

信用等级公告

联合[2015] 1898 号

联合资信评估有限公司通过对重庆悦来投资集团有限公司及其拟发行的 2016 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

重庆悦来投资集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

重庆悦来投资集团有限公司

2016 年第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年八月二十五日



重庆悦来投资集团有限公司

2016 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续, 并在公司依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2015 年 8 月 25 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	159.64	212.86	250.12	291.02
所有者权益(亿元)	62.61	84.81	87.69	110.31
长期债务(亿元)	77.05	82.63	82.56	126.36
全部债务(亿元)	87.59	108.83	116.07	137.88
营业收入(亿元)	1.81	23.58	26.28	0.77
利润总额(亿元)	1.47	5.33	3.39	-2.30
EBITDA(亿元)	1.48	5.68	4.28	--
经营性净现金流(亿元)	-27.05	10.59	11.80	-2.20
营业利润率(%)	98.71	25.21	24.50	32.96
净资产收益率(%)	1.77	6.29	3.38	--
资产负债率(%)	60.78	60.16	64.94	62.10
全部债务资本化比率(%)	58.32	56.20	56.96	55.55
流动比率(%)	398.74	215.46	166.46	342.94
全部债务/EBITDA(倍)	59.11	16.64	17.40	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.15	0.57	0.34	--

注: 2015 年上半年财务数据未经审计。

分析师

侯煜明 周海涵

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

重庆悦来投资集团有限公司(以下简称“公司”)是重庆悦来片区基础设施建设的开发主体和展览展会市场化运营主体。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其在悦来片区土地开发、基础设施建设等业务方面具有垄断性, 同时在资本金注入、土地出让金返还、税费返还、政府补助及税收优惠等方面获得了当地政府的大力支持等优势。同时, 联合资信关注到公司酒店、会展、房地产、物业管理等业务处于在建阶段或运营初期, 收入规模小; 公司土地存货变现能力受宏观政策、土地及房地产行情影响大等因素给公司信用基本面带来的不利影响。

近年重庆市和重庆两江新区经济和财政实力稳步增强, 悦来片区定位明确, 发展趋势向好, 为公司经营发展提供了良好的外部环境。随着规划业务运营步入正轨和日趋成熟, 公司未来收入有望持续扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 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, 联合资信认为, 公司本期中期票据不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. 近年重庆市和重庆两江新区经济和财政实力稳步增强, 悦来片区定位明确, 发展趋势向好, 为公司经营发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为重庆悦来片区基础设施建设的开发主体和展览展会市场化运营主体, 在悦来片区土地开发、基础设施建设等业务方面具有垄断性。

3. 公司在资本金注入、土地出让金返还、税费返还、政府补助及税收优惠等方面获得了当地政府的大力支持。

关注

1. 公司酒店、会展、房地产、物业管理等业务处于在建阶段或运营初期，收入规模小，盈利能力弱。
2. 公司存货以土地开发成本为主，其变现能力受宏观政策、土地及房地产行情影响大，对资产流动性有一定影响。
3. 本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。
4. 公司2015年6月底债务规模快速上升，资管计划增资扩股金额较大，存在一定集中偿付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与重庆悦来投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与重庆悦来投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因重庆悦来投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由重庆悦来投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、重庆悦来投资集团有限公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至发行人依据发行条款约定赎回时到期有效；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。

一、主体概况

重庆悦来投资集团有限公司（以下简称“悦来集团”或“公司”）成立于 2010 年 4 月 19 日，成立之初名为重庆会议展览馆有限公司，注册资本 3.00 亿元，是重庆市地产集团全资子公司。2010 年 9 月，根据重庆市国资委《关于同意重庆会议展览馆有限公司更名为重庆悦来投资发展有限公司有关事宜的批复》（渝国资[2010]478 号），重庆会议展览馆有限公司更名为重庆悦来投资发展有限公司，公司注册资本增加至 10.00 亿元。2011 年 4 月 15 日，根据重庆市人民政府《关于同意重庆悦来投资发展有限公司管理体制调整的批复》（渝府[2011]32 号），公司出资人由重庆市地产集团变更为重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”），纳入市属国有重点企业进行管理，同年 11 月，公司注册资本变更至 20.00 亿元。2013 年 6 月，公司依据《重庆市国有资产监督管理委员会关于同意重庆悦来发展有限公司更名的批复》（渝国资[2013]263 号），更名为现名。2013 年 11 月，依据《重庆市人民政府关于无偿划转重庆保税港区开发管理有限公司等 4 户企业的批复》（渝府[2013]90 号），公司股权由重庆市国资委无偿划转至重庆两江新区管理委员会（以下简称“两江新区管委会”）。截至 2014 年底，公司注册资本和实收资本为 20.00 亿元。2015 年 6 月 23 日，平安集团、两江新区管委会与悦来集团签订增资扩股协议，平安银行与悦来集团指定主体按 4:1（平安银行 20 亿元优先级、悦来集团 5 亿元劣后级）的比例出资成立平安汇通平安金橙财富 66 号专项资产管理计划，以增资扩股的方式向悦来集团投资人民币 25 亿元，其中 57021.64 万元用于增加悦来集团注册资本，增资后资管计划按比例持有悦来集团 22.18% 的股权，根据资管计划规定，投资期限为 3 年，期限届满前，资管计划要求通过向第三方转让股权或减资退股等方式退出悦来集团股权（如果资管计划向第三方转让股权，两江新区管委会或置顶第三方具有优先受

让权），悦来集团以股权平价收购权维持费方式支付投资收益，资管计划不再参与悦来集团的利润分配。截止本报告出具日，上述注册资本变更正在办理工商营业执照变更手续。两江新区管委会为公司股东和实际控制人。

公司经营范围：利用自有资金对悦来片区开发项目进行投资（不得从事金融业务、法律、法规禁止的不得经营，法律、法规限制的取得许可后经营）；在市政府授权范围内进行土地储备整治；利用自有资金从事投资业务；对旅游资源开发项目进行投资；房地产投资（以上范围不得从事银行、证券、保险等需要取得许可或审批的金融业务）；物业管理（凭资质证书执业）；资产经营管理；河道整治开发管理；酒店管理；会议展览经营服务管理；承办经批准的文化艺术体育交流活动；设计、制作、代理、发布国内外广告；货物及技术进出口。

截至 2015 年 6 月底，公司下设办公室、人力资源部、财务部、投资管理部、土地资产管理部、建造管理部、内控管理部、造价管理部、规划设计部、党群工作室共 10 个部门处室；全资二级子公司 4 家，分别为重庆国际博览中心有限公司（以下简称“国博公司”）、重庆悦来两江国际酒店会议管理有限公司（以下简称“两江酒店”）、重庆悦来兴城资产经营管理有限公司（以下简称“兴城资产”）、重庆两江商务中心置业有限公司（以下简称“两江置业”）。

截至 2014 年，公司合并资产总额 250.12 亿元，所有者权益 87.69 亿元（含少数股东权益 278.32 万元）。2014 年公司实现营业收入 26.28 亿元，利润总额 3.39 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 291.02 亿元，所有者权益 110.31 亿元（含少数股东权益 274.98 万元）。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 0.77 亿元，利润总额-2.30 亿元。

公司注册地址：重庆市渝北区双龙湖街道百果路 99 号；法定代表人：王福清。

二、本期中期票据概况

1. 本期债券概况

公司拟于 2015 年注册中期票据 10 亿元，本期发行额度 10 亿元（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息方式。在本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司在本期中期票据第 4 个和其后每个付息日不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率²在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其

他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如果公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。公司在有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向普通股股东分红或者减少注册资本。公司如果向普通股股东分红或者减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。如果公司发生强制付息事件时但仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（按照目前市场定价，300 个基点高于 AA⁺企业与 AA 企业发行 3 年期债券利率的利差）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（2）本期中期票据在除发生普通股股东分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。首先，公司根据《重庆市人民政府办公厅关于印发重庆市市级企业国有资本经营收益收缴管理办法（试行）的通知》（渝办发【2008】269 号）（以下简称“通知”）上缴国有资本收益，办法规定：经市政府批准设立承担并实施政府公益性、基础设施建设的投资类企业，利润及土地储备净收益由市政府根据当期收益核定上缴。具体管理办法另行制定。国有企业上缴利润以年度合并财务

¹初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

²当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

报表反映的“归属于母公司所有者的净利润”抵扣以前年度未弥补亏损后计算缴纳。

企业在年度终了后 4 个月内进行申报，经国有资本经营预算部门在 10 个工作日内完成审核并签署意见后，向市级财政部门申报；市级财政部门对经国有资本经营预算部门审核的申报单位文件资料进行复核，核定缴款金额、时间，并在 15 个工作日内向申报单位开具“非税收入一般缴款书”，国有资本经营预算部门根据核定缴款金额、时间向企业下达国有资本收益上交通知；申报企业应在收到“非税收入一般缴款书”后 15 个工作日内将款项缴入市级财政。故当年应缴纳的国有资本有益的时间节点为次年。其次，按照该办法公司 2012~2015 年，公司分别缴纳 2011~2014 年的国有资本收益 755.99 万元、2116.73 万元、1900.00 万元和 4013.00 万元。最后，重庆市国资委对下属企业管理者均进行任期经营业绩考核，根据任期经营业绩责任书，市国资委将下属企业的利润总额纳入考核指标。总体看，根据重庆市国资委对下属企业管理者的经营业绩考核，下属企业盈利的可能性大，公司缴纳国有资本收益的可持续性强；从历史国有资本收益缴纳的角度分析，公司业绩良好，持续缴纳国有资本收益的可能性大。公司未来逐年持续缴纳国有资本收益的可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

2. 募投资金用途

本期中期票据募集资金 10 亿元，全部用于偿还银行借款，不用于公益性项目建设，符合[2014]43 号文规定。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持

平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的

货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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,以下简称“《351号文》”),《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括:①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求;②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务,其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况,正式明确其不能纳入政府性债务;③新增“凡债务率超过预警线的地区,必须做出书面说明”。综上,《43号文》及《351号文》的出台,对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日,国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》(国办发[2015]40号),为确保融资平台公司在建项目后续融资,化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来,从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问,到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出,再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地,以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台,融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低,融资平台公司债务短期周转能力有望增强,流动性风险将得以缓释。

整体看,通过多次分类整合,不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范,在政策不断细化的大背景下,政府投融资平台逐步出现两极分化,有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持,未来在城市发展中起到更加突出的作用,无条件的平台将出现功能弱化,面临调整。同时,监管机构对于债券管理也逐步重视,未来从发债审批到后督管理的全程监控,将成为新趋势。

2. 区域经济

目前,公司经营与投资的项目主要集中在

重庆市两江新区的悦来片区,其经营范围、投资方向及融资能力直接受重庆地区经济增长、财政状况和城市建设水平影响,并与城市规划密切相关。

(1) 重庆市经济发展概况

发展概况

重庆市地处长江上游,位于中西结合部,具有承东启西、左右传递的战略地位,是长江上游最大的经济中心、西南工商业重镇和水陆交通枢纽。重庆市1997年3月设立直辖市,辖19个区、21个县,总面积8.24万平方公里,常住人口2945万,其中城镇人口1678.11万人,是全国面积最大、行政管辖最宽、人口最多的直辖市。

根据《2014年重庆市国民经济和社会发展统计公报》数据,2014年,重庆市实现地区生产总值14265.40亿元,比上年增长10.9%。其中,第一产业增加值1061.03亿元,增长4.4%;第二产业增加值6531.86亿元,增长12.7%;第三产业增加值6672.51亿元,增长10.0%。三次产业结构比为7.4:45.8:46.8。非公有制经济实现增加值8750.14亿元,增长11.1%,占全市经济的61.3%。按常住人口计算,全市人均地区生产总值达到47859元(7791美元),比上年增长10.0%。

2014年,重庆市实现工业增加值5175.80亿元,比上年增长12.3%,占全市地区生产总值的36.3%。其中规模以上工业增加值增长12.6%。工业总产值21520.41亿元,增长14.0%。其中规模以上工业企业实现总产值18722.51亿元,同比增长14.6%。其中,大中型企业总产值13378.59亿元,增长11.4%;国有控股企业总产值5031.02亿元,增长10.3%。

2014年,重庆市完成固定资产投资总额13223.75亿元,比上年增长18.0%。其中,第一产业投资486.91亿元,增长10.3%;第二产业投资4167.87亿元,增长17.9%;第三产业投资8568.97亿元,增长18.5%。基础设施建设投资3386.23亿元,增长14.3%,占全市固定资产投资总额的25.6%;民间投资6558.04亿元,

增长 27.1%，占全市固定资产投资的比重为 49.6%。

根据重庆市“十二五”规划，“十二五”期间要实现的基本目标是：到 2015 年，全市地区生产总值在 2010 年基础上翻一番，人均地区生产总值翻一番，城镇居民收入增长 75%。

财政实力

近年来，受两江新区建设提速、扩城战略提升土地价值以及新兴产业效益显现等因素影响，重庆市经济保持稳步发展趋势，地方财政收入波动增长。

从重庆市地方财政总收入构成来看，2012~2014 年重庆市地方一般预算收入年均复合增长 6.22%，其中，2014 年为 1921.88 亿元，其中税收收入 1281.70 亿元，占一般预算收入的 66.69%。

表1 2012~2014年重庆市财政收入情况

科目	2012 年 金额(亿元)	2013 年 金额(亿元)	2014 年 金额(亿元)	三年复合 增长率(%)
一般预算收入	1703.50	1692.92	1921.88	6.22
其中：税收收入	970.20	1112.30	1281.70	14.94
非税收入	733.30	580.62	640.18	-6.56

资料来源：重庆市国民经济和社会发展统计公告，联合资信整理。

政府债务

根据重庆市审计局发布的政府性债务审计报告，截至 2012 年底，全市政府负有偿还责任债务的债务率为 69.90%，总债务率为 92.75%，债务率高。截至 2013 年 6 月底，重庆全市各级政府负有偿还责任的债务 3575.09 亿元，其中信托占 16.92%，BT 占 8.90%，信托、BT 融资占比较高。

总体看，重庆市地区经济增长快速，其经济增长支撑了重庆市财政实力的稳步增强，为市政府加快区域内基础设施建设、增强资源调度能力奠定了良好的基础。但同时，重庆市债务率高，债务压力明显。

(2) 两江新区概况

发展概况

重庆两江新区位于重庆主城区长江以北、

嘉陵江以东，规划面积 1200 平方公里，其中可开发建设面积 550 平方公里，涵盖江北区、渝北区、北碚区三个行政区部分区域及北部新区，拥有内陆唯一的保税港区——两路寸滩保税港区。两江新区于 2010 年 6 月 18 日挂牌成立，为国家级开发开放新区，也是继上海浦东新区、天津滨海新区后，由国务院直接批复的第三个国家级开发开放新区。

两江新区分为现代服务业、先进制造业、都市综合功能区三大板块；形成十大功能区，即江北嘴中央商务区、保税港区、鱼复现代制造和物流区、龙兴先进制造区、北部都市经济园区、空港临港产业区、悦来会展城、蔡家高技术产业区、水复生态产业区、木古出口加工区。在产业布局上，将形成轨道交通、电力装备（含核电、风电等）、新能源汽车、电子信息、节能材料等五大战略性新兴产业，以及国家级研发总部、重大科研成果转化基地、数据中心等三大战略性新兴产业布局，并加快培育一批高成长性新兴产业集群，形成“5+3”的战略布局。

依据两江新区“三步走”发展战略，即“两年初见成效，五年形成框架、十年基本建成”。到 2015 年，实现地区生产总值超过 3200 亿；到 2020 年，两江新区将建成功能现代、产业高端、总部聚集、生态宜居，具有国际影响力和内陆开放示范效应的新区，GDP 达到 6400 亿元，工业总产值达到 10000 亿元。

财政实力

重庆市人民政府给予两江新区发展专项资金、税收返还、资本金支持等政策。根据《关于明确两江新区有关财税扶持政策的函》（渝预函[2011]13 号）、市政府第二次和第三次会议纪要，重庆市政府规定将两江工业开发区 2010~2020 年实现的市、区两级税收返还给两江新区、用于两江工业开发区基础设施建设。重庆市政府授予两江新区管委会对建设资金和专项资金的预算、管理、财政投资评审、财政性资金账户管理、政府采购管理等权限。

两江新区自 2013 年开始独立核算，2013 年一般预算为 223.90 亿元；2014 年财政实力

大幅增长，一般预算收入规模达到 259.80 亿元（其中税收收入占 85.43%）

表2 2013~2014年两江新区财政收入情况

科目	2013 年 金额（亿元）	2014 年 金额（亿元）
一般预算收入	223.90	259.80
其中：税收收入	190.50	221.94
非税收入	33.40	37.86

资料来源：公司提供

总体看，两江新区开发建设已纳入国家发展战略，获得中央及重庆市政府的大力支持。两江新区内外部环境总体有利，经济发展状况向好。

（3）悦来片区概况

渝北悦来片区位于重庆市两江新区西部片区的中心位置，向北辐射水土，南与观音桥及人和呼应，东联空港城市中心，西接蔡家，交通便利，区位优势。其主要由悦来会展城、悦来生态城和悦来智慧城组成。

悦来会展城总面积 8.68 平方公里，位于悦来新城中心位置。西依嘉陵江、东靠麓山郊野公园、北临宝山大桥，南以嘉悦大桥为界，距江北国际机场 8 公里，火车北站 10 公里，距解放碑约 18 公里，毗邻寸滩保税港区，身处由中环高速、绕城高速、金山大道以及即将建成的轻轨六号线所构成的主城快速交通网络，交通便捷。位于悦来会展城中的重庆国际博览中心净展览面积 20 万平方米，居“世界第八、全国第二，西部第一”。

悦来生态城规划面积 3.44 平方公里，位于悦来片区南部。悦来生态城设计以“水蕴山城”为理念，由美国著名规划师担纲设计。生态城将结合现状地形地貌，体现“以山为型，以水为蕴，山水共生”，将悦来生态城打造为中国四个国际生态示范区之一。

悦来片区北部约 6.55 平方公里，正在打造一座智能互联城，通过运用数字技术，构建全方位智能城市系统，开启一种新的未来生活方式。

整体看，作为两江新区十大功能区之一的

悦来片区定位明确，发展趋势向好。未来随着重庆市经济稳步发展以及两江新区建设的不断深入，公司经营发展面临外部环境良好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

根截至2014年底，公司注册资本和实收资本为20.00亿元。2015年6月23日，平安集团、两江新区管委会与悦来集团签订增资扩股协议，协议约定平安银行50亿元资金计划分次到位，首期到位25亿元资金；两江新区管委会在基金入股悦来集团之日起满3年时，向悦来集团拨付不低于50亿元资金，资金来源为土地出让收入、市级税费等。首期到位资金交易结构为平安银行与悦来集团指定主体按4:1（平安银行20亿元优先级、悦来集团5亿元劣后级）的比例出资成立平安汇通平安金橙财富66号专项资产管理计划，以增资扩股的方式向悦来集团投资人民币25亿元，其中57021.64万元用于增加悦来集团注册资本，增资后资管计划按比例持有悦来集团22.18%的股权。截止本报告出具日，上述注册资本变更正在办理工商营业执照变更手续。两江新区管委会为公司股东和实际控制人。

2. 企业规模

2009年2月，国务院发布《关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》（国发[2009]3号），要求重庆打造长江上游地区的“会展之都”，形成区域商贸会展中心。重庆市人民政府依据文件精神提出了重庆西部国际会展城的建设构想，设立悦来集团。公司作为重庆悦来片区基础设施建设的开发主体和展览展会市场化运营主体，在悦来片区土地开发、基础设施建设等业务方面具有垄断性。

3. 人员素质

公司高层管理人员 13 人，其中包括董事长 1 人，总经理 1 人、副总经理 5 人（其中 1 人兼财务总监）。

董事长王福清先生，汉族，四川乐山人，1956年12月出生，研究生学历，工程硕士学位，高级经济师，中共党员；历任重庆消防器材厂车间主任助理、质量管理股股长、副厂长、总厂厂长，重庆市市渝中区工业局副局长、渝中区人民政府副区长兼区委政法委副书记、渝中区委副书记、渝中区人民政府区长、党组书记，重庆市地产集团副董事长，自2013年10月至今任公司董事长、党委书记。

总经理熊寄然先生，汉族，重庆江津人，1965年3月出生，研究生学历，硕士学位，高级工程师，中共党员；历任重庆市江北区房管局副主任科员、主任科员、科长、副局长。重庆市地产集团房屋开发建设部副主任、主任、重庆市地产集团康田置业有限公司总经理、重庆市地产集团副总经理、党委委员，自2013年10月至今任公司总经理、党委委员、董事。

截至2015年6月底，公司共有正式员工525人，从文化程度看，本科及以上学历人员占46.29%，大专学历占26.67%，其余为高中、中专及以下人员；从年龄结构看，30岁以下的占44.95%，30~50岁的占50.86%，50岁以上的占4.19%

总体看，公司高管人员具有政府工作背景及相关公司业务管理经验，职工整体素质较好，年龄结构较轻，目前能够满足公司日常运作需要。

4. 政府支持

资本金注入

公司成立以来多次增资，股东变更为重庆市国资委后于2011年获得重庆市国资委的现金增资，截至2014年底，公司注册资本增加至20亿元。

表3 近年公司获得注资情况（单位：亿元）

时间	注资主体	注资形式	注资金额	注资后实收资本
2011年	重庆市国资委	现金	10.00	20.00

资料来源：公司提供

2013年，根据两江新区管委会《关于下达现代服务综合试点项目支持资金的通知》（两江财预2013-101），下拨公司0.15亿元计入公司“资本公积”会计科目。

根据重庆市人民政府《关于印发重庆市市级企业国有资本经营预算管理办法（试行）的通知》（渝府发[2007]121号），重庆市人民政府2012~2013年分别下拨国有资本经营预算金0.03亿元和0.12亿元，计入公司“资本公积”会计科目。

土地出让金返还

依据重庆市人民政府于2011年2月出具的《关于重庆悦来投资集团有限公司储备土地的批复》（渝府地[2011]132号），悦来片区土地交由公司，储备范围内的土地，未经有关机关批准任何单位不得擅自出让、划拨。

根据两江新区财政局于2014年2月出具的《关于重庆悦来投资集团土地成本和土地出让金返还有关财务处理的函》，在土地成本全额返还的基础上，土地出让金按规定提留后55%返还给公司。

税费返还

根据《重庆市人民政府关于同意重庆悦来投资发展有限公司管理体制调整的批复》（渝府[2011]32号），2012~2013年重庆市人民政府分别返还税费1.26亿元和0.63亿元给公司，计入公司“资本公积”会计科目。

重庆市政府同意2014年8月14日两江新区上报的《重庆两江新区管委会关于两江新区财政管理有关事项的请示》，以2014年为基期年，悦来片区新增企业的市级税收，由市财政补助两江新区，用于支持悦来片区发展。

政府补助

近年公司从重庆市政府和两江新区财政获得城维费补助、国博中心开办费补助、会展专项资金、维稳补贴、贷款贴息补助、国博中心节能补助、国博中心智能补助等多项财政补贴收入，2012~2014年，政府补贴分别为0.21亿元、1.22亿元和1.33亿元。

税收优惠

根据重庆市渝北区地方税务局税务事项通知书（渝北地税税通[2014]310 号），公司子公司兴城资产企业所得税按照西部大开发战略税收政策，减按 10.0%税率征收。

总体看，公司作为重庆悦来片区基础设施建设的开发主体和展览展会市场化运营主体，在资本金注入、土地出让金返还、税费返还、政府补助及税收优惠等方面获得了当地政府的大力支持。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照有关法律法规及《公司章程》的要求，公司建立了董事会、监事会、经理层等规范的法人治理结构，制定了董事会、监事会议事规则及总经理工作细则。董事会为公司的权力机构，经理层根据董事会的授权履行其决策职能，能够对公司日常生产经营实施有效控制，监事会起到了对公司决策层和经营管理层实行监督的职能。

公司设董事会，其成员为 5 人，其中职工代表董事 1 人。董事任期每届三年，任期届满，连选可以连任。董事会设董事长 1 人。董事会行使的职权包括：决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案；制订公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案；决定公司内部管理机构的设置；决定公司总经理、副总经理及其报酬，并根据总经理的提名决定聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人及其报酬事项；制定公司的基本管理制度。

公司设监事会，其成员为 5 人，其中非职工代表 3 人；职工代表 2 人，由公司职工代表大会民主选举产生。监事会设召集人 1 名。监事任期每届三年，监事任期届满，连选可以连任。董事、高级管理人员不得兼任

监事。监事会依法行使的职权包括：检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；依照《公司法》第一百五十二条的规定，对董事、高级管理人员提起诉讼。

公司设总经理 1 名，公司总经理由公司董事会聘任或者解聘，依法行使的职权包括：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制定公司的具体规章；提请聘任或者解聘财务负责人；决定聘任或者解聘除应由董事会决定聘任或者解聘以外的负责管理人员；董事会授予的其他职权。

2. 管理水平

公司的管理制度对各项管理业务的职责分工、运作流程进行了明确的规定，公司建立了比较健全的管理体系，已全面推行制度化的规范管理，制定了包括投融资管理、子公司管理、对外担保管理、全面预算管理、财务管理、人事以及国有资产管理等一系列的管理制度。

为加强公司内部控制，规避风险，提高经济效益，促进公司规范化运作，公司制定了《重庆悦来投资集团有限公司子公司管理办法》，对子公司管理的基本原则、财务、劳动人事、检查与考核以及信息报告等方面进行了规定。

财务管理方面，根据《中华人民共和国会计法》和《企业内部控制规范——基本规范》及相关法律法规，公司制定了《重庆悦来投资集团有限公司财务预算管理办法》，对岗位分工与授权批准、预算编制的控制、预算执行的控制、预算调整的控制、预算分析与考核的控制五个方面做出了详细规定。为

保证国有资产保值、增值，建立、完善企业内部财务管理体系，规范公司内部财务行为，发挥财务在公司管理经营和提高经济效益中的作用，公司制定了《重庆悦来投资集团有限公司财务管理制度》，对财务部门职能、岗位职责、日常工作管理、支票管理、现金管理、会计档案管理以及处罚办法等方面进行了明确。

总体看，公司已初步建立了符合自身发展的法人治理结构和管理体制，完善的管理体系有效地保证了公司的正常运营。

七、经营分析

1. 经营现状

公司作为重庆悦来片区基础设施建设的开发主体和展览展会市场化运营主体，主营业务包括悦来片区土地储备整治、悦来国际博览中心建设、经营服务管理、酒店管理等。公司营业收入主要来自土地一级开发、土地整治管

理、展览展会服务、酒店会议服务。2012~2014年，公司实现营业收入 1.81 亿元、23.58 亿元和 26.28 亿元。悦来片区尚处于开发初期，国际博览中心和会议中心收入、酒店收入、物业管理收入规模较小，土地相关业务在营业收入中占比高，三年均超过 90%。从盈利来源看，公司利润主要来自土地相关业务，其他业务收入规模小，对利润规模影响小。2012 年，公司土地整治收入仅确认管理费收入，导致公司整体毛利率高，为 98.76%；2013 年 9 月后，公司土地业务变更为土地一级开发模式进行记账，确认土地成本，导致公司整体毛利率大幅下降，分别为 25.35%和 24.74%。其他业务规模小，对公司整体毛利率影响有限。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 0.77 亿元，其中主要为会展服务收入和酒店餐饮收入，土地一级开发收入占比很小，系公司土地出让主要集中在下半年所致。2015 年 1~6 月，公司整体毛利率为 37.95%。

表 4 2012~2014 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2012 年度			2013 年度			2014 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	--	--	--	223778.91	94.91	23.64	250788.49	95.41	25.17
土地整治管理	17977.98	99.37	100.00	6096.07	2.59	100.00	--	--	--
酒店餐饮	--	--	--	1217.59	0.52	59.29	4573.58	1.74	71.14
会展服务	62.91	0.35	-258.13	3319.22	1.41	-39.51	7097.03	2.70	-11.67
物业管理	--	--	--	1325.14	0.56	99.89	156.20	0.06	-482.02
其他业务	51.00	0.28	100.00	34.26	0.01	100.00	227.71	0.09	100.00
合计	18091.89	100.00	98.76	235771.20	100.00	25.35	262843.01	100.00	24.74

资料来源：公司提供

注：其他业务包括房地产业务。

2. 主营业务

公司作为重庆悦来片区基础设施建设的开发主体和展览展会市场化运营主体，受重庆市人民政府委托，承担悦来片区 18.67 平方公里范围土地储备整治、开发建设以及重庆国际博览中心的建设运营管理工作。公司采用滚动开发模式，将悦来片区分为三个项目依次开发，分别是 8.68 平方公里会展城项目、3.44 平方公里生态城项目、6.55 平方公里智能城项

目。悦来片区项目主要依靠土地出让收入进行资金平衡，三个项目总投资 442.47 亿元，土地出让收入预计实现 495 亿元。

土地整治及土地开发

公司承担着悦来片区 18.67 平方公里土地一级开发，相关业务由公司本部负责。重庆市财政局和两江新区财政局向公司返还悦来片区土地出让金，以平衡公司的土地整治成本和国博中心等项目建设支出。

2013年9月底前，公司隶属重庆市国资委管辖，根据重庆市财政局出具的《重庆市财政局关于对重庆悦来投资发展有限公司提取管理费用问题的批复》（渝财建[2011]473号），重庆市财政局同意公司按照土地整治建设投入规模的一定比例计提管理费作为营业收入；计提标准分别为：当期土地储备整治工程的征地拆迁补偿安置费按8%计提，当期城市房屋拆迁补偿成本支出总额按4%计提，当期整治工程支出总额按8%计提。公司土地整治管理业务收到的土地出让金返还（包括土地成本和土地增值收益）未计主营业务收入及主营业务成本。其中，收到的土地出让金返还成本部分直接冲抵公司实际整治支付成本（存货），按百分比计提部分为土地整治管理收入。2012~2013年，公司土地整治管理收入分别为1.80亿元和0.61亿元，管理费收入不涉及任何成本，业务毛利率为100.00%。

2013年9月以后，公司控股股东调整为两江新区管委会，公司土地整治开发业务不再计提管理费收入，相关收入计入“土地一级开发”板块。公司收到的土地出让金返还依据相关政策文件规定扣除相关规费税费后，确认为公司土地出让收入，同时，公司对该出让土地的实际发生的成本进行确认，冲减存货，计入主营业务成本。2013~2014年，公司土地一级开发业务收入分别为22.38亿元和25.08亿元，毛利率分别为23.64%和25.17%。

表5 2014年底公司在悦来片区土地投资及开发情况

项目名称	总投资（亿元）	已投资金额（亿元）	规划面积（平方公里）	已开发面积（平方公里）	建设周期
会展城	250.58	87.28	8.68	8.68	2010-2016
生态城	73.00	24.29	3.44	3.44	2014-2017
智能城	118.89	15.52	6.55	3.31	2015-2020
合计	442.47	127.09	18.67	15.43	

资料来源：公司提供

截至2014年底，公司已完成了悦来片区会展城项目8.68平方公里和生态城项目3.44平方公里范围内所有集体土地征地报批、征地拆迁安置以及土地权证办理工作。2015年，公司按照规划启动了智能城项目。

表6 2012~2014年公司土地整治和出让情况

（单位：亩，万元/亩）

年度	征占地面积	整治面积	出让面积	平均出让单价
2012	828	828	346.00	478
2013	3776	3776	1231.00	429
2014	3266	3266	931.55	386

资料来源：公司提供

土地整理完成后，公司自主招商引资，并根据年度资金需求将土地交由重庆市土地和矿业权交易中心进行招、拍、挂。2012~2014年，公司土地整治面积分别为828亩、3776亩及3266亩；分别出让土地346亩、1231亩和931.55亩，平均出让单价分别为478万元/亩、429万元/亩和386万元/亩，平均楼面地价分别为2786元/平方米、2834元/平方米和3251元/平方米，土地出让金分别为16.54亿元、52.81亿元和35.96亿元。截至2014年底，公司可供出让的土地包括会展城2138亩、生态城1858.50亩和智能城2930.40亩。

2015~2017年公司计划分别整治土地2500亩、2000亩和1500亩，需投入12.5亿元、10亿元和7.5亿元；公司计划分别出让土地2280亩、2052亩和969亩，预计能够获取土地出让收入分别为92.11亿元、97.88亿元和52.91亿元。联合资信关注到，公司预测未来土地出让价格高于前期价格，且土地出让计划受国家政策及宏观调控影响大，未来预计出让收入存在一定不确定性。

表7 2015~2017年公司土地整治计划情况

	2015	2016	2017
土地整治（亩）	2500	2000	1500
土地整治支出（亿元）	12.5	10	7.5

土地出让计划（亩）	2280	2052	969
预计平均出让价格（万元/亩）	404	477	546
预计出让收入（亿元）	92.11	97.88	52.91

资料来源：公司提供

基础设施建设

公司进行土地一级开发工作的同时还负责悦来片区内的基础设施建设工作，相关业务由公司本部负责。

截至 2014 年底，公司基础设施建设方面已经完成 8 个项目，累计投资 8.14 亿元；公司在建项目共 3 个，已经完成投资 0.42 亿元；公司拟建项目共 10 个，需要投资 8.29 亿元，根据公司规划，2015 年，公司在建和拟建项目预计投资 6.29 亿元。

表 8 公司在建及拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期	总投资	14 年底累计完成投资	2015 年计划投资
已完成项目				
金山大道悦来段	2012-2014	1.53	1.53	--
悦清大道	2012-2014	1.00	1.00	--
会展公园（一期）	2012-2014	1.79	1.79	--
小湾路	2013-2014	0.13	0.13	--
阳光路	2013-2014	0.88	0.88	--
宝山路（一期）	2013-2014	0.86	0.86	--
悦城路（一期）	2013-2014	1.49	1.49	--
滨江公园（一期）	2013-2014	0.46	0.46	--
合计		8.14	8.14	--
在建项目				
小湾路	2014-2015	0.13	0.08	0.05
国博南路+悦江支路	2014-2015	0.13	0.01	0.12
会展城沥青路面	2014-2015	0.45	0.33	0.12
合计		0.71	0.42	0.29
拟建项目				
会展公园（二期）	2015-2016	1.15	--	1.15
会展城-悦山路	2015-2016	0.61	--	0.61
会展城-嘉兰路	2015-2016	0.62	--	0.62
会展城-悦城路（二期）	2015-2016	0.33	--	0.33
会展城-塘木湾支路	2015-2016	0.31	--	0.06
生态城-悦居路	2015-2016	2.53	--	2.53
生态城-高义口东路	2015-2016	1.24	--	0.37
生态城-高义口西路	2015-2016	0.57	--	0.11
生态城-谢家岩路	2015-2016	0.68	--	0.14
生态城-马头山路	2015-2016	0.25	--	0.08
合计	--	8.29	--	6.00

资料来源：公司提供

公司将基础设施项目的建设成本计入存

货（土地一级开发成本科目），在土地出让时结转成本并确认收入。其中，个别项目（包括学校和消防站项目）属于公益性设施，公司将其建设成本计入“其他非流动资产”会计科目，公益性设施建设完后交由当地政府进行管理。

酒店餐饮

公司酒店业务由下属全资子公司“两江酒店”负责。两江酒店成立于 2011 年，主要负责运营温德姆酒店和重庆悦来国际会议中心。

重庆悦来国际会议中心于 2013 年 7 月建成并投入运营。两江酒店与信诺传播、恒瑞行传播、趋势中国传播机构、海天网络营销机构、中旅国际会议展览有限公司、康辉国际会展商务旅行公司等 6 家国内排名前十的专业会议公司签署了战略合作协议；与世界中医药学会联合会、亚星国际会展集团、中国人才研究会、上海决策者会展集团等 10 家国内会议组织机构签署了会议项目合作意向协议；引进了中华医学会急症峰会、第六届中国会议经济与会议酒店发展大会、越東寮华商大会等千人以上的大会。

温德姆酒店总投资 7.00 亿元，截至 2014 年底已投资 5.38 亿元，建筑面积 5.5 万平方米，拥有客房 400 间。2014 年 10 月温德姆酒店正式营运。除温德姆酒店之外，公司计划在悦来会展城北区规划建四星商务酒店，建设用地总面积 20904 平方米，总投资 13.58 亿元，截至 2014 年底已投资 97 万元。2013~2014 年，公司实现酒店餐饮业务收入分别为 0.12 亿元和 0.46 亿元，毛利率分别为 59.29%和 71.14%。

会展服务

重庆国际博览中心（以下简称“国博中心”）的建设工作由公司本部负责，运营工作主要由公司下属子公司国博公司负责。

国博中心项目总投资 72 亿元，主要包括展馆、会议中心、多功能厅以及沿江台地及附属用房，建筑面积共 60.20 万平方米。其中，展馆部分建筑面积 34.68 万平方米；多功能厅及重庆悦来国际会议中心建筑面积各约 8 万平

方米；沿江台地及附属用房 3.4 万平方米。此外，国博中心室外展场面积 20 万平方米。

2013 年 3 月，国博中心开馆运营。运营以来，国博中心先后举办了“中国（重庆）商品展示交易会、全国制药机械暨中国（重庆）国际制药机械博览会和中国重庆汽车工业展”等多个大型展会；同期，国博中心开办重庆国际博览中心进口商品展示交易中心—韩国馆等长年展，展览面积为 4 万平方米；此外，国博中心开办教育展、塑机展、新加坡重庆之展等自办展。展览活动之外，国博中心还举办多项会议和演出活动，2013~2014 年，公司会展服务业务分别实现收入 0.33 亿元和 0.71 亿元，会展服务运营时间较短，业务尚处于亏损状态，但亏损逐年减少，近两年的毛利率分别为 -39.51%和-11.67%。

物业管理

公司物业管理业务主要由公司子公司兴城资产负责运营。兴城资产成立于 2012 年，注册资本 0.8 亿元，主要负责悦来片区的土地资产、商业资产和物业的经营管理，未来将发展成为悦来新城的城市管理者。截至 2014 年底，兴城资产管理了 115 万平方米物业，重庆国际博览中心场馆外环境绿化保洁及重庆悦来会展城“两横两纵”、“一桥一隧”环境维护。2013~2014 年，兴城资产分别实现营业收入 0.13 亿元和 156.20 万元。

随着悦来片区建设的稳步推进，兴城资产预计在 2017 年将负责 300 万平方米物业和 2300 亩公园的经营管理，每年将形成物业经营收入 1.2 亿元。此外，兴城资产正在规划岸线码头投资方案，计划开发 1 个加汽码头、1 个加油码头、1 个国博码头、1 个货运码头（智能城、沙石水泥）和 1 个游艇码头。岸线码头的建设将拉动悦来片区物流与客流，提升公司收入规模。

房地产和资产经营

公司房地产业务由下属全资子公司两江置业负责。两江置业成立于 2011 年，注册资

本 2 亿元，成立后承接了安置房代建项目，建设资金由公司拨付两江置业，其建设资金由悦来片区土地出让金统一平衡。安置房项目总建筑面积 96137 平方米，总占地面积 22440 平方米，其中住宅 1001 户（计 76813 平方米），商业面积 4622 平方米，车位约 354 个。两江置业之后开发嘉悦江庭一期项目和嘉悦江庭二期项目，建筑面积分别为 24.19 万平米和 10.96 万平米。此两个项目总投资规模为 17.60 亿元，截至 2014 年底，已经累计投资 9.10 亿元。

表 9 公司房地产业务投资情况（单位：平方米，亿元）

项目名称	建筑面积	建设期	总投资额	14 年底累计投资额
安置房	96137	2012-2014	3.80	2.20
嘉悦江庭一期	241916	2013-2015	12.10	7.60
嘉悦江庭二期	109604	2014-2015	5.50	1.50

资料来源：公司提供

总体看，公司在悦来片区土地开发、基础设施建设等业务方面具有垄断性。悦来片区未来可供出让土地面积较多，为公司后继项目建设支出提供了有力的保障；公司酒店、会展、房地产、物业管理等业务处于在建阶段或运营初期，收入规模小，盈利能力较弱，随着上述相关业务运营的步入正轨和日趋成熟并产生协同效应，公司未来收入有望持续扩大。

3. 未来发展

根据公司战略发展规划，经过建设投入高峰期后，公司工作重心将由资源性投资管理转向资产经营管理。

一是以会展产业为龙头推动公司未来发展。2012 年，国务院批准的重庆市城乡总体规划中明确提出了大力发展悦来两江现代国际商务中心体系，突出国际商务、会议展览、文化创意和休闲游憩功能。在未来的发展中，公司将把会展经营与管理、悦来片区城市综合运营服务、商业地产投资与管理、酒店建设与管理作为公司主业，并对悦来片区进行统一规划

与布局，整合各种发展商来投资、开发、经营悦来片区，用全新的商业模式建设一个新的区域和城市。

二是根据公司主业完善及战略转型的需要，形成了“1+4”（1个总公司，4个子公司）的集团化经营骨架，以专业化团队充分参与市场竞争，逐步形成有项目、有特色、有规模的现代服务型企业集团。国博中心主要承担重庆国际博览中心的场馆、展会招商运营等工作，成为会展场馆和大型展会的运营商；两江置业主要承担房地产开发和安置房等政策性代建项目的管理等工作，将通过市场化的手段引导和推动悦来片区的房地产开发；两江酒店主要承担会议中心、酒店的招商运营等工作，将打造高端悦来服务品牌，加强片区配套服务功能；兴城资产将服务于悦来片区的土地资产、商业资产和物业的经营管理，将发展成为悦来新城的城市管理者。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2013年财务数据经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，公司提供的2014年财务数据经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具标准无保留意见的审计结论。2015年二季度财务数据未经审计。

2012年公司合并范围增加了重庆悦来两江国际酒店会议管理有限公司和重庆悦来兴城资产经营管理有限公司，注册资金分别为1.50亿元和0.80亿元；2013年公司合并范围增加了重庆国博广告文化传播有限公司，注册资本为0.05亿元；2014年公司合并范围减少了重庆国博广告文化传播有限公司；2015年1~6月公司合并范围无变化。公司合并范围变化对公司财务数据影响小，公司近三年财务数据可比性强。

截至2014年底，公司合并资产总额250.12亿元，所有者权益87.69亿元（含少数股东权益278.32万元）。2014年公司实现营业收入

26.28亿元，利润总额3.39亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额291.02亿元，所有者权益110.31亿元（含少数股东权益274.98万元）。2015年1~6月公司实现营业收入0.77亿元，利润总额-2.30亿元。

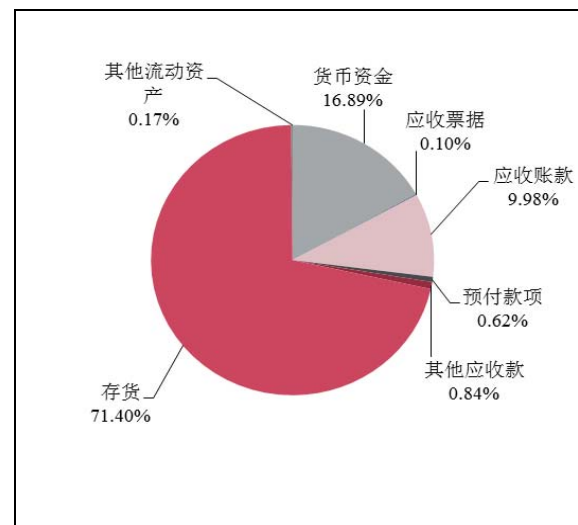
2. 资产质量

2012~2014年公司资产总额快速增长，年均增长25.17%。截至2014年底，公司合并资产总额250.12亿元，其中流动资产占比52.56%，非流动资产占比47.44%。公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

2012~2014年公司流动资产快速增长，年均增长32.79%。截至2014年底，流动资产合计131.45亿元，主要由货币资金（占比16.89%）、应收账款（占比9.98%）和存货（占比71.40%）等构成。

图1 2014年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014年公司货币资金大幅增长，年均复合增长率76.42%。截至2014年底，公司货币资金余额为22.21亿元，其中银行存款占比60.84%，银行存款占比39.13%。其中受限制的货币资金合计8.69亿元，主要是银行承兑汇票的保证金和定期存款质押，受限制货币资金占比39.13%。

2012 年底公司无应收账款，2013~2014 年公司应收账款大幅增长，截至 2014 年底，公司应收账款为 13.12 亿元，同比增长 43.12%。公司应收账款主要是对两江新区管委会应收土地款，且账龄全部为 1 年以内，不能回收可能性小，公司未计提坏账准备。前五名债务人合计应收金额占应收账款总额的 78.71%，集中度高。

表 10 截至 2014 年底公司应收账款前五名债务人情况
(单位：万元，%)

单位名称	年末余额	占比	账龄
两江新区管委会	103052.23	78.55	1 年以内
重庆林皓科泷商贸有限公司	100.00	0.08	1 年以内
众信（北京）国际商务旅行社有限公司	44.40	0.03	1 年以内
重庆长安汽车股份有限公司	39.60	0.03	1 年以内
国药励展展览有限责任公司	26.23	0.02	1 年以内
合计	103262.46	78.71	--

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司其他应收款为 1.10 亿元，主要应收重庆银海融资租赁有限公司融资租赁保证金（0.33 亿元）和重庆市渝北区建筑安全管理站（0.24 亿元）的工程项目其他支出费用。账龄为 1 年以内的占 83.74%，公司未计提坏账准备。

2012~2014 年公司存货波动增长，年均复合增长率 18.62%。截至 2014 年底，公司存货账面余额为 93.86 亿元，公司存货主要为开发成本，系悦来片区土地一级开发项目的土地征用及治理成本、财务费用及管理费用和商品房开发成本。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产稳步增长，年均复合增长率 18.10%。截至 2014 年底，公司非流动资产 118.67 亿元。主要以固定资产（占 55.85%）、无形资产（占 43.25%）和在建工程为主。

近三年公司固定资产快速增长，年复合增长率 3229.70%。2012~2014 年固定资产账面价

值合计分别为 0.06 亿元、22.52 亿元和 66.28 亿元，2014 年底公司固定资产主要为房屋及建筑物（占 98.80%）。2013~2014 年公司固定资产大幅增长的原因是因为公司建设的重庆国际博览中心部分在建工程转固和会展中心的完工转固。

2012~2014 年，公司在建工程快速下降，分别为 47.49 亿元、39.58 亿元和 0.57 亿元。主要是由于会展中心项目完工，该项目资金 43.88 亿元转入固定资产，导致 2014 年公司在建工程大幅下降。

2012~2014 年，公司无形资产波动增长，年均增长率为 20.93%。截至 2014 年底，公司无形资产账面价值合计 51.34 亿元，其中主要是土地使用权。公司对已取得重庆市房地产权证且经符合资质的土地评估机构出具的《土地价值报告》的土地使用权，作为无形资产入账，按评估价值同时增加无形资产与资本公积，待该土地出让后再按原始入账金额同时减少无形资产与资本公积。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 291.02 亿元，较 2014 年底增长 16.35%，主要由货币资金和存货的增长所致，其他科目变动不大。2015 年 6 月底，流动资产合计 166.45 亿元，占 57.20%，非流动资产 124.57 亿元，占 42.80%，资产构成较 2014 年底变化不大。

总体看，公司流动资产中存货主要为土地开发成本及商品房开发成本，其变现能力受宏观政策、土地及房地产行情影响大，对资产流动性有一定影响。公司整体资产质量及流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 18.35%，主要系重庆市财政局和两江新区管委会近年来向公司返还大量土地出让金及政府税费和增加大量土地使用权。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 87.69 亿元，

其中实收资本 20.00 亿元。2013 年公司资本公积为 57.99 亿元,较 2012 年底增长 17.05 亿元,其中,根据渝财企[2012]722 号增加国有资本经营预算 0.12 亿元,根据两江财预 2013-101 文,增加资本金投入 0.15 亿元,土地使用权评估入账 16.15 亿元,根据渝府[2011]32 号文收到重庆市人民政府税费返还 0.63 亿元,均计入公司资本公积。2014 年底,公司资本公积 57.92 亿元同比增加 358 万元,系根据渝府[2012]32 号文件收到的重庆市财政局拨付的悦来片区所收税费返还。

截至 2015 年 6 月底,公司所有者权益较 2014 年底快速增长,为 110.31 亿元,主要为实收资本和资本公积的增长所致。2015 年 6 月 23 日,平安集团、两江新区管委会与悦来集团签订增资扩股协议,成立平安汇通平安金橙财富 66 号专项资产管理计划,其中 5.70 亿元用于增加悦来集团注册资本,记入“实收资本”科目;其余 19.30 亿元记入“资本公积”科目。

总体看,公司所有者权益稳定性尚可。

负债

2012~2014 年,公司负债规模快速增长,年均增长率为 29.39%,主要来自于短期借款、其他流动负债和其他应付款的增加。截至 2014 年底,公司负债合计 162.44 亿元,其中流动负债占 48.61%,非流动负债占 51.39%。

2012~2014 年,公司流动负债快速增长,年均复合增长率 105.52%。截至 2014 年底,公司流动负债合计 78.97 亿元,其中以其他应付款(占 30.58%)、一年内到期的非流动负债(占 23.43%)、其他流动负债(占 19.83%)和短期借款(16.72%)为主。

截至 2014 年底,公司短期借款合计 13.20 亿元,其中质押借款 1.25 亿元(占 9.47%)、抵押借款 1.70 亿元(占 12.88%)、保证借款 8.50 亿元(占 64.39%)、信用借款 1.75 亿元(占 13.26%)。

2012~2014 年,公司其他应付款快速增长,

年均复合增长率 94.73%。截至 2014 年底,公司其他应付款合计 24.15 亿元,其中 1 年以内(含 1 年)的占 84.90%,1 至 2 年(含 2 年)的占 8.01%,2 至 3 年(含 3 年)的占 0.01%,3 年以上的占 7.08%,主要为对重庆两江新区管委会的借款(20.00 亿元)。

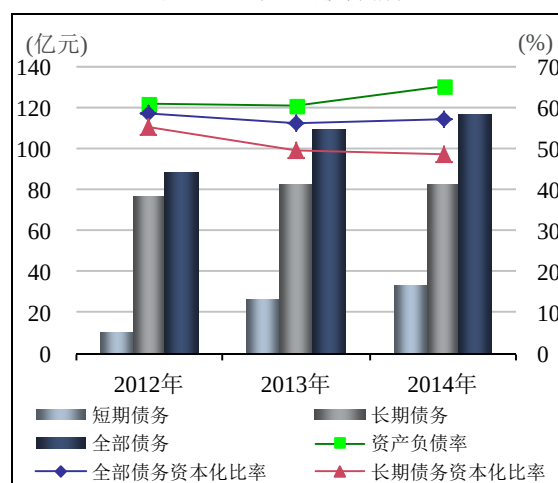
2012~2014 年,公司一年内到期的非流动负债波动增长,年均增长率 32.51%,分别为 10.54 亿元、20.30 亿元和 18.50 亿元,随着长期借款逐步到期,公司面临一定偿债压力。

截至 2014 年底,公司其他流动负债为 15.65 亿元,全部为悦来片区土地开发预估应付款。

非流动负债方面,2012~2014 年,公司非流动负债波动中略有增长,年均复合增长率 3.22%。截至 2014 年底,公司非流动负债 83.47 亿元,主要为长期借款。

2012~2014 年,公司长期借款有所增长,年均复合增长率 4.43%。截至 2014 年底,公司长期借款合计 82.56 亿元,其中质押借款 3.50 亿元(占 4.24%)、抵押借款 67.30 亿元(占 81.52%)、保证借款 11.76 亿元(占 14.24%)。

图 2 近年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

有息债务方面,公司负债以有息债务为主,截至 2014 年底,公司全部债务合计 116.07 亿元,其中短期债务 33.51 亿元,长期债务为 82.56 亿元,从债务结构上来看,公司债务以

长期债务为主，2014 年占比有所下降。2012~2014 年公司长期债务占债务总额的比重分别为 87.97%、75.93%和 71.13%。

债务指标方面，2012~2014 年，公司负债总额和资产总额皆快速增长，但负债增幅略高于总资产增幅，导致近三年公司资产负债率有所上升。2012~2014 年，受所有者权益增速快于长期债务和全部债务增速影响，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率有所下降。截至 2014 年底，公司资产负债率为 64.94%，高于三年平均的 62.68%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 56.96%和 48.49%，低于三年平均值的 57.01%和 50.09%。

截至 2015 年 6 月底，公司负债总额为 180.71 亿元，较 2014 年底增长 11.25%，其中，流动负债占比下降至 26.86%，非流动负债占比上升至 73.14%，主要系长期借款的大幅增长所致。

截至 2015 年 6 月底，公司全部债务为 137.88 亿元，较 2014 年底上升 18.79%，其中短期债务 11.52 亿元，较 2014 年底下降 65.64%；长期债务 126.36 亿元，较 2014 年底增长 53.06%。2015 年 6 月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别 53.39%、55.55%和 62.10%，较 2014 年底分别上升 4.90、-1.41 和 -2.85 个百分点，公司整体债务规模较 2014 年底上升较快，但指标变动小。

2015 年 6 月，平安集团、两江新区管委会与悦来集团签订增资扩股协议，平安银行与悦来集团出资成立平安汇通平安金橙财富 66 号专项资产管理计划，以增资扩股的方式向悦来集团投资人民币 25 亿元，计入注册资产及资本公积科目中。考虑到此次资管计划的性质及特点，将其从资产负债表中剔除及将其认定为长期债务（因其存在减资退股的可能）进行偿债指标测算。测算结果显示，从所有者权益中剔除 25 亿元资管计划，并将其计入长期负债

后，截至 2015 年 6 月底公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 55.97%、65.63%和 60.99%，公司整体债务明显增长。

投资期限为 3 年，期限届满前，资管计划要求通过向第三方转让股权或减资退股等方式退出悦来集团股权（如果资管计划向第三方转让股权，两江新区管委会或置顶第三方具有优先受让权），

总体看，随着公司近年土地整治及在建项目投资规模的增大，公司债务规模逐年增长，公司债务构成以长期债务为主，整体债务负担尚可，但考虑到公司区域建设处于初期阶段，未来投资规模大，公司债务规模可能进一步上升。

4. 盈利能力

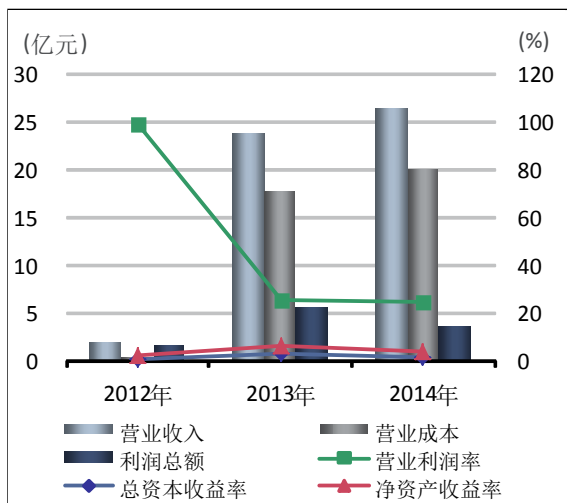
2012~2014 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长率为 281.16%，分别为 1.81 亿元、23.58 亿元和 26.28 亿元。同期，公司营业成本年均复合增长率为 2863.12%。2013 年公司营业收入大幅增加 21.77 亿元，主要是因为 2013 年 9 月以后公司土地开发业务由之前的仅确认计提管理费收入变更为同时确认成本和收入。

期间费用方面，2012~2014 年公司期间费用大幅增长。从构成上来看，管理费用和财务费用占比较大，管理费用主要为国际博览中心等固定资产的折旧摊销，并且随着公司下属子公司的增加，管理费用近年增加明显；公司将较多借款费用资本化计入工程建设成本，致使 2012 年财务费用为负，但 2013、2014 年随着国际博览中心工程的逐步完工，部分借款利息停止资本化，财务费用较 2012 年大幅增长；出于业务经营特点的原因，公司销售费用占比小，但随着酒店会议、展览展会等项目投入运营，销售费用呈逐年增加趋势。2012~2014 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 29.37%、7.84%和 17.42%，公司期间费用控制能力有所减弱。

2012~2014 年,公司营业外支出规模较小。2013~2014 年因取得政府补助公司营业外收入大幅增加。2014 年,公司营业外收入为 1.55 亿元,包括获得 1.33 亿元政府补助和 0.22 亿元的非流动资产处置利得。

从盈利指标看,2012~2014 年,公司营业利润率分别为 98.71%、25.21%和 24.50%;总资本收益率分别为 0.74%、3.20%和 2.63%;净资产收益率分别为 1.77%、6.29%和 3.38%。2014 年,受公司期间费用大幅增长及债务规模持续扩大等因素影响,总资本收益率和净资产收益率同比有所下降,公司盈利指标有所弱化。

图 3 近年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2015 年 1~6 月,公司营业收入为 0.77 亿元,利润总额-2.30 亿元,公司盈利水平低,主要由于公司土地整治及开发项目业务于年底确认收入所致。2015 年 1~6 月,公司营业利润率为 32.96%,主要系酒店餐饮板块毛利率水平较高所致。

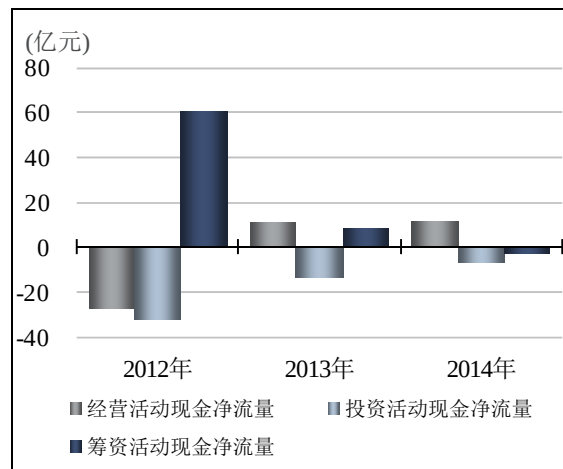
总体看,公司目前营业收入和利润主要来源于土地一级开发相关收入,土地开发业务受宏观政策及土地行情影响大,具有一定的不确定性。未来随着展览展会及酒店服务业务的步入正轨,公司收入和利润规模有望进一步扩大,但目前公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动现金流方面,由于 2013~2014 年公司出让土地的增多以及确认收入的模式改变,公司经营性活动现金流入量快速增长,2012~2014 年均复合增长率为 91.47%,2014 年为 61.24 亿元,其中收到的其他与经营活动相关的现金为 33.97 亿元,主要为收到两江新区管委会划款(20.00 亿元)、收到返还划拨土地成本(8.68 亿元)。近三年,公司在悦来片区土地一级开发方面投入资金较大,使得经营活动现金流出持续较大,分别为 43.76 亿元、27.01 亿元和 49.43 亿元,其中 2014 年支付的其他与经营活动相关的现金为 14.26 亿元,主要为支付土地相关费用(9.47 亿元)、退各单位保证金(1.04 亿元)。同期经营活动现金流净额持续增长,分别为-27.05 亿元、10.59 亿元和 11.80 亿元。2012~2014 年,公司现金收入比分别为 100.00%、61.15%和 103.75%,收现质量一般。

投资活动现金流方面,2012 和 2013 年由于公司在国际博览中心和温德姆酒店等项目建设处于收尾阶段,投资活动现金流出规模逐年减小。2012~2014 年,公司投资活动产生的现金流净额分别为-32.74 亿元、-13.75 亿元和 -0.67 亿元。

图 4 近年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

筹资活动现金流方面,公司筹资规模持续

较大，2012~2014 年，筹资活动流入分别为 71.93 亿元、43.25 亿元和 52.91 亿元，主要为公司借款所收到的现金；公司筹资活动产生的净现金流分别为 60.39 亿元、8.01 亿元和 -3.06 亿元，能较好的弥补公司经营活动和投资活动产生的现金流缺口。

2015 年 1~6 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 11.99 亿元，包含公司营业收入和收到以前年度的应收票据和应收账款，收到其他与经营活动有关的现金 7.13 亿元，主要是政府补贴和往来款；公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金 10.74 亿元和支付其他与经营活动有关的现金 9.05 亿元，经营活动现金流净额为 -2.20 亿元；公司 2015 年 1~6 月，投资活动现金流出 9.67 亿元，系购建固定资产、无形资产支付的现金、投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金；公司筹资活动现金流入合计 80.58 亿元，其中吸收投资收到的现金 25.00 亿元，取得借款收到的现金 32.58 亿元，发行债券收到的现金 23.00 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 38.41 亿元。

整体看，公司经营活动获现能力良好，但收现质量一般；受国际博览中心和温德姆酒店建设收尾，目前公司经营活动产生的现金流净额能够覆盖其投资需求，公司对外融资压力小。但公司未来承建基础设施项目和园区开发项目仍然较多，公司存在持续对外融资需求可能。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2012~2014 年，由于公司流动负债增长高于流动资产增长水平，流动比率逐年下降，分别为 398.74%、215.46% 和 166.46%；公司速动比率波动增长，分别为 41.94%、68.77 和 47.60%。2012~2014 年，公司经营现金流动负债比分别为 -144.70%、23.89% 和 14.95%。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2012~2014 年，公司 EBITDA 波动增长，三年分别为 1.48 亿元、5.68 亿元和 4.28 亿元。公司在债务规模持续扩大以及 EBITDA 的波动增长的综合影响下，全部债务/EBITDA 比率指标波动下降，2012~2014 年分别为 59.11 倍、16.64 倍和 17.40 倍。EBITDA 对债务保障能力弱。但考虑到重庆市及两江新区政府对公司的的大力支持和未来的土地出让，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 6 月底，公司对外担保 23.75 万元，全部为保证担保。

截至 2015 年 6 月底，公司获得各家银行授信额度合计为 128.09 万元，其中未使用 2.75 万元，公司间接融资渠道有待进一步拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据《企业信用报告（自助查询版）》（G10500112023468204），截至 2015 年 8 月 11 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况、重庆两江新区经济发展和财力水平，以及重庆市人民政府和两江新区管委会对于公司各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

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

本期中期票据发行额度为 10 亿元，分别占 2015 年 6 月底全部债务和长期债务的 7.25% 和 7.91%，本期中票发行对公司现有债务有一定的影响。

截至 2015 年 6 月底，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分别为 62.10%、55.55% 和 53.39%，公司 2015 年 6 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，不考虑其他因素，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

将分别上升至71.79%、68.32%和67.24%。公司债务负担进一步上升。考虑到公司发行的2015年7月发行的2015年度第一期中期票据，若本期中期票据发行后，本期中期票据和2015年第一期中期票据合计12.4亿元发行后，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将分别上升至73.42%、70.36%和69.42%，公司债务负担将进一步加重。考虑到本期中期票据及2015年第一期中期票据募集资金均用于偿还银行借款，本期中期票据及2015年第一期中期票据发行后，公司债务指标将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行额度的1.67倍、3.76倍和6.12倍；2012~2014年，公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的-2.71倍、1.06倍和1.18倍；2012~2014年，公司EBITDA分别为本期中期票据发行额度的0.15倍、0.57倍和0.34倍。EBITDA对本期中期票据覆盖程度低，经营活动现金流入对本期中期票据覆盖程度较好。本期中期票据发行额度较大且存在特殊交易条件限制可能存在一定的集中兑付压力。

十、结论

近年重庆市经济发展迅速，经济实力和财政实力稳步增强；两江新区开发建设已纳入国家发展战略，获得中央及重庆市政府的大力支持；作为两江新区十大功能区之一的悦来片区定位明确，发展趋势向好，为公司经营发展提供了良好的外部环境。

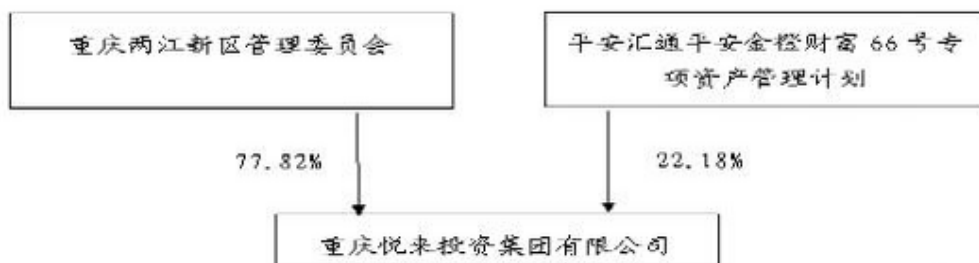
公司作为重庆悦来片区基础设施建设的开发主体和展览展会市场化运营主体，主营业务包括悦来片区土地储备整治、悦来国际博览中心建设、经营服务管理、酒店管理等。公司在资本金注入、土地出让金返还、税费返还、政府补助及税收优惠等方面获得了当地政府

的大力支持。

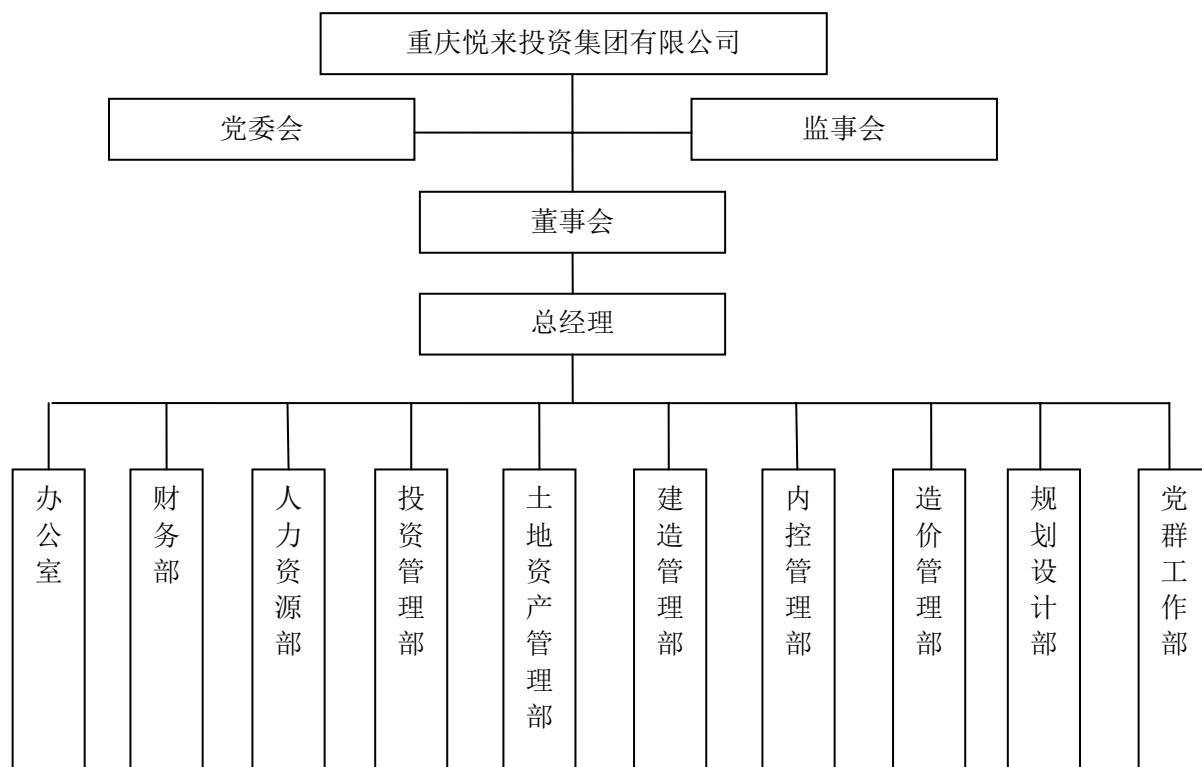
公司流动资产中存货主要为土地开发成本及商品房开发成本，公司整体资产质量及流动性一般；公司所有者权益稳定性好；随着公司近年土地整治及在建项目投资规模的增大，公司债务规模逐年增长，公司债务构成以长期债务为主，整体债务负担尚可；公司整体盈利能力弱；公司经营活动获现能力良好，但收现质量一般，目前公司经营活动产生的现金流净额能够覆盖其投资需求，公司对外融资压力小，但公司未来承建基础设施项目和园区开发项目仍然较多，公司存在持续对外融资需求可能；公司整体偿债能力尚可；公司整体抗风险能力很强。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，公司经营活动现金流对本期中期票据保障程度较好。考虑到公司存量土地规模较大且存在一定升值空间，以及政府支持等因素，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 公司主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.14	17.79	22.35	47.16
资产总额(亿元)	159.64	212.86	250.12	291.02
所有者权益(亿元)	62.61	84.81	87.69	110.31
短期债务(亿元)	10.54	26.20	33.51	11.52
长期债务(亿元)	77.05	82.63	82.56	126.36
全部债务(亿元)	87.59	108.83	116.07	137.88
营业收入(亿元)	1.81	23.58	26.28	0.77
利润总额(亿元)	1.47	5.33	3.39	-2.30
EBITDA(亿元)	1.48	5.68	4.28	--
经营性净现金流(亿元)	-27.05	10.59	11.80	-2.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	5.14	2.34	--
存货周转次数(次)	0.00	0.27	0.25	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.13	0.11	--
现金收入比(%)	100.00	61.15	103.75	1563.51
营业利润率(%)	98.71	25.21	24.50	32.96
总资本收益率(%)	0.74	3.20	2.63	--
净资产收益率(%)	1.77	6.29	3.38	--
长期债务资本化比率(%)	55.17	49.35	48.49	53.39
全部债务资本化比率(%)	58.32	56.20	56.96	55.55
资产负债率(%)	60.78	60.16	64.94	62.10
流动比率(%)	398.74	215.46	166.46	342.94
速动比率(%)	41.94	68.77	47.60	111.11
经营现金流动负债比(%)	-144.70	23.89	14.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	59.11	16.64	17.40	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.67	3.76	6.12	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-2.71	1.06	1.18	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.15	0.57	0.34	--

注：1.2015 年上半年财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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(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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 重庆悦来投资集团有限公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

重庆悦来投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。重庆悦来投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，重庆悦来投资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悦来投资集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现重庆悦来投资集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如重庆悦来投资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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送重庆悦来投资集团有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一五年八月二十五日
