

信用评级公告

联合〔2022〕7297号

联合资信评估股份有限公司通过对重庆市合川工业投资(集团)有限公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估,确定维持重庆市合川工业投资(集团)有限公司主体长期信用等级为 AA,维持“21 合川投资 MTN001”“21 合川投资 MTN002”和“21 合川投资 MTN003”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

二〇二二年七月二十七日

重庆市合川工业投资（集团）有限公司

2022 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
重庆市合川工业投资（集团）有限公司	AA	稳定	AA	稳定
中证信用融资担保有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 合川投资 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
21 合川投资 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
中债信用增进投资股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 合川投资 MTN002	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
21 合川投资 MTN001	6.00 亿元	6.00 亿元	2026/01/26
21 合川投资 MTN002	4.00 亿元	4.00 亿元	2026/08/18
21 合川投资 MTN003	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/08/25

注：1.上述债券含投资者回售选择权，上表中到期兑付日为不行权到期日；2.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

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

评级时间：2022 年 7 月 27 日

评级观点

跟踪期内，重庆市合川工业投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）仍是合川区重要的基础设施投资建设主体之一及合川工业园区唯一的开发建设主体，主要负责区内基础设施建设和土地整治等业务。跟踪期内，公司业务仍保持较强的区域专营优势，并持续获得有力的外部支持。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，公司资金回笼慢，债务负担较重，债券融资占比高，存在较大的短期偿债压力等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

“21 合川投资 MTN001”和“21 合川投资 MTN003”由中证信用融资担保有限公司（以下简称“中证担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。“21 合川投资 MTN002”由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进”）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，中证担保、中债增进的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，中证担保、中债增进担保显著提升了上述债券偿付的安全性。

未来，随合川区经济的稳定发展和合川工业园区招商引资工作有序推进，公司经营业务有望维持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 合川投资 MTN001”“21 合川投资 MTN002”和“21 合川投资 MTN003”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **区域专营地位较强。**公司作为合川工业园区唯一的开发建设主体，业务具有较强的区域专营优势。

2. **持续获得有力的外部支持。**近年来，公司在资产注入、债务置换及财政补贴等方面获得了持续有力的外部支持。2018 年，合川区政府通过地方政

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	bbb	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	B	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	2
财务风险	F5	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		5
		调整因素和理由		
外部支持			6	

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: 张婷婷 马玉丹

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

府债券资金置换公司债务合计 6.72 亿元; 2019 年, 合川区财政局向公司下达 2.54 亿元偿债资金。2019—2021 年, 公司分别获得财政补贴资金 1.00 亿元、1.50 亿元和 2.40 亿元。

3. **担保增信显著提升有关债券偿付安全性。**中证担保、中债增进的担保显著提升了跟踪评级债券偿付的安全性。

关注

1. **资金回笼慢。**截至 2022 年 3 月底, 公司基础设施代建、安置房建设及土地整理形成的其他非流动资产以及应收类款项合计 308.34 亿元, 受政府结算及支付进度影响较大, 预计变现及回收周期长。

2. **债务负担较重, 债券融资占比高, 短期支付压力较大。**截至 2022 年 3 月底, 公司全部债务 197.90 亿元, 其中债券融资约占 70%, 资产负债率及全部债务资本化比率分别为 64.96%及 61.34%, 债务负担较重; 公司现金短期债务比为 0.13 倍, 存在较大的短期支付压力。

3. **安置房项目未来回款模式有待关注。**公司安置房项目投资规模较大, 尚未确定处置方式, 资金平衡有待关注。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	8.57	10.54	8.83	8.66
资产总额(亿元)	305.76	341.55	356.49	355.90
所有者权益(亿元)	120.67	124.07	124.95	124.72
短期债务(亿元)	45.12	69.85	63.02	65.14
长期债务(亿元)	96.22	98.41	127.84	132.76
全部债务(亿元)	141.34	168.26	190.86	197.90
营业总收入(亿元)	17.06	15.71	14.63	4.00
利润总额(亿元)	2.84	2.13	2.20	0.38
EBITDA(亿元)	2.88	2.54	2.55	--
经营性净现金流(亿元)	1.10	-5.82	3.77	0.10
营业利润率(%)	12.73	4.26	6.88	8.76
净资产收益率(%)	2.04	1.43	1.47	--
资产负债率(%)	60.53	63.68	64.95	64.96
全部债务资本化比率(%)	53.94	57.56	60.44	61.34
流动比率(%)	253.51	211.72	245.72	257.54
经营现金流动负债比(%)	1.24	-4.89	3.64	--
现金短期债务比(倍)	0.19	0.15	0.14	0.13
EBITDA 利息倍数(倍)	0.30	0.24	0.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	49.16	66.34	74.87	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	287.67	310.23	333.27	330.43
所有者权益(亿元)	112.26	113.45	113.97	113.80
全部债务(亿元)	137.90	165.20	189.68	191.94
营业总收入(亿元)	17.00	9.94	9.01	3.02
利润总额(亿元)	2.48	2.21	1.77	0.43
资产负债率(%)	60.98	63.43	65.80	65.56
全部债务资本化比率(%)	55.13	59.29	62.47	62.78
流动比率(%)	277.88	241.27	269.69	279.02
经营现金流动负债比(%)	0.23	-6.00	6.27	--
现金短期债务比(倍)	0.18	0.10	0.12	0.10

注：1. 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 已将长期应付款及其他流动负债的有息部分调整至有息债务核算

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
21 合川投资 MTN001	AAA	AA	稳定	2021/07/28	张婷婷 黄 焘	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
21 合川投资 MTN003	AAA	AA	稳定	2021/07/07	张婷婷 黄 焘	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
21 合川投资 MTN002	AAA	AA	稳定	2021/06/29	张婷婷 黄 焘	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
21 合川投资 MTN001	AAA	AA	稳定	2020/10/23	张雪婷 王中天 黄 焘	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

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 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受重庆市合川工业投资（集团）有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

重庆市合川工业投资（集团）有限公司

2022 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”）关于重庆市合川工业投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，公司股东仍为重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“合川城投”），实际控制人仍为重庆市合川区国有资产管理中心（以下简称“合川区国资中心”）。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 15.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位及主营业务未发生变化，仍主要负责合川工业园区内基础设施建设和土地整治等业务。截至 2022 年 3 月底，公司本部内设财务管理部、资本运营部、资产管理部、风险控制部、项目管理部、综合办公室共 6 个职能部门；公司合并范围内共有 5 家子公司。

截至 2021 年底，公司资产总额 356.49 亿元，所有者权益 124.95 亿元（含少数股东权益 2.53 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 14.63 亿元，利润总额 2.20 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 355.90 亿元，所有者权益 124.72 亿元（含少数股东权益 2.53 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.00 亿元，利润总额 0.38 亿元。

公司注册地址：重庆市合川工业园区核心区科技孵化大楼；法定代表人：陈凯。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2022 年 6 月底，联合资信所评的公司存续债券余额合计 15.00 亿元，详见下表。跟踪期内，“21 合川投资 MTN001”已按时支付利息，“21 合川投资 MTN002”和“21 合川投资 MTN003”尚未到首次付息日。

截至 2022 年 6 月底，“21 合川投资 MTN001”“21 合川投资 MTN002”和“21 合川投资 MTN003”募集资金均全部用于偿还公司有息债务。

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
21 合川投资 MTN001	6.00	6.00	2021/1/26	5(3+2)年
21 合川投资 MTN002	4.00	4.00	2021/8/18	5(3+2)年
21 合川投资 MTN003	5.00	5.00	2021/8/25	5(3+2)年
合计	15.00	15.00	--	--

注：上述债券均附带第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分

别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，

出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同

烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济

运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

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。

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，但城投企业债务风险也随之快速上升。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并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），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年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，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的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年，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全年重要工作，全年对地方政府隐性

债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，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，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监会（2021）15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解

不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府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。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

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、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，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，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022 年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

跟踪期内，合川区工业及制造业经营数据下滑，经济增长承压，税收收入有所下降，财政自给程度较弱。

合川区

2021 年，合川区实现地区生产总值 973.88 亿元，同比增长 0.2%，总量在重庆市排第 10 位。分产业看，第一产业同比增长 6.0%；第二产业同比下降 13.5%；第三产业同比增长 7.9%；三次产业结构比调整为 11.2：41：47.8。固定资产投资方面，2021 年，合川区固定资产投资同比增长 0.6%。按行业分，一、三产业投资保持较快增长，同比分别增长 55.3%和 19.3%。

根据《关于重庆市合川区 2021 年预算执行情况报告和 2022 年预算草案的报告》，2021 年，合川区全区一般公共预算收入为 66.33 亿元，增长 57.4%，主要系非税收入大幅增长所致。其中，税收收入 24.27 亿元，下降 6.4%，主要受两个因素共同影响：①制造业、房地产业、租赁商务服务业等企业所得税下降；②一次性汇算清缴 2019 年度所得税基数。税收收入占一般公共预算收入比重为 36.59%，财政收入质量较低。非税收入完成 42.06 亿元，同比增长 159.4%，主要系土地复垦费增收及积极盘活存量国有资产资源，实现经营权转让收入等所致。同期，合川区完成一般公共预算支出 99.40 亿元，较上年下降 6.9%；财政自给率为 66.73%，财政自给能力较弱。2021 年，合川区全区完成政府性基金收入 54.86 亿元，同比下降 9.7%，其中国有土地使用权出让收入 50.87 亿元，同比下降 8.4%。

2022 年一季度，合川区实现地区生产总值（GDP）214.08 亿元，同比增长 1.8%。分产业看，第一产业增加值同比增长 5.1%；第二产业增加值同比下降 3.9%；第三产业增加值同比增长 4.7%。合川区固定资产投资同比增长 7.9%，分领域看，工业投资、基础设施投资及房地产开发投资同比分别增长 18.9%、5.5%和 5.0%。

合川工业园区

合川工业园区是 2003 年 3 月经重庆市人民政府批准，并经国家发改委核准成立的重庆市第一批市级特色工业园区之一。目前合川工业园区包含三个片区，分别为南溪片区（原南

溪组团 A 区)、草街片区(原南溪组团 C 区)、城北片区(原渭沱组团 B 区),总规划面积为 42.19 平方公里,建设用地面积 32.47 平方公里,其中可用于企业建设的工业用地为 15.18 平方公里。合川工业园区内骨干路网已形成,建成骨干道路 50 条约 78 公里,辖区内基础设施建设较为完善,形成了三大产业集群,包括以顺博铝业、迈高电梯、友柱汽车等为龙头的装备制造产业,以希尔安、康佳药业、新峰医疗、德川医疗等为主导的医药健康产业,以韩国宝罗、达方电子、强业电子、恒芯天际等为支撑的电子信息产业。

六、基础素质分析

跟踪期内,公司职能定位及业务范围未发生变化,作为合川区重要的基础设施投资建设主体之一及合川工业园区唯一的开发建设主体,区域专营优势较强。

根据公司提供的《企业信用报告》(自主查询版,统一社会信用代码:91500117739840972G),截至2022年6月6日,公司本部无未结清的不良或关注类信贷记录。跟踪期内,公司无新增不良征信记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,未发现公司存在逾期或违约记录,公司历史履约情况良好。

截至2022年7月20日,联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内,公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化。

跟踪期内,根据中共重庆市合川区委及重庆市合川区人民政府印发的有关通知及批复,委派黄昌贵同志任公司党委委员、党委副书记、董事会成员,同时任命其为公司总经理。

黄昌贵先生,1981年10月生,本科学历;历任合川区委办公室秘书二科科长、合川区政府机关党组成员、合川区研究室主任、合川区政府办公室党组成员、合川区金融服务中心副主任;2022年2月起任公司总经理、党委委员、党委副书记和董事。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内,公司营业收入有所下降,毛利率水平有所提升。

2021年,公司营业收入较上年下降6.87%,主要系未实现代建业务收入所致;土地整治收入和商品销售收入仍为公司营业收入主要来源,其他收入同比明显增长,但规模仍较小。

从毛利率来看,2021年,公司综合毛利率较上年提升2.71个百分点,主要系收入占比较高的贸易业务毛利率提升所致。

2022年1—3月,公司实现营业收入4.00亿元,相当于2021年全年的27.34%;同期,公司综合毛利率较2021年全年下降1.73个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2019年			2020年			2021年			2022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
代建业务	4.90	28.72	13.06	2.29	14.56	13.10	0.00	0.00	--	1.89	47.25	13.23
土地整治	10.71	62.78	13.07	7.56	48.09	13.10	8.58	58.65	13.05	1.06	26.50	13.21
商品销售	--	--	--	5.71	36.32	0.35	5.55	37.94	3.78	0.96	24.00	2.08
其他	1.45	8.50	26.90	0.16	1.03	-37.50	0.50	3.42	52.00	0.09	2.25	-55.56
合计	17.06	100.00	14.24	15.71	100.00	8.02	14.63	100.00	10.73	4.00	100.00	9.00

注:其他业务收入主要来自房屋租赁及配套物业费,2019年其他收入包含1.21亿元地票收入;尾差系四舍五入所致
资料来源:公司提供

2. 业务经营分析

(1) 代建业务

跟踪期内，公司代建业务结算规模较小，回款滞后情况仍较为严重。公司在建及拟建基础设施项目未来投资规模不大，代建业务持续性有待关注。

跟踪期内，公司代建业务的业务模式未发生变化。受重庆合川工业园区管理委员会（以下简称“工业园区管委会”或“管委会”）委托，公司承担园区内道路等基础设施建设业务。根据工业园区管委会与公司签订的《委托建设合同》，管委会将园区规划范围内的基础设施项目委托公司进行建设管理。公司负责组织实施可行性研究、环评等前期工作，并负责组织和筹措项目建设所需资金，按照总体施工进度要求组织施工，公司有权根据项目进度情况，向管委会提出投资计划及资金拨付申请。项目完工后，管委会负责组织竣工验收，并上报合川区政府审计机关进行项目决算审计，并按照审计金额对代建项目进行回购。按照《委托建设合同》约定，结算金额包含投资金额（不含税）及加成一定比例计提的建设管理费（2018年以前，加成比例为5%~8%；2018年起，加成比例调整为15%），管委会将在项目完工决算后5年内按年向公司支付结算款项。

账务处理方面，公司将项目建设投入成本计入“其他非流动资产”，并于年末根据当年投入成本加成一定比例确认收入，并结转成本。

2021年，公司未实现代建业务收入；2022年1—3月，公司确认代建业务收入1.89亿元。截至2022年3月底，公司应收工业园区管委会的结算价款合计103.74亿元（包括代建业务和土地整治业务款项，体现在“应收账款”），受项目回款周期较长以及合川区财政局资金安排等因素影响，公司代建项目回款滞后情况较为严重。

截至2022年3月底，公司在建的基础设施项目主要为沙溪及草街邻里中心项目，计划总投资合计1.80亿元，已完成投资0.47亿元，剩

余款项计划于2023年投资完毕。公司拟建的基础设施项目主要包括智能物流集散中心项目和高新区会展中心项目，预计总投资合计9.80亿元，规划建设期间为2022—2024年。

(2) 安置房业务

公司是合川工业园区重要的安置房建设主体，承建的安置房项目投资规模较大，完工安置房尚未确定处置方式，项目投入对公司资金形成较大占用。

跟踪期内，公司安置房建设业务模式未发生变化。公司尚未明确安置房项目完工后处置方式及收入确认模式，安置房项目投资暂计入“其他非流动资产”科目核算。自成立以来，公司先后完成了正浩回迁安置房、葛恩回迁安置房、查氏回迁安置房、高阳回迁安置房一期、高阳拆迁还房二期及城北回迁安置房一期等项目。截至2022年3月底，公司其他非流动资产中保障房资产账面价值23.71亿元，均已完工，公司无在建或拟建安置房项目。

此外，公司受工业园区管委会委托对园区内安置房项目进行统筹管理，陆续将园区内其他房地产企业建设的安置房项目回购，并由管委会直接进行安置，公司将支付的购房款计入“预付款项”科目，未来与其他安置房项目（计入“其他非流动资产”的部分）一并由管委会安排处置。

(3) 土地整治

公司对合川工业园区范围内规划用地进行整治。跟踪期内，公司土地整治回款进度仍较为滞后。未来拟建土地整治项目存在一定的资金支出压力。

公司受工业园区管委会委托，对合川工业园区范围内规划用地进行整治。土地整治业务模式和账务处理方式与基础设施代建业务相同，未发生变化。公司仅对标的地块实施整治作业，不拥有相应地块的土地使用权。

2021年，公司确认土地整治收入8.58亿元，主要来源于核心区和沙溪片区土地征迁项目。截至2022年3月底，公司主要已完工土地整治

项目总投资 22.32 亿元，累计确认收入 24.63 亿元，实现回款 14.22 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司在建的土地整治项目计划总投资 8.86 亿元，已完成投资 7.71 亿

元。公司拟建的土地整治项目主要位于沙溪片区和城北片区，土地面积合计 3750 亩，预计总投资合计 15.00 亿元。

表 4 截至 2022 年 3 月底公司主要在建土地整治项目情况（单位：亩、万元）

项目名称	整理期间	土地面积	总投资额	已投资额	未来投资计划		
					2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年
昌兴水泥	2016-2022	1990.00	79600.00	74912.80	4687.20	--	--
合川南下道工程	2021-2023	105.00	4000.00	1375.00	1125.00	1500.00	--
城北片区配套项目	2021-2023	124.00	5000.00	800.00	3000.00	1200.00	--
合计	--	2219.00	88600.00	77087.80	8812.20	2700.00	--

资料来源：公司提供

（4）商品销售业务

跟踪期内，公司商品销售业务经营较为稳定，客户集中度很高。

跟踪期内，公司商品销售收入主要来源于子公司重庆华焜科技有限公司（以下简称“华焜科技公司”）。华焜科技公司主要从事大宗商品和电子产品等贸易业务，业务模式方面，一般采取以销定购的经营模式，根据客户需求受托采购生产所需的上游原材料或中间产品。贸易业务的付款方式一般为先款后货，需求方支付全部货款后，可在供应方（指定）仓库提货，结算方式主要是银行转账、电汇、银行承兑汇票。

销售方面，2021 年，公司前五大客户包括深圳市虹云供应链管理有限公司、深圳顺仓物流有限公司、广州广铝供应链管理有限公司、广东广铝铝型材有限公司和德华集团控股股份有限公司，合计销售金额占总销售金额比例为 88.87%，集中度很高，商品销售收入受单个客户采购需求影响较大。采购方面，2021 年，公司商品销售业务前五大供应商占公司总采购金额比重为 46.38%，集中度一般。

3. 未来发展

公司未来仍将以合川工业园区内基础设施建设和土地整治为主业，推动园区开发建设和招商引资。截至 2022 年 3 月底，公司经营在建项目为桃片产业园项目，计划总投资 10.00 亿

元，已投资 1.23 亿元，项目建成后拟整合区域内相对分散的桃片加工产业，推动合川区特色食品产业向规模化、规范化、集约化、现代化和科技化发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年合并及母公司财务报告，中审众环会计师事务所（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。公司提供的 2022 年一季度财务数据未经审计。

2022 年 3 月底，公司合并范围内共有 5 家子公司。2021 年，公司合并范围新增 1 家子公司，系投资设立。2022 年 1—3 月，公司合并范围无变化。跟踪期内，公司合并范围变动对财务数据可比性影响较小。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产结构变化不大；资产中基础设施代建、安置房建设及土地整理形成的其他非流动资产以及应收类款项规模大，预计变现及回收周期长。公司整体资产质量一般。

截至 2021 年底，公司资产总额较上年底增长 4.37%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表5 公司资产主要构成情况(单位:亿元、%)

科目	2019年		2020年		2021年		2022年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	224.70	73.49	251.89	73.75	254.53	71.40	253.17	71.13
应收账款	98.75	32.30	100.37	29.39	100.64	28.23	103.74	29.15
其他应收款(合计)	22.22	7.27	35.89	10.51	38.79	10.88	33.83	9.51
存货	90.56	29.62	102.24	29.94	103.98	29.17	104.31	29.31
非流动资产	81.06	26.51	89.66	26.25	101.96	28.60	102.73	28.87
长期股权投资	16.51	5.40	16.55	4.85	16.61	4.66	16.55	4.65
固定资产	0.56	0.18	0.64	0.19	5.36	1.50	5.31	1.49
其他非流动资产	59.68	19.52	65.69	19.23	71.18	19.97	66.46	18.67
资产总额	305.76	100.00	341.55	100.00	356.49	100.00	355.90	100.00

资料来源:根据公司审计报告和财务报表整理

截至2021年底,公司货币资金8.83亿元,较上年下降16.22%,主要系用于项目建设及还本付息所致;货币资金中受限资金876.99万元,受限比例低。公司应收账款较上年变化不大,其中应收工业园区管委会的项目结算款占99.36%,集中度很高。公司其他应收款主要为与政府单位或关联方的往来款,较上年增长8.07%;账龄方面,其他应收款账龄以3年以内为主,占账面余额的比重为92.63%,5年以上占4.39%,部分账龄较长,累计计提坏账准备1.52亿元;集中度方面,公司前五大欠款方账面余额合计占78.12%,集中度较高。公司存货较上年变化不大,主要由土地使用权构成,系公司通过“招拍挂”及合川区政府无偿划拨方式获得,土地用途主要为商住和住宅。

表6 截至2021年底公司其他应收款前五名情况
(单位:亿元、%)

单位名称	款项性质	账面余额	比例
重庆合川工业园区管理委员会	往来款	18.62	46.19
重庆高泰房地产开发有限公司	往来款	5.06	12.55
重庆中城亚源实业有限公司	往来款	3.01	7.46
重庆市合川区川信建筑工程有限公司	往来款	2.40	5.96
重庆市合川区恒创建筑工程有限公司	往来款	2.40	5.96
合计	--	31.49	78.12

资料来源:公司审计报告

截至2021年底,公司长期股权投资较上年变化不大,主要为对联营企业重庆合川医药健康产业发展有限公司的长期股权投资。公司固定资产较上年增加4.72亿元,主要系从存

货及其他非流动资产转入所致。公司固定资产以房屋建筑物(5.34亿元)为主,其中已设定抵押的房屋建筑物账面价值2.56亿元。公司其他非流动资产主要为没有列入回购规划的基础设施代建项目,包括标准厂房、拆迁还房等项目;公司其他非流动资产较上年增长8.36%,主要系新增5.87亿元停车位经营权和5.67亿元公租房经营权所致;2021年底,公司其他非流动资产主要包括保障房建设22.88亿元及农创园项目23.97亿元。

截至2022年3月底,公司资产规模及主要资产构成均较上年变化不大。公司其他非流动资产较2021年底下降6.63%,主要系公租房经营权转入无形资产计量所致。

2022年3月底,公司受限资产账面价值合计37.84亿元,占同期总资产的10.63%,主要为用于借款抵质押的土地使用权(17.11亿元)、应收账款(11.28亿元)、其他应收款(3.01亿元)和投资性房地产(3.81亿元)。

3. 资本结构

跟踪期内,公司所有者权益规模较为稳定,其中实收资本和资本公积占比高,权益结构稳定性较好。

截至2021年底,公司所有者权益124.95亿元,较上年增长0.71%,变化不大。公司资本公积82.78亿元,较上年减少0.29亿元,系工业园区管委会收回并注销公司一宗土地资产所致。公司资本公积由45.13亿元土地使用权、12.21亿元政府债券资金和25.45亿元财政拨款

构成。

2022年3月底，公司所有者权益为124.72亿元，较2021年底变化不大。

公司负债规模有所增长，有息债务中债券

融资占比高，整体债务负担较重，债务到期分布相对集中。

截至2021年底，公司负债总额较上年底增长6.47%，负债结构相对均衡。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年		2022年3月	
	金额	金额	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	88.64	47.89	118.97	54.70	103.59	44.74	98.30	42.52
其他应付款（合计）	30.97	16.73	36.35	16.72	24.15	10.43	16.38	7.09
一年内到期的非流动负债	40.14	21.69	51.48	23.67	46.78	20.20	47.49	20.54
其他流动负债	0.00	0.00	14.97	6.88	19.57	8.45	19.62	8.49
非流动负债	96.46	52.11	98.51	45.30	127.96	55.26	132.87	57.48
长期借款	62.46	33.74	37.46	17.22	36.39	15.71	37.37	16.17
应付债券	29.71	16.05	58.06	26.70	86.18	37.22	90.20	39.02
长期应付款（合计）	4.29	2.32	2.99	1.37	5.37	2.32	5.28	2.28
负债总额	185.09	100.00	217.48	100.00	231.54	100.00	231.18	100.00

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

截至2021年底，公司其他应付款（合计）较上年底下降33.56%，主要系归还关联方资金往来所致。公司一年内到期的非流动负债较上年底下降9.14%，主要包括一年内到期的长期借款13.46亿元和一年内到期的应付债券29.93亿元。公司其他流动负债较上年底增长30.75%，主要系新增应付利息4.46亿元所致；本报告将公司其他流动负债中短期应付债券14.99亿元计入短期债务计算。

截至2021年底，公司长期借款较上年底下降2.86%；从构成上看，长期借款（含一年内到期部分）以保证借款为主，占85.82%，质押借

款和抵押借款分别占23.72%和27.45%；利率区间主要集中在4.02%~6.90%。公司应付债券较上年底增长48.42%，2021年新发行债券合计募集资金58.06亿元，票面利率区间为3.60%~7.00%。公司长期应付款（合计）较上年底增长79.84%，主要系融资租赁借款增加所致。公司长期应付款中有息性质的融资租赁款5.27亿元，本报告将其计入长期债务计算；专项应付款0.10亿元，系转贷应急周转资金。

截至2022年3月底，公司负债规模及结构均较上年底变化不大。

表8 截至2022年6月底公司存续债券情况（单位：亿元）

债券简称	债券余额	起息日期	到期日期	债券期限
19 合川投资 PPN002	10.00	2019/08/02	2022/08/02	3 年
22 合川投资 SCP001	6.00	2022/04/08	2023/01/03	270 天
22 合川投资 SCP002	4.00	2022/06/01	2023/02/26	270 天
22 合川投资 CP001	10.00	2022/03/11	2023/03/11	1 年
20 合川投资 PPN002	5.00	2020/06/30	2023/06/30	3 年
21 合投 02	6.20	2021/11/11	2023/11/11	2 年
19 合川投资 PPN001	1.00	2019/05/27	2024/05/27	5（3+2） 年
22 合川投资 PPN001	6.00	2022/02/24	2025/02/24	3 年
20 合川投资 PPN001	10.00	2020/04/20	2025/04/20	5（3+2） 年
22 合川投资 PPN002	4.00	2022/06/14	2025/06/14	3 年
20 合投 01	10.00	2020/11/11	2025/11/11	5（3+2） 年
21 合投 01	10.00	2021/01/25	2026/01/25	5（3+2） 年
21 合川投资 MTN001	6.00	2021/01/26	2026/01/26	5（3+2） 年
21 合川投资 PPN001	5.00	2021/02/26	2026/02/26	5（3+2） 年
21 合川投资 MTN002	4.00	2021/08/18	2026/08/18	5（3+2） 年

债券简称	债券余额	起息日期	到期日期	债券期限
21 合川投资 MTN003	5.00	2021/08/25	2026/08/25	5 (3+2) 年
21 合川投资 PPN002	5.00	2021/09/17	2026/09/17	5 (3+2) 年
21 合川投资 PPN003	10.00	2021/12/16	2026/12/16	5 (3+2) 年
21 合川投资 PPN004	7.50	2021/12/30	2026/12/30	5 (3+2) 年
22 合川投资 PPN003	2.50	2022/06/29	2024/06/29	2 年
合计	127.20	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

有息债务方面，截至2021年底，公司全部债务较上年底增长13.43%；债务结构方面，短期债务占33.02%，较2020年下降8.49个百分点。截至2022年3月底，公司全部债务197.90亿元，较上年底增长3.69%，短期债务占比进一步降至32.92%，债务期限结构有所优化；融资渠道方面，公司银行贷款约占23%，债券融资约占70%，信托借款和融资租赁等其他间接融资约占7%，债券融资占比高。

从债务指标来看，跟踪期内，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均持续提升。整体看，公司债务负担较重。

2022年4—12月及2023年、2024年，公司需偿还的有息债务规模分别为54.43亿元、64.85亿元和60.92亿元，到期分布相对集中。

表9 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年底	2022年 3月底
短期债务	45.12	69.85	63.02	65.14
长期债务	96.22	98.41	127.84	132.76
全部债务	141.34	168.26	190.86	197.90
短期债务占比	31.92	41.51	33.02	32.92
资产负债率	60.53	63.68	64.95	64.96
全部债务资本化比率	53.94	57.56	60.44	61.34
长期债务资本化比率	44.36	44.23	50.57	51.56

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入有所下降，利润总额对政府补助依赖较大。

2021年，受基础设施代建和土地整理业务收入下降影响，公司营业总收入同比下降6.87%；同期，营业成本同比下降9.66%，营业利润率同比提升2.62个百分点。

从期间费用看，2021年，公司费用总额同比下降22.38%，主要系财务费用下降所致。同

期，公司期间费用率为2.55%。

2021年，公司利润总额同比增长3.11%，主要系政府补助增加所致。公司利润总额对政府补助依赖较大。

表10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 1—3月
营业总收入	17.06	15.71	14.63	4.00
营业成本	14.63	14.45	13.06	3.63
费用总额	0.27	0.48	0.37	0.13
其他收益	1.00	1.50	2.40	0.00
利润总额	2.84	2.13	2.20	0.38
营业利润率	12.73	4.26	6.88	8.76
总资产收益率	0.95	0.68	0.62	--
净资产收益率	2.04	1.43	1.47	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

盈利指标方面，2021年，公司总资产收益率和净资产收益率同比均变化不大。公司各盈利指标表现较弱。

2022年1—3月，公司实现营业总收入4.00亿元；同期，公司实现利润总额0.38亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流仍以往来款收支为主，收入实现质量好；公司投资活动现金流缺口有所扩大，对外部筹资依赖较强。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金由净流出转为净流入。其中，销售商品、提供劳务收到的现金保持较大规模，主要为收到的工程结算回款及其他业务回款，同期公司现金收入比为118.96%，收入实现质量高；公司购买商品、接受劳务支付的现金主要为支付的项目工程款；收到、支付其他与经营活动有关的现金分别为50.12亿元和52.78亿元，主要为往来款和代收代付款项，规模较大。

从投资活动来看, 2021 年公司投资活动现金净额缺口有所扩大。其中, 投资活动现金流入规模较小, 主要为赎回到期的银行理财产品收到的现金; 投资活动现金流出 19.04 亿元, 主要系安置房建设投入的资金。

从筹资活动来看, 2021 年, 公司筹资活动现金流出同比增长 52.10%, 系偿还债务本息支出; 同期, 公司融资力度有所加大, 筹资活动现金流入同比增长 25.75%, 主要为发行债券取得的现金。

表 11 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	66.22	85.68	67.53	27.85
经营活动现金流出小计	65.12	91.50	63.76	27.75
经营活动现金流量净额	1.10	-5.82	3.77	0.10
投资活动现金流入小计	1.13	4.80	1.05	0.00
投资活动现金流出小计	7.76	16.10	19.04	3.55
投资活动现金流量净额	-6.63	-11.30	-17.99	-3.55
筹资活动现金流入小计	76.36	75.36	94.77	25.21
筹资活动现金流出小计	67.39	53.75	81.76	21.93
筹资活动现金流量净额	8.97	21.61	13.01	3.28
现金收入比	23.21	101.02	118.96	45.57

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从经营活动来看, 2022 年 1-3 月, 公司实现经营活动现金净流入 0.10 亿元; 投资活动现金净流出 3.55 亿元; 筹资活动现金净流入 3.28 亿元。

6. 偿债能力

公司存在较大的短期支付压力, 长期偿债能力指标弱, 间接融资渠道有待拓宽, 存在一定或有负债风险。

从短期偿债能力指标看, 2021 年, 公司流动比率、速动比率均有所提升, 现金短期债务比有所下降。2022 年 3 月底, 公司流动比率与速动比率持续提升; 同期, 公司现金短期债务比持续下降。整体看, 公司短期偿债能力指标弱。

从长期偿债能力指标看, 2021 年, 公司 EBITDA 同比略有增长, EBITDA 利息倍数上升至 0.27 倍, 全部债务/EBITDA 提高至 74.87 倍, 公

司 EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度均偏弱。整体看, 公司长期偿债能力指标弱。

表 12 公司偿债能力情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债能力				
流动比率(%)	253.51	211.72	245.72	257.54
速动比率(%)	151.34	125.78	145.34	151.43
现金短期债务比(倍)	0.19	0.15	0.14	0.13
长期偿债能力				
EBITDA (亿元)	2.88	2.54	2.55	--
全部债务/EBITDA (倍)	49.16	66.34	74.87	--
EBITDA/利息支出(倍)	0.30	0.24	0.27	--

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

银行授信方面, 2022 年 3 月底, 公司获得银行授信额度 102.09 亿元, 剩余未使用额度 13.43 亿元, 间接融资渠道有待拓宽。

对外担保方面, 2022 年 3 月底, 公司对外担保余额合计 50.36 亿元, 担保比率为 40.38%。公司担保比率较高, 被担保企业主要为公司股东合川城投及其下属子公司, 集中度较高, 存在一定或有负债风险。

7. 母公司财务分析

母公司作为经营和管理主体, 承担了大部分基础设施代建及土地整理职能, 母公司对公司整体收入和利润贡献很大, 债务负担较重, 短期支付压力较大。

截至 2021 年底, 母公司资产总额 333.27 亿元, 较上年底增长 7.43%。其中, 流动资产 248.68 亿元 (占 74.62%), 非流动资产 84.59 亿元 (占 25.38%)。截至 2021 年底, 母公司货币资金为 7.40 亿元。

截至 2021 年底, 母公司负债总额 219.31 亿元, 较上年底增长 11.45%。其中, 流动负债 92.21 亿元 (占 42.05%), 非流动负债 127.10 亿元 (占 57.95%)。截至 2021 年底, 母公司全部债务 189.68 亿元。其中, 短期债务占 33.05%、长期债务占 66.95%。截至 2021 年底, 母公司资产负债率为 65.80%, 全部债务资本化比率 62.47%,

母公司债务负担较重。截至 2021 年底，母公司现金短期债务比为 0.12 倍，短期支付压力较大。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 113.97 亿元，较上年底增长 0.46%。在所有者权益中，实收资本 15.00 亿元（占 13.16%）、资本公积 76.82 亿元（占 67.41%）、未分配利润 19.69 亿元（占 17.27%）、盈余公积 2.42 亿元（占 2.13%）。

2021 年，母公司营业总收入为 9.01 亿元，基础设施代建及土地整理业务，利润总额为 1.77 亿元，主要来源于政府补贴。

截至 2022 年 3 月底，母公司资产总额 330.43 亿元，所有者权益为 113.80 亿元，负债总额 216.63 亿元；母公司资产负债率 65.56%；全部债务 191.94 亿元，全部债务资本化比率 62.78%，现金短期债务比为 0.10 倍。2022 年 1—3 月，母公司营业总收入 3.02 亿元，利润总额 0.43 亿元，投资收益-0.05 亿元。

十、外部支持

近年来，公司在资产注入、债务置换及财政补贴等方面获得了有力的外部支持。

1. 资产注入

2016—2017 年，合川区财政局分别向子公司重庆市合川农民创业投资有限公司（以下简称“合川农创”）划入农创园区基建项目配套的土地资产 3.01 亿元和 1.60 亿元（相应增加“资本公积”），用于支持合川农创的业务开展。

2. 债务置换

2018 年，合川区政府通过地方政府债券资金置换公司债务合计 6.72 亿元，收到的地方政府债券资金计入“资本公积”（由于当年公司注销土地资产 7.22 亿元，故资本公积期末余额较上年底有所下降）。

2019 年，根据合川财预债〔2019〕213 号文件，合川区财政局向公司下达 2.54 亿元偿债资金，公司将其计入“其他应付款”。

3. 财政补贴

2019—2021 年，公司分别获得财政补贴资金 1.00 亿元、1.50 亿元和 2.40 亿元，计入“其他收益”科目。

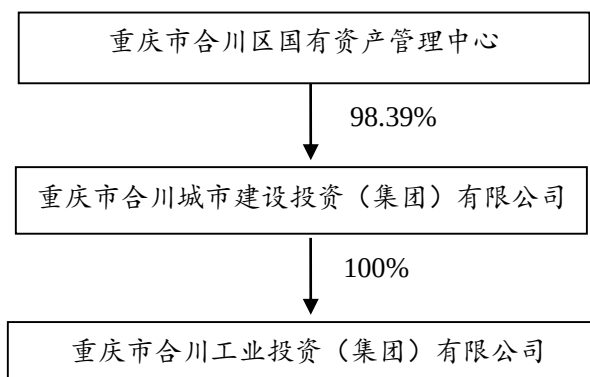
十一、存续债券偿债能力分析

截至 2022 年 6 月底，公司存续期内担保债券余额合计 99.70 亿元。其中，由联合资信评级的债券为“21 合川投资 MTN001”“21 合川投资 MTN002”和“21 合川投资 MTN003”。“21 合川投资 MTN001”和“21 合川投资 MTN003”由中证信用融资担保有限公司（以下简称“中证担保”）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，中证担保的主体长期信用等级为 AAA，其担保显著提升了“21 合川投资 MTN001”和“21 合川投资 MTN003”偿付的安全性。“21 合川投资 MTN002”由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进”）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，中债增进的主体长期信用等级为 AAA，其担保显著提升了“21 合川投资 MTN002”偿付的安全性。

十二、结论

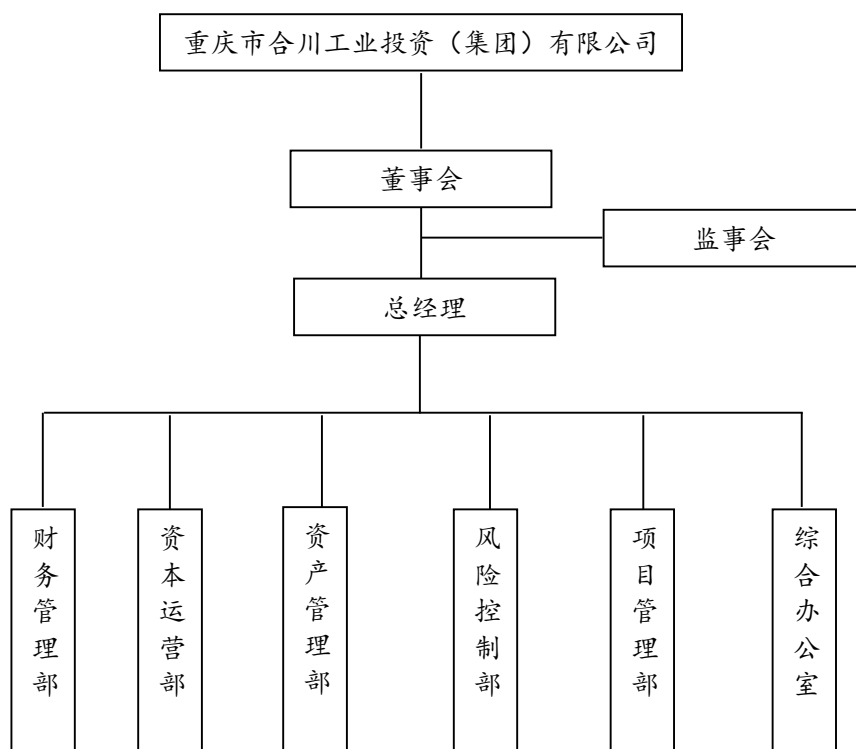
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 合川投资 MTN001”“21 合川投资 MTN002”和“21 合川投资 MTN003”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
重庆市合川农民创业投资有限公司	11000.00	100.00	--	出资设立
重庆市合川区旭辉创业投资有限公司	3000.00	100.00	--	出资设立
重庆市适逸物业管理有限公司	800.00	100.00	--	出资设立
重庆华焜科技有限公司	50000.00	--	49.00	出资设立
重庆市合川区涪嘉桃片有限公司	50000.00	--	100.00	出资设立

资料来源：公司提供

附件 2 截至 2022 年 3 月底公司对外担保情况

担保单位	担保年限	担保余额（万元）
重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司	2019/11/22-2022/11/21	8780.00
重庆市合川医药健康产业发展有限公司	2019/1/15-2030/12/25	6840.00
重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司	2019/9/24-2022/9/23	11250.00
重庆市合川医药健康产业发展有限公司	2018/9/30-2030/12/25	13680.00
重庆市合川旅游发展有限公司	2016/12/20-2036/12/15	17125.00
重庆市合川医药健康产业发展有限公司	2018/12/29-2030/12/25	13680.00
重庆合华开发投资有限公司	2020/4/17-2022/5/15	18890.00
重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司	2020/6/15-2029/6/14	61000.00
重庆市合川医药健康产业发展有限公司	2020/5/14-2023/7/2	9000.00
重庆市合川医药健康产业发展有限公司	2020/8/7-2023/8/6	850.00
重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司	2020/12/2-2026/12/20	80000.00
重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司	2020/12/18-2027/12/17	11780.00
重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司	2020/12/18-2026/12/17	54200.00
重庆市合川医药健康产业发展有限公司	2021/8/16-2022/2/15	3000.00
重庆市合川医药健康产业发展有限公司	2021/2/9-2036/2/8	20623.00
重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司	2021/4/20-2023/4/18	35800.00
重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司	2021/6/30-2023/6/30	47160.00
重庆市合川医药健康产业发展有限公司	2021/9/16-2022/9/15	5000.00
重庆市合川交通设备制造产业发展有限公司	2022/1-2032/1	2450.00
重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司	2021/12/28-2028/6/30	51500.00
重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司	2022/1/27-2023/1/9	30000.00
重庆市合川医药健康产业发展有限公司	2022/3/31-2025/3/21	1000.00
合计	--	503608.00

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.57	10.54	8.83	8.66
资产总额（亿元）	305.76	341.55	356.49	355.90
所有者权益（亿元）	120.67	124.07	124.95	124.72
短期债务（亿元）	45.12	69.85	63.02	65.14
长期债务（亿元）	96.22	98.41	127.84	132.76
全部债务（亿元）	141.34	168.26	190.86	197.90
营业总收入（亿元）	17.06	15.71	14.63	4.00
利润总额（亿元）	2.84	2.13	2.20	0.38
EBITDA（亿元）	2.88	2.54	2.55	--
经营性净现金流（亿元）	1.10	-5.82	3.77	0.10
财务指标				
现金收入比（%）	23.21	101.02	118.96	45.57
营业利润率（%）	12.73	4.26	6.88	8.76
总资本收益率（%）	0.95	0.68	0.62	--
净资产收益率（%）	2.04	1.43	1.47	--
长期债务资本化比率（%）	44.36	44.23	50.57	51.56
全部债务资本化比率（%）	53.94	57.56	60.44	61.34
资产负债率（%）	60.53	63.68	64.95	64.96
流动比率（%）	253.51	211.72	245.72	257.54
速动比率（%）	151.34	125.78	145.34	151.43
经营现金流动负债比（%）	1.24	-4.89	3.64	--
现金短期债务比（倍）	0.19	0.15	0.14	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	0.30	0.24	0.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	49.16	66.34	74.87	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 已将其他流动负债中有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.21	6.88	7.40	6.06
资产总额（亿元）	287.67	310.23	333.27	330.43
所有者权益（亿元）	112.26	113.45	113.97	113.80
短期债务（亿元）	44.69	67.97	62.69	63.23
长期债务（亿元）	93.21	97.23	126.99	128.71
全部债务（亿元）	137.90	165.20	189.68	191.94
营业总收入（亿元）	17.00	9.94	9.01	3.02
利润总额（亿元）	2.48	2.21	1.77	0.43
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	0.19	-5.97	5.78	0.15
财务指标				
现金收入比（%）	22.92	85.45	115.40	0.88
营业利润率（%）	13.03	6.54	8.78	12.34
总资本收益率（%）	0.86	0.75	0.54	--
净资产收益率（%）	1.88	1.64	1.33	--
长期债务资本化比率（%）	45.37	46.15	52.70	53.07
全部债务资本化比率（%）	55.13	59.29	62.47	62.78
资产负债率（%）	60.98	63.43	65.80	65.56
流动比率（%）	277.88	241.27	269.69	279.02
速动比率（%）	174.80	147.38	167.60	171.54
经营现金流流动负债比（%）	0.23	-6.00	6.27	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.10	0.12	0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 已将其他流动负债中有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算；未获取母公司折旧及摊销数据，EBITDA 有关指标无法计算，以“/”表示
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 5 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 ×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 6-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 6-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持