

信用评级公告

联合〔2021〕5431号

联合资信评估股份有限公司通过对重庆市四面山旅游投资有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持重庆市四面山旅游投资有限公司主体长期信用等级为AA，维持“19 四面专项债/19 四面债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年六月二十五日



重庆市四面山旅游投资有限公司

2021 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
担保方	AAA	稳定	AAA	稳定
19 四面专项债/19 四面债	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 四面专项债/19 四面债	8.80 亿元	8.80 亿元	2026/09/24

注: 上述债券仅包括由联合资信评级, 且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间: 2021 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

重庆市四面山旅游投资有限公司(以下简称“公司”)是江津区四面山景区旅游基础设施开发建设及景区运营主体。跟踪期内, 公司持续在政府补助方面获得有力的外部支持, 公司保持较强的区域专营性。同时, 联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司工程代建业务回款效率偏低、实际债务负担较重和应收类款项对资金形成较大占用等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内, 重庆市江津区经济持续增长, 四面山旅游资源丰富, 公司有一定的发展潜力。未来, 公司将保持稳定发展。

公司发行的“19四面专项债/19四面债”由重庆兴农融资担保集团有限公司(以下简称“兴农担保”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定, 兴农担保的主体长期信用等级为AAA, 担保实力极强, 其担保显著提升了“19四面专项债/19四面债”偿付的安全性。同时, “19四面专项债/19四面债”设置了分期还款安排, 有效降低了公司的集中支付压力。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA, 维持“19四面专项债/19四面债”信用等级为AAA, 评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内, 江津区经济发展水平增强, 为公司经营发展提供了良好的外部环境。2020 年, 江津区全区实现地区生产总值 1109.4 亿元, 同比增长 3.9%, 经济持续增长, 为公司发展提供了良好的外部经营环境。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	bb+		评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	2	
			企业管理	2	
			经营分析	3	
财务风险	F5	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	4	
			现金流量	6	
		资本结构		3	
		偿债能力		4	
调整因素和理由				调整子级	
外部支持				8	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张婧茜 黄 焘

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，公司持续获得有力的外部支持，经营业务具有专营优势。2020 年，公司收到经营性政府补助 2.02 亿元。

3. 分期偿付安排及担保增信。“19 四面专项债/19 四面债”设置了分期偿付条款，有效降低了公司的集中偿付压力。同时，兴农担保为“19 四面专项债/19 四面债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了“19 四面专项债/19 四面债”的偿付安全性。

关注

1. 公司应收类款项规模大，对公司资金形成较大占用。截至 2020 年底，公司应收类款项合计占资产总额的 52.83%，对公司资金形成较大占用。

2. 公司权益质量差，实际债务负担较重。截至 2020 年底，公司全部债务 74.79 亿元，全部债务资本化比率 52.33%。

主要财务数据

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	0.68	11.71	4.35
资产总额（亿元）	89.15	146.12	147.70
所有者权益（亿元）	42.47	67.19	68.13
短期债务（亿元）	9.87	18.33	18.11
长期债务（亿元）	31.67	55.25	56.68
全部债务（亿元）	41.54	73.58	74.79
营业收入（亿元）	9.35	10.33	9.04
利润总额（亿元）	1.19	0.65	0.81
EBITDA（亿元）	2.29	1.80	2.00
经营性净现金流（亿元）	-14.60	-21.00	-1.38
营业利润率（%）	10.97	9.41	12.41
净资产收益率（%）	2.86	1.05	1.35
资产负债率（%）	52.37	54.02	53.87
全部债务资本化比率（%）	49.45	52.27	52.33
流动比率（%）	479.29	486.74	503.52
经营现金流动负债比（%）	-100.33	-90.45	-6.15
现金短期债务比（倍）	0.07	0.64	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	0.93	0.56	0.47
全部债务/EBITDA（倍）	18.15	40.88	37.31
公司本部			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	89.31	141.12	145.06
所有者权益（亿元）	42.46	66.64	67.67
全部债务（亿元）	33.64	57.40	64.96
营业收入（亿元）	9.31	10.08	8.87
利润总额（亿元）	1.17	0.79	0.92
资产负债率（%）	52.46	52.78	53.35
全部债务资本化比率（%）	44.21	46.27	48.98
流动比率（%）	474.93	524.35	508.44
经营现金流动负债比（%）	-99.22	-93.09	-14.30

注：1. 长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算；2. 尾差系四舍五入所致

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 四面专项债/19 四面债	AAA	AA	稳定	2020/07/31	姚玥、黄焘、高志杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
19 四面专项债/19 四面债	AAA	AA	稳定	2019/11/28	喻宙宏、姚玥	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
19 四面专项债/19 四面债	AA+	AA	稳定	2019/06/13	喻宙宏、姚玥	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆市四面山旅游投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

重庆市四面山旅游投资有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于重庆市四面山旅游投资有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东、实际控制人、注册资本及实收资本均未发生变化。截至 2020 年底，公司股东仍为重庆市四面山旅游（集团）有限公司（以下简称“四面山旅游集团”），持股比例为 100.00%。公司实际控制人仍为重庆市江津区国有资产监督管理委员会（以下简称“江津区国资委”），公司注册资本及实收资本均为 25.73 亿元。

公司主要负责四面山景区的投资开发及运营和景区内基础设施建设及相关配套设施的工程代建业务。

截至2020年底，公司设7个职能部门，包括工程项目部、财务部、景区管理部等；公司合并范围内包含4家全资子公司。

截至2020年底，公司资产总额147.70亿元，所有者权益68.13亿元；2020年，公司实现营业收入9.04亿元，利润总额0.81亿元。

公司注册地址：重庆市江津区四面山风景名胜区内龙潭路3幢1-1号。法定代表人：杨欣欣。

三、跟踪债券概况与募集资金使用情况

截至2021年5月底，联合资信所评“19四面专项债/19四面债”尚需偿还债券余额8.80亿元。“19四面专项债/19四面债”期限7年，同时附

加第4年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

截至 2021 年 3 月底，“19 四面专项债/19 四面债”募集资金已使用 8.79 亿元，全部用于募投项目四面山停车场项目。截至 2021 年 3 月底，四面山停车场项目已基本完工，预计将于年内完成竣工验收。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 四面专项债/19 四面债	8.80	8.80	2019/09/24	7 (4+3) 年
合计	8.80	8.80	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往

年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍

未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017-2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出

口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着

疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；**固定资产投资修复过程仍将持续，**投资结构有望优化；**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有

限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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。本世纪初，固定资产投资是拉动中国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业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) 行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板力度并在资金端提供较大支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6

月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施

运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

凭借明显的区位优势和便利的交通，跟踪期内，江津区经济稳步发展。

（1）江津区概况

江津区位于重庆市西南部，毗邻四川省合江县和贵州省习水县，是重庆辐射川南黔北的重要门户，江津区总面积达3219平方公里，下辖4个街道办事处、25个镇，总人口153万人。江津区处于重庆城市发展新区的前沿口岸，有200平方公里的区域在重庆二环周边，城区距重庆主城42公里、距江北机场70公里。

2020年，江津区全区实现地区生产总值1109.4亿元，同比增长3.9%。2020年，第一产业实现增加值117.7亿元，增长4.8%；第二产业实现增加值622.9亿元，增长3.8%（其中工业实现增加值481.2亿元，增长3.8%）；第三产业实现增加值368.7亿元，增长3.7%。三次产业对经济增长的贡献分别为11.7%、57.2%、31.1%，其中工业对经济增长的贡献为46.3%。三次产业比重为10.6：56.1：33.3。

2020年，江津区一般公共预算收入有所下降，为61.20亿元；全区政府性基金预算收入略有下降，为74.30亿元。2020年，江津区一般公共预算支出有所下降，为126.90亿元；同期，江津区财政自给率为48.23%，整体看，江津区财政自给能力一般。

未来江津区将大力实施创新驱动发展战略，发挥科技进步和信息化的带动作用，构建产业新体系，促进经济增量提质升级，实现由经济大区向经济强区的跨越。

（2）四面山景区概况

四面山景区拥有较为优质的旅游资源，为公司的发展经营提供了一定的基础。

四面山景区位于重庆西南部，距离重庆主城区130公里，距江津城区90公里，属云贵高原大娄山北翼余脉，系地质学上的倒置山。景区于1988年被确定为重庆市级自然保护区，1994年被评为第三批国家级风景名胜区，2011年被评为中国风景名胜区摄影基地、中国网民最关注的十大景区、“中国最美十大森林公园”，望乡台瀑布被评为“中国最美十大瀑布”，洪洞村被评为“全国特色景观旅游名村”，四面村荣获“全国休闲农业与乡村旅游示范点”称号，四面山爱情主题汽车影院露营地被评为“2013年中国十大自驾游营地”，2014年被评为“重庆首批市级旅游度假区”“影响世界的中国文化旅游名景”“江津四面山爱情朝圣之旅”全国十佳主题旅游线路，2016年被评为“国家生态旅游示范区”“中国森林氧

吧”“国家AAAAA级旅游景区”。

四面山景区幅员面积213.37平方公里，主要有望乡台、土地岩、龙潭湖、洪海、珍珠湖等核心景区（水口寺、坪山、大窝铺原始森林3大景区暂未开发）、128个景点，是中国长寿之乡、富硒之地，自然景观独特、生态环境优美、旅游资源丰富。“奇山”“异水”“红石”“厚文”四大景观资源特色明显。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司在政府补助方面持续获得有力的外部支持。

公司是四面山景区最主要的旅游开发基础设施建设以及景区运营主体。公司主营业务为四面山风景区投资开发与经营业务、旅客运输业务和游船业务以及工程代建业务，公司景区业务主要依托于重庆市江津区四面山风景区，为游客提供景区观光、景区客运、景区水域运输等服务，公司工程代建业务主要为景区内基础设施及相关配套设施的工程项目。公司业务在四面山景区具有区域专营优势

根据《江津区企业补助资金管理暂行办法》的规定，针对符合国家鼓励类产业、符合国家、市级关于各类专项资金支持范围、鼓励和支持新增重点税源项目、鼓励支持创新类产业项目、区政府鼓励扶持的其他项目，区财政局或区主管部门将给予资金补助，并补助资金纳入区财政预算管理。补助方式为：①财政补助，财政补助原则上最高不超过项目投资的40%；②贷款贴息补助，贷款贴息补助不超过金融机构同期贷款利息的70%。2020年，公司收到经营性政府补助2.02亿元。

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：9150011606619926XN），截至2021年5月21日，公司无未结清及已结清不良或关注类信贷记录，过往履约记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、治理结构均未发生变化，仍执行原有管理制度，且执行情况良好。

跟踪期内，公司财务负责人变更为张力。上述变更属于公司日常经营中管理层的正常变动，不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生影响。

张力先生，1989年生，本科学历；历任中国光大银行重庆江津德感社区支行主任；现任公司财务负责人。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受工程代建业务收入下降影响，公司主营业务收入有所下降，业务毛利率受当年结算项目情况影响有所上升。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍依托四面山景区开展业务。具体包括四面山景区的投资开发及运营，景区内基础设施建设及相关配套设施的工程代建业务。2020年，公司实现主营业务收入8.63亿元，同比下降14.97%，仍以工程代建收入为主。

毛利率方面，2020年，公司主营业务毛利率同比有所下降，为15.63%，主要系工程代建业务毛利率有所下降，主要系本年结算收入的创5A景区建设工程等项目代建管理费较低所致。

表 4 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建收入	90240.53	96.55	15.06	97097.40	95.67	11.53	78958.09	91.50	16.36
景区运营收入	3220.64	3.45	-16.19	2447.76	2.41	-26.95	6251.51	7.24	6.04
酒店收入	--	--	--	1942.9	1.91	--	1084.39	1.26	18.01
合计	93461.17	100.00	13.98	101488.06	100.00	10.66	86293.99	100.00	15.63

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）工程代建业务

跟踪期内，公司工程代建业务收入有所下降，业务毛利率有所增长，回款效率进一步弱化。

跟踪期内，公司仍作为四面山景区投资开发主体，承担着景区内基础设施建设及相关配套设施的建设工作，业务模式仍为委托代建。按照与重庆市江津区四屏镇人民政府签订的代建协议，公司负责筹集项目建设所需资金，负责项目的建设和管理。收入确认方面，双方按照代建项目进度情况，根据公司完成的工作量进行工程结算。具体来看，创 5A 景区建设工程、中山古镇风貌改造工程和中山古镇新街道工程按工程投资的计提代建管理费比例仍为 15%，江津区四面山旅游度假区基础设施建设项目、四面山宾馆区还房项目、四面山污水处理设施建设工程、会龙庄维修、布展、景区建设工程和四屏镇还房一期工程代建加成比例均仍为 25%。款项支付方面，公司各代建项目的具体支付期限和方式未明确约定，代建项目回款具有不确定性。

账务处理方面，公司代建项目投资资金计入“存货-开发成本”，公司根据代建工程结算确认书确定的当期结算金额确认收入，并计入“主营业务收入”，同时将相应的成本由“存货”转入“主营业务成本”，当期未收到的代建工程款计入“应收账款”。

截至 2020 年底，公司已完工的代建项目主要有中山古镇风貌改造工程、中山古镇新街道

工程、四面山宾馆区还房项目和会龙庄维修、布展、景区建设工程、四屏镇还房一期等。2020 年，公司实现工程代建收入 7.90 亿元，同比下降 18.68%，主要系受结算进度影响。

截至 2020 年底，公司在建项目主要有创 5A 景区建设工程及江津区四面山旅游度假区基础设施建设（一期）游客服务中心项目等，资金来源主要系公司自筹。

（2）景区运营业务

跟踪期内，受游客量增长影响，公司景区运营收入规模大幅增长，毛利率由负转正。

四面山风景区幅员面积 213.37 平方公里，主要有龙潭湖、望乡台、土地岩、洪海、珍珠湖等五大核心景区，另有水口寺、坪山、大窝铺原始森林三大景区正在开发之中，景点共计 128 个。2014 年 6 月，四面山的第一条高速公路“江习高速公路”开工，“江习高速”已于 2018 年通车，开通后重庆主城至四面山仅需 1~1.5 个小时车程，四面山将成为距重庆主城最近的国家 5A 级旅游景区；此外，轻轨 5 号线、7 号线和 12 号线计划将跨江进入江津城区，大大提高江津与重庆主城的联系。随着交通条件的改善，或将带动景区客流量和门票收入的增长。景区门票详见下表：

表 5 截至 2021 年 3 月底公司景区各项收费定价情况表

收费项目	收费标准	批准机关	批准文号
四面山景区门票	旺季 90 元/人；淡季 60 元/人	重庆市物价局	渝价[2018]159 号，渝价[2016]62 号

景区观光车票	40 元/人（往返）	重庆市物价局	渝价[2016]63号
景区船票（大洪海）	30 元/人（单程），45 元/人（往返）	重庆市江津区发改委	津发改委[2017]126号
景区船票（龙潭湖）	30 元/人（往返）	重庆市江津区发改委	津发改委[2017]126号

资料来源：公司提供

2020 年，公司景区运营收入为 6251.51 万元，大幅增长，主要系受疫情影响，重庆市外旅游受限，大部分市内居民选择市内游，致使景区游客人数增加，公司景区运营收入主要为景区门票收入；景区运营成本为 5873.92 万元，公司景区运营业务成本主要由景区维护成本及景区营销成本构成。2020 年，公司景区运营业务毛利率为 6.04%，由负转正。

3. 未来发展

公司未来将继续依托重庆市、四川省和贵州省庞大的人口优势及其旺盛的旅游需求，在自身自然风景资源的基础上，加快开展景区基础设施建设，稳步配套设施，增强景区游客接纳能力和服务质量。同时，以四面山国家 5A 级旅游景区为契机，响应重庆市城市发展新区建设规划，建设国家级旅游度假区，并借助区域

交通条件的升级，向周边区域发挥辐射带动作用，将大四面山打造为世界知名、全国一流的情感体验型山水度假旅游目的地。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2020 年，公司减少 1 家子公司。截至 2020 年 0 底，公司并表子公司共计 4 家。总体看，近三年，新纳入合并范围子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

2020 年，公司资产规模保持稳定，构成仍以流动资产为主；资产中应收类款项及存货规模大，对公司资金形成较大占用；固定资产中景区内基础设施资产占比高。整体看，公司资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额较上年底增长 1.57%，以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.68	0.76	11.71	8.01	4.35	2.94
应收账款	9.88	11.08	16.09	11.01	25.23	17.08
存货	21.34	23.94	19.95	13.65	22.95	15.54
其他应收款	37.76	42.36	61.52	42.10	52.80	35.75
流动资产合计	69.75	78.24	113.03	77.35	113.00	76.51
固定资产	19.32	21.67	25.83	17.68	24.67	16.70
在建工程	--	--	6.57	4.50	9.77	6.62
非流动资产合计	19.40	21.76	33.09	22.65	34.69	23.49
资产合计	89.15	100.00	146.12	100.00	147.70	100.00

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司流动资产较上年底下降 0.02%，变化不大。公司流动资产主要由应收

账款、其他应收款及存货构成。公司货币资金较上年底下降 62.89%，主要系本年回款情况较

差且项目持续投入所致。公司应收账款较上年底增长56.79%，系应收重庆市江津区四屏镇人民政府代建业务款项增长所致。公司应收账款主要系应收重庆市江津区四屏镇人民政府的工程代建款项，截至2020年底为24.81亿元。按账龄分析法计提坏账的应收账款中，截至2020年底累计计提坏账准备17.77万元，计提坏账的应收账款账龄主要集中在1-3年。公司其他应收款较上年底下降14.17%，主要系收回与股东四面山旅游集团及四面山管委会的往来款项所致。公司资产中应收类款项占比较大，对公司资金形成较大占用。按账龄分析法计提坏账的其他应收款中，截至2020年底累计计提坏账准备1.01亿元，计提坏账的其他应收款账龄主要集中在1-2年。公司存货较上年底增长15.04%，主要系开发成本增长所致。从构成上，公司存货主要由开发成本（12.69亿元）和待开发土地（10.25亿元）构成。开发成本主要为公司土地一级开发过程中的动迁成本及部分自建、代建项目建设投入款；待开发土地主要为尚未开发的土地使用权，其中0.17亿元尚未办妥产权证书。

表 7 2020 年底其他应收款前五名欠款情况

单位名称	性质	金额 (亿元)	占比 (%)
重庆市四面山旅游(集团)有限公司	往来款	19.55	36.34
重庆市江津区建宇房地产开发有限责任公司	往来款	6.90	12.82
重庆市江津区华信资产经营(集团)有限公司	往来款	5.66	10.52

表 8 公司主要负债构成情况(单位: 亿元、%)

科目名称	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.32	2.83	2.97	3.76	1.20	1.50
一年内到期的非流动负债	8.55	18.31	14.83	18.79	16.74	21.04
流动负债合计	32.13	68.83	55.71	70.58	57.13	71.79
长期借款	18.82	40.32	19.10	24.20	29.99	37.69
应付债券	4.95	10.59	23.47	29.74	18.56	23.32

重庆市江津区珞璜开发建设有限公司	往来款	4.00	7.43
重庆市福昊物业管理有限公司	往来款	3.10	5.76
合计	--	39.21	72.87

资料来源: 公司审计报告

公司非流动资产主要由固定资产及在建工程。截至2020年底，公司非流动资产较上年底增长4.84%。公司固定资产较上年底下降4.50%。固定资产主要由房屋及建筑物构成，主要系房产及旅游配套工程。公司在建工程系四面山停车场项目建设成本。截至2020年底，公司在建工程较上年底增长48.81%，主要系项目持续投入。

截至2021年3月底，公司受限资产账面价值合计4.44亿元，受限比例较低。其中，货币资金中有0.32亿元保证金受限，存货中有4.12土地使用权受限

3. 资本结构

2020年，公司所有者权益有所增长，实收资本和资本公积占比高，所有者权益结构稳定性好。但考虑到所有者权益中景区内基础设施资产(含道路等资产)占比高，权益质量较差。

所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益较上年底增长1.39%，变化不大。所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占37.77%、55.49%和5.88%。所有者权益结构稳定性好。

公司资本公积由景区内基础设施资产、土地使用权、工程项目及房产等组成。2020年底，公司资本公积无变化。

长期应付款	7.90	16.92	12.68	16.07	8.14	10.23
非流动负债合计	32.13	68.83	55.71	70.58	57.13	71.79
负债合计	46.69	100.00	78.93	100.00	79.57	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表

负债

公司债务结构合理，考虑到公司权益质量差，实际债务负担较重。

截至2020年底，公司负债总额较上年底增长0.81%，变化不大。其中，流动负债占28.21%，非流动负债占71.79%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2020年底，公司流动负债较上年底下降3.36%。公司短期借款较上年底下降59.73%。公司短期借款全部系保证借款。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债16.74亿元，较上年底增长12.89%，系一年内到期的应付债券增长所致。从构成上看，公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（5.91亿元）、一年内到期的应付债券（4.97亿元）及一年内到期的长期应付款（5.86亿元）。

截至2020年底，公司非流动负债较上年底增长2.55%，变化不大。公司长期借款较上年底增长57.01%，主要系保证借款增长所致。公司长期借款期限集中在3~7年，利率区间集中在4.68%~6.32%，利率区间较上年底显著下移，主要系2020年对16亿元左右的高息借款进行置换，公司置换后借款利率区间集中在4.68~5.30%。公司应付债券较上年底下降20.95%，主要系部分债券本息调整至一年内到期的非流动负债科目所致。公司长期应付款为融资租赁款项，为有息性质，较上年底下降35.80%。

表9 截至2021年5月底公司发行债券情况（单位：亿元、年）

债券简称	发行规模	起息日期	到期日期	债券期限
19 四面山	10.00	2019-11-19	2024-11-19	5（3+2）
19 四面专项债	8.80	2019-09-24	2026-09-24	7
16 四面债	5.00	2016-06-08	2021-06-08	5（3+2）

债券简称	发行规模	起息日期	到期日期	债券期限
合计	23.80	—	—	—

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司长期应付款为融资租赁款项，为有息性质。2018—2020年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长1.51%。截至2020年底，公司长期应付款较上年底下降35.80%。

有息债务方面，截至2020年底，公司全部债务74.79亿元，较上年底增长1.65%，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占24.21%，长期债务占75.79%，以长期债务为主。截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为53.87%、52.33%和45.42%，较上年底分别下降0.14个百分点、提高0.06个百分点和提高0.29个百分点。整体看，公司债务负担较重。

表10 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年
短期债务	9.87	18.33	18.11
长期债务	31.67	55.25	56.68
全部债务	41.54	73.58	74.79
资产负债率	52.37	54.02	53.87
全部债务资本化比率	49.45	52.27	52.33
长期债务资本化比率	42.72	45.12	45.42

资料来源：公司提供

从集中兑付情况看，2021年、2022年及2023年，公司需偿还的有息债务本息分别为18.11亿元、27.70亿元和5.50亿元，公司面临一定的集中兑付压力。

4. 盈利能力

公司营业收入有所下降，利润总额对政府补贴依赖程度高。

公司营业收入主要以工程代建收入为主。

2020年,公司营业收入同比下降12.43%,主要系工程代建收入下降所致;营业成本同比下降16.91%。

2020年,公司费用总额下降14.91%,期间费用率为19.82%,较上年低略有下降。总体看,公司费用控制能力较弱。

2020年,公司收到各类政府补助2.02亿元,相当于同期利润总额的249.82%。公司利润总额对政府补贴依赖程度高。

盈利指标方面,2020年,公司营业利润率增长3个百分点至12.41%;公司总资本收益率和净资产收益率分别增长0.08个和0.30个百分点。

表 11 公司盈利情况(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年
营业收入	9.35	10.33	9.04
营业成本	8.04	9.22	7.66
期间费用	1.57	2.11	1.79
其他收益	1.85	2.02	2.02
利润总额	1.19	0.65	0.81
营业利润率	10.97	9.41	12.41
总资本收益率	1.59	0.57	0.65
净资产收益率	2.86	1.05	1.35

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

5. 现金流分析

2020年,随着往来款流出的下降,公司经营现金净流出规模收窄,为满足公司经营、投资活动以及债务偿还的资金需求,公司仍存在较大的融资压力。

从经营活动来看,2020年,公司经营活动现金流入较上年增长48.53。其中,销售商品、提供劳务收到的现金大幅下降95.73%,主要系代建业务回款减少所致;收到其他与经营活动有关的现金主要为公司收到四面山旅游集团及江津区平台公司往来款项大幅增长,为9.39亿元。2020年,公司经营活动现金流出较上年下降60.07%。其中,购买商品、接受劳务支付的现金9.87亿元,较上年下降6.93%,主要系公司景区建设工作持续投入减少所致;支付其他与经营活动有关的现金大幅下降,由2019年的

16.21亿元降至0.58亿元,主要系公司支付的往来款项。2020年,公司经营活动现金净额缺口大幅收窄。2020年,公司现金收入比降至2.09%,收入实现质量差。

从投资活动来看,2020年,公司投资活动现金流入金额仍较小;同期,公司投资活动现金流出较上年下降56.29%,系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金,为景区内旅游设施、酒店建设和维护等支出。2020年,公司投资活动现金净额较上年下降64.43%。

从筹资活动来看,2020年,公司筹资活动现金流入较上年大幅下降66.37%;同期,公司筹资活动现金流出较上年大幅增长55.12%。2020年,公司筹资活动现金净额由正转负。

表 12 公司现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入量	6.43	6.45	9.58
经营活动现金流出量	21.03	27.45	10.96
经营活动现金净流量	-14.60	-21.00	-1.38
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.57
投资活动现金流出小计	0.03	6.98	3.05
投资活动现金净流量	-0.03	-6.98	-2.48
筹资活动现金流入小计	15.02	51.89	17.45
筹资活动现金流出小计	7.33	13.64	20.61
筹资活动现金净流量	7.69	38.25	-3.16
现金收入比	48.72	42.88	2.09

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标表现偏弱,长期偿债能力指标表现很弱,公司间接融资渠道有待拓宽。考虑到政府及股东对公司的支持,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看,2020年,公司流动比率和速动比率均有所上升。2020年,公司现金短期债务比大幅下降,现金类资产对短期债务的保障程度很弱。整体看,公司短期偿债

能力指标偏弱。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA利息倍数有所下降，EBITDA对利息的覆盖程度很弱。2020年，公司全部债务/EBITDA有所下降。整体看，公司长期偿债能力指标很弱。

表13 公司偿债能力指标（单位：%、倍）

项目	2018年	2019年	2020年
短期偿债能力指标			
流动比率	479.29	486.74	503.52
速动比率	332.62	400.82	401.24
现金短期债务比	0.07	0.64	0.24
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	0.93	0.56	0.47
全部债务/EBITDA	18.15	40.88	37.31

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2021年3月底，公司共获得各家商业银行综合授信额度45.70亿元，尚未使用授信额度4.01亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2021年3月底，公司对外担保余额33.55亿元，规模较大，分别对重庆市江津区滨江新城开发建设集团有限公司担保19.95亿元、对重庆市双福建设开发有限公司担保1.50亿元、对重庆市江津区珞璜开发建设有限责任公司担保9.10亿元及对重庆市德感工业园区建设有限公司担保3.00亿元。担保对象均为江津区地方政府重点支持发展的国有企业，目前被担保公司经营情况良好，公司或有负债风险整体可控。

截至2021年3月底，公司无重大未决诉讼事项。

7. 母公司财务概况

母公司业务主要由本部负责，资产总额、负债总额、营业收入占合并口径的比重高。

截至2020年底，母公司资产总额145.06亿元，较上年底增长2.80%，变化不大。其中，流动资产111.68亿元，非流动资产33.38亿元。截至2020年底，母公司货币资金为4.09亿元。

截至2020年底，母公司负债总额77.39亿元，较上年底增长3.92%。其中，流动负债21.97亿元，非流动负债55.43亿元。母公司全部债务64.96亿元。其中，母公司短期债务为17.61亿元，存在一定的偿付压力。母公司全部债务资本化比率48.98%。

截至2020年底，母公司所有者权益为67.67亿元，较上年底增长1.55%。在所有者权益中，实收资本为25.73亿元、资本公积36.13亿元、未分配利润5.22亿元。

2020年，母公司营业收入为8.87亿元，利润总额为0.92亿元

十、存续债券偿债能力分析

截至2021年5月底，公司存续债券余额合计23.80亿元。公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对未来待偿债券峰值保障能力弱。

截至2021年5月底，公司存续债券余额合计23.80亿元，一年以内到期债券5.00亿元。若存续债券“19四面专项债/19四面债”及“19四面山”投资者均于债券存续期首个行权日行使回售选择权，2022年将达到存续债券待偿本金峰值11.76亿元。2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对未来待偿债券本金峰值的保障能力弱。

表14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2021年5月
2021年5月底一年内到期债券余额	5.00
未来待偿债券本金峰值	11.76
2020年底现金类资产/一年内到期债券余额	0.87
2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.81
2020年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.12
2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.17

资料来源：联合资信整理

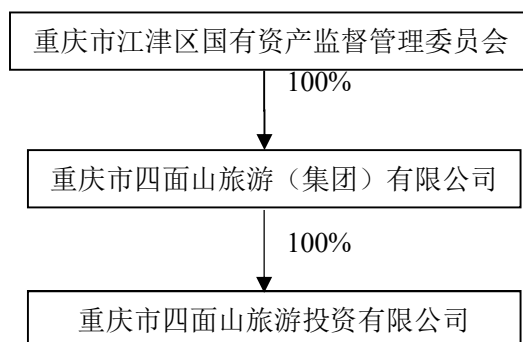
此外，“19四面专项债/19四面债”由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农

担保”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。兴农担保是重庆市国资委牵头组建的全国第一家专司农村“三权”抵押的省级担保公司。经联合资信评估,兴农担保主体长期信用等级为AAA,担保实力极强,其担保显著增强了“19四面专项债/19四面债”本息偿还的安全性。

十一、结论

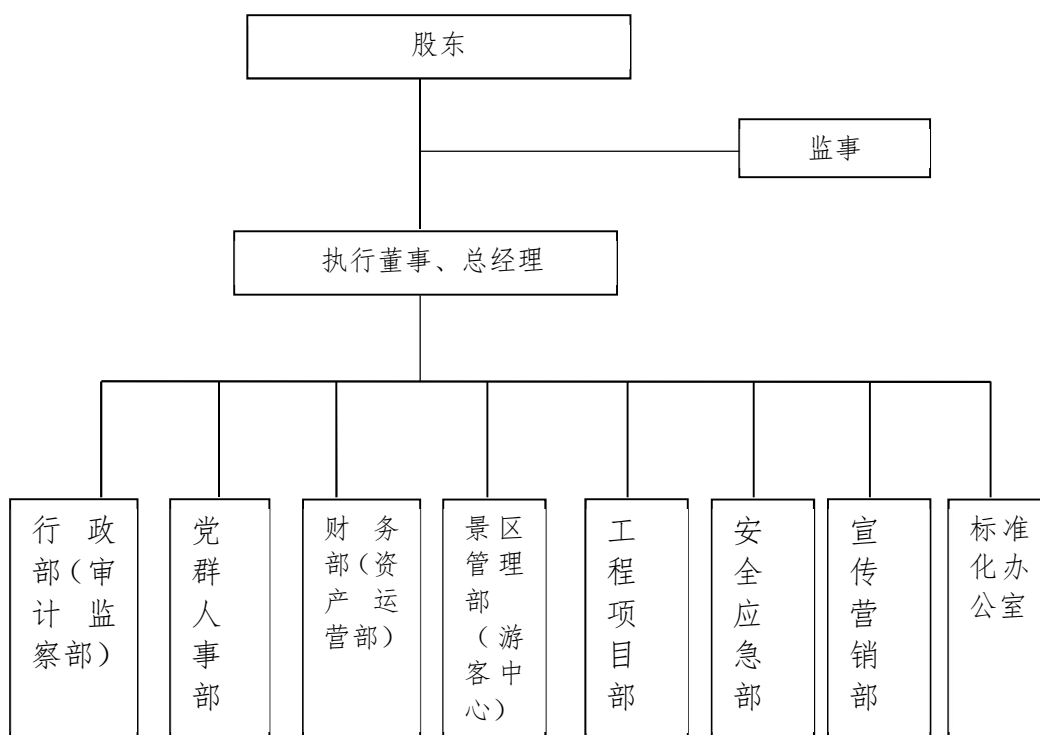
综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA,并维持“19四面专项债/19四面债”的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2020 年底公司合并范围内子公司情况

序号	单位名称	实收资本（万元）	持股比例（%）	次级
1	重庆四面山水文化旅游有限公司	1000.00	100.00	子公司
2	重庆市四面山致信实业有限公司	1000.00	100.00	子公司
3	重庆市四面山酒店管理有限责任公司	7823.46	100.00	子公司
4	重庆市江津区千瀑旅行社有限责任公司	30.00	100.00	子公司

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	0.68	11.71	4.35
资产总额（亿元）	89.15	146.12	147.70
所有者权益（亿元）	42.47	67.19	68.13
短期债务（亿元）	9.87	18.33	18.11
长期债务（亿元）	31.67	55.25	56.68
全部债务（亿元）	41.54	73.58	74.79
营业收入（亿元）	9.35	10.33	9.04
利润总额（亿元）	1.19	0.65	0.81
EBITDA（亿元）	2.29	1.80	2.00
经营性净现金流（亿元）	-14.60	-21.00	-1.38
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.25	0.80	0.44
存货周转次数（次）	0.40	0.45	0.36
总资产周转次数（次）	0.11	0.09	0.06
现金收入比（%）	48.72	42.88	2.09
营业利润率（%）	10.97	9.41	12.41
总资本收益率（%）	1.59	0.57	0.65
净资产收益率（%）	2.86	1.05	1.35
长期债务资本化比率（%）	42.72	45.12	45.42
全部债务资本化比率（%）	49.45	52.27	52.33
资产负债率（%）	52.37	54.02	53.87
流动比率（%）	479.29	486.74	503.52
速动比率（%）	332.62	400.82	401.24
经营现金流流动负债比（%）	-100.33	-90.45	-6.15
现金短期债务比（倍）	0.07	0.64	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	0.93	0.56	0.47
全部债务/EBITDA（倍）	18.15	40.88	37.31

注：长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算；尾差系四舍五入所致

附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	0.65	11.39	4.09
资产总额 (亿元)	89.31	141.12	145.06
所有者权益 (亿元)	42.46	66.64	67.67
短期债务 (亿元)	9.87	16.13	17.61
长期债务 (亿元)	23.77	41.27	47.34
全部债务 (亿元)	33.64	57.40	64.96
营业收入 (亿元)	9.31	10.08	8.87
利润总额 (亿元)	1.17	0.79	0.92
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-14.60	-19.52	-3.14
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	1.24	0.78	0.43
存货周转次数 (次)	0.40	0.44	0.35
总资产周转次数 (次)	0.11	0.09	0.06
现金收入比 (%)	48.34	36.37	0.08
营业利润率 (%)	10.70	9.35	12.34
总资本收益率 (%)	1.58	0.68	0.78
净资产收益率 (%)	2.84	1.27	1.52
长期债务资本化比率 (%)	35.89	38.25	41.16
全部债务资本化比率 (%)	44.21	46.27	48.98
资产负债率 (%)	52.46	52.78	53.35
流动比率 (%)	474.93	524.35	508.44
速动比率 (%)	329.89	429.57	403.99
经营现金流动负债比 (%)	-99.22	-93.09	-14.30
现金短期债务比 (倍)	0.07	0.71	0.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：尾差系四舍五入所致

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= ((本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1) ×100%
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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

附件 5-1 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 5-2 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。

附件 5-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。