

跟踪评级公告

联合[2016] 1029 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11渝津债/11渝华信债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月二十三日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司

企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定
 上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 渝津债/ 11 渝华信债	6 亿元	2011/1/6- 2018/1/6	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	8.61	17.16	37.39
资产总额(亿元)	212.02	243.13	316.59
所有者权益(亿元)	122.62	129.35	161.57
短期债务(亿元)	9.73	22.29	38.65
全部债务(亿元)	72.81	93.99	132.12
营业收入(亿元)	11.34	14.56	16.78
利润总额(亿元)	2.75	4.35	4.95
EBITDA(亿元)	3.37	4.93	5.40
经营性净现金流(亿元)	-4.16	6.26	6.21
营业利润率(%)	31.75	31.65	34.63
净资产收益率(%)	1.87	2.80	2.60
资产负债率(%)	42.17	46.80	48.96
全部债务资本化比率(%)	37.26	42.08	44.99
流动比率(%)	762.44	535.89	486.32
全部债务/EBITDA(倍)	21.61	19.07	24.45
经营现金流流动负债比(%)	-16.44	15.28	10.86

注：1.2013 年财务数据为 2014 年审计报告追溯调整的期初数。

2.其他应付款中的有息债务已调整至短期债务；长期应付款中的有息债务部分已调整至长期债务。

分析师

张峻铖 邢宇飞
 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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为重庆市江津区基础设施建设和土地整治开发的重要主体，在区域垄断等方面具有显著优势。跟踪期内，公司在资金、资产注入，股权划转和政府补助等方面获得了政府的大力支持，资产规模和营业收入持续增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务负担持续加重，应收类款项对资金形成较大占用等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

重庆市江津区经济快速发展，财政实力不断增强，为公司创造了良好的外部发展环境。未来，公司业务规模有望进一步扩大，联合资信对公司的评级展望为稳定。

“11 渝津债/11 渝华信债”设立专项偿债基金，有助于债券本息的偿还；同时，采用了土地使用权抵押担保的增信措施。跟踪期内，抵押土地评估价值为“11 渝津债/11 渝华信债”本金的 2.84 倍，较上年有所提高，为“11 渝津债/11 渝华信债”的覆盖程度良好。此外，分期偿还本金的还款方式也有效地降低了集中偿付压力。

综合考虑，联合资信维持对重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司主体长期信用为 AA，评级展望为稳定，并维持“11 渝津债/11 渝华信债”AA 的信用等级。

优势

1. 重庆市及江津区经济保持快速发展，财政实力有所提升，为公司提供了良好的外部发展环境。
2. 跟踪期内，公司获得了江津区政府在专项资金、股权划转和政府补助土地资产注入等方面的有力支持。

关注

1. 公司在建工程存在未签订回购协议的公益性项目，且未有明确的回购安排，联合资信将对此持续关注。
2. 公司2014~2015年度收到政府拨付的代建款和土地出让返回款比例较低，应收类款项规模大，对公司资金形成较大的占用，未来回款情况具有不确定性。
3. “11 渝津债/11 渝华信债”募投项目珞璜新区快速物流干道工程、珞璜新区市政道路工程及双福新区市政道路工程三个募投项目建成形成的资产未在公司财务报表中体现，但建设项目形成的债务在公司名下；江津区政府承诺 2015~2018 年逐步拨付回购款项，但 2015 年度回购资金未到位，联合资信将持续关注。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司主体长期信用及“11渝津债/11渝华信债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司（以下简称“公司”）成立于2003年6月，是由重庆市江津区国有资产监督管理局代表江津区人民政府投资组建的国有独资公司。公司初始注册资本9.20亿元，是江津区基础设施建设的主要实施者。2011年4月，根据重庆市江津区人民政府办公室《关于江津区国有资产监督管理局职能职责划归区财政局管理的情况说明》，江津区国有资产监督管理局所有职能职责全部划归江津区财政局。因此，重庆市江津区财政局代表政府行使对公司的出资人职责。

截至2015年底，公司注册资本为10.34亿元，公司并表二级子公司5家：重庆市德感工业园区建设有限公司（以下简称“德感建设”）、重庆市江津区几江防洪堤工程建设有限公司（以下简称“防洪建设”）、重庆白沙建设有限公司（以下简称“白沙建设”）、重庆市江津区渝庆现代农业投资有限公司和重庆市江津区骏达建设有限责任公司（以下简称“骏达建设”）。公司除对重庆市江津区渝庆现代农业投资有限公司持股55.56%，对其他子公司的持股比例均为100%。公司本部设行政协调部、融资部、财务部及发展部等4个部门。

公司经营范围：城市基础设施及社会事业投资与管理、土地开发整治和经营管理、园区基础设施建设投资、在授权范围内开展国有资产多种形式经营、开展对外投融资业务。

截至2015年底，公司合并资产总额为316.59亿元，所有者权益为161.57亿元。2015年，公司实现营业收入16.78亿元，利润总额4.95亿元。

公司注册地址：重庆市江津区几江紫荆花园商务大厦1幢3-2号；法定代表人：张宇。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年，中国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全

年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步

完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

(1) 行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、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。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营

性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预【2012】463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一

定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43 号文》）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期

债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。同时随着地方政府债券债务置换工作的推进及城投公司自身融资环境的改善，城投行业债务偿还的周转能力有所增强，流动性风险降低。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

(1) 重庆市

根据《2015 年重庆市国民经济和社会发展统计公报》数据，2015 年，重庆市实现生产总值 15719.72 亿元，比上年增长 11.0%。其中，第一产业增加值 1150.15 亿元，增长 4.7%；第二产业增加值 7071.82 亿元，增长 11.3%；第三产业增加值 7497.75 亿元，增长 11.5%。三次产业结构比为 7.3 : 45.0 : 47.7。非公有制经济实现增加值 9637.53 亿元，增长 11.1%，占重庆市经济的 61.3%。按常住人口计算，重庆市人均地区生产总值达到 52330 元（8402 美元），比上年增长 10.1%。

2015 年度，重庆市实现工业增加值 5557.52 亿元，比上年增长 10.5%，占全市地区生产总

值 35.4%。其中规模以上工业增加值增长 10.8%。规模以上工业企业实现总产值 21404.66 亿元，同比增长 12.4%。

2015 年度，重庆市完成固定资产投资总额 15480.33 亿元，比上年增长 17.1%。其中，第一产业投资 553.24 亿元，增长 9.5%；第二产业投资 4997.96 亿元，增长 19.9%；第三产业投资 9949.12 亿元，增长 16.1%。基础设施建设投资 4356.14 亿元，增长 28.6%，占重庆市固定资产投资 28.1%；工业投资 4990.09 亿元，增长 19.8%，占全市固定资产投资的比重为 32.2%。

地方财政实力方面，2015 年重庆市一般公共预算收入 2155.10 亿元，比上年增长 12.1%。其中税收收入 1450.88 亿元，增长 13.2%。一般公共预算支出 3793.82 亿元，比上年增长 14.8%。

整体看，2015 年度重庆市经济发展迅速，经济实力不断增强，未来在国家政策和周边城市的带动下，经济将呈现持续增长态势。

(2) 江津区

根据《2015 年重庆市江津区国民经济和社会发展统计公报》及江津区财政局提供的相关资料，2015 年，江津区实现地区生产总值 605.6 亿元，比上年增长 12.2%，比全国、重庆市分别高 5.3 和 1.2 个百分点。分产业看，第一产业实现增加值 75.5 亿元，增长 4.9%；第二产业实现增加值 357.4 亿元，增长 13.1%，其中工业实现增加值 298.1 亿元，增长 12.2%；第三产业实现增加值 172.7 亿元，增长 13.4%。

财政收入方面，2015 年度江津区地方综合财力为 146.43 亿元，较 2014 年度的 138.29 亿元有所增长，主要由一般公共预算收入、转移支付和税收返还收入及国有土地使用权出让收入构成，占地方综合财力的比重分别为 39.13%、25.23% 及 35.59%。2015 年，江津区一般公共预算收入 57.29 亿元，较上年增长 20.80%，其中税收收入占比为 61.22%；转移支付和税收返还收入为 36.94 亿元，较上年的 35.41 亿元略有上升；国有土地使用权出让收入为 52.11 亿元，同比下降 6.03%；整体看，国有土地使用权出让在

一定程度上增强了江津区的财政调节能力，但考虑到土地市场的不确定性，未来政府性基金收入存在不确定性。

截至2015年底，江津区地方政府债务全部

为直接债务，地方政府债务余额为90.30亿元，较2014年的75.93亿元增长了18.92%。同期江津区政府债务率为61.70%，较上年度的54.90%有所加重。

表1 截至2015年底江津区财力及债务情况

(单位: 万元)

地方债务余额 (2015年)	金额	地方财力 (2015年)	金额
(一) 直接债务余额	902970	(一) 地方一般预算收入	572908
1、外国政府贷款		1、税收收入	350745
2、国际金融组织贷款	2881	2、非税收入	222163
(1) 世界银行贷款	2881	(二) 转移支付和税收返还收入	369383
(2) 亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	197702
(3) 国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	161110
(4) 其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	10571
3、国债转贷资金		(三) 国有土地使用权出让收入	521084
4、农业综合开发借款	72	1、国有土地使用权出让金	462724
5、解决地方金融风险专项借款	2509	2、国有土地收益基金	30045
6、国内金融机构借款	528032	3、农业土地开发资金	3974
(1) 政府直接借款	40781	4、新增建设用地有偿使用费	
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	487251	5、上级补助	24341
7、债券融资	282551	(四) 国有资本经营预算收入	900
(1) 中央代发地方政府债券	24551	1、国有资本经营预算收入	884
(2) 地方自主发行政府债券	226000	2、上级补助	16
(3) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	32000	(五) 预算外财政专户收入	
8、粮食企业亏损挂账	6803		
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款	40147		
11、其他	39975		
(二) 担保债务余额			
地方政府债务余额 = (一) + (二) × 50%	902970	地方综合财力 = (一) + (二) + (三) + (四)	1464275
债务率 = (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%			61.70%

资料来源：江津区财政局

总体看，跟踪期内，江津区经济运行情况良好。江津区财政收入增长较快，地方政府债务负担一般。

五、基础素质及管理分析

1. 产权状况

公司系国有独资企业，江津区财政局是公司的唯一出资人和实际控制人。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高层管理人员无变化。

截至2016年3月底，公司（合并口径）共有员工356人，其中本科及以上学历人员46.07%，高中及中专人员占53.93%；从年龄结构看，30岁及以下人员占20.51%，30~50岁员工占73.03%，50岁及以上人员占6.46%。

整体看，公司人员文化素质尚可，年龄结构合理；公司高管文化素质较高，管理经

验与政府工作经验丰富，有助于公司业务经营发展。

3. 政府支持

公司作为重庆市江津区基础设施建设项目和土地整理投融资主体，承担了大量的融资和建设任务，跟踪期内在专项资金、股权划转、资产及资金注入、财政补贴等方面获得了江津区政府的有力支持。

(1) 专项资金

根据江津区财政局下达的关于渝庆蔬菜园的资金计划通知(津财农【2012】162号), 2012~2015年共拨入专项资金1127.16万元, 2015年项目完工后, 经江津区审计局审计, 出具了渝庆蔬菜园项目工程竣工决算报告(津审报【2015】103号), 以审定金额1504.78万元转入固定资产, 专项资金1127.16万元转入资本公积。

(2) 股权划转

根据2015年1月5日的重庆市江津区人民政府第73次常务会议纪要, 将骏达建设整合为公司的全资子公司, 并按2015年1月1日的骏达建设的财务账净资产作为政府对公司的投入, 增加资本公积252.31万元。

(3) 资产及资金注入

江津区财政局于2015年拨付白沙建设2241.49万元, 作为对公司的投资, 相应增加相同金额的资本公积。

根据国津发【2015】75号文件, 德感建设将管委会划拨的19宗土地以评估价值20.88亿元入账, 土地由四川天平资产评估事务所出具评估报告(川天平评报字【2015】第0377号), 相应增加资本公积。

根据江津区政府对关于土地使用权价值评估入账核算的请示的批复, 同意重庆市江津区白沙工业园管理委员会将7宗土地(7宗土地面积为24.63万平方米, 评估价值6.33亿元)按国有资产注入重庆市白沙建设有限公司, 土地由四川天平资产评估事务所出具评估报告(川天平评报字【2015】0396号), 相应增加资本公积。

(4) 政府补助

2015年度, 根据津财企【2014】15号、渝移通知【2015】75号文, 公司获得三峡库区移民生态园补助430.00万元。

根据津财建【2013】106号、津财建【2015】14号文, 公司获得城镇污水处理设施配套管网奖补资金补助258.00万元。

根据中共重庆市江津区委办公室收文字第1359文, 公司获得园区管委会拨付项目经费700.00万元。

总体看, 跟踪期内江津区政府给予公司的支持力度大, 为公司经营发展提供了有力保障。

六、管理分析

跟踪期内, 公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

公司作为江津区主要的国有资产经营平台, 其经营主要内容是对江津区基础设施建设项目和土地整理进行投资和融资。2015年, 公司实现营业收入16.78亿元, 较上年增长15.29%。公司营业收入主要来自土地整治收入和代建管理费收入。其中, 公司土地一级开发业务实现收入16.27亿元, 较2014年增长16.30%; 同期, 公司实现代建管理费收入4412.23万元, 较2014年下降12.03%, 其他业务收入0.08亿元, 规模较小, 主要为工作经费收入和房屋租金收入。

表2 2014~2015年公司营业收入情况

(单位: 亿元、%)

科目	2014年度			2015年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整治收入	13.99	96.07	29.09	16.27	96.91	32.87
代建管理费收入	0.50	3.45	100.00	0.44	2.63	100.00

其他业务收入	0.07	0.48	97.34	0.08	0.46	100.00
合计	14.56	100.00	31.87	16.78	100.00	34.94

资料来源：公司审计报告

毛利率方面，2015 年公司营业收入整体毛利率较 2014 年度略有上升，2015 年为 34.94%，主要受土地整治收入毛利率上升的影响。2015 年公司土地整治收入毛利率为 32.87%，较上年的 29.09% 有所上升，土地整治收入毛利率较高的主要原因是土地出让金返还政策较为优惠。公司代建管理费收入受业务性质影响，毛利率一直为 100%。整体看，公司对土地整治业务依赖较大。

土地整治收入

根据江津区政府的授权委托，公司负责江津区内部分园区的土地开发整理工作。其中，子公司德感建设、渝庆农投和白沙建设分别负

责德感工业园、渝庆农业园和白沙工业园区内的土地开发整理工作。

根据江津区政府的相关规划，公司通过自有资金以及外部融资受托进行土地一级开发整理，整理完成的土地通过江津区土地交易中心招、拍、挂系统进行出让；土地出让后，土储中心将扣除税费后的 84.5% 返还公司，15.5% 上缴上级财政，上级财政在年底留存 5%，剩余 10.5% 返还至公司。因此，公司收到的土地出让金返还比例约为 95%，并将其确认为土地开发整理收入。会计核算时，公司将前期资金投入计入“存货”科目，根据土地出让挂牌后扣除相关税费后确认收入，尚未收到的款项计入“应收账款”科目。

2015 年度，公司实现土地整治收入 16.27 亿元，同比增长 16.30%。

表 3 2015 年公司主要土地出让情况

(单位：亩、万元)

地块名称	出让面积	确认收入	实际回款情况
江津区德感工业园 E12-04/01、E17-01/01 地块	464.51	19974.04	19374.82
德感工业园 H11-01-01 号~05 号	413.19	17904.66	17367.52
德感工业园 E13-01/01-02 号	393.17	9436.00	9152.92
德感工业园 B2-01/01、C7-18/01、C7-13/01、C7-07/01、E4-01/01、E8-03/01 地块	111.73	4804.23	4660.10
德感工业园管委会 C4-10/01 地块	101.72	4374.10	4242.88
德感工业园 E13-01/01 号	207.87	4366.00	4235.02
E18-02/01 (原 E18-04/01)	192.46	4106.00	3982.82
合计	1884.65	64965.03	63016.08

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司在开发土地面积共计 4636.82 亩，主要为工业用地；土地储备面积 746.07 万平方米，账面价值 110.59 亿元，在“存货”和“无形资产”科目中体现。未来，公司将根据土地市场行情及基础设施项目资金需求情况择机申请出让所拥有的的土地使用权。

代建管理费收入

根据江津区政府相关授权，公司主要负责江津区内德感工业园、渝庆农业园、白沙工业园等工业园区的道路、园区配套设施和桥梁等基础设施项目投融资及建设工作。其中，德感

工业园由子公司德感建设负责，渝庆农业园由子公司渝庆农投负责，白沙工业园由子公司白沙建设负责。

公司根据江津区政府的年度项目投资计划，通过自筹资金进行项目前期投资建设。在账务处理方面，公司将项目资金投入计入在建工程科目，同时每年根据实际投入金额按 10%~15% 确认管理费收入。目前，公司与江津区政府签订了江津区支坪防洪堤护岸综合整治工程项目回购协议，该项目总投资 18.11 亿元，

截至 2015 年底累计完成投资 13.16 亿元；公司在建的其他工程建设项目均尚未签订明确的回购协议，未来回购安排具有不确定性。

自成立以来，公司承担了粉房湾迎宾长江大桥、支坪防洪堤工程等江津区重点基础设施项目的投融资及建设工作。2015 年度，几江建设就其承建的支坪防洪堤工程项目与江津区政

府进行了结算，公司确认基础设施建设收入 4412.23 万元。

截至 2015 年底，公司在建的基础设施项目包括第三军医院建设项目、江津区支坪防洪堤护岸综合整治工程项目等项目工程。公司在建项目计划总投资额为 34.02 亿元，已完成投资金额 24.52 亿元，尚需投资 9.50 亿元。

表 4 2015 年底公司在建基础设施项目明细

(单位: 万元)

项目	计划投资额	开工时间	截至 2015 年底已投资额	是否签署回购协议
蔬菜标准园 (渝庆)	1555.00	2012 年 11 月	1402.90	否
刁燕公路绿化工程	440.00	2012 年 12 月	440.28	否
渝庆蔬菜园景观园林绿化工程	32.00	2013 年 10 月	32.32	否
龙燕公路	2500.00	2014 年 10 月	259.55	否
公租房建设	24600.00	2012 年 10 月	122.08	否
江津区支坪防洪护岸综合整治工程 (几江)	181100.00	2013 年 10 月	131600.00	是
第三军医大学拆迁安置房项目	130000.00	2014 年 12 月	111293.31	否
合计	340227.00		245150.44	

资料来源: 公司提供

注: 蔬菜标准园 (渝庆) 已于 2014 年 12 月完工, 2015 年经重庆市江津区审计局办理工程结算后, 将其转入固定资产; 刁燕公路绿化工程本期建设完工, 经重庆市江津区工程结算审计后移交至渝庆现代农业园区管委会, 支付的工程款由现代农业园管委会承担; 白沙工业园公租房建设工程因政策原因不予实施, 表内投资额为发生的工程勘察设计等前期费用。

公司未来拟建基础设施建设计划总投资 9.88 亿元, 其中 2016 年~2018 年度分别投入 2.87 亿元、3.24 亿元和 1.90 亿元, 公司未来融资需求较小。

内无新增业务, 拟建业务规模小, 未来融资需求一般。

八、募集资金使用情况

表 5 2015 年底公司基础设施建设投资计划情况表
(单位: 亿元)

园区名称	总投资	未来三年投资计划		
		2016	2017	2018
公司本部	5.49	1.29	1.58	1.15
德感工业园	1.74	0.66	0.74	0.20
白沙职教工业园	2.65	0.92	0.92	0.55
合计	9.88	2.87	3.24	1.90

资料来源: 公司提供

总体看, 公司土地整治业务收入同比增长, 在开发土地规模较大, 土地储备充足, 业务发展空间较大; 公司代建业务同比下降, 跟踪期

“11 渝津债/11 渝华信债”募投项目已全部投资完毕, 募集资金已全部投入。募集资金中 4.9 亿元用于项目建设, 下表所示四个项目均已完工, 1.1 亿元用于补充公司流动性资金。

表 6 募投项目的投资情况

(单位: 万元)

项目名称	总投资	已投入资金	募集资金已投入金额
珞璜新区快速物流干道工程	25500	25500	14000
珞璜新区市政道路工程	19000	19000	10000
德感新区长江路建设工程	12000	12000	7000
双福新区市政道路工程	36000	36000	18000

合计	92500	92500	49000
----	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

“11 渝津债/11 渝华信债”偿债基金主要从公司日常生产经营所产生的收入和代建回购收入中提取。“11 渝津债/11 渝华信债”募投项目珞璜新区快速物流干道工程、珞璜新区市政道路工程及双福新区市政道路工程这三个募投项目建成形成的资产目前未在公司财务报表内体现，但建设项目形成的债务在公司名下，根据重庆市江津区财政局于 2015 年 6 月 19 日出具的《重庆市江津区财政局关于华信公司一期企业债保障还款来源说明的函》，“11 渝津债/11 渝华信债”还款主体不发生变化，仍是公司，还款来源为项目回购资金、土地经营收入返还、区级税收收入返还等，“11 渝津债/11 渝华信债”募投项目合计已投资金额为 9.25 亿元，加管理费未来回购资金为 13.60 亿元，同时承诺 2015 年至 2018 年每年回购资金为 3.40 亿元。为确保该期债券本金如期归还，江津区委、区政府已安排 2016 年地方债券资金 1.80 亿元，用于偿还债权本金，但 2015 年度回购资金未到位，未来本期企业债的偿还受回购款拨付效率影响较大，联合资信将持续关注回购资金的到位情况。

九、财务分析

公司提供的 2014 年度和 2015 年度财务报告均已经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围变化方面，2015 年新增子公司骏达建设，为江津区政府无偿划拨。合并日骏达建设净资产额 752.31 万元，近两年的财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 316.59 亿元，所有者权益 161.57 亿元。2015 年，公司实现营业收入 16.78 亿元，利润总额 4.95 亿元。

1. 盈利能力

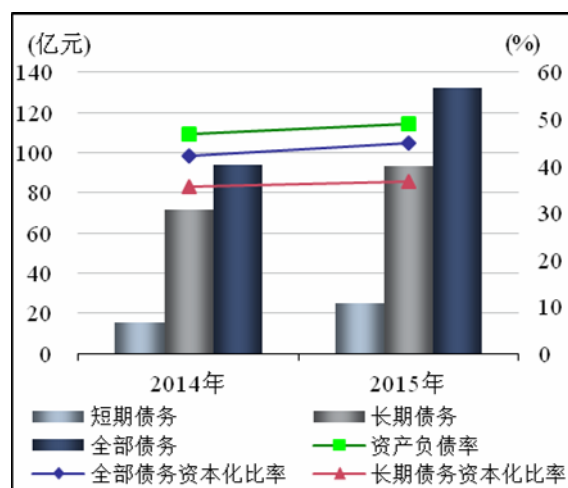
2015 年，公司实现营业收入 16.78 亿元，同比增长 15.29%。营业收入以土地整治收入为主（占 96.91%）；营业成本 10.92 亿元，同比增长 10.08%，同期公司营业利润率略有增长，2015 年为 34.63%。

2015 年，公司期间费用合计 0.93 亿元，同比增长 3.58%，占营业收入的比重为 5.52%，主要为管理费用的支出。

2015 年，公司实现利润总额 4.95 亿元，受同期营业收入增加的影响，同比增长 13.42%。

2015 年，公司营业外收入 0.14 亿元，同比下降 79.09%，其中主要为政府补助，占营业外收入的比重为 99.72%。

图 1 2014~2015 年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.44% 和 2.60%，较 2014 的 1.64% 和 2.80% 均有所下降。

总体看，跟踪期内公司营业收入规模同比增长，公司营业收入对土地出让返还收入的依赖程度仍然较高，整体盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

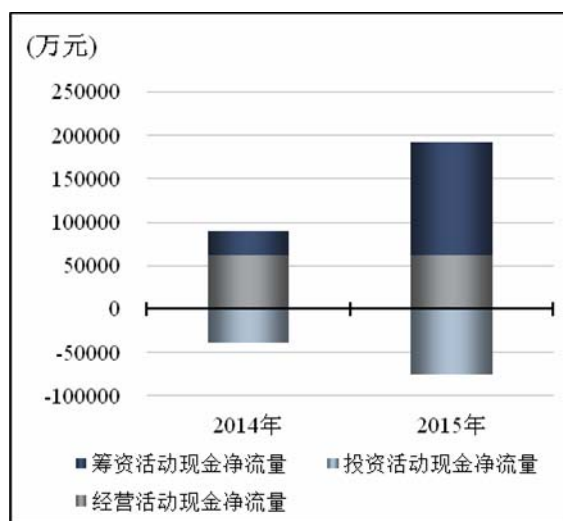
经营活动现金流方面，2015 年公司销售商品、提供劳务收到现金较 2014 年大幅增长，江津财政资金拨付效率较 2014 年有所提升，但 2015 年公司现金收入比仅为 69.70%，仍处于较

低水平，主要因 2014 年财政资金拨付效率低，公司目前仍有 25.64 亿元应收账款挂账，回收时间不确定，联合资信将持续关注财政资金拨付效率以及应收账款回收情况。公司收到与其他与经营活动有关的现金同比下降 3.38%，为 19.83 亿元，主要受收到往来款和政府补贴收入减少影响。2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 70.21%，为 18.84 亿元，主要是土地整治业务资金投入。公司支付其他与经营有关的现金同比增长 98.65%，为 6.32 亿元，主要系支付往来款增长。2015 年，公司经营活动现金流净额为 6.21 亿元，与 2014 年基本持平。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动产生的现金流入金额较同期大幅增长，主要系收到无偿划转合并范围内新增子公司现金 0.91 亿元；投资活动现金流出中主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 8.62 亿元，投资活动支出金额较同期大幅增长。2015 年，公司投资活动现金流量净额为-7.59 亿元。

2015 年，公司筹资活动产生的现金流入为 66.18 亿元，主要为公司取得借款所收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息及分配股利、利润所支付的现金，为 53.14 亿元；2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 13.04 亿元。

图 2 2014~2015 年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金净流量无法满足投资需求，公司对外筹资压力较大。

3. 资本及债务结构

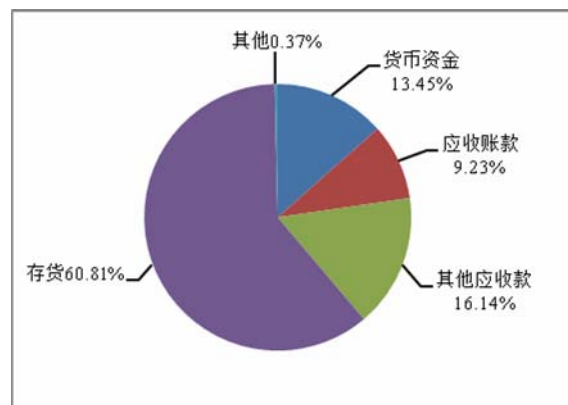
资产

截至 2015 年底，公司资产总额 316.59 亿元，同比增长 30.22%，其中流动资产占比 87.75%，非流动资产占比 12.25%，公司资产结构仍以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 277.82 亿元，同比增长 26.54%，主要来自货币资金和存货的增长。流动资产构成以货币资金（占 13.45%）、应收账款（占 9.23%）、其他应收款（占 16.14%）和存货（60.81%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金 37.37 亿元，同比增长 117.76%，其中银行存款占 70.62%，其他货币资金占 29.37%，其余部分为现金；货币资金中含受限资金 17.52 亿元，其中 10.98 亿元为银行承兑汇票保证金，其余为定期存单质押款。

图 3 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司应收账款为 25.64 亿元，同比增长 24.64%，为应收重庆市江津区德感工业园区管理委员会（占 92.96%）、重庆市江津区财政局（占 5.13%）和重庆市江津区白沙工业园区管理委员会（占 1.91%）的款项，回款周期存在不确定性。由于欠款单位是政府部门，公司对该部分应收账款未计提坏账准备。

从欠款单位看，公司应收账款集中于 3 家单位，其中公司应收重庆市江津区德感工业园管理委员会金额占比 92.96%，集中度高。

表 7 2015 年底公司应收款主要构成
(单位: 万元、%)

欠款方	金额	占应收款比例
重庆市江津区德感工业园管理委员会	238323.04	92.96
重庆市江津区财政局	13150.70	5.13
重庆市江津区白沙工业园区管委会	490.95	1.91
合计	256383.22	100.00

资料来源: 公司审计报告

截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值为 44.85 亿元，同比下降 18.26%，构成主要为与各政府部门和相关公司的往来款和土地开发代垫款，按账龄分析，1 年以内的占 45.56%，1~2 年的占 17.52%，2~3 年的占 26.28%，3 年以上的占 10.64%。按欠款单位看，公司其他应收款中前 5 名占其他应收款总额的比例为 82.07%，集中度高。2015 年，公司其他应收款计提了 0.15 亿元的坏账准备。跟踪期内，公司其他应收款有所下降，但对公司的资金仍然形成较大占用。

表 8 截至 2015 年底公司其他应收款主要构成
(单位: 万元、%)

欠款方	金额	占其他应收款比例
江津滨江新城开发建指挥部	171946.80	38.34
重庆市江津区财政局	89296.52	19.91
龙华巴渝新居建设指挥部	45938.46	10.24
珞璜工业园区	22114.00	4.93
重庆正升置业有限公司	38793.63	8.65
合计	368089.41	82.07

资料来源: 公司审计报告

截至 2015 年底，公司存货为 168.95 亿元，同比增长 33.35%，其构成为开发成本（33.26 亿元）和土地使用权（135.68 亿元）。其中，公司存货中的土地使用权主要为出让土地（占 79.79%）、划拨土地（占 18.99%）和征用土地（占 1.22%）。公司存货中已用于抵押部分为

79.99 亿元，占公司存货总额的 47.35%，抵押率偏高。

截至 2015 年底，公司固定资产原值为 12.92 亿元，累计折旧为 1.81 亿元，固定资产净值为 11.11 亿元，较 2014 年下降 1.58%。其中，所有权受限资产共 11 项，土地面积合计 6.14 万平方米，受限资产额合计 1.06 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程为 24.32 亿元，较 2014 年底增长 171.79%，主要受第三军医大学拆迁安置房建设项目投入款，以及江津区支坪防洪护岸综合整治工程（几江）投入款增加的影响。

截至 2015 年底，公司无形资产 2.56 亿元，同比下降 2.97%，主要系根据津白沙园发【2015】75 号文件，江津区白沙工业园管理委员会将白沙垃圾处理厂土地（203 房地证 2012 字第 02826 号）收回，土地使用权办理注销所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模同比增长，但存货中土地使用权占比高，受限资产占比较大，公司的资产质量一般。

所有者权益及负债

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 161.57 亿元，同比增长 24.91%，主要受资本公积增加影响。其中，实收资本占 6.40%，资本公积占 78.44%，盈余公积占 0.53%，未分配利润占 14.38%。2015 年，公司资本公积本期增加 27.63 亿元，主要为政府无偿划拨的土地资产，包括根据津国资发[2015]75 号文件，德感将管委会 19 宗土地以评估价值 20.88 亿元入账；根据川天平评报字（2015）0396 号评估报告和江津区政府对于关于土地使用权价值评估入账的请示的批复，重庆市江津区白沙工业园管理委员会将 7 宗土地（土地面积为 24.63 万平方米，评估价值 6.33 亿元）按国有资产注入重庆市白沙建设有限公司。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益较 2014 年底明显增长，资本公积占比大，公司资本公积近三年来呈波动增长趋势，公司所有者权益

稳定性尚可。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额 155.02 亿元，同比增长 36.25%，其中流动负债占 36.85%，非流动负债占 63.15%。

截至 2015 年底，公司流动负债 57.13 亿元，同比增长 39.44%。其中应付账款占 8.84%，其他应付款占 40.05%，一年内到期的非流动负债占 19.50%。

截至 2015 年底，公司应付账款为 5.05 亿元，同比下降 19.33%。公司应付账款债权人主要为项目施工单位和向公司销售土地的企业，2015 年底 91.20% 的应付账款集中于 5 家企业。按账龄分析，1 年以内占 31.88%，1~2 年占 4.97%，2~3 年占 2.69%，3 年以上占 67.33%。

截至 2015 年底，公司其他应付款 22.88 亿元，同比增长 35.94%。按账龄分析，1 年以内的占 71.52%，1~2 年的占 18.60%，2~3 年的占 4.06%，3 年以上的占 5.82%。公司其他应付款构成主要为向工程建设相关单位的借款。其他应付款的期末余额中前五名合计为 14.95 亿元，占其他应付款账面余额的 65.34%。

表 9 截至 2015 年底公司其他应付款前五名

(单位: 万元、%)

欠款方	金额	占其他应付款比例
江津土地房屋征收储备中心	102597	44.84
重庆市江津区滨江新城开发建设 有限公司	20000	8.74
重庆市江津区工业园区土地储备 中心	9500	4.15
重庆市江津区第六建筑工程有限 公司	9000	3.93
华洲农业资源开发公司	8422	3.68
合计	149520	65.34

资料来源: 公司审计报告

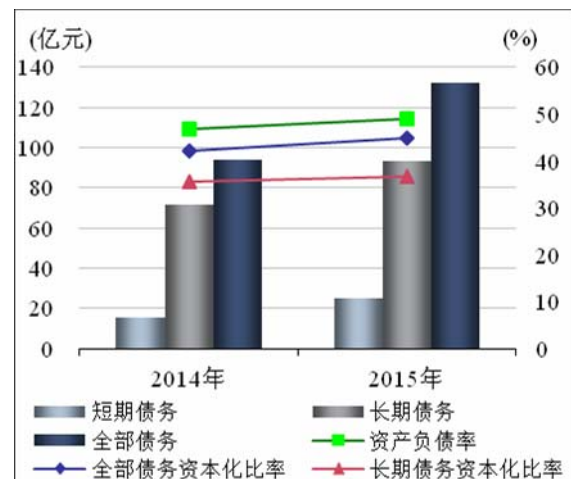
截至 2015 年底，公司非流动负债为 97.89 亿元，同比增长 34.46%，主要来源为应付债券的增加。截至 2015 年底，公司应付债券 31.18 亿元，较 2014 年明显增长，主要系公司新发行的 15 德感建设债、华泰证券 15 江津华信

PPN001 和浙江股权交易中心私募债及新增的 14 德感建设债。

截至 2015 年，公司专项应付款 4.42 亿元，主要为三军医大征地保证金 2.8 亿元，江津区支坪防洪护岸综合整治工程专项拨款 1.35 亿元，龙燕路项目款 0.13 亿元等。

截至 2015 年底，公司全部债务规模大幅扩张，由 2014 年的 93.99 亿元增长至 132.12 亿元，同比增长 40.58%。其中短期债务 38.65 亿元，主要为有息往来款、应付票据和一年内到期的长期借款；长期债务 93.47 亿元，主要为长期借款和应付债券。2015 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较上年同期均有所增长，分别为 48.96%、44.99% 和 36.65%，整体债务负担尚可。

图 4 2014~2015 年公司债务情况



资料来源: 公司审计报告

总体看，跟踪期内，公司债务规模扩张幅度较大，债务结构以长期债务为主，债务偿还有赖政府的进一步支持及土地出让和代建项目回款。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015 年底公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为 486.32% 和 190.58%。2015 年公司经营活动现金流净额为 6.21 亿元，经营现金流流动负债比为 10.86%，指标值较上年同期略有下降。公司目前短期债务

额较大，同时考虑到 2016 年待偿还债务余额，公司短期周转压力较大。

从长期偿债指标看，2015 年，公司实现 EBITDA 值为 5.40 亿元，同比增长 9.63%，主要系利润总额增加的影响。全部债务/EBITDA 倍数由 2014 年度的 19.07 倍增长至 2015 年度的 24.45 倍，但是考虑政府对公司的支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年 5 月底，公司对外担保余额合计 22.70 亿元，担保比率为 14.05%，公司对外担保额较上年度同期增长较大，目前被担保公司经营正常，公司或有负债风险可控。

表 10 截至 2016 年 5 月底公司对外担保明细
(单位: 亿元)

被担保单位名称	担保余额	到期日期
重庆市江津区工业园土地储备中心	2.00	2017.09
重庆市四面山旅游投资有限公司	1.70	2026.10
重庆市江津区滨江新城开发建设有限公司	13.00	2020.10
重庆市江津区土地房屋征收储备中心	5.00	2017.04
重庆市江津区第六建筑工程有限公司	1.00	2016.12
合计	22.70	

资料来源: 公司提供

截至 2016 年 5 月底，公司共获得银行综合授信总额 52.02 亿元，未使用额度 12.80 亿元。

表 11 截至 2016 年 5 月底公司银行授信明细
(单位: 亿元)

授信银行	授信额度	已使用额度	未使用额度
重庆农商行	3.00	3.00	0
厦门银行	2.00	2.00	0
厦门国际银行	2.80	2.00	0.80
北京银行	5.00	5.00	0
交通银行	5.00	5.00	0
兴业银行	4.47	4.47	0
华夏银行	5.84	5.84	0
农业发展银行	6.90	6.90	0
浦发银行	5.00	5.00	0
天津银行	5.00	0	5.00
工商银行	5.00	0	5.00
中信银行	2.00	0	2.00

合计	52.02	39.22	12.80
----	-------	-------	-------

资料来源: 公司提供

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码: G10500116106196411)，截至 2016 年 3 月 17 日，公司有 10 笔关注类贷款，余额为 2.37 亿元，根据国家开发银行股份有限公司重庆市分行客户二处出具的说明：截至 2015 年 8 月 28 日，公司在国家开发银行股份有限公司贷款余额为 2.39 亿元，资产质量分类为关注二级，公司在国家开发银行股份有限公司贷款能按时还本付息，无不良记录。同时公司有 35 笔已结清的关注类贷款，均按期结息，到期还本，无逾期记录，并已于 2015 年前全部结清。总体公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及重庆市和江津区区域经济及财力状况、政府对公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

7. 存续期内债券偿债能力分析

公司于 2011 年 1 月发行了“11 渝津债/11 渝华信债”，发行额度为 6 亿元，期限为 7 年，2016 年 1 月已按期偿还债券本金 1.80 亿元。

2015 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 31.53 亿元、6.21 亿元和 5.40 亿元，分别为“11 渝津债/11 渝华信债”的 7.51 倍、1.48 倍和 1.29 倍。“11 渝津债/11 渝华信债”从发行后起第五年开始按照 30%、30% 和 40% 的比例偿付债券本金；同时联合资信关注到，公司于 2012 年 9 月发行了 13 亿元“12 渝津债/12 渝江津债”，存续期 7 年，2015 年起每年偿还 20% 本金(2.6 亿元)；于 2015 年 10 月发行了 5 亿元“15 江津华信 PPN001”，存续期 3 年；于 2016 年 3 月发行了 5 亿元“16 江津华信 PPN001”，存续期 3 年。公司将于 2018 年达到偿付高峰，当年需偿还债务共 10.00 亿

元。以峰值期偿付额 10.00 亿元测算，2015 年公司 EBITDA 及经营活动现金流入量分别为最大偿付额（10 亿元）的 0.54 倍和 3.15 倍，对公司债务偿还峰值的覆盖程度较弱。

整体看，公司经营活动现金流入量对“11 渝津债/11 渝华信债”的保障指标值较高，跟踪期内，公司经营活动现金流入量增加主要系销售商品、提供劳务收到的现金的增加，经营活动现金流对本期债券的保障尚可，同期 EBTIDA 对本期债券的保证能力尚可，公司整体对本期债券的保障能力尚可。

公司针对“11 渝津债/11 渝华信债”采取了分期偿还本金、设立专项偿债基金和设置土地抵押等保障措施，跟踪期内，对“11 渝津债/11 渝华信债”本息保障作用良好。其中，公司于 2015 年 12 月 24 日和 2015 年 12 月 29 日提取本期债券专项偿债基金合计 2.22 亿元，用于兑付本期债券本息。

表12 偿债基金设立情况

年度 (T 为发行年)	划拨时间 (G 为付息日)	偿债资金 (亿元)
2011	G-10	

表13 公司用于抵押增信的3宗土地资产的基本情况

待估宗地	房地产权证号	宗地位置	土地用途	土地性质	容积率 (%)	设定土地使用年限 (年)	土地面积 (平方米)	土地单价 (元/平方米)	土地总价 (万元)
1	203 房地证 2010 字第 14639 号	江津区 几江街 道金钗 井商圈 1 号地块	商住	出让	7.5	商业 40 年，住宅 47.33 年	45055.49	7000	31538.84
2	203 房地证 2010 字第 14637 号		商住	出让	7.5	商业 40 年，住宅 47.33 年	96371.92	7000	67460.34
3	203 房地证 2010 字第 14640 号		商住	出让	7.5	商业 40 年，住宅 47.33 年	29086.74	7000	20360.72
合计							170514.15	--	119359.90

资料来源：土地评估报告

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用评级为 AA，评级展望为稳定，并维持“11 渝津债/11 渝华信债”AA 的信用等级。

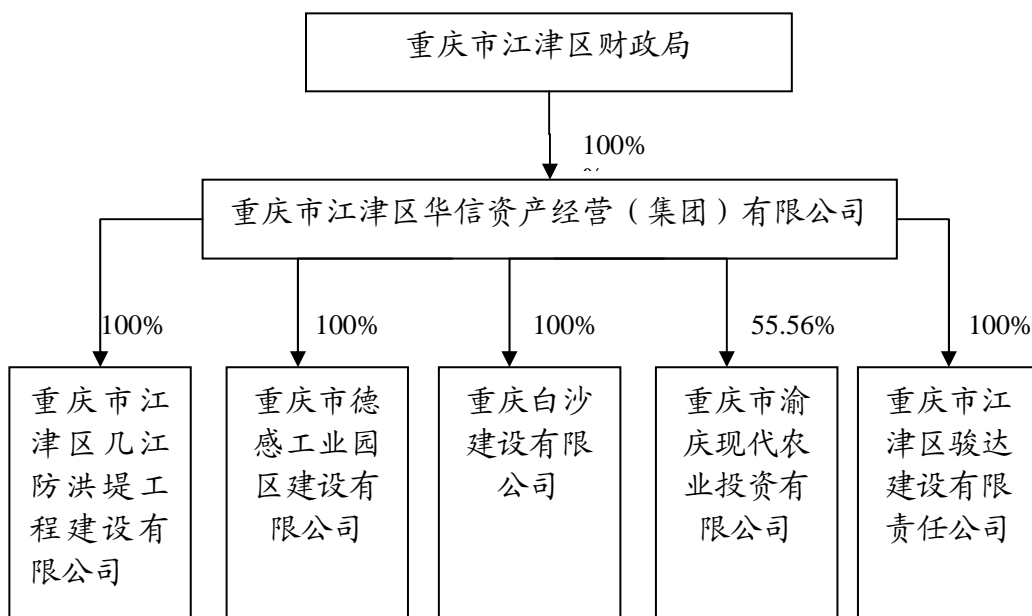
2012	G-10	利息
2013	G-10	利息
2014	G-10	利息
2015	G-10	利息
2016	G-10	30% 本金+利息
2017	G-10	30% 本金+利息
2018	G-10	40% 本金+利息

资料来源：公司提供

此外，“11 渝津债/11 渝华信债”采用土地使用权抵押担保方式增信，公司将其部分土地使用权作为抵押资产进行抵押，保障“11 渝津债/11 渝华信债”的本息按照约定如期偿付，一旦公司出现偿债困难，则可通过处置抵押资产清偿债务。

重庆大信房地产土地资产评估有限公司以 2015 年 6 月 23 日为评估基准日，对用于提供抵押担保的 3 宗土地进行了评估，出具了《土地估价报告》（（重庆）大信地（2015）（估）字第 039 号），确认的土地使用权市场价值净值为 119189.39 万元，是“11 渝津债/11 渝华信债”本金的 2.84 倍，较上年有所增长。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	8.61	17.16	37.39
资产总额(亿元)	212.02	243.13	316.59
所有者权益(亿元)	122.62	129.35	161.57
短期债务(亿元)	9.73	22.29	38.65
长期债务(亿元)	63.07	71.70	93.47
全部债务(亿元)	72.81	93.99	132.12
营业收入(亿元)	11.34	14.56	16.78
利润总额(亿元)	2.75	4.35	4.95
EBITDA(亿元)	3.37	4.93	5.40
经营性净现金流(亿元)	-4.16	6.26	6.21
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.09	0.98	0.73
存货周转次数(次)	0.10	0.06	0.07
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.06
现金收入比(%)	54.26	0.49	69.70
营业利润率(%)	31.75	31.65	34.63
总资本收益率(%)	1.19	1.64	1.44
净资产收益率(%)	1.87	2.80	2.60
长期债务资本化比率(%)	33.97	35.66	36.65
全部债务资本化比率(%)	37.26	42.08	44.99
资产负债率(%)	42.17	46.80	48.96
流动比率(%)	762.44	535.89	486.32
速动比率(%)	280.68	226.63	190.58
经营现金流动负债比(%)	-16.44	15.28	10.86
全部债务/EBITDA(倍)	21.61	19.07	24.45

注：1.2013 年财务数据为 2014 年审计报告追溯调整的期初数；

2.分别将 2013-2015 年底其他应付款中 1.38 亿元、7.26 亿元和 13.55 亿元有息债务调整至短期债务，分别将 2013-2015 年底长期应付款中 2.57 亿元、3.25 亿元和 5.39 亿元有息债务调整至长期债务，在债务及相关指标时已将其纳入核算。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

注：根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。