡组团 HA05-01 地块	5.14	1007.72	870.36	68.68	41.21	27.47
荣昌县昌州街道黄金坡组团 HA02-01 地块	12.64	942.88	814.36	64.26	38.56	25.70
荣昌县昌州街道黄金坡组团 HA02-02 地块	26.11	2116.97	1828.42	144.28	86.57	57.71
合计	558.13	39543.56	37356.23	2187.33		

资料来源：公司提供

（2）代建业务

近年来，公司代建业务收入持续下滑，规模较小；该业务受政府回购进度影响较大，未来收入确认具有不确定性；目前公司在建的代

建项目尚需投资规模较大，面临较大筹资压力。

代建业务主要由子公司重庆市荣昌宏基路桥建设有限公司负责，目前公司代建业务包括基础设施项目和保障性住房代建，其中基础

设施项目代建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拨付一定建设资金。

基础设施项目建设

根据公司与荣昌区人民政府签订的《政府性融资建设项目回购协议书》，公司承担的由荣昌区人民政府授权或者安排的建设项目，由公司主要负责项目建设资金的筹集、施工单位的选择和项目管理等，并垫付项目前期开发费用，项目建成后，由荣昌区人民政府按照项目投资成本加一定的代建管理费分期支付回购款，公司将代建管理费部分确认为收入。其中，代建管理费由建设管理费和建设期利息构成。在实际运作中，公司依据政府结算批复文件确认项目回购款和代建管理费；依据与政府签订的《政府性融资建设项目回购款支付协议》确定回购款支付安排。

近年来，公司先后完成了一批重大基础设施项目的投融资及建设，包括北部新区一、二期项目、迎宾大道延伸段及跨线桥、西部宜居区一号路延伸段、昌龙大道延铁路桥、县螺罐村贯通大道工程、峰广公路 A 标段-H 标段、半小时道路工程（荣直、盘远、安清路）、城南大道一、二标段、峰广公路等项目。

2016-2018 年，公司分别确认代建业务收入 0.42 亿元、0.32 亿元和 0.22 亿元，主要来自荣直路荣昌工业园区段项目、半小时荣昌项目及双清路项目、G348 广顺至安富段改建工程等；2016-2018 年，公司实际获得回款（包括政府直接偿还银行贷款部分和土地抵偿款）分别为 2.45 亿元、3.56 亿元和 3.39 亿元。由于代建业务收入一般于年底确认，2019 年 1-3 月，公司暂未实现代建业务收入。

表 5 2016-2018 年公司基础设施项目回购情况（单位：万元）

回购时间	项目名称	投资成本	回购金额	确认收入
2016 年	路孔古镇旅游开发项目	5294.59	5344.88	50.29
	荣直路荣昌工业园区段项目	3005.94	4901.5	1895.56
	农村公路试点项目工程项目	2042.42	2952.79	910.37
	渝隆路 S108 安富改造工程一期	3029.94	4024.9	994.96
	危桥维修及加固工程	1528.96	1921.76	392.8
	非政府性项目	3237.35	3628.16	3628.16
2016 年合计		14901.85	19145.83	4243.98
2017 年	财信集团北部新区次干道(三期)	3525.66	3858.69	333.03
	荣昌县南部新区城南大道以北次干道、北部新区和庭酒店片区规划市政道路、仁和安置房市政道路工程项目	3.45	4.31	0.86
	荣昌县公安局交通巡逻警察大队车管所	31.81	39.76	7.95
	虹桥消防站	95.41	138.54	43.13
	半小时荣昌项目及双清路项目	2265.37	3031.82	766.45
	峰广公路	1338.94	1767.4	428.46
	荣直路荣昌工业园区段	1521.33	1787.56	266.23
	危桥维修加固工程	1180.85	1377.66	196.81
	S446 荣昌县安富至台湾工业园区路面改造工程	68003.67	68463.44	459.77
	S446 荣昌县台湾工业园区至荣隆路面改造工程	4883.98	4931.88	47.9
	盘周路（盘龙镇至周兴镇）路面大修工程	5619.74	6213.91	594.17
	X812 保新路路面改造工程	1600.11	1779.3	179.19
2017 年合计		90070.32	93394.27	3323.95
2018 年	唯美荣昌陶瓷产业基地项目（一期）及唯美新村（一期）平场土石方工程	2123.78	2378.63	254.85
	S446 荣昌双清路双柏树桥加固工程	121.95	146.00	24.05

	荣昌区化龙桥加固维修工程	1166.32	1252.10	85.78
	荣昌区左家桥加固维修工程	962.60	1038.77	76.17
	S206 荣合路三拱桥新建及复建工程	240.57	277.28	36.71
	G348 广顺至安富段改建工程	7765.51	9251.68	1486.17
	清古路（含双千路和远清路路肩）改造工程	1316.14	1546.15	230.01
2018 年合计		13696.86	15890.59	2193.73

注：表中 2017 年确认的收入为含税收入

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建的基础设施项目包括棚户区改造工程、东湖环湖路及河堤挡墙工程、荣昌工业园基础设施建设项目

目等，计划投资总额 22.67 亿元，已完成投资额 12.54 亿元，预计尚需投资 10.13 亿元，未来筹资压力较大。

表 6 截至 2019 年 3 月底公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	建设期间 (年)	总投资额	已完成投资 金额	未来三年投资计划		
					2019 年	2020 年	2021 年
1	棚户区改造工程	2015-2020	65300.00	54026.85	7500.00	3773.15	-
2	东湖环湖路及河堤挡墙工程	2015-2019	29455.00	25233.61	4221.39	-	-
3	荣昌工业园基础设施建设项目	2017-2021	36800.00	12838.85	12000.00	7800.00	4161.15
4	S448 仁义至川渝界升级改造工程	2016-2020	12000.00	7009.43	3200.00	1790.57	-
5	S448 仁义至大足界升级改造工程	2017-2019	10000.00	5974.20	4025.80	-	-
6	万灵古镇景区连接线工程	2016-2019	7000.00	5390.61	1609.39	-	-
7	新城基础设施建设	2016-2021	39500.00	3633.48	21500.00	13000.00	1366.52
8	成渝客运专线北站站房	2017-2020	12100.00	3590.09	6800.00	1709.91	-
9	荣路公路	2017-2020	6174.00	3287.05	2370.00	516.95	-
10	农村公路二期	2017-2019	3823.00	1595.82	2227.18	-	-
11	速丰木林基地建设	2016-2019	1200.00	1038.66	161.34	-	-
12	唯美荣昌陶瓷产业基地及唯美新村	2017-2020	2124.00	918.62	800.00	405.38	-
13	双河街道大岚路改建工程	2017-2019	1200.00	882.86	317.14	-	-
合计		--	226676.00	125420.13	66732.24	28995.96	5527.67

资料来源：公司提供

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的改造工作。具体运营模式为：公司接受荣昌区人民政府授权和委托，作为业主方负责保障性住房建设的日常推进及管理。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。

会计处理上，公司收到财政局拨付的永荣煤矿棚户区改造项目资金，记入“专项应付款”科目。公司在开展项目建设过程中，为项目建设投入的各项支出、资本化的利息费用，记入“存货”科目。项目竣工决算后，除小部

分保障房直接返还给拆迁居民，剩余大部分保障房归公司所有，相关会计处理为借记“固定资产”，贷记“存货”；同时，借记“专项应付款”，贷记“补贴收入”。

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 2019 年 3 月底，该项目已全部完成投资（含专项资金 3.39 亿元）。

(3) 转让地票

近年来，公司转让地票业务收入和毛利率均大幅增长，为公司收入提供一定补充，但未来公司将不再实施该业务。

公司转让地票业务由原子公司重庆市荣昌区兴荣土地储备整治有限公司负责（以下简称“土储公司”），该子公司于2018年8月不再纳入发行合并范围，未来公司将不再实施该业务。

建设用地挂钩指标，通常也称“地票”，特指农村宅基地及其附属设施用地、乡镇企业用地、农村公共设施和公益事业建设用地等农村集体建设用地复垦为耕地后，可用于建设的用地指标。由于目前重庆市对于主城区内经营性用地不再下达国家计划指标，全部需通过“地票”交易获取建设用地指标。因此开发企业需通过重庆农村土地交易所或从其他企业购得“地票”后，方可通过“招、拍、挂”程序取得拟开发建设用地。为支持土储公司发展，荣昌区国土局在部分土地出让条件中明确要求土地竞得人指定在土储公司购买地票，价格为22万元/亩。土地竞得人在竞的特定地块土地使用权后，与土储公司签订《地票指标转让合同》，并按22万元/亩向土储公司购买地票指标，土储公司以此确认转让地票收入。土储公司根据地票需求情况不定期在重庆农村土地交易所购买地票指标，购买成本约为20万元/亩。

2016-2018年，公司转让地票收入大幅增长，分别为0.03亿元、0.18亿元和1.12亿元，主要系荣昌区国土局指定在土储公司购买地票的土地大幅增加所致。同期，该业务毛利率由负转正且大幅增长，主要系相关成本持续下降所致。2018年，主要购买地票指标的公司为重庆市荣昌区棠广实业有限公司、重庆宏烨实业集团有限公司等，面积491.74亩。

表7 2018年主要地票转让收入（单位：亩、万元）

序号	单位	面积	金额
1	重庆市荣昌区棠广实业有限公司	227.03	4994.65
2	重庆宏烨实业集团有限公司	121.33	2669.34

3	重庆昌华置业有限公司	77.14	1697.12
4	重庆宏烨实业集团有限公司	43.93	966.50
5	重庆中宗置业有限公司	22.31	490.74
	合计	491.74	10818.36

资料来源：公司提供

3. 未来发展

为响应国家政策，提高公司的自主经营能力，减少对财政的依靠。公司着手开始转型，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2016-2018年三年年审财务报告，中审亚太会计师事务所（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2019年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2017年，公司通过政府划拨方式增加重庆科牧科技有限公司和重庆荣盾保安有限公司2家子公司；2018年，公司新设子公司重庆市荣昌区兴荣市场管理服务有限公司，并减少土储公司、重庆科牧科技有限公司和重庆市陶都文化创意产业开发有限公司3家公司，减少原因为股权转让。合并范围内变化的子公司对公司营业收入有一定影响，合并财务数据可比性尚可。截至2019年3月底，公司合并范围的子公司共计11家。

1. 资产质量

近年来，公司资产总额有所增长，其中存货和应收类款项规模较大，且存货中土地抵押比例较高，对资金占用较为严重，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2016-2018年，公司资产总额有所增长，年均复合增长4.08%，截至2018年底为190.10亿

元，同比增长5.93%，以流动资产为主。

2016-2018 年，公司流动资产有所增长，

年均复合增长 3.33%，截至 2018 年底为 170.01

亿元，同比增长 5.21%，主要系存货增加所致。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.31	9.87	11.18	6.23	8.27	4.35	19.23	9.33
应收票据及应收账款	3.11	1.77	13.74	7.66	15.69	8.25	15.77	7.66
预付款项	8.02	4.57	4.71	2.63	6.59	3.47	8.87	4.30
其他应收款	59.75	34.04	64.18	35.77	40.99	21.56	41.45	20.12
存货	71.01	40.46	66.41	37.01	98.45	51.79	98.86	47.99
流动资产	159.23	90.73	161.58	90.04	170.01	89.43	184.18	89.40
长期股权投资	1.56	0.89	1.61	0.90	1.61	0.85	1.61	0.78
固定资产	8.40	4.79	9.26	5.16	8.26	4.34	8.26	4.01
在建工程	2.72	1.55	3.98	2.22	3.45	1.82	3.59	1.74
无形资产	1.51	0.86	1.56	0.87	3.44	1.81	4.42	2.14
其他非流动资产	1.83	1.04	0.97	0.54	2.22	1.17	2.22	1.08
非流动资产	16.27	9.27	17.87	9.96	20.10	10.57	21.84	10.60
资产总额	175.50	100.00	179.45	100.00	190.10	100.00	206.02	100.00

资料来源：根据公司审计报告和季报整理

截至 2018 年底，公司货币资金 8.27 亿元，同比下降 26.05%，其中受限部分为存单质押和承兑汇票保证金 1.12 亿元。

2016-2018 年，公司应收票据及应收账款快速增长，年均复合增长 124.75%，截至 2018 年底为 15.69 亿元，同比增长 14.20%，主要系应收荣昌区财政局的土地款和工程款。公司应收票据及应收账款累计计提坏账准备 58.74 万元。

2016-2018 年，公司预付款项波动下降，年均复合下降 9.35%，截至 2018 年底为 6.59 亿元，同比增长 38.89%，主要系预付荣昌区财政局的土地出让金增加所致。

2016-2018 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 17.17%，截至 2018 年底为 40.99 亿元，同比下降 36.14%，主要系公司对荣昌区财政局等单位的往来款减少所致。公司其他应收款账龄均在 3 年以内，整体账龄较短。公司其他应收款共计提坏账准备 1.70 亿元。公司其他应收款前五名金额合计 29.45 亿元，占比 71.83%，集中度较高，主要系应收政府部门及国有企业的工程垫款和往来款，回收风险较

小，具体情况见下表。

表9 截至2018年底其他应收款前五名欠款单位

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	性质
重庆市宏烨实业集团有限公司	10.08	24.59	垫付款、往来款
重庆市荣昌区土地储备整治中心	9.89	24.13	土地安置补偿款
重庆市陶都文化创意产业开发有限公司	4.23	10.32	往来款
荣昌县奥通公路工程有限公司	2.71	6.60	垫付工程款
重庆市荣昌区弘禹水资源开发有限责任公司	2.54	6.20	垫付工程款
合计	29.45	71.83	--

资料来源：公司审计报告

公司主要经营基础设施代建和土地整治业务，上述业务支出在存货科目中体现。2016-2018年，公司存货波动增长，年均复合增长17.75%，截至2018年底为98.45亿元，同比增长48.24%，主要系荣昌区政府注入土地置换所欠公司部分款项和公司购买土地使用权所致；公司存货中储备土地成本81.06亿元，同比增加33.91亿元，已全部办理权证，主要为出让性质，主要用途为商住；基础设施建设成本17.36亿

元，主要为棚户区改造工程、重庆荣昌工业园区基础设施建设项目、东湖环湖路及河堤挡墙工程等。

2016-2018年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长11.12%，截至2018年底为20.10亿元，同比增长12.47%，主要系无形资产和其他非流动资产增加所致。

2016-2018年，公司固定资产年均复合下降0.87%，截至2018年底为8.26亿元，同比下降10.80%，主要系子公司重庆市荣昌区兴荣环境综合整治有限责任公司（以下简称“兴荣环境”）旗下污水处理厂划出所致。公司固定资产主要为房屋及建筑物。

2016-2018年，公司在建工程年均复合增长12.78%，截至2018年底为3.45亿元，同比下降13.17%，主要系子公司兴荣环境建设的部分镇街污水处理厂完工并转入固定资产所致。公司在建工程主要为兴荣环境在建的污水处理厂及配套设施。

2016-2018年，公司无形资产快速增长，年均复合增长50.91%，截至2018年底为3.44亿元，同比增长120.83%，系公司于2018年向重庆市荣昌区城市管理局购买位于荣昌区范围内协议总价为5.12亿元的路内停车位收费权，并实际支付3.58亿元所致。同期，公司将原在无形资产科目核算的1.51亿元林地使用权调整至其他非流动资产科目核算。

2016-2018年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长10.14%，截至2018年底为2.22亿元，同比增长128.97%，系公司将原在无形资产科目核算的1.51亿元林地使用权调整至其他非流动资产科目核算。公司其他非流动资产主要为消耗性林木资产和林地使用权。

截至2018年底，公司受限资产合计30.10亿元，占总资产15.83%，其中用于抵押担保的储备土地24.05亿元、用于抵押担保的房屋建筑4.93亿元、受限货币资金1.12亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额206.02亿元，较2018年底增长8.37%，主要系货币资金增长所致。公司货币资金19.23亿元，较2018年底增长132.50%；预付款项8.87亿元，较2018年底增长39.89%，主要系预付财政局的土地出让金增长所致。

2. 资本结构

近年来，公司所有者权益增长较快，实收资本和资本公积占比较大，权益稳定性较好；随着项目投资规模的不断扩大，公司有息债务增长较快，以长期债务为主，债务负担较重，未来两年集中偿还压力较大；未来随着在建项目的持续投入，预计负债水平将进一步增长。

2016-2018年，公司所有者权益增长较快，年均复合增长13.09%，截至2018年底为76.81亿元，同比增长26.98%。其中实收资本20.00亿元，同比增长33.33%，系2018年荣昌区国资委对公司增资5.00亿元所致；资本公积44.65亿元，同比增长29.59%，系公司无偿获得了政府划拨的7宗土地所致；公司未分配利润为11.04亿元，同比增长10.05%。截至2019年3月底，公司所有者权益规模及结构较2018年底相比较为稳定。

2016-2018年，公司负债总额小幅下降，年均复合下降0.94%，截至2018年底为113.29亿元，同比下降4.77%，其中流动负债占30.61%，同比有所增长，负债结构仍然以非流动负债为主。

表10 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		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.20	3.64	0.56	0.47	2.42	2.14	5.46	4.21
应付票据及应付账款	5.09	4.41	0.76	0.64	4.26	3.76	3.63	2.79
其他应付款	23.66	20.50	5.18	4.36	3.01	2.66	3.42	2.64

一年内到期的非流动负债	16.40	14.20	14.95	12.56	22.33	19.71	20.07	15.46
其他流动负债	0.00	0.00	5.00	4.20	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	52.29	45.30	30.17	25.36	34.68	30.61	35.19	27.11
长期借款	34.38	29.78	49.20	41.36	44.29	39.09	56.79	43.74
应付债券	15.04	13.03	19.46	16.36	13.12	11.58	16.35	12.59
长期应付款	2.98	2.58	2.17	1.83	3.89	3.43	4.06	3.13
专项应付款	10.75	9.31	11.20	9.41	10.55	9.31	10.67	8.22
其他非流动负债	0.00	0.00	6.77	5.69	6.77	5.98	6.77	5.21
非流动负债	63.15	54.70	88.80	74.64	78.61	69.39	94.63	72.89
负债合计	115.44	100.00	118.96	100.00	113.29	100.00	129.83	100.00
实收资本	15.00	24.97	15.00	24.80	20.00	26.04	20.00	26.25
资本公积	34.25	57.03	34.45	56.95	44.65	58.12	44.65	58.60
未分配利润	9.15	15.23	10.03	16.58	11.04	14.37	10.41	13.67
所有者权益合计	60.06	100.00	60.49	100.00	76.81	100.00	76.19	100.00

资料来源：根据公司审计报告和季报整理

2016-2018年，公司流动负债波动下降，年均复合下降18.56%，截至2018年底为34.68亿元，同比增长14.97%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。

截至2018年底，公司短期借款2.42亿元，同比增长332.86%，其中，抵押借款1.80亿元，保证借款0.08亿元，质押借款0.55亿元。

2016-2018年，公司应付票据及应付账款波动下降，年均复合下降8.47%，截至2018年底为4.26亿元，同比增长462.34%，主要系公司增资价银行承兑汇票所致，其中银行承兑汇票4.00亿元，应付账款0.26亿元。

2016-2018年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降64.31%，截至2018年底为3.01亿元，同比下降41.83%，主要系公司减少了向其他公司的借往来款所致；从账龄看，1年以内的占70.23%、1-2年占6.52%、2-3年占6.79%，3年以上占16.45%，整体账龄较短。

表11 截至2018年底其他应付款前五名欠款单位
(单位：亿元、%)

单位名称	金额	占比	性质
重庆市荣昌区汇安建筑工程有限公司	0.90	40.09	往来款
重庆市荣昌荣城投资建设有限公司	0.45	20.10	往来款
重庆市荣昌区职业教育中心	0.25	11.16	往来款
重庆万灵山旅游开发集团有限公司	0.12	5.41	往来款

重庆市荣昌区广顺建筑工程有限公司	0.06	2.68	工程款
合计	1.78	79.45	--

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为22.33亿元，同比增长49.40%，其中一年内到期的长期借款15.94亿元、一年内到期的应付债券6.39亿元。

2016-2018年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长11.57%，截至2018年底为78.61亿元，同比下降11.47%，主要系长期借款和应付债券下降所致。

2016-2018年，公司长期借款波动增长，年均复合增长13.50%，截至2018年底为44.29亿元，同比下降9.99%，包括信用借款12.63亿元、保证借款15.92亿元、抵押借款9.04亿元和质押借款6.70亿元。

2016-2018年，公司应付债券波动下降，年均复合下降6.61%，截至2018年底为13.12亿元，同比下降32.60%，主要系减少“12兴荣债”“16兴荣债”和“16兴荣控股PPN001”本金1.58亿元、1.77亿元和3.00亿元所致。公司应付债券余额包括“16兴荣债”7.13亿元和“17兴荣控股PPN001”5.99亿元。

2016-2018年，公司专项应付款变动较小，年均复合下降0.94%，截至2018年底为10.55亿

元,同比下降5.78%,主要系收到S448仁义至大足界和仁义至川渝界改造工程、棚户区专项工程、高升桥项目和吴家盘龙管网工程等项目拨付的专项建设款项。

2016-2018年,公司长期应付款波动增长,年均复合增长14.20%,截至2018年底为3.89亿元,同比增长79.04亿元,全部为有息性质的融资租赁借款。

截至2018年底,公司其他非流动负债6.77亿元,同比无变动,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,未来公司将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,其从中获得固定收益但不承担损益。该部分负债为有息债务。

截至2019年3月底,公司负债合计129.83亿元,较2018年底增长14.60%,主要系长期借款大幅增长所致。其中,长期借款56.79亿元,较2018年底增长28.23%;公司应付债券16.35亿元,较2018年底增长24.63%。

从有息债务来看,2016-2018年,公司全部债务有所增长,年均复合增长8.33%,截至2018年底为86.15亿元。其中短期债务占33.37%、长期债务占66.63%。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,截至2018年底公司调整后短期债务、调整后长期债务和调整后全部债务分别为28.75亿元、68.06亿元和96.81亿元;近三年,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均小幅波动,2018年底分别为59.59%、55.76%和46.98%,公司整体债务负担较重。

截至2019年3月底,公司调整后全部债务106.22亿元,较2018年底下降1.92%;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63.02%、58.23%和50.32%,均较2018年底有所增长。2019-2021年,公司分别需要偿还到期债务36.22亿元、27.19

亿元和15.08亿元,未来两年集中偿还压力较大。

3. 盈利能力

近年来,公司营业收入逐年增长,期间费用控制能力一般,利润对政府补贴存在一定依赖,公司整体盈利能力较弱。

公司营业收入主要为代建项目收入和土地整治收入等。2016-2018年,公司营业收入有所增长,年均复合增长4.20%;2018年公司实现营业收入14.68亿元,同比增长7.39%,其中土地整治收入12.00亿元。2016-2018年,公司营业成本也有所增长,年均复合增长8.20%,受土地整治成本增加影响,成本增速大于收入增速;公司营业利润率持续下降,三年分别为20.96%、18.32%和12.80%。

2016-2018年,公司期间费用年均复合下降5.92%,2018年为1.47亿元,其中管理费用0.58亿元,财务费用为0.88亿元;同期,公司期间费用率波动增长,2018年为10.00%,较2017年增长1.07个百分点,期间费用控制能力一般,对公司营业利润形成一定侵蚀。

2018年,公司其他收益0.70亿元,为收到的政府补助;2016-2018年,公司利润总额分别为1.34亿元、1.25亿元和1.39亿元,公司利润对政府补贴存在一定依赖。

从盈利指标看,2016-2018年,公司总资产收益率呈下降趋势,分别为0.78%、0.63%和0.65%;净资产收益率有所下降,分别为1.80%、1.66%和1.47%,公司整体盈利能力较弱。

2019年1-3月,公司实现营业收入3036.22万元,营业利润率为1.97%;公司期间费用1699.48万元,全部为管理费用;公司利润总额为-5743.47万元。

4. 现金流分析

近年来,公司经营活动资金缺口有所收缩,投资活动现金流净流出增加,筹资活动力度减小。

公司经营活动主要系经营业务收支、与其他公司的往来款等。2016-2018年，公司经营活动现金流入分别为14.81亿元、11.86亿元和27.46亿元，其中2018年收到其他与经营活动有关的现金25.47亿元，主要为收到的往来款；2016-2018年，公司现金收入比波动中大幅下降，分别为62.50%、7.09%和13.54%，考虑到政府债务置换和土地抵偿，公司回款（包括现金回款和非现金回款）情况较好。2016-2018年，公司经营活动现金流出分别为32.77亿元、34.83亿元和29.97亿元，其中2018年支付其他与经营活动有关的现金23.48亿元，主要为往来款支出。2016-2018年，公司经营活动现金流量净额分别为-17.96亿元、-22.97亿元和-2.51亿元，资金缺口有所收缩。

公司投资活动现金流主要是收到和支付理财产品的现金。2016-2018年，公司投资活动现金流入波动下降，年均复合下降30.40%，主要系理财产品投资下降所致；2016-2018年，公司投资活动现金流出波动下降，年均复合下降19.91%，主要系购买理财产品的投资支付的现金波动增长所致。2016-2018年，公司投资活动现金流由净流入转为净流出，分别为0.17亿元、-1.73亿元和-2.21亿元。

2016-2018年，公司筹资活动现金流入波动下降，年均复合增长下降22.01%。其中，2018年公司吸收股东投资收到现金5.00亿元、通过银行借款和发行债券获得资金15.30亿元，通过融资租赁以及收到解付的受限资金而形成其他与筹资活动有关的现金3.00亿元；2016-2018年，公司筹资活动现金流出有所波动，2018年公司偿还借款和债券本息16.92亿元，支付融资租赁和受限定期存单等款项4.42亿元。2016-2018年，公司筹资活动现金流量净额大幅减少，分别为17.45亿元、22.98亿元和1.96亿元。

2019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-3.68亿元。公司投资活动现

金流量净额-0.76亿元，主要仍为购买理财产品支付的现金。公司筹资活动现金流量净额15.00亿元，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

近年来，公司短期支付压力较大，长期偿债能力弱，且对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。考虑到公司获得有力的外部支持，且间接融资渠道通畅，整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2016-2018年，公司流动比率和速动比率均波动下降，2018年底分别为490.19%和206.32%；2019年3月底，公司流动比率和速动比率分别为523.34%和242.43%，较2018年底有所增长。2016-2018年，公司经营现金流量净额持续为负，对流动负债无保障能力；2018年底和2019年3月底，公司非受限现金类资产分别为7.16亿元和18.12亿元，分别为同期调整后短期债务的0.25倍和0.62倍，对短期债务保障能力较弱。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，公司短期支付压力较大。

从长期偿债指标看，2016-2018年，公司EBITDA分别为2.64亿元、2.32亿元和2.46亿元，其中利润总额占比分别为50.80%、51.11%和56.51%；调整后全部债务/EBITDA分别为29.48倍、42.61倍和39.38倍，公司长期偿债能力弱。

截至2019年3月底，公司获得银行授信额度合计108.41亿元，其中尚未使用额度为53.46亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年3月底，公司对外担保金额为49.51亿元，担保比率为64.98%，其中前五名对外担保金额共计23.87亿元，占48.21%，集中度较高，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。

考虑到公司获得有力的外部支持且间接融资渠道通畅，公司整体偿债能力很强。

6. 母公司财务概况

母公司财务方面，截至 2018 年底，母公司资产总额 182.56 亿元（占合并口径 96.03%），同比增长 13.16%，主要系存货大幅增长所致。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 66.51 亿元（占合并口径 86.59%），同比增长 35.40%，主要系实收资本及资本公积大幅增长所致。公司所有者权益以实收资本、资本公积和未分配利润为主。

截至 2018 年底，母公司负债总额 116.05 亿元（占合并口径 102.44%），同比增长 3.43%。公司负债以其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券为主。

2018 年，母公司实现营业收入 12.42 亿元（占合并口径 84.60%），同比下降 4.88%；母公司利润总额为 1.44 亿元（占合并口径的 103.51%），同比增长 0.86%。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行金额 8.00 亿元，分别相当于 2018 年底公司调整后长期债务和调整全部债务的 11.75% 和 8.26%，公司本期中期票据的发行对公司现有债务规模及结构有一定影响。

截至 2018 年底，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 59.59%、55.76% 和 46.98%，以此财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 61.23%、57.71% 和 49.75%，公司债务负担进一步加重，考虑到公司本期中期票据全部用于偿还有息债务，公司实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016-2018 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 1.85 倍、1.48 倍和 3.43 倍；公司经营活动现金流量净额对本期中期票据无保障能力；公司 EBITDA 分别为本期中期票据的 0.33 倍、0.29 倍和 0.31 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖能力尚可，EBITDA 对本期中期票据的覆盖能力较弱。

十、担保措施

本期中期票据由三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人保证的范围包括债券本金及利息，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。担保人承担保证责任的期间为本期中期票据存续期及本期中期票据兑付日起 2 年。票据持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人将免除相应责任。

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，是经国家发改委批准组建的市级担保公司，于 2006 年 9 月挂牌成立，2018 年 6 月更名为现名。截至 2018 年底，三峡担保实收资本 46.50 亿元。股东情况见下表。

表 12 三峡担保股东及持股情况

序号	股东	持股比例(%)
1	重庆渝富资产经营管理集团有限公司	50.00
2	中国长江三峡集团公司	33.33
3	国开金融有限责任公司	16.67
合计		100.00

资料来源：联合资信整理

截至 2018 年底，三峡担保资产总额 117.00 亿元，所有者权益 68.65 亿元。2018 年，三峡担保实现营业收入 11.39 亿元，其中已赚保费收入 5.97 亿元，实现净利润 3.01 亿元。截至 2018 年底，三峡担保期末在保余额 807.17 亿元，其中融资性担保责任余额 471.99 亿元。

经联合资信评定，三峡担保的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。三峡担保担

保实力极强，显著提高了本期中期票据的安全性。

十一、 结论

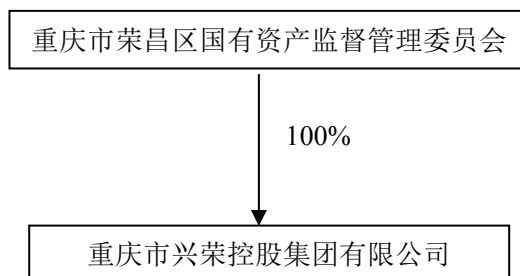
近年来，荣昌区经济稳步增长，为公司提供了良好的外部发展环境。公司作为荣昌区从事基础设施项目建设和国有资产经营的重要实体，承担了部分荣昌区的基础设施建设任务和土地整治业务。公司在资本金注入、资产划拨、土地整治、财政补贴、债务置换等方面获得有力的外部支持。

近年来，公司资产规模有所增长，应收类款项和存货规模较大，土地抵押比例较高，资产流动性较弱、资产质量一般；公司所有者权益增长较快，债务规模增长较快且负担较重，短期支付压力较大；公司营业收入逐年增长，政府回款情况差，整体盈利能力较弱。

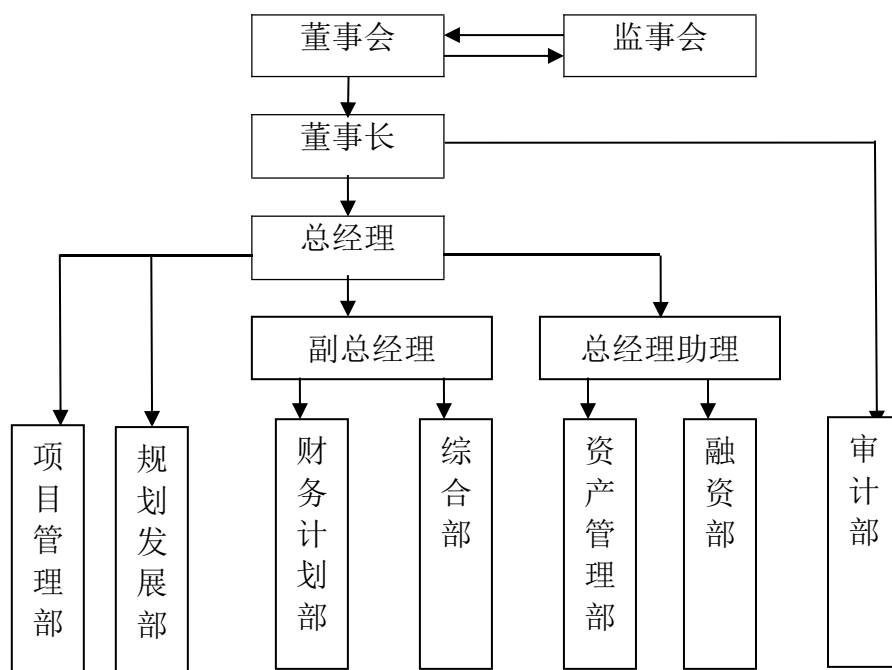
本期中期票据发行后对公司现有债务水平有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖能力尚可。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，且考虑到三峡担保为本期中期票据提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 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。
2	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。
3	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）。
4	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
5	重庆市荣昌区运通公路工程有限公司	100.00	100000000.00	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。
6	重庆市荣昌区康居物业管理有限公司	100.00	30000000.00	物业管理，房地产经纪，房屋维修家政服务、劳务派遣。
7	重庆市荣昌区兴荣环境综合整治有限责任公司	25.00	400000000.00	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
8	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。
9	重庆市荣昌区昌盛建设有限公司	100.00	200000000.00	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。
10	重庆荣盾保安有限公司	100.00	20000000.00	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。
11	重庆市荣昌区兴荣市场管理服务有限公司	100.00	10000000.00	综合贸易市场管理服务；项目招投标服务；政府采购服务；国有土地使用权（不含采矿权）出让服务。

注：公司提供

附件 2 重庆三峡融资担保集团股份有限公司主体长期信用评级报告

附件 3 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.31	12.50	8.28	19.24
资产总额(亿元)	175.50	179.45	190.10	206.02
所有者权益(亿元)	60.06	60.49	76.81	76.19
短期债务(亿元)	25.56	16.11	28.75	29.03
调整后短期债务(亿元)	25.56	21.11	28.75	29.03
长期债务(亿元)	49.41	68.66	57.40	73.13
调整后长期债务(亿元)	52.40	77.60	68.06	77.19
全部债务(亿元)	74.97	84.76	86.15	102.16
调整后全部债务(亿元)	77.95	98.71	96.81	106.22
营业收入(亿元)	13.52	13.67	14.68	0.30
利润总额(亿元)	1.34	1.25	1.39	-0.57
EBITDA(亿元)	2.64	2.32	2.46	--
经营性净现金流(亿元)	-17.96	-22.97	-2.51	-3.68
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.35	1.62	1.00	--
存货周转次数(次)	0.15	0.16	0.15	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.08	0.08	--
现金收入比(%)	62.50	7.09	13.54	114.05
营业利润率(%)	20.96	18.32	12.80	1.97
总资本收益率(%)	0.78	0.63	0.65	--
净资产收益率(%)	1.80	1.66	1.47	--
长期债务资本化比率(%)	45.14	53.16	42.77	48.98
调整后长期债务资本化比率 (%)	46.59	56.20	46.98	50.32
全部债务资本化比率(%)	55.52	58.36	52.87	57.28
调整后全部债务资本化比率(%)	56.48	62.00	55.76	58.23
资产负债率(%)	65.78	66.29	59.59	63.02
流动比率(%)	304.49	535.63	490.19	523.34
速动比率(%)	168.70	315.48	206.32	242.43
经营现金流动负债比(%)	-34.34	-76.16	-7.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	28.35	36.59	35.04	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	29.48	42.61	39.38	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.52	0.45	0.52	--

注：2019 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；调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.74	9.37	6.64	16.92
资产总额(亿元)	154.17	161.33	182.56	207.34
所有者权益(亿元)	24.82	26.04	32.23	66.11
短期债务(亿元)	20.40	15.11	25.58	24.05
长期债务(亿元)	46.41	64.87	53.68	66.83
全部债务(亿元)	66.81	79.98	79.25	90.88
营业收入(亿元)	12.21	13.06	12.42	0.02
利润总额(亿元)	1.04	1.43	1.44	-0.41
EBITDA(亿元)	1.04	1.43	1.44	--
经营性净现金流(亿元)	-18.18	-15.84	0.25	-0.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.63	1.64	0.88	-
存货周转次数(次)	0.18	0.20	0.16	-
总资产周转次数(次)	0.08	0.08	0.07	-
现金收入比(%)	63.62	3.41	5.74	192.09
营业利润率(%)	17.90	17.27	11.69	81.89
总资本收益率(%)	0.77	0.94	0.82	-1.05
净资产收益率(%)	0.85	2.47	1.79	-2.50
长期债务资本化比率(%)	49.21	56.91	44.66	50.27
全部债务资本化比率(%)	58.24	61.95	54.37	57.89
资产负债率(%)	68.93	69.55	63.57	68.12
流动比率(%)	250.13	334.39	287.84	271.41
速动比率(%)	144.40	217.15	129.74	141.27
经营现金流动负债比(%)	-34.00	-37.93	0.46	-
全部债务/EBITDA(倍)	64.43	56.09	55.10	-
EBITDA 利息倍数（倍）	-	-	-	-

注：2019 年一季度财务数据未经审计

附件 5 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×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%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 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 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 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

联合资信评估有限公司关于 重庆市兴荣控股集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

重庆市兴荣控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

重庆市兴荣控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对重庆市兴荣控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，重庆市兴荣控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注重庆市兴荣控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现重庆市兴荣控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对重庆市兴荣控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如重庆市兴荣控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对重庆市兴荣控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与重庆市兴荣控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。