信用等级公告

联合[2018] 1857 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相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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^+，“16 悦来 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

重庆悦来投资集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+
上次主体长期信用等级：AA^+

债券简称	债券余额	到期兑付日[1]	跟踪评级结果	上次评级结果
16 悦来 MTN001	10 亿元	2019/01/27	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 7 月 24 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	32.42	19.44	40.38	41.12
资产总额(亿元)	322.72	338.90	287.98	287.57
所有者权益(亿元)	115.89	127.95	130.59	133.35
短期债务(亿元)	33.41	55.07	19.52	6.19
长期债务(亿元)	120.97	129.93	98.25	111.50
全部债务(亿元)	159.04	184.99	117.76	117.69
营业收入(亿元)	23.55	32.89	29.40	0.53
利润总额(亿元)	1.22	5.43	4.32	-0.53
EBITDA(亿元)	7.96	11.53	11.59	--
经营性净现金流(亿元)	-3.39	-5.85	66.64	2.62
营业利润率(%)	36.86	38.81	40.80	54.15
净资产收益率(%)	0.94	3.59	2.82	--
资产负债率(%)	64.09	62.25	54.65	53.63
全部债务资本化比率(%)	58.85	59.11	47.42	46.88
流动比率(%)	220.17	278.71	354.84	554.60
经营现金流动负债比(%)	-4.26	-8.25	154.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.98	16.05	10.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.75	2.63	2.49	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中有息部分计入短期债务核算；3. 长期应付款中有息部分计入长期债务核算。

[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，表中所列到期兑付日为首个赎回日。

评级观点

重庆悦来投资集团有限公司（以下简称“公司”）是重庆两江新区悦来片区基础设施建设的开发主体和展览展会市场化的运营主体，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及政府补助等方面的持续支持；政府回款规模较大，公司债务水平持续下降；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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，“16悦来MTN001”信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，重庆市和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及政府补助等方面的大力支持。
3. 跟踪期内，受政府大规模回款影响，公司偿还较大规模债务，债务水平持续下降。

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。

分析师

张 依　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

2. 跟踪期内，公司受土地一级开发收入下降影响，营业收入有所下降。
3. 公司未来投资规模较大，对外融资需求较大。
4. 公司短期债务集中偿付压力较大。

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及“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

截至 2018 年 3 月底，重庆悦来投资集团有限公司（以下简称“悦来集团”或“公司”）股权结构为重庆市两江新区管理委员会（以下简称“重庆两江新区管委会”）持股 77.82%，平安汇通金橙财富 66 号专项资产管理计划持股 22.18%。2018 年 6 月，公司股权结构变更为重庆两江新区管委会持股 100.00%。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 20.00 亿元，实收资本为 25.70 亿元，公司实际控制人为重庆两江新区管委会。

跟踪期内，公司经营范围变更为：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。(依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动)。

截至 2017 年底，公司资产总额 287.98 亿元，所有者权益 130.59 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）。2017 年公司实现营业收入 29.40 亿元，利润总额 4.32 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 287.57 亿元，所有者权益 133.35 亿元（含少数股东权益 0.02 亿元）。2018 年 1~3 月公司实现营业收入 0.53 亿元，利润总额-0.53 亿元。

公司注册地址：重庆市渝北区悦来街道悦融一路 1 号；法定代表人：王菊梦。

三、存续债券及募集资金使用情况

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。“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，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。截至 2018 年 3 月底，募集资金已按约定用途使用完毕。公司已于 2018 年 1 月 27 日支付上一年度利息。

表 1 跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
16 悦来 MTN001	10 亿元	2019/01/27	4.50%

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、

15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

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

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

（2）行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方

政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

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

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

2. 区域经济及财政实力

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市及两江新区经济增长、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

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《2017年重庆市国民经济和社会发展统计公报》数据，2017年，重庆市实现地区生产总值19500.27亿元，比上年增长9.3%。其中，第一产业增加值1339.62亿元，增长4.0%；第二产业增加值8596.61亿元，增长9.5%。第三产业增加值9564.04亿元，增长9.9%。三次产业结构比由2016年的7.4：44.2：48.4调整为2017年的6.9：44.1：49.0，产业结构有所优化。非公有制经济实现增加值11924.69亿元，增长9.5%，占全市经济的61.2%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到63689元，比上年增长8.3%。

2017年，重庆市全年实现工业增加值6587.08亿元，比上年增长9.4%，占全市地区生产总值的33.8%。其中规模以上工业增加值增长9.6%。其中，分产业看，汽车制造业增长6.2%，电子制造业增长27.7%，装备制造业增长9.3%，化医行业增长12.6%，材料行业增长7.6%，消费品行业增长9.3%，能源工业下降5.9%；分门类看，采矿业下降17.3%，制造业增长11.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.6%。

2017年，重庆市完成固定资产投资总额17440.57亿元，比上年增长9.5%。其中，基础设施建设投资5659.12亿元，比上年增长15.8%，占全市固定资产投资的32.4%；民间投资9522.88亿元，增长13.5%，占全市固定资产投资的比重为54.6%。

从重庆市地方财政总收入构成来看，2017年重庆市一般公共预算收入2252.4亿元，比上年增长3.0%。其中税收收入1476.3亿元，增长7.3%。

整体看，跟踪期内，重庆市经济持续稳定增长，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稳定发展趋势。

（2）两江新区概况

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。

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。

2017 年，重庆市两江新区全域实现地区生产总值 2533 亿元，同比增长 10.2%，占重庆市 GDP 的比重达到 13%；规模以上工业总产值突破 5000 亿元大关，达到 5076 亿元；固定资产投资 2167 亿元，同比增长 12.4%。两江新区直管区实现地区生产总值 1240 亿元，同比增长 11.6%，固定资产投资 1302 亿元，同比增长 17.2%。

2017年两江新区一般公共预算收入146.70亿元，比上年增长7.66%。其中税收收入121.80亿元，增长11.18%。

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能城组成。

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. 股权状况

截至 2018 年 3 月底，公司实收资本为 25.70 亿元。公司控股股东和实际控制人为重庆两江新区管委会。

2018 年 6 月 23 日，平安汇通金橙财富 66 号专项资产管理计划（以下简称“资管计划”）到期，资管计划将其持有的公司股权转让给重庆两江新区管委会。

2. 企业规模及竞争力

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. 外部支持

公司是由重庆两江新区管委会出资设立的国有企业，主要从事重庆悦来片区基础设施建设、展览展会运营等业务，其经营及发展受重庆市及重庆市两江新区经济发展和财政实力的影响较大。同时，公司在土地出让金返还、政府补助等方面也得到了股东及当地政府的大力支持。

土地出让金返还

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。根据上述文件，2017 年及 2018 年 1~3 月，公司分别收到土地出让金返还 51 亿元和 5 亿元。

政府补助

2017 年，公司收到政府补助 0.24 亿元，计入“其他收益”科目，主要为国博中心开办补助 0.15 亿元、会议中心展会补贴 0.05 亿元等。

2017 年，公司收到政府补贴 1.51 亿元，计入“资本公积”科目。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10500112023468204），截至 2018 年 6 月 1 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

2017 年 7 月，根据重庆市委文件《中国共产党重庆市委员会关于王菊梦同志任职的通知》（渝委【2017】313 号）、重庆两江新区管委会文件《重庆两江新区管理委员会关于王菊梦等 2 名同志职务任免的通知》（渝两江管【2017】100 号），重庆两江新区党工委第 117 次会议决定：王菊梦同志任公司董事、董事长；王福清同志退休，免去其公司董事长、董事职务。

王菊梦，女，1963 年 9 月生，研究生学历，工商管理硕士。历任共青团四川省重庆市市中区委干事、学少部副部长、副书记、书记；重庆市渝中区政府办副主任；重庆市渝中区外经办（外事办、侨办）主任；重庆北部新区管委会办公室主任；重庆北部新区党工委副书记、管委会副主任；重庆市人民政府高新技术开发区管委会副主任；重庆两江新区党工委委员、管委会副主任。现任公司董事、董事长。

此次高管变动对公司经营无重大影响。

2018 年 7 月 9 日，公司发布《重庆悦来投资集团有限公司关于监事涉嫌重大违法违纪被调查公告》，根据 2018 年 7 月 5 日重庆

市纪委监委机关公众号发布的《重庆悦来投资集团有限公司监事、造价管理部主任吴超超涉嫌严重违纪违法接受纪律审查和监察调查》消息，公司监事、造价管理部主任吴超超涉嫌严重违纪违法，目前正接受合川区纪委监委纪律审查和监察调查。

目前，公司各项业务均正常运转，该事项对公司生产经营、财务状况及偿债能力无重大影响。针对上述事项，联合资信已与公司取得联系，并将持续关注该事项对公司后续经营、管理方面的影响。

跟踪期内，公司管理体制、管理制度无重大变化。

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。2017年，公司实现营业收入29.40亿元，同比下降10.62%，主要系土地一级开发收入下降所致。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，2017年，公司土地一级开发业务毛利率较2016年上升1.15个百分点，达44.53%；同时，会展服务毛利率有所提升，2017年为71.08%，主要系会展中心运营逐步成熟，运营成本下降所致；商品房销售毛利率较2016年有所增加，2017年为21.23%；综合影响下，公司营业毛利率由2016年的40.00%上升至41.88%。

2018年1~3月，公司实现营业收入0.53亿元，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。2018年1~3月，公司利润总额-0.53亿元。

表3　2016～2017年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	265794.74	80.82	43.38	209378.64	71.23	44.53
商品房销售	40661.20	12.36	17.92	56753.69	19.31	21.23
酒店服务	9387.91	2.85	75.43	9839.65	3.35	75.93
会展服务	8922.07	2.71	22.20	11346.98	3.86	71.08
物业管理	4026.94	1.22	-3.28	6424.92	2.19	32.12
其他业务	96.40	0.04	47.00	220.55	0.08	98.36
合计	**328889.25**	**100.00**	**40.00**	**293964.43**	**100.00**	**41.88**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

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483.27亿元，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。

在土地完成出让并依据相关政策文件规定扣除相关税费后，公司收到土地出让金返还，土地一级开发收益为收到的土地出让金减去土地整理成本，公司将土地整理成本和土地一级开发收益的 55%确认为土地一级开发收入，同时对出让土地的实际发生成本进行结转，冲减存货，记入主营业务成本；公司将土地一级开发收益的 45%计入“资本公积”科目。自 2015 年起，两江新区财政局将返还比例上调至 90.00%。2017 年，公司土地一级开发业务收入为 20.94 亿元，毛利率为 44.53%。

表 4　截至 2018 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）	2018 年 4~12 月计划投资额（亿元）	建设周期
会展城	278.58	235.16	8.68	8.78	2010-2018
生态城	67.64	54.30	3.44	6.56	2014-2019
智能城	137.05	55.70	6.55	8.75	2015-2022
合计	**483.27**	**345.16**	**18.67**	**24.09**	--

资料来源：公司提供

截至 2018 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。生态城正严格按照总体规划和现行控制性详细规划的要求，积极推进国家海绵城市试点示范城市的基础设施建设，规划道路 27 条，道路总长度约 30.12 公里，公园约 88 公顷。目前已完工项目 3 公里，正在建设约 12 公里。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和小部分基础设施道路款项。截至 2018 年 3 月底，公司已投资额达到 345.16 亿元，2018 年 4~12 月公司计划投资 24.09 亿元。

表 5　2015～2017 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
2015	5250	5250	643.64	427
2016	0	4500	647.54	741
2017	192.68	4500	554.89	695

资料来源：公司提供

土地整治方面，由于悦来片区的农村征地工作基本完成，2017 年公司新增征地面积较少。土地出让方面，2017 年公司出让悦来片区土地 554.89 亩，公司当年确认土地一级开发业务收入 20.94 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司可供出让的土地包括会展城 959 亩、生态城 1202 亩和智能城 2511 亩，为公司后续项目建设支出提供了有力的保障。

2018~2020 年，公司预计在土地整治方面分别投入 16.34 亿元、12.12 亿元和 10.84 亿元。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 668 亩、1196 亩和 1256 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 6　2018～2020 年公司土地整治计划

项目名称	2018	2019	2020
土地整治（亩）	4500	4500	3000
土地整治支出（亿元）	16.34	12.12	10.84
土地出让计划（亩）	668	1196	1256
预计平均出让价格（万元/亩）	883	719	717
预计出让收入（亿元）	59.00	86.00	90.00

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。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），在土地出让时确认收入并结转成本，计入土地一级开发收入，公司基础设施建设项目不产生实际利润。

截至 2017 年底，公司基础设施建设在建项目预计总投资 35.55 亿元，截至 2017 年底累计已投资 22.10 亿元，2018 年计划投资 11.31 亿元。拟建项目方面，公司拟建项目有 38 个，计划总投资约 18.83 亿元，主要包括桥湾公园+新春公园、智慧悦来智慧会展项目、滨江路智慧城段二期等，预计 2018 年投资 11.53 亿元。总体来看，公司 2018 年基础设施建设支出将达 22.84 亿元，面临一定的资本支出压力。

总体看，公司作为悦来片区土地整治及开发建设主体，随着悦来片区开发建设的稳步推进，公司的自身实力也将不断提升。同时，公司主要依靠土地出让收入平衡前期土地整治和基础设施建设投入，但基础设施投资压力较大，且土地出让计划和单价受政策和房地产市场的影响较大，土地出让收入存在一定不确定性，联合资信将持续关注公司资金平衡状况。

表 7　公司在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	建设周期	总投资	2017 年底累计完成投资	2018 年计划投资
国博中心海绵城市改造一、二期	2016.4~2018.3	7665	7350	315
马头山路	2016.8~2018.6	3598	3381	216
悦港大道	2016.8~2018.3	11150	10494	655
高义口西路	2016.8~2018.3	8555	7408	1147
会展公园配套服务用房	2016.10~2018.9	17063	6563	10500
滨江大桥	2016.10~2018.12	8108	4958	3150
滨江路北延段	2016.12~2018.6	2062	1580	482
宝山路南延段	2016.12~2018.3	14666	12832	1834
宝山路三期	2017.3~2018.6	4137	2251	1886
谢家岩路二期（悦礼路）	2017.3~2018.6	8574	5109	3465
张家溪（悦来段）生态环境综合整治工程一期	2017.6~2018.7	34398	28203	6195
悦居隧道	2017.6~2018.9	10333	4243	6090
杨柳沟立交景观绿化带	2017.7~2018.6	3581	3056	525
金兴大道海绵带	2017.7~2018.6	4191	3666	525
姚家院路	2017.7~2018.6	5499	2664	2835
滨江路北延段二期	2017.7~2018.9	6853	1634	5219
张家溪（悦来新城段）河道综合治理工程	2017.11~2018.5	525	105	420
草树堡路	2017.11~2018.10	8080	2725	5355
嘉陵江（悦来段）防洪护岸综合整治工程	2017.12~2019.3	37942	12077	23723
生态城滨江公园	2017.12~2018.12	22950	16965	5985
赵家梁支路二期道路工程、阳光路二期道路工程、悦来生态城路网工程-悦居一支路道路工程及悦来新城路网工程道路绿化工程	2017.12~2018.12	5790	1275	4515
后河（悦来段）生态环境综合整治工程	2017.12~2018.12	93940	74240	15000
王家庄站段下沉工程	2017.6~2018.9	6202	3107	3045
悦来中学	2017.5~2019.6	29600	5100	10000
合计	--	**355461**	**220987**	**113082**

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。2017 年，公司实现酒店餐饮收入 0.98 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 2018 年 3 月底，公司已完成对该项目第五版设计图纸的内部意见讨论，并将讨论意见反馈至设计方，公司暂未支付投资款。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 74.23 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。2017 年国博中心共举办展 34 场，展览面积 130 万平方米，引进活动 25 场、演出 12 场，常年展项目 2 个。2017 年，公司确认展览展会收入 11346.98 万元，较上年增长 27.18%。

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 2018 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。2017 年，公司实现物业管理收入 6424.92 万元。

随着悦来片区建设的稳步推进，兴城资产在 2017 年负责 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悦瑞公司（原名“两江置业”）负责。悦瑞公司成立于 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悦瑞公司，其建设资金由悦来片区土地出让金统一平衡。截至 2018 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，悦瑞公司于 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 11.68 亿元，截至 2018 年 3 月底，已交房共计 942 套；嘉悦江庭二期项目于 2014 年 6 月开工，建设面积 11.20 万平方米，已投资额度 4.84 亿元，截至 2018 年 3 月底，已交房共计 716 套；嘉悦江三期项目于 2015

年 3 月中旬开工，截至 2018 年 3 月底，已投资 8.61 亿元，共计 6 栋住宅，项目已认购 9 套，待售 431 套。2017 年，公司房地产板块业务确认商品房销售收入 5.68 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司房地产业务总回款 21.67 亿元。

表 8　公司房地产业务投资情况

（单位：亿元）

项目名称	建设期	总投资额	2018 年 3 月底累计投资额
嘉悦江庭一期	2013~2016	11.68	11.68
嘉悦江庭二期	2014~2016	5.50	4.84
嘉悦江庭三期	2015~2018	10.90	8.61
合计	**--**	**28.08**	**25.13**

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相对垄断性。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、物业管理等业务处于在建阶段或运营初期，收入规模小，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。

九、财务分析

1．财务概况

公司提供的2017年度财务报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018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2017年底，公司资产总额287.98亿元；所有者权益130.59亿元（含少数股东权益0.03亿元）；2017年公司实现营业收入29.40亿元，利润总额4.32亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 287.57 亿元；所有者权益 133.35 亿元（含少数股东权益 0.02 亿元）；2018 年 1～3 月公司实现营业收入 0.53 亿元，利润总额-0.53 亿元。

2．资产质量

资产

2017年底，公司资产总额287.98亿元，同比下降15.03%。资产构成中，流动资产占53.15%，非流动资产占46.85%。

表 9　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**197.62**	**58.31**	**153.05**	**53.15**
货币资金	19.43	5.73	40.36	14.01
存货	126.37	37.29	104.57	36.31
应收账款	31.77	9.37	1.97	0.68
其他应收款	19.40	5.72	0.39	0.14
非流动资产	**141.28**	**41.69**	**134.93**	**46.85**
固定资产	79.21	23.37	77.17	26.80
无形资产	55.40	16.35	55.53	19.28
资产合计	**338.90**	**100.00**	**287.98**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司流动资产 153.05 亿元，同比下降 22.55%，主要系应收账款、其他应收款、存货的下降所致。

2017 年底，公司货币资金 40.36 亿元，同比增长 107.74%，以银行存款为主，主要为政府返还的土地出让金。2017 年底，公司无受限制的货币资金。

2017 年底，公司应收账款 1.97 亿元，同比下降 93.81%，主要系收回往年累计土地出让金分成价款及销售回款良好所致。

2017 年底，公司其他应收款 0.39 亿元，同比下降 98.01%，主要系公司收回两江土储中心往来款所致。

2017 年底，公司存货为 104.57 亿元，同比下降 17.25%。公司存货主要包括土地一级开发成本 83.36 亿元、商品房开发成本 11.13 亿元、开发产品（商品房）10.04 亿元等。其中，土地一级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；商品房开发成本系子公司悦瑞公司商品房开发成本。

2017 年底，公司非流动资产为 134.93 亿元，同比下降 4.50%，主要系持有至到期投资、固定资产下降所致。

2017 年底，公司固定资产 77.17 亿元，同比下降 2.58%。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 99.52%。

2017 年底，公司无形资产为 55.53 亿元，较 2016 年底变化不大。公司无形资产主要为土地使用权 55.42 亿元。

2018 年 3 月底，公司资产合计 287.57 亿元，较 2017 年底下降 0.14%。其中流动资产占比 51.42%，非流动资产占比 48.58%。

总体看，跟踪期内，受政府回款影响，公司货币资金大幅增长；资产规模有所下降；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

2017年底，公司所有者权益合计 130.59亿元，同比增长2.06%，主要系资本公积、未分配利润增加所致。2017年底，公司所有者权益中实收资本占比21.31%，资本公积占比67.45%，未分配利润占比9.75%，盈余公积占比1.49%。

2017年底，公司实收资本25.70亿元，较2016年底无变化。其中，重庆两江新区管理委员会出资20.00亿元，占比77.82%；深圳平安大华汇通财富管理有限公司出资5.70亿元，占比22.18%。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，2018年6月23日，资管计划将股权转让给重庆两江新区管委会。

2017年底，公司资本公积81.34亿元，同比增长1.88%，主要系其他资本公积增加所致。根据《两江新区财政局关于下达2017年度部门预算的通知》（渝两江财预【2017】6号）及《重庆两江新区财政局关于调整各单位2017年财政预算的通知》（渝两江财预【2017】194号），收到重庆两江新区财政局生态城设施投资款共计0.61亿元；根据《重庆两江新区财政局关于追加悦来集团园区建设经营费预算的通知》（两江财预【2017】275号），收到重庆两江新区财政局配套费返还款共计0.87亿元；根据《重庆两江新区财政局关于追加2017年资源节约循环利用重点工程中央基建投资预算（拨款）的通知》（渝两江财预【2017】92号），收到重庆两江新区财政局基建投资款共计0.03亿元。

2018年3月底，公司所有者权益合计133.35亿元，较2017年底增长2.12%，主要系资本公积增长所致。2018年3月底，公司资本公积84.45亿元，较2017年底增加3.11亿元，主要系土地出让收入溢价部分计入资本公积所致。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债总额 157.39 亿元，同比下降 25.39%，主要系一年内到期的非流动负债、其他流动负债、长期借款、长期应付款下降所致。从负债总额构成看，流动负债占 27.40%，非流动负债占 72.60%，非流动负债占比较 2016 年底有所上升。

2017 年底，公司流动负债为 43.13 亿元，同比下降 39.17%，主要系一年内到期的非流动负债、其他流动负债下降所致。从构成看，流动负债以其他流动负债（占 26.20%）、其他应付款（占 15.39%）、预收款项（占 19.36%）及一年内到期的非流动负债（占 31.29%）为主。

2017 年底，公司预收款项为 8.35 亿元，同比增长 76.60%，主要系房屋预收款项增长所

致。

2017 年底，公司其他应付款为 6.64 亿元，同比增长 18.42%，主要系往来款和代收代缴款项增加所致。从构成看，公司其他应付款主要由应付重庆市渝北区人民政府征地办公室 2.50 亿元、重庆市渝北区国土资源整理储备中心 2.47 亿元等构成。

2017 年底，公司其他流动负债 11.30 亿元，同比下降 60.68%，主要系土地一级开发成本预估应付款、在建工程预转固预估款等下降所致。

2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 13.50 亿元，同比下降 50.93%，主要系公司偿还 1 年内到期的长期借款所致。

2017 年底，公司非流动负债合计 114.26 亿元，同比下降 18.41%。从构成看，公司非流动负债以长期借款（占 29.47%）、应付债券（占 48.48%）、长期应付款（占 8.18%）和专项应付款（占 13.18%）为主。

2017 年底，公司长期借款为 33.67 亿元，同比下降 45.79%，为质押借款 4.90 亿元、保证借款 5.06 亿元、信用借款 23.71 亿元。

2017 年底，公司应付债券为 55.40 亿元，同比增长 3.95%，主要系新增中市协注【2016】0112 号理财直融工具二期 1.99 亿元所致。

2017 年底，公司专项应付款为 15.06 亿元，同比增长 40.71%，主要系新增政府拨付的海绵城建设 4.10 亿元、悦来水利建设 0.26 亿元专项补贴所致。

2017 年底，公司长期应付款 9.35 亿元，同比下降 28.04%，主要系应付中信金融租赁有限公司、招银金融租赁有限公司、渝农商金融租赁有限责任公司下降所致。

2018年3月底，公司负债合计154.22亿元，较2017年底下降2.01%。构成上，公司负债中流动负债占比17.29%，非流动负债占82.71%，构成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，2017年底，公司全部债务为117.76亿元，较2016年底快速下降。全部债务中短期债务占16.58%，长期债务占83.42%。债务指标方面，2017年底，公司资产负债率为54.65%，同比下降12.21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47.42%和42.93%，较2016年底均有一定程度下降。公司将于2018年4~12月、2019年到期的债务分别为57.99亿元和70.65亿元，短期集中偿付压力大。

表 10　2016~2018 年 3 月公司有息债务构成

（单位：亿元）

科目	2016年	2017年	2018年3月
短期债务	55.07	19.52	6.19
长期债务	129.93	98.25	111.50
全部债务	184.99	117.76	117.69

资料来源：联合资信整理

注：公司提供的各年度到期债务之和大于联合资信口径计算的总债务，主要系公司提供的到期债务包括永续中票等权益类有息债务所致。

2018年3月底，公司全部债务合计117.69亿元，较2017年底变化不大。其中短期债务占全部债务比例为5.26%；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53.63%、46.88%和45.54%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模快速下降，债务压力有所减轻，但短期债务集中偿付压力较大；公司债务结构仍以长期债务为主。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。

4. 盈利能力

2017年，公司营业收入为29.40亿元，同比下降10.62%，主要系土地一级开发收入下降所致。同期，营业成本为17.09亿元，同比下降13.41%。由于营业收入降幅低于营业成本降幅，公司营业利润率有所上升，由2016年的38.81%升至2017年的40.80%。

表 11　2016~2017 年公司盈利能力情况

（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	32.89	29.40
营业利润	5.22	4.28
营业外收入	0.30	0.04
利润总额	5.43	4.32
净利润	4.59	3.68
营业利润率	38.81	40.80
总资本收益率	4.60	4.65
净资产收益率	3.59	2.82

资料来源：审计报告

2017 年，公司期间费用为 7.93 亿元，同比增长 5.17%，主要系销售费用、管理费用增长所致。其中，销售费用 1.37 亿元，占 17.28%；管理费用 2.63 亿元，占 33.17%；由于债务规模下降，导致财务费用有所下降，2017 年为 3.93 亿元，同比下降 11.09%，占期间费用的 49.55%。同时，由于公司营业收入下降，2017 年期间费用占营业收入的比例为 26.97%，较 2016 年的 22.92%有所上升，期间费用对公司利润侵蚀仍较大。

2017 年，公司获得政府补助 0.24 亿元，计入“其他收益”科目（2015 年、2016 年政府补助计入营业外收入）。2017 年公司利润总额 4.32 亿元，较 2016 年有所下降。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.53 亿元，占 2017 年全年的 1.80%；同期，公司营业利润率上升至 54.15%，利润总额为-0.53 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入有所下降，期间费用对公司利润侵蚀仍较大，盈利能力一般。

5. 现金流

经营活动方面，2017年公司销售商品、提供劳务收到的现金为63.48亿元，同比增长263.69%，主要系收到土地出让金返还；同时，收到其他与经营活动有关的现金为21.79亿元，同比增长44.34%，主要由应收重庆两江新区土地储备整治中心、渝北区人民政府征地办资金、保证金、会展补贴等构成。2017年，公司经营活动现金流出量为18.70亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金14.43亿元。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为66.64亿元。现金收入比为215.96%，较2016年大幅上升。整体看，跟踪期内，受政府拨付以往年度欠款影响，公司经营活动现金流大幅净流入。

表 12　公司现金流主要科目（单位：亿元、%）

科　目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动现金流入	29.08	32.55	85.34
经营活动现金流出	32.47	38.40	18.70
经营活动现金流净额	-3.39	-5.85	66.64
现金收入比	98.80	53.07	215.96
投资活动现金流净额	-13.15	-8.79	-3.35
筹资活动现金流净额	34.88	2.14	-42.29

资料来源：审计报告

投资活动方面，2017年，公司无投资活动现金流入；同期，投资活动现金流出量为3.35亿元，同比下降61.82%，主要系购建固定资产下降所致。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.35亿元。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入量为16.36亿元，同比下降75.38%，主要为收到其他与筹资活动有关的现金。2017年筹资活动现金流出量为58.64亿元，主要为偿还债务支付的现金共计48.48亿元；同期，受公司偿还大量债务影响，筹资活动现金流净额为-42.29亿元。

2018 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 7.88 亿元，经营活动现金流出共计 5.71 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 4.61 亿元。公司经营活动产生的现金流量净额为 2.62 亿元。同期，投资活动产生的现金流量净额为-0.14 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-1.70 亿元。

总体看，跟踪期内，受政府拨付以往年度欠款影响，公司经营活动现金流大幅净流入；公司偿还大量债务导致筹资活动现金流大幅净流出。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2017年底公司流动比率及速动比率分别为354.84%和112.39%，均较2016年底有所上升。2018年3月底，上述指标分别为554.60%和163.27%。但由于公司短期偿债压力较为集中，存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2017年，公司EBITDA合计11.59亿元；同期，全部债务/EBITDA为10.16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。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2017 年底，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 15.75%。整体看，公司对外担保集中度高，被担保方为地方政府事业单位，公司或有负债风险低。

截至2018年3月底，公司共获得各商业银行授信额度54.65亿元，已使用额度24.08亿元，尚未使用额度30.57亿元，公司间接融资渠道畅通。

十、存续期内债券偿债能力分析

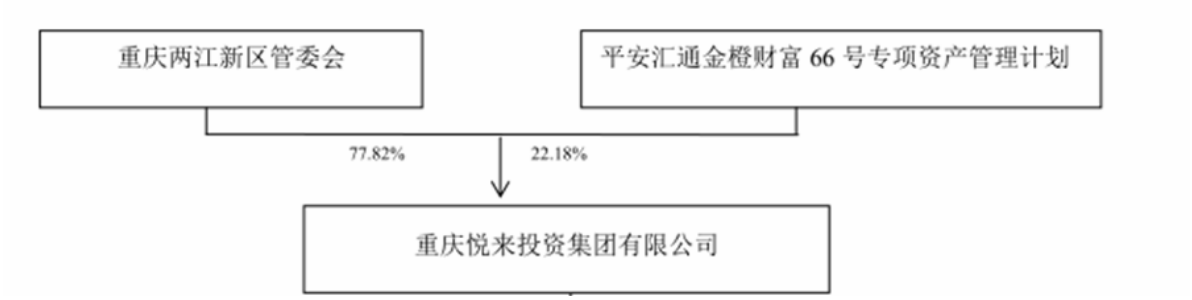
公司于 2016 年 1 月发行 10.00 亿元“16 悦来 MTN001”。2017 年，公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入量和净流量分别为 11.59 亿元、85.34 亿元和 66.64 亿元，分别为“16 悦来 MTN001”10.00 亿元的 1.16 倍、8.53 倍和 6.66 倍。

总体看，公司 2017 年经营活动现金流入量和净流量对“16 悦来 MTN001”的保障程度较高。

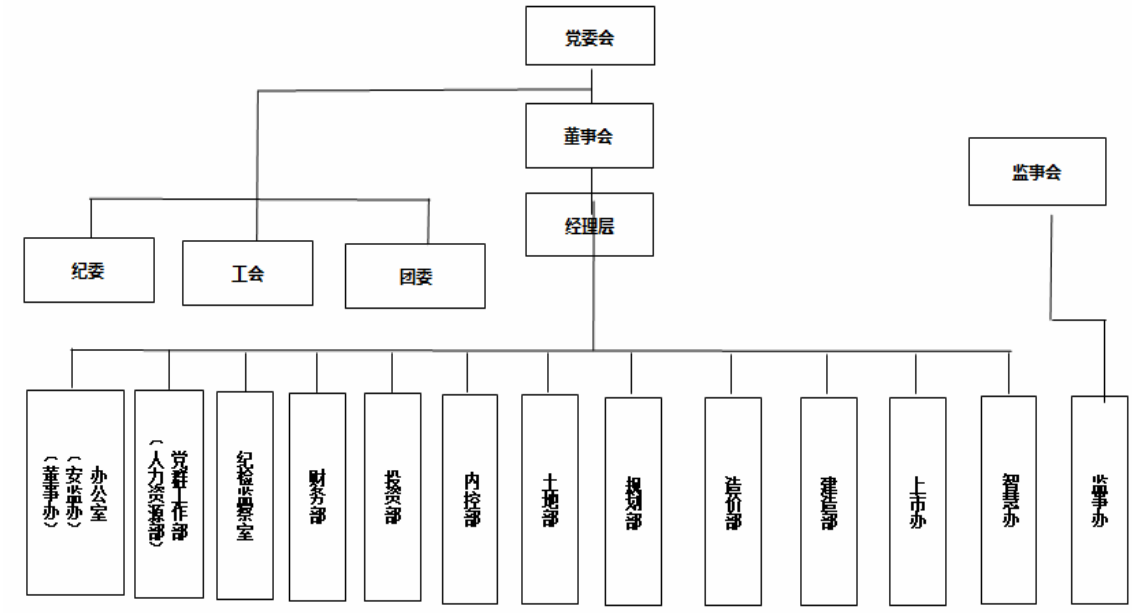
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，“16悦来MTN001”信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　公司组织机构图



附件 1-3　截至 2018 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

序号	企业名称	类型	注册地	实收资本（万元）	业务性质	持股比例（%）
1	重庆国际博览中心有限公司	境内非金融子企业	重庆市渝北区悦来大道 66 号	1000.00	会展服务	100.00
2	重庆悦来两江国际酒店会议管理有限公司	境内非金融子企业	重庆市渝北区悦来滨江大道 86 号	15000.00	服务业	100.00
3	重庆悦来兴城资产经营管理有限公司	境内非金融子企业	重庆市渝北区悦融一路 1 号	8000.00	服务业	100.00
4	重庆两江商务中心置业有限公司	境内非金融子企业	重庆市渝北区悦融一路 1 号	20000.00	房地产开发	100.00

注：2018 年 4 月，重庆两江商务中心置业有限公司名称变更为重庆悦瑞文化旅游发展有限公司并完成工商变更登记。

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	32.42	19.44	40.38	41.12
资产总额(亿元)	322.72	338.90	287.98	287.57
所有者权益(亿元)	115.89	127.95	130.59	133.35
短期债务(亿元)	33.41	55.07	19.52	6.19
长期债务(亿元)	120.97	129.93	98.25	111.50
全部债务(亿元)	159.04	184.99	117.76	117.69
营业收入(亿元)	23.55	32.89	29.40	0.53
利润总额(亿元)	1.22	5.43	4.32	-0.53
EBITDA(亿元)	7.96	11.53	11.59	--
经营性净现金流(亿元)	-3.39	-5.85	66.64	2.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.48	1.31	1.74	--
存货周转次数(次)	0.14	0.16	0.15	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.10	0.09	--
现金收入比(%)	98.80	53.07	215.96	1481.96
营业利润率(%)	36.86	38.81	40.80	54.15
总资本收益率(%)	0.47	4.60	4.65	--
净资产收益率(%)	0.94	3.59	2.82	--
长期债务资本化比率(%)	51.07	50.38	42.93	45.54
全部债务资本化比率(%)	58.85	59.11	47.42	46.88
资产负债率(%)	64.09	62.25	54.65	53.63
流动比率(%)	220.17	278.71	354.84	554.60
速动比率(%)	67.02	100.48	112.39	163.27
经营现金流动负债比(%)	-4.26	-8.25	154.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.98	16.05	10.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.75	2.63	2.49	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中有息部分计入短期债务核算；3. 长期应付款中有息部分计入长期债务核算。

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。