信用等级公告

联合〔2020〕1696 号

联合资信评估有限公司通过对重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“14 合川城投债/PR 合川投”“16 合川专项债/PR 合川债”“18 合川城投 MTN001”“18 合川城投 MTN002”和“19 合川城投 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
14 合川城投债/PR 合川投	AA+	稳定	AA+	稳定
16 合川专项债/PR 合川债	AA+	稳定	AA+	稳定
18 合川城投 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
18 合川城投 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
19 合川城投 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
14 合川城投债/PR 合川投	16.00 亿元	6.40 亿元	2021/07/07
16 合川专项债/PR 合川债	12.00 亿元	9.60 亿元	2023/09/06
18 合川城投 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2021/08/06
18 合川城投 MTN002	7.50 亿元	7.50 亿元	2023/09/06
19 合川城投 MTN001	12.50 亿元	12.50 亿元	2024/05/09

注：1.“14 合川城投债/PR 合川投”和“16 合川专项债/PR 合川债”设置本金提前偿还条款，在存续期第 3~7 年末分别按照债券发行总额的 20%偿还债券本金；2.“18 合川城投 MTN001”所列到期兑付日为首次行权日；3.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 23 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

重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）是重庆市合川区唯一的城市基础设施投资建设主体。跟踪期内，合川区经济持续增长，公司继续保持突出的专营优势，并持续获得合川区政府在资金注入、资产划拨、财政补贴和项目建设资金等方面的大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性较弱、债务规模增长较快、短期集中偿付压力较大以及营业收入回款周期较长等因素对公司信用水平带来的不利影响。随着合川区基础设施建设的不断推进，公司经营前景良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持“14合川城投债/PR合川投”“16合川专项债/PR合川债”“18合川城投MTN001”“18合川城投MTN002”和“19合川城投MTN001”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势：

1. **外部发展环境向好。**2019 年，合川区全区实现地区生产总值 912.50 亿元，同比增长 8.9%；同期，合川区全社会固定资产投资完成 376 亿元，同比增长 10.6%。
2. **公司保持区域业务专营优势，持续获得政府在资金注入、资产划拨、财政补贴和项目建设资金等方面的大力支持。**2019 年，公司收到合川区财政局拨付的项目建设专项款及地方政府债券资金合计 6.67 亿元，计入“专项应付款”；同期，公司收到合川区财政局、合川区国有资产管理中心拨付的资本金 2.68 亿元，收到合川区财政局、重庆市国资委无偿划入的建设用地使用权等资产合计 0.16 亿元；同期，公司收到合川区政府拨付的财政补贴 1.95 亿元。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		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	3
			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	F3	现金流	资产质量	5
			盈利能力	3
			现金流量	5
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

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：张雪婷　黄　焘　王中天
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

关注：

1. **公司资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。基础设施代建回款周期较长，土地整治与开发业务回款情况欠佳，公司整体收现质量差。**截至 2019 年底，公司存货中的土地使用权 246.03 亿元，其他非流动资产中的代建城市基础设施工程 221.35 亿元，合计占资产总额的 45.43%，占比较大。截至 2019 年底，公司应收类款项合计 292.82 亿元，占资产总额的 28.46%；2019 年，公司现金收入比 36.38%。
2. **跟踪期内，公司有息债务规模进一步增长，债务负担较快上升。**截至 2019 年底，公司全部债务资本化比率及资产负债率分别进一步上升至 54.53%和 61.62%。
3. **未来三年公司偿债压力较大。**2020—2022 年，公司将分别偿还有息债务 125.56 亿元、110.32 亿元和 175.17 亿元。
4. **存续债券募投项目进展滞后。**“16 合川专项债/PR 合川债”募投项目（合川区城市停车场建设项目）建设进度较预期有所滞后，联合资信密切关注该募投项目未来建设情况和收入实现情况。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	94.51	52.84	60.88	80.16
资产总额(亿元)	935.07	956.05	1028.89	1072.41
所有者权益(亿元)	390.82	387.59	394.86	392.98
短期债务(亿元)	41.27	108.94	125.56	113.17
长期债务(亿元)	306.66	287.83	347.99	396.71
全部债务(亿元)	347.93	396.77	473.55	509.88
营业收入(亿元)	71.44	67.18	67.78	3.41
利润总额(亿元)	6.26	7.19	8.17	-1.11
EBITDA(亿元)	13.59	13.93	14.05	--
经营性净现金流(亿元)	6.81	-5.83	1.76	-9.58
营业利润率(%)	12.85	16.62	17.62	-0.98
净资产收益率(%)	1.33	1.53	1.71	--
资产负债率(%)	58.20	59.46	61.62	63.36
全部债务资本化比率(%)	47.10	50.59	54.53	56.47
流动比率(%)	518.75	374.00	377.18	428.24
经营现金流动负债比(%)	5.29	-3.31	0.95	--
现金短期债务比(倍)	2.29	0.49	0.48	0.43
EBITDA 利息倍数(倍)	0.59	0.51	0.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	25.60	28.47	33.70	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	576.80	610.87	666.53	691.50
所有者权益(亿元)	362.08	361.73	362.06	360.69
全部债务(亿元)	84.97	116.81	174.92	199.24
营业收入(亿元)	18.86	21.30	24.53	0.05
利润总额(亿元)	1.62	1.81	2.18	-1.17
资产负债率(%)	37.22	40.78	45.68	47.84
全部债务资本化比率(%)	19.01	24.41	32.57	35.58
流动比率(%)	297.26	292.99	318.78	377.21
经营现金流动负债比(%)	-0.57	-8.89	-7.28	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
14 合川城投债/PR 合川投 16 合川专项债/16 合川投 18 合川城投 MTN001 18 合川城投 MTN002 19 合川城投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/6/21	张龙景 张雪婷	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 合川城投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/4/22	张龙景 张雪婷	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 合川城投 MTN002	AA+	AA+	稳定	2018/8/31	王 妍 张龙景	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 合川城投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2017/8/15	王 妍 张婷婷	基础设施建设投资企业信用分析点（2015 年）	阅读全文
14 合川城投债/PR 合川投 16 合川专项债/16 合川投	AA+	AA+	稳定	2017/6/22	王 妍 张婷婷	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
16 合川专项债/16 合川投	AA	AA	稳定	2016/6/13	王妍 陈茜	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
14 合川城投债/PR 合川投	AA	AA	稳定	2014/6/18	陈丹 张强	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

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

声　明

一、本报告引用的资料主要由重庆市合川城市投资建设（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司
2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为重庆市合川区国有资产管理中心[1]（以下简称“合川区国资管理中心”）。截至2020 年 3 月底，公司注册资本 50.00 亿元，实收资本 49.10 亿元，其中国开发展基金有限公司持股 1.80%[2]，合川区国资管理中心持股98.20%。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，经营范围变更为：国有资产经营；土地整治开发；从事各类项目建设、投资；房地产开发（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准） 一般项目：建材（不含化学危险品）销售（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。截至2020 年 3 月底，公司合并范围内共有 25 家子公司，其中一级子公司 11 家，公司本部内设综合部、投融资部、财务部、资产部和项目部 5 个职能部门。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1028.89 亿元，所有者权益 394.98 亿元（含少数股东权益 6.40 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 67.78 亿元，利润总额 8.17 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1072.41 亿元，所有者权益 392.98 亿元（含少数股东权益 6.38 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.41 亿元，利润总额-1.11 亿元。

公司地址：重庆市合川区南园东路 99 号。法定代表人：罗中正。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年5月底，联合资信所评的公司存续债券余额合计46.00亿元，跟踪期内，公司已按期支付存续债券应付本息，过往还本付息情况良好。

截至2020年5月底，“14合川城投债/PR合川投”募集资金已使用16.00亿元，全部用于合川区基础设施工程；“16合川专项债/PR合川债”募集资金已使用9.05亿元，其中用于补充流动资金2.70亿元，用于募投项目建设合川区城市停车场建设项目6.35亿元。“18合川城投MTN001”“18合川城投MTN002”和“19合川城投MTN001”募集资金全部用于偿还公司借款，截至2020年5月底，募集资金分别已使用9.89亿元、7.50亿元和10.40亿元。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14 合川城投债/PR 合川投	16.00	6.40	2014/7/7	7 年
16 合川专项债/PR 合川债	12.00	9.60	2016/9/6	7 年
18 合川城投 MTN001	10.00	10.00	2018/8/6	5 年(3+2)
18 合川城投 MTN002	7.50	7.50	2018/9/6	5 年
19 合川城投 MTN001	12.50	12.50	2019/5/9	5 年

[1] 根据《中共重庆市合川区委机构编制委员会办公室关于重庆市合川区国有资产管理办公室更名有关情况的说明》，公司控股股东重庆市合川区国有资产保质增值营运中心更名为重庆市合川区国有资产管理中心。
[2] 中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）将其认定为负债，计入“长期应付款”科目，公司实收资本 49.10 亿元。

合计	58.00	46.00	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2020年5月底，合川区基础设施工程建设计划总投资34.23亿元，已完成投资34.23亿元，项目建设已完工；合川区城市停车场建设项目计划总投资13.70亿元，已完成投资9.05亿元，该原计划建设期为2015年7月－2017年12月，截至2020年5月底，因配合区域规划调整，部分项目暂缓施工。

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我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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）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，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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，《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我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在基

础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。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。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 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
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期

2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
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 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
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

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影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我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，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

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一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、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

公司是重庆市合川区唯一的城市基础设施投资建设主体，承担了区域内基础设施建设、土地一级整理、工业园区开发建设等任务，公司的经营范围、投资方向及融资能力与合川区经济增长与发展规划密切相关。

跟踪期内，合川区经济持续增长，固定资产投资增速较快，为公司创造了良好的外部环境。

根据《合川区人民政府工作报告》，2019 年，合川区全区地区生产总值达 912.50 亿元，同比增长 8.9%。全社会固定资产投资完成 376 亿元，同比增长 10.6%。其中，工业投资完成

176 亿元，同比增长 13.8%，规模以上工业增加值同比增长 10.3%。三大主导产业稳定发展，产值增长 10.9%。社会消费品零售总额 305.1 亿元，同比增长 13.1%，规模以上工业总产值增长 12.8%，城乡常住居民人均可支配收入分别达 37874 元、18790 元，分别同比增长 8.6%、8.9%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为合川区国资管理中心。

2. 外部支持

公司是合川区唯一的基础设施建设主体。跟踪期内，合川区一般预算收入在非税收入增加情况下有所增长，财政自给率进一步下降，政府债务负担仍重。合川区政府在资金注入、资产划拨、财政补贴和项目建设资金等方面持续给予公司有力支持。

根据《关于重庆市合川区 2019 年预算执行情况和 2020 年预算草案的报告》，2019 年，合川区全区完成一般公共预算收入 41.53 亿元，同比增长 7.1%，其中税收收入 27.95 亿元，同比下降 1%，占一般公共预算收入的比重为 67.30%，财政收入质量一般。同期，合川区全区一般公共财政预算支出 106.16 亿元，同比增长 2.4%，财政自给率 39.12%，较上年的 41.06%下降 1.94 个百分点，合川区财政自给能力弱。2019 年，合川区全区完成政府性基金收入 76.26 亿元，同比增长 2.4%，其中国有土地使用权出让收入 68.54 亿元，同比增长 1.8%；获得上级补助收入 7.46 亿元，占财政总收入比重有所下降。截至 2019 年底，合川区全区政府债务余额 134.36 亿元，未超过当年债务限额。

2019 年，公司在资金注入、资产划拨、财政补贴和项目建设资金等方面获得股东及合川区政府的有力支持，具体包括：①收到合川区财政局拨付的项目建设专项款合计 4.04 亿元，计入“专项应付款”；②收到合川区财政局安排划入的地方政府债券资金 2.63 亿元，计入“专项应付款”；③子公司重庆合华开发投资有限公司收到合川区财政局拨付的资本金 1.10 亿元，计入“资本公积”；④子公司合川农村农业投资（集团）有限公司（以下简称“农投公司”）收到合川区国资管理中心无偿划入的区人武部国有资产，资产价值 799.59 万元，计入“资本公积”；⑤子公司农投公司收到合川区政府划拨的一宗国有建设用地使用权（土场镇 HC18-115-19A），资产价值 763.40 万元，计入“资本公积”；⑥子公司重庆市合川物铁开发投资有限公司收到合川区财政局及合川区国资管理中心拨付的资本金 1.58 亿元，计入“资本公积”。

此外，公司还收到合川区政府拨付的运营资金补贴 1.73 亿元，计入“其他收益”；收到与经营无关的资金补贴 0.22 亿元，计入“营业外收入”。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良或关注类信贷记录；未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（银行版专业版）》，（机构信用代码：G10500117000039405），截至 2020 年 5 月 28 日，公司无未结清关注类或不良类信贷信息记录，已结清信贷记录中存在 3 笔欠息、51 笔关注类贷款和 1 笔不良类贷款。公司 3 笔已结清欠息记录涉及金额 214.68 万元，分别于 2011 年 11 月、2012 年 8 月和 2018 年 11 月结清；根据厦门国际银行股份有限公司福州分行出具的说明，公司最近一笔欠息系该行系统原因未及时扣收还款资金，因此造成逾期，公司授信期间信用良好，无恶意逾期记录。公司关注类贷款为国家开发银行股份有限公司重庆市分行贷款，根据该行出具的说明，截至 2016 年 2 月 29 日，公司在该行还本付息情况正常，无历史违约情况。公司不良类贷款金额为 0.15 亿元，主要原因是 2004 年 6 月根

据合川市政府安排，公司承接了合川市堤防公司的逾期贷款 0.15 亿元，公司已于 2006 年 9 月将全部贷款本息结清，由于该笔逾期贷款在重组前已由浦发银行合川支行在征信系统中划分为可疑，因此存在上述不良贷款记录。

截至 2020 年 6 月 23 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化且执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入小幅增长，收入结构保持稳定，毛利率水平有所提升。

2019 年，公司实现营业收入 67.78 亿元，较上年增长 0.90%，仍主要来自城市基础设施建设、土地整理与开发业务和商品销售业务，三类业务合计占公司营业收入的比例达 94.46%，收入结构保持稳定。2019 年，公司土地整理与开发业务收入较上年有所下降，主要是政府结算金额较上年有所下降所致。同期，基础设施代建收入有所增长，商品销售收入有所下降。

2019 年，公司综合毛利率 20.14%，同比上升 3.02 个百分点，主要系土地整理与开发业务毛利率大幅提升所致。

表 3　2018－2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018年			2019年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务小计	**66.38**	**98.82**	**18.16**	**66.72**	**98.44**	**21.88**
土地整理与开发	34.84	51.86	27.22	30.25	44.63	35.23
城市基础设施建设	19.31	28.74	10.91	23.16	34.17	12.65
商品销售	11.57	17.22	2.40	10.62	15.66	2.09
水务经营	0.23	0.34	-31.61	0.17	0.26	-45.51
采砂	0.26	0.39	99.15	1.15	1.70	52.85
传媒	0.11	0.16	11.50	0.17	0.24	41.24
地票	0.00	0.00	0.00	1.21	1.78	15.84
其他	0.07	0.10	-18.79	0.00	0.01	100.00
其他业务小计	**0.79**	**1.18**	**-69.65**	**1.05**	**1.56**	**-89.79**
合计	**67.18**	**100.00**	**17.12**	**67.78**	**100.00**	**20.14**

注：未获取公司 2020 年一季度营业收入明细；公司营业收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

（1）城市基础设施代建业务

跟踪期内，公司城市基础设施代建业务稳步推进，当期确认收入规模及毛利率均有所增长；代建收入回款周期长，回款情况仍差；在建及拟建项目未来计划投资规模一般。

跟踪期内，该板块业务模式无变化。公司仍是合川区唯一的基础设施投资建设主体，根据区政府的规划，公司本部及子公司分别与合川区财政局、合川工业园管委会、重庆合川区汽车园产业服务中心以及重庆市合川区物流园区和铁路项目建设领导小组办公室等委托方签订代建协议，承担合川区主城区、乡镇地区、合川工业园区等区域的城市基础设施建设任务。代建协议一般约定 8%（不含税）~15%（含税）的成本加成比率，公司每年根据当年工程结算成本加成一定比例合理利润确认收入；此外，对于公司早期与合川区政府签订《项

目建设与移交收购协议》的相关项目，公司在项目工程竣工、验收并移交后由合川区财政局分期向公司支付回购款项。公司代建业务成本计入“其他非流动资产”，收入确认为“代建业务收入”。

2019 年，公司确认代建业务收入 23.16 亿元，收到回款 3.64 亿元，代建业务回款周期长，跟踪期内回款情况仍差；毛利率为 12.65%，同比有所增长，主要系当期结转项目成本加成比例较高所致。

截至 2019 年底，公司主要在建城市基础设施项目计划总投资 103.35 亿元，已完成投资 77.22 亿元，2020－2022 年计划每年分别投资 7.21 亿元、11.21 亿元和 7.71 亿元。拟建项目为花滩嘉陵江大桥项目，计划总投资 8.29 亿元，项目目前处于前期阶段，已完成前期投资 192 万元，尚未签订项目合同。2020—2022 年计划每年分别投资 1.27 亿元、4.50 亿元和 2.50 亿元。公司在建及拟建城市基础设施代建项目未来投资压力尚可。

表 4　截至 2019 年底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	计划总投资金额	已投资金额	合同总金额	未来投资金额		
					2020 年	2021 年	2022 年
1	草街航电枢纽工程淹没影响区迁建	180000.00	156376.05	194400.00	8735.95	12200.00	2688.00
2	草街航电枢纽集镇拆迁						
3	中国微车配件产业基地	149200.00	75923.37	161136.00	18276.63	35000.00	20000.00
4	草街农民创业园首期路网等基础设施工程项目	200000.00	185855.00	216000.00	3800.00	5500.00	4845.00
5	化工园董家梁大桥、药园大道及健康大道道路建设工程项目	108655.00	100570.50	117347.40	2300.00	3600.00	2184.50
6	火车站站前广场及地下商业工程	69000.00	61520.50	74520.00	2500.00	3500.00	1479.50
7	合川渠江绿道工程	36300.00	13992.19	39204.00	10211.81	8000.00	4096.00
8	渠江景观大桥	44232.00	5997.00	47770.56	9330.00	12444.00	16461.00
9	瑞山中学迁建项目	38000.00	30355.61	41040.00	1464.39	2000.00	4180.00
10	盐井中学迁建项目	28000.00	24965.87	30240.00	1492.13	1542.00	--
11	南溪公租房一期、二期及沙溪还房项目	75000.00	70884.34	81000.00	1836.00	2279.66	--
12	花滩国际新城国香路等七条道路	43300.00	30656.98	46764.00	3472.00	8000.00	1171.02
13	合川区黄庆路等对外通道公路提质改造工程	61774.00	15065.54	66715.92	8708.46	18000.00	20000.00
在建小计		**1033461.00**	**772162.95**	**1116137.88**	**72127.37**	**112065.66**	**77105.02**
1	花滩嘉陵江大桥项目	82864.00	192.00	--	12672.00	45000.00	25000.00
拟建小计		**82864.00**	**192.00**	--	**12672.00**	**45000.00**	**25000.00**
合　计		**1116325.00**	**772354.95**	**1116137.88**	**84799.37**	**157065.66**	**102105.02**

资料来源：公司提供

此外，公司还承担了“16 合川专项债/PR 合川债”募投项目合川区城市停车场建设，该项目计划总投资 13.70 亿元，预计通过收取停车场停车费、广告牌租金、配套商业出租及出售以及政府提供适当财政补贴来实现收益。截至 2020 年 5 月底，该项目已完成投资 9.05 亿元，因配合区域规划调整，部分项目暂缓施工。

（2）土地整理与开发业务

跟踪期内，公司土地整理与开发业务仍涉足合川区主城区、乡镇地区及合川工业园区，收入规模有所下降，毛利率有所增长，仍是公司收入及利润的主要来源；公司土地整理与开发业务回款周期仍较长，回款情况欠佳；公司土地业务收入确认受合川区土地市场行情及供应计划等影响存在一定不确定性。

跟踪期内，公司土地整理与开发业务的实施主体未发生变化，仍为公司本部、重庆市合川工业投资(集团)有限公司（以下简称“工投

公司”）和农投公司；委托方未发生变化，公司本部和农投公司仍受合川区人民政府委托，公司本部负责合川区主城区范围内的土地整理与开发业务，农投公司定位于合川区城乡统筹开发，侧重于农业用地整理开发，此外兼顾部分主城区地块开发；工投公司仍受合川工业园区管委会委托，作为唯一项目建设方对协议范围内的地块进行整理开发。

跟踪期内，公司土地整理与开发业务模式有所变化，合川区政府和合川工业园区管委会根据区域整体发展规划，委托相关开发主体全面负责开发建设期间所涉及的征地、拆迁、安置、补偿和土地整理等工作，相关开发建设支出由开发主体承担，计入“存货”科目，待土地达到上市条件后，由具备国有土地使用权出让审批资格的地方土地主管部门按照土地供应计划组织土地回收工作。其中，公司本部和农投公司向合川区政府相关部门移交地块，在综合考虑地块区域位置、土地性质等因素后，合川区政府按照审计后的建设成本加成一定利润率（原则上为 35%~50%）与公司本部及农投公司确认当年土地整理收入，一般于 1~5 年完成全部回款。工投公司向合川工业园区管委会移交地块，并按照确认后的整理成本加成一定利润率（仍为 15%）确认当年土地整理收入，一般于 1~5 年完成全部回款。

2019 年，公司确认土地整治与开发收入 30.25 亿元，较上年下降 13.17%，收到回款 6.64 亿元；毛利率 35.23%。

截至 2019 年底，公司主要在建土地整治与开发项目计划总投资 100.17 亿元，已完成投资 84.67 亿元。2020－2022 年分别计划投资 3.09 亿元、4.56 亿元和 3.89 亿元。截至 2019 年底，公司拟建土地整理项目面积合计 123.37 亩，计划总投资 1.02 亿元，已完成 0.19 亿元前期投入，该板块未来每年计划投资额较小。公司账面土地资产较为充足，但回收进度受合川区土地市场行情及供应计划等影响存在一定不确定性。

5　截至 2019 年底公司主要在建土地整治与开发项目

（单位：亩、亿元）

地块名称	面积	总投资额	已投资额	投资计划		
				2020	2021	2022
钓办处鱼城村	416	3.83	3.78	0.03	0.03	--
钓办处小塔	411	3.78	3.68	0.06	0.03	0.01
钓办处佛耳村	1965	18.07	17.28	0.31	0.21	0.17
南津街道办事处	921	8.48	8.37	0.03	0.03	0.05
合川区涞滩镇	695	3.61	1.01	0.62	0.72	0.65
合川区工业园区核心区	13056	52.26	41.56	1.74	3.20	2.76
合川区工业园区城北拓展区	1725	6.90	6.21	0.18	0.20	0.17
合川区工业园区草街拓展区	809	3.24	2.80	0.12	0.14	0.08
在建小计	**19998.00**	**100.17**	**84.69**	**3.09**	**4.56**	**3.89**
钱塘镇	73.58	0.62	0.14	0.12	0.15	0.22
合川区龙市镇	49.79	0.40	0.05	0.12	0.08	0.14
拟建小计	**123.37**	**1.02**	**0.19**	**0.24**	**0.23**	**0.36**
合计	**20121.37**	**101.19**	**84.88**	**3.33**	**4.79**	**4.25**

资料来源：公司提供

（3）商品销售业务

跟踪期内，受国内外贸易需求下降影响，公司商品销售收入有所下降；该板块毛利率水平低，对利润贡献程度不大。

跟踪期内，公司商品贸易业务仍主要由重庆天宇星辰供应链服务有限公司（以下简称“天宇星辰”）负责；商品贸易业务范围未发生变化，主要业务仍是为入驻合川区的重点企业提供供应链管理服务，包括采购代理、供应链融资等，主要采购产品仍为电子产品；跟踪期内，公司贸易业务模式有所变化，变更为：天宇星辰与客户首先签订《货物采购合同》，约定种类及规格型号等采购货物特征、合同价格、付款方式、交付验收流程、质量保证及违约责任等，并约定于合同签订后若干个工作日内预收部分或全部合同价款。天宇星辰根据约定采购货物，向供应商支付全额货款并取得供应商开具的增值税发票；待货物运抵约定仓库后，天宇星辰与客户对货物进行验收，并取得双方确认的货物验收交接单。验收完成后，天宇星辰对客户开具全额合同价的增值税发票，销售回款周期一般为 4 个月。

2019 年，公司主要下游客户有所拓展，除

联营企业（公司持股 10%）重庆恒芯天际科技有限公司（以下简称“恒芯天际”）外，公司新增下游客户北京深蓝讯通科技有限责任公司（以下简称“深蓝科技”）。跟踪期内，公司仍主要通过股权及应收账款质押对垫付资金形成担保。公司商品销售业务回款情况受委托方产品销售进度影响较大，截至 2019 年底，公司应收恒芯天际款项 1.43 亿元，应收深蓝科技 0.92 亿元。2019 年，受国内外贸易需求下降影响，公司商品销售收入较上年下降 8.21%至 10.62 亿元，同期毛利率为 2.09%，毛利率水平低。

（4）采砂业务

跟踪期内，公司采砂业务模式未发生变化，仍为自主进行采砂经营，相关收入及毛利率大幅下降，对公司营业收入及净利润提供补充。

跟踪期内，公司采砂业务仍由下属全资子公司重庆市国拓原建材有限公司（以下简称“重庆国拓”）自主经营。重庆国拓拥有涪江、渠江、嘉陵江合川段 50 年的三江河道砂石资源开采权（合川区国资管理中心于 2014 年划入，计入“无形资产”），通过自购采砂船、自建仓储场地，以自营方式经营砂石开采业务。2019 年，公司实现采砂收入 1.15 亿元，同比大幅增长，主要系公司提升砂石开采效率，当年砂石销售规模和价格均有所上升所致；同期，毛利率下降至 55.85%，主要系 2019 年随着采砂业务相关资产投入增加，相应业务成本也随之增长所致。采砂业务对公司营业收入及净利润提供一定补充。

（5）地票业务

跟踪期内，公司新增地票业务；公司地票业务受合川区整体用地规划影响，业务持续性有待观察。

2019 年，公司新增地票业务，业务主体为子公司工投公司。根据《重庆市人民政府关于统筹城乡户籍制度改革的意见》（渝府发[2010]78 号）以及《重庆市户籍制度改革农村土地退出和利用办法（试行）》（渝办发[2010]203 号）等文件要求，对于符合准入条件、自愿转为城镇居民的农村居民可以自愿退出其农村宅基地使用权、房屋所有权，并一次性获得退地补偿费用，相关费用全部由工投公司安排资金予以支付。完成退地补偿后，对于土地利用总体规划确定的城镇建设用地扩展边界范围内的土地，按照相关规定可以按照有关规定办理农村土地征收手续，原有农村集体所有的土地转为国有土地；对于土地利用总体规划确定的城镇建设用地扩展边界范围外的土地，由工投公司委托地区的资质优良的施工单位组织实施复垦，同时工投公司根据项目进度或协议约定的其他方式向施工单位拨付工程款项。复垦完毕后，经重庆市、区两级土地行政主管部门组织验收，确认复垦形成的耕地质量和数量达到相关要求后，向发行人核发城乡建设用地挂钩指标凭证，即“地票”。

工投公司凭“地票”可以向重庆市农村土地交易所提出交易申请，由重庆市农村土地交易所组织对“地票”进行公开拍卖。经重庆市规划和自然资源局审核通过后，重庆市农村土地交易所向工投公司拨付“地票”价款。2019 年，公司地票业务实现营业收入 1.21 亿元，公司通过重庆市农村土地交易所出售地票 622.33 亩，成交单价为 20.49 万元/亩。公司地票业务受合川区整体用地规划影响，业务持续性有待观察

3. 未来发展

公司未来仍将以基础设施代建和土地整理等业务为主，主营业务的持续性较好；公司未来每年计划投资规模一般，存在一定的外部融资需求。

未来公司仍将继续作为合川区唯一的基础设施建设和土地整理投融资主体，承担城市基础设施建设等建设任务；同时，公司将逐步扩大以采砂、商品贸易及水务业务为主的自营项目运营。

八、财务分析

公司提供了 2019 年合并财务报告，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。公司提供的 2020 年一季度财务数据未经审计。

2019 年，公司收购重庆市合川区泽通水务有限公司，新设重庆景旭实业有限公司及重庆五度艺术培训有限公司；同期，合川区国资管理中心对重庆市合川信息安全产业发展有限公司、重庆市合川医药健康产业发展有限公司增资，重庆市合川区汽车产业发展中心对重庆合川交通设备制造产业发展有限公司增资，增资后公司对重庆市合川信息安全产业发展有限公司、重庆市合川医药健康产业发展有限公司 20%股权及重庆合川交通设备制造产业发展有限公司持股比例均下降至 20%，公司丧失对原子公司控制权；截至 2020 年 3 月底，公司合并范围子公司 25 家，其中一级子公司 11 家，考虑到涉及合并范围变化子公司规模一般，公司财务数据可比性尚可。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构变化不大；应收类款项占比较高，土地整理和代建项目账面价值仍很大，对公司资金形成占用；此外，尚有一定规模公益性资产；公司整体资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 1028.89 亿元，较上年底增长 7.62%。资产结构以流动资产为主，占比 68.00%，其中存货和应收类款项占比高。

表6 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	52.74	5.52	60.75	5.90	80.06	7.47
应收账款	166.73	17.44	211.45	20.55	214.18	19.97
其他应收款	71.32	7.46	81.37	7.91	86.72	8.09
存货	348.44	36.45	331.00	32.17	336.02	31.33
流动资产	**658.21**	**68.85**	**699.67**	**68.00**	**738.14**	**68.83**
投资性房地产	24.46	2.56	26.74	2.60	26.72	2.49
在建工程	19.11	2.00	21.07	2.05	24.30	2.27
无形资产	9.96	1.04	10.07	0.98	10.01	0.93
其他非流动资产	223.85	23.41	232.45	22.59	233.87	21.81
非流动资产	**297.84**	**31.15**	**329.22**	**32.00**	**334.27**	**31.17**
资产总额	**956.05**	**100.00**	**1028.89**	**100.00**	**1072.41**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和2020年一季报整理

截至 2019 年底，公司流动资产 699.67 亿元，较上年底有所增长。从构成看，货币资金 60.75 亿元，以银行存款为主，其中受限资金 7.10 亿元，系银行定期存单 4.00 亿元和保证金 3.10 亿元。应收账款 211.45 亿元，较上年底增长 26.82%，其中应收合川工业园管委会款项由 2018 年底的 81.12 亿元增至 98.70 亿元，应收合川区财政局款项由 2018 年底的 67.35 亿元增至 89.74 亿元，公司代建业务和土地业务回款压力大；公司应收账款集中度很高，前五名欠款单位余额合计占比 99.72%；2019 年底应收账款按账龄分析法计提坏账准备 83.26 万元。其他应收款 81.37 亿元，较上年底增长 14.09%，主要为合川区政府及下辖城镇政府等单位的往来款，前五名欠款单位余额合计占比 55.27%，集中度一般；从账龄看，按账龄分析

法计提坏账准备的其他应收款余额中，1 年以内的占 70.12%、1~3 年的占 4.65%、3 年以上的占 25.23%，2019 年底计提坏账准备 0.77 亿元。存货 331.00 亿元，较上年底下降 5.01%，主要由土地整理业务的开发成本及土地使用权构成，2019 年底公司存货项下土地使用权账面价值 246.03 亿元，共计核算土地使用权 425 宗，合计面积 1983.11 万平方米，其中 44.20 亿元用于抵押，土地抵押比率为 17.97%。

截至 2019 年底，公司非流动资产 329.22 亿元，较上年底增长 10.54%。从构成看，投资性房地产 26.74 亿元，较上年底增长 10.07%，系工投公司本年转入部分以科技孵化大楼 11 层、2 层等资产所致，相关资产原计入其他非流动资产科目。公司在建工程 21.07 亿元，较上年底增长 10.26%，主要系旅游接待中心、市郊铁路及农村垃圾收运系统等公司自营项目工程投入增加所致。无形资产项下采砂经营权期末账面价值 9.73 亿元。其他非流动资产 232.45 亿元，较上年底增长 3.84%，主要为代建工程的投资支出，其中代建工程 221.35 亿元（主要系已完工待结算的工程），林权、道路等公益性资产等合计 9.35 亿元。

截至 2019 年底，公司受限资产账面价值 70.40 亿元，占期末资产总额的 6.84%，受限比率一般。其中，货币资金中有 7.10 亿元定期存单、保证金受限，存货中有 44.20 亿元土地使用权为长短期借款、长期应付款提供抵押而受限，另有 14.31 亿元应收账款用于质押借款受限以及 4.25 亿元、0.54 亿元投资性房地产和固定资产用于抵押借款受限。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 1072.41 亿元，较 2019 年底增长 4.23%，流动资产占比 68.83%，资产结构保持稳定。随着公司各类在建项目的不断投入，存货和其他非流动资产均保持增长，公司与关联企业或政府单位的往来款及资金拆借款进一步增加。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益略有增长，主要是未分配利润增长所致，权益结构整体较为稳定，仍以资本公积及实收资本为主。

截至 2019 年底，公司所有者权益 394.86 亿元，较上年底略有增长，主要系未分配利润增长所致。2019 年，公司获得资金注入及资产划拨方面的股东支持，增加资本公积 2.98 亿元，同时因合川区政府回购部分土地使用权及划出子公司重庆市合川医药健康产业发展有限公司影响减少资本公积 1.01 亿元。公司所有者权益结构整体较为稳定。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 392.98 亿元，较 2019 年底下降 0.48%，实收资本和资本公积均未发生变化。

表7 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	9.81	1.73	11.47	1.81	10.17	1.50
应交税费	8.77	1.54	8.90	1.40	8.29	1.22
其他应付款	42.36	7.45	30.82	4.86	32.17	4.73
一年内到期的非流动负债	105.26	18.52	116.08	18.31	99.01	14.57
流动负债	**175.99**	**30.96**	**185.50**	**29.26**	**172.37**	**25.37**
长期借款	179.98	31.66	158.76	25.04	181.56	26.72
应付债券	107.85	18.97	189.23	29.85	215.15	31.67
长期应付款（含专项应付款）	99.41	17.49	100.32	15.82	110.13	16.21
非流动负债	**392.47**	**69.04**	**448.53**	**70.74**	**507.06**	**74.63**
负债总额	**568.46**	**100.00**	**634.03**	**100.00**	**679.43**	**100.00**

实收资本	49.10	12.67	49.10	12.43	49.10	12.49
资本公积	284.68	73.45	286.65	72.60	286.65	72.94
未分配利润	43.25	11.16	48.31	12.23	46.46	11.82
所有者权益合计	**387.59**	**100.00**	**394.86**	**100.00**	**392.98**	**100.00**

注：其他应付款中包含应付利息和应付股利
资料来源：根据公司审计报告和2020年一季报整理

跟踪期内，公司负债规模扩大，债务负担较快上升，未来三年均存在较大集中偿付压力。未来随着在建及拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

截至 2019 年底，公司负债总额 634.03 亿元，较上年底增长 11.53%，其中非流动负债占比 70.74%，负债结构仍以非流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 185.50 亿元，较上年底增长 5.40%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增加所致。从构成看，应付账款 11.47 亿元，较上年底增长 16.92%，主要为应付材料采购款。其他应付款 30.82 亿元，较上年底下降 27.24%，主要为保证金（6.34 亿元）和一般资金往来款（23.35 亿元），其中一般资金往来款有息债务为 22.22 亿元；从账龄看，1 年以内的占 24.66%、1~3 年的占 33.90%、3 年以上的占 41.44%，整体账龄较长。一年内到期的非流动负债 116.08 亿元，较上年底增长 10.28%，其中一年内到期的长期借款、应付债券、长期应付款分别为 96.71 亿元、10.30 亿元、9.06 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债 448.53 亿元，较上年底增长 14.28%。其中，长期借款较上年底下降 11.79%，为 158.76 亿元，包括信用借款 4.48 亿元、保证借款 74.86 亿元、抵押借款 18.50 亿元和质押借款 60.91 亿元。公司应付债券期末余额 189.23 亿元，较 2018 年底大幅增加 81.38 亿元，主要系新增“海外债 B2022”“19 渝合 01”“19 合川 01”等所致。公司专项应付款 69.61 亿元，主要系合川区财政局就区内重点城市基础设施和土地整理开发项目向公司拨付的专项资金；长期应付款 30.71 亿元，主要系融资租赁款以及国开基金注入公司的股权投资资金，均为有息债务。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 679.43 亿元，较 2019 年底增长 7.16%，主要系长期借款及长期应付款增加所致，非流动负债占比有所增长。

有息债务方面，将公司其他应付款中短期有息债务调整至短期债务、将公司其他应付款中长期有息债务及长期应付款中有息债务调整至长期债务核算。截至 2019 年底，公司调整后全部债务 526.48 亿元，较上年底增长 22.96%；其中短期债务占 24.20%、调整后长期债务占 75.80%，短期债务占比较上年底有所下降。从债务负担来看，截至 2019 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率较上年底分别增长至 61.62%、57.14%和 50.27%。截至 2020 年 3 月底，公司调整后全部债务较 2019 年底增长 21.99%，为 642.23 亿元，其中调整后短期债务和调整后长期债务分别占比 17.91%和 82.09%。同期，资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别上升至 63.36%、62.04%和 57.29%，公司整体债务负担持续上升。从债务期限结构来看，2020－2022 年，公司将分别偿还有息债务 125.56 亿元、110.32 亿元和 175.17 亿元，未来三年偿付压力均较大。随着公司在建、拟建项目的持续投入，未来债务规模或将继续扩大。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入小幅增长，自身盈利能力一般，政府补贴对公司利润形成一定补充。

2019 年，公司实现营业收入 67.78 亿元，同比增长 0.90%，营业成本同比下降 2.78%。营业利润率同比上升 1.00 个百分点至 17.62%。

公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2019 年期间费用为 5.09 亿元，较上年下降 8.95%，主要系财务费用减少所致，期间费用率为 7.51%，同比下降 0.81 个百分点，公司期间费用控制能力尚可。

2019 年，公司获得其他收益 1.73 亿元，主要为合川区政府提供的财政补贴，较上年减少 0.45 亿元，主要系运营资金补贴减少所致。同期，公司利润总额 8.17 亿元，同比上升 13.58%，政府补贴对公司利润形成一定补充。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率较上年下降 0.15 个百分点至 1.31%，净资产收益率较上年上升 0.18 个百分点至 1.71%。公司盈利能力一般。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.41 亿元，相当于 2019 年全年收入的 5.03%；营业利润率-0.98%；公司当期收到与经营无关的政府补贴 4.39 万元，利润总额为-1.11 亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流由负转正，收现质量差；投资活动现金流资金缺口扩大，受取得借款收到的现金大幅增长影响筹资活动现金流由负转正，公司对外融资依赖程度高。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的其他资金往来款项等。2019年，公司经营活动现金流入量114.73亿元，其中，销售商品提供劳务收到的现金24.66亿元，现金收入比大幅下降至36.38%，公司收入实现能力进一步弱化；收到其他与经营活动有关的现金90.05亿元，主要为往来款、政府补助及保证金等。公司经营活动现金流出中购买商品、接受劳务支付的现金主要为公司城市基础设施代建项目及土地整治与开发项目的建设资金支出；支付其他与经营活动有关的现金68.29亿元，主要为偿还或支出的往来资金。2019年，公司经营活动产生的现金流量净额1.76亿元，净额由负转正。

2019年，公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金以及收回政府部门借款、收回理财产品等收到的现金，计入收到其他与投资活动有关的现金，为4.04亿元；同期，投资活动现金流出主要为城市基础设施代建项目、股权投资及购买理财产品支出的现金，计入构建固定资产、无形资产等支付的现金及支付与其他活动有关的现金，分别为22.39亿元和13.34亿元。2019年，公司投资活动产生的现金流量净额为-35.10亿元，与2018年-29.07亿元净流出相比，资金缺口扩大。

2019年，公司取得借款收到的现金203.19亿元，同比大幅增长100.55%，收到其他与筹资活动有关的现金主要为非银金融机构和单位借款，2019年规模有所增长，为6.65亿元。跟踪期内，公司筹资活动现金流出主要为偿还借款本息，同期公司筹资活动产生的现金流量净额为43.33亿元，由负转正。

2020年1－3月，公司经营活动主要以支付往来资金为主，经营活动现金流量净额为-9.58亿元；现金收入比上升至92.62%。同期，公司投资活动现金流量净额为-5.56亿元，仍存在较大资金缺口；筹资活动方面取得借款收到的现金60.27亿元，筹资活动现金净流量为38.74亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力仍弱，长期偿债压力增大，考虑到公司持续获得有力的外部支持、间接融资渠道通畅，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别增长至377.18%和198.74%，2020年3月底上述指标分别为428.24%和233.29%，均有所增长。现金类资产对短期债务的覆盖倍数为0.48倍，剔除受限资金后降为0.43倍，覆盖程度较低。2019年，公司经营现金流动负债比为0.95%，对公司流动负债基本无保障能力。公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力看，2019年，公司EBITDA为14.05亿元，同比增长0.86%，其中利润总额8.17亿元、折旧摊销1.28亿元、费用化利息支出4.61亿元，利润总额占比58.12%，EBITDA质量一般。公司调整后全部债务/EBITDA为35.88倍，较2018年的30.73倍进一步提升，公司长期债务偿还压力大。

截至 2020 年 3 月底，公司获得银行授信额度 491.32 亿元，已使用授信额度 331.63 亿元，剩余额度为 159.69 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 17.94 亿元，担保比率为 4.54%，被担保单位以合川工业园区内公司参股的民营企业和国有事业单位为主，均处于正常经营状态，公司存在一定或有负债风险。

整体来看，跟踪期内，短期偿债能力仍弱，长期债务偿还压力加重，考虑到公司持续获得有力的外部支持、间接融资渠道通畅，公司整体偿债能力很强。

6. 母公司财务概况

跟踪期内，母公司资产总额有所增长，占合并报表资产总额比例一般；母公司所有者权益略有增长，占合并报表所有者权益比例高；母公司负债总额有所增长，占合并报表负债比例较低；公司营业收入主要来源于子公司。

截至 2019 年底，母公司资产总额 666.53 亿元，占合并口径负债总额的 48.02%，母公司资产总额较上年底增长 9.11%，占合并口径资产总额的 64.78%。其中流动资产占 51.60%、非流动资产占 48.40%，资产结构较上年底保持稳定。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 362.06 亿元，占合并口径所有者权益额度 91.69%，母公司所有者权益较上年底略有增长。其中实收资本占 13.56%、资本公积占 82.80%、未分配利润占 3.13%，权益稳定性较强。

截至 2019 年底，母公司负债总额 304.47 亿元，占合并口径负债总额的 48.02%，母公司负债总额较上年底增长 22.21%，主要系应付债券增长所致。其中流动负债占 35.44%、非流动负债占 64.56%，债务期限结构仍以长期为主。

2019年，母公司实现营业收入24.53亿元，较上年增长15.17%，母公司营业收入占合并口径的36.19%；同期，母公司营业利润率为22.33%，利润总额为2.18亿元。

2019 年，母公司经营活动现金流净额-9.58 亿元，投资活动现金流净额-5.56 亿元，筹资活动现金流净额 38.74 亿元。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 691.50 亿元，所有者权益 360.69 亿元，负债总额 330.81 亿元；2020 年 1—3 月，母公司实现营业收入 0.05 亿元，利润总额-1.17 亿元。

九、存续债券偿债能力分析

跟踪期内，公司现金类资产对2020年公司本部需偿还的债券本金保障能力强。经营活动现金流入量对未来待偿债峰值保障能力弱。

截至2020年5月底，公司本部存续债券余额合计155.18[3]亿元，其中一年以内到期债券余额为13.10亿元。若存续债券“19渝合01”投资者于债券存续期第3年付息日行使回售选择权且“18合川城投MTN001”和“18合川城投PPN002”投资者于债券存续期第三年末均不行使投资者回售选择权，2023年将达到存续债券待偿本金峰值42.90亿元。截至2019年底，公司非受限现金类资产53.79亿元，对一年内到期债券余额的保障倍数为4.11倍；2019年，公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障倍数为2.29倍，同期公司经营活动现金流量净额和EBITDA对未来待偿债券本金峰值的保障倍数分别为0.04倍和0.28倍，保障能力弱。

[3] 截至 2020 年 5 月底，公司本部存续债券包括美元债 5088.HK，余额为 20.68 亿元。

表8 公司本部存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

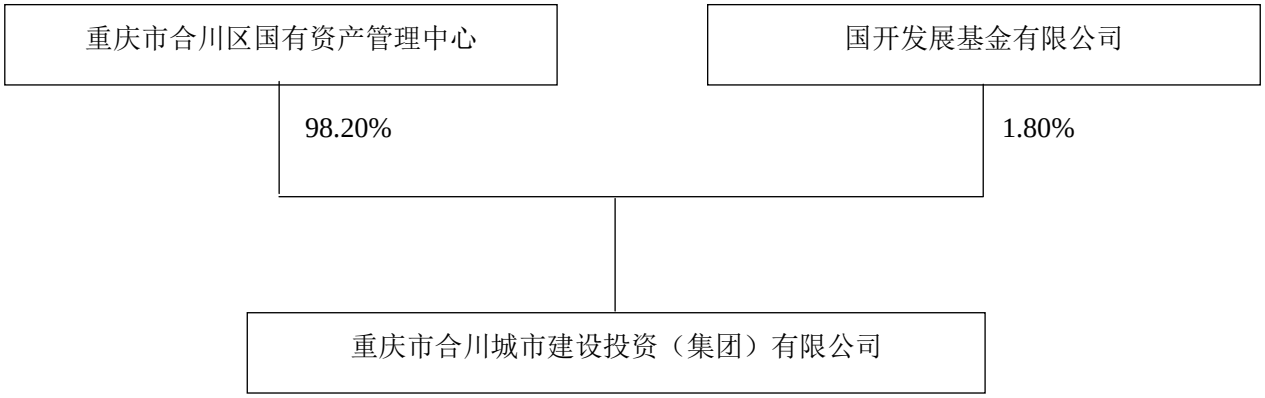
项 目	2020 年 5 月
一年内到期债券余额	13.10
未来待偿债券本金峰值	50.08
2019 年底非受限现金类资产/一年内到期债券余额	4.11
2019 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.29
2019 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.04
2019 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.28

资料来源：联合资信整理

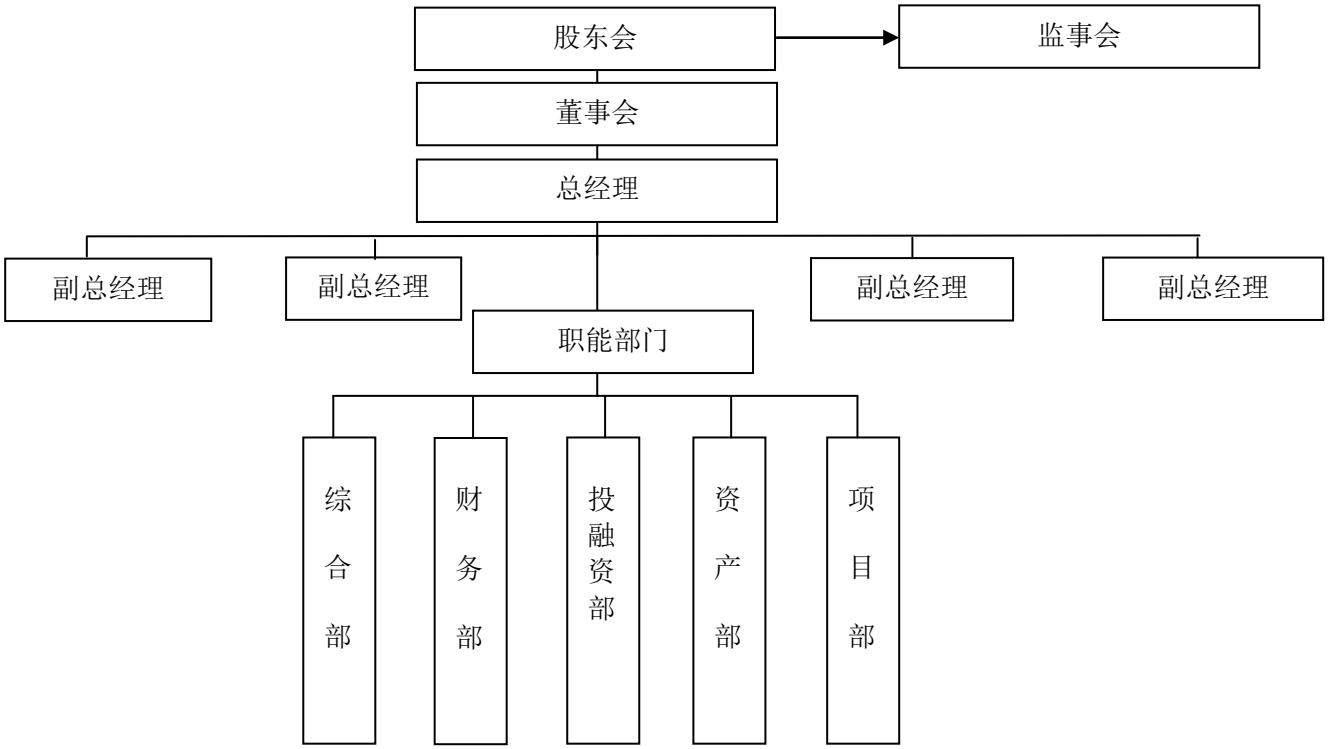
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“14合川城投债/PR合川投”“16合川专项债/PR合川债”“18合川城投MTN001”“18合川城投MTN002”和“19合川城投MTN001”信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 1-3　截至 2020 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

序号	子公司全称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	重庆市合川区民祺建设发展有限公司	建筑工程	20000.00	100.00
2	重庆市合川旅游发展有限公司	旅游开发	12000.00	100.00
3	重庆市合川区盛城国有资产经营管理有限公司	资产管理	1200.00	100.00
4	重庆市合川区学子教育发展有限公司	贸易	1000.00	100.00
5	重庆市合川区铭城建设发展有限公司	项目投资	8200.00	82.93
6	重庆五度传媒集团有限公司	传媒中介	248.00	100.00
7	重庆天宇星辰供应链服务有限公司	商贸	10000.00	60.00
8	重庆市合川工业投资（集团）有限公司	土地开发	150000.00	100.00
9	重庆市合川农村农业投资（集团）有限公司	土地开发	104300.00	95.88
10	重庆合华开发投资有限公司	土地开发	74000.00	79.73
11	重庆市合川物铁开发投资有限公司	土地开发	85000.00	52.94

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	94.51	52.84	60.88	80.16
资产总额(亿元)	935.07	956.05	1028.89	1072.41
所有者权益(亿元)	390.82	387.59	394.86	392.98
短期债务(亿元)	41.27	108.94	125.56	113.17
长期债务(亿元)	306.66	287.83	347.99	396.71
调整后长期债务(亿元)	353.05	324.43	399.09	527.23
全部债务(亿元)	347.93	396.77	473.55	509.88
调整后全部债务(亿元)	394.32	433.38	526.48	642.23
营业收入(亿元)	71.44	67.18	67.78	3.41
利润总额(亿元)	6.26	7.19	8.17	-1.11
EBITDA(亿元)	13.59	13.93	14.05	--
经营性净现金流(亿元)	6.81	-5.83	1.76	-9.58
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.59	0.44	0.36	--
存货周转次数(次)	0.19	0.16	0.16	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.07	--
现金收入比(%)	34.79	55.29	36.38	92.62
营业利润率(%)	12.85	16.62	17.62	-0.98
总资本收益率(%)	1.54	1.46	1.31	--
净资产收益率(%)	1.33	1.53	1.71	--
长期债务资本化比率(%)	43.97	42.62	46.85	50.24
调整后长期债务资本化比率(%)	47.46	45.57	50.27	57.29
全部债务资本化比率(%)	47.10	50.59	54.53	56.47
调整后全部债务资本化比率(%)	50.22	52.79	57.14	62.04
资产负债率(%)	58.20	59.46	61.62	63.36
流动比率(%)	518.75	374.00	377.18	428.24
速动比率(%)	259.83	176.02	198.74	233.29
经营现金流动负债比(%)	5.29	-3.31	0.95	--
现金短期债务比(倍)	2.29	0.49	0.48	0.43
全部债务/EBITDA(倍)	25.60	28.47	33.70	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	29.01	31.10	37.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.59	0.51	0.57	--

注：公司 2020 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.83	15.15	29.13	45.86
资产总额(亿元)	576.80	610.87	666.53	691.50
所有者权益(亿元)	362.08	361.73	362.06	360.69
短期债务(亿元)	8.35	14.11	30.91	27.28
长期债务(亿元)	76.62	102.70	144.00	171.96
全部债务(亿元)	84.97	116.81	174.92	199.24
营业收入(亿元)	18.86	21.30	24.53	0.05
利润总额(亿元)	1.62	1.81	2.18	-1.17
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.50	-8.76	-7.86	-7.14
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.86	0.54	0.42	--
存货周转次数(次)	0.13	0.15	0.15	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	26.09	17.82	32.91	337.43
营业利润率(%)	26.21	20.78	22.33	-339.94
总资本收益率(%)	0.31	0.32	0.35	--
净资产收益率(%)	0.38	0.43	0.51	--
长期债务资本化比率(%)	17.46	22.11	28.46	32.28
全部债务资本化比率(%)	19.01	24.41	32.57	35.58
资产负债率(%)	37.22	40.78	45.68	47.84
流动比率(%)	297.26	292.99	318.78	377.21
速动比率(%)	166.17	176.97	202.61	246.92
经营现金流动负债比(%)	-0.57	-8.89	-7.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：母公司 2020 年一季度财务数据未经审计

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-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 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　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 4-3　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