

信用等级公告

联合[2017]1385 号

联合资信评估有限公司通过对重庆龙头港物流发展有限公司拟发行的 2017 年第一期重庆港龙头作业区一期工程项目收益债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

2017 年第一期重庆港龙头作业区一期工程项目收益债券的信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年七月六日



2017 年第一期重庆港龙头作业区一期工程 项目收益债券信用评级报告

评级结果：

本期项目收益债券信用等级：AA⁺

评级时间：2017 年 7 月 6 日

项目收益债概要

本次项目收益债名称	重庆港龙头作业区一期工程 项目收益债券
本次项目收益债券规模	8 亿元
本期项目收益债名称	2017 年第一期重庆港龙头作业区一期工程 项目收益债券
本期项目收益债券规模	6 亿元
发行期限	10 年期（5+5）

还本付息方式

本期项目收益债券采用固定利率，每年付息一次，最后一年一次性偿还本金，在第 5 个计息年度末附发行人调整票面利率选择权和投资者转让选择权。

信用增级

本期项目收益债券设置差额补偿机制，差额补偿责任包括支付本期项目收益债券本金及存续期内债券利息。重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司为本次债券的第一差额补偿人，重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司作为本次债券的第二差额补偿人。第一差额补偿人、第二差额补偿人对本期项目收益债券的补偿义务是无条件不可撤销的。

发行人/项目公司 重庆龙头港物流发展有限公司

注：本次项目收益债券为分期发行，其中 2017 年拟发行的第一期项目收益债券即为本期项目收益债券。

分析师

郝一哲 李 衡

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

评级观点

重庆龙头港物流发展有限公司（以下简称“龙头港公司”或“发行人”）计划发行 2017 年第一期重庆港龙头作业区一期工程项目收益债券（以下简称“本期项目收益债券”），其募投项目在水域环境、综合交通方面具备独特优势，涪陵区经济发展为其稳定运营提供了良好环境，龙头港公司股东重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司（以下简称“涪陵交旅”）具备丰富的项目建设和运营管理经验，可为其业务开展提供较好保障。本期项目收益债券募集资金实行封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期项目收益债券的操作风险。但联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，本期项目收益债券募投项目目前仍处于建设期，预期收益可能会受到项目建设期或运营期多项风险影响；在项目建设阶段，龙头港公司自身并不产生收益，利息偿还全部依赖于外部支持。

本期项目收益债券偿债来源为募投项目营业收入。根据预测，本期项目收益债券存续期内项目营业收入总额可覆盖本期项目收益债券本息。本期项目收益债券设置了差额补偿机制，第一差额补偿人（涪陵交旅）、第二差额补偿人（重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司）对本期项目收益债券的补偿义务是无条件不可撤销的。第二差额补偿人与第一差额补偿人均均为重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会全资子公司，受同一实际控制人管理；龙头港公司为涪陵交旅子公司。以上措施明显提升了本期项目收益债券到期偿还的安全性。

优势

1. 近年来,重庆市涪陵区经济保持较快发展,可为募投项目提供良好的运营环境。
2. 本期项目收益债券设置了差额补偿机制,第一差额补偿人、第二差额补偿人对本期项目收益债券的补偿义务是无条件不可撤销的。
3. 本期项目收益债券募集资金封闭管理,项目收益流入流出均有严格监管,信息披露要求严格,可有效防范本期项目收益债券的操作风险。

关注

1. 港口建设是一个系统工程,项目建设过程中的施工进展、建设资金的筹措和施工安全等因素对项目如期完工影响较大。
2. 募投项目运营期间,若宏观经济、行业政策、市场环境等因素发生变化,可能对本期项目收益债券募投项目的预期收益产生不利影响。
3. 在项目建设阶段,龙头港公司自身无法产生收益,利息偿还全部依赖于外部支持。

声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆龙头港物流发展有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2017 年第一期重庆港龙头作业区一期工程 项目收益债券信用评级报告

一、本期项目收益债券概况

1. 本期项目收益债券基本要素

重庆龙头港物流发展有限公司（以下简称“龙头港公司”或“发行人”）负责重庆港龙头作业区工程的项目投资、建设及运营服务。龙头港公司发起设立重庆港龙头作业区一期工程项目收益债券（以下简称“本次项目收益债券”），计划发行金额不超过 8 亿元。本次项目收益债券分期发行，本期项目收益债券为第一期，募集资金规模 6 亿元，发行期限 10 年（5+5），在第 5 个计息年度末附发行人调整票面利率选择权和投资者转让选择权，募集资金全部用于重庆港龙头作业区港口建设一期工程（以下简称“募投项目”）投资建设。

本期项目收益债券参与各方如下表所示：

表 1 本期项目收益债券基本要素

	名 称	内 容
1	债券名称	2017 年第一期重庆港龙头作业区一期工程项目收益债券
2	发行人/项目公司	重庆龙头港物流发展有限公司
3	募投项目	重庆港龙头作业区港口建设一期工程
4	募集资金规模	6 亿元
5	期限	10 年（5+5）
6	还本付息方式	本期项目收益债券采用固定利率，每年付息一次，最后一年一次性偿还本金，在第 5 个计息年度末附发行人调整票面利率选择权和投资者转让选择权。
7	信用增进	本期项目收益债券设置差额补偿机制，差额补偿责任包括支付本期项目收益债券本金及存续期内债券利息。重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司为本期项目收益债券的第一差额补偿人，重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司作为本期项目收益债券的第二差额补偿人。第一差额补偿人、第二差额补偿人对本期项目收益债券的补偿义务是无条件不可撤销的。
8	主承销商/债权代理人	长江证券股份有限公司

9	托管人	中央国债登记结算有限责任公司
10	监管银行	成都银行股份有限公司重庆分行
11	项目可行性研究报告编制单位	重庆市交通规划勘察设计院
12	法律顾问	北京盈科（重庆）律师事务所
13	信用评级	联合资信评估有限公司

资料来源：联合资信整理

本期项目收益债券采用固定利率，每年付息一次，最后一年一次性偿还本金，其中第 1 至 5 个计息年度的债券利率为票面利率；第 6 至 10 个计息年度的债券利率为首次发行票面利率加上第 5 个计息年度末龙头港公司调整的票面利率。票面年利率为 Shibor 基准利率加上基本利差（Shibor 基准利率为《2017 年第一期重庆港龙头作业区一期工程项目收益债券募集说明书》公告日前 5 个工作日全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网（www.shibor.org）上公布的一年期 Shibor(1Y) 利率的算术平均数）。

本期项目收益债券在第 5 个计息年度末附发行人调整票面利率选择权和投资者定向转让选择权。在债券存续期第 5 个计息年度末，龙头港公司可在首次发行票面利率基础上上调或下调债券存续期后 5 个计息年度债券票面利率 0-300 个基点（含本数），其中一个基点为 0.01%，并在债券存续期后 5 个计息年度内固定不变。投资者有权在债券存续期第 5 个计息年度末全部或部分转让自己所持有的本期项目收益债券给受让人。重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司（以下简称“涪陵交旅”）为本期项目收益债券的定向受让人。

本期项目收益债券设置差额补偿机制，差额补偿责任包括支付本期项目收益债券本金及存续期内债券利息。涪陵交旅为本期项目收益债券的第一差额补偿人，在本期项目收益债券募投项目收入无法覆盖债券本息时，将由其

承担差额补足义务。重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司（以下简称“涪陵国投”）作为本期债券的第二差额补偿人，在本期项目收益债券募投项目收入无法覆盖债券本息，同时第一差额补偿人又不能及时足额补足应付本息的情况下，将由其承担差额补足的义务。第一差额补偿人、第二差额补偿人对本期项目收益债券的补偿义务是无条件不可撤销的。涪陵国投与涪陵交旅均为重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会（以下简称“涪陵区国资委”）全资子公司，受同一实际控制人管理；龙头港公司为涪陵交旅子公司。以上措施可对本期项目收益债券到期偿还的安全性起到重要提升作用。

本期项目收益债券设置了信息披露机制，在发行阶段，由长江证券向潜在认购人披露债券发行资料。在转让后，龙头港公司或长江证券进行定向披露。在本期项目收益债券存续期

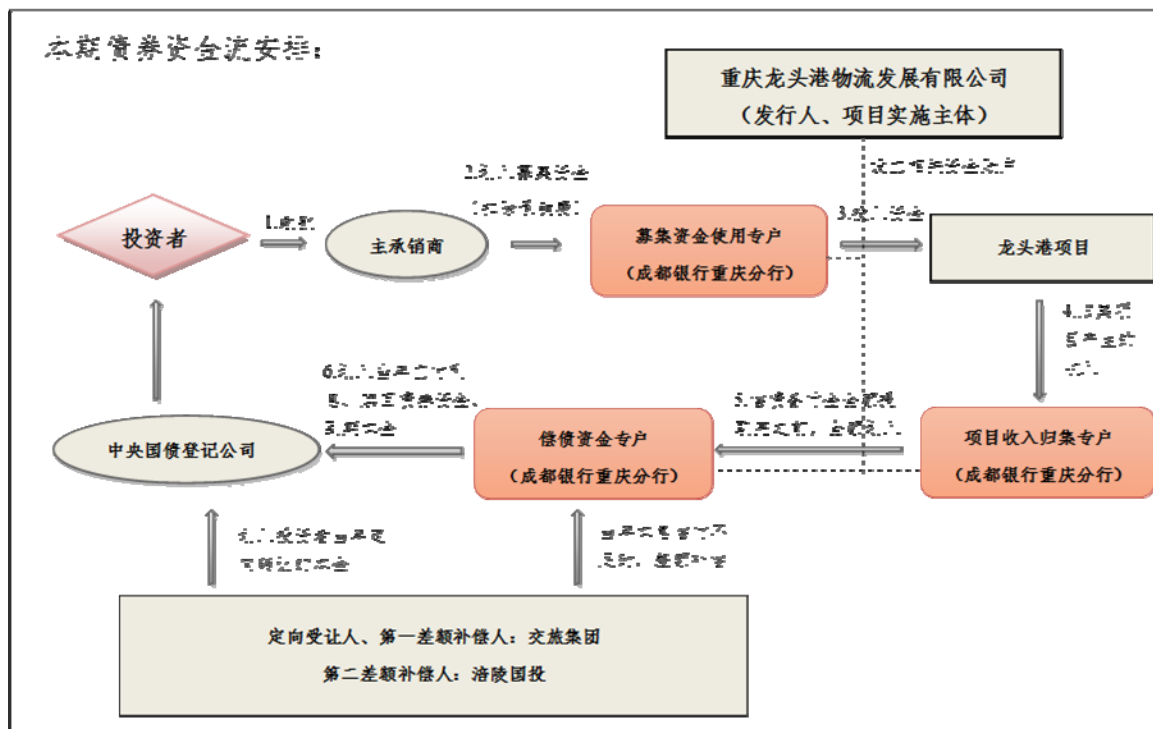
内，龙头港公司及相关各方将依照国家有关规定履行信息披露义务。

本期项目收益债券设置了加速清偿条款，存续期内发生以下应启动加速清偿程序的事件时，应召开债券持有人大会，本期项目收益债券清偿义务人应依据债券持有人大会决议履行提前清偿部分债券本金或全部债券本金义务：（1）债券发行三个月后，项目仍未开工；（2）项目建设运营过程中出现重大不利事项，导致项目收益不能达到项目可行性研究报告和第三方专项意见的预测水平；（3）项目实施主体破产，需对项目有关的财产和权益进行清算；（4）其他可能影响本期项目收益债券到期偿付的事件。

2.本期项目收益债券交易结构

本期项目收益债券交易结构见下图。

图1 本期项目收益债券交易结构图



资料来源：公司提供

(1) 募集资金现金流

本期项目收益债券以非公开方式通过银行间市场向具备相应风险识别和承担能力的机构投资者发行，发行对象数量不超过200名，且机构投资者单笔认购不少于500万元人民币。本期项目收益债券的募集资金将划入龙头港公司设立的募集资金使用专户，该账户由成都银行股份有限公司重庆分行（以下简称“监管银行”或“成都银行”）监管，募集资金用于募投项目投资建设。

(2) 偿债资金现金流

本期项目收益债券还本付息的首要资金来源是本期募投项目的港口运营收入，包括装卸、堆存、保管、转栈、货物代理、港务费及港口建设费等。龙头港公司与监管银行签订《2016年重庆港龙头作业区一期工程项目收益债券账户及资金监管协议》，同意在监管银行处开立募集资金使用专户、偿债资金专户和项目收入归集专户。项目收入归集专户用于接受并存储重庆港龙头作业区一期工程项目收入，并将其全部划入偿债资金专户，作为债券偿债准备金，专项用于本期项目收益债券的还本付息。偿债资金专户内的偿债资金仅可用于按期支付本期项目收益债券的利息和本金。

涪陵交旅、涪陵国投作为本期项目收益债券的第一差额补偿人和第二差额补偿人，与龙头港公司、监管银行签订《2016年重庆港龙头作业区一期工程项目收益债券本息偿还差额补偿协议》（以下简称“差额补偿协议”）。若在每期付息/兑付日前第20个工作日（T-20日），偿债资金专户余额不足以支付本期债券当期本金和/或利息时，监管银行应通知第一差额补偿人，第一差额补偿人应于每期付息/兑付日15个工作日（T-15日）前补足偿债账户余额与本期债券应付本息的差额部分；在本期项目收益债券每一年付息/兑付日前第15个工作日（T-15），偿债资金专户中的余额仍不足以支付本期项目收益债券当期

本金和/或利息时，监管银行应通知第二差额补偿人，第二差额补偿人应于每期付息/兑付日10个工作日（T-10日）前补足偿债账户余额与本期债券应付本息的差额部分。

在本期项目收益债券每一年付息/兑付日前第20个工作日，龙头港公司将付息/兑付款项划入中央国债登记公司账户。

二、行业及区域环境分析

1. 港口行业概况

2016年，全国港口完成货物吞吐量132.01亿吨，比上年增长3.5%。其中，沿海港口完成84.55亿吨，内河港口完成47.46亿吨，分别增长3.8%和3.1%。全国港口完成旅客吞吐量1.85亿人，比上年下降0.3%。其中，沿海港口完成0.82亿人，同比增长3.8%；内河港口完成1.03亿人，同比减少0.9%。

2016年，全国港口完成外贸货物吞吐量38.51亿吨，比上年增长5.1%。其中，沿海港口完成34.53亿吨，内河港口完成3.98亿吨，分别增长4.6%和9.7%。全国港口完成集装箱吞吐量2.20亿TEU，比上年增长4.0%。其中，沿海港口完成1.96亿TEU，内河港口完成2415万TEU，比上年分别增长3.6%和7.4%。

图2 2011~2016年全国港口货物吞吐量
(单位: 亿吨)



资料来源：2016年交通运输行业发展统计公报

2016年，全国规模以上港口完成货物吞吐量118.89亿吨，比上年增长3.7%。其中，完成煤炭及制品吞吐量21.51亿吨，石油、天然气及制品吞吐量9.30亿吨，金属矿石吞吐

量 19.13 亿吨，分别下降 3.8%、增长 9.0% 和 4.7%。

投资建设方面，2016 年完成水运建设投资 1417.37 亿元，比上年下降 2.7%。其中，内河建设完成投资 552.15 亿元，增长 1.0%。内河港口新建及改（扩）建码头泊位 173 个，新增吞吐能力 13335 万吨，其中万吨级及以上泊位新增吞吐能力 3989 万吨。全年新增及改善内河航道里程 750 公里。沿海建设完成投资 865.23 亿元，下降 5.0%。沿海港口新建及改（扩）建码头泊位 171 个，新增通过能力 22487 万吨，其中万吨级及以上泊位新增吞吐能力 21019 万吨。2016 年完成公路水路支持系统及其他建设投资 494.45 亿元，比上年增长 9.8%。

截至 2016 年底，全国港口拥有生产用码头泊位 30388 个，比上年底减少 871 个。其中，沿海港口生产用码头泊位 5887 个，减少 12 个；内河港口生产用码头泊位 24501 个，减少 859 个。全国港口拥有万吨级及以上泊位 2317 个，比上年末增加 96 个。其中，沿海港口万吨级及以上泊位 1894 个，增加 87 个；内河港口万吨级及以上泊位 423 个，增加 9 个。

总体来看，港口行业与宏观经济发展状况相关程度极高。受欧债危机后全球经济复苏缓慢以及中国宏观经济增速趋缓影响，中国港口行业总体运行平稳，货物吞吐量保持相对稳定增长但增速有所回落。

2. 区域经济

目前龙头港公司经营与投资的项目位于重庆市涪陵区，其发展直接受涪陵区经济增长、财政收支状况和区域建设的影响，并与区域规划密切相关。

(1) 区域概况

涪陵区居重庆市及三峡库区腹地，位于长江、乌江交汇处，面积 2941.46 平方公里，辖 26 个乡镇、街道办事处。截至 2016 年底，

全区户籍户数 46.11 万户，户籍人口 116.42 万人。涪陵素有渝东南大门之称，是乌江流域 20 多个县市区的物资集散地。涪陵地处重庆一小时经济圈内，是重庆六大区域性中心区县之一，是重庆主城连接渝东 20 余个区县的综合交通枢纽和商贸物流中心。渝怀、渝利和南涪三条国家级干线铁路交汇于涪陵，涪陵距离重庆江北国际机场仅 80 公里。涪陵龙头港和黄旗港可常年停靠万吨巨轮。

涪陵区经济近年来保持了较快的增长。根据《涪陵区 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年全区实现地区生产总值（GDP）896.22 亿元，比上年可比增长 11.1%，其中，第一产业增加值 58.29 亿元，可比增长 4.5%；第二产业增加值 538.67 亿元，可比增长 12.6%；第三产业增加值 299.26 亿元，可比增长 9.6%。按常住人口计算，人均 GDP 达到 78306 元，可比增长 10.5%，按年末人民币兑美元汇率中间价（6.6423 元/美元）换算，达到 11789 美元。三次产业结构从 2015 年的 6.4:60.7:32.9 调整为 6.5:60.1:33.4。

2016 年涪陵区全社会固定资产投资 789.21 亿元，比上年增长 17.7%，其中基础设施投资 275.01 亿元，增长 53.9%，占投资总额的比重为 34.8%。分产业看，第一产业投资 12.07 亿元，比上年增长 122.3%；第二产业投资 338.09 亿元，增长 3.4%；第三产业投资 439.05 亿元，增长 29.9%，其中房地产开发投资 98.57 亿元，增长 5.8%。区内项目投资 776.741 亿元，增长 17.6%；跨区投资 12.05 亿元，增长 27.2%。

总体来看，涪陵地理位置优越、旅游资源丰富、工业基础良好，基本形成了化工化纤、装备制造、食品医药等六大支柱产业，金融、旅游等第三产业发展迅速，未来经济发展潜力较大。

2016 年，全年公路、水上运输完成货运量 0.67 亿吨，比上年增长 8.5%，完成货运周转量 531.97 亿吨公里，增长 17.2%；完成客

运量 0.26 亿人次，下降 13.3%，客运周转量 12.13 亿人公里，下降 19.1%。全年港口货物吞吐量 2766 万吨，同比增长 10.3%。

(2) 财政实力

随着重庆市涪陵区经济的快速发展，其财政实力也逐年增强，2015 年和 2016 年重庆市涪陵地区本级分别实现财政总收入 136.87 亿元和 145.44 亿元。2015 年和 2016 年，涪陵地区本级一般公共预算收入分别为 40.25 亿元和 44.33 亿元，其中税收收入分别 22.30 亿元和 24.48 亿元，占比为 55.41%和 55.22%。2015~2016 年，涪陵地区转移性收入分别为 96.61 亿元和 101.11 亿元，为地方综合财力的 70.59%和 69.52%，为地方综合财力的重要组

成部分。整体来看，涪陵地区税收收入对一般公共预算收入贡献率偏低，地方综合财力对转移性支付的依赖程度高；但考虑到作为三峡移民库区，涪陵地区拥有特殊的税收分成体制，全区增值税和企业所得税直接由中央与区财政分成，地方税收收入未来将有较大的增长空间。

重庆涪陵地区地方政府债务主要由直接债务构成，截至 2016 年底，重庆涪陵地区地方政府债务余额为 100.40 亿元，债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为 69.03%，总体来看，重庆涪陵地区地方政府债务负担可控。

表 2 重庆市涪陵地区本级政府财力情况（单位：万元）

地方财力	2015 年	2016 年
（一）一般公共预算收入	402542.00	443341.00
1. 税收收入	223029.00	244792.00
2. 非税收入	179513.00	198549.00
（二）转移性收入	966131.00	1011059.00
1. 上级补助收入	560040.00	569717.00
2. 乡镇（街道）上解收入	33647.00	26964.00
3. 地方政府一般债券转贷收入	182200.00	292000.00
4. 调入资金	19213.00	26513.00
5. 上年结转	171031.00	95865.00
地方综合财力=（一）+（二）	1368673.00	1454400.00

资料来源：涪陵地区财政局

总体来看，涪陵地区综合财政实力较强，税收收入稳定增长，上级补助对当地财政收入形成重要补充，政府债务负担可控。

三、本期项目收益债券项目情况

1. 项目公司

龙头港公司为本期项目收益债券的项目公司。龙头港公司成立于 2010 年 4 月，根据涪陵地区国资委【2010】41 号文《重庆市涪陵地区国有资产监督管理委员会关于重庆市涪陵地区恒达交通资产经营管理有限公司出资组建龙头港物流发展有限公司的批复》，重庆航运

建设发展有限公司（以下简称“重庆航发司”）和重庆市涪陵地区恒达交通资产经营管理有限公司（以下简称“恒达交通”）分别以货币形式出资 5000 万元成立龙头港公司，公司初始注册资本为 1.00 亿元。2016 年 3 月，涪陵交旅对龙头港公司增资 1.50 亿元，截至报告出具日，涪陵交旅认缴的 1.50 亿元增资款中尚有 1.00 亿元未缴纳。本次增资后，龙头港公司注册资本金增至 2.50 亿元，其中涪陵交旅出资 2.00 亿元，重庆航发司出资 5000 万元，占比分别为 80%和 20%。龙头港公司控股股东为涪陵交旅，实际控制人为涪陵地区国资委。（股权结构详见附件 1-1）

龙头港公司经营范围: 仓储服务(不含危险化学品); 装卸搬运; 货运代理服务 (以上经营范围中法律法规禁止经营的不得经营, 法律法规规定应经审批未获审批前不得经营)。

龙头港公司主要负责重庆港龙头作业区的建设工作, 截至2017年3月底, 该项目仍处于建设阶段, 龙头港公司暂无营业收入。

截至2016年底, 龙头港公司资产总计12.40亿元, 负债合计10.90亿元, 所有者权益合计1.50亿元。

截至2017年3月底, 龙头港公司资产总计13.25亿元, 负债合计11.75亿元, 所有者权益合计1.50亿元。

龙头港公司注册地址: 重庆市涪陵区龙桥街道办事处北拱社区2组 (敬老院综合楼3~4楼); 法定代表人: 况斌。

2. 募投项目概况

募投项目位于三峡水库常年回水区, 航道等级为 I 级, 可常年通航 5000 吨级船舶和万吨级船队, 是 5000 吨级船舶常年通航的最上游端的码头。募投项目所在地区工程河段岸型整齐, 可利用岸线 2100 米, 水流平缓, 河面宽阔, 水域条件良好, 为长江上游重要的深水港之一。交通方面, 募投项目紧邻茶涪公路、沿江高速、渝涪高速、沿江北通道高速等公路; 同时, 渝怀铁路从募投项目港区内穿过, 渝利铁路、南涪铁路等铁路也位于募投项目周边, 为铁水公联运创造了良好的交通条件。

募投项目建设内容主要为 3 个 5000 吨级泊位 (其中 2 个多用途泊位, 1 个散货泊位), 年设计通过能力件杂货 120 万吨、散货 200 万吨; 陆域顺岸长度 505 米, 泊位占用岸线长度 445 米, 最大纵深 1150 米; 陆域一级平台高程 (黄海) 181 米, 二级平台高程 (黄海) 195 米。配套建设内容包括进出港道路 (等级为临时道路)、陆域堆场、散货堆场及仓库等基础设施。

募投项目码头总占地 1144.50 亩, 其中水

域占地 73.34 亩、陆域占地 1071.16 亩。建设件杂货堆场 55234 平方米、散货堆场 83935 平方米、仓库 11232 平方米、生产生活辅助建筑物 12372 平方米、预留堆场 135880 平方米。进出港道路建设长度 712 米, 建成后将通过茶涪路与沿江高速公路、南孚高速公路等相连接。

募投项目工程估算总投资 132564 万元, 其中龙头港公司自筹资本金 52564 万元 (占 39.65%), 本期项目收益债券融资 80000 万元 (占 60.35%)。本期项目收益债券第一差额补偿人涪陵交旅出具了《重庆交旅集团关于重庆港龙头作业区一期工程项目超概预算的说明》, 如果募集资金投资项目实际总投资超过计划总投资额 132564.00 万元, 涪陵交旅将采取增加项目资本金等措施补足差额部分, 确保募投项目按计划顺利完工。根据重庆市交通规划勘察设计院出具的《重庆港龙头作业区一期工程可行性研究报告》 (以下简称“《可研报告》”), 募投项目建设期为 24 个月, 截至 2016 年底, 项目已累计投资 6.67 亿元。

3. 项目风险

项目建设风险

本期项目收益债券募投项目投资规模较大、建设周期较长, 且在项目建设期间可能会遇到不可抗拒的自然灾害、意外事故、突发情况等, 若如发生将对项目的施工进度及质量造成较大的负面影响, 从而对项目的按期竣工运营造成负面影响, 并最终对本期项目收益债券的偿债能力形成影响。

市场竞争风险

为加快长江上游航运中心的建设, 重庆市将在“十三五”期间不断加大基础设施建设并完善相关配套服务, 按照“港口、物流、产业”三结合的原则建设“4+9”港口集群, 其中4个为枢纽港 (即果园港、江津珞璜港、涪陵龙头港和万州新田港), 9个为专业化重点港口 (包括主城寸滩、永川朱沱、渝北洛碛、长寿胡家坪、

丰都水天坪、忠县新生、奉节夔门、合川渭沱、武隆白马)。四大枢纽港规划总投资约345亿元(港口260亿元,进港铁路及站场75亿元,进港公路10亿元),通过能力1.2亿吨,其中集装箱约500万标箱。其中果园港于2008年开工,2013年底开港运行,募投项目与之相比建设进度较为落后。

上述港口同属一个港口群,经济腹地存在一定交叉。除非港口区域地方经济结构发生变化,各港口的增长往往呈现此消彼长的态势。尽管重庆市对各港口的分工有统筹规划,各港口水域环境、通行能力等客观条件也不尽相同,但彼此间的竞争不可避免。随着生产能力的扩张,基础设施和运营效率的提高,重庆市各港口必将长期处于激烈竞争局面。本期项目收益债券募投项目建成开港后将不可避免的面临周边港口较为激烈的市场竞争,若其管理方不能有效的应对相对激烈的市场竞争,将会对募投项目的未来收益造成不利影响。

项目收益不达预期风险

募投项目尚处于建设期,本期项目收益债券的本息偿还资金来源主要为募投项目建成后的运营收益。募投项目投资总额较大,未来的项目运营所需专业性要求也较高,项目完工后实际运营能否达到预期水平存在一定不确定性。

募投项目建成后的现金流入为其营运收入,主要源自装卸、堆存、保管、转栈、货物代理、港务费及港口建设费等。作为重庆市未来四大枢纽港之一,募投项目的运营收入与重庆市及周边省市的经济发展密切相关,但若未来港口行业形势转弱或当地各港口间竞争加剧,则不可避免会影响募投项目的收益及盈利能力,最终对本期项目收益债券的偿债能力造成影响。

政策风险

港口行业作为国民经济基础产业,长期以来受到国家产业政策的支持和鼓励,若国家相关产业政策在未来进行重大调整和更改,或者

港口设施条件、技术水平等标准和政策进行更加严格的规定,或作出其他不利于募投项目未来发展的相关规划,将会给本项目的运营带来一定影响。此外,如果国家对港口相关行业的行业政策或对经济腹地的相关规划进行调整,也可能对项目的运营产生间接的影响。

总体看,本期项目收益债券募投项目主要风险因素可控。但不排除宏观经济、自然环境、政策环境及市场竞争等因素发生变化影响本期募投项目预期收益的可能性。

四、本期项目收益债券偿还能力分析

1. 项目收益预测

募投项目收益预测主要依据2014年11月重庆市交通规划勘察设计院出具的《可研报告》和2016年12月重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司出具的《重庆港龙头作业区一期工程项目收益及现金流预测报告》(以下简称“《现金流预测报告》”)。本期项目收益债券募投项目的财务预测基于以下条件:建设期为2015年7月~2017年7月,运营期为2017~2036年。投产期前4年(2017~2020年),生产负荷为45%、65%、80%和90%,之后年度全负荷运转;工程设计吞吐量为件杂货120万吨、散货200万吨。

募投项目成本构成

募投项目总投资132564万元,其中建筑安装工程费用82682万元,其他费用38569万元(主要为征地拆迁费32135万元),基本预留费用8912万元,建设期贷款利息2401万元。本次项目收益债券计划发行融资8.00亿元,占募投项目总投资的60.35%,其中本期项目收益债券计划发行6亿元,占项目总投资的45.25%。

募投项目总成本费用

募投项目的经营成本按照港口特点,包括工资及福利费、折旧费、修理费、燃料及动力费、其他成本等。

表3 募投项目经营成本预测表（单位：万元）

所属期间	年度	工资及福利费	修理费	燃料及动力	管理费	其它费用	经营成本	财务费用	折旧	总成本费用
		1	2	3	4	5	6=1+2+3+4+5	7	8	9=6+7+8
建设期	1			-	-		-			-
	2	-	-	-	-		-			-
运营期	3	439.52	385.79	347.63	202.88	79.36	1455.19	5588.10	5172.34	12215.63
	4	879.04	771.58	695.27	405.77	158.72	2910.38	5239.88	5172.34	13322.59
	5	1098.80	964.47	869.09	507.21	198.41	3637.97	4893.54	5172.34	13703.85
	6	1318.56	1157.36	1042.90	608.65	238.09	4635.57	4558.53	5172.34	14096.43
	7	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	4219.74	5172.34	14242.71
	8	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	3877.18	5172.34	13900.14
	9	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	3138.72	5172.34	13557.53
	10	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	1879.64	5172.34	13161.69
	11	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	380.98	5172.34	10403.95
	12	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	--	5172.34	10022.97
	13	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	--	5172.34	10022.97
	14	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	--	5172.34	10022.97
	15	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	--	5172.34	10022.97
	16	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	--	5172.34	10022.97
	17	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	--	5172.34	10022.97
	18	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	--	5172.34	10022.97
	19	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	--	5172.34	10022.97
	20	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	--	5172.34	10022.97
	21	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	--	5172.34	10022.97
	22	1465.07	1285.96	1158.78	676.28	264.54	4850.63	--	5172.34	10022.97

资料来源：重庆市交通规划勘察设计院出具的《重庆港龙头作业区一期工程可行性研究报告》

注：尾差系四舍五入所致。

募投项目收入构成

重庆港龙头作业区一期工程作为三峡后续工作的重点项目，根据《重庆市移民局、重庆市交通委员会关于重庆港龙头作业区一期工程初步设计报告的批复》（渝移发规字【2015】9号），已经纳入《重庆市三峡后续工作规划实施项目库（2015-2017年）》。经重庆市财政局和重庆市移民局同意，募投项目可获得三峡后续工作专项资金3.00亿元，截至2017年3月底已到位2.00亿元。上述补贴收入不在募投项目《现金流预测报告》和《可研报告》中核算，但可作为项目建设资本金，用于支付募投项目建设期内利息。

募投项目运营后的营业收入来源为营运

收入，具体包括装卸收入、堆存收入和仓库收入。

募投项目的营运收入预测以交通部港口收费规定为基础，并在参照港区和周边港口货物装卸堆存费用基础上计算而来。根据《可研报告》，具体计算标准为：装卸收入件杂货综合收费标准按35元/吨计、散货收费标准按20元/吨计；达产后散货堆场年收入按堆存50万吨，收费标准0.2元/吨/天计；物流园堆存年收入按堆存面积19.11万平方米，每月每平方米30元计；达产后仓库保管年收入按提供保管面积1.12万平方米，仓库出租收费标准50元/平方米/月计。预计在运营期第5年（2021年）募投项可实现满负荷运营，当达产能力为100%时，募

投项目每年可取得营运收入19351.60万元。

根据《可研报告》，募投项目的建设期为2015年7月至2017年7月；2017年7月投入运营，运营期前4年（2017~2020年）的生产负荷分别为45%、65%、80%和90%，之后年度全负荷运转。因此，2017年至2020年募投项目的营业收入分别为8708.22万元、12578.54万元、15481.28万元和17416.44万元；2021年及之后年度均为19351.60万元。

表4 募投项目经营期内达产后年营运收入
(单位: 万元)

项目	年收入
1.装卸收入	8200.00

项目	年收入
1.1 件杂货	4200.00
1.2 散货	4000.00
2.堆存收入	10479.60
2.1 散货堆场	3600.00
2.2 件杂货堆场	6879.60
3.仓库收入	672.00
营运收入合计	19351.60

资料来源：重庆市交通规划勘察设计院出具的《重庆港龙头作业区一期工程可行性研究报告》

注：上述计算以达产能力100%为计算基础。

现金流预测

基于以上投资估算、成本和收入预测，本期募投项目经营现金流量预测表编制如下：

表5 募投项目2015~2027年经营现金流量预测表（单位：万元）

项目		建设期		运营期				
		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
1	现金流入	--	--	8708.22	12578.54	15481.28	17416.44	19351.60
1.1	营运收入	--	--	8708.22	12578.54	15481.28	17416.44	19351.60
1.2	补贴收入	--	--	--	--	--	--	--
1.3	回收固定资产余值	--	--	--	--	--	--	--
1.4	回收流动资金	--	--	--	--	--	--	--
2	现金流出	71589.84	58573.50	1890.60	3204.49	3784.67	4638.58	5155.30
2.1	建设投资	71589.84	58573.50	--	--	--	--	--
2.2	流动资金	--	--	435.41	193.52	--	96.76	96.76
2.3	经营成本	--	--	1455.19	2910.38	3637.97	4365.57	4850.63
2.4	营业税金及附加	--	--	--	100.59	146.70	176.26	207.91
3	所得税前净现金流量	-71589.84	-58573.50	6817.62	9374.05	11696.61	12777.86	14196.30
4	所得税前累计净现金流量	-71589.84	-130163.34	-123345.72	-113971.67	-1022785.06	-89497.20	-75300.91
5	调整所得税	--	--	--	--	--	--	1216.52
6	所得税后净现金流量	-71589.84	-58573.50	6817.62	9374.05	11696.61	12777.86	12979.78
7	累计所得税后净现金流量	-71589.84	-120163.34	-123345.72	-113971.67	-102275.06	-89497.20	-76517.43
项目		运营期						
		2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	合计
1	现金流入	19351.60	19351.60	19351.60	19351.60	19351.60	19351.60	189645.68
1.1	营运收入	19351.60	19351.60	19351.60	19351.60	19351.60	19351.60	189645.68
1.2	补贴收入	--	--	--	--	--	--	--
1.3	回收固定资产余值	--	--	--	--	--	--	--
1.4	回收流动资金	--	--	--	--	--	--	--
2	现金流出	5061.46	5067.73	5078.44	5091.17	5094.41	5094.41	179324.60
2.1	建设投资	--	--	--	--	--	--	130163.34
2.2	流动资金	--	--	--	--	--	--	822.45
2.3	经营成本	4850.63	4850.63	4850.63	4850.63	4850.63	4850.63	46323.52
2.4	营业税金及附加	210.83	217.10	227.81	240.54	243.78	243.78	2015.30
3	所得税前净现金流量	14290.14	14283.87	14273.16	14260.43	14257.19	14257.19	10321.08
4	所得税前累计净现金流量	-61010.76	-46726.89	-32453.73	-18193.30	-3936.12	-3936.12	-1792910.66
5	调整所得税	1277.18	1493.20	1805.30	2176.78	2271.21	2271.21	12511.40

6	所得税后净现金流量	13012.97	12790.66	12467.87	12083.65	11985.98	11985.98	-2190.31
7	累计所得税后净现金流量	-63504.46	-50713.79	-38245.93	-26162.28	-14176.30	-2190.33	--

资料来源：重庆市交通规划勘察设计院出具的《重庆港龙头作业区一期工程可行性研究报告》

注：尾差系四舍五入所致。

经测算，项目投资财务内部收益率（税前）为7.27%，投资回收期（税前）为12.28年，募投项目净现值（税前）为15733.13万元；项目投资财务内部收益率（税后）为6.07%，投资回收期（税后）为13.18年，募投项目净现值（税后）为802.83万元。

表6 主要财务指标

指标		税后	税前
项目投资	项目投资内部收益率（%）	6.07	7.27
	募投项目投资财务净现值（万元， $i_c=6.00\%$ ）	802.83	15733.13
	项目投资回收期（年）	13.18	12.28

资料来源：重庆市交通规划勘察设计院出具的《重庆港龙头作业区一期工程可行性研究报告》

敏感性分析

本期募投项目选定建设投资、营运成本、收入三个因素分别增减10%的变化幅度，对所得税后的财务内部收益率和财务净现值进行敏感性分析。敏感性分析表见下表。

表7 敏感性分析（单位：%、万元）

变化因素	变化率	内部收益率（税后）	财务净现值
基本方案	--	6.07	802.83
项目投资	+10	5.05	-11209.38
	-10	7.25	12724.18
营运成本	+10	6.46	5145.43
	-10	7.58	17657.36
营业收入	+10	7.63	18656.12
	-10	4.36	-17141.32

资料来源：重庆市交通规划勘察设计院出具的《重庆港龙头作业区一期工程可行性研究报告》

上述三个因素变化都不同程度地影响财务内部收益率，其中最敏感的是营业收入。营

业收入发生变化时所引起财务内部收益率、财务净现值的变化幅度均大于其他两个因素所引起的财务指标的变化幅度。本期项目收益债券募投项目基础税后财务内部收益率为6.07%，当项目投资超出10%或营业收入低于预测值10%时，募投项目税后内部收益率将低于设定的基准收益率6.00%，募投项目的盈利能力较差，抗风险能力较弱。

2. 项目收益对本期项目收益债券偿还能力分析

本期项目收益债券发行规模6.00亿元，发行期限10年（5+5）。本期项目收益债券还本付息的资金来源主要是募投项目投产后的营业收入，根据《可研报告》的测算，本期募投项目建成投产后将为龙头港公司带来稳定增长的现金流。

假定本期项目收益债券于2017年发行，发行利率为6.55%，2018年开始偿付第一年利息，龙头港公司每年需偿还利息3930.00万元。根据《可研报告》的测算，募投项目在2017年进入运营期，2018~2020年募投项目的营业收入（现金流入）分别为12578.54万元、15481.28万元和17416.44万元，为相应年度利息偿还额的3.20倍、3.94倍和4.43倍；2021~2026年均为19351.60万元，为各年利息偿还额的4.92倍；2027年（本金偿付年度）公司营业收入为19351.60万元，为当年本息偿付额的0.30倍。若本次项目收益债券8亿元全部于2017年度发行，则2018~2020年募投项目的营业收入（现金流入）分别为相应年度利息偿还额的2.40倍、2.95倍和3.32倍；2021~2026年募投项目的营业收入（现金流入）均为各年利息偿还额的3.69倍；2027年（本金偿付年度）营业收入为为当年本息偿付额的0.23倍。整体来看，2018~2027

年，公司营运收入（现金流入）对本期项目收益债券每年应付利息额保障程度较高；但2027年营运收入/现金流入对当期应付本息总额保障能力较低，公司存在较高的集中偿付风险。

2018~2027年（本期项目收益债券本金偿还年度）募投项目现金流入累计额和营业收入累计额均为18.09亿元，为本期项目收益债券本

息总额9.93亿元的1.82倍，可对本期项目收益债券本息总额实现全面覆盖。2018~2027年（本期项目收益债券本金偿还年度），募投项目累计所得税后净现金流入12.12亿元（不考虑建设期现金流出）。募投项目能够产生稳定的现金流，可对本期项目收益债券本息总额起到一定保障作用。

表8 存续期内本期项目收益债券偿还能力情况（单位：万元、倍）

项目	需偿还本金额	利息金额	本息总额	营运收入（现金流入）对本息总额的保障倍数	所得税后净现金流量对本息总额的保障倍数
第1年	0.00	3930.00	3930.00	3.20	2.39
第2年	0.00	3930.00	3930.00	3.94	2.98
第3年	0.00	3930.00	3930.00	4.43	3.25
第4年	0.00	3930.00	3930.00	4.92	3.30
第5年	0.00	3930.00	3930.00	4.92	3.31
第6年	0.00	3930.00	3930.00	4.92	3.25
第7年	0.00	3930.00	3930.00	4.92	3.17
第8年	0.00	3930.00	3930.00	4.92	3.07
第9年	0.00	3930.00	3930.00	4.92	3.05
第10年	60000.00	3930.00	63930.00	0.30	0.19
合计	60000.00	39300.00	99300.00	1.82	1.22

资料来源：重庆市交通规划勘察设计院出具的《可研报告》

注：1. 合计行保障倍数指标以本期项目收益债券存续期内累计营运收入/现金流入、累计所得税后净现金流量和本期项目收益债券本息总额为计算基础；2. 假设在债券存续期第5年末，龙头港公司不行使发行人调整票面利率选择权。

整体来看，募投项目进入运营期后各年的营业收入/现金流入对本期项目收益债券每年应付利息的偿付能力较好；存续期内募投项目未来现金流入量总额对本期项目收益债券本息偿还保障能力尚可；存续期内募投项目累计所得税后净现金流量对本期项目收益债券本息总额可起到一定保障作用，同时本期项目收益债券存在较高的集中偿付风险。

联合资信关注到，项目施工工期延长等因素可能会对龙头港公司的投资规模和投产时间造成一定不利影响。另一方面，宏观经济、地区发展及周边港区市场竞争也将对募投项目的现金流入产生较大的影响，联合资信将对项目实际运营情况保持持续关注。

五、增信措施

为了保证按时偿还本期项目收益债券到

期本金和利息，涪陵交旅、涪陵国投同意为本期项目收益债券到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任。龙头港公司、涪陵交旅、涪陵国投对本期项目收益债券的偿还承担连带责任。

1. 差额补偿协议

根据《中华人民共和国合同法》《国家发展改革委办公厅关于进一步加强企业债券存续期监管工作有关问题的通知》（发改办财金【2011】1765号）等法律、法规和规章制度的规定，龙头港公司与第一差额补偿人、第二差额补偿人、债权代理人以及监管银行共同签署了差额补偿协议，约定了龙头港公司的本息偿还责任、差额补偿人的补偿责任、差额补偿责任的履行、通知方式、各方陈述与保证、违约责任、不可抗力情况、适用法律与争议解决方法、协议的终止条件等相关事项。

协议中明确约定了第一差额补偿人和第二差额补偿人的补偿责任：债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本期项目收益债券当期本息时，第一差额补偿人和第二差额补偿人按照协议约定时间和方式补足偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分。

差额补偿责任的履行方面，协议中明确约定：（1）若在每期付息/兑付日前第20个工作日（T-20日），偿债资金专户余额不足以支付本期债券当期本金和/或利息时，监管银行应书面通知第一差额补偿人，第一差额补偿人应于每期付息/兑付日15个工作日（T-15日）前补足偿债账户余额与本期项目收益债券应付本息的差额部分。（2）若在每期付息/兑付日第15个工作日（T-15日）前，偿债资金专户余额仍不足以支付本期债券当期本金和/或利息时，监管银行应书面通知第二差额补偿人，第二差额补偿人应于每期付息/兑付日第10个工作日（T-10日）前补足偿债资金专户余额与本期项目收益债券应付本息的差额部分。

对于违约责任方面，（1）当龙头港公司无法偿还债务时，涪陵交旅和涪陵国投对全部债务承担连带偿还责任，偿还责任范围包括：本次债券待偿还的本金及利息，以及可能产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金等。（2）龙头港公司、涪陵交旅、涪陵国投对本期项目收益债券的偿还承担连带责任，当龙头港公司、涪陵交旅、涪陵国投未按协议约定的时间及方式完全履行本期项目收益债券的偿还责任及补偿责任时，监管银行可以对相关账户（募集资金使用专户、专项偿债账户、项目收入归集专户）内资金进行划转，可以书面形式要求龙头港公司、涪陵交旅、涪陵国投中任一方或多方履行本期项目收益债券的偿还责任。

（3）由于当事人的过错，造成差额补偿协议不能履行或不能完全履行，由有过错的一方承担违约责任；如因各方的共同过错，造成协议不能履行或者不能完成履行的，根据实际情

况，由各方分别承担各自应负的违约责任。（4）差额补偿协议任何一方当事人违反该协议，应向他方承担违约责任，并赔偿他方因此所遭受的损失。

2.第一差额补偿人

涪陵交旅主体概况

涪陵交旅前身为重庆市涪陵区中龙交通建设有限公司(以下简称“中龙交建”)，于2002年1月24日成立，2010年8月16日经重庆市涪陵区人民政府涪府函【2010】335号文批准更名为重庆市涪陵交通建设投资有限公司，2011年9月26日根据重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会涪国资发【2011】17号文件批准，更为现名。公司初始注册资本1000万元，经多次增资及股权变更，截至2017年3月底，公司注册资本增加至4.73亿元，其中涪陵区国资委持股比例为84.57%，中国农发重点建设基金有限公司持股比例为15.43%。涪陵交旅实际控制人为涪陵区国资委。截至2017年3月底，涪陵交旅纳入合并范围的子公司共18家。

涪陵交旅作为重庆市涪陵区国资委出资成立的公司，根据涪府发【2011】60号文件，公司主要从事全区交通基础设施建设以及相关资产的经营和管理，是涪陵区唯一的交通建设投资主体。自成立以来，涪陵交旅一直承担涪陵区交通基础设施建设的任务，积累了较为丰富的工程项目经验。同时，涪陵交旅作为唯一一家负责武陵山风景区开发投资建设的国有企业，在景区开发、运营方面拥有天然的资源垄断优势。在龙头港公司纳入合并范围后，涪陵交旅新增了港口建设及运营业务。目前，涪陵交旅主要根据政府规划从事区内道路施工、旅游开发和港口建设运营业务，是涪陵区国资委出资并管理的交通建设投融资和旅游资源开发的重要平台。

自成立以来，涪陵交旅得到了涪陵区政府资本金注入、资产划拨、财政补贴和景区优惠政策等多项支持，先后完成了涪陵区农村公路

新建及改造工程、白涛化工园区主干公路一期工程 and 二期工程、大木林场至木根公路和涪陵乌江大桥至丝绸厂路面改造工程等项目。涪陵交旅目前负责开发的旅游资源主要包括武陵山旅游度假区、御泉河旅游风景区、文馨湖旅游度假区、雨台山度假区、天宝湖旅游度假区、青羊湖旅游度假区、北山特色文化旅游区和乌江画廊风景区。武陵山大裂谷景区位于长江上游、重庆涪陵城区东南，于 2014 年 8 月 15 日开始试营业，于同年 11 月 26 日通过市旅游局国家 4A 级景区验收，目前正在进行 5A 级景区创建和配套设施完善工作。

截至 2016 年底，涪陵交旅合并资产总额 112.87 亿元，所有者权益 42.98 亿元。2016 年，涪陵交旅实现营业收入 19.22 亿元，利润总额 1.50 亿元。随着未来代建项目的推进、武陵山项目运营逐步成熟，涪陵交旅收入将有望持续增长，盈利能力将进一步提升。

涪陵交旅未来将以“二港、三路、一枢纽”为重点，加快交通、港口等基础设施建设；另一方面将逐步扩大公司旅游产业，推动武陵山大裂谷景区提档升级，加快其他旅游资源开发进度。公司将着力打造以旅游、地产、港口和基础设施建设为核心的业务模式，增强自身核心竞争力和盈利能力。

经联合资信评估有限公司评定，涪陵交旅主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

涪陵交旅对本期项目收益债券偿还能力

2014~2016 年，涪陵交旅实现营业收入 15.72 亿元、17.44 亿元和 19.22 亿元，分别是本期项目收益债券本金 6 亿元的 2.62 倍、2.91 倍和 3.20 倍，覆盖能力较强。2014~2016 年，涪陵交旅经营活动现金流入为 16.43 亿元、10.38 亿元和 30.97 亿元，分别为本期项目收益债券本金 6 亿元的 2.74 倍、1.73 倍和 5.16 倍。若本次项目收益债券全部于 2017 年发行，2014~2016 年，涪陵交旅营业收入分别为本次项目收益债券本金 8 亿元的 1.97 倍、2.18 倍和 2.40 倍；经营活动现金流入分别为本次项目收益债券本金 8 亿元

的 2.05 倍、1.30 倍和 3.87 倍。整体看，涪陵交旅对本金偿还的保障能力较强。

涪陵交旅作为本期债券的第一差额补偿人，当债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时，应按照差额补偿协议约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付本金、利息以及提前兑付补偿金（如有）总额之间的差额部分。

3. 第二差额补偿人

涪陵国投概况

涪陵国投成立于 2007 年 4 月，是由涪陵区国资委全额出资成立的国有独资公司。涪陵国投前身为 1994 年成立的涪陵国有资产经营公司，2007 年 5 月经由重庆市涪陵区人民政府府函【2007】89 号文《重庆市涪陵区人民政府关于同意组建重庆市涪陵国有资产投资集团经营有限公司的批复》批准，改制为重庆市涪陵国有资产投资集团经营有限公司，后根据涪府发【2011】60 号文件更名为现名。涪陵国投初始注册资本为人民币 10.00 亿元。2008 年，涪陵区国资委以货币资金、实物资产（房屋与建筑物）和土地使用权进行增资，公司注册资本变更为 20.00 亿元。截至 2017 年 3 月底，涪陵国投注册资本为人民币 20.00 亿元，实际控制人为涪陵区国资委。

涪陵国投经营范围：从事法律法规允许的投、融资业务；承担区政府的重点产业投资、重点项目投资和土地整治（包括：农村建设用地复垦）；国有资产投资、运营、管理；页岩气、天然气采购销售业务的经营管理（不含管网建设，不得向终端用户供气）。

截至 2016 年底，涪陵国投合并范围内共有 5 家全资子公司和 8 家控股子公司，主要有重庆市清溪有色金属园区建设开发有限公司、重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司（以下简称“涪陵榨菜集团”）、重庆市涪陵金渠企业孵化器有限责任公司、重庆市涪陵高速公路建设投资有限公司等。其中涪陵榨菜集团已于 2010

年在深交所上市，股票代码 002507，涪陵国投对其持股比例为 39.65%。涪陵国投本部下设办公室、计划财务部、融资业务部、投资发展部、资产管理部和审计监察部共 6 个职能部门。

截至 2016 年底，涪陵国投合并资产总额为 804.70 亿元，所有者权益合计为 506.21 亿元（其中少数股东权益 22.08 亿元）。2016 年，涪陵国投实现营业收入 30.06 亿元，利润总额 10.01 亿元。

截至 2017 年 3 月底，涪陵国投合并资产总额为 816.25 亿元，所有者权益合计为 507.66 亿元（其中少数股东权益 22.40 亿元）。2017 年 1~3 月，涪陵国投实现营业收入 8.95 亿元，利润总额 2.14 亿元。

涪陵国投注册地址：重庆市涪陵区太极大道 7 号；法定代表人：王永权。

涪陵国投获得政府支持情况

涪陵国投作为涪陵区重要的国有资本投融资及经营管理主体，承担了涪陵区多项重点产业投资、项目投资和土地整治工作。同时，涪陵国投的业务发展得到了涪陵区政府较大力度的支持。

（1）资产及资本金注入

2014 年，根据涪陵区财政局《关于重庆市涪陵区国有资产投资经营集团有限公司确认资本金的通知》，公司获得 25.46 亿元的资本金划入，计入“资本公积-资本溢价”。

2015 年，根据涪陵区财政局《关于重庆市涪陵区国有资产投资经营集团有限公司确认资本金的通知》，公司获得 40.65 亿元的资本金划入，计入“资本公积-资本溢价”。

涪陵区国资委分别于 2013~2014 年下发涪财政函【2013】453 号文、涪财政函【2013】458 号文、涪财政函【2013】459 号文、涪财政函【2013】468 号文、涪财政函【2013】474 号文、涪财政函【2013】478 号文和涪财政函【2014】11 号文，将 37 处房产无偿划转给涪陵国投。2015 年，根据重庆新瑞房地产土地评估有限公司评估（2015）第 F1309 号房地产评

估报告，上述已过户房产评估价值为 1.02 亿元，计入“资本公积-资本溢价”。

2016 年，涪陵区国资委下发【2016】263 号文，同意将涪陵区森农资产经营管理有限公司 100563.60 亩林地相应的国有林权无偿划拨给涪陵国投；根据涪陵区政府第 117 次常务会议纪要文件，涪陵区国资委将 4536.80 亩国有散生林无偿划拨给涪陵国投。上述林权经审计净资产价值 40.01 亿元，划入后计入涪陵国投“资本公积-资本溢价”。

2016 年，涪陵区国资委下发【2016】249 号文，同意将财政返还的配套费、土地出让金、其他补助资金共计 0.51 亿元列入资本公积。

（2）股权划拨

根据《重庆市涪陵区人民政府关于同意无偿划转榨菜集团公司股权的批复》，涪陵区人民政府同意将涪陵区国资委持有的涪陵榨菜集团全部股权（5513.28 万股）无偿划转给涪陵国投。

2015 年，重庆市涪陵区国资委下发【2015】175 号文，同意将重庆市涪陵区金渠企业孵化器有限责任公司（注册资本 80.00 亿元）100.00%国有股权无偿划转给涪陵国投。

（3）业务支持

2014 年重庆市涪陵区发展和改革委员会下发《重庆市涪陵区发展和改革委员会关于中国石化安排给涪陵页岩气价格的函》（涪发改委【2014】94 号）文件，要求中国石油化工集团公司每年安排 3 亿立方米涪陵页岩气供涪陵国投用于销售，其中 1.5 亿立方米为居民用气，1.5 亿立方米为工业用气，涪陵国投向中石化购买后直接销售给重庆涪陵四合燃气有限公司进行终端销售，涪陵国投赚取中间差价。

（4）财政补贴

涪陵国投持续获得涪陵区政府的财政补贴支持，2014~2016 年，涪陵国投分别获得财政补贴 1.14 亿元、2.93 亿元和 3.34 亿元，计入公司“营业外收入”，在现金流量表“收到的其他与经营活动有关的现金”科目中体现。

(5) 税费优惠

根据《财政部、国家税务总局、海关总署关于西部大开发税收优惠政策问题的通知》(财税【2001】202号),涪陵国投经营范围符合“从事国家鼓励类产业的内资产业”资格,享受西部大开发企业所得税优惠政策,按15%的税率征收所得税。

根据涪国发【2010】69号文,涪陵国投免交产权过户中由其承担的房管、国土等相关部门过户相关费用,包括转让费和土地交易费等;免交融资抵押登记、项目报建所涉及的房管、国土、规划、环保等各部门的相关费用。

总体看,涪陵国投得到了涪陵区政府在资产注入、股权划拨、财政补贴、业务支持、税费优惠等多方面的大力支持,为公司的可持续发展提供了良好的外部环境。

涪陵国投管理分析

(1) 治理结构

涪陵国投建立了董事会、监事会和经理层的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

涪陵区国资委代表国家履行出资人职责并享有相关权利。涪陵国投设董事会,董事共4人,董事长1人。董事由出资人委派或更换,但董事会成员中的职工代表由职工代表大会选举产生,非职工代表董事由股东选举产生。董事每届任期3年。

公司设监事会,监事共5人,负责对执行董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。监事由出资人委派或更换,但监事会成员中职工代表由职工代表大会选举产生。监事会设主席一人,由出资人在监事中指定。监事每届任期3年。

公司设总经理1名,副总经理4名(其中常务副总经理1名),由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责,主持公司的生产经营管理工作,并组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

总体看,涪陵国投已建立了较为规范的法

人治理结构。

(2) 管理体制

为加强涪陵国投内部管理,规范运作,涪陵国投根据自身业务特点和资产结构等情况设立了办公室、计划财务部、融资业务部、投资发展部、资产管理部和审计监察部共6个职能部门,并制定了健全有效的内部控制体系。

财务管理方面,为规范内部各部门各级子公司的财务行为及相互间财务关系,涪陵国投制定了《重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司财务管理制度》,对财务管理机构及财务人员管理、全面预算管理、流动资产、非流动资产、对外投资管理、负债管理以及成本、费用管理等方面的内容进行了严格规范。

融资管理方面,涪陵国投设立了严格的商业银行贷款融资和其他融资项目审批程序。融资事项由投资融资部制定融资方案,经管理层审议通过后方可开展具体实施工作。监事会则有权对涪陵国投的融资事项及其融资过程进行监督,以降低整体融资风险。

投资管理方面,涪陵国投制定了一系列投资管理制度,对项目初选与分析→项目审批与立项→项目组织与实施→项目运作与管理→项目变更与结束全流程进行严格规范。重大投资项目还需经过董事会审议通过后方可实施。

子公司管理方面,为加强对各控股子公司的管控力度,涪陵国投建立了相关管理体系。对于全资子公司,涪陵国投有权审议和批准全资子公司的经营方针、重大投资计划、资产经营形式等重大事项,每年向全资子公司下达国有资产保值增值指标和效益指标,并对其经营和财务状况进行考核和监督;对于控股子公司,涪陵国投通过推荐董事、监事、高级管理人员,实现对控股子公司的管理控制,并每年对控股子公司管理层的经营业绩进行考核。

对外担保方面,为防范担保风险,涪陵国投制定了相关制度,要求在对外担保前必须对担保项目的风险、可行性进行仔细、审慎的研

究，并调查担保单位财务状况，聘请专业的律师对担保合同、文本进行审查。待调查工作完成后，经管理层集体审议通过后，方可为外部单位提供担保。

综合看，涪陵国投内部管理制度相对健全，有利于降低经营风险。

（3）人员素质

截至 2017 年 3 月底，涪陵国投共有董事长 1 名、高管人员 6 名，其中总经理 1 名，副总经理 4 名，总会计师 1 名。

涪陵国投董事长王永权先生，男，1963 年 9 月出生，中共党员，在职研究生学历，会计师。曾任涪陵区财政局监察科副科长、工交科副科长，涪陵区非税收入征管办公室票据科科长，涪陵区非税收入征管办公室副主任，涪陵区财政局党组成员、工会工作委员会主任、副局长，重庆市涪陵区国资委副主任，涪陵国投常务总经理。现任涪陵国投董事长。

涪陵国投总经理向文豪先生，男，1959 年 9 月出生，中共党员，研究生学历。曾任涪陵区工商局科长，涪陵地区财贸委员会科长、副主任，涪陵财茂城市信用社总经理，现任涪陵国投总经理。

截至 2017 年 3 月底，涪陵国投本部拥有员工 38 人。从员工文化素质情况来看，高中及以下占 10.53%，大专占 7.89%，本科及以上学历占 81.58%；从员工年龄构成来看，30 岁以下的占比 23.68%，30~50 岁的占比 65.79%，50 岁以上的占比 10.53%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备较为丰富的行业及经营管理经验，有利于公司的长远发展。公司员工学历水平较高，年龄构成较合理，能够满足公司的经营发展需要。

涪陵国投经营分析

作为涪陵区重要的国有资本投融资及经营管理主体，涪陵国投主营业务涉及项目经营、食品加工、页岩气销售等方面。2014~2016 年，公司营业收入稳定增长，分别为 25.12 亿元、

26.39 亿元和 30.06 亿元。

收入构成方面，项目经营收入始终为涪陵国投营业收入的主要来源；2014 年公司新增页岩气销售板块，收入结构更加多元化。2014~2016 年，项目经营板块收入分别为 12.86 亿元、14.21 亿元和 15.16 亿元，项目经营收入主要来自土地出让、“地票”收入、安置房及配套商业设施的销售和通过拍卖、协议转让等形式的资产处置。2014~2016 年，食品加工板块收入分别为 9.04 亿元、9.31 亿元和 11.21 亿元，食品加工收入主要来自子公司涪陵榨菜集团，该板块收入规模及盈利水平都较为稳定，为涪陵国投收入提供了稳定支撑。2014~2016 年，公司页岩气销售板块分别取得收入 2.53 亿元、2.19 亿元和 2.02 亿元。2014~2016 年，其他业务收入分别为 0.68 亿元、0.68 亿元和 1.67 亿元，主要来自房地产租赁、担保及综合费收入等。

毛利率方面，2014~2016 年涪陵国投综合毛利率分别为 29.23%、31.57% 和 32.01%，呈上升趋势。具体来看，受市场化经营项目内部收入构成波动的影响，近三年项目经营板块毛利率水平有所波动，分别为 15.90% 和 20.42% 和 17.04%；2014~2016 年，食品加工板块受原材料价格下跌影响，毛利率有所上升，分别为 42.53%、44.03% 和 45.78%；2016 年页岩气销售板块受市场形势影响，公司降低了产品销售价格，板块毛利率大幅下降，2014~2016 年毛利率分别为 31.23%、30.29% 和 15.05%；其他业务板块由于相关资产多为政府无偿划拨，成本较少，毛利率水平高，2014~2016 年分别为 96.42%、97.06% 和 96.13%。

2017 年 1~3 月，涪陵国投实现营业收入 8.95 亿元，受“地票”收入和土地出让收入下降的影响，项目经营板块收入占比有所下降。同期，公司整体毛利率为 32.28%，较 2016 年变动不大。

表9 涪陵国投营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目经营	12.86	51.18	15.90	14.21	53.85	20.42	15.16	50.45	17.04	3.56	39.72	17.08
食品加工	9.04	36.00	42.53	9.31	35.28	44.03	11.21	37.29	45.78	3.43	38.37	44.21
页岩气销售	2.53	10.09	31.23	2.19	8.30	30.39	2.02	6.70	15.05	1.25	13.95	12.52
其他	0.68	2.73	96.42	0.68	2.58	97.06	1.67	5.55	96.13	0.71	7.96	85.23
合计	25.12	100.00	29.23	26.39	100.00	31.57	30.06	100.00	32.01	8.95	100.00	32.28

资料来源：涪陵国投提供

(1) 项目经营 市场化项目经营和资产处置收入，其中土地出让收入包括土地出让、“地票”收入、让收入占比较高。

表10 涪陵国投项目经营板块收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地出让	7.20	56.00	14.38	4.45	31.32	26.53	7.22	47.63	18.45	1.70	47.75	20.00
“地票”项目	1.44	11.17	15.42	2.98	20.97	19.98	2.52	16.62	17.38	--	--	--
市场化项目经营	2.49	19.40	9.90	6.79	47.74	16.61	5.30	34.96	15.00	1.86	52.25	14.40
资产处置	1.73	13.42	31.31	--	--	--	0.12	0.79	15.00	--	--	--
项目经营收入合计	12.86	100.00	15.90	14.21	100.00	20.42	15.16	100.00	17.04	3.56	100.00	17.08

资料来源：涪陵国投提供

① 土地出让

涪陵国投自成立以来承接了涪陵区城乡统筹建设项目、城中村拆迁整治工程和旧城改造工程等多项工作。土地出让板块的经营模式为：涪陵国投根据政府要求对土地进行整理，整理完毕后由涪陵国投及相关委办局对项目进行验收，确认地块达到条件后，委托涪陵区土地储备中心进行“招、拍、挂”。根据重庆市涪陵区人民政府《关于同意将重庆市涪陵国有资产投资经营有限公司土地出让金全额返还的批复》（涪府函【2008】457号）文件，整理后的地块取得的土地出让金将全额返还给涪陵国投，作为其经营性收入。

2012年及以前，根据重庆市涪陵区人民政府《关于同意国有资产投资经营公司增设土地储备职能的批复》（涪府函【2008】180号）文件，公司拥有国有用地储备职能。2012年11月，国土资源部等四部委《关于加强土地储备与融

资管理的通知》（国土资发【2012】162号）；2012年12月，财政部等四部委《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预【2012】463号）等文件出台后，涪陵区政府不再向公司划转国有用地进行储备，涪陵区土地储备职能将主要由涪陵区土地储备中心承担。涪陵国投在丧失土地储备职能后，土地来源减少，土地出让收入受到了一定影响。2014~2016年，涪陵国投土地出让收入分别为7.20亿元、4.45亿元和7.22亿元，板块收入波动较大。同时，各年开发地块的土地整理费用及对外出让价格存在较大差异，该板块毛利率水平波动较大，2014~2016年分别为14.38%、26.53%和18.45%。2017年1~3月，涪陵国投实现土地出让收入1.70亿元，毛利率为20.00%。

目前涪陵国投土地出让业务的主要在建项目有江东旧城改造综合整治项目、涪陵古城建设项目、涪陵区域城中村（厂）拆迁整治工程、

涪陵白鹤片区旧城拆迁整治项目和义和基础设施项目。截至2017年3月底，主要在建项目概算总投资为139.07亿元，已完成投资126.02亿元。

其中涪陵区城中村（厂）拆迁整治工程、涪陵白鹤片区旧城拆迁整治项目和江东旧城改造综合整治项目已完工，正在办理竣工结算。

表 11 截至 2017 年 3 月底涪陵国投土地出让业务在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	概算总投资	已完成投资额度	建设周期
涪陵古城建设项目	43.38	35.42	2014.06~2017.12
江东旧城改造综合整治项目	18.53	21.09	2010.06~2016.06
涪陵区城中村（厂）拆迁整治工程	49.53	49.66	2010.05~2015.11
涪陵白鹤片区就成拆迁整治项目	6.09	6.01	2011.03~2016.03
义和基础设施项目	21.54	13.84	2016.10~2018.10
合计	139.07	126.02	--

资料来源：涪陵国投提供

②“地票”收入

涪陵国投“地票”主要来源于城乡统筹项目，部分来自于农村土地交易所公开竞标购买。对于城乡统筹项目中取得的“地票”，成本主要为支付居民的退地补偿费和土地复垦费用。在取得“地票”后，涪陵国投将其对外出让获取“地票”收入，地票收入受当地土地出让价格影响较大。“地票”收入是公司营业收入的重要补充。

根据《重庆市人民政府关于统筹城乡户籍制度改革的意见》（渝府发【2010】78号）等文件要求，对于符合准入条件、自愿转为城镇居民可以自愿退出其农村宅基地使用权、房屋所有权，并一次性获得补偿，该退地补偿费由涪陵国投安排资金支付。对于土地利用总体规划确定的城镇建设用地扩建边界范围外的土地，由涪陵国投委托施工单位进行复垦，确认复垦形式的耕地质量和数量达到要求后，涪陵区国土房管部门向其发放城乡建设用地挂钩指标凭证，即“地票”。

2014~2016年，涪陵国投分别实现“地票”收入1.44亿元、2.98亿元和2.52亿元，毛利率分别为15.42%、19.98%和17.38%。2017年1~3月，涪陵国投未实现“地票”收入。截至2017年3月底，涪陵国投存量“地票”为414亩。由于“地票”受政府规划、市场需求和复垦成本或购买成本的影响较大，该板块收入规模和毛

利率水平稳定性较差。

③市场化经营项目和资产处置业务

涪陵国投市场化经营项目收入主要来自安置房及配套商业设施的销售。具体经营模式为：涪陵国投与涪陵区内开发企业签订《委托开发经营协议》，由受托企业建设土地整理开发中征迁项目所需的安置房（其中一部分用于拆迁居民补偿，剩余部分及配套商业设施用于对外销售）。建设期间由涪陵国投支付工程款，由受托企业将对外出售部分安置房及配套商业设施进行销售，在受托企业取得相关销售收入后返还给涪陵国投。该板块收入与土地出让项目的建设进度、当地房地产市场供求状况及房地产行业整体发展都密切相关，收入规模和盈利能力存在一定的波动性。2014~2016年，涪陵国投市场化经营项目分别实现收入2.49亿元、6.79亿元和5.30亿元。2017年1~3月，市场化经营项目实现收入1.86亿元。

涪陵国投资产处置收入主要来自通过拍卖、协议转让等形式处置相关资产所获得的收入。近三年来涪陵国投对外处置的资产有李渡示范区红庙等地块、金帝资产、国投大厦资产和饲料厂等资产。

（2）食品加工

涪陵国投食品加工收入主要来自子公司重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司（以下简称“涪陵榨菜集团”）。根据《重庆市涪陵区人

民政府关于同意无偿划转榨菜集团公司股权的批复》，涪陵区人民政府将涪陵区国资委持有的涪陵榨菜集团全部股权（5513.28 万股）无偿划转给涪陵国投。此后，经过多次增持活动，截至 2017 年 3 月底，涪陵国投共持有涪陵榨菜集团 13041.60 万股股权，占总股本的 39.65%，为涪陵榨菜集团控股股东。

食品加工板块的经营产品包括榨菜产品、榨菜酱油和其他佐餐开胃菜等方便食品，其中榨菜产品占比最大。目前，该板块的主导品牌为乌江牌系列榨菜。食品加工板块营业收入持续增长，2014~2016 年分别实现营业收入 9.04 亿元、9.31 亿元和 11.21 亿元。

涪陵榨菜集团销售模式采用经销制，根据市场区域分布和客户终端分散等特点，在全国设立 8 个销售大区、31 个办事处、4 个办事处级区域中心，负责对经销商的销售进行指导和管理，建立销售渠道和销售网络，从而扩大终端产品的覆盖率。从销售额来看，2016 年销售额前三的分别为华南地区、华东地区和华中地区，占比分别为 34.26%、11.24%、和 11.24%，华南地区占比持续提升。

涪陵榨菜的生产原料主要为当地特色农产品青菜头，受生长过程中自然环境的影响，其采购价格波动较大。近年来，受益于原材料采购价格的持续走低，食品加工板块生产成本有所下降，该板块毛利率水平有所提升，2014~2016 年分别为 42.53%、44.03% 和 45.78%。

食品加工板块营业收入规模有所增长，为涪陵国投提供了稳定的收入来源；同时，由于食品加工板块毛利率水平相对较高，收现质量较好，对于提升涪陵国投整体盈利水平和获现能力都起到了一定积极作用。

（3）页岩气销售

2014 年重庆市涪陵区发展和改革委员会下发《重庆市涪陵区发展和改革委员会关于中国石化安排给涪陵页岩气价格的函》（涪发改委【2014】94 号）文件，要求中国石油化工集团

公司每年安排 3 亿立方米涪陵页岩气供涪陵国投用于销售，其中 1.5 亿立方米为居民用气，1.5 亿立方米为工业用气，涪陵国投向中石化购买后直接销售给重庆涪陵四合燃气有限公司进行终端销售，涪陵国投赚取中间差价。受页岩气市场需求走低影响，2014~2016 年涪陵国投页岩气销售收入持续下降，分别为 2.53 亿元、2.19 亿元和 2.02 亿元，毛利率分别为 31.23%、30.09%和 15.05%。2017 年 1~3 月，该板块收入和毛利率分别为 1.25 亿元和 12.52%。

（4）其他业务

该板块业务主要由房产租赁收入、担保收入和综合费收入等构成。2014~2017 年 1 季度，其他业务分别实现收入 0.68 亿元、0.68 亿元、1.67 亿元和 0.71 亿元。

根据《重庆市涪陵区人民政府关于涪陵区大华公寓等保障性住房项目实施有关事宜的补充通知》（涪府函【2011】321 号），在重庆市涪陵区江普住房建设投资集团有限公司作为业主建设的涪陵区大华公寓、兴涪公寓、城东公寓等保障性住房修建完成后，涪陵国投将对其全部收购并获得相应产权证，按公共租赁住房管理，截至 2017 年 3 月底，已建成保障房面积共 114.28 万平方米，其中投入使用面积为 85.60 万平方米。

（5）重大在建经营性项目

截至 2017 年 3 月底，公司在建经营性项目主要有龙头港物流园项目、涪州古城项目、涪陵新城区 CBD 项目、沿江高速公路支线白涛隧道工程等。上述项目预计总投资约 144.07 亿元，截至 2017 年 3 月底，已完成投资 99.80 亿元，公司未来仍面临一定的资金压力。

涪陵国投财务分析

（1）财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围看，截至 2016 年底，涪陵国投合并范围内共有 23 家子公司，其中 8 家为 2016 年新纳入合并范围的子公司，重庆市涪陵区金渠企业孵化器有限责任公司为国有股权无偿划拨，其余子公司均为出资设立或收购。公司合并范围变化对合并报表影响不大，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，涪陵国投合并资产总额为 804.70 亿元，所有者权益合计为 506.21 亿元（其中少数股东权益 22.08 亿元）。2016 年，涪陵国投实现营业收入 30.06 亿元，利润总额 10.01 亿元。

截至 2017 年 3 月底，涪陵国投合并资产总额为 816.25 亿元，所有者权益合计为 507.66 亿元（其中少数股东权益 22.40 亿元）。2017 年 1~3 月，涪陵国投实现营业收入 8.95 亿元，利润总额 2.14 亿元。

(2) 资产质量

2014~2016 年，涪陵国投资产总额快速增长，年均复合增长 17.84%，截至 2016 年底，涪陵国投资产总额 804.70 亿元，同比增长 13.19%，主要系投资性房地产和其他非流动资产大幅增加所致。从资产构成上看，流动资产 154.16 亿元，占 19.16%；非流动资产 650.55 亿元，占 80.84%，公司资产主要以非流动资产为主。

流动资产方面，2014~2016 年，涪陵国投流动资产波动增长，年复合增长 65.58%。截至 2016 年底，涪陵国投流动资产 154.16 亿元，同比下降 9.62%，主要系货币资金下降所致。涪陵国投流动资产主要由货币资金（占 19.67%）和存货（占 65.03%）构成。

2014~2016 年，涪陵国投货币资金波动中有所下降，年均复合下降 4.86%。截至 2016 年底，涪陵国投货币资金 30.33 亿元，同比下降 31.70%。从构成上看，银行存款占 81.10%，其他货币资金占 18.90%。其中，受限资金 5.33 亿元主要为履约保证金、质押存单及保证金。

2014~2016 年，涪陵国投应收账款快速增

长，年均复合增长 18.87%。截至 2016 年，公司应收账款 1.18 亿元，同比增长 1.53%。从集中度上看，前五大欠款单位合计占比 98.85%，集中度高。

表12 截至2016年底涪陵国投应收账款前五名
(单位: 万元、%)

单位	期末余额	占比	账龄
重庆四合燃气有限公司	7023.85	59.64	1 年以内
重庆市涪陵区财政局	3680.00	31.25	2-3 年
涪陵清洗再生有色金属特色产业园区管委会	892.00	7.57	1 年以内、1-2 年
武汉大润发汉江超市发展有限公司	24.86	0.21	1 年以内
安阳市文青商贸有限公司	21.57	0.18	1 年以内
合计	11642.28	98.85	--

资料来源：涪陵国投审计报告

2014~2016 年，涪陵国投预付款波动增长，年均复合增长 77.52%。截至 2016 年底，涪陵国投预付款项 5.64 亿元，同比下降 17.96%，主要为预付甘肃建新实业集团有限公司款项 5.00 亿元。

2014~2016 年，涪陵国投其他应收款波动中有所增长，年均复合增长 14.25%。截至 2016 年底，涪陵国投其他应收款 8.11 亿元，同比下降 1.36%。从账龄上看，1 年以内占 85.41%、1-2 年占 8.51%、2-3 年占 4.37%、3 年以上占 1.71%，账龄较短。从集中度上看，欠款前五大合计占 64.16%，集中度较高。

表13 截至2016年底涪陵国投其他应收款前五名
(单位: 万元、%)

单位	期末余额	占比	账龄
重庆大朗冶金新材料有限公司	21216.11	25.51	1 年以内
重庆市涪陵路桥工程有限公司	19746.13	23.75	1 年以内、1-2 年
重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司	5000.00	6.01	1 年以内
涪陵城乡资产管理公司	4524.02	5.44	1 年以内
重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会	2865.19	3.45	1 年以内
合计	11642.28	64.16	--

资料来源：涪陵国投审计报告

2014~2016 年，涪陵国投存货年均复合增长 184.80%。截至 2016 年底，涪陵国投存货 100.24 亿元，较 2015 年基本无变化，主要由开发产品（占 98.27%）构成。开发产品主要为城乡统筹项目及其产生的地票。

2014~2016 年，涪陵国投其他流动资产波动增长，年均复合增长 95.60%。截至 2016 年底，其他流动资产 5.36 亿元，同比下降 44.61%，主要系理财产品减少所致。

非流动资产方面，2014~2016 年，涪陵国投非流动资产不断增长，年均复合增长 11.51%。截至 2016 年底，涪陵国投非流动资产 650.55 亿元，同比增长 20.39%，主要系投资性房地产和其他非流动资产增长所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 47.12%）和其他非流动资产（占 46.28%）构成。

2014~2016 年，涪陵国投固定资产快速增长，年均复合增长 20.26%。截至 2016 年底，涪陵国投固定资产 7.58 亿元，同比增长 2.66%，主要由房屋及建筑物（占 78.88%）、办公及其他设备（占 1.47%）、运输工具（占 1.01%）及机器设备（占 18.63%）构成。

2014~2016 年，涪陵国投在建工程年均波动下降 23.56%。截至 2016 年底，涪陵国投在建工程 9.95 亿元，同比增长 5.57 亿元，主要为白涛隧道工程 7.38 亿元。

2014~2016 年，涪陵国投投资性房地产年均复合增长 9.99%。截至 2016 年底，涪陵国投投资性房地产 306.53 亿元，同比增长 10.83%，主要是土地使用权（占 93.10%）和房屋及建筑物（占 6.90%）。

2014~2016 年，涪陵国投其他非流动资产快速增长，年均复合增长 13.92%。截至 2016 年底，涪陵国投其他非流动资产 301.06 亿元，同比增加 68.19 亿元，主要包括城中村集体土地征地项目、重庆市涪陵区城市发展投资集团有限公司项目、涪州古城建设项目及江东堤防工程等。

截至 2017 年 3 月底，涪陵国投资产总额

816.25 亿元，较 2015 年底增长 1.44%。其中流动资产占比 19.63%，非流动资产占比 80.37%。资产结构较 2016 年底变化不大。

总体看，涪陵国投资产规模稳步增长，资产主要为存货、投资性房地产和其他非流动资产。存货和投资性房地产中土地使用权占比高，变现能力弱。整体看，涪陵国投资产流动性弱，资产质量一般。

（3）负债及所有者权益

所有者权益

所有者权益方面，2014~2016 年，涪陵国投所有者权益快速增长，年复合增长 18.47%。截至 2016 年底，涪陵国投所有者权益合计 506.21 亿元，同比增长 15.38%，主要系其他权益工具及资本公积增加所致。从构成中看，以实收资本（占 3.95%）、其他权益工具（占 7.9%）、资本公积（占 76.50%）和未分配利润（占 5.97%）为主。涪陵国投资本公积 387.24 亿元，主要为政府注入的散生林、土地、房产和股权所形成的资本溢价。其他权益工具 40.00 亿元，为涪陵国投于 2015 年 12 月和 2016 年 6 月发行的永续中期票据“15 渝涪陵 MTN001”（发行金额 20.00 亿元）及永续中期票据“16 渝涪陵 MTN001”（发行金额 20.00 亿元）。

截至 2017 年 3 月底，涪陵国投所有者权益 507.66 亿元，其中实收资本 20.00 亿元、其他权益工具 40.00 亿元、资本公积 387.24 亿元。

总体看，涪陵国投所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，所有者权益较为稳定。

负债

2014~2016 年，涪陵国投负债规模快速增长，年均复合增长 16.81%。截至 2016 年底，涪陵国投负债总额为 298.49 亿元，同比增长 9.65%，主要系应付债券大幅增长所致；其中流动负债占比 19.67%，非流动负债占比 80.33%。

流动负债方面，2014~2016 年，涪陵国投流动负债波动中有所增长，年均复合增长

14.85%。截至 2016 年底，涪陵国投流动负债合计 58.71 亿元，同比下降 13.22%，主要系一年内到期的非流动负债大幅下降所致。流动负债主要由短期借款（占 8.18%）、其他应付款（占 8.40%）和一年内到期的非流动负债（占 69.17%）构成。

2014~2016 年，涪陵国投短期借款波动下降，年均复合下降 34.63%。截至 2016 年底，涪陵国投短期借款 4.80 亿元，同比增加 2.60 亿元，主要系新增 2.00 亿元抵押借款所致。从构成上看，短期借款主要由抵押借款（占 41.67%）、质押借款（占 41.67%）和保证借款（占 16.67%）构成。

2014~2016 年，涪陵国投应付账款快速增长，年均复合增长 103.78%。截至 2016 年底，涪陵国投应付账款 1.99 亿元，同比增长 36.20%，主要系应付工程款增加所致。

2014~2016 年，涪陵国投其他应付款波动中有所增长，年均复合增长 9.72%。截至 2016 年底，涪陵国投其他应付款 4.93 亿元，同比增加 50.71%，主要系往来款大幅增加所致。

2014~2016 年，涪陵国投一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 27.56%。截至 2016 年底，涪陵国投一年内到期的非流动负债为 40.61 亿元，包括一年内到期的长期借款 16.27 亿元，一年内到期的应付债券 4.42 亿元和一年内到期的长期应付款 19.92 亿元。

非流动负债方面，2014~2016 年，涪陵国投非流动负债快速增长，年均复合增长 17.30%。截至 2016 年底，涪陵国投非流动负债 239.78 亿元，同比增长 17.21%，主要系应付债券大幅增长所致。非流动负债主要由长期借款（占 56.94%）、应付债券（30.51%）和长期应付款（占 11.94%）构成。

2014~2016 年，涪陵国投长期借款年均复合下降 3.23%。截至 2016 年底，涪陵国投长期借款 75.93 亿元，包括抵押借款 61.02 亿元，质押借款 9.11 亿元和保证借款 5.80 亿元。

2014~2016 年，涪陵国投应付债券快速增

长，年均复合增长 85.08%。截至 2016 年底，涪陵国投应付债券余额为 128.79 亿元，为其发行的多期债券，详见下表。

表14 截至2016年底涪陵国投应付债券情况
(单位: 亿元、年)

债券名称	发行金额	发行期限	发行日期
理财直融工具	10.00	3	2016.11.25
PPN 债券第二期	15.00	5	2016.07.26
公司债券第二期	15.00	5	2016.01.13
公司债券	20.00	5	2016.11.04
资产证券化项目	2.73	2.5	2016.12.29
13 公司债	17.00	7	2014.01.21
14 渝涪陵 MTN001	21.00	7	2014.06.20
15 涪陵 01	15.00	5	2016.08.12
15 渝涪陵 PPN001	15.00	5	2016.08.04
15 涪国投小微债	7.00	4	2016.09.11
合计	137.73	--	--

资料来源：涪陵国投审计报告

2014~2016 年，涪陵国投长期应付款快速下降，年均复合下降 44.86%。截至 2016 年底，涪陵国投长期应付款为 12.99 亿元，同比下降 49.04%，主要为多项应付信托融资款等有息款项计入有息债务核算，体现在调整后的全部债务中。

2014~2016 年，涪陵国投专项应付款快速复合增长 41.11%。截至 2016 年底，涪陵国投专项应付款为 14.59 亿元，同比增长 27.60%，主要为应付的保障性生活建设款 5.39 亿元、应付清溪园区基础设施建设款 3.60 亿元和应付涪陵区财政局款项 3.11 亿元。

截至 2017 年 3 月底，涪陵国投负债总额为 308.59 亿元，其中流动负债占比 16.50%，非流动负债占比 83.50%。

有息债务方面，2014~2016 年，涪陵国投有息债务规模较大且整体呈上升趋势，年均复合增长 15.37%。截至 2016 年底，涪陵国投调整后全部债务 264.32 亿元，同比增长 7.9%，其中短期债务 46.61 亿元，占比 17.63%；调整后长期债务 217.71 亿元，占比 82.37%，公司债务以长期债务为主，符合行业特点。但考虑

到公司长期债务到期时间较为集中,存在一定集中偿付压力。

2014~2016年,涪陵国投资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率整体呈现相对稳定的态势,截至2016年底三项指标分别为37.09%、34.30%和30.07%。将“15渝涪陵MTN001”和“16渝涪陵MTN001”两期永续中票计入有息债务后,上述指标将增长至42.06%、39.50%和35.60%。截至2017年3月底,公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为37.81%、34.96%和31.63%。将“15渝涪陵MTN001”和“16渝涪陵MTN001”两期永续中票计入有息债务后,上述指标将增长至42.71%、40.08%和37.02%。

总体来看,近年来,涪陵国投债务规模有所增长,债务结构保持相对稳定,整体债务负担较轻。随着在建项目的持续推进,公司外部融资需求仍较大。

(4) 盈利能力

2014~2016年,涪陵国投营业收入保持稳定增长,年均复合增长9.39%。2016年,涪陵国投实现营业收入30.06亿元。2014~2016年营业利润率波动下降,分别为28.54%、30.02%和27.99%。2014~2016年,涪陵国投利润总额分别为6.79亿元、7.93亿元和10.01亿元。

期间费用方面,2014~2016年,涪陵国投期间费用年均复合下降2.35%,主要系管理费用和营业费用下降所致。2014~2016年,公司期间费用收入比呈现波动下降趋势,分别为10.41%、16.70%和8.30%,涪陵国投费用控制能力有所提高。

营业外收入方面,涪陵国投收到的政府补助规模较大,2014~2016年,分别为1.14亿元、2.93亿元和3.34亿元,占利润总额的16.79%、36.95%和33.37%。利润总额对政府补助存在一定依赖。

从盈利指标来看,2014~2016年,涪陵国投总资产收益率和净资产收益率均呈现波动增长趋势,2016年两者分别为1.08%和1.61%。

2017年1~3月,涪陵国投实现营业收入为8.95亿元,营业成本为6.06亿元,利润总额为2.14亿元,营业利润率为31.68%。

总体来看,涪陵国投营业收入持续增长,但整体盈利能力较弱,利润总额对政府补助存在一定依赖。

(5) 现金流

从经营活动现金流看,2014~2016年,涪陵国投经营活动产生的现金流入量逐年增长,年复合增长4.62%,2016年为86.87亿元,主要包括销售商品提供劳务所收到的现金33.15亿元和收到其他与经营活动有关的现金53.18亿元。经营活动现金流出方面,2014~2016年,涪陵国投经营活动产生的现金流出量年复合增长1.51%,2016年为73.98亿元,主要由购买商品接受劳务支付的现金17.99亿元和支付其他与经营活动有关的现金51.03亿元。2014~2016年,涪陵国投经营活动产生的现金流量净额分别为7.57亿元、9.97亿元和12.89亿元。收入实现质量方面,近三年涪陵国投现金收入比分别为101.72%、106.12%和110.28%,公司收入质量较好。

投资活动方面,2014~2016年,涪陵国投投资活动产生的现金流入量增长幅度较大,分别为5.51亿元、7.45亿元和11.39亿元,主要为收回投资和收到其他与投资活动有关的现金。2014~2016年,投资活动现金流出量分别为90.68亿元、107.35亿元和111.72亿元,主要系土地整理和经营性项目建设投入的资金。同期,投资活动产生的现金流净额分别为-85.16亿元、-99.90亿元和-100.33亿元。

从筹资活动来看,2014~2016年,涪陵国投融资活动产生的现金流入分别为140.97亿元、167.98亿元和162.54亿元,主要为吸收投资、取得借款和发行债券收到的现金。近三年,涪陵国投融资活动较多,筹资活动现金流入规

模迅速扩张。近三年涪陵国投融资活动产生的现金流出年复合增长36.41%，流出主要为偿还债务本息。2014~2016年，涪陵国投融资活动产生的现金流量净额分别为93.84亿元、100.47亿元和74.84亿元。

2017年1~3月，涪陵国投实现经营活动现金净流入1.62亿元，投资活动现金净流出8.74亿元，筹资活动现金净流入8.28亿元。

总体来看，涪陵国投经营活动现金流持续呈现净流入，且规模较大，收入实现水平较好；涪陵国投投资活动现金流出持续增加，涪陵国投资金需求较高，考虑到涪陵国投在建项目投资规模较大，其未来外部融资压力大。

(6) 偿债能力

从短期偿债指标看，2014~2016年，涪陵国投流动比率呈逐年上升态势，速动比率波动下降，2016年底两项指标分别为262.57%和91.83%。2014~2016年，涪陵国投经营现金流动负债比分别为17.01%、14.74%和21.95%；考虑到涪陵国投流动资产中以土地使用权为主的存货占比较大，流动性较弱，其短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司EBITDA持续增长，分别为7.43亿元、8.48亿元和10.76亿元；同期，涪陵国投调整后全部债务/EBITDA波动下降，分别为26.73倍、28.88倍和24.56倍，EBITDA对全部债务的保障能力较弱。考虑到涪陵国投在资产划拨、政府补贴等多方面得到了涪陵区政府的有力支持，具有一定区域优势，公司长期偿债能力尚可。

截至2017年3月底，涪陵国投对外担保金额为17.70亿元，担保比率为3.49%。担保企业主要包括重庆市涪陵水利电力投资集团有限责任公司和重庆市涪陵区新城区开发（集团）有限公司等多家公司。整体来看，涪陵国投对外担保比率较低，被担保公司目前经营正常，对外担保风险较小。

表15 截至2017年3月底涪陵国投对外担保情况
(单位：亿元、年)

被担保公司	担保 余额	担保 方式	期限
重庆市涪陵区新城区开发（集团）有限公司	3.33	保证担保	2013.06~2018.06
重庆国兴融资租赁有限公司	0.90	保证担保	2016.09~2019.03
重庆涪陵能源实业集团有限公司	0.72	保证担保	2013.07~2020.07
重庆市涪陵农林水利建设投资集团有限公司	0.46	抵押担保	2010.08~2018.08
重庆市涪陵水利电力投资集团有限责任公司	8.68	抵押担保	2010.11~2019.06
涪陵区城镇发展有限责任公司	3.00	质押担保	2014.09~2017.09
重庆市涪陵高速公路建设投资有限公司	0.25	质押担保	2016.01~2041.01
重庆东杰物资有限公司	0.36	保证担保	2016.06~2017.06
合计	17.70	--	--

资料来源：涪陵国投提供

截至2017年3月底，涪陵国投获得银行综合授信193.00亿元，已使用额度为103.51亿元，公司间接融资渠道尚可。

(7) 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为（G10500102000334506），截至2017年7月4日，涪陵国投无未结清的不良信贷信息记录，已结清中存在2笔欠息记录，目前相关欠息已结清。

(8) 抗风险能力

基于对涪陵国投自身经营和财务状况，以及重庆市涪陵区经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到涪陵国投作为涪陵区的重要国有资本投融资和经营管理主体，涪陵区政府对其提供的持续有力支持，联合资信评定其主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

涪陵国投对本期项目收益债券的偿还能力

2014~2016年，涪陵国投EBITDA分别为7.43亿元、8.48亿元和10.76亿元，为本期项目收益债券本金6亿元的1.24倍、1.41倍和1.79倍，为本次项目收益债券本金8亿元的0.93倍、1.06倍和1.33倍；经营活动现金流入量分别为79.37亿元、86.10亿元和86.87亿元，为本期项目收益债券本金6亿元的13.23倍、14.35倍和14.48倍，为本次项目收益债券本金8亿元的9.92倍、

10.76倍和10.86倍；经营活动现金流量净额分别为7.57亿元、9.97亿元和12.89亿元，分别为本期项目收益债券本金6亿元的1.26倍、1.66倍和2.15倍，为本次项目收益债券本金8亿元的0.95倍、1.25倍和1.61倍。涪陵国投EBITDA和经营活动现金流净额对本期/本次债券本金保障程度一般，经营活动现金流入量对本期债券本金保障程度好。

根据《差额补足承诺书》，在本期项目收益债券存续期间，若在债券本息兑付日前 15 个工作日，当龙头港公司和第一差额补偿人不足以支付到期的本息时，涪陵国投需在本息兑付日前 10 个工作日将差额补足资金汇入债券资金专户，以保障补足当期本息，自愿对不足部分承担补充清偿的责任。

六、资金监管

1. 账户设置

为了保证募集资金合理使用以及按时偿还本期项目收益债券到期本金和利息，龙头港公司聘请成都银行股份有限公司重庆分行（以下简称“监管银行”或“成都银行”）作为本期项目收益债券账户及资金监管银行，龙头港公司在账户及资金监管银行处开立募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户，与账户及资金监管银行签署了《账户及资金监管协议》，委托账户及资金监管银行对上述账户进行监管。

募集资金使用专户，专门用于本期项目收益债券募集资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。募集资金使用专户中的资金包括本期债券募集款项及其存入募集资金使用专户期间产生的利息。募集资金使用专户中的资金只能用于以下用途：重庆港龙头作业区一期工程项目，包括但不限于工程建设费用、设备购置及安装费用等。募集资金使用专户内的闲置资金只能以银行存款、国债、地方政府债务、金融债、政府支持债券等流动性较好、

低风险保本投资，不得转出募集资金使用专户。

项目收入归集专户，专门用于接收并存储重庆港龙头作业区一期工程项目收入，除按照按照《账户及资金监管协议》的有关规定设立新的项目收入归集专户以外，甲方不得设立任何其他账户接收并存储重庆港龙头作业区一期工程项目收入。在本期项目收益债券到期且本息偿还完毕之前，项目收入归集专户中的资金只能用来偿还本期项目收益债券本息，临时闲置的项目收入归集专户中的资金只能以银行存款方式存放，不得转出项目收入归集专户。

偿债资金专户内的偿债资金仅可用于按期支付本期债券的利息和本金，本期债券建设期的利息由龙头港公司收到的相关财政补贴支付并由其按照本协议的相关规定及时由项目收入归集专户划转至偿债资金专户。临时闲置的偿债资金，只能用于银行存款、国债、地方政府债务、金融债、政府支持债券等流动性较好、低风险保本投资，并在付息或兑付前5个工作日全部转化为活期存款。

上述专户的设立明确了项目资金流转的机制，为本期项目收益债券的还本付息提供了制度保障。

2. 监管责任

成都银行主要负责确保募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户中资金的独立和安全以及持续、有效的使用，不得办理上述专户网上银行业务和电话银行业务。成都银行应保证各个账户内资金按约定用途和程序使用，发现有关方面违规操作的，应及时采取相关措施并向有关监管部门报告。

成都银行对龙头港公司按本期项目收益债券约定的用途使用募集资金进行形式审查，并对龙头港公司划转、提取和使用项目收入资金和/或偿债资金进行监管。

在本期项目收益债券付息日或兑付日前

第25个工作日（T-25日），龙头港公司书面通知成都银行本期项目收益债券本次应划转的应付本金和/或利息的具体金额；在本期项目收益债券付息日或兑付日前第20个工作日（T-20日），龙头港公司不可撤销地授权成都银行不晚于当日15:00将当期偿债资金划付至偿债资金专户。成都银行应检查偿债资金专户内的资金，并于当日使偿债资金专户内的资金情况书面通知龙头港公司。当偿债资金专户中的余额不足以支付本期项目收益债券当年应付本金及利息，成都银行应通知第一差额补偿人，第一差额补偿人应与每期付息/兑付日15个工作日（T-15日）前补足偿债账户余额与本期债券应付本息的差额部分；在本期项目收益债券每一年付息/兑付日前第15个工作日（T-15），偿债资金专户中的余额仍不足以支付本期项目收益债券当年应付本金及利息，成都银行应通知第二差额补偿人，第二差额补偿人应与每期付息/兑付日10个工作日（T-10日）前补足偿债账户余额与本期债券应付本息的差额部分。

在T-5日，成都银行于该日16:00前确定偿债资金到位情况。龙头港公司应于该日16:00发布还本付息公告；在T-3工作日（偿债划款日），成都银行应不晚于当日15:00将当期偿债资金由偿债资金专户划付至证券登记机构指定账户。

当发生《账户及资金监管协议》中规定的提前划付事件之一的，龙头港公司不可撤销地授权成都银行依据债权代理人的通知，将当期偿债资金提前划入偿债资金专户；资金余额小于当期偿债资金金额的，将项目收入归集专户内全部资金划入偿债资金专户，并在此后项目收入归集专户收到项目收入的当日将该等款项划入偿债资金专户，直至偿债资金专户内资金余额足以支付本期债券当期应付本息总额。

3. 资金监管银行

成都银行股份有限公司前身为成都城市合作银行，由成都市财政局、成都高新技术产

业开发区财政税务局、成都市技术改造投资公司等 22 家企业，以及成都城市信用联社及下设的 7 个办事处和 36 个城市信用社的股东于 1996 年共同发起设立，初始注册资本 3.08 亿元。1998 年，经中国人民银行批准，更名为成都市商业银行股份有限公司；2008 年，经中国银行业监督管理委员会批准，更名为成都银行股份有限公司（以下简称“成都银行”）。截至 2016 年底，成都银行实收资本 32.51 亿元，前五大股东及持股比例见下表。

表16 成都银行前五大股东持股比例（单位：%）

股东名称	持股比例
成都金融控股集团有限公司	20.07
丰隆银行（Hong Leong Bank Berhad）	19.99
渤海产业投资基金管理有限公司	7.38
北京能源投资（集团）有限公司	4.92
成都欣天颐投资有限责任公司	3.82
合 计	56.18

资料来源：成都银行年报，联合资信整理

成都银行经营范围包括：吸收公众存款，发放短期、中期和长期贷款，办理国内结算，办理票据贴现，发行金融债券；代理发行、代理兑付、承销政府债券；买卖政府债券；从事同业拆借，提供信用证服务及担保；代理收付款项及代理保险业务，提供保险箱业务，办理地方财政信用周转使用资金的委托存贷款业务；外汇存款；外汇贷款；国际结算；外汇汇款；外币兑换；同业外汇拆借；结汇、售汇；资信调查、咨询和见证业务；证券投资基金销售。

截至 2016 年底，成都银行在广安、重庆、资阳、眉山、西安、内江、南充、宜宾、乐山、德阳、阿坝各设立了 1 家分行，共设立了 179 家支行（其中成都市设有 142 家支行）；员工人数为 5560 人。成都银行下设 2 家控股村镇银行，即名山锦程村镇银行股份有限公司和宝应锦程村镇银行股份有限公司，持股比例分别为 61.00%和 62.00%；与战略投资者——马来西亚丰隆银行共同发起设立合营企业四川锦程消费金融有限责任公司，持股比例为 51.00%；投

资参股西藏银行股份有限公司，持股比例为5.302%。

截至2016年底，成都银行资产总额3609.47亿元，其中发放贷款及垫款净额1318.12亿元；负债总额3389.63亿元，其中吸收存款余额2710.08亿元；股东权益219.84元；资本充足率为13.34%，一级资本充足率10.23%，核心一级资本充足率为10.23%；不良贷款率2.21%，拨备覆盖率155.35%。2016年，成都银行实现营业收入86.10亿元，净利润25.83亿元。

注册地址：四川省成都市西御街16号；法定代表人：李捷

总体看，成都银行资产规模较大、内控管理水平高，作为资金监管银行，本期项目收益债券的资金流转能得到有效的监管。

4. 信息披露机制

本期债券为非公开项目收益债券，在发行阶段，由长江证券向潜在认购人披露债券发行资料。在转让后，龙头港公司或长江证券进行定向披露。在本期项目收益债券存续期内，龙头港公司和各相关方将依照国家有关规定履行以下信息披露义务：

（1）监管银行

①监管银行应在本期债券发行首日起每半年出具《募集资金使用专户监管报告》，报告中应说明报告期内募集资金使用专户的资金使用情况，龙头港公司是否存在违规使用募集资金的情形，以及监管银行对募集资金使用专户的监管情况。

②监管银行应每年出具《偿债资金专户监管报告》，报告中应说明报告期内偿债资金专户的资金收支情况、龙头港对偿债资金的划付情况、监管银行对偿债资金专户的监管情况。

③监管银行应于每月15日前出具《项目收入归集专户月度监管报告》，报告中应说明当月项目收入归集专户的资金划付情况；监管银行应每年出具《项目收入归集专户年度监管报告》，报告中应说明报告期内项目收入归集专

户的资金收支和监管银行对项目收入归集专户的监管情况。

（2）债权代理人

在本期项目收益债券存续期间，债权代理人应委托具有证券从业资格的会计师事务所对债券募集资金使用情况、项目收入归集情况每年进行一次专项审计。审计中发现存在违反《2017年第一期重庆港龙头作业区一期工程项目收益债券募集说明书》披露内容和相关协议规定的行为的，会计师事务所应及时报告债权代理人和有关监管机构。

（3）龙头港公司

龙头港公司应于本期项目收益债券发行后三个月在证券登记机构网站上公告披露下列事项：

①募投项目的建设和运营情况；

②募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户收支情况；

③发行人对《2016年重庆港龙头作业区一期工程项目收益债券债权代理协议》及《2017年第一期重庆港龙头作业区一期工程项目收益债券募集说明书》中其他义务的履行情况；

④对本期项目收益债券持有人权益有重大影响的其他事项以及发行人认为需要向本期债券持有人披露的其他事项。

此后，龙头港应每半年在证券登记机构网站上公告披露以上事项。

（4）重大事项通报

在本期项目收益债券存续期内，项目建设、运营情况发生重大变化或龙头港公司、差额补偿人发生对债券持有人有重大不利影响的事项，龙头港公司应按照《2016年重庆港龙头作业区一期工程项目收益债券债权代理协议》《2016年重庆港龙头作业区一期工程项目收益债券持有人会议规则》等相关文件约定以及国家相关规定履行程序，并及时通报。

总体看，本期项目收益债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期项目收益债券

的操作风险。

七、结论

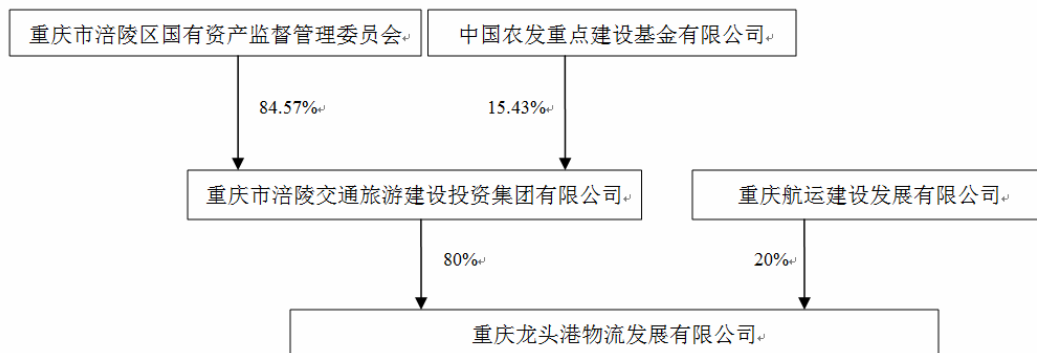
重庆港龙头作业区作为重庆四大枢纽港区之一，其建设投产对于长江上游航运中心的建设有着积极的促进作用。同时，近年来涪陵区经济发展保持良好态势，工业产值规模快速增长，为募投项目提供了良好的经营环境。

募投项目处长江上游重要的深水港区，具备良好的综合交通条件和水域条件，同时股东涪陵交旅丰富的项目建设和运营管理经验可为其业务开展提供一定支持；另一方面本期项目收益债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期项目收益债券的操作风险。但联合资信也关注到，本期项目收益债券募投项目目前仍处于建设期，预期收益可能会受项目建设或运营期风险影响；且在项目建设阶段，龙头港公司自身不产生收益，利息偿还全部依赖于外部支持。

本期项目收益债券偿债来源为募投项目营业收入，本期项目收益债券存续期内的项目收益总额可覆盖债券本息偿还总额。同时，本期项目收益债券设置了差额补偿机制，第一差额补偿人（涪陵交旅）、第二差额补偿人（涪陵国投）对本期项目收益债券的偿还承担差额补足清偿责任，其对本期项目收益债券的补偿义务是无条件不可撤销的。涪陵国投与涪陵交旅均为涪陵区国资委全资子公司，受同一实际控制人管理；龙头港公司为涪陵交旅子公司。以上措施可对本期项目收益债券到期偿还的安全性起到重要提升作用。

总体看，本期项目收益债券到期不能偿还风险较低。

附件 1 龙头港公司股权结构图



附件 2 涪陵国投主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.51	44.40	30.33	31.49
资产总额(亿元)	579.45	710.95	804.70	816.25
所有者权益(亿元)	360.67	438.73	506.21	507.66
短期债务(亿元)	37.19	59.15	46.61	37.98
长期债务(亿元)	118.68	160.33	204.72	218.88
全部债务(亿元)	155.87	219.48	251.33	256.87
调整后的全部债务(亿元)	198.60	244.98	264.32	272.86
营业收入(亿元)	25.12	26.39	30.06	8.95
利润总额(亿元)	6.79	7.93	10.01	2.14
EBITDA(亿元)	7.43	8.48	10.76	--
经营性净现金流(亿元)	7.57	9.97	12.89	1.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	55.28	26.48	25.69	--
存货周转次数(次)	1.46	0.32	0.20	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	101.72	106.12	110.28	111.32
营业利润率(%)	28.54	30.02	27.99	31.68
总资本收益率(%)	1.03	0.96	1.08	--
净资产收益率(%)	1.52	1.42	1.61	--
长期债务资本化比率(%)	24.76	26.76	28.80	30.13
全部债务资本化比率(%)	30.18	33.35	33.18	33.60
调整后的全部债务资本化比率(%)	35.51	35.83	34.30	34.96
资产负债率(%)	37.76	38.29	37.09	37.81
流动比率(%)	126.33	252.11	262.57	314.69
速动比率(%)	98.56	103.96	91.83	113.65
经营现金流动负债比(%)	17.01	14.74	21.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.98	25.88	23.35	--
调整后的全部债务/EBITDA(倍)	26.73	28.88	24.56	--

注：2017 年 1 季度财务数据未经审计；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（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%
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。

联合资信评估有限公司关于 2017 年第一期重庆港龙头作业区一期工程 项目收益债券的跟踪评级安排

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

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

重庆龙头港物流发展有限公司、重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司、重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对重庆龙头港物流发展有限公司、重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司、重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，重庆龙头港物流发展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龙头港物流发展有限公司、重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司和重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现重庆龙头港物流发展有限公司、重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司、重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对重庆龙头港物流发展有限公司、重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司、重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如重庆龙头港物流发展有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对重庆龙头港物流发展有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与重庆龙头港物流发展有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。