

信用评级公告

联合〔2021〕4605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）有限公司及其拟发行的 2021 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定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，重庆市合川工业投资（集团）有限公司 2021 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年六月二十九日



重庆市合川工业投资（集团）有限公司 2021 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA
担保方长期信用等级：AAA
本期中期票据信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：不超过 4.00 亿元
本期中期票据期限：5 年，附第 3 年末公司
调整票面利率选择权及投资者回售选择权
担保方：中债信用增进投资股份有限公司
担保方式：本息全额不可撤销连带责任保
证担保
偿还方式：按年付息，到期一次还本
募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2021 年 6 月 29 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

重庆市合川工业投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）是合川区重要的基础设施建设主体之一，也是合川工业园区唯一的开发建设主体，主要负责园区内基础设施建设和土地整治等业务。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司业务具有较强的区域专营优势，并持续获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到，公司资产质量较差、债务负担较重、存在较大短期偿债压力、回款进度滞后等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期中期票据发行对公司现有债务规模影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债信用增进”）为本期中期票据提供本息全额不可撤销连带责任保证担保。联合资信评定中债信用增进主体长期信用等级为 AAA，评级展望稳定，中债信用增进的担保实力极强，其担保显著提升了本期中期票据的偿付安全性。

近年来，合川区经济持续增长，合川工业园区发展态势良好，为公司发展创造了良好的外部环境；公司在合川工业园区土地整理和基础设施建设方面专营地位较强，未来有望持续获得有力的外部支持。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况、担保方担保实力以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 外部发展环境良好。2018—2020 年，合川区分别实现地区生产总值 712.93 亿元、912.51 亿元和 972.44 亿元，增速分别为 6.5%、9.5%和 2.5%，经济总量持续增长；合川工业园区是重庆市首批市级特色工业园区之一，对合川区工业经济的贡献较大，近年来园区建设和招商引资正常推进，公司面临良好的外

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	5
			盈利能力	3
			现金流量	3
		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 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

部发展环境。

2. **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。
3. **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。2018—2020 年，公司分别获得财政补贴资金 1.01 亿元、1.00 亿元和 1.50 亿元。
4. **增信措施。**中债信用增进为本期中期票据提供本息全额不可撤销连带责任保证担保，其担保显著提升了本期中期票据的偿付安全性。

关注

1. **资金占用较为明显。**截至 2021 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 210.02 亿元，规模大，对资金形成较大占用。
2. **债务负担较重，且存在较大的短期偿债压力。**近年来，公司负债规模不断增长。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 179.12 亿元，全部债务资本化比率及资产负债率分别为 59.02%及 64.91%，债务负担较重；2021—2023 年，公司需偿还的有息债务规模分别为 57.40 亿元、42.80 亿元和 29.29 亿元，未来将持续面临较大的集中偿债压力。
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，尚未确定处置方式且未确认相关收入，未来回款模式有待关注。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	4.01	8.57	10.54	14.15
资产总额(亿元)	287.85	305.76	341.55	354.51
所有者权益(亿元)	118.45	120.67	124.07	124.38
短期债务(亿元)	44.08	45.12	69.85	57.97
长期债务(亿元)	79.94	96.22	98.41	121.14
全部债务(亿元)	124.03	141.34	168.26	179.12
营业收入(亿元)	18.88	17.06	15.71	4.69
利润总额(亿元)	2.62	2.84	2.13	0.38
EBITDA(亿元)	2.70	2.88	2.54	--
经营性净现金流(亿元)	0.93	1.10	-5.82	0.34
营业利润率(%)	13.08	12.73	4.26	11.55
净资产收益率(%)	1.85	2.04	1.43	--
资产负债率(%)	58.85	60.53	63.68	64.91
全部债务资本化比率(%)	51.15	53.94	57.56	59.02
流动比率(%)	257.57	253.51	211.72	241.11
经营现金流动负债比(%)	1.09	1.24	-4.89	--
现金短期债务比(倍)	0.09	0.19	0.15	0.24
EBITDA 利息倍数(倍)	0.33	0.30	0.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	45.90	49.16	66.34	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	248.64	287.67	310.23	323.48
所有者权益(亿元)	110.36	112.26	113.45	113.63
全部债务(亿元)	113.81	138.14	150.34	159.14
营业收入(亿元)	18.83	17.00	9.94	2.86
利润总额(亿元)	2.87	2.48	2.21	0.25
资产负债率(%)	55.61	60.98	63.43	64.87
全部债务资本化比率(%)	50.77	55.17	56.99	58.34
流动比率(%)	317.28	277.88	241.27	278.97
经营现金流动负债比(%)	3.52	0.23	-6.00	--

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
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

声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆市合川工业投资（集团）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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

重庆市合川工业投资（集团）有限公司 2021 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

重庆市合川工业投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）前身为重庆市合川江城实业发展有限公司，由重庆市合川区人民政府（以下简称“合川区政府”）于2002年8月批准成立，初始注册资本为700万元，原合川市南津街街道办事处和原合川市南津街街道办事处林业站分别认缴出资420万元和280万元。2003—2009年，公司共经历了四次增资和四次股东变更。2009年12月，根据合川国资〔2009〕74号文件，公司以货币资金分别出资组建了重庆市合川润化实业发展有限公司（现更名为重庆市合川医药健康产业发展有限公司，以下简称“合川医药”）等共3家子公司，并更为现名。2010年12月，根据合川国资〔2010〕70号和合川府〔2010〕82号文件，合川区政府以土地使用权增加公司注册资本50000万元，公司注册资本增至150000万元，重庆市合川区国有资产管理办公室（以下简称“合川区国资办”）为公司唯一股东。2016年4月，根据合川府〔2016〕177号和合川国资〔2016〕235号文件，合川区国资办将持有的公司100%股权无偿划转至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”）。2019年1月和2020年6月，合川区国资办先后更名为“重庆市合川区国有资产保值增值营运中心”和“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2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为150000万元，合川城投为公司唯一股东，合川区国资中心为公司实际控制人。

公司主要负责合川工业园区范围内的基础设施建设、土地整治等业务。截至2021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，纳入合并范围的子公司共4家。

截至2020年底，公司合并资产总额341.55亿元，所有者权益124.07亿元（含少数股东权益2.56亿元）；2020年，公司实现营业收入15.71亿元，利润总额2.13亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额354.51亿元，所有者权益124.38亿元（含少数股东权益2.56亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入4.69亿元，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。

二、本期中期票据概况

公司已于2020年注册15.00亿元中期票据，本期计划发行2021年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额不超过4.00亿元，期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据采用单利按年付息，本金于到期日一次性兑付，募集资金拟全部用于偿还公司有息债务。

本期中期票据由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债信用增进”）提供本息全额不可撤销连带责任保证担保。

三、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为 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、财政支

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 1 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. 宏观经济及政策前瞻

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。

四、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力度的支持，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 2 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	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

		通知	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

合川区作为重庆市规划的六大区域性中心城市之一，具有一定区位优势，经济实力持续增强。近年来，重庆市合川区一般公共预算收入小幅增长，财政自给率低。合川工业园区是重庆市首批市级特色工业园区之一，近年来园区建设和招商引资持续推进，为公司发展提供了良好的外部环境。

合川区是重庆市下属的 19 个行政区之一，地处重庆西北部，毗邻两江新区，是重庆市规划建设的六个区域性中心城市之一和“一小时经济圈”的重要板块，下辖 23 个镇、7 个街道办事处，总人口约 160 万人。

2018—2020 年，合川区分别实现地区生产总值 712.93 亿元、912.51 亿元和 972.44 亿元，增速分别为 6.5%、9.5%和 2.5%，经济总量持续增长。2020 年，合川区第一产业实现增加值 105.06 亿元，同比增长 4.9%；第二产业实现增加值 437.58 亿元，同比增长 0.5%；第三产业实现增加值 429.80 亿元，同比增长 4.1%。

2018—2020 年，合川区全区一般公共预算收入小幅增长，分别为 40.72 亿元、41.53 亿元及 42.13 亿元。根据《关于重庆市合川区 2020 年预算执行情况和 2021 年预算草案的报告》，2020 年，合川区全区一般公共预算收入中，税收收入 25.91 亿元，占比 61.51%，财政收入质量一般。同期，合川区完成一般公共预算支出 106.74 亿元，较上年增长 0.5%；财

政自给率为 39.47%，合川区财政自给能力弱。2020 年，合川区全区完成政府性基金收入 60.77 亿元，同比下降 20.3%，其中国有土地使用权出让收入 55.54 亿元，同比增长 19.0%。

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，成立之初，经批准的规划面积仅为 2 平方公里，即南溪组团堰口片区。经过多年的发展，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技术产业。

2020 年合川工业园区经济数据尚未披露。2019 年，合川工业园区实现工业总产值约 365 亿元，同比增长 13.5%，约占合川区全区工业总产值的 40%，对合川区工业经济的贡献较大；完成固定资产投资约 42 亿元，其中工业固定资产投资约 38 亿元。

根据《重庆市合川区人民政府关于印发合川区镇街（园区）财政体制调整方案的通知》（合川府发〔2016〕8 号），合川区一般公共预算收支实行“区与镇街（园区）划分收支，核定基数，收入共享，转移支付”的分税制财政管理体制模式，街道、园区参照一级政府实行财政体制。镇街（园区）辖区内财政收入按照属地管理的原则划分为区本级固定收入、

镇街（园区）固定收入、区本级与镇街（园区）共享收入。按照上述财政体制，2019 年，合川工业园区分别实现一般公共预算收入 8.61 亿元，政府性基金收入以上级补助形式返还，实现 5.15 亿元。同期，合川工业园区一般公共预算支出为 6.98 亿元，财政自给能力较强。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 15.00 亿元，公司唯一股东为合川城投，实际控制人为合川区国资中心。

2. 企业规模与竞争优势

公司是合川区重要的基础设施投资建设主体之一，主要承担合川工业园区范围内的基础设施建设和土地整治业务，区域内专营优势较强；合川区主要平台业务区域划分较为明确，不存在明显的竞争关系。

按照区域及职能划分，合川区主要有 3 家地方投融资建设主体，即公司、合川城投和重庆市合川农村农业投资（集团）有限公司（以下简称“合川农投”）。其中，公司和合川农投是合川城投的子公司，公司主要负责合川工业园区范围内的基础设施建设、土地整治等；合川农投主要负责合川区城乡基础设施、新农村建设、农业、水利重点工程和其他重大项目建设等；合川城投是合川区最大的城市基础设施建设投资运营主体，本部及下属子公司的业务范围覆盖了合川区主城区、园区及下辖乡镇，其中合川城投本部主要负责合川区主城区范围内的土地整理和基础设施建设。整体看，合川区各主要平台企业在业务区域范围上划分较为明确，不存在明显的竞争关系。

表3 合川区主要平台基本情况（单位：亿元）

企业名称	资产总额	所有者权益	有息债务	营业收入	利润总额	实际控制人	业务范围
合川城投	1128.85	404.40	530.89	61.96	7.64	合川区国资中心	主要负责合川区城市基础设施建设、土地整治、工业园区开发建设等业务
公司	341.55	124.07	168.26	15.71	2.13	合川区国资中心	主要负责合川工业园区内的基础设施建设及土地整治等业务
合川农投	201.44	82.97	89.29	7.36	1.64	合川区国资中心	主要负责合川区城乡基础设施建设以及土地运营、砂石采运、自来水供应等业务

注：公司及合川城投数据时间节点为2020年（底）；合川农投数据节点为2019年（底）

资料来源：根据公开资料整理

3. 人员素质

公司高级管理人员具有政府相关单位工作经历及一定管理经验，公司员工学历及年龄构成较为合理，整体素质尚可，能够满足公司日常经营需求。

公司设董事长1名；高级管理人员共2名，包括总经理1名、副总经理1名。

陈凯先生，1967年生，大学本科学历，二级法官；历任合川区人民法院书记员、助理审判员、审判员、执行庭副庭长、审监庭庭长、执行庭庭长，合川区人民政府法制办主任、办公室副主任、金融办主任，合川区三庙镇党委书记、草街街道党工委书记等职务；2017年1月起任公司董事长，兼任公司法定代表人。

沈伟先生，1976年生，大学本科学历；历任合川市官渡镇团委书记，合川工业园区规划建设科科长，合川工业园区管委会办公室副主任，合川工业园区管委会办公室副主任，公司副总经理等职务；2017年1月起任公司总经理。

从员工结构看，截至2021年3月底，公司共有在职员工80人。从学历结构看，本科及以上学历员工46人；大专学历员工18人；大专以下学历员工16人。从年龄结构看，30岁及以下员工6人；31~50岁员工65人；50岁以上员工9人1人，31~50岁员工40人，50岁以上员工11人。

4. 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。

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。

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”。

财政补贴

2018—2020年，公司分别获得财政补贴资金1.01亿元、1.00亿元和1.50亿元，计入“其他收益”科目。

5. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用记录》（授信机构版，统一社会信用代码：91500117739840972G），截至2021年5月24日，公司本部无未结清的不良或关注类信贷记录。

公司已结清信贷记录中存在4笔次级类贷款，根据重庆农村商业银行合川支行出具的《情况说明》，上述4笔贷款为公司于2005年9月至2006年9月贷入的工业园区土地储备整治项目贷款，贷款银行将此类性质的贷款划入关注类，并在改制为商业银行后将所有关注类贷款自动划入次级类，上述4笔贷款均按期结付本息。公司存在2笔关注类对外担保，被担保人均均为重庆兑旺实业发展有限公司¹（以下简称“兑旺实业”），担保余额合计23918万元，担保到期日为2025年9月。根据公司出具的相关说明，截至2021年3月底，公司对该2笔担保的担保期限均已到期，实质上的担保责任已到期解除，公司对兑旺实业的2笔担保责任实质上已不存在。公司后续将加快催促农业银行办理解除流程，尽快消除征信报告上的担保信息。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较为完善，董事会及监事会成员到位情况良好。

公司按照《中华人民共和国公司法》及其他法律、行政法规，并结合公司实际情况制定了《公司章程》。根据《公司法》和《公司章程》的相关规定，公司建立了较为完善的法人治理机构，并按有关规定规范运作。公司不设股东会，由股东合川城投代合川区国资办履行出资人职责。

公司按照党内相关文件规定设置党的委员会和纪律检查委员会。公司党组织发挥领导核心和政治核心作用，保证监督党和国家的方针政策在公司贯彻执行，支持董事会、监事会和经理层依法行使职权。

公司设董事会，由5人组成。非职工代表出任的，由股东委派或更换；职工代表出任的，由公司职工通过职工代表大会民主选举产生

或更换。董事任期每届三年，任期届满，经委派或选举可以连任。董事会设董事长1名，由股东在董事会成员中指定或罢免。董事会对股东负责。

公司设总经理，由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责。

公司设监事会，由5人组成。非职工代表出任的，由股东委派或更换；职工代表出任的，由公司职工通过职工代表大会民主选举产生或更换。每届监事会中的职工代表比例由股东决定，不得低于监事人数的三分之一。监事任期每届三年，任期届满，经委派或选举可以连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会设主席1名，由股东在监事会成员中指定或罢免。

2. 管理水平

公司根据业务特点建立了较为完善的管理制度，保障日常经营管理工作的顺利开展。

公司根据职能定位、业务特点等设置了财务管理部、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，并针对财务管理、资金控制、对外担保、子公司管理等方面制定了一系列符合公司业务发展的管理制度。

财务管理方面，公司制定了《公司财务管理办法》，从公司财务管理体制、机构设置、岗位职责、会计报表、会计档案管理等方面进行了规定，明确公司财务部在总经理的领导下，负责公司日常财务活动的计划、组织、指挥和控制。并制定了《预算管理办法》，设立预算（资金）管理委员会，明确将公司各项生产活动全部纳入预算管理。

资金控制方面，公司制定了《资金管理暂行办法》，对货币资金及往来款项管理、固定资产管理、费用审批及报销、管理费的提取和使用、票据的使用管理等方面进行了约束，保证公司资金划出的安全和规范使用。公司依

¹ 重庆兑旺实业发展有限公司成立于2017年，注册资本0.10亿元，重庆市合川区川信建筑工程有限公司和重庆三山建材有限公司分别持有51%和49%股权。其中，重庆市合川区川信建筑

工程有限公司为合川区国资中心全资子公司，重庆三山建材有限公司为民营企业。

据资金管理制度的有关规定，建立了资金风险日常监控机制，以非现场检查 and 现场检查相结合的方式，通过自查和聘请外部审计机构对公司每年定期和不定期进行财务审计和 risk 导向审计，加强对公司财务预算执行情况和内部控制风险点的有效控制及审计监督。

对外担保方面，公司实施担保遵循平等、自愿、诚信、互利的原则，明确一切对外担保行为需按程序经董事会批准，并对担保对象、担保调查、担保审查及决议程序、担保合同订立以及担保风险管理等提出了明确规范的要求。

子公司管理方面，为了在控股子公司中贯彻公司的整体发展战略和经营思想，规范公司管理，促进完善公司法人治理结构，保障公司和其他股东的合法权益，公司对控股子公司的管理实行联系人制，公司领导按分工联系，职能部门按业务对口联系并明确具体的联系人。公司对控股子公司实行目标责任考核，并纳入薪酬激励机制。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责合川工业园区范围内的基础设施代建和土地整治业务，形成的代建收入和土地整治收入是营业收入的主要来源；

近年来，公司营业收入持续下降，综合毛利率受 2020 年新增商品贸易业务影响波动下降。

2018—2020 年，公司营业收入持续下降，系受基础设施建设及土地整理工作已接近完工影响，公司代建业务收入及土地整理业务收入均持续下降所致。2018 年及 2019 年，公司营业收入主要来自土地整治和代建业务收入，两者合计占比分别为 99.21%及 91.50%；2020 年，受新增商品贸易业务影响，公司土地整治和代建业务收入占比降至 62.65%。公司其他业务收入主要来自房屋租赁，收入规模较小；2019 年，公司其他业务收入中包含 1.21 亿元地票收入，系公司将以 17.8 万元/亩购买的合川区内镇街闲散土地指标，通过合川区国土资源所验收形成地票，并由重庆农村土地交易所挂牌拍卖获得的拍卖价款返还，公司据此确认相关收入并结转成本，地票收入不具有持续性。

从毛利率来看，2018—2020 年，公司综合毛利率波动下降。2020 年，受新增商品贸易业务毛利率较低影响，公司毛利率大幅下降。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.69 亿元，相当于 2020 年全年的 29.85%；同期，公司综合毛利率为 11.73%，较 2020 年全年有所回升。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	5.38	28.50	13.20	4.90	28.72	13.06	2.29	14.56	13.10	1.38	29.43	13.04
土地整治	13.35	70.71	13.03	10.71	62.78	13.07	7.56	48.09	13.10	1.41	30.09	12.77
商品销售	--	--	--	--	--	--	5.71	36.32	0.35	1.65	35.22	1.21
其他	0.15	0.79	80.00	1.45	8.50	26.90	0.16	1.03	-37.50	0.25	5.26	68.00
合计	18.88	100.00	13.56	17.06	100.00	14.24	15.71	100.00	8.02	4.69	100.00	11.73

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

公司受工业园区管委会委托承担园区范围内基础设施建设任务，近年来代建业务收入持续下降，回款滞后情况较为严重。公司在建及拟建项目未来投资规模较小。

公司代建业务位于合川工业园区范围内，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，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。

2018—2020 年及 2021 年 1—3 月，公司建设的基础设施项目主要分布在工业园区核心区、城北拓展区和草街拓展区，分别确认代建业务收入 5.38 亿元、4.90 亿元、2.29 亿元和 1.38 亿元。2018—2020 年及 2021 年 1—3 月，公司累计结转成本 11.40 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司应收工业园区管委会的结算价款合计 100.29 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。联合资信将持续关注公司项目回款情况。

表 5 截至 2020 年底公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元、年）

项目名称	总投资额	已投资额	建设期间	回款期间	未来投资计划		
					2021 年	2022 年	2023 年
沙溪及草街邻里中心	1.50	0.08	2020—2023	2023—2027	0.67	0.55	0.20
沙马路高速公路桥项目	0.30	0.05	2020—2021	2021—2025	0.25	--	--
合计	1.80	0.13	--	--	0.92	0.55	0.20

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司在建的基础设施项目主要包括沙溪及草街邻里中心和沙马路高速公路桥项目，计划总投资合计 1.80 亿元，已完成投资 0.13 亿元，剩余款项计划将于 2023 年投资完毕。截至 2020 年底，公司拟建的基础设施项目主要包括桃片产业园项目和高新区会展中心项目，预计总投资合计 3.40 亿元，规划建设期间为 2021—2023 年。整体看，公司在建及拟建基础设施项目未来投资规模较小，未来代建业务的持续性有待关注。

(2) 安置房建设

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，对公司资金形成较大占用；目前安置房项目尚未确定处置方式，公司未实现安置房建设收入。

公司承担了合川工业园区内回迁安置房的建设任务，主要由本部和子公司合川农创负责实施，其中，合川农创主要负责农创园范围内的安置房及片区开发项目建设。

业务模式方面，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 2020 年底，公司无在建或拟建安置房项目。截至 2021 年 3 月底，公司其他非流动资产账面余额 66.04 亿元，主要由农创园项目和回迁安置房项目开发成本构成。

另外，公司作为合川工业园区重要的安置房建设主体，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，故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，并以代建模式确认土地整治收入；近年来，公司整治的土地面积较大，但回款进度较为滞后。

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。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。

2018—2020 年，公司累计整理土地面积 6661.98 亩，分别确认土地整治业务收入 13.35 亿元、10.71 亿元和 7.56 亿元。截至 2020 年底，公司累计整理土地面积 6823 亩，累计结转成本 31.00 亿元。

截至 2020 年底，公司在建的土地整治项目计划总投资合计 11.53 亿元，已完成投资 9.56 亿元。截至 2020 年底，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。整体看，公司土地整治项目未来存在一定的资本支出压力。

表 7 截至 2020 年底公司主要在建土地整治项目情况（单位：亩、万元、年）

项目名称	土地面积	总投资额	已投资额	整理期间	回款期间	未来投资计划		
						2021 年	2022 年	2023 年
昌兴水泥	1990.00	79600.00	56556.74	2016—2022	2023—2028	8797.62	6249.60	--
南溪组团生态化建设工程	625.00	25000.00	18597.65	2017—2021	2022—2027	3021.64	0.00	--
核心区公用项目	187.50	7500.00	6126.13	2018—2021	2022—2027	1012.75	0.00	--
重庆斯特佳生物科技有限公司项目	80.00	3200.00	2162.07	2018—2021	2022—2027	652.19	0.00	--
合计	2882.50	115300.00	95566.20	--	--	13484.20	6249.60	--

资料来源：公司提供

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。

八、财务分析

1. 财务概况

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计了公司提供的 2018—2020 年财务报告，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年一季报未经审计。

合并范围方面，2019 年，公司合并范围

减少 1 家子公司，为合川医药²；2020 年，公司合并范围新增 1 家子公司。2021 年 1—3 月，公司合并范围无变化。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内子公司共 4 家。整体看，公司财务数据可比性尚可。

2. 资产质量

近年来，公司资产总额持续增长，以流动资产为主。公司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，对公司资金形成较大占用；公司资产受限比例一般，资产流动性较弱，整体资产质量较差。

2018—2020 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 8.93%。截至 2020 年底，公司资产总额较上年底增长 11.70%，主要系流动资产增长所致。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

2018—2020 年，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 7.27%。截至 2020 年底，公司流动资产较上年底增长 12.10%，主要系存货及应收类款项增长所致。公司流动资产主要由应收账款、其他应收款及存货构成。

2018—2020 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 62.24%。截至 2020 年底，公司货币资金较上年底增长 23.06%，主要系债务性融资增加所致。截至 2021 年 3 月底，公司货币资金受限 0.35 亿元，系保证金，受限比例低。

公司应收账款主要是应收工业园区管委会的土地整理款项和基础设施建设工程款。2018—2020 年，由于公司项目回款滞后，公司

应收账款持续增长，年均复合增长 11.21%。2020 年底，公司应收账款较上年底小幅增长 1.64%，其中应收工业园区管委会的项目结算款占比 99.92%，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。2018—2020 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 63.84%。2020 年底，公司其他应收款较上年底增长 61.55%，主要系与政府部门及关联方往来款增加所致。从集中度看，其他应收款前五名期末余额合计 28.42 亿元，占比 77.68%，集中度较高。

表9 截至2020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	账龄	比例
重庆合川工业园区管委会办公室	往来款	11.94	1 年-2 年	32.63
重庆市合川区川信建筑工程有限公司	往来款	10.43	1 年以内	28.52
重庆中城亚源实业有限公司	往来款	2.45	1 年以内	6.60
重庆高泰房地产开发有限公司	往来款	2.31	1-5 年	6.31
重庆合川医药健康产业发展有限公司	往来款	1.33	1-2 年	3.62
合计	--	28.52	--	77.68

资料来源：公司审计报告

公司存货主要由土地使用权构成，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。2018—2020 年，公司存货波动下降，年均复合下降 5.84%。2020 年底，公司存货较上年底增长 12.90%，主要系土地使用权增长所致，为出让地。

表11 公司主要资产构成情况 (单位：亿元、%)

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.01	1.39	8.57	2.80	10.54	3.09	14.15	3.99
应收账款	81.15	28.19	98.75	32.30	100.37	29.39	104.51	29.48

² 2019 年 7 月，重庆市合川区国有资产监督管理委员会对合川医药增加注册资本 4.00 亿元，本次增资后，公司对其持股比例

由 100%下降至 20%，不再将其纳入合并范围。

其他应收款	13.37	4.64	22.22	7.27	35.89	10.51	39.48	11.14
存货	115.31	40.06	90.56	29.62	102.24	29.94	101.43	28.61
流动资产	218.92	76.05	224.70	73.49	251.89	73.75	262.57	74.07
长期股权投资	0.00	0.00	16.51	5.40	16.55	4.85	16.55	4.67
投资性房地产	0.00	0.00	2.99	0.98	5.75	1.68	5.71	1.61
其他非流动资产	68.28	23.72	59.68	19.52	65.69	19.23	66.04	18.63
非流动资产	68.93	23.95	81.06	26.51	89.66	26.25	91.94	25.93
资产总额	287.85	100.00	305.76	100.00	341.55	100.00	354.51	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2021 年一季报整理

2018—2020年，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长14.05%。2020年底，公司非流动资产较上年底增长10.62%，主要系其他非流动资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资及其他非流动资产构成。

2019年底，公司新增16.51亿元长期股权投资，主要系合川医药不再纳入公司合并范围，转入到长期股权投资科目核算所致。2020年底，公司长期股权投资较2019年底增加0.04亿元，主要系权益法下确认对合川医药的投资收益所致。

2019年底，公司新增2.99亿元投资性房地产，系2019年12月公司董事会决议通过变更相关资产持有意图，将相关资产由其他非流动资产转入投资性房地产所致。公司投资性房地产采用成本法进行后续计量。截至2020年底，公司投资性房地产较上年底增加2.76亿元，主要系公司外购的房屋建筑物。

公司其他非流动资产主要为尚未结转的基建、安置房、土地整治项目开发成本。2018—2020年，公司其他非流动资产波动下降，年均复合下降1.92%。2020年底，公司其他非流动资产65.69亿元，较上年底增长10.06%，主要系基础设施代建项目持续投入所致。

截至2021年3月底，公司资产总额354.51亿元，较上年底增长3.79%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至2021年3月底，公司受限资产账面价值合计42.92亿元，占同期总资产的12.11%，主要为用于借款抵质押的土地使用权（13.26

亿元）、应收账款（11.28亿元）、其他应收款（13.59亿元）和投资性房地产（3.92亿元）。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益保持相对稳定，其中实收资本和资本公积占比高，权益结构稳定性较好。

2018—2020年，公司所有者权益保持相对稳定，年均复合增长2.34%，截至2020年底为124.07亿元，较上年底增长2.82%，权益结构较上年底变化不大。

2018—2020年，公司实收资本保持稳定，均为15.00亿元。同期，资本公积小幅下降，年均复合下降0.34%。截至2020年底，资本公积83.08亿元，较上年底减少0.55亿元，系合川区财政局收回建设补助资金2520万元及退还合川区财政局未建保障房部分面积专项款2931万元所致。截至2020年底，公司资本公积由45.42亿元土地使用权、12.21亿元政府债券资金和25.45亿元财政拨款构成。

2018—2020年，公司未分配利润逐年增长，年均复合增长8.67%，截至2020年底为21.14亿元。

截至2021年3月底，公司所有者权益为124.38亿元，较2020年底变化不大。

近年来，公司负债规模不断增长，有息债务占比大，整体债务负担较重。公司短期债务规模较大，未来将持续面临较大的集中偿债压力。

2018—2020年，公司负债规模持续增长，年均复合增长13.31%。2020年底，公司负债

总额较上年底增长 17.50%，主要系流动负债 增长所致。公司负债结构相对均衡。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.35	0.80	2.30	1.24	2.90	1.33	2.25	0.98
应付账款	6.66	3.93	6.63	3.58	6.16	2.83	6.95	3.02
其他应付款	28.66	16.92	30.97	16.73	36.35	16.72	36.87	16.02
一年内到期的非流动负债	40.40	23.85	40.14	21.69	51.48	23.67	40.76	17.71
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	14.97	6.88	14.97	6.50
流动负债	84.99	50.17	88.64	47.89	118.97	54.70	108.90	47.32
长期借款	62.21	36.72	62.46	33.75	37.46	17.22	38.58	16.76
应付债券	12.31	7.27	29.71	16.05	58.06	26.70	79.06	34.36
长期应付款	5.42	3.20	4.05	2.19	2.89	1.33	3.50	1.52
专项应付款	4.46	2.63	0.24	0.13	0.10	0.05	0.08	0.04
非流动负债	84.40	49.82	96.46	52.12	98.51	45.30	121.23	52.68
负债总额	169.40	100.00	185.09	100.00	217.48	100.00	230.13	100.00

注：表中长期应付款金额不包含专项应付款

资料来源：根据公司审计报告及 2021 年一季度整理

2018—2020年，公司流动负债持续增长，年均复合增长18.31%。2020年底，公司流动负债较上年底增长34.23%，主要系新增其他流动负债及一年内到期的非流动负债、其他应付款增长所致。公司流动负债主要由应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债及其他流动负债构成。

2018—2020年，公司短期借款持续增长，年均复合增长46.57%。2020年底，公司短期借款较上年底增长26.09%。从构成上看，公司短期借款由质押借款（1.50亿元）及保证借款（1.40亿元）构成。

2018—2020年，公司应付账款持续下降，年均复合下降3.86%。2020年底，公司应付账款较上年底下降7.21%，主要为应付施工方工程款。

2018—2020年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长12.63%。2020年底，公司其他应付款较上年底增长17.38%，主要系与合川区财政局及合川区平台公司往来款项增长所致。

2020年底，公司一年内到期的非流动负债51.48亿元，较上年底增长28.25%，主要系

一年内到期的长期借款增长所致。其中，一年内到期的长期借款48.92亿元，一年内到期的长期应付款2.57亿元。

2020年，公司新增其他流动负债，系公司于2020年发行“20合川投资SCP001”“20合川投资CP001”及“20合川投资CP002”所致，为公司有息债务。

2018—2020年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长8.03%。2020年底，公司非流动负债较上年底增长2.13%，较上年底变化不大。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券及长期应付款构成。

2018—2020年，公司长期借款波动下降，年均复合下降22.40%。2020年底，公司长期借款较上年底下降40.02%，主要系质押借款到期及调入一年内到期的非流动负债所致。从构成上看，公司长期借款中质押借款占14.11%，抵押借款占35.17%，保证借款占50.72%。公司长期借款期限主要集中在2~5年，利率区间主要集中在4.03%~6.50%。

2018—2020年，公司应付债券持续增长，年均复合增长117.17%。2020年底，公司应付债券58.06亿元，较上年底增长95.45%，主要

系公司2020年成功发行多只债券所致，具体情况详见下表：

表 12 截至 2021 年 5 月底公司应付债券情况（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
21 合川投资 PPN001	5.00	2021-02-26	2026-02-26	5（3+2）
21 合川投资 MTN001	6.00	2021-01-26	2026-01-26	5（3+2）
21 合投 01	10.00	2021-01-25	2026-01-25	5（3+2）
20 合投 01	10.00	2020-11-11	2025-11-11	5（3+2）
20 合川投资 SCP001	5.00	2020-10-28	2021-07-25	0.7397
20 合川投资 CP002	5.00	2020-09-29	2021-09-29	1
20 合川投资 PPN002	5.00	2020-06-30	2023-06-30	3
20 合川投资 PPN001	10.00	2020-04-20	2025-04-20	5（3+2）
19 合川投资 PPN002	10.00	2019-08-02	2022-08-02	3
19 合川投资 PPN001	10.00	2019-05-27	2024-05-27	5（3+2）
合计	76.00	—	—	—

注：“21合川投资PPN001”“21合川投资MTN001”“21合投01”“20合投01”“20合川投资PPN001”和“19合川投资PPN001”含投资者回售选择权，上表中到期兑付日为不行权到期日

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司长期应付款全部为有息性质的融资租赁款。2018—2020年，公司长期应付款持续下降，年均复合下降27.02%。2020年底，公司长期应付款较上年底下降28.75%。

2018—2020年，公司专项应付款持续下降，年均复合下降85.03%。2019年，公司专项应付款较上年底减少4.22亿元，主要系当年合川医药不再纳入公司合并范围所致。截至2020年底，专项应付款0.10亿元，较上年底下降57.86%，主要系合川区财政局收回公租房建设项目补助资金0.14亿元所致。

截至2021年3月底，公司负债总额较上年底增长5.81%，主要系应付债券增长所致。2021年3月底，公司应付债券较上年底增长36.17%至79.06亿元，系2021年一季度公司发行“21合川投资PPN001”、“21合川投资MTN001”及“21合投01”所致，详见应付债券情况表。

表 9 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	44.08	45.12	69.85	57.97
长期债务	79.94	96.22	98.41	121.14

全部债务	124.03	141.34	168.26	179.12
资产负债率	58.85	60.53	63.68	64.91
全部债务资本化比率	51.15	53.94	57.56	59.02
长期债务资本化比率	40.30	44.36	44.23	49.34

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

有息债务方面，报告将长期应付款及其他流动负债中的有息部分考虑在内，2018—2020年，公司全部债务持续增长，年均复合增长16.47%。从债务指标看，2018—2020年，公司资产负债率及全部债务资本化比率均持续上升；长期债务资本化比率波动上升。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 6.45%。债务以长期债务为主。从债务指标来看，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较上年底分别提高 1.24 个百分点、1.46 个百分点和 5.11 个百分点。整体看，公司债务负担较重。

以截至 2020 年底财务数据为基础，2021 年 4—12 月及 2022 年、2023 年，公司需偿还的有息债务规模分别为 56.00 亿元、48.70 亿元和 42.60 亿元，公司将持续面临较大的集中偿债压力。

4. 盈利能力

近年来，公司收入持续下降，期间费用控制能力一般，公司利润总额对政府补助依赖较大。

2018—2020 年，受基础设施代建和土地整理业务收入持续下降影响，公司营业收入持续下降，年均复合下降 8.78%；同期，营业成本相应持续下降，年均复合下降 5.89%。营业利润率持续下降。

2018—2020 年，公司利润总额波动下降，年均复合下降 9.80%；同期，公司其他收益波动增长，利润总额对政府补助依赖较大。

从期间费用看，2018—2020 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 27.62%。期间费用率分别为 1.57%、1.57%和 3.06%。公司期间费用主要由财务费用及管理费用构成，公司大部分利息支出资本化，公司期间费用控制能力一般。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
营业收入	18.88	17.06	15.71	4.69
营业成本	16.32	14.63	14.45	4.13
期间费用	0.30	0.27	0.48	0.15
其他收益	1.01	1.00	1.50	--
利润总额	2.62	2.84	2.13	0.38
营业利润率	13.08	12.73	4.26	11.55
总资本收益率	0.93	0.95	0.68	--
净资产收益率	1.85	2.04	1.43	--

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，2018—2020 年，公司总资本收益率及净资产收益率均波动下降。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.69 亿元；同期，公司实现利润总额 0.38 亿元。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金流以往来款收支为主，收现质量一般；公司投资活动现金流持续净流出；近年来随着公司偿债规模的增加，公司融资力度持续加大。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与政府相关单位和关联方的往来款等。2018—2020 年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 16.11%，其中销售商品、提供劳务收到的现金波动增长，主要为收到的工程结算回款及其他业务回款。2018—2020 年，公司现金收入比分别为 83.54%、23.21%和 101.02%，波动增长，考虑到 2020 年公司新增收现质量较高的商品贸易业务，公司实际收入实现质量一般。同期，公司经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 20.87%，构成以项目建设投入、购地款和支出的往来款资金为主。其中，支付的项目工程款和购地款体现在购买商品、接受劳务支付的现金；支付其他与经营活动有关的现金主要为支出的往来款资金和保证金等，规模较大。2018—2020 年，公司经营活动现金净额波动下降，2020 年由正转负。

2018—2020 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 1.34%，整体规模较小，主要为赎回到期的银行理财产品收到的现金及收到小微企业偿还的委托贷款本金。同期，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 11.16%。其中，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金主要为公司预付的购房款和安置房建设投入的资金；投资支付的现金主要为购买银行理财产品支付的款项。支付其他与投资活动有关的现金主要为公司支出的资金拆借款和对合川区小微企业的委托贷款。2018—2020 年，公司投资活动现金净额持续呈现净流出。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 47.14%；同期，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 26.77%。2018—2020 年，公司筹资活动现金净额持续增长，年均复合增长 299.24%。整体看，近年来随着公司偿债规模的增加，公司融资力度持续加大。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
销售商品、提供劳务收到的现金	15.77	3.96	15.87	2.22
经营活动现金流入量	63.55	66.22	85.68	14.79
购买商品、接受劳务支付的现金	29.82	11.10	24.38	2.59
经营活动现金流出量	62.62	65.12	91.50	14.45
经营活动净现金流	0.93	1.10	-5.82	0.34
投资活动净现金流	-8.36	-6.63	-11.30	-5.32
筹资活动净现金流	1.36	8.97	21.61	8.83
现金收入比	83.54	23.21	101.02	47.33

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，2021年1—3月，公司实现经营活动现金净流入0.34亿元；同期公司现金收入比为47.33%，收入实现质量一般。从投资活动来看，公司投资活动现金流仍表现为净流出。从筹资活动来看，公司实现筹资活动现金净流入8.83亿元。

6. 偿债能力

公司自身偿债能力指标弱，间接融资渠道有待拓宽；考虑到公司在合川工业园区开发建设中的重要地位，以及持续有力的外部支持，公司整体偿债风险很低。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年，公司流动比率持续下降，公司速动比率及现金短期债务比均波动增长。截至2021年3月底，公司流动比率与速动比率分别为241.11%和147.97%，较上年底分别提高29.40个和22.19个百分点；同期，公司现金短期债务比为0.24倍，较上年底略有回升。整体看，公司短期偿债能力指标弱。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA利息倍数持续下降，EBITDA对利息的覆盖程度弱；同期，公司全部债务/EBITDA持续增长，EBITDA对全部债务的覆盖程度弱。整体看，公司长期偿债能力指标弱。

表 12 公司偿债能力情况（单位：%、倍）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
短期偿债能力指标				
流动比率	257.57	253.51	211.72	241.11
速动比率	121.90	151.34	125.78	147.97
现金短期债务比	0.09	0.19	0.15	0.24
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	0.33	0.30	0.24	--
全部债务/EBITDA	45.90	49.16	66.34	--

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，截至2021年3月底，公司获得银行授信额度73.70亿元，剩余未使用额度11.02亿元，间接融资渠道有待进一步拓宽。

对外担保方面，截至2021年3月底，公司对外担保余额合计43.08亿元，担保比率34.64%。被担保企业全部为合川区重点支持发展的国有企业，公司整体或有负债风险可控。

7. 母公司财务概况

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。

截至2020年底，母公司资产总额310.23亿元，较上年底增长7.84%。其中，流动资产239.94亿元（占77.34%），非流动资产70.29亿元（占22.66%），母公司资产以流动资产为主。

截至2020年底，母公司负债总额196.78亿元，较上年底增长12.18%。其中，流动负债99.45亿元（占50.54%），非流动负债97.33亿元（占49.46%）。截至2020年底，母公司全部债务150.34亿元。其中，短期债务占35.26%、长期债务占64.74%。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率56.99%，母公司债务负担较重。

截至2020年底，母公司所有者权益为113.45亿元，较上年底增长1.06%。在所有者

权益中,实收资本为 15.00 亿元(占 13.22%)、资本公积合计 77.12 亿元(占 67.98%)、未分配利润合计 19.03 亿元(占 16.78%)、盈余公积合计 2.30 亿元(占 2.02%)。

母公司作为公司的经营和管理主体,公司基础设施代建及土地整理业务主要由母公司承接。2020 年,母公司营业收入为 9.94 亿元,利润总额为 2.21 亿元。同期,母公司投资收益为 0.04 亿元。

现金流方面,2020 年,母公司经营活动现金流净额为-5.97 亿元,投资活动现金流净额-12.40 亿元,筹资活动现金流净额 19.63 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响较小,公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。本期中期票据由中债信用增进提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保,其担保显著提升了本期中期票据的偿付安全性。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行金额不超过 4.00 亿元,按发行金额上限测算,分别相当于 2021 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 3.30%和 2.23%,对公司现有债务规模影响较小。

以 2021 年 3 月底财务数据为基础,本期中期票据发行后(按发行上限测算),在其他因素不变的情况下,公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 64.91%、59.02%和 49.34%上升至 64.91%、59.02%和 50.15%,公司负债水平有所上升,债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还公司有息债务,公司债务指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2018—2020 年,公司经营活动产生的现金流入分别为 63.55 亿元、66.22 亿元和 85.68 亿元,分别为本期中期票据发行额度上限的 15.89 倍、16.56 倍和 21.42 倍,对本期中期票据保障能力强;同期公司经营活动现金流量净额分别为 0.93 亿元、1.10 亿元和-5.82 亿元,分别为本期中期票据发行额度上限的 0.23 倍、0.27 倍和-1.45 倍。2018—2020 年,公司 EBITDA 分别为 2.70 亿元、2.88 亿元和 2.54 亿元,分别为本期中期票据发行额度的 0.68 倍、0.72 倍和 0.63 倍。

3. 担保情况分析

本期中期票据由中债信用增进提供本息全额不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定,中债信用增进主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,其担保实力极强,显著提升了本期中期票据的偿付安全性。

十、结论

公司作为重庆市合川区重要的城市基础设施投资建设主体之一,以及合川工业园区唯一的开发建设主体,主要从事合川工业园区内基础设施建设和土地整治业务,具有较强的区域专营优势,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。近年来,公司资产规模持续增长,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,资产受限比例较高,整体资产质量较差;公司收入规模持续下降,回款进度滞后较为严重,对资金周转造成较大压力;随着项目建设的推进,公司负债规模不断增长,债务负担较重,且存在较大的短期偿债压力。

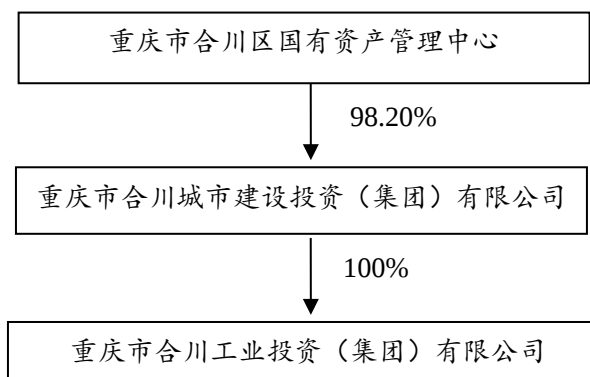
近年来,合川区经济总量持续增长,合川工业园区建设和招商引资正常推进,为公司发展提供了良好的外部环境。公司未来仍将

以合川工业园区内基础设施建设和土地整治为主业，推动园区发展，未来有望持续获得有力的外部支持。

本期中期票据发行对公司现有债务规模影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。同时，中债信用增进为本期中期票据提供本息全额不可撤销连带责任保证担保，其担保显著提升了本期中期票据的付安全性。

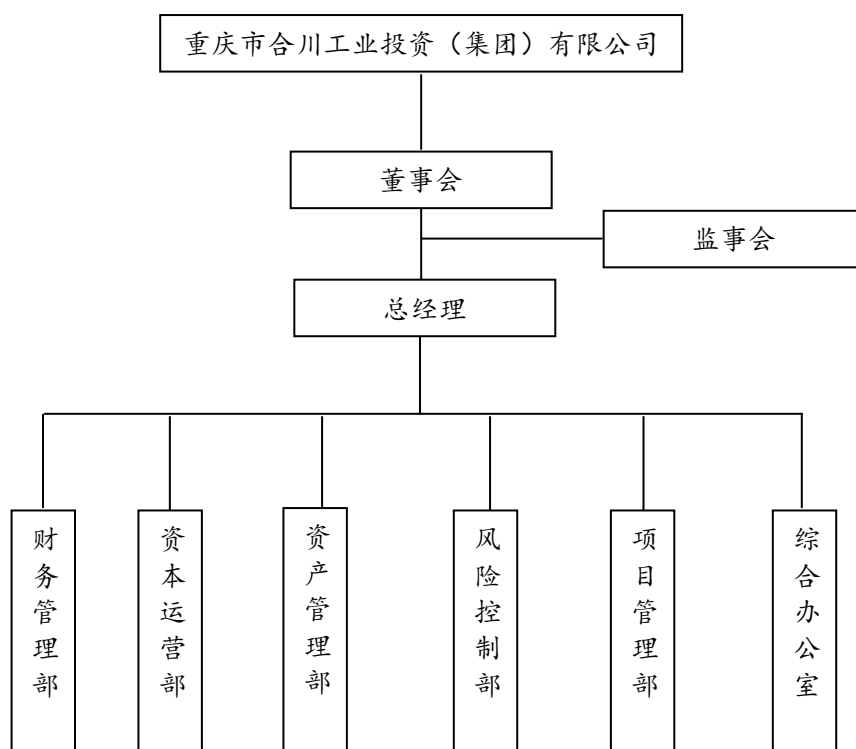
基于对公司主体长期信用状况、担保方担保实力以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 截至 2021 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 2021 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 2021 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
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

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.01	8.57	10.54	14.15
资产总额（亿元）	287.85	305.76	341.55	354.51
所有者权益（亿元）	118.45	120.67	124.07	124.38
短期债务（亿元）	44.08	45.12	69.85	57.97
长期债务（亿元）	79.94	96.22	98.41	121.14
全部债务（亿元）	124.03	141.34	168.26	179.12
营业收入（亿元）	18.88	17.06	15.71	4.69
利润总额（亿元）	2.62	2.84	2.13	0.38
EBITDA（亿元）	2.70	2.88	2.54	--
经营性净现金流（亿元）	0.93	1.10	-5.82	0.34
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.24	0.19	0.16	--
存货周转次数（次）	0.15	0.14	0.15	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.06	0.05	--
现金收入比（%）	83.54	23.21	101.02	47.33
营业利润率（%）	13.08	12.73	4.26	11.55
总资本收益率（%）	0.93	0.95	0.68	--
净资产收益率（%）	1.85	2.04	1.43	--
长期债务资本化比率（%）	40.30	44.36	44.23	49.34
全部债务资本化比率（%）	51.15	53.94	57.56	59.02
资产负债率（%）	58.85	60.53	63.68	64.91
流动比率（%）	257.57	253.51	211.72	241.11
速动比率（%）	121.90	151.34	125.78	147.97
经营现金流动负债比（%）	1.09	1.24	-4.89	--
现金短期债务比（倍）	0.09	0.19	0.15	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	0.33	0.30	0.24	--
全部债务/EBITDA（倍）	45.90	49.16	66.34	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 已将长期应付款的有息部分调整至有息债务核算

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.98	8.21	6.88	12.76
资产总额（亿元）	248.64	287.67	310.23	323.48
所有者权益（亿元）	110.36	112.26	113.45	113.63
短期债务（亿元）	41.19	44.69	53.00	42.68
长期债务（亿元）	72.62	93.45	97.33	116.47
全部债务（亿元）	113.81	138.14	150.34	159.14
营业收入（亿元）	18.83	17.00	9.94	2.86
利润总额（亿元）	2.87	2.48	2.21	0.25
EBITDA（亿元）	2.94	2.51	2.42	--
经营性净现金流（亿元）	2.31	0.19	-5.97	1.25
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.24	0.19	0.10	--
存货周转次数（次）	0.17	0.17	0.10	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.06	0.03	--
现金收入比（%）	83.53	22.92	85.45	1.20
营业利润率（%）	13.05	13.03	6.54	12.68
总资本收益率（%）	1.12	0.86	0.79	--
净资产收益率（%）	2.20	1.88	1.64	--
长期债务资本化比率（%）	39.69	45.43	46.18	50.62
全部债务资本化比率（%）	50.77	55.17	56.99	58.34
资产负债率（%）	55.61	60.98	63.43	64.87
流动比率（%）	317.28	277.88	241.27	278.97
速动比率（%）	177.53	174.80	147.38	174.91
经营现金流动负债比（%）	3.52	0.23	-6.00	--
现金短期债务比（倍）	0.07	0.18	0.13	0.30
EBITDA 利息倍数（倍）	39.29	74.88	11.22	--
全部债务/EBITDA（倍）	38.68	54.95	62.06	--

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计

附件 4 有关计算指标的计算公式

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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×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	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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

联合资信评估股份有限公司关于 重庆市合川工业投资（集团）有限公司 2021 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

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。

重庆市合川工业投资（集团）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。

重庆市合川工业投资（集团）有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对重庆市合川工业投资（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，重庆市合川工业投资（集团）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市合川工业投资（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，如发现重庆市合川工业投资（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市合川工业投资（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。

联合资信将指派专人及时与重庆市合川工业投资（集团）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。

权利与免责声明

1. 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。
2. 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。
3. 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。
4. 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。
5. 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。

