跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1727 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持重庆悦来投资集团有限公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“16悦来MTN001”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十六日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

重庆悦来投资集团有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期[1]	跟踪评级结果	上次评级结果
16 悦来 MTN001	10 亿元	2016/01/27-2019/01/27	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 7 月 26 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.79	22.35	32.42	31.63
资产总额(亿元)	212.86	250.12	322.72	323.58
所有者权益(亿元)	84.81	87.69	115.89	126.30
长期债务(亿元)	82.63	82.56	120.97	124.21
全部债务(亿元)	108.83	116.07	154.37	156.01
营业收入(亿元)	23.58	26.28	23.55	0.45
利润总额(亿元)	5.33	3.39	1.22	-0.44
EBITDA(亿元)	5.68	4.28	7.96	--
经营性净现金流(亿元)	10.59	11.80	-3.39	-6.71
营业利润率(%)	25.21	24.50	36.86	32.03
净资产收益率(%)	6.29	3.38	0.94	--
资产负债率(%)	60.16	64.94	64.09	60.97
全部债务资本化比率(%)	56.20	56.96	57.12	55.26
流动比率(%)	215.46	166.46	220.17	265.21
全部债务/EBITDA(倍)	16.64	17.40	19.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.83	0.80	0.75	--
经营现金流动负债比(%)	23.89	14.95	-4.26	--

注：2016 年一季度财务报表未经审计；长期应付款、其他流动负债中“15 渝悦投 CP001”及其他应付款中部分款项调整至有息债务核算。

分析师

孙宏辰　李苏磊

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.lianheratings.com.cn

[1] “16 悦来 MTN001”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等条款设置；于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续。

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，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。跟踪期内，公司获得了当地政府在土地出让金返还、税收优惠、政府补助及资本金注入等方面的大力支持；同时，跟踪期内公司资产及所有者权益规模快速增长，所有者权益稳定性优良。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司酒店、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状况带来的不利影响。

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。随着公司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。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量对“16悦来MTN001”本金的覆盖程度较高。

综合考虑，联合资信维持公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16悦来MTN001”AA^+的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，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. 跟踪期内，公司获得当地政府在土地出让金返还、税收优惠、政府补助及资本金注入等方面的大力支持。
3. 公司经营活动现金流入量对“16 悦来 MTN001”本金的保障程度较好。

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，收入规模较小，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. 跟踪期内，公司债务规模快速上升，债务负担有所加重。
4. 公司经营性现金流表现为净流出。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于重庆悦来投资集团有限公司主体长期信用、“16 悦来 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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 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、192978.36 万元作为公司资本公积，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越来集团股权（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。截至目前，上述注册资本变更正在办理工商营业执照变更手续，公司章程已做变更，实收资本为 25.70 亿元。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 2016 年 3 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 2015 年底，公司合并资产总额 322.72 亿元，所有者权益 115.89 亿元（含少数股东权

益 305.69 万元）。2015 年公司实现营业收入 23.55 亿元，利润总额 1.22 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 323.58 亿元，所有者权益 126.30 亿元（含少数股东权益 260.26 万元）。2016 年 1~3 月公司实现营业收入 0.45 亿元，利润总额-0.44 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。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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放松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续管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济环境和财政实力

目前，公司经营与投资的项目主要集中在重庆市两江新区，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3016.55万，其中城镇人口1391.02万人，是全国面积最大、行政管辖最宽、人口最多的直辖市。

根据《2015年重庆市国民经济和社会发展统计公报》数据，2015年，全年实现地区生产总值15719.72亿元,比上年增长11.0%。其中，第一产业增加值1150.15亿元，增长4.7%；第二产业增加值7071.82亿元，增长11.3%。第三产业增加值7497.75亿元，增长11.5%。三次产业结构比为7.3:45.0:47.7。非公有制经济实现增加值9637.53亿元，增长11.1%，占全市经济的61.3%。

2015年，重庆市全年实现工业增加值5557.52亿元，比上年增长10.5%，占全市地区生产总值的35.4%。其中规模以上工业增加值增长10.8%。规模以上工业企业实现总产值21404.66亿元，同比增长12.4%。其中，大中型企业总产值14668.15亿元，增长6.3%，占规上工业总产值的68.5%；国有控股企业总产值5415.18亿元，增长8.9%，占规上工业总产值的25.3%；高技术制造业总产值4028.40亿元，增长12.6%，占规上工业总产值的18.8%。

2015年，重庆市完成固定资产投资总额15480.33亿元，比上年增长17.1%。其中，第一产业投资533.24亿元，增长9.5%；第二产业投资4997.96亿元，增长19.9%；第三产业投资9949.12亿元，增长16.1%。基础设施建设投资4356.14亿元，比上年增长28.6%，占全市固定资产投资的28.1%；民间投资7731.64亿元，增长17.9%，占全市固定资产投资的比重为49.9%；工业投资4990.09亿元，增长19.8%，占全市固定资产投资的比重为32.2%。

整体看，2015年重庆市经济发展迅速，经济实力不断增强，未来在国家政策和周边城市的带动下，重庆市经济有望保持持续快速发展趋势。

财政实力

从重庆市地方财政总收入构成来看，2015年重庆市一般公共预算收入2155.10亿元，比上年增长12.13%。其中税收收入1450.88亿元，增长13.20%。一般公共预算支出3793.82亿元，比上年增长14.82%。

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，重庆市经济保持快速发展趋势，地方财政收入增长。

表1 2014~2015年重庆市财政收入情况

（单位：亿元）

科目	2014年	2015年
一般预算收入	1921.88	2155.10
其中：税收收入	1281.70	1450.88
非税收入	640.18	704.22

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。

总体看，近年来，在经济快速发展带动下，重庆市政府财政实力不断增强。

（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创新功能布局，并加快培育一批高成长性新兴产业集群，形成“5+3”的战略性布局。

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。

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。

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。

从两江新区地方财政总收入构成来看，2015年两江新区一般公共预算收入303.4亿元，比上年增长16.78%。其中税收收入253.6亿元，增长14.27%。

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，重庆市经济保持快速发展趋势，地方财政收入增长。

表2　2014~2015年两江新区财政收入情况

（单位：亿元）

科目	2014 年	2015 年
一般预算收入	259.80	303.4
其中：税收收入	221.94	253.6
非税收入	37.86	49.8

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，区位优越。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. 产权情况

截至 2015 年底，公司实收资本为 25.70 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、192978.36 万元作为公司资本公积，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，公司章程已做变更。两江新区管委会为公司控股股东和实际控制人。

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. 政府支持

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。

政府补助

2015 年公司从重庆市政府和两江新区财政获得国博中心开办费补助、营业税金返还、贷款贴息补助、展会补贴、商委流通产业发展扶持资金、渝北区商贸流通企业 20 强奖金等多项财政补贴收入 0.78 亿元，计入“营业外收入”。

资本金注入

2015 年，根据《关于下达悦来集团基础设施补助预算的通知》(两江财预 2015-33、两江财预 2015-221)、《重庆市财政局关于下达重庆悦来投资集团有限公司财政扶持资金预算的通知》（渝财建[2015]376 号）、《重庆市渝北区财政局关于下达安排悦来国博中心基础设施建设资金的通知》（渝北财税[2015]53 号），公司收到两江新区、重庆市及渝北区财政拨付资金共计 3.25 亿元，计入“资本公积”科目。

同期，根据《关于下达 2015 年海绵城市建设专项资金预算的通知》（两江财预 2015-183）、《关于下达 2015 年海绵城市建设

专项资金（地方配套）预算的通知》（两江财预 2015-198）两江新区财政局拨付公司悦来新城海绵城市建设项目专项资金 5.20 亿元，计入“专项应付款”核算。

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，在土地出让金返还、政府补助、税收优惠及资本金注入等方面获得了当地政府的大力支持。

六、管理分析

根据《重庆两江新区管理委员会关于组建重庆悦来集团第二届董事会、监事会及聘任经理层人选的通知》（渝两江管[2015]97 号），重庆两江新区管理委员会决定任命王福清、熊寄然、石键、张龙、王应江为公司第二届董事会董事，其中王福清为董事长，王应江为职工董事；梁汉之、邬达君、李星漪、胡军享、魏映彦为公司第二届监事会监事，其中，胡军享、魏映彦为职工监事；提名熊寄然为公司总经理人选，石键、杨平、陈林、石铁为副总经理人员，张龙为财务总监人选。公司于 2015 年 6 月 29 日发布了《重庆悦来投资集团有限公司关于高管变更的公告》，公告中称此次高管变更不会对公司的生产经营和管理造成重大不利影响。联合资信将持续关注公司总经理及副总经理任命等相关事宜后续情况。

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。2015 年，公司实现营业收入 23.55 亿元，同比下降 10.40，主要系土地一级开发业务收入减少影响。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 80%。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，对利润规模影响有限。

毛利率方面，得益于土地出让价格较高，2015 年，公司土地一级开发业务毛利率较 2014 年上升 11.79 个百分点，达 36.96%；同时，随着国博中心举办展览会数量的增加，会展服务毛利率有所提升，2015 年为 16.06%。综合作用下，公司营业毛利率由 2014 年的 24.74%上升至 37.73%。公司其他业务规模小，对整体毛利率影响不大。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.45 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。2016 年 1~3 月，公司整体毛利率为 37.66%。

表 3　2013～2015 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2013 年度			2014 年度			2015 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	199803.28	84.84	36.96
土地整治管理	6096.07	2.59	100.00	-	-	-	-	-	-
商品房销售收入	-	-	-	-	-	-	13467.47	5.72	28.88
酒店餐饮	1217.59	0.52	59.29	4573.58	1.74	71.14	9046.25	3.84	73.42
会展服务	3319.22	1.41	-39.51	7097.03	2.70	-11.67	7222.05	3.07	16.06
物业管理	1325.14	0.56	99.89	156.20	0.06	-482.02	5117.78	2.17	51.29

其他业务	34.26	0.01	100.00	227.71	0.09	100.00	855.23	0.36	81.21
合计	**235771.20**	**100.00**	**25.35**	**262843.01**	**100.00**	**24.74**	**235512.06**	**100.00**	**37.73**

资料来源：公司提供

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，当期城市房屋拆迁安置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。

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，记入主营业务成本。2015 年，公司土地一级开发业务收入为 19.98 亿元，毛利率为 36.96%。

表 4　截至 2015 年底公司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	226.01	8.68	8.68	2010-2016
生态城	73.00	25.00	3.44	3.44	2014-2017
智能城	118.89	19.63	6.55	3.31	2015-2020
合计	**442.47**	**270.64**	**18.67**	**15.43**	

资料来源：公司提供

截至 2015 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，支付了项目 3.31 平方公里土地的征地拆迁款，尚未进行工程建设。

表 5　2013～2015 年公司土地整治和出让情况

（单位：亩，万元/亩）

年度	征地面积	整治面积	出让面积	平均出让单价
2013	3776	3776	1231.00	429
2014	3266	3266	931.55	386
2015	5250	5250	643.64	427

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。2015 年，公司土地整治面积 5250 亩；出让土地 643.64 亩，同比下降 30.91%，主要是受土地市场行情影响，出价高的购地投资者偏少，公司决定选

择性出让土地；平均出让单价为 427 万元/亩，土地出让金为 27.51 亿元，与预期具有一定差距。截至 2016 年 3 底，公司可供出让的土地包括会展城 1400 亩、生态城 1858.50 亩和智能城 2930.40 亩。

2016~2018 年公司计划分别整治土地 2000 亩、1500 亩和 0 亩，需投入 10.50 亿元、7.50 亿元和 3.00 亿元；公司计划分别出让土地 70 亩、968 亩和 1242 亩，预计能够获取土地出让收入分别为 34.50 亿元、48.40 亿元和 62.10 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 6　2016～2018 年公司土地整治计划情况

	2016	2017	2018
土地整治（亩）	2000	1500	0
土地整治支出（亿元）	10	7.5	3
土地出让计划（亩）	700	968	1242
预计平均出让价格（万元/亩）	477	546	550
预计出让收入（亿元）	34.50	48.40	62.10

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 2015 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 10 个，已经完成投资 7.94 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，2016 年，公司在建和拟建项目预计投资 9.61 亿元。

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。

表 7 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	15 年底累计完成投资	2016 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				
会议展览馆二期配套	2014~2015	3.20	2.20	0.70
国博配套设施用房	2014~2015	0.72	0.25	0.47
悦来小学	2014~2015	0.81	0.55	0.26
国博南路+悦江支路	2014~2015	0.25	0.13	0.12
会展公园（二期）	2014~2015	2.28	1.59	0.69
会展城-悦山路	2014~2015	1.21	0.85	0.36
会展城-嘉兰路	2014~2015	1.23	0.86	0.37
会展城-龙堰湾支路	2014~2015	0.36	0.25	0.11
会展城-悦城路（二期）	2014~2015	0.65	0.46	0.19
会展城-宝山路+滨江南延段	2014~2015	0.84	0.50	0.34
合计		**11.55**	**7.94**	**3.61**
拟建项目				
会展公园（二期）	2016~2017	1.15	--	1.15
会展城-悦山路	2016~2017	0.61	--	0.61
会展城-嘉兰路	2016-2017	0.62	--	0.62
会展城-悦城路（二期）	2016-2017	0.33	--	0.33
会展城-塘木湾支路	2016-2017	0.31	--	0.06
生态城-悦居路	2016-2017	2.53	--	2.53
生态城-高义口东路	2016-2017	1.24	--	0.37
生态城-高义口西路	2016-2017	0.57	--	0.11
生态城-谢家岩路	2016-2017	0.68	--	0.14
生态城-马头山路	2016-2017	0.25	--	0.08
合计	--	**8.29**	--	**6.00**

资料来源：公司提供

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、海天网联营销机构、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、越柬寮华商大会等千人以上的大会。

温德姆酒店总投资 8.00 亿元，截至 2015 年底已投资 6.44 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 2015 年底已投资 1.78 亿元，主要用于购买相关土地，同时，公司已完成对该项目的勘测等前期工作。

2015 年，公司实现酒店餐饮业务收入 0.90 亿元，毛利率为 73.42%。

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。2015 年以来，国博中心先后举办了第十五届中国金属冶金展、第十三届（2015）中国畜牧业博览会、2015 年中国（重庆）电动车、摩托车及新能源汽车展览会和第 16 届立嘉国际机械展览暨立嘉国际机床展等多个大型展会；同期，国博中心还举办重庆春晚等多项演出及演唱会活动，2015 年，公司会展服务业务已开始形成收益，全年实现收入 0.72 亿元，同比增长 1.76%，毛利率为 16.06%。

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 2015 年底，兴城资产管理了 373 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。2015 年，兴城资产实现营业收入 0.51 亿元。

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。

截至 2015 年底，公司安置房项目已全面建设完成，累计完成投资额 3.80 亿元。商品房开发方面，两江置业于 2011 年 12 月 26 日通过招拍挂的方式在悦来片区会展城取得 20.90 万平方米，其中部分地块用于建设嘉悦江庭项目。嘉悦江庭一期项目于 2013 年 9 月完工，建设面积 24.19 万平方米，截至 2015 年底累计投资 10.47 亿元，已于 2014 年 5 月预售；嘉悦江庭二期项目与 2014 年 6 月开工，建设面积

10.96 万平方米，截至 2015 年底累计完成投资 2.69 亿元；嘉悦江庭三期项目于 2015 年 3 月中旬开工，1、2 号楼分别于当年 9 月、10 月达到预售条件，10 月完成一部分精装修及绿化示范区施工并投入使用。2015 年，公司房地产板块取得房屋销售收入 1.35 亿元。

表 8　公司房地产业务投资情况

（单位：平方米，亿元）

项目名称	建设期	总投资额	15 年底累计投资额
安置房	2012-2014	3.80	3.80
嘉悦江庭一期	2013-2015	11.29	10.47
嘉悦江庭二期	2014-2015	5.50	2.69
嘉悦江庭三期	2015~2017	6.73	2.44
合计	-	**27.32**	**19.40**

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2014~2015年度财务报表由大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告，2016年一季度财务数据未经审计。

跟踪期内，公司合并范围未发生变化。

截至2015年底，公司合并资产总额322.72亿元；所有者权益合计115.89亿元（含少数股东权益305.69万元）；2015年公司实现营业收入23.55亿元，利润总额1.22亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 323.58 亿元；所有者权益合计 126.30 亿元（含少数股东权益 260.26 万元）；2016 年 1～3 月公司实现营业收入 0.45 亿元，利润总额-0.44 亿元。

2．盈利能力

2015年，公司营业收入为23.55亿元，同比下降10.40%，主要系公司土地一级开发收入减少所致。同期，营业成本为14.67亿元，同比降

低25.86%。由于营业成本降幅高于营业收入降幅，公司营业利润率显著上升，由2014年的24.50%升至2015年的36.86%。

2015 年，公司期间费用为 8.06 亿元，同比增长 76.04%，主要系财务及管理费用上升所致。2015 年期间费用中，销售费用 0.60 亿元，占 7.41%；管理费用 2.82 亿元，占 34.92%；由于公司债务规模的扩大，利息支出增加较多，导致财务费用增长较快，2015 年达 4.65 亿元，同比增长 94.68%，占期间费用的 57.67%。同时，由于公司营业收入下降，2015 年期间费用占营业收入的比例为 34.23%，较 2014 年的 17.42%大幅上升，期间费用对公司利润侵蚀明显。

2015 年，公司营业外收入大幅下降，为 0.78 亿元，同比下降 49.80%，其中主要为政府补助 0.77 亿元，另有少部分罚款收入；营业外支出 0.18 亿元，其中 0.13 亿元系之前年度在递延收益中的财政补助款使用超支部分，本期转入营业外支出。

2015 年，公司营业利润为 0.62 亿元；利润总额为 1.22 亿元，同比下降 64.04%，公司利润总额对政府补助依赖大。

盈利指标方面，2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.13%和 0.94%，均较 2014 年有所下滑。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.45 亿元，占 2015 年全年的 1.92%；同期，公司营业利润率小幅下降至 32.03%，利润总额为-0.44 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入及成本规模有所下降；受债务规模扩大影响，以利息支出为主的财务费用及管理费用显著增长，期间费用对公司利润侵蚀明显；公司利润总额对补贴收入依赖较大。

3. 现金流

经营活动方面，2015年公司销售商品、提供劳务收到的现金为23.27亿元，同比下降14.67%；同时，收到其他与经营活动有关的现金为5.81亿元，主要由收到的政府补贴款项构成，同比下降82.89%，主要系往来款及土地出让返还减少所致。2015年，公司经营活动现金流出量为32.47亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金27.82亿元。2015年，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.39亿元。现金收入比为98.80%，较2014年的103.75%下降4.95个百分点，收入实现质量有所弱化。整体看，受往来款及土地出让返还减少的影响，公司经营活动现金流表现为净流出，与2014年相比波动大。

投资活动方面，2015年，公司投资活动现金流入量为0.15亿元；同期，投资活动现金流出量为13.30亿元，同比增长97.65%，主要系年内对平安大华基金投资5.00亿元所致。2015年，公司投资活动产生的现金流量净额为-13.15亿元。

2015年，公司主要融资渠道为银行借款及发行债券，筹资活动现金流入量为106.83亿元，同比增长101.91%。2015年筹资活动现金流出量为71.96亿元，主要为偿还债务本息支付的现金共计67.96亿元；同期，公司筹资活动现金流净额为34.88亿元。

2016 年 1～3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 11.39 亿元，主要是由于收到 2015 年土地出让金，故现金收入比为 2514.16%，；经营活动现金流出共计 24.46 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 18.17 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 5.97 亿元。2016 年 1～3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-6.71 亿元。同期，投资活动产生的现金流量净额为-4.14 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 10.48 亿元。

总体看，受往来款及土地出让返还减少的影响，跟踪期内公司经营性现金流表现为净流出，投资活动现金规模在上年的基础上持续扩大，经营性净现金流无法完全覆盖投资支出，公司对外筹资规模大。

4. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额322.72亿元，同比增长29.03%，主要系货币资金、存货和固定资产的增长所致。资产构成中，流动资产占54.27%，非流动资产占45.73%，流动资产占比较上年有所上升。

截至 2015 年底，公司流动资产 175.14 亿元，同比增长 33.23%，主要源于货币资金及存货的增长。从流动资产构成来看，主要包括存货（占比 69.56%）、货币资金（占比 18.50%）和应收账款（占比 10.62%）。

截至2015年底，公司货币资金32.41亿元，同比增长 45.92%，以银行存款为主。截至 2015 年底，公司现金类资产 32.42 亿元，占总资产的比重为 10.46%。

截至2015年底，公司应收账款18.60亿元，同比增长 41.70%。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 99.78%，集中度高。

表 9　截至 2015 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
重庆两江新区财政局	184900.32	99.43	1 年以内
中画医学会	427.11	0.23	1 年以内
重庆林皓科泷商贸有限公司	100.00	0.05	1 年以内
重庆悦来嘉实泥凝土有限公司	73.00	0.04	1 年以内
重庆日报报业集团	48.00	0.03	1 年以内
合计	**185545.43**	**99.78**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司存货为 121.83 亿元，同比增长 29.80%。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、利息支出及储备管理费和商品房开发成本。

截至2015年底，公司非流动资产为147.58亿元，同比增长24.36%，主要系固定资产及持有至到期投资的增长所致。从非流动资产构成看，主要以固定资产（占 59.18%）和无形资产（占 34.80%）为主。

2015 年 6 月，公司购买深圳平安大华汇通财务管理有限公司“平安汇通平安金橙财富 66 号专项资产管理计划”金融产品，面值 5.00 亿元，期限 36 个月，计入“持有至到期投资”科目核算，期末公允价值无变动。

截至2015年底，公司固定资产87.34亿元，同比增长 31.76%，主要系国博中心建成转固所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物构成，占固定资产总额的 99.25%。

截至 2015 年底，公司无形资产为 51.36 亿元，较上年变化不大，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 2016 年 3 月底，公司资产合计 323.58 亿元，较 2015 年底增长 0.26%。其中流动资产占比 54.68%，非流动资产占比 45.32%；非流动资产占比继续下降，资产结构与 2015 年底基本一致且各科目比重变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产结构以流动资产为主；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。

所有者权益

得益于增资扩股及政府补助资金的注入，跟踪期内公司所有者权益大幅增长 32.16%，截至 2015 年底为 115.89 亿元。归属于母公司所有者权益为 115.86 亿元，其中实收资本占 22.18%、资本公积占 69.45%、未分配利润占 7.43%。

截至2016年3月底，公司所有者权益合计126.30亿元，其中归属于母公司所有者权益126.27亿元，少数股东权益260.26万元。2016年1月，公司发行“16悦来MTN001”，永续债务增加资本公积10.00亿元，其余科目变化不大。

总的看，公司所有者权益稳定性好。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额 206.84 亿元，同比增长 27.33%，主要源于其他流动负债、应付债券及长期应付款的增长。从负债总额构成看，流动负债占 38.46%，非流动负债占 61.54%，非流动负债占比较 2014 年底大幅上升。

截至 2015 年底，公司流动负债为 79.55 亿元，同比增长 0.73%，主要来自其他流动负债、预收款项及应付账款的增长。从构成看，流动负债以其他流动负债（占 58.87%）、其他应付款（占 17.01%）、预收款项（占 8.29%）及一年内到期的非流动负债（占 8.24%）为主。

公司应付账款主要为未结算工程款及征地款。受基础设施建设规模扩大影响，截至 2015 年底，公司应付账款为 3.54 亿元，同比增长 88.93%。

截至 2015 年底，公司预收款项为 6.60 亿元，同比增长 113.86%，主要为未结算的场租定金及房屋预售款。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 13.53 亿元，同比下降 43.97%，主要系支付重庆市地产集团欠款所致。从构成看，公司其他应收款主要由应付重庆两江新区管委会、重庆市渝北区围土资源整理储备中心的借款及利息 12.29 亿元、应付江西建工第三建筑有限责任公司等单位的履约保证金 0.56 亿元及代收补贴资金 154.00 万元构成。

截至 2015 年底，公司其他流动负债 46.83 亿元，同比增加 31.17 亿元。其中，悦来片区土地一级开发成本预估应付款期末余额 19.49 亿元，较期初增加 4.41 亿元；国博会展中心及二期建设项目投资预估应付款期末余额共计 15.03 亿元，增加 14.44 亿元；2015 年 6 月 25 日，公司发行“15 渝悦投 CP001”，本息合计 12.31 亿元，计入其他流动负债核算。“15 渝悦投 CP001”已于 2016 年 6 月 25 日到期兑付。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 127.29 亿元，同比增长 52.50%，主要系当年公司新增长期借款、发行债券及承租融资租赁所致。从构成看，公司非流动负债以长期借款（占 78.82%）、应付债券（占 10.82%）和长期应付款（占 11.39%）为主。

截至 2015 年底，公司长期借款为 92.70 亿元，同比增长 12.28%，主要为抵押借款 68.74 亿元及信用借款 18.96 亿元。

2015 年 4 月 29 日，公司发行 7 年期面值 11.00 亿元的“15 渝悦投债”，发行金额 10.86 亿元；同年 7 月 27 日，公司发行 5 年期面值为 2.40 亿元的“15 渝悦投 MTN001”,发行金额 2.39 亿元。按面值计提利息、溢折价摊销后，公司 2015 年底应付债券账面余额 13.77 亿元。

2015 年，公司分别与招银金融租赁有限公司、渝农商金融租赁有限责任公司及中信金融租赁有限公司签订融资租赁合同，承租重庆国际博览中心钢结构（二标段）、消防系统工程、水电及空调系统工程等资产，产生本金共计 17.20 亿元，未确认融资费用 2.70 亿元，净额为 14.50 亿元，纳入长期应付款核算。

2015 年，重庆两江新区财政局将悦来新城海绵城市建设项目专项资金共计 5.20 亿元分两次拨付予公司，计入专项应付款。

截至2016年3月底，公司负债合计197.28亿元，较2015年底下降4.62%，其中除短期借款下降70.59%、应付账款下降70.04%、其他流动负债下降15.60%外，其余主要科目变化不大。构成上，截至2016年三月底，公司负债中流动负债占33.82%，非流动负债占66.18%，仍以非流动负债为主但非流动负债比重较上年末有所上升。

有息债务方面，截至2015年底，公司全部债务为154.37亿元，同比增长33.00%，主要系

发行债券及承租融资租赁所致。全部债务中短期债务占21.64%，长期债务占78.36%。债务指标方面，截至2015年底，公司资产负债率为64.09%，同比小幅下降0.85个百分点；全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为57.12%和51.07%，较2014年末均有一定程度上升。

截至2016年3月底，公司全部债务合计156.01亿元，较2015年底增长1.06%。其中短期债务占全部债务比例下降至20.39%；资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率为60.97%、55.26%和49.58%。考虑到公司2016年发行的“16悦来MTN001”计入资本公积，将其纳入债务核算后，公司上述指标分别为67.19%、56.79%和51.52%。

总体看，跟踪期内，公司通过银行借款及发行债券等渠道补充资金需求，债务规模扩长迅速，债务负担有所加重；公司债务结构以长期债务为主，债务结构符合公司特征。从未来发展看，公司作为重庆市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，承担的建设任务较多，在建项目未来投资规模仍然较大，公司对外融资压力较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至2015年底公司流动比率及速动比率分别为220.17%和67.02%，均较2014年末有较大程度上升，主要系流动负债增速小于流动资产增速所致。截至2016年3月底，上述指标分别为265.21%和57.47%，由于公司流动负债大幅下降带动指标回升。2015年公司经营现金流动负债比为-4.26%，经营性净现金流不具备对流动负债的覆盖能力。考虑到公司短期债务规模小且货币资金充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2015年，公司EBITDA合计7.96亿元；同期，全部债务/EBITDA倍数为19.40倍。公司长期偿债指标较弱，但考虑到公司土地储备规模较大，未来土地出让收入有助于提升公司收入水平，且跟踪期内公司国博中心、酒店及会议中心的运营已初步产生协同效应，未来有望形成稳定收益。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至2016年3月底，公司对外担保为对重庆两江新区土地储备整治中心的担保20.57亿元，担保比率为16.29%。整体看，公司对外担保集中度高，但被担保方为政府机关，公司或有负债风险低。

截至2016年3月底，公司共获得各商业银行授信额度119.59亿元，尚未使用额度6.98亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G10500112023468204），截至2016年5月31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。

7. 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、存续债券偿还能力

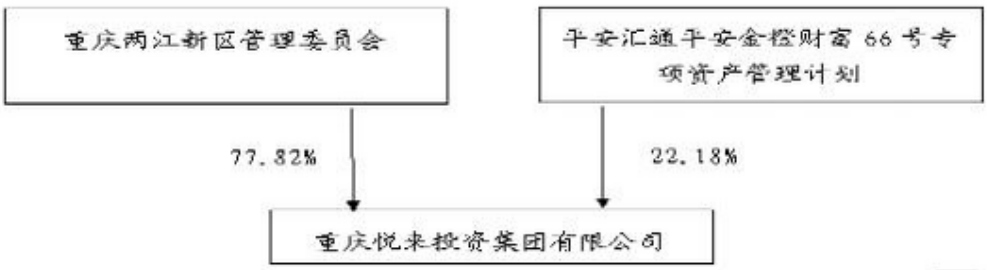
“16悦来MTN001”（以下简称“本期中期票据”）发行额度10.00亿元，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等条款设置。“16悦来MTN001”于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。2015年，公司经营活动产生的现金流入量、净流量及EBITDA分别为29.08亿元、-3.39亿元和7.96亿元，分别为本期中期票据本金总额的2.91倍、-0.34倍和0.80倍。

总的看，公司经营活动现金流入量对“16悦来MTN001”本金的覆盖程度较高。

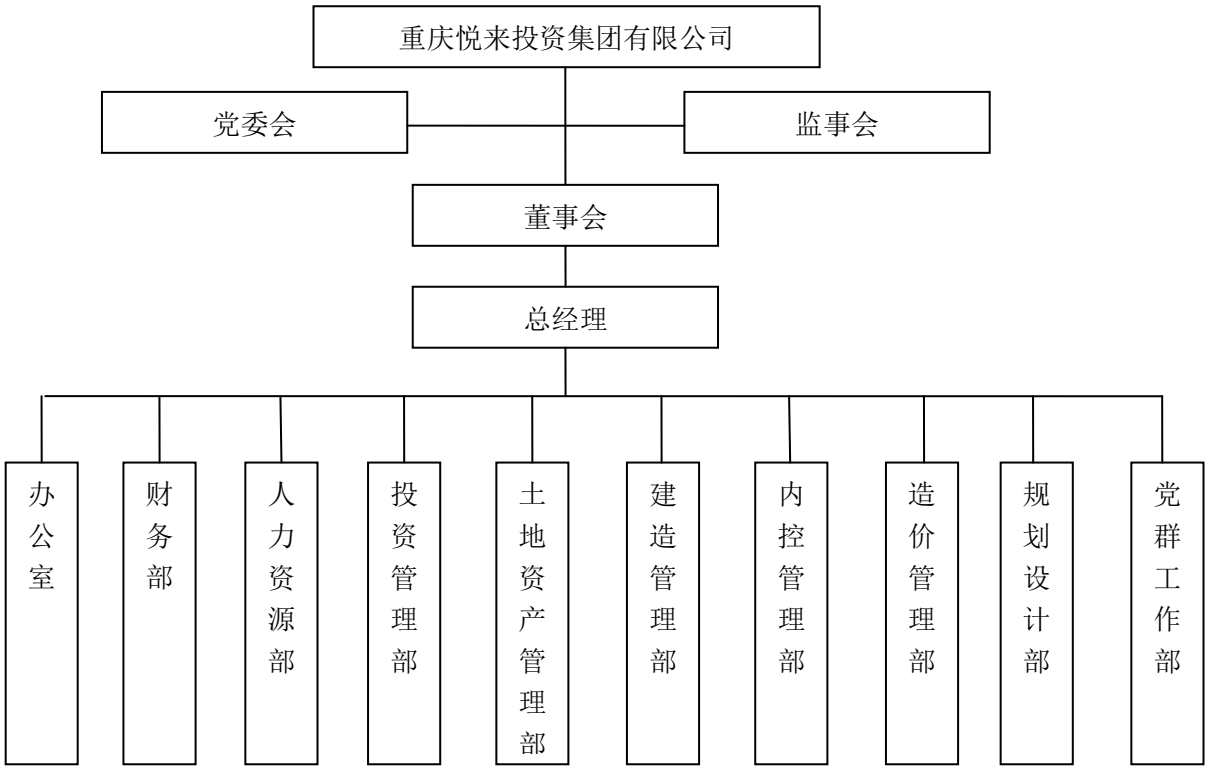
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA^{+}的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16悦来MTN001”AA^{+}的信用等级。

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　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.79	22.35	32.42	31.63
资产总额(亿元)	212.86	250.12	322.72	323.58
所有者权益(亿元)	84.81	87.69	115.89	126.30
短期债务(亿元)	26.20	33.51	33.41	31.80
长期债务(亿元)	82.63	82.56	120.97	124.21
全部债务(亿元)	108.83	116.07	154.37	156.01
营业收入(亿元)	23.58	26.28	23.55	0.45
利润总额(亿元)	5.33	3.39	1.22	-0.44
EBITDA(亿元)	5.68	4.28	7.96	--
经营性净现金流(亿元)	10.59	11.80	-3.39	-6.71
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.14	2.34	1.48	--
存货周转次数(次)	0.27	0.25	0.14	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.11	0.08	--
现金收入比(%)	61.15	103.75	98.80	2514.16
营业利润率(%)	25.21	24.50	36.86	32.03
总资本收益率(%)	3.20	2.63	2.13	--
净资产收益率(%)	6.29	3.38	0.94	--
长期债务资本化比率(%)	49.35	48.49	51.07	49.58
全部债务资本化比率(%)	56.20	56.96	57.12	55.26
资产负债率(%)	60.16	64.94	64.09	60.97
流动比率(%)	215.46	166.46	220.17	265.21
速动比率(%)	68.77	47.60	67.02	57.47
经营现金流动负债比(%)	23.89	14.95	-4.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.64	17.40	19.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.83	0.80	0.75	--

注：2016 年一季度财务报表未经审计；长期应付款、其他流动负债中“15 渝悦投 CP001”及其他应付款中部分款项调整至有息债务核算。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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-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　主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。