

跟踪评级公告

联合[2017] 2793 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）有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“PR渝津债/11渝华信债”的信用等级为AA。

特此公告。



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

债券简称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
PR 渝津债/11 渝华信债	2.4 亿元	2011/01/06	7 年	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 11 月 21 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	17.16	37.39	56.83
资产总额(亿元)	243.13	316.59	400.25
所有者权益(亿元)	129.35	161.57	195.61
短期债务(亿元)	15.02	25.10	38.87
长期债务(亿元)	68.45	88.08	122.97
全部债务(亿元)	83.47	113.18	161.83
营业收入(亿元)	14.56	16.78	15.03
利润总额(亿元)	4.36	4.95	5.07
EBITDA(亿元)	4.93	4.99	5.16
经营性净现金流(亿元)	6.26	6.21	-3.25
营业利润率(%)	31.65	34.63	24.40
净资产收益率(%)	2.80	2.60	2.19
资产负债率(%)	46.80	48.96	51.13
全部债务资本化比率(%)	39.22	41.19	45.27
流动比率(%)	535.89	486.32	520.71
经营现金流流动负债比(%)	15.28	10.86	-4.79
全部债务/EBITDA(倍)	16.93	20.94	29.09

分析师

竺文彬 邢宇飞 王超

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司（以下简称“公司”或“江津华信”）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，区域竞争优势明显。跟踪期内，公司在资金注入、专项资金、土地资产注入和政府补助等方面获得了政府的大力支持，资产规模快速增长。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。

2016 年以来，江津区的经济和财政实力有所增强，公司在江津区有重要的地位，享有政府在资金和财政方面的大力支持且资本实力持续增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“PR 渝津债/11 渝华信债”采用了土地使用权抵押担保措施。跟踪期内，抵押土地评估价值为“PR 渝津债/11 渝华信债”债券余额的 4.25 倍，覆盖程度良好。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“PR 渝津债/11 渝华信债”信用等级为 AA。

优势

1. 重庆市及江津区经济保持快速发展，财政实力有所增强，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资金注入、专项资金、土地资产注入和政府补助等方面的大力支持。

关注

1. 公司在建工程第三军医大学拆迁安置房项目未有明确的回购安排，联合资信将对此持续关注。

2. 跟踪期内，公司收到政府的代建和土地出让返回款比例较低，存货和应收类款项规模大，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. “PR渝津债/11渝华信债”募投项目仍有回购资金未到位，联合资信将持续关注。

声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆市江津区华信资产经营(集团)有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;根据后续跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

重庆市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

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司（以下简称“公司”或“江津华信”）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，仍为重庆市江津区财政局，截至 2016 年底，公司注册资本为 10.34 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，截至 2016 年底，公司本部下设行政部、融资部、财务部、发展部及资产部 5 个部门；拥有 5 家一级子公司。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 400.25 亿元，所有者权益 195.61 亿元（含少数股东权益 0.47 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 15.03 亿元，利润总额 5.07 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：周隆彬。

三、存续债券概况和募集资金使用情况

截至跟踪报告日，联合资信所评公司发行的企业债券“PR 渝津债/11 渝华信债”（以下简称“本期债券”）已按期偿还分期本金和应付利息。本期债券募投项目已全部投资完毕。募集资金已全部使用，其中 4.90 亿元用于项目建设，1.10 亿元用于补充公司流动性资金。

表 1 截至 2016 年底募投项目的投资情况

（单位：亿元）

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	2.55	2.55	1.40
珞璜新区市政道路工程	1.90	1.90	1.00
德感新区长江路建设工程	1.20	1.20	0.70
双福新区市政道路工程	3.60	3.60	1.80
合计	9.25	9.25	4.90

资料来源：公司提供

“PR 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建成形成的资产因子公司划出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，“PR 渝津债/11 渝华信债”还款主体仍是公司，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，“PR 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。2015~2016 年江津区委、区政府已安排地方债券资金分别偿还 1.8 亿元和 1.8 亿元，其中 1.50 亿元计入“营业外收入”，剩余冲减“其他应收款-重庆市江津区财政局”，与子公司划出形成的其他应收款暂不处理，联合资信将持续关注募投项目的资金回购情况。

表 2 截至 2017 年 9 月底公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日
PR 渝津债/11 渝华信债	6.00	2.40	2011/01/06	2018/01/06

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷

及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，我国GDP实际增速为6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数(CPI)实现2.0%的温和上涨，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)持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017年上半年，我国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017年1~6月，全国一般公共预算收入和支出分别为9.43万亿元和10.35万亿元，支出同比增幅(15.8%)继续高于收入同比增幅(9.8%)；财政赤字9177亿元，为历年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017年1~6月，我国GDP同比实际增长6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI温和上涨，PPI和PPIRM涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017年1~6月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业(6.9%)和金融业(3.8%)实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017年1~6月，我国固定资产投资28.1万亿元，同比增长8.6%(实际增长3.8%)，增速略有放缓。受益于2016年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速(7.2%)明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速(8.5%)自5月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域PPP模式发展等因素，基础设施建设投资增速(16.9%)仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速(5.5%)呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017年1~6月，我国社会消费品零售总额17.2万亿元，同比增长10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017年1~6月，网络消费同比增长33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017年1~6月，我国进出口总值13.1万亿元，同比增加19.6%，连续6个月实现同比正增长，实现贸易顺差1.3万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持10%以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使我国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型

升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，我国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在6.7%左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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。近些年，全国各地城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资

者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所

增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济

（1）重庆市

根据《2016年重庆市国民经济和社会发展统计公报》数据，2016年，重庆市实现生产总值17558.76亿元，比上年增长10.7%。其中，第一产业增加值1303.24亿元，增长4.6%；第二产业增加值7755.16亿元，增长11.3%；第三产业增加值8500.36亿元，增长11.5%。三次产业结构比为7.4:44.2:48.4。非公有制经济实现增加值10728.77亿元，增长10.9%，占重庆市经济的61.1%。按常住人口计算，重庆市人均地区生产总值达到57902元，比上年增长

9.6%。

2016年，重庆市实现工业增加值6040.53亿元，比上年增长10.2%，占全市地区生产总值34.4%。其中规模以上工业增加值增长10.3%。规模以上工业企业实现利税总额2652.01亿元，同比增长7.8%。

2016年，重庆市完成固定资产投资总额17361.12亿元，比上年增长12.1%。其中，第一产业投资558.09亿元，增长4.7%；第二产业投资5666.36亿元，增长13.4%；第三产业投资11136.67亿元，增长11.9%。基础设施建设投资5660.87亿元，增长30.0%，占重庆市固定资产投资的32.6%；民间投资8858.50亿元，增长11.0%，占全市固定资产投资的比重为51.0%。

2017年上半年重庆市实现地区生产总值9143.64亿元，按可比价格计算，比上年同期增长10.5%。第一产业增加值386.00亿元，增长3.9%；第二产业增加值4145.66亿元，增长10.7%；第三产业增加值4611.98亿元，增长10.8%。全市规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长10.4%。上半年，全市完成固定资产投资6922.79亿元，同比增长12.3%。

地方财政实力方面，2016年重庆市一般公共预算收入2227.9亿元，比上年增长7.1%。其中税收收入1438.4亿元，增长6.0%。一般公共预算支出4001.9亿元，比上年增长4.9%。

整体看，2016年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《2016年重庆市江津区国民经济和社会发展统计公报》及重庆市江津区财政局提供的相关资料，2016年，江津区实现地区生产总值674.1亿元，比上年增长11.1%，总量名列第2位，全市第9位。分产业看，第一产业实现增加值83.7亿元，增长4.3%；第二产业实现增加值397.4亿元，增长12.6%，其中工业实现增加值328.2亿元，增长11.4%；第三产业实现增加值193.0亿元，增长10.8%。

财政收入方面，2016年江津区地方综合财力为146.32亿元，较2015年度变化不大，主要由一般预算收入、转移支付和税收返还收入、国有土地使用权出让收入及国有资本经营预算收入构成，占地方综合财力的比重分别为44.41%、29.69%、25.77%及0.13%。2016年，江津区一般预算收入64.98亿元，较上年增长13.43%，其中税收收入占比为63.77%；转移支付和税收返还收入为43.45亿元，较上年的36.94亿元增长17.62%；国有土地使用权出让收入为37.70亿元，同比下降27.65%；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2016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90.89亿元，较2015年的90.30亿元增长了0.65%。同期江津区政府债务率为62.12%，较上年度的61.70%略有上升。

表3 2016年江津区财力及债务情况

(单位: 万元)

地方债务余额(2016年底)	金额	地方财力(2016年)	金额
(一) 直接债务余额	908927.00	(一) 地方一般预算收入	649830.00
1、外国政府贷款		1、税收收入	414395.00
2、国际金融组织贷款	2359.00	2、非税收入	235435.00
(1) 世界银行贷款	2359.00	(二) 转移支付和税收返还收入	434472.00
(2) 亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	192380.00
(3) 国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	215766.00
(4) 其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	26326.00
3、国债转贷资金		(三) 国有土地使用权出让收入	377030.00
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	332315.00

5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	21527.00
6、国内金融机构借款	75265.00	3、农业土地开发资金	2547.00
(1) 政府直接借款	21100.00	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	54165.00	5、上级补助	20641.00
7、债券融资	824500.00	(四) 国有资本经营预算收入	1860.00
(1) 中央代发地方政府债券	13900.00	1、国有资本经营预算收入	900.00
(2) 地方自主发行政府债券	640600.00	2、上级补助	960.00
(3) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	170000.00	(五) 预算外财政专户收入	
8、粮食企业亏损挂账	6803.00		
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他			
(二) 担保债务余额			
地方政府债务余额 = (一) + (二) × 50%	908927.00	地方综合财力 = (一) + (二) + (三) + (四)	1463192.00
债务率 = (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%			62.12%

资料来源：重庆市江津区财政局

总体看，跟踪期内，江津区经济运行情况良好。受国有土地出让收入下滑影响，江津区综合财力变化不大，整体保持较强水平，地方政府债务负担一般。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为重庆市江津区财政局。截至 2016 年底，公司注册资本和实收资本均为 10.34 亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，重庆市江津区财政局对公司董事、监事作出变更，高级管理人员总经理发生变动并新增 2 名副总经理。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并口径）共有员工 363 人，其中本科及以上学历人员 47.38%，大专及以下学历人员占 52.62%；从年龄结构看，30 岁及以下人员占 22.86%，30~50 岁员工占 71.35%，50 岁及以上人员占 5.79%。

周隆彬先生，1973 年 5 月出生，研究生学历，中共党员；曾任重庆市江津区先锋镇党委书记，重庆市江津区人力资源和社会保障局党委书

记、副局长，重庆市双福建设开发有限公司董事长、总经理，2017 年 7 月至今任公司董事长、总经理。

何应琼女士，1975 年 7 月出生，本科学历，中共党员；曾任重庆市江津区双福新区企业服务部部长、综合执法局局长，重庆市双福建设开发有限公司副总经理，2017 年 9 月至今任公司副总经理。

王力源先生，1977 年 8 月出生，本科学历，中共党员；曾任重庆市江津区管委会办公室副主任、区经信委党组成员，2017 年 9 月至今任公司副总经理。

跟踪期内，公司高管人员有所变更，但未对公司现有资产、实际经营、现金流量和偿债能力产生重大影响。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，公司在资产注入、财政补贴等方面获得了江津区政府的有力支持。

资金注入

2016年，公司子公司白沙建设获得重庆市江津区财政局的投资241.00万元，相应增加“资本公积”。

专项资金

2016年，公司获得重庆市江津区财政局拨付的用于江津区支坪防洪护岸综合整治工程、龙燕路项目、三军医大新校区项目、景观绿化工程等项目的专用项目款，合计7.55亿元，计入“专项应付款”，反映在现金流“收到其他与经营活动有关的现金”。

土地资产注入

根据国资发【2016】266号文件，子公司德感工业园区建设有限公司（以下简称“德感建设”）获得江津区国有资产管理中心拨付的14宗出让地，合计面积24.14万平方米；14宗划拨地，共计面积26.61万平方米，合计面积50.75万平方米，均按评估值入账，相应增加“存货”、“资本公积”10.14亿元。

根据国资发【2016】270号文件，公司获得江津区国有资产管理中心拨付的30宗出让商住用地，合计面积45.38万平方米；302宗房产，合计面积18.86万平方米，共计评估值24.20亿元，相应增加“存货”、“资本公积”24.20亿元。

政府补助

2016年公司收到政府补助2.60亿元，计入“营业外收入”，包含江津区委、区政府已安排地方债券资金用于偿还本期债券债权本金部分金额。

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。

4. 企业信用记录

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2017年10月31日，公司有7笔未结清正常类贷款，余额为25.03万元。

同时公司有45笔已结清的关注类贷款，均

已正常收回。根据国家开发银行股份有限公司重庆市分行出具的说明：截至2016年7月12日，公司在国家开发银行股份有限公司贷款余额为1.66亿元，资产质量分类为关注二级。该分类结果是该行根据资产质量分类的核心定义得出，并非不良贷款。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；根据重庆农村商业银行江津支行于2015年6月15日出具的说明：江津华信有已结清关注类贷款共计31笔，均为2007年由该行牵头，该行多家支行组团发放的贷款。根据《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发【2010】19号）及总行相关要求，该行将其贷款分类调整为关注类。但该31笔贷款均按期结息，到期还本，无逾期记录，并已于2013年前全部结清。

总体公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

公司于2017年11月1日召开股东大会、董事会和职工代表大会，通过修改章程，公司董事会和监事会成员均有所变动。

公司章程发生变更，原董事长、总经理张宇为现任职工董事，原职工董事郑邵芬为现任监事，职工董事、财务负责人周国忠不变，其他董事会及监事会成员均有所变动。公司新任董事、监事和高级管理人员无涉及公务员兼职、领薪情况，上述人事变动对公司日常管理、生产经营及偿债能力无不利影响。

整体看，公司董事会、监事会和高级管理人员变动后公司治理结构符合法律及公司章程规定，管理体制执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为重庆市江津区主要的国有资产经营平台，承担了江津区城市规划区内的土地整治、基础设施建设等工作。2016年公司实现营

业收入 15.03 亿元，同比下降 10.42%，主要系土地整治收入减少所致。2016 年公司营业收入主要来自土地整治收入和项目代建收入，分别占营业收入的 32.60% 和 64.06%。其中，公司土地整治收入 4.90 亿元，同比下降 69.88%，主要系受土地市场行情的影响，土地整理规划面积减少所致；同期，公司新增项目代建收入 9.63 亿元，主要系德感建设 21 个代建项目完成竣工验收；公司实现代建管理费收入 0.42 亿元，较 2015 年略有下降；其他业务收入 0.08 亿元，与上年持平，主要为工作经费收入和房屋租金收

入。

毛利率方面，2016 年公司营业毛利率 25.04%，较 2015 年度有所下降，主要受新增代建项目毛利率的影响。2016 年公司土地整治收入毛利率比较稳定为 32.03%，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，项目代建毛利率为 17.60%。公司代建管理费收入受业务性质影响，毛利率一直为 100.00%。其他业务毛利率 96.95%，主要系新增的其他业务中设施占用成本提高所致。

表 4 2015~2016 年公司营业收入情况

(单位: 亿元、%)

科目	2015 年度			2016 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整治收入	16.27	96.91	32.87	4.90	32.60	32.03
代建管理费收入	0.44	2.63	100.00	0.42	2.80	100.00
项目代建收入	--	--	--	9.63	64.06	17.60
其他业务收入	0.08	0.46	100.00	0.08	0.54	96.95
合计	16.78	100.00	34.94	15.03	100.00	25.04

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

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，子公司德感建设和重庆白沙建设有限公司（以下简称“白沙建设”）分别负责德感工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，每年末区政府或管委会根据整治土地面积结算土地整治收入，结算金额保证该业务 30% 左右的毛利率。土地整治完成的土地通过江津区土地交易中心招、拍、挂进行出让，待买方支付土地出让金后，区政府或管委会再返还公司。会计核算时，公司将前期资金投入计入“存货-开发成本”科目，每年年末，公司与区政府或管委会根据当年实际的整理面积确认收入，尚未收到的款项计入“应收账款”科目。

2015~2016 年，公司已整理土地面积分别为 2599.26 亩和 784.34 亩，2015 年已整理的土地未实现出让。截至 2016 年底，公司在开发土

地面积共计 2076.63 亩，主要为工业用地；待开发土地面积 10801.75 亩。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土地使用权。

2015~2016 年公司实现土地整治收入分别为 16.27 亿元和 4.90 亿元，分别收到回款 10.74 亿元和 6.04 亿元。

基础设施代建

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。

(1) 项目代建收入

2011 年公司与德感工业园区管委会签订了江津区城市基础设施项目代建合同，负责德感工业园区内的基础设施建设项目建设，包括从开展办理用地手续开始至竣工验收和保修期结

束之日止的全过程代建统筹管理，代建收入的确认按工程项目投资结算金额的125%计算，最终以政府部门批准的工程投资审核结果为准。

账务处理方面，2016年之前公司将项目资金投入计入“存货-开发成本”科目，由于之前项目结算方式尚未确定，故于2016年年底一次性结算，计入“营业收入-项目代建收入”科目。

德感工业园管理委员会委托公司的基础设施项目包括南华廉租房建设项目、污水处理厂项目、三五三九厂搬迁等21个项目，实际总投资7.94亿元，目前尚未回款。截至2016年底该21个项目均已完工，2016年起确认项目代建收入9.63亿元。

截至2016年底，公司在建的德感工业园基础设施建设项目包括德油路中段拓宽改造工程、德油路北段道路工程（一标段）、德油路北段道路工程（二标段）、北部片区路网工程（一期）三五路、八斗路道路工程和东方红学校等16个项目，预计总投资16.48亿元，已投资2.48亿元，建设周期为2016~2018年，尚无具体回款安排。

（2）代建管理费收入

截至跟踪报告日，除了德感工业园区，其

他基础设施项目均采用代建管理费模式确认收入。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及建设。公司收入年底结算，确认方式采用完工百分比法，即以项目完工进度为基础计提公司应付的代建管理费确认收入。

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，计入“主营业务收入-代建管理费收入”。

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22.00亿元，截至2016年底累计完成投资17.97亿元；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。

截至2016年底，公司确认代建管理费收入的在建的基础设施项目包括龙燕公路、第三军医大学建设项目及江津区支坪防洪堤护岸综合整治工程项目等工程。公司在建项目计划总投资额为51.55亿元，已完成投资金额34.95亿元，尚需投资16.60亿元。

表5 2016年底公司确认代建管理费收入的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2016年底已投资额	是否签署回购协议	未来投资		
					2017	2018	2019
龙燕公路	2500.00	2014年10月	1097.97	否	1402.03	--	--
江津区支坪防洪护岸综合整治工程（几江）	220000.00	2013年10月	179710.44	是	10289.56	30000.00	--
第三军医大学拆迁安置房项目	293000.00	2014年12月	168650.89	否	11349.11	30000.00	83000.00
合计	515500.00	--	349459.30	--	23040.70	60000.00	83000.00

资料来源：公司提供

3. 未来发展

拟建项目方面，公司德感工业园区的拟建项目共计17个，包括港城大道E段、缙云大道C段、德油路北段、物流园片区路网工程一期和缙云大道D段二期等，预计总投资4.85亿元，全部于2017年内开工，建设周期为1年，预计

回款金额为6.07亿元。由公司本部及白沙建设负责并确认为代建管理费收入的项目计划总投资8.94亿元，其中2017~2019年度分别投入0.00亿元、4.62亿元和4.32亿元。

表 6 2016 年底公司拟建基础设施建设投资计划情况表

(单位: 亿元)

所属公司	总投资	未来三年投资计划		
		2017	2018	2019
公司本部	6.29	--	3.30	3.00
德感建设	6.59	4.85	0.87	0.87
白沙建设	2.65	--	1.32	1.32
合计	15.53	4.85	5.49	5.19

资料来源: 公司提供

总体看, 跟踪期内, 受土地市场不景气影响土地整治进度放缓, 公司土地整治业务收入下降, 但德感园区代建项目规模完工确认收入对公司收入形成了有力支持; 未来代建项目投资规模大, 融资压力较大。随着公司基础设施代建项目的推进, 基础设施代建业务有望持续稳定发展, 联合资信将持续关注项目协议签订情况。

九、财务分析

公司提供了 2016 年度合并财务报告, 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。

跟踪期内公司合并范围无变化, 近两年的财务数据可比性较强。

截至 2016 年底, 公司资产总额 400.25 亿元, 所有者权益 195.61 亿元(含少数股东权益 0.47 亿元)。2016 年公司实现营业收入 15.03 亿元, 利润总额 5.07 亿元。

1. 资产质量

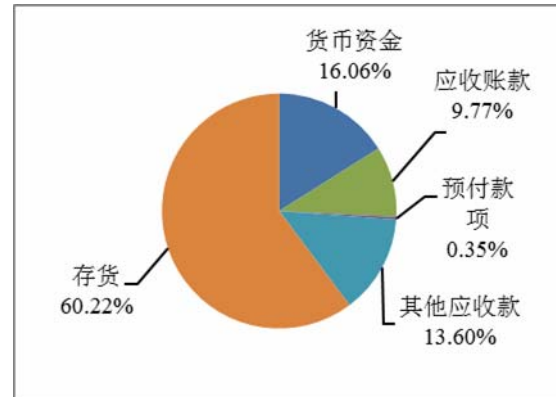
截至 2016 年底, 公司资产总额 400.25 亿元, 同比增长 26.42%, 主要系货币资金、存货、应收账款及在建工程的增加; 从构成看, 流动资产占 88.42%, 非流动资产占 11.58%, 公司资产结构仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底, 公司流动资产 353.89 亿元, 同比增长 27.38%, 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 16.06%)、应收账款(占 9.77%)、其他应收款(占 13.60%)和存货(60.22%)为主。

图 1 2016 年底公司流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

截至 2016 年底, 公司货币资金 56.82 亿元, 同比增长 52.06%, 其中银行存款占 77.19%, 其他货币资金占 22.81%, 其余部分为现金; 货币资金中含受限资金 21.86 亿元, 其中 12.96 亿元为银行承兑汇票保证金, 其余为定期存单质押款。

截至 2016 年底, 公司应收账款 34.56 亿元, 同比增长 34.80%, 主要为应收的土地开发及代建基础设施项目款, 具体包括应收重庆市江津区德感工业园区管理委员会(占 92.37%)、重庆市江津区财政局(占 5.06%)和重庆市江津区白沙工业园区管理委员会(占 2.57%)的款项, 回款周期存在不确定性。由于欠款单位是政府部门, 预期不收回可能性小, 公司对该部分应收账款未计提坏账准备。

表 7 2016 年底公司应收款主要构成

(单位: 万元、%)

欠款方	账龄	金额	占应收款比例
重庆市江津区德感工业园区管理委员会	2 年	319240.07	92.37
重庆市江津区财政局	1 年	17490.18	5.06
重庆市江津区白沙工业园区管委会	1 年	8878.34	2.57
合计	--	345608.60	100.00

资料来源: 公司提供及审计报告

截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值为 48.13 亿元，同比增长 7.33%，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 87.24%，集中度高。2016 年，公司其他应收款共计提坏账准备 0.28 亿元。

表 8 截至 2016 年底公司其他应收款主要构成
(单位: 万元、%)

欠款方	账龄	金额	占其他应收款比例
重庆市江津区财政局	2 年	98223.31	20.41
重庆市江津区几江防洪堤工程建设有限公司	2 年	93477.47	19.42
重庆市江津区骏达建设有限责任公司	2 年	86136.96	17.90
重庆市江津区珞璜开发建设有限公司	5 年	71848.92	14.93
重庆市江津区滨江新城开发建设有限公司	1 年	70233.14	14.59
合计	--	419919.81	87.24

资料来源：公司提供及审计报告

截至 2016 年底，公司存货 213.13 亿元，同比增长 26.15%，其构成为开发成本（45.87 亿元）和土地使用权（167.25 亿元）。其中，2016 年公司增加土地使用权 34.94 亿元，分别是德感建设新增 28 宗土地 10.14 亿元，江津华信新增房屋及土地共计 332 宗 24.20 亿元，白沙建设新增 4 宗招牌挂土地 0.60 亿元。因市政需要收回土地 16 宗减少土地使用权 3.37 亿元。公司存货中已用于抵押部分 76.56 亿元，占公司存货总额的 35.92%，抵押规模较大。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 46.35 亿元，同比增长 19.55%。非流动资产以固定资产（占 22.00%）、在建工程（占 71.92%）及无形资产（占 4.29%）为主。

截至 2016 年底，公司固定资产原值为 12.20 亿元，累计折旧为 2.00 亿元，固定资产净值为 10.20 亿元，同比下降 8.17%，主要系白沙建设涉及 19 宗资产被收回，账面原值共计 0.67 亿元，所有权受限资产共 10 项，土地面积合计

0.59 万平方米，受限资产额合计 0.63 亿元。

截至 2016 年底，公司在建工程 33.34 亿元，同比增长 37.09%，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 2016 年底，公司无形资产 1.99 亿元，同比下降 22.09%，主要系根据津国资发【2016】145 号文件，市江津区国有资产管理中心将白沙公司的宝珠垃圾处理厂、工商校、烈士陵园撤回，土地使用权办理注销所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模同比快速增长，流动资产中应收账款和存货占比较高，且受限资产规模较大，资产流动性较弱，公司的资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 195.61 亿元，同比增长 21.10%，主要是资本公积的增加。其中，实收资本占 5.29%，资本公积占 79.97%，盈余公积占 0.50%，未分配利润占 14.00%，少数股东权益占 0.24%。

2016 年，公司资本公积本期增加 29.69 亿元，主要为政府对白沙建设的增资 241.00 万元，德感建设新增 28 宗土地共计入账 10.14 亿元，江津华信新增土地及房产共计 332 宗，入账 24.20 亿元，并减少资本公积 1.31 亿元。其中，根据《重庆市江津区国有资产管理中心关于注入融资平台公司储备土地及公益性资产予以撤回的通知》（津国发【2016】145 号），对白沙建设涉及到的 19 宗资产予以下账，资本公积减少 1.06 亿元；德感公司被政府收回 16 宗土地相应减少资本公积 3.37 亿元。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益较 2015 年底增长明显，资本公积占比大，公司所有者权益稳定性尚可。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 204.64 亿元，同比增长 32.01%，其中流动负债占 33.21%，

非流动负债占 66.79%。

截至 2016 年底,公司流动负债 67.96 亿元,同比增长 18.97%。其中短期借款占 12.80%、应付票据占 19.07%、应付账款占 6.98%,其他应付款占 27.22%,一年内到期的非流动负债占 25.32%。

截至 2016 年底,公司短期借款为 8.70 亿元,同比增加 5.66 亿元,全部为质押借款。

截至 2016 年底,公司应付票据为 12.96 亿元,同比增长 18.63%,全部为银行承兑汇票。

截至 2016 年底,公司应付账款为 4.75 亿元,同比下降 6.02%。公司应付账款债权人主要为项目施工单位,2016 年底 79.56%的应付账款集中于 5 家企业。按账龄分析,1 年以内占 23.58%,1~2 年占 4.57%,2~3 年占 0.06%,3~4 年占 0.29%,3 年以上占 71.50%。

表 9 截至 2016 年底公司应付账款主要构成

(单位:万元、%)

债务人名称	金额	占其他应收款比例
重庆长风机械有限责任公司	33757.90	71.13
湖南省第六工程有限公司	2622.24	5.53
重庆市爆破工程建设有限责任公司	660.00	1.39
中铁八局集团第一工程有限公司	544.92	1.15
中北华宇建筑工程公司	170.00	0.36
合计	37755.06	79.56

资料来源:公司审计报告

截至 2016 年底,公司其他应付款 18.50 亿元,同比下降 19.16%。按账龄分析,1 年以内的占 31.52%,1~2 年的占 46.99%,2~3 年的占 9.95%,3 年以上的占 11.55%。公司其他应付款构成主要为向工程建设相关单位的借款,有息债务规模为 13.65 亿元。其他应付款的期末余额中前五名合计为 15.42 亿元,占其他应付款账面余额的 83.37%。

表 10 截至 2016 年底公司其他应付款前五名

(单位:万元、%)

债务人名称	金额	占其他应付款余额比例
-------	----	------------

江津土地房屋征收储备中心	94600.00	51.14
重庆市四面山旅游投资有限公司	23000.00	12.43
重庆市江津区滨江新城开发建设有限公司	20000.00	10.81
华洲农业资源开发公司	8422.50	4.55
重庆市江津区第六建设有限公司	8210.25	4.44
合计	154232.74	83.37

资料来源:公司审计报告

截至 2016 年底,公司一年内到期的非流动负债 17.21 亿元,同比增长 54.53%。一年内到期的非流动负债中一年内到期的长期借款 12.88 亿元,其中担保借款占 18.73%,抵押借款占 33.98%,质押借款占 47.29%,一年内到期的应付债券 4.33 亿元。

截至 2016 年底,公司非流动负债为 136.68 亿元,同比增长 39.56%,主要来源为长期借款和应付债券的增加。其中长期借款占 54.07%、应付债券占 35.90%、长期应付款占 4.51%,专项应付款占 5.52%。

截至 2016 年底,公司长期借款 73.90 亿元,同比增长 29.86%,主要系担保借款和其他借款的增加,期限 3~15 年。2016 年底长期借款中信用借款占 10.62%、抵押借款占 28.11%、质押借款占 22.97%、其他借款占 30.18%。其他借款主要系公司分别与上海国际信托有限公司和津信股权投资基金合伙企业通过基金运作模式进行的融资 13.50 亿元和 8.80 亿元。

截至 2016 年底,公司应付债券 49.07 亿元,同比增长 57.39%,期限为 3 年、5 年和 7 年,主要系公司新发行的“16 德感建设债”、“16 江津华信 PPN002”、中国国际金融股份有限公司(兴业银行)16 年中期票据、“16 江津 01”、“16 江津 02”和光大银行大坪 PPN 项目。

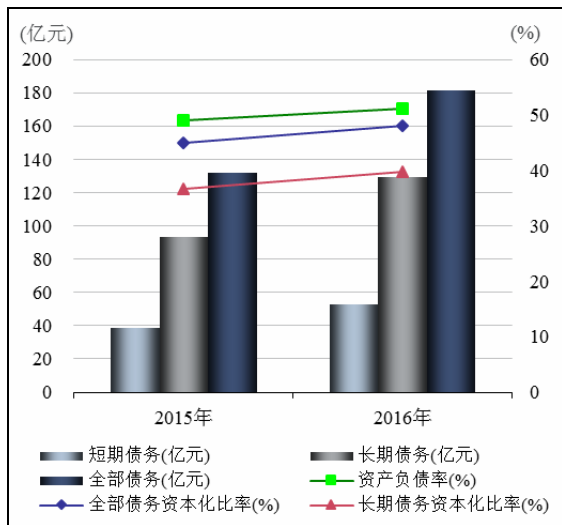
截至 2016 年底,公司长期应付款 6.16 亿元,同比增长 14.21%,主要系融资租赁应付款的增加。

截至 2016 年,公司专项应付款 7.55 亿元,同比增长 70.92%,主要系财政局拨付给公司在建项目的专项资金,包括江津区支坪防洪护岸综合整治工程 4.30 亿元,三军医大征地保证金

2.86亿元，龙燕路项目项目款0.18亿元，拆迁安置房及配套设施项目款0.13亿元等。

截至2016年底，公司全部债务规模大幅扩张，由2015年的113.18亿元增长至161.83亿元，同比增长42.99%。其中短期债务38.87亿元，主要为有息往来款、应付票据和一年内到期的非流动负债；长期债务122.97亿元，主要为长期借款和应付债券。2016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51.13%、45.27%和38.60%，整体债务负担尚可。截至2016年底，若将其他应付款及长期应付款中的有息债务考虑在内，公司调整后长期债务及调整后全部债务分别为129.07亿元和181.59亿元，调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为39.75%和48.14%。

图2 2015~2016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。有息债务规模大，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。考虑到公司项目未来投资规模较大，伴随项目推进，公司整体债务负担将进一步加重。

3. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入15.03亿元，

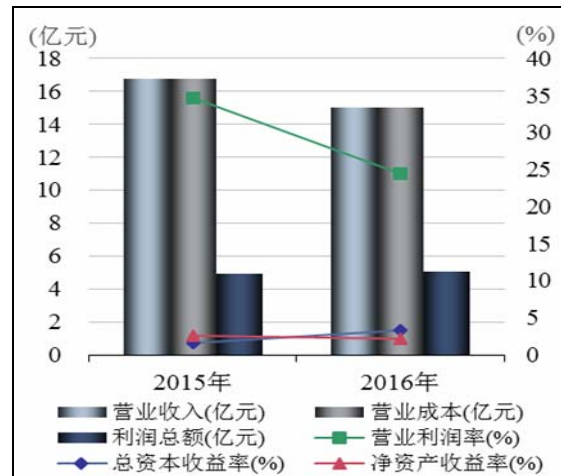
同比下降10.42%。营业收入新增项目代建收入，占比为64.06%；营业成本11.27亿元，同比增长3.22%，同期公司营业利润率同比下降47.35%，主要系占比较大的项目代建业务成本增加所致。

2016年，公司期间费用合计1.04亿元，同比增长12.25%，占营业收入的比重为6.91%，主要为管理费用的支出。

2016年，公司实现利润总额5.07亿元，受同期营业收入增加的影响，同比增长2.46%。

2016年，公司营业外收入2.60亿元，同比增加2.46亿元，主要为政府补助，占营业外收入的比重为99.95%。

图3 2015~2016年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2016年，公司总资本收益率为3.38%，较上年的1.54%有所上升；净资产收益率为2.19%，较上年的2.60%略有下降。

总体看，跟踪期内，受土地出让收入下滑影响，公司营业收入规模同比有所下降，公司营业收入对土地出让返还收入的依赖程度仍然较高，整体盈利能力仍较弱。

4. 现金流分析

经营活动现金流方面，2016年公司销售商品、提供劳务收到的现金较2015年大幅下降，2016年公司现金收入比仅为42.78%，仍处于较低水平，公司目前有34.56亿元应收账款，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。公司收到其他与经营活动有关的现金 31.20 亿元，同比增长 57.38%，主要系收到往来款 25.38 亿元，以及收到政府补助 2.60 亿元和收到的其他项目专项款。2016 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 18.98%，为 22.42 亿元，主要是土地整治和基础设施代建业务资金投入。公司支付其他与经营有关的现金 18.28 亿元，同比增加 11.97 亿元，主要系支付往来款的增加。2016 年，公司经营活动现金流净额为-3.25 亿元，较 2015 年有所下降。

投资活动方面，2016 年公司投资活动产生的现金流入金额较小，为 0.10 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 6.60 亿元，且 2016 年新增支付其他与投资活动有关的现金 22.00 亿元，主要是公司融资后拆借给江津政府等单位的款项，使得投资活动支出金额较同期大幅增长。2016 年，公司投资活动现金流量净额为-28.70 亿元，较上年减少 21.11 亿元。

2016 年，公司筹资活动产生的现金流入为 100.87 亿元，主要为公司取得借款所收到的现金 87.78 亿元。收到其他与筹资活动有关的现金 12.96 亿元，主要系收到的银行承兑汇票到期结算保证金和融资租赁款；筹资活动现金流出为 53.81 亿元，主要为偿还债务本息及分配股利、利润所支付的现金 25.62 亿元、支付其他与筹资活动有关的现金 17.22 亿元，主要系银行定期存款借款质押、银行承兑汇票保证金及融资租赁还款等；2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 47.07 亿元。

总体看，跟踪期内，公司往来款及拆借款等现金流出规模显著增加，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。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2016 年底公司流动比

率和速动比率均有所上升，分别为 520.71%和 207.12%。其中应收账款和存货占规模较大，实际短期偿债能力较上述指标弱。2016 年公司现金类资产为 56.83 亿元，考虑到受限资金占比较高，对当期短期债务覆盖能力一般。2016 年公司经营活动现金流净额为-3.25 亿元，经营现金流动负债比为-4.79%，指标值较上年大幅下降，由正转负。公司经营活动产生的现金流量净额对流动负债没有保护能力。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标看，2016 年公司 EBITDA 为 5.56 亿元，同比增长 2.93%，主要系利润总额增加的影响。全部债务/EBITDA 倍数由 2015 年度的 20.94 倍增长至 2016 年度的 29.09 倍，调整后全部债务/EBITDA 倍数由 2015 年度的 24.45 倍增长至 2016 年度的 32.64 倍，EBITDA 对全部债务保护能力弱，长期偿债能力弱。

截至 2017 年 9 月底，公司对外担保余额合计 39.68 亿元，担保比率为 20.14%，主要系对国有企业的担保，目前被担保公司均为国有企业，经营正常，公司或有负债风险可控。

截至 2017 年 9 月底，公司共获得银行综合授信总额 131.65 亿元，已使用额度 93.87 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

十、存续债券偿还能力分析

截至 2016 年底，公司存续债券余额合计 53.40 亿元，具体包括“13 德感建设债二期”、“14 德感建设债一期”、“14 德感建设债二期”、“15 德感建设债”、“16 德感建设债”、“11 渝华信债”、“12 渝江津债”、“15 江津华信 PPN001”、“16 江津华信 PPN001”、“16 江津华信 MTN001 年中期票据”、“16 江津 01”、“16 江津 02”、“16 江津华信 PPN002 项目”和“浙江股权交易中心私募债”。2016 年公司经营活动现金流入量为 37.63 亿元，为待偿还债券本金合计的 0.70 倍，为本期债券余额的 15.68 倍；2016 年，公司 EBITDA 为 5.56 亿元，为待偿还债券本金合计的 0.10 倍，为本期债券余额的

2.32 倍。

公司偿债高峰期为2019年，当年需偿还本金合计26.00亿元（“11渝华信债”2.40亿元、“12渝江津债”2.60亿元、“16江津华信PPN001”5.00亿元、“16江津华信PPN002”3.00亿元、“16江津01”10.00亿元和“16江津02”3.00亿元），2016年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为分期偿付债券合计本金峰值的1.45倍和0.21倍，分别为存续债券余额的0.70倍和0.10倍。

截至2016年底，公司一年内到期债券余额为4.33亿元，不考虑受限资金21.86亿元，2016年非受限现金类资产对其的覆盖倍数为8.08倍。

表11 公司存续债券保障情况（单位：倍）

项 目	2015 年	2016 年
一年内到期债券余额	1.42	4.33
非受限现金类资产/一年内到期债券余额	13.99	8.08
经营活动现金流入量/存续债券余额	0.97	0.70
EBITDA/存续债券余额	0.17	0.10

资料来源：联合资信整理

此外，“11渝津债/11渝华信债”采用土地使用权抵押担保方式，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2017年8月25日为评估基准日，有效期为一年，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）拓土（2017）（估）字第006号），确认的土地使用权市场价值净值为102137.98万元，为“PR渝津债/11渝华信债”债券余额的4.25倍。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流入量对公司存续债券本金偿还的保障能力较弱，非受限现金类资产对一年内到期的债券余额保障程度较高。此外，“PR渝津债/11渝华信债”采用土地使用权抵押担保方式，公司将其部分土地使用权作为抵押资产进行抵押，保障“PR渝津债/11渝华信债”的本息按照约定如期偿付。

表12 公司用于抵押的3宗土地资产的基本情况

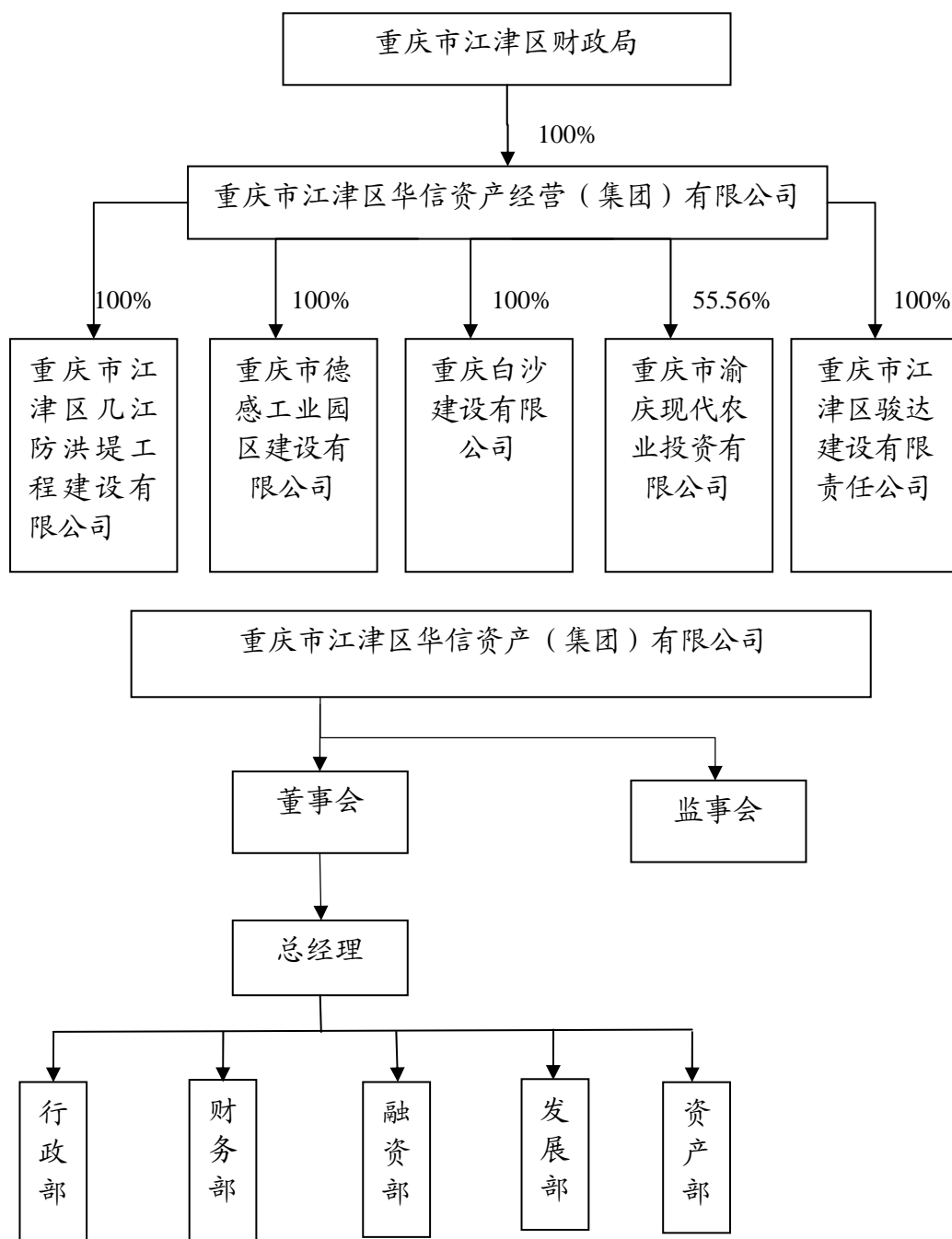
待估宗地	房地产权证号	宗地位置	土地用途	土地性质	容积率	设定土地使用年限（年）	土地面积（平方米）	土地单价（元/平方米）	土地总价（万元）
1	203房地证2010字第14639号	江津区几江街道金钗井商圈1号地块	商住	出让	7.5	商业40年，住宅47.33年	45055.49	5990.00	26988.24
2	203房地证2010字第14637号		商住	出让	7.5	商业40年，住宅47.33年	96371.92	5990.00	57726.78
3	203房地证2010字第14640号		商住	出让	7.5	商业40年，住宅47.33年	29086.74	5990.00	17422.96
合计							170514.15	--	102137.98

资料来源：土地评估报告

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用为AA，评级展望为稳定，维持“PR渝津债/11渝华信债”的信用等级为AA。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	17.16	37.39	56.83
资产总额(亿元)	243.13	316.59	400.25
所有者权益(亿元)	129.35	161.57	195.61
短期债务(亿元)	15.02	25.10	38.87
长期债务(亿元)	68.45	88.08	122.97
全部债务(亿元)	83.47	113.18	161.83
调整后全部债务(亿元)	93.99	132.12	181.59
营业收入(亿元)	14.56	16.78	15.03
利润总额(亿元)	4.36	4.95	5.07
EBITDA(亿元)	4.93	4.99	5.16
经营性净现金流(亿元)	6.26	6.21	-3.25
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.98	0.73	0.50
存货周转次数(次)	0.06	0.07	0.06
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.04
现金收入比(%)	0.49	69.70	42.78
营业利润率(%)	31.65	34.63	24.40
总资本收益率(%)	1.64	1.44	3.38
净资产收益率(%)	2.80	2.60	2.19
长期债务资本化比率(%)	35.66	35.29	38.60
全部债务资本化比率(%)	39.22	41.19	45.27
调整后全部债务资本化比率(%)	42.08	44.99	48.14
资产负债率(%)	46.80	48.96	51.13
流动比率(%)	535.89	486.32	520.71
速动比率(%)	226.63	190.58	207.12
经营现金流动负债比(%)	15.28	10.86	-4.79
全部债务/EBITDA(倍)	16.93	20.94	29.09
调整后全部债务/EBITDA(倍)	19.07	24.45	32.64

注：调整后全部债务=其他应付款中的有息债务+长期应付款中的有息债务

附件3 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	
全部债务/EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。