跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1471 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

二零一七年七月十一日

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~	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2017 年 7 月 11 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.35	32.42	19.44	28.03
资产总额(亿元)	250.12	322.72	338.90	330.71
所有者权益(亿元)	87.69	115.89	127.95	127.76
短期债务(亿元)	33.51	33.41	27.57	0.07
长期债务(亿元)	82.56	120.97	125.40	150.18
全部债务(亿元)	116.07	154.37	152.97	150.25
调整后全部债务(亿元)	121.71	159.04	157.32	158.92
营业收入(亿元)	26.28	23.55	32.89	0.42
利润总额(亿元)	3.39	1.22	5.43	-0.59
EBITDA(亿元)	4.28	7.96	7.71	--
经营性净现金流(亿元)	11.80	-3.39	-5.85	14.23
营业利润率(%)	24.50	36.86	38.81	37.95
净资产收益率(%)	3.38	0.94	3.59	--
资产负债率(%)	64.94	64.09	62.25	61.37
全部债务资本化比率(%)	56.96	57.12	54.45	54.04
调整后全部债务资本化比率(%)	59.73	58.85	56.00	57.16
流动比率(%)	166.46	220.17	278.71	493.36
经营现金流动负债比(%)	14.95	-4.26	-8.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.40	19.40	19.84	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	28.44	19.98	20.40	--

注：1. 2017 年一季度财务数据未经审计；2.调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息部分。

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、税收优惠及政府补助等方面的大力支持；同时，跟踪期内，因土地一级开发和商品房销售收入规模大幅上升，公司主业盈利能力有所提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司土地存货变现能力受宏观政策、土地及房地产行情影响大，公司经营性现金流表现为净流出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。随着公司业务运营日趋成熟，公司未来收入规模有望持续扩大。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，联合资信确定维持公司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、税收优惠及政府补助等方面的大力支持。
3. 跟踪期内，因土地一级开发和商品房销售收入规模大幅上升，公司主业盈利能力有所提升。

[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。

分析师
孙宏辰　陈 楠

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。
2. 跟踪期内，公司经营性现金流表现为净流出。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

重庆悦来投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于重庆悦来投资集团有限公司主体长期信用及“16 悦来MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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 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，平安集团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。截至 2017 年 3 月底，公司实收资本为 25.70 亿元，两江新区管委会为公司实际控制人。

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 2017 年 3 月底，公司下设办公室、人力资源部、财务部、投资部、土地部、上市办、建造部、内控部、造价部、规划部、党群部共 11 个部门处室；全资子公司 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 2016 年底，公司合并资产总额 338.90 亿元，所有者权益 127.95 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）。2016 年公司实现营业收入 32.89 亿元，利润总额 5.43 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 330.71 亿元，所有者权益 127.76 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）。2017 年 1~3 月公司实现营业收入 0.42 亿元，利润总额-0.59 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、存续债券概况及资金募集使用情况

公司于 2016 年 1 月发行 10.00 亿元“16 悦来 MTN001”，募集资金全部用于偿还银行借款，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。截至 2017 年 3 月底，募集资金已使用完毕。公司于 2017 年 1 月 27 日付息。

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增

强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析及区域经济环境

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。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金

往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

2. 区域经济及财政实力

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《2016年重庆市国民经济和社会发展统计公报》数据，2016年，全年实现地区生产总值17558.76亿元，比上年增长10.7%。其中，第一产业增加值1303.24亿元，增长4.6%；第二产业增加值7755.16亿元，增长11.3%。第三产业增加值8500.36亿元，增长11.0%。三次产业结构比为7.4：44.2：48.4。非公有制经济实现增加值10728.77亿元，增长10.9%，占全市经济的61.1%。

2016年，重庆市全年实现工业增加值6040.53亿元，比上年增长10.2%，占全市地区生产总值的34.4%。其中规模以上工业增加值增长10.3%。其中，国有企业增加值增长0.5%；集体企业下降12.8%，股份制合作企业增长7.5%，股份制企业增长11.6%，外商及港澳台商投资企业增长5.7%，其他经济类型企业增长6.1%。分门类看，采矿业下降4.8%，制造业增长11.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长7.1%。

2016年，重庆市完成固定资产投资总额17361.12亿元，比上年增长12.1%。其中，第一产业投资558.09亿元，增长4.7%；第二产业投资5666.36亿元，增长13.4%；第三产业投资11136.67亿元，增长11.9%。基础设施建设投资5660.87亿元，比上年增长30.0%，占全市固定资产投资的32.6%；民间投资8858.50亿元，增长11.0%，占全市固定资产投资的比重为51.0%。

财政实力

从重庆市地方财政总收入构成来看，2016年重庆市一般公共预算收入2227.9亿元，比上年增长7.1%。其中税收收入1438.4亿元，增长6.0%。一般公共预算支出4001.9亿元，比上年增长4.9%。

表1 2015~2016年重庆市财政收入情况

（单位：亿元）

科目	2015年	2016年
一般预算收入	2155.10	2227.90
其中：税收收入	1450.88	1438.40
非税收入	704.22	789.50

资料来源：重庆市国民经济和社会发展统计公报

整体看，2016年重庆市经济持续稳定增长，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。

（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。

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，2016年两江新区一般公共预算收入136.26亿元，比上年增长1.80%。其中税收收入109.55亿元，增长2.1%。

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，公司经营发展外部环境良好。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司实收资本为25.70 亿元。重庆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

2016 年，公司从重庆市政府和两江新区财政获得会展资金补贴、电子设备采购补助、机器设备采购补助、收商委流通产业 20 强奖金等多项财政补贴收入 0.29 亿元，计入“营业外收入”。

2016 年 9 月，公司收到重庆两江新区财政局拨入悦来新城海绵城市建设项目专项资金 4.00 亿元。根据渝两江财预（2016）368 号文件《重庆两江新区财政局下达关于重庆悦来新城海绵城市建设专项资金预算的通知》，公司于 2016 年 12 月收到专项资金 1.50 亿元，合计 5.50 亿元，均计入“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、政府补助及税收优惠等方面获得了当地政府的大力支持。

七、管理分析

总体看，跟踪期内，公司高管和内部管理体制无变化，可以满足目前公司的经营和发展需要。

八、经营分析

1. 经营概况

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、展览展会服务、酒店会议服务、商品房销售。2016 年，公司实现营业收入 32.89 亿元，同比增长 39.65%，主要系土地一级开发、商品房销售等收入大幅增加所致。悦来片区处于发展期，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，三年占比均超过 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，2016 年，公司土地一级开发业务毛利率较 2015 年上升 6.42 个百分点，达 43.38%；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，2016 年为 22.20%。综合影响下，公司营业毛利率由 2015 年的 37.73%上升至 40.00%。物业管理毛利率大幅下降，系物业管理主要靠政府补助支持，政府补助在第二年才能收到，导致成本上升，毛利率下降。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.42 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。2017 年 1~3

月，公司利润总额-0.59 亿元。

表 2　2014～2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	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	250788.49	95.41	25.17	199803.28	84.84	36.96	265794.74	80.82	43.38
商品房销售	-	-	-	13467.47	5.72	28.88	40661.20	12.36	17.92
酒店服务	4573.58	1.74	71.14	9046.25	3.84	73.42	9387.91	2.85	75.43
会展服务	7097.03	2.70	-11.67	7222.05	3.07	16.06	8922.07	2.71	22.20
物业管理	156.20	0.06	-482.02	5117.78	2.17	51.29	4026.94	1.22	-3.28
其他业务	227.71	0.09	100.00	855.23	0.36	81.21	96.40	0.04	47.00
合计	**262843.01**	**100.00**	**24.74**	**235512.06**	**100.00**	**37.73**	**328889.25**	**100.00**	**40.00**

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。2016 年，公司土地一级开发业务收入为 26.58 亿元，毛利率为 43.38%。

表 3　截至 2017 年 3 月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）	2017 年 4~12 月计划投资额（亿元）	建设周期
会展城	250.58	193.00	8.68	0.15	2010-2018
生态城	73.00	52.70	3.44	0.40	2014-2019
智能城	118.89	49.37	6.55	7.57	2015-2022
合计	**442.47**	**295.07**	**18.67**	**8.12**	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，会展城、生态城、智能城的农村征地任务基本完成，会展城的基础设施建设也基本竣工，目前公司大力推进生态城基础设施建设。智能城还在规划调整阶段，公司仅支付了智能城项目 3.31 平方公里土地的征地拆迁款，工程建设尚未启动。截至 2017 年 3 月底，公司已投资额达到 295.07 亿元，2017 年 4~12 月公司计划投资 8.12 亿元。

表 4　2014～2016 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
2014	3266	3266	931.55	386
2015	5250	5250	643.64	427
2016	0	0	647.54	741

资料来源：公司提供

土地整治方面，2016 年，由于悦来片区的农村征地工作基本完成，公司无新增征地面积。土地出让方面，2016 年公司出让悦来片区土地 647.54 亩，公司当年确认土地一级开发业务收入 26.58 亿元。由于两江新区的发展带动当地的土地价格上升，虽然 2016 年公司出让面积基本与 2015 年持平，但受房价上涨影响，平均出让单价远高于 2015 年。截至 2017 年 3 月底，公司可供出让的土地包括会展城 1485 亩、生态城 705 亩和智能城 3039 亩，为公司后继项目建设支出提供了有力的保障。

2017~2019 年，公司预计在土地整治方面分别投入 8.12 亿元、2.00 亿元和 2.00 亿元，主要为支付征地费尾款。土地出让计划方面，公司计划保持稳定递增的出让步伐，未来三年分别出让 526 亩、760 亩和 808 亩，但具体出让进度需参考土地市场行情。联合资信关注到，公司预测未来土地出让价格低于前期价格，且土地出让计划及出让单价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 5　2017～2019 年公司土地整治计划情况

项目名称	2017	2018	2019
土地整治（亩）	0	0	0
土地整治支出（亿元）	8.12	2.00	2.00
土地出让计划（亩）	526	760	808
预计平均出让价格（万元/亩）	699	700	700
预计出让收入（亿元）	36.78	53.20	56.56

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 2016 年底，公司基础设施建设在建项目预计总投资 5.63 亿元，截至 2016 年底累计已投资 1.49 亿元，2017 年计划投资 4.09 亿元。拟建项目方面，公司拟建项目有 7 个，计划总投资约 11.54 亿元，预计 2017 年投资 6.35 亿元。总体来看，公司 2017 年基础设施建设支出将达 10.44 亿元，面临一定的资本支出压力。

表 6 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	16 年底累计完成投资	2017 年计划投资
在建项目				
方家坪路工程一期	2016.8~2017.9	0.44	0.18	0.26
塘木湾支路	2016.2~2017.6	0.17	0.07	0.10
生态城中心广场	2016.10~2017.6	0.37	0.08	0.29
截污干管沿线道基工程	2016.3~2017.12	0.80	0.50	0.25
园博中心海绵城市改造	2016.4~2017.9	0.73	0.35	0.38
宝山路南延段	2016.12~2017.12	1.23	0.06	1.17
会展公园配套服务用房	2016.10~2017.12	1.30	0.10	1.20
高义路西口	2016.8~2017.9	0.59	0.15	0.44
合计	--	**5.63**	**1.49**	**4.09**
拟建项目				
嘉陵江（悦来段）防洪护岸综合整治工程	2017.5~2018.3	2.70	--	1.35
谢家岩路工程二期（悦礼路）	2017.3~2017.12	0.60	--	0.60
滨江路（智慧城段）	2017.9~2018.9	1.50	--	0.45

草树堡路	2017.4~2018.3	0.77	--	0.46
后河（悦来段）生态环境综合整治工程	2017.3~2018.3	2.00	--	1.00
张家溪（悦来段）生态环境综合整治工程	2017.4~2018.3	2.50	--	1.75
安居路	2017.6~2018.6	1.47	--	0.74
合计	--	**11.54**	--	**6.35**

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。

温德姆酒店于 2014 年 10 月正式营运，温德姆酒店建筑面积 5.5 万平方米，拥有客房 400 间，为公司带来稳定的酒店餐饮收入。2016 年，公司实现酒店餐饮收入 0.94 亿元。除温德姆酒店之外，公司计划在悦来会展城北区建设四星商务酒店，公司于 2013 年投资 1.78 亿元拿地，截至 2016 年底，公司已完成对该酒店项目的勘测、初步规划等前期工作，完整规划尚未出台，四星商务酒店的规划将进一步加强片区的服务配套功能。

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。2016 年国博中心共举办展 23 场，展览面积 1120 万平方米，引进活动 41 场、演出 12 场，常年展项目 2 个。2016 年，公司确认展览展会收入 8922.07 万元，较上年增长 23.54%。

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 2017 年 3 月底，兴城资产管理 373 万平方米物业，主要包括重庆国际博览中心场馆外环境绿化保洁、重庆悦来会展城“两横两纵”、“一桥一隧”环境维护和悦清大道等。2016 年，公司实现物业管理收入 0.40 亿元。

随着悦来片区建设的稳步推进，兴城资产在 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 2017 年 3 月底，安置房代建项目已全部交房，由公司直接向居民进行安置。

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获得 20.90 万平方米土地进行项目开发，土地获取成本为 10.03 亿元，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 月开工，建设面积 24.19 万平方米，已投资额度达到 11.14 亿元，截至 2016 年底，已交房共计 1192 套，余 7 套已认购，余 9 套待售；嘉悦江庭二期项目于 2014 年 6 月开工，建设面积 10.96 万平方米，已投资额度 4.64 亿元，截至 2016 年底，已交房共计 872 套，余 5 套已认购；嘉悦江三期项目于 2015 年 3 月中旬开工，截至 2016 年底，已投资 4.51 亿元，共计 6 栋住宅，已有 4 栋取得预售许可证，4 栋共 968 套房产，剩余 260 套未售，18 套已认购，尚有 2 栋计划于 2017 年 10 月动工，预计于 2018 年 6 月预售。2016 年，公司房地产板块业务确认商品房销售收入 4.07 亿元。

表 7　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	16 年底累计投资额
安置房	2012~2014	3.80	2.95
嘉悦江庭一期	2013~2015	11.29	11.14
嘉悦江庭二期	2014~2015	5.50	4.64
嘉悦江庭三期	2015~2017	6.73	4.51
合计	--	**27.32**	**23.24**

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。

九、财务分析

1．财务质量及财务概况

公司提供的2016年度合并财务报表已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2017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2016年底，公司合并资产总额338.90亿元；所有者权益合计127.95亿元（含少数股东权益0.03亿元）；2016年公司实现营业收入

32.89亿元，利润总额5.43亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 330.71 亿元；所有者权益合计 127.76 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2017 年 1～3 月公司实现营业收入 0.42 亿元，利润总额-0.59 亿元。

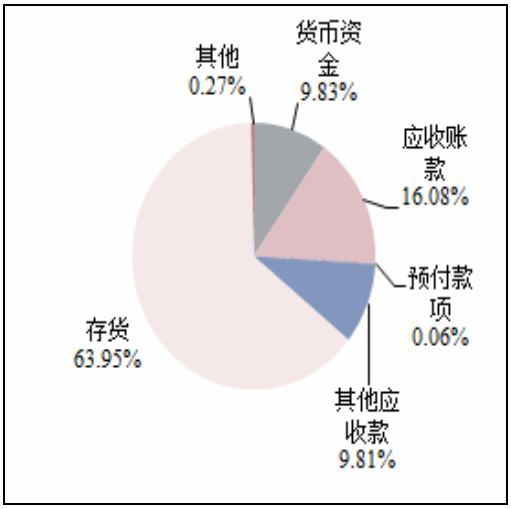
2．资本及债务结构

资产

截至2016年底，公司资产总额338.90亿元，同比增长5.01%。资产构成中，流动资产占58.31%，非流动资产占41.69%，流动资产占比较上年底有所上升。

截至 2016 年底，公司流动资产 197.62 亿元，同比增长 12.83%，主要源于应收账款和其他应收款的增长。从流动资产构成来看，主要包括存货（占比 63.95%）、货币资金（占比 9.83%）、应收账款（占比 16.08%）和其他应收款（占比 9.81%）。

图 1　截至 2016 年底公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

截至2016年底，公司货币资金19.43亿元，同比下降40.05%，以银行存款为主。截至2016年底，受限制的货币资金为承兑汇票保证金695.12万元。

截至2016年底，公司应收账款31.77亿元，同比增长70.85%。公司应收账款主要是对重庆两江新区财政局的应收账款，占应收账款总额的99.50%，集中度高。但不能回收可能性小，公司未计提坏账准备。

截至 2016 年底，公司其他应收款 19.40 亿元，同比增长2035.13%。公司其他应收款主要是对重庆两江新区土地储备整治中心的往来款，占其他应收账款总额的95.77%，集中度高，但不能回收可能性小，公司未计提坏账准备。

表 8　截至 2016 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：万元，%）

债务人名称	账面余额	账龄	占比
重庆两江新区土地储备整治中心	188574.00	1 年以内	95.77
渝农商金融租赁有限责任公司	1800.00	1 至 2 年	1.02
重庆市劳动保障监察总队	765.60	5 年以上	0.43
渝北区清欠追薪工作领导小组办公室	634.88	3 至 4 年	0.36
重庆市渝北区悦来新城建设管理委员会	400.00	1 年以内	0.23
合计	**192174.48**	**--**	**97.81**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司存货为 126.37 亿元，同比增长 3.73%。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2016年底，公司非流动资产为141.28亿元，同比下降4.27%，主要系固定资产和在建工程下降所致。从非流动资产构成看，主要以固定资产（占 56.07%）和无形资产（占39.22%）为主。

截至2016年底，公司固定资产79.21亿元，同比下降9.30%，主要系公司对预转固的国博展馆的账面原值调整所致。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99.37%。

截至 2016 年底，公司无形资产为 55.40 亿元，同比增长 7.87%，系土地使用权转出划拨增加无形资产所致。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 2017 年 3 月底，公司资产合计 330.71 亿元，较 2016 年底下降 2.42%。其中流动资产占比 57.38%，非流动资产占比 42.62%。

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

截至2016年底，公司所有者权益合计127.95亿元，同比增长10.41%，主要系其他权益工具增加所致。2016年，公司于2016年1月发行永续中期票据10.00亿元。截至2016年底，公司所有者权益中实收资本占比20.09%，资本公积占比62.41%，未分配利润占比8.52%。

截至2017年3月底，公司所有者权益合计127.76亿元，构成较2016年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性好。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 210.95 亿元，同比增长 1.99%，主要源于一年内到期的非流动负债、应付债券、专项应付款的增长。从负债总额构成看，流动负债占 33.61%，非流动负债占 66.39%，非流动负债占比较 2015 年底有所上升。

截至 2016 年底，公司流动负债为 70.90 亿元，同比下降 10.87%。从构成看，流动负债以其他流动负债（占 40.53%）、其他应付款（占 7.91%）、预收款项（占 6.67%）及一年内到期的非流动负债（占 38.79%）为主。

截至 2016 年底，公司预收款项为 4.73 亿元，同比下降 28.30%，系 2016 年确认部分商品房销售收入所致，主要为未结算的场租定金及房屋预售款。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 5.61 亿元，同比下降 58.57%，主要系往来款下降所致。从构成看，公司其他应收款主要由应付重庆市渝北区国土资源整理储备中心 1.39 亿元的往来借款、购房客户 0.11 亿元的代收契税等构成。

截至 2016 年底，公司其他流动负债 28.74 亿元，同比下降 38.62%，主要系预提费用-在建工程预转固预估款、应付短期融资券下降所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 140.05 亿元，同比增长 10.03%。从构成看，公司非流动负债以长期借款（占 44.35%）、应付债券（占 38.05%）和长期应付款（占 9.27%）为主。

截至 2016 年底，公司长期借款为 62.11 亿元，同比下降 33.00%，为中国进出口银行、交通银行重庆分行的抵押借款 24.82 亿元、信用借款 27.31 亿元、工商银行渝中支行的质押借款 7.40 亿元和重庆银行两江新区支行、华侨银行的保证借款 2.58 亿元。

截至 2016 年底，公司应付债券为 53.29 亿元，同比增长 286.98%。主要系 2016 年公司新增中市协注【2016】0112 号理财直融工具 3.98 亿元、16 悦来投资 PPN91 私募债 15.16 亿元和“16 悦来债”公司债 20.37 亿元所致。

截至 2016 年底，公司专项应付款为 10.70 亿元，同比增长 105.77%，系公司 2016 年收到的重庆两江新区财政局财政拨款和重庆悦来新城海绵城市建设专项资金共计 5.50 亿元所致。

截至2017年3月底，公司负债合计202.95亿元，较2016年底下降3.79%。构成上，截至2017年3月底，公司负债中流动负债占比18.96%，非流动负债占81.04%，仍以非流动负债为主，且非流动负债比重持续上升。

有息债务方面，截至2016年底，公司全部债务为152.97亿元，较2015年底变化不大。全部债务中短期债务占18.02%，长期债务占

81.98%。债务指标方面，截至2016年底，公司资产负债率为62.25%，同比下降1.84个百分点；调整后全部债务资本化率和调整后长期债务资本化比率分别为56.00%和51.21%，较2015年底均有一定程度下降。若考虑把永续中票调整为有息债务，公司全部债务为162.97亿元，公司资产负债率为65.20%，调整后全部债务资本化率和调整后长期债务资本化比率分别为59.55%和53.44%。

截至2017年3月底，公司全部债务合计150.25亿元，较2016年底变化不大。其中短期债务占全部债务比例下降至0.05%；资产负债率、调整后全部债务资本化比率及调整后长期债务资本化比率为61.37%、57.16%和57.15%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模变化不大；公司债务结构仍以长期债务为主，债务结构符合行业特征。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，在建项目未来投资规模仍然较大，公司对外融资压力较大。

3. 盈利能力

2016年，公司营业收入为32.89亿元，同比增长39.65%，主要系公司土地一级开发收入和商品房销售增长所致。同期，营业成本为19.73亿元，同比增长34.55%。由于营业收入增幅高于营业成本增幅，公司营业利润率有所上升，由2015年的36.86%升至2016年的38.81%。

2016 年，公司期间费用为 7.54 亿元，同比下降 6.45%，主要系财务及管理费用下降所致。其中，销售费用 0.71 亿元，占 9.42%；管理费用 2.41 亿元，占 31.96%；由于融资成本下降，导致财务费用有所下降，2016 年为 4.42 亿元，同比下降 4.95%，占期间费用的 58.62%。同时，由于公司营业收入上升，2016 年期间费用占营业收入的比例为 22.92%，较 2015 年的 34.23%大幅下降，但期间费用对公司利润侵蚀仍较大。

2016 年，公司营业外收入大幅下降，为 0.30 亿元，同比下降 61.54%，主要为政府补助 0.29 亿元；营业外支出 0.10 亿元，主要是 2016 全球汽车论坛、亚洲能源论坛、世界旅游城市联合大会的专项补贴支出。

2016 年，公司营业利润大幅增至 5.22 亿元；利润总额为 5.43 亿元，同比增长 345.55%，公司利润总额对政府补助依赖有所减弱。

盈利指标方面，2016 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.96%和 3.59%，均较 2015 年大幅上升。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.42 亿元，占 2016 年全年的 1.28%；同期，公司营业利润率小幅下降至 37.95%，利润总额为-0.59 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入有所增长，主业盈利能力增强，期间费用对公司利润侵蚀有所下降；公司利润总额对补贴收入依赖有所减弱。

4. 现金流

经营活动方面，2016年公司销售商品、提供劳务收到的现金为17.46亿元，同比下降24.98%；同时，收到其他与经营活动有关的现金为15.10亿元，同比增长159.82%，主要由往来款构成。2016年，公司经营活动现金流出量为38.40亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金26.99亿元。2016年，公司经营活动产生的现金流量净额为-5.85亿元。现金收入比为53.07%，较2015年的98.80%下降45.73个百分点，收入实现质量显著弱化。整体看，受政府返还土地出让金滞后的影响，公司经营活动现金流净流出规模持续上升。

投资活动方面，2016年，公司无投资活动现金流入；同期，投资活动现金流出量为8.79亿元，同比下降33.93%，主要系主要工程国博中心二期已竣工，投入较上年减少所致。2016年，公司投资活动产生的现金流量净额为-8.79亿元。

2016年，公司筹资活动现金流入量为66.44

亿元，同比下降37.81%，主要为收到其他与筹资活动有关的现金。2016年筹资活动现金流出量为64.30亿元，主要为偿还债务支付的现金共计54.24亿元；同期，公司筹资活动现金流净额为2.14亿元，同比大幅下降。

2017 年 1～3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 11.79 亿元，经营活动现金流出共计 6.72 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 6.36 亿元。公司经营活动产生的现金流量净额为 14.23 亿元。同期，投资活动产生的现金流量净额为-1.56 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-4.04 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流净流出规模持续上升，投资活动现金流出有所下降，需公司对外筹资来满足经营活动和投资活动的需要，但筹资规模同比有所下降。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至2016年底公司流动比率及速动比率分别为278.71%和100.48%，均较2015年底有较大程度上升。截至2017年3月底，上述指标分别为493.36%和160.65%，由于公司流动负债大幅下降致使指标提升。2016年公司经营性净现金流为负，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，2016年，公司EBITDA合计7.71亿元；同期，调整后全部债务/EBITDA为20.40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 2017 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 21.64 亿元，担保比率为 16.94%。整体看，公司对外担保集中度高，被担保方为政府机关，公司或有负债风险低。

截至2017年3月底，公司共获得各商业银行授信额度205.71亿元，尚未使用额度96.57亿元，公司间接融资渠道畅通。

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 2017 年 5 月 18 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。

十、存续期内债券偿债能力分析

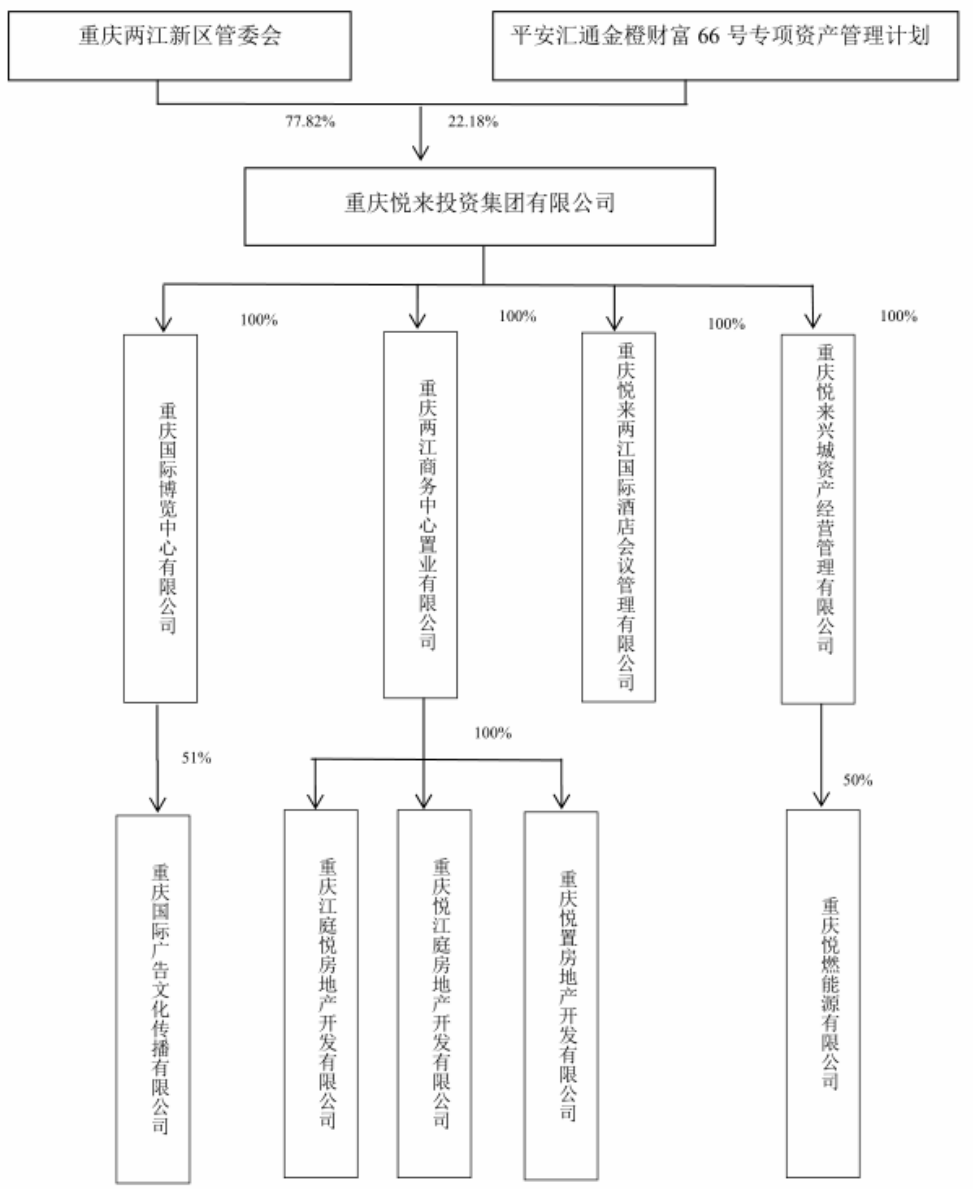
公司于 2016 年 1 月发行 10.00 亿元“16 悦来 MTN001”，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等条款设置。“16 悦来 MTN001”于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。2016 年，公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入量和净流量分别为 7.71 亿元、32.55 亿元和-5.85 亿元，分别为“16 悦来 MTN001”10.00 亿元本金的 0.77 倍、3.26 倍和-0.59 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对“16 悦来 MTN001”的保障程度较高。

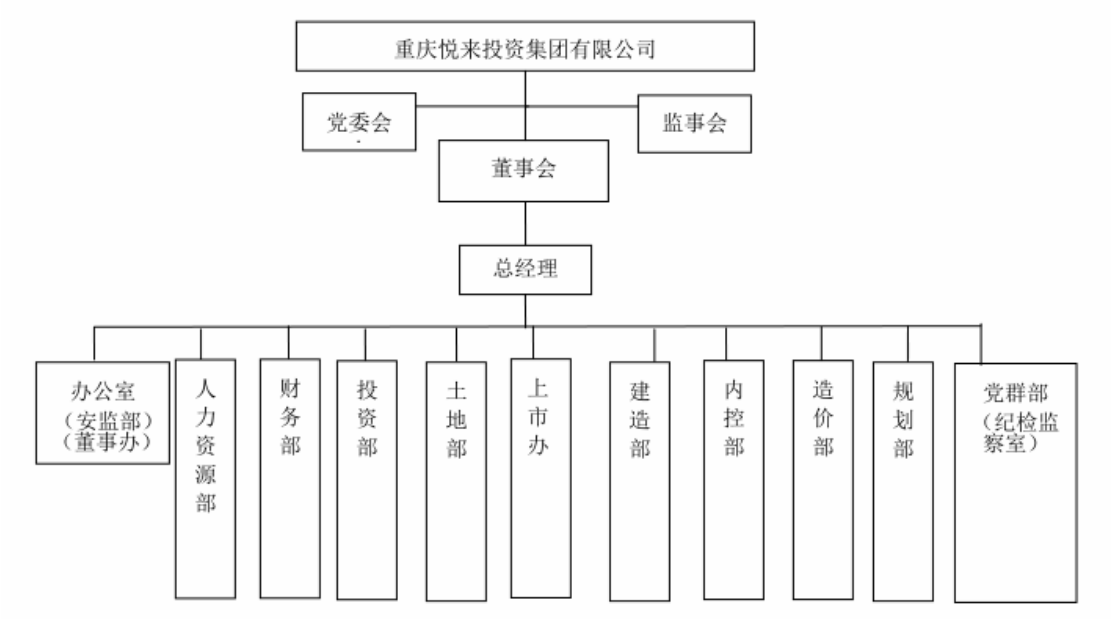
十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司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	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.35	32.42	19.44	28.03
资产总额(亿元)	250.12	322.72	338.90	330.71
所有者权益(亿元)	87.69	115.89	127.95	127.76
短期债务(亿元)	33.51	33.41	27.57	0.07
长期债务(亿元)	82.56	120.97	125.40	150.18
全部债务(亿元)	116.07	154.37	152.97	150.25
调整后全部债务(亿元)	121.71	159.04	157.32	158.92
营业收入(亿元)	26.28	23.55	32.89	0.42
利润总额(亿元)	3.39	1.22	5.43	-0.59
EBITDA(亿元)	4.28	7.96	7.71	--
经营性净现金流(亿元)	11.80	-3.39	-5.85	14.23
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.34	1.48	1.31	--
存货周转次数(次)	0.25	0.14	0.16	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.08	0.10	--
现金收入比(%)	103.75	98.80	53.07	58.80
营业利润率(%)	24.50	36.86	38.81	37.95
总资本收益率	1.46	0.47	1.64	--
净资产收益率(%)	3.38	0.94	3.59	--
长期债务资本化比率(%)	48.49	51.07	47.42	52.32
全部债务资本化比率(%)	56.96	57.12	54.45	54.04
调整后全部债务资本化比率(%)	59.73	58.85	56.00	57.16
资产负债率(%)	64.94	64.09	62.25	61.37
流动比率(%)	166.46	220.17	278.71	493.36
速动比率(%)	47.60	67.02	100.48	160.65
经营现金流动负债比(%)	14.95	-4.26	-8.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.40	19.40	19.84	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	28.44	19.98	20.40	--

注：1. 2017 年一季度财务数据未经审计；2.调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息部分。

附件 3　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-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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　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。