

信用等级公告

联合[2017]2058 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）有限公司主体长期信用状况及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定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⁺，重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司 2018 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年八月十五日



重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据发行金额：10 亿元

本期中期票据期限：5 年，存续期第三年附设
发行人调整票面利率选择
权和投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：偿还公司借款

评级时间：2017 年 8 月 15 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.13	47.72	126.14	121.86
资产总额(亿元)	532.70	653.42	863.77	885.08
所有者权益(亿元)	273.54	327.60	371.99	371.10
短期债务(亿元)	46.92	40.96	56.30	42.54
长期债务(亿元)	91.72	144.67	280.20	297.87
全部债务(亿元)	138.64	185.63	336.50	340.42
营业收入(亿元)	40.73	36.85	51.08	9.45
利润总额(亿元)	5.26	5.96	7.57	-1.22
EBITDA(亿元)	7.94	9.59	14.31	--
经营性净现金流(亿元)	5.21	0.16	0.86	-0.01
营业利润率(%)	13.48	20.70	24.80	5.19
净资产收益率(%)	1.63	1.52	1.65	--
资产负债率(%)	48.65	50.23	56.93	58.07
全部债务资本化比率(%)	33.64	36.17	47.50	47.84
流动比率(%)	322.30	367.00	480.61	479.86
经营现金流动负债比(%)	4.38	0.13	0.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.46	19.36	23.51	--

注：2014~2015 年财务数据为追溯调整数据，2017 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王 妍 张婷婷

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

重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）主要承担重庆市合川区城市基础设施建设、土地一级整理、工业园区开发建设等业务，2016 年合川区人民政府将区内多家重要平台公司整合至公司名下，扩大了公司的业务范围和整体实力，使公司成为合川区唯一区级的城市基础设施建设投融资平台，凸显其在促进区域发展建设方面的重要地位。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司合并后整体资产流动性较弱、未来计划投资性支出较大及债务规模快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

伴随合川区经济的快速发展和城市基础设施建设的不断完善，公司基础设施建设业务和土地出让业务将有所提升，公司整合后资源调配能力增强，经营前景良好。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，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来，合川区区域经济实现快速增长，为公司的发展提供了有利的外部环境。
2. 2016 年，区政府将持有的 4 家重要平台公司全部股权划转至公司，公司成为区级唯一的城市基础设施建设投融资主体。合并后，公司作业区域范围扩大，资源调配能力增强，整体实力得以大幅提升。
3. 公司拥有较大规模可供出让土地，未来可获得较为可观的出让收入，为公司偿债资金来源提供了保障。

关注

1. 公司未来计划投资性支出规模较大，有息债务规模持续增长，公司面临一定资金压力。
2. 公司土地使用权和城市基础设施建设项目规模大，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。
3. 房地产行业景气度的波动为公司土地开发业务带来了一定的不确定性。

声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆市合川城市建设投资（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、本次信用评级结果的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。

重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）原名合川市城市建设投资有限公司，是经合川市人民政府以合川府（2002）46号文件批准，由合川市国有资产管理办公室以实物资产出资成立的国有独资有限责任公司。

2003年，经合川市人民政府和合川市工商行政管理局核准，公司股东由合川市国有资产管理办公室变更为合川市人民政府。

2007年，重庆市被批准成为直辖市，公司名称由“合川市城市建设投资有限公司”变更为“重庆市合川区城市建设投资有限公司”，出资人由合川市人民政府变更为重庆市合川区人民政府。

2009年，合川区人民政府批准将公司注册资本增资至15亿元。其中以资本公积转增注册资本10.74亿元，其余以合川区人民政府划转给公司的国有土地使用权出资。

2015年10月，合川区人民政府将持有公司的全部股权转让给合川区国有资产管理办公室（以下简称“合川区国资办”）。

2015年12月，国开发展基金有限公司（以下简称“国开发展基金”）以货币形式向公司注资0.30亿元；2016年3月，再次注资0.60亿元。增资完成后，公司注册资本变更为15.90亿元，其中合川区国资办持股94.34%、国开发展基金持股5.66%。

2016年4月，合川区国资办同意将其持有的重庆市合川工业投资（集团）有限公司（以下简称“工投公司”）、重庆市合川农村农业投资（集团）有限公司（以下简称“农投公司”）、重庆合华开发投资有限公司（以下简称“华开投公司”）、重庆市合川物铁开发投资有限公司

（以下简称“物铁公司”）全部股权¹无偿划转给公司。

2016年12月，公司通过资本公积转增方式将注册资本增加至50.00亿元。

截至2017年3月底，公司注册资本50.00亿元，其中国开发展基金持有公司1.80%股权²，合川区国资办持有公司98.20%股权，系公司实际控制人。

作为合川区政府主要的国有资产经营公司，公司经营范围包括国有资产经营；土地整治开发；各类项目建设、投资；房地产开发；建材（不含危险化学品）销售等。

截至2017年3月底，公司合并范围内共有21家子公司；本部设有综合部、投融资部、财务部、资产部和项目部5个职能部门。

截至2016年底，公司资产总额863.77亿元，所有者权（含少数股东权益10.06亿元）371.99亿元；2016年，公司实现营业收入51.08亿元，利润总额7.57亿元。

2017年3月底，公司资产总额885.08亿元，所有者权益（含少数股东权益10.59亿元）371.10亿元；2017年1~3月，公司实现营业收入9.45亿元，利润总额-1.22亿元。

公司注册地址：合川区南园东路99号；法定代表人：罗中正。

二、本期中期票据概况

公司计划于2018年注册额度不超过30.00亿元中期票据，2018年度第一期中期票据计划发行10.00亿元（以下简称“本期中期票

¹ 合川区国资办持有工投公司、华开投公司100%股权，持有农投公司和物铁公司的股权分别为95.88%和38.46%，中国农发重点建设基金有限公司持有剩余股权。

² 股权变更已完成工商登记。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“其他非流动负债”科目。

据”); 期限为 5 年, 存续期第三年附设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权; 募集资金全部用于偿还公司借款; 还本付息方式为按年付息, 到期一次偿还本金。

三、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。

四、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、加强区域交流与合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，全国各地区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. 合川区概况

公司作为合川区基础设施建设主体之一，地方政府经济状况和财政实力对公司外部环境影响较大。

合川区是重庆市下属的 19 个行政区之一，地处重庆西北部，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。

合川工业园是经重庆市人民政府批准于 2003 年 3 月成立的 36 个市级特色工业园区之一，位于合川南城新区。经过多年的发展，通过招商引资，已逐步形成装备制造、生物制药、电子信息等主导产业，形成了“一园三组团”的发展格局，三组团包括南溪组团、天顶组团和渭沱组团，其中南溪组团包含园区早期建设的南城片区、草街片区、城北片区；天顶组团又为合川区华蓥山区块，位于合川东南部的土场、清平镇境内，规划面积 21 平方公里；渭沱组团又为渭沱综合物流产业园，位于合川区西北部，园区总面积 18.17 平方公里。

2016 年，三大组团布局基本成型，三大组团规划控制面积达 40.9 平方公里，标准厂房 188.3 万平方米、建成投产企业 246 家，其中规上工业企业 179 家。天顶组团突出发展装备制造产业；南溪组团重点发展医药健康、信息技术等产业。

总体看，重庆市作为西南片区的经济强市，区位优势明显，工业组团的建设和发展为公司提供良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

2017 年 3 月底，公司注册资本 50.00 亿元，其中国开发展基金持有公司 1.80% 股权，合川区国资办持有公司 98.20% 股权，系公司实际控制人。

2. 企业规模

公司系重庆市合川区区级唯一的城市基础设施建设投资运营主体，业务上覆盖了合川区主城区、园区的基础设施业务及合川区下辖乡镇的水务业务。

2007~2013 年，合川区人民政府将持有的重庆五度传媒有限公司、重庆市合川建设工程有限公司、重庆市合川旅游发展有限公司、重庆市合川区盛城国有资产经营管理有限公司以及重庆市合川文化广电传播有限公司 5 家公司股权划拨至公司。期间，公司还投资设立重庆市合川区小安溪投资有限公司、重庆市合川区学子教育发展有限公司。

2016 年，根据重庆市合川区国资办出具的合川国资（2016）235 号文以及 2016 年 12 月出具的合川国资（2016）239 号文，合川区国资办同意将其持有的工投公司、农投公司、华开投公司、物铁公司全部股权无偿划转给公司，公司据以编制 2013~2016 年 4 月模拟追溯合并报表，以 2015 年底财务数据为基准，股权划入后，公司资产规模由 289.84 亿元增加至 653.42 亿元，所有者权益由 122.39 亿元增加至 326.54 亿元，营业收入由 9.31 亿元增长至 36.85 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并范围内有 21 家全资子公司，其中公司本部、工投公司和农投公司原系合川区最重要的 3 家城市基础设施建设投融资平台公司。

3. 人员素质

截至 2017 年 3 月底，公司高级管理人员包括董事长 1 名，总经理 1 名，副总经理 4 名。

公司高级管理人员均具有长期的专业管理经验，领导层的整体素质较高。

罗中正，1965年生，研究生学历，曾任合川市(区)财政局农财农税科科长、合川市(区)审计局副局长，公司子公司农投公司总经理、董事长，合川区水资源管理中心主任；现任公司董事长。

蒋欣，1976年生，研究生学历，曾任重庆华力通讯器材有限公司会计主管；合川草街镇政府民政助理员；合川会计核算中心会计；合川市城市建设投资有限公司财务总监；重庆市合川区建设投资有限公司总会计师、财务负责人，公司副总经理；现任公司董事、总经理。

夏杨，1976年生，大学学历，曾任合川区旅游局业务科科长、党组成员、局长助理；合川区水资源管理中心副主任；农投公司党委委员、副总经理；合川区旅游局党组成员、副局长；现任公司副总经理。

周晓欣，1978年生，大学学历，曾任合川区医疗保险局科长；合川区机关事业单位养老保险服务中心主任；合川区社会保险局副局长；公司董事；现任公司董事、副总经理。

熊发建，1970年生，大学学历，曾任合川交通局会计主管；合川交通局财务科科长；合川公路建设开发有限责任公司总经理；重庆市合川城市建设工程有限公司总经理；公司总经理助理；公司总工程师；现任公司董事、副总经理。

何玮，1980年生，大学学历，曾任合川工业园区管委会办公室综合服务科副科长，团工委书记、党政办副主任，办公室党政办主任，党工委委员、综合办公室主任；现任公司副总经理。

从员工构成来看，截至2017年3月底，公司合并范围内在岗人员303人，本科及以上学历占52.81%、大专占37.62%、高中中专及以下占9.57%，公司员工以中青年较高学历人才为主要构成。

总体看，公司高管人员文化素质较高，管理经验丰富；员工以大部分受过高等教育，能够满足公司日常的经营管理需求。

4. 外部支持

公司作为重庆市合川区唯一区级城市基础设施建设和土地整理投融资平台，公司经营发展得到了股东各方面的支持，包括注入资产注入、财政补贴和税收优惠等方面的支持。

股东实力

公司主要承担合川区土地整治和城市基础设施投资建设业务，业务获取主要来自公司股东。近年来，合川区地方经济持续发展，装备制造、汽车产业和医药健康为合川区经济增长注入新动力；受经济拉动影响，合川区地方综合财力稳步增强，一般预算收入、政府性基金收入和上级补助收入规模较为平均，2016年受房地产政策调控和市场需求影响，合川区政府性基金收入有所下滑，总体看，公司股东实力较强，一定程度上保证了公司业务的获取量以及收入的稳定性。

资产注入

资产注入方面，2013年及以前，公司多次获得合川区政府向公司注入的土地使用权资产、公司股权以及房屋等资产，其中注入土地使用权约174.30亿元，房产约6.15亿元。截至2013年底，形成公司资本公积合计219.13亿元。2014~2016年，公司持续获得合川区各级政府部门的支持，具体包括：

2013年，农投公司22宗土地资产并增加资本公积7.62亿元，收回凉亭片区储备地317.8亩并减少资本公积14.21亿元。

2014年，合川区人民政府将拨入的社会保障房一期等已完工项目建设款转入资本公积，相应减少专项应付款8.59亿元。此外，合川区国资办将评估价值为10.87亿元的涪江、渠江、嘉陵江合川段50年的三江河道砂石资源开采权授予农投公司经营并增加资本公积10.87亿元，同时收回36宗等价土地资产；农投公司

被收回并注销 5 宗土地资产的土地证，减少资本公积 2.08 亿元。

2015 年，合川区人民政府安排拨入公司的地方政府债券资金 26.07 亿元转为资本性投入；合川区国资办 2015 年新设物铁公司并缴纳出资额 0.10 亿元；合川区财政局拨付华开投资公司专项资金 1.75 亿元，增加资本公积；合川区国资办将重庆市合川区土场镇财政所（北汽）6.97 亿元，重庆市合川区华蓥山经济走廊开发建设管理办公室 4.74 亿元，合川区财政局 1.39 亿元的 3 笔款项作为权益性资金注入华开投资公司，增加资本公积。根据合川区人民政府文件，工投公司无需偿还已收到的合川区财政局及合川区工业园管委会各项拨款 29.39 亿元，作为资本公积注入。此外，根据合川区人民政府文件，前期作为资本公积拨入工投公司土地使用权 18.89 亿元由于拆迁还房已完成需进行注销，冲减资本公积。

2016 年，根据《重庆市合川区人民政府关于将地方政府债券资金转为资本性投入的通知》（合川府〔2016〕190 号文），公司获得地方政府债券资金 27.10 亿元；根据《重庆市合川区人民政府关于注入资本有关事宜的通知》合川府〔2016〕189 号，重庆市合川区财政局将 2016 年农创园土地出让收益 3.01 亿元作为资本性投入注入公司，公司据以计入资本公积。

财政补贴方面，公司持续获得合川区各级政府资金支持，2014~2016 年，公司分别收到财政资金 3.09 亿元、3.11 亿元和 2.75 亿元，2017 年 1~3 月收到财政补贴 1261.66 万元，计入当年营业外收入，对公司利润总额形成较大支持。

税收优惠

税收优惠方面，根据合川国税减〔2009〕51 号减税批复文件，自 2008 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日，公司可享受税收优惠，所得税按 15% 税率缴纳税款。2011 年，根据国家税务总局财税〔2011〕58 号文件精神，重庆可比照西部地

区的税收政策执行，公司按 15% 税率缴纳企业所得税。根据重庆市合川区国家税务局于 2012 年 12 月印发的《减、免税批准通知书》（合川国税减〔2012〕515 号），公司本部、农投公司和工投公司自 2011 年 1 月 1 日起继续享受西部大开发减免税政策，企业所得税按 15% 的税率进行征收。

总体看，近年来合川区经济及财政实力增长，公司持续获得股东的大力支持，项目获取量和收入实现有保障，2016 年，区国资委将持有的 4 家重要平台公司全部股权划转至公司，公司成为区级唯一的城市基础设施建设投融资主体。合并后，公司作业区域范围扩大，资源调配能力增强，整体实力得以大幅提升。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（G10500117000039405），截至 2017 年 8 月 7 日，公司存在 17 笔未结清关注类贷款，余额共计 2.00 亿元，不存在未结清的不良信贷。已结清贷款中，存在 34 笔已结清关注类贷款和 1 笔不良类贷款。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；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。此外，公司尚有 2 笔欠息记录，已于 2012 年 8 月结清。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照现代企业制度的要求，公司建立健全了法人治理结构，成立了股东会、董事会、监事会及高级管理人员团队。公司股东会由全体

股东组成，是公司的权利机构。公司董事会由 5 人组成，董事由股东合川区国资办委派或更换，但职工代表由职工大会选举产生或更换，董事任期三年。公司监事会成员 5 人，监事由股东合川区国资办委派或更换，但职工代表由职工大会选举产生或更换，监事任期三年；每届监事会的职工代表比例由股东决定，但不得低于监事人数的三分之一，监事任期三年，董事、高级管理人员不得兼任监事。公司总经理由董事会聘任或解聘，经合川区国资办批准，董事可兼任总经理，总经理对董事会负责。

2. 管理水平

按照现代企业制度要求，公司完善了各部门的职责权限，建立了《重大事项决策制度》、《董事会议事规则》、《投资管理办法》、《财务计划管理办法》、《工程项目建设管理办法》、《经济合同管理暂行办法》、《国有资产租赁实施细则(试行)》、《聘用人员管理办法》、《员工参加在职学历教育管理暂行办法》、《后备人才管理办法》、《临时聘用人员管理办法(试行)》等多项涉及投资、资产、工程、人事、行为规范、费用控制的管理制度及规范性文件，建立健全了基本工作制度和工作规则，形成了管理有序、运作协调的工作机制。

内部财务管理方面，公司从四个方面加强内部财务管理质量。一是推行全面预算管理制度。在年初编制并下达公司和各子公司全年预算指标，加强了对项目投资成本和日常费用支出的控制；二是公司财务部是资金调度中心和财务核算中心，项目建设资金实行集中直付，提高资金的使用效率。三是推行财务委派制度。由公司统一委派各下属子公司的财务负责人，加强了对各子公司财务工作的统一管理；四是加强内部审计。除了每年接受审计局和会计师事务所审计外，定期由公司组成内部审计小组对下属子公司进行审计，从而防范了投资和经营风险，确保了预算指标的全面完成。

资金管理方面，公司按照相关规定管理和使用各项目的中央和市级财政专项资金，财务核算明晰，资金使用合规，并积极落实地方配套资金；对于区财政安排的项目专项资金和偿债资金，均能按照规定用途使用，发挥出了财政资金对项目的带动效应。

下属子公司管理方面，按照合川区融资平台整合方案，公司是一级法人企业，是整个集团的权力中心，为集团公司的母公司；二级法人企业为公司全资控股的 10 家子公司。母公司代表政府向子公司出资并行使出资人职能，具有资本运营和投资决策等多种功能；母公司是集团的战略规划中心、投资管理中心、资本运营中心、人力资源中心和财务管理中心。包括研究制定和组织实施集团公司的长远规划；负责土地储备、整治、市场一级开发；承担教育卫生事业、城市基础设施及重大建设项目投融资任务并负责偿还本息；享有产权收益，决定子公司的经营方针、重大产权变更、分配方式以及其他重大经营决策等事项；任免二级法人企业的主要经营者及监事会成员，对子公司派出董事会成员；对整个集团资金的筹集、运用、收回和分配等起着战略决策作用。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理比较规范，但公司合并整合后，对新并入子公司的实际控制能力有待进一步观察。

七、经营分析

1. 经营概况

公司的经营业务主要为合川区城市基础设施建设、土地整理和出让、水务和采砂经营权对外承包，另有部分公租房出租、供水上户安装等其他业务。

2014~2016 年，公司分别实现营业收入 40.73 亿元、36.85 亿元和 51.08 亿元，公司主要收入来自土地整治业务、代建业务和土地出让业务，三类业务合计占公司营业收入的比例

达 90%以上，除 2014 年因公司实现非经常性收入——资产出让收入，导致 2014 年占比下降至 80%。

公司主营业务毛利率较高，受折旧影响，其他业务呈亏损态。2014~2016 年，公司经营业务综合毛利率分别为 15.62%、20.98%和 25.39%，2014 年毛利率下滑主要受土地出让业务和资产出让业务影响。土地整治业务和代建业务一般是按 8%的成本加成比例确认收入，部分项目仅确认成本加成为收入；2014-2016

年，公司土地出让业务毛利率分别为 11.65%、37.22%、42.10%，为公司带来较为可观的利润，毛利率受地块整理成本影响较大；水费业务受供水需求影响，近年毛利率持续下滑。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.45 亿元，综合毛利率 5.56%。营业收入主要来自新增业务商品销售业务，2016 年为 6.27 亿元，毛利率为 4.68%，其余业务收入规模较小主要系由于年底审计结算后方可入账所致。

表 1 近三年及一期公司营业收入构成和毛利情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务小计	33.18	15.97	36.38	21.34	50.32	25.50	9.26	5.41
土地整治业务	9.71	7.77	13.08	7.56	15.05	7.41	2.51	7.41
代建业务	5.44	16.02	7.72	8.15	9.67	9.99	0.34	7.41
土地出让业务	17.64	11.65	13.83	37.32	23.33	42.10	--	--
水费业务	0.16	13.52	0.21	2.30	0.24	-20.19	0.06	-40.83
采砂经营权业务	0.05	90.99	0.72	69.87	0.69	68.37	--	--
资产出让业务	7.08	36.53	--	--	0.02	-14.29	--	--
其他	0.29	39.64	0.82	57.82	1.33	38.17	0.08	26.84
商品销售	--	--	--	--	--	--	6.27	4.68
其他业务小计	0.36	-24.21	0.47	-6.79	0.76	17.88	0.19	12.91
合 计	40.73	15.62	36.85	20.98	51.08	25.39	9.45	5.56

注：上表合计数与利润表差异系四舍五入造成。

资料来源：公司审计报告，2017 年 1~3 月数据由公司提供。

2. 业务经营分析

（1）城市基础设施代建业务

并入子公司后，公司成为合川区城市基础设施建设的区级唯一投融资主体。根据区政府的规划，公司承担大量的基础设施建设业务、工业园区建设及水业工程等任务。

公司城市基础设施建设业务的实施主体为 2016 年新并入的子公司工投公司、农投公司、华开投公司和物铁公司。各子公司分别负责不同区域的园区建设任务，项目建设模式基本一致，但项目回购方主要为对应区域直接管理部门。

其中，工投公司、华开投公司和物铁公司分别承担南溪组团、天顶组团（合川区华蓥山区块）和渭沱组团（渭沱综合物流产业园）的

园区建设；对应协议方分别为合川工业园管委会、合川区天顶组团管委会以及合川区物流园区和铁路建设领导小组办公室，由于物铁公司于 2015 年成立，代建项目和业务完整性方面尚处于筹备初期，协议方为暂定。农投公司则主要从事合川区除主城区外的污水处理厂升级改造项目、防洪堤岸和排水系统的改造扩容等水业工程建设任务，协议方为合川区财政局或合川区人民政府。

收入确认方面，公司代建业务成本主要系项目道路、桥梁、房屋、管网等工程建设支出，公司将相关成本计入“其他非流动资产”科目；收入确认方式以成本加成为主，除华开投公司加成比率为 15%（含税），工投公司、物铁公司和农投公司加成比率均为 8%（不含

税)。此外，公司部分项目仅确认成本加成部分为收入，其中 2014 年按此方式确认的收入占比较高。公司合并整合后，将加强统一管理，未来将逐步统一业务模式和账务处理方式。

2014~2016 年，公司分别实现代建业务收入 5.44 亿元、7.72 亿元和 9.67 亿元，收入规模逐年增长；2017 年 1~3 月，公司代建业务收入为 0.34 亿元，收入规模较小，主要系建设期较长的项目需在年底结算审计结转成本所致。

(2) 土地整治与出让业务

公司土地整治业务的实施主体为工投公司，其业务模式、协议方和收入确认方式与城市基础设施代建业务基本一致。不同的是账务处理中，公司将土地整治业务的成本支出计入“存货”科目。2014~2016 年，公司实现土地整治收入 9.71 亿元、13.08 亿元和 15.05 亿元。

公司土地出让业务的实施主体主要为公司本部、农投公司和工投公司。

公司通过土地整理形成一定土地资产，后期通过招拍挂程序或转让实现土地出让业务收入。其经营模式主要分两种，一种是由公司负责对规划土地进行依法征用、拆迁，并进行三通一平或五通一平等相关整理工作，土地整理成本计入存货科目；土地整理完毕后交由合川区国土局进行招拍挂；土地出让综合价金直接进入合川区财政专户，土地出让综合价金扣除上缴 3%后全额返还给公司，在土地出让并正式移交给重庆市合川区国土资源和房屋管理局时确认土地出让业务收入，公司本部实行该经营模式。另一种是由公司直接与政府签订土地回购或转让协议，待土地整理完毕并达到转让要求后，按约定回购或转让价款确认土地出让业务收入，农投公司和工投公司部分实行该经营模式。土地整理过程中实际发生的土地征用及安置补偿费、上缴税费、基础平场等成本均计入“存货”科目。2014~2016 年，公司土地出让业务分别实现收入 17.64 亿元、13.83 亿元和 23.33 亿，2017 年 1~3 月无土地出让业务，该板块是公司重要的收入和利润来源。

表 2 公司土地出让情况（单位：亩、万元）

年 度	面 积	土地出让综合价金	土地出让业务收入
2014 年	1296.62	178895.34	176403.41
2015 年	365.55	140971.61	138294.46
2016 年	922.88	238675.74	233330.46

资料来源：公司提供

公司账面有 27000 余亩土地，未来仍将为公司带来可观的土地出让业务收入，但该板块的收入规模易受房地产政策和土地市场供需情况影响，存在一定不确定性。

(3) 自来水销售和污水处理业务

公司自来水销售业务由农投公司下属全资子公司江城水务负责。公司自来水销售和污水处理业务覆盖范围含除合川区合阳城街道办事处、钓鱼城街道办事处、南津街街道办事处三个街道以外的所有镇街，在合川区除中心城区外乡镇供水业务具有区域专营优势。江城水务运营和管理 19 个水厂，日供水能力约 11.79 万吨，其中大部分为场镇水厂，日供水能力和服务范围较小，近年，区域内入驻企业增多，公司供水能力有待提升。2014~2016 年，公司供水量分别为 679.40 万吨、698.32 万吨和 783.71 万吨，产销差率均为 20%，水费回收率为 90%左右。

表 3 公司供水情况（单位：万吨、%）

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
供水量	679.40	698.32	783.71
售水量	543.52	558.70	627.05
产销差率	20.00	20.00	20.00
水费回收率	89.28	92.40	91.79

资料来源：公司提供

表 4 自来水和污水处理价格(单位：吨/年·户、元/吨)

项 目	自来水价格	到户价格	污水处理价格
居民生活用水	2.80	2.80	1.00
工业用水	3.30	3.30	1.30
特种行业用水	4.00	3.30	1.30

资料来源：公司提供

同时，江城水务尚有部分污水处理业务，污水处理费收入规模较小且同水费一同收取，遂未单独核算。近年来，公司逐渐收购合川区

城区周边乡镇污水处理厂，截至 2016 年底，公司完成 23 个污水处理厂的收购及建设工作，资金投入通过代建模式实现资金平衡。

2014~2016 年，公司水费收入分别实现 0.10 亿元、0.21 亿元和 0.24 亿元，营业成本主要由人员工资、设备折旧、水资源费、检测费等构成。2014~2016 年水务业务毛利率分别为 -12.22%、2.30%和 -20.19%，毛利率波动主要系公司在北汽银翔汽车工业园附近专门设立的水厂，因自然环境等原因供水量不足，水厂通过对外购水保证供水需求，外购成本较高，造成毛利率下降。

（4）商品销售业务

2016 年 10 月，公司与北京赛普工信投资管理有限公司共同出资设立重庆天宇星辰供应链服务有限公司（以下简称“天宇星辰”），注册资本 1.00 亿元，公司持股 60%。天宇星辰主要业务为为入驻合川区的企业提供供应链管理服务，包括采购代理、供应链融资等，因此相应形成商品销售收入。目前，公司代理采购业务中会先向委托方收取 10%左右的定金，由公司垫付其余采购资金，待委托方完成销售回款后，再向天宇星辰支付剩余资金。该板块毛利率较低，2017 年 1~3 月，公司确认商品销售收入 6.27 亿元，占营业收入的 66.37%；同期毛利率为 4.68%。

（5）采砂经营权承包等其他业务

2014 年，根据合川区国资办出具的合川国资〔2014〕127 号文，将评估价值为 10.87 亿元的涪江、渠江、嘉陵江合川段 50 年的三江河道砂石资源开采权授予农投公司经营。2014 年 9 月，公司与承包方签订了 3 年期的砂石承包合同，合计承包款项为 2.16 亿元，2014 年按 3 个月结算，以后年份半年结算一次。

2014年，公司新增非经常性业务——资产出让业务，为取得资产效益最大化，公司将建设的拆迁安置还房剩余部分资产、零星房产进行转让。2014年和2016年，公司实现资产出让收入7.08亿元和0.02亿元。资产出让业务收入为公司非常态性收入来源，但考虑到公司名下已完工或者在建的保障性生活住房量相对较大，后续可能会继续存在此收入。未来此业务发展具有不确定性，联合资信将持续关注。

租金业务主要系商业房、车库等自有资产的对外出租，安装业务主要系农投公司子公司重庆江城水务有限公司的业务，安装业务分为集中供水上户安装和散户及不太集中上户安装，集中供水上户安装统一委托给指定安装队伍实施；散户及不太集中上户安装由个对应水厂实施，收费方式及价格由区政府及区国资办统一定价。其他业务还包括书、服装销售收入、景区收入、文化表演收入等。

3. 未来发展

未来公司仍将继续作为合川区区级唯一的基础设施建设和土地整理投融资主体，从城市基础设施建设及公租房、廉价房等建设任务。公司在建项目中，除公租房建设项目、渭沱水上作业区以及合川城区涪江上段防洪护岸工程未来计划用于经营性租售或自持外，其余项目均为代建项目。

截至2017年3月底，公司主要在建项目计划总投资额为97.78亿元，已累计完成投资60.22亿元，尚需投资37.56亿元；公司拟建项目为合川区城市停车场建设项目，该项目计划总投资为13.70亿元。

公司目前在建项目后期资金需求较大，作为合川区城市基础设施建设的唯一平台，公司未来发展前景良好。

表5 截至2017年3月底公司主要在建项目情况 （单位：万元）

项目名称	建设期	计划总投资额	已投资额	是否为代建	未来投资金额		
					2017 年	2018 年	2019 年
草街航电枢纽工程淹没影响区迁建	2010~2017 年	130000	123968	是	6032	--	--

草街航电枢纽集镇拆迁							
中国微车配件产业基地	2016~2018 年	149200	17096	是	53000	40000	30000
草街农民创业园首期路网等基础设施工程项目	2010~2017 年	156000	154489	是	1511	--	--
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	2011~2017 年	78655	74656	是	3999	--	--
火车站站前广场及地下商业工程	2013~2018 年	69000	4000	是	35000	30000	--
合川渠江绿道工程	2016~2018 年	36300	1794	是	10000	15000	9506
渠江景观大桥	2016~2019 年	44232	173	是	5000	20000	19059
瑞山中学迁建项目	2016~2018 年	38000	14069	是	15000	8931	--
盐井中学迁建项目	2016~2018 年	28000	79	是	22921	5000	--
南溪公租房一期、二期及沙溪还房项目	2010~2017 年	60000	53943	是	6057	--	--
沙坪路北侧公租房项目	2012~2017 年	118000	116915	否	1085	--	--
渭沱水上作业区（一期）	2016~2018 年	25442	304	否	10000	15138	--
合川城区涪江上段防洪护岸工程（赵家渡段）	2012~2017 年	45000	40733	否	4267	--	--
合 计		977829	602219		173872	134069	58565

资料来源：公司提供

总体看，公司目前在建项目后期资金需求较大，公司作为合川区建设的实施主体，是合川区城市基础设施建设的重要平台，未来发展前景良好。

八、财务分析

公司提供了 2013 年至 2016 年 4 月和 2016 年合并财务报告，追溯调整了工投公司等 4 家公司股权划转后的财务数据，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，并出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年 1~3 月财务数据未经审计。

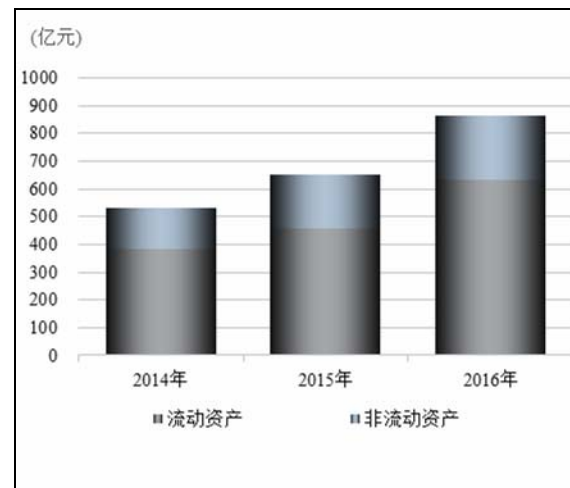
截至 2016 年底，公司资产总额 863.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益 10.06 亿元）371.99 亿元；2016 年，公司实现营业收入 51.08 亿元，利润总额 7.57 亿元。

2017 年 3 月底，公司资产总额 885.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益 10.59 亿元）371.10 亿元；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.45 亿元，利润总额-1.22 亿元。

1. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 27.34%。截至 2016 年底，公司资产总额 863.77 亿元，其中流动资产占比 73.07%，公司资产以流动资产为主要构成。

图 1 2014~2016 年资产规模及构成



资料来源：公司模拟审计报告，联合资信整理

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 28.33%。2016 年底，公司流动资产合计 631.16 亿元，主要仍由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，分别占流动资产的 19.99%、16.24%、12.14%和 49.45%。

2014~2016 年，公司货币资金快速增长。2016 年底，公司货币资金 126.14 亿元，同比增长 164.31%，其中定期存款和保证金等受限资金合计 11.06 亿元。

2014~2016 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 42.56%。2016 年底，公司应收账款 102.48 亿元，同比增长 51.97%，其中应收合川工业园管委会 66.26 亿元，较 2015 年底的 58.24 增加 8.02 亿元，账龄为 1~4 年；应收

合川区财政局 28.15 亿元,较 2015 年底的 7.17 亿元增加 20.98 亿元,账龄为 1~5 年以上;应收合川工业园区天顶组团管委会 7.25 亿元,较 2015 年底的 1.83 亿元增加 5.42 亿元,账龄为 1 年以内,上述款项合计占应收账款余额 99.19%,集中程度较高,但规模大且无明确还款计划,对公司资金形成较大占用,公司计提坏账准备 73.90 万元。

2014~2016 年,公司预付款项年均复合增长 28.12%。2016 年底,公司预付款项 8.79 亿元,其中 1 年内占比 51.29%,1~2 年占 38.26%,主要系预付的项目工程款。

2014~2016 年,公司其他应收款年均复合增长 48.96%。2016 年底,公司其他应收款 76.60 亿元,同比增长 39.29%,其中应收合川区财政局 32.95 亿元,较 2015 年底的 14.71 亿元增加 18.24 亿元,账龄 0~5 年;应收合川工业园区天顶组团管委会 9.03 亿元,较 2015 年的 11.38 亿元减少 2.35 亿元,账龄 1 年以内;其余主要为应收合川区政府部门及下辖城镇政府,公司未对上述款项计提坏账准备。

2014~2016 年,公司存货波动中有所增长,年均复合增长 5.80%。2016 年底,公司存货账面价值 312.10 亿元,同比增长 12.41%,公司存货主要由开发成本构成,按土地整理过程中实际发生的土地征用及安置补偿费、上缴税费、基础平场等成本进行初始计量,2016 年底,公司存货项下土地使用权账面价值 207.09 亿元,其中 67.91 亿元用于抵押,公司未对存货计提跌价准备。

2016 年底,公司其他流动资产总额 5.06 亿元,为短期理财产品和“16 合川专项债/16 合川投”转贷资金 1.33 亿元。

2014~2016 年,公司非流动资产快速增长,年均复合增长 24.76%。2016 年底,公司非流动资产合计 232.61 亿元,同比增长 19.01%,为主要由长期应收款、投资性房地产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。

2016 年,公司可供出售金融资产快速增长,2016 年底为 2.15 亿元,主要为对鹰潭市信银合建投资管理中心(有限合伙)、重庆建合石粉有限责任公司、重庆中建合川水务有限责任公司和合川区新闻信息中心的投资。

2016 年底,公司长期应收款 9.77 亿元系 2014 年因公司代建南屏大桥、国道 212 改造工程、盐井大件路改造工程 A 款、入城隧道等项目移交合川区财政局而确认的应收款项。

2014~2016 年,公司投资性房地产波动增长,年均复合增长 21.26%,公司投资性房地产均系公司本部资产,未来主要用于出租。2016 年底,公司投资性房地产 11.32 亿元,同比快速增长 53.47%,包括公司购置的茂田·国际建博城(住宅)、金田置业·义乌鑫城(住宅)等公租房项目和车库。

2016 年底,公司固定资产 2.09 亿元,系在建工程中的城投大厦转入 1.20 亿元。

2014~2016 年,公司在建工程快速增长,年均复合增长 29.52%。2016 年底,公司在建工程 29.17 亿元,同比增长 14.28%,主要系公租房、水厂、道路、管网等项目的建设。

2014~2016 年,公司无形资产保持相对稳定,2016 年底,公司无形资产账面价值 10.39 亿元,主要由土地使用权、砂石开采权和软件构成,其中砂石采矿权 10.38 亿元,系因合川区国资办用于补偿收回子公司合川农投 36 宗土地资产而拨入,据此合川农投享有 50 年三江(涪江、渠江、嘉陵江)河道砂石资源开采权,评估入账价值 10.87 亿元,2015~2016 年,农投公司因砂石采矿分别产生 0.72 亿元和 0.69 亿元砂石采运承包收入。

公司其他非流动资产主要为代建工程投入。2016 年底,公司其他非流动资产 166.54 亿元,其中公益性资产林权和道路资产等合计 8.12 亿元,接受政府委托的基础设施建设等工程代建项目投入合计 158.37 亿元,未来由政府按发生的工程进度支付管理费或在工程完工后由政府进行回购。

2017 年 3 月底, 公司资产总额 885.08 亿元, 较 2016 年底小幅增长 2.47%, 其中流动资产占 72.68%, 各类资产结构较 2016 年底变化较小。2017 年 3 月底, 公司应收账款 109.69 亿元, 较 2016 年底增长 7.03%; 存货 318.40 亿元, 较 2016 年底增长 2.02%, 仍系公司最主要的资产构成。

总体看, 近年公司资产规模大且呈不断增长趋势, 土地使用权、基础设施建设项目投入和应收合川区政府部门款项成为公司主要资产构成, 此外, 尚有一定规模公益性资产, 公司整体资产流动性较弱且资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年, 公司所有者权益不断增长, 年均复合增长 16.61%。截至 2016 年, 公司所有者权益(含少数股东权益)合计 371.99 亿元。

2016 年底, 公司实收资本 49.10 亿元, 较 2015 年底的 15.00 亿元增加 34.10 亿元, 系由资本公积转入。

2014~2016 年, 公司资本公积波动增长, 年均复合增长 10.51%。近年, 公司收到合川区政府部门注入或置换的部分股权、土地资产以及无偿划拨的财政资金, 2016 年底, 公司资本公积 275.42 亿元, 新增 33.42 亿元, 主要来自合川区财政局的资金注入, 减少 36.26 亿元, 除转入实收资本外, 为合川区政府收回或注销土地所致。

2017 年 3 月底, 公司所有者权益合计 371.10 亿元, 较 2016 年底下降 0.24%; 2017 年 3 月底, 公司实收资本和资本公积分别为 49.10 亿元和 275.42 亿元, 较 2016 年底保持不变。

总体看, 公司近年所有者权益不断增长, 权益稳定性较好。

负债

2014~2016 年, 公司负债快速增长, 年均复合增长 37.75%。2016 年底, 公司负债总额

491.78 亿元, 同比大幅增长 49.85%, 其中非流动负债占比由 2015 年底的 61.98% 增长至 73.30%, 公司负债结构以非流动负债为主且占比逐年提高。

2014~2016 年, 公司流动负债有所增长, 年均复合增长 5.09%。2016 年底, 公司流动负债合计 131.32 亿元, 同比小幅增长 5.24%。公司短期借款 4.08 亿元, 同比下降 38.18%; 其他应付款 53.13 亿元, 同比下降 19.73%, 主要由往来资金构成, 余额前五名应付方应付账款合计占比 62.53%, 应付方包括合川区土地储备整治中心、合川区财政局、中国葛洲坝集团股份有限公司等。

2014~2016 年, 公司非流动负债快速增长, 年均复合增长 60.32%, 主要系进行了较大规模的债券融资。2016 年底, 公司非流动负债合计 360.45 亿元, 同比增长 77.22%, 长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款均有较大幅度增长。2014~2016 年, 公司应付债券年均复合增长 39.13%, 2016 年底, 公司应付债券 88.56 亿元, 其中 2016 年增长幅度较大, 主要系公司新增 5 亿元小微企业增信集合债券、12 亿元专项债券和 50 亿元各类私募债券; 长期应付款 23.24 亿元, 增长主要来自融资租赁款的增加, 公司长期应付款均为有息债务; 专项应付款合计 56.12 亿元, 主要是针对花滩片区基础设施建设项目、中小学项目和公租房项目的专项建设资金; 其他非流动负债主要系国开基金注入公司的股权投资资金。

2014~2016 年, 公司全部债务快速增长, 年均复合增长 55.20%, 2016 年底, 公司全部债务 336.50 亿元, 同比大幅增长 81.28%, 其中长期债务 280.20 亿元, 占比 83.27%。截至 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分别为 56.93%、47.50% 和 42.96%, 较 2015 年底均有所增长。计入长期应付款和其他非流动负债中有息债务后, 公司调整后全部债务全部债务资本化比

率为 50.84%，较 2015 年底增加 11.03 个百分点，公司债务负担加重。

图 2 2014~2017 年 3 月公司债务情况



资料来源：公司模拟审计报告，联合资信整理。

2017 年 3 月底，公司负债合计 513.98 亿元，较 2016 年底小幅增长 5.40%，非流动负债占比由 2016 年底的 73.30% 提高至 74.14%，公司负债结构较 2016 年底变化较小。2017 年 3 月底，公司应付债券 88.64 亿元，较 2016 年底增长 0.09%；长期应付款合计 26.00 亿元，较 2016 年底增长 11.90%，均为有息债务，仍主要由融资租赁款构成。2017 年 3 月底，公司全部债务合计 340.42 亿元，较 2016 年底小幅增长 1.16%，其中长期债务 297.87 亿元。2017 年 3 月底，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 58.07%、47.84% 和 44.53%，将长期应付款和其他非流动负债中有息债务分别计入长期债务后，调整后全部债务为 366.42 亿元，调整后全部债务资本化比率为 49.68%。公司长期债务结构保持稳定，债务规模小幅增长。

总体看，近年公司负债规模快速增长，债务结构以长期债务为主，公司整体债务负担尚可。

3. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入波动中有所增长，2016 年，公司实现营业收入 51.08 亿元，同比增长 38.61%，来自土地出让收入的增长；公司营业成本同速增长；2014~2016 年，公司

期间费用率分别为 8.05%、13.09%、13.98%；2016 年，公司实现营业利润分别为 2.17 亿元、2.74 亿元、5.39 亿元，2016 年公司营业利润同比增长 97.00%，增长幅度较大。

作为合川区区级唯一的基础设施和土地整理投融资平台，公司持续收到合川市各级政府拨入的财政补贴。2014~2016 年，公司营业外收入分别为 3.14 亿元、3.28 亿元、2.88 亿元，均主要由财政补贴构成，一定程度上提高了公司总体利润水平。

从盈利指标看，2014~2016 年，公司营业利润率实现快速增长，分别为 13.48%、20.70% 和 24.80%；受资产和权益规模扩大影响，2014~2016 年，公司总资本收益率和净资产收益率呈波动增长，2016 年，公司总资本收益率和净资产收益率 1.71% 和 1.65%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.45 亿元，系 2016 年全年的 18.50%，公司部分收入来源在年底结算确认。2017 年 1~3 月，公司营业利润 -1.58 亿元，公司财务费用为 1.83 亿元，公司债务规模较大，财务费用支出占比提高。2017 年 1~3 月，公司营业外收入 0.37 亿元，利润总额 -1.22 亿元。

总体看，公司收入规模较大且实现波动增长，但期间费用占比不断提高，利润对财政补贴有所依赖，公司整体盈利能力较弱。

4. 现金流分析

经营活动方面，2014~2016 年，公司现金流入主要来自于收到的其他与经营活动有关的现金和销售商品、提供劳务收到的现金。2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 66.00 亿元、87.07 亿元、131.14 亿元，其中，销售商品提供劳务收到的现金分别为 24.61 亿元、17.58 亿元、22.00 亿元，现金收入比分别为 60.41%、47.70%、43.06%，公司收入实现能力弱；收到其他与经营活动有关的现金大部分为与政府的往来资金。公司现金流出中购买商品、接受劳务支付的现金主要为公司项目建

设资金流出，该部分项目系与土地配套持有未来以备出售的项目；支付其他与经营活动有关的现金亦主要为政府往来资金。2014~2016年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为5.21亿元、0.16亿元、0.86亿，现金流量净额规模较小且波动幅度受往来资金影响较大。

投资活动方面，2014~2016年，公司投资活动现金流入量很小；现金流出主要为用于出租的资产及公益性项目资金投入，计入购建固定资产、无形资产等支付的现金；2016年，公司支付其他与投资活动有关的现金58.94亿元，主要为借出款项。公司投资活动现金流主要体现为现金流出，2014~2016年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-25.12亿元、-34.22亿元、-100.88亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要体现为取得借款收到的现金，2014~2016年分别为47.39亿元、118.29亿元、209.04亿元，近两年公司融入资金规模大；收到其他与筹资活动有关的现金主要由政府拨入的项目资本金和非金融机构借款构成。现金流出主要为偿还借款本息，2014~2016年，公司筹资活动现金流出分别为66.08亿元、107.14亿元、91.36亿元，资金流出规模波动增长。2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为17.51亿元、64.56亿元、176.16亿元。

2017年1~3月，公司经营活动现金流体现为净流出，现金净流量为-10.95亿元；销售商品、提供劳务收到的现金1.84亿元，现金收入比19.42%，公司当期收入获现能力较弱；往来款仍系公司经营活动现金流中最大的款项支出和收入。投资活动方面仍体现为由固定资产、无形资产所形成的现金流出，2017年1~3月，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.46亿元；筹资活动方面以现金流出为主，2017年1~3月实现现金流量净额-3.83亿元。

总体看，公司经营活动现金流量净额较小，收现质量差且受往来资金波动影响较大，

经营活动产生的现金净流入规模无法覆盖公司投资活动支出，公司对外融资依赖性较强。

5. 偿债能力

2014~2016年，公司流动比率和速动比率均不断增长，2016年底，公司流动比率和速动比率分别为480.61%和242.95%，较2015年底的367.00%和144.50%有所上升，2017年3月底，上述两指标分别为479.86%和242.35%，公司短期偿债能力较强。

2014~2016年公司EBITDA分别为7.94亿元、9.59亿元、14.31亿元；全部债务/EBITDA分别为17.46倍、19.36倍、23.51倍，公司长期债务偿还压力大。综合考虑合川区政府对公司各方面的支持，公司的整体偿债能力较强。

截至2017年3月底，公司对外担保余额合计12.93亿元，担保比率为3.48%，被担保单位以合川工业园区内企业和事业单位为主，均处于正常经营状态，公司担保比率低，或有负债风险可控。

截至2017年3月底，公司共获金融机构授信额度总额363.99亿元，已使用276.72亿元，尚有87.28亿元未使用，公司间接融资渠道畅通。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
本期中期票据计划发行10亿元，用于偿还公司借款。本期中票发行金额分别相当于公司2016年负债总额、全部债务和长期债务的2.03%、2.97%和3.57%，本期中期票据的发行对公司现有债务规模和结构影响较小。

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分别为56.93%、47.50%和42.96%，本期中期票据发行后，上述三指标分别增长至57.43%、48.23%和43.82%，公司债务负担有所加重，但考虑本期

中期票据募集资金均用于偿还公司借款，发行后实际债务指标或低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年，公司EBITDA分别为7.94亿元、9.59亿元、14.31亿元，分别是本期中期票据金额的0.79倍、0.96倍和1.43倍，EBITDA对本期中期票据发行金额覆盖能力弱。

2014~2016年，公司经营活动现金流入量分别为66.00亿元、87.07亿元、131.14亿元，分别为本期中期票据发行金额的6.60倍、8.71倍、13.11倍；2014~2016年，公司经营活动现金流量净额分别为5.21亿元、0.16亿元、0.86亿元，分别为本期中期票据发行金额的0.52倍、0.02倍、0.09倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

本期中期票据计划于2018年发行，假设第三年（2021年）投资者均选择回售，届时公司需偿还债券本金合计30.60亿元，公司2016年经营活动现金流入量及其覆盖倍数为4.29倍，覆盖能力较强；假设投资者均不行权，则本期中期票据将于2023年到期兑付，届时公司已发行的“16合川专项债”也将偿付分期本金2.40亿元，则公司2023年应偿还债券本金合计12.40亿元，公司各指标对其保障将有所增强。

公司为合川区基础设施建设和土地整理的重要投融资主体，在资产注入等方面持续获得合川区政府的支持，公司资产中有较大规模对合川区各级政府应收款和往来款，未来将逐步实现资金回笼。

总体看，公司EBITDA和经营活动现金流量净额对本期中期票据覆盖能力弱，经营活动现金流入量保障能力强。

十、结论

公司作为合川区唯一的区级城市基础设施建设、土地一级整理、工业园区开发建设的投融资主体，在承担合川区重大建设项目、经营

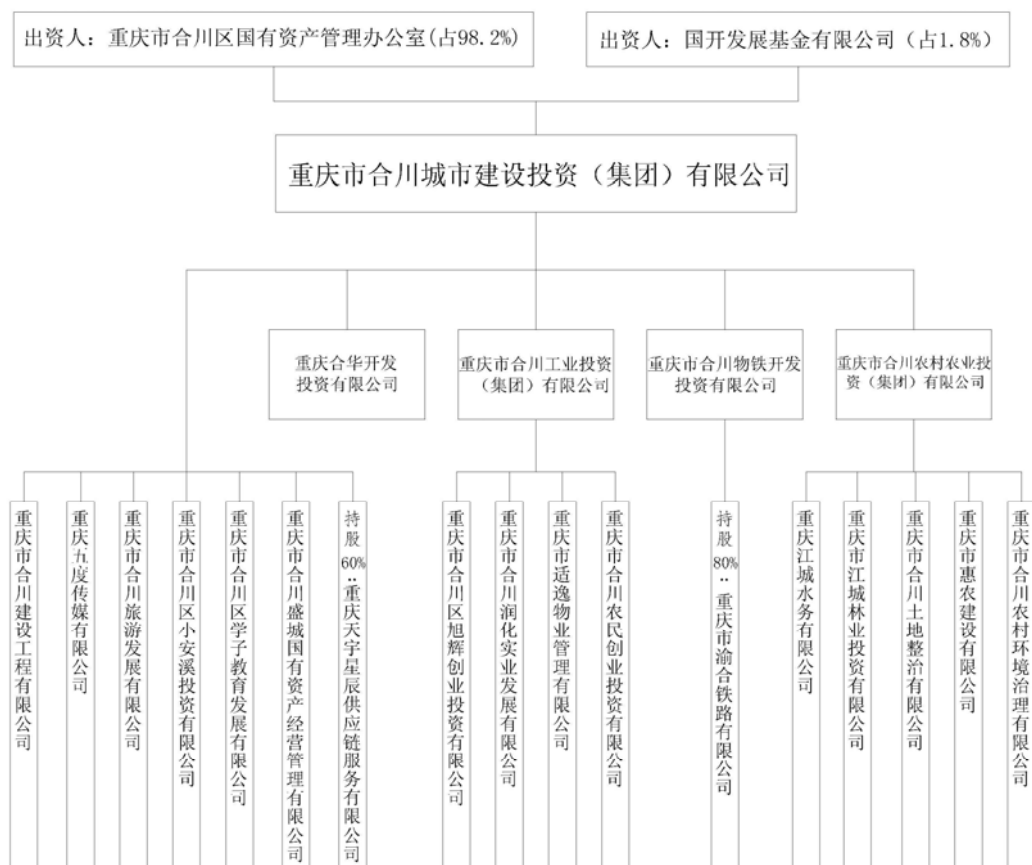
管理合川区国有资产和促进城市发展方面处于重要地位，近年来，公司持续获得合川区政府的大力支持。同时，公司所属区域合川区经济保持快速发展，为公司发展提供了较良好的外部经营环境。

近年，公司获得合川区政府在股权划拨方面的重要支持，使公司资产规模和收入规模大幅提升，整体偿债能力增强；但同时也需关注公司土地资产大部分处于抵押状态，其他非流动资产主要为代建资产且规模较大，公司整体资产质量一般，资产流动性较弱；受公用事业行业特性所限，公司整体盈利能力较弱；公司债务规模上升较快。

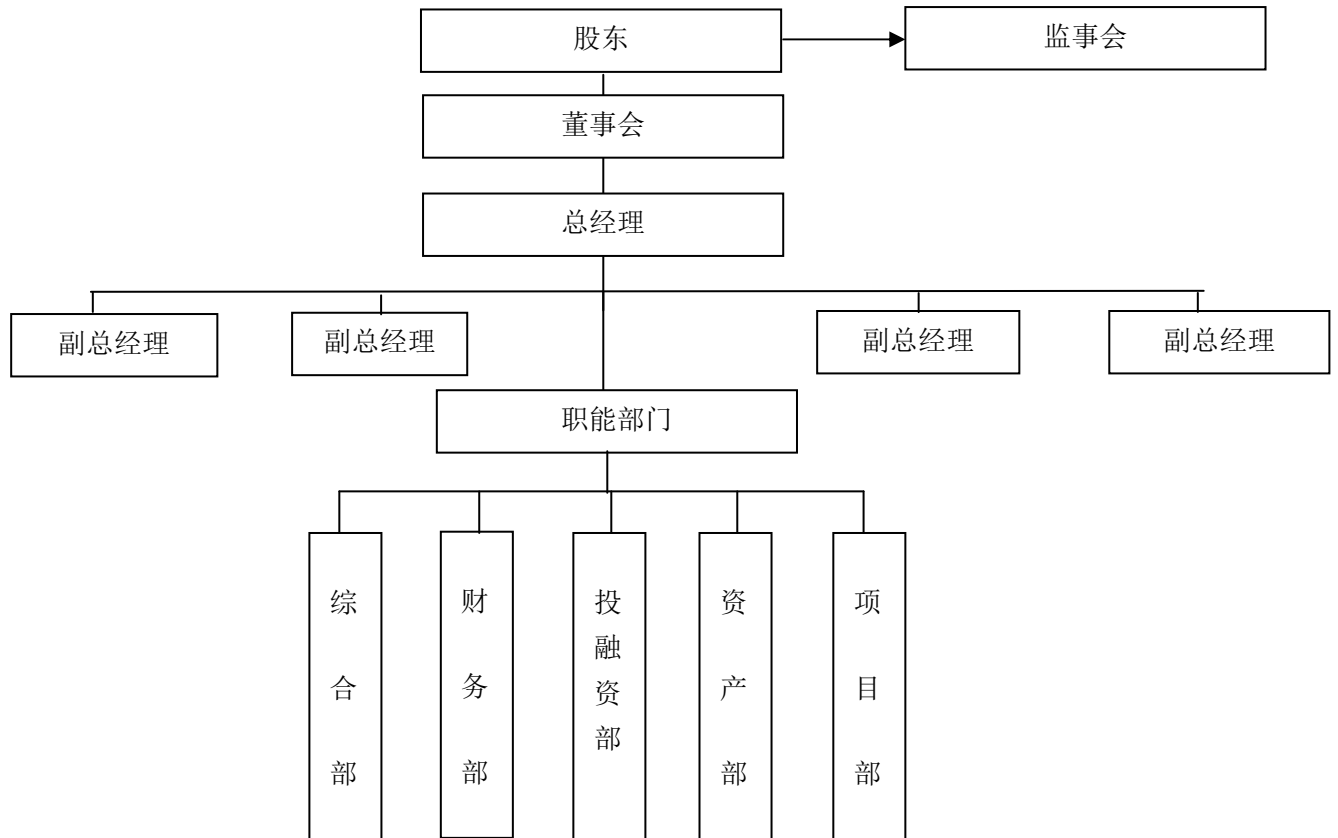
本期中期票据的发行对现有债务规模和结构影响较小；公司EBITDA对本期中期票据待偿还本金保障能力弱，经营活动现金流入量对待偿还本金保障能力强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.13	47.72	126.14	121.86
资产总额(亿元)	532.70	653.42	863.77	885.08
所有者权益(亿元)	273.54	327.60	371.99	371.10
短期债务(亿元)	46.92	40.96	56.30	42.54
长期债务(亿元)	91.72	144.67	280.20	297.87
全部债务(亿元)	138.64	185.63	336.50	340.42
营业收入(亿元)	40.73	36.85	51.08	9.45
利润总额(亿元)	5.26	5.96	7.57	-1.22
EBITDA(亿元)	7.94	9.59	14.31	--
经营性净现金流(亿元)	5.21	0.16	0.86	-0.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.81	0.63	0.60	--
存货周转次数(次)	0.12	0.10	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.06	0.07	--
现金收入比(%)	60.41	47.70	43.06	19.42
营业利润率(%)	13.48	20.70	24.80	5.19
总资本收益率(%)	1.70	1.62	1.71	--
净资产收益率(%)	1.63	1.52	1.65	--
长期债务资本化比率(%)	25.11	30.63	42.96	44.53
全部债务资本化比率(%)	33.64	36.17	47.50	47.84
资产负债率(%)	48.65	50.23	56.93	58.07
流动比率(%)	322.30	367.00	480.61	479.86
速动比率(%)	87.82	144.50	242.95	242.35
经营现金流动负债比(%)	4.38	0.13	0.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.46	19.36	23.51	--

注：2014-2015 年财务数据为追溯调整数据，2017 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	
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%
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。

联合资信评估有限公司关于 重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司 2018 年度第一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。

重庆市合川城市建设投资（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。

重庆市合川城市建设投资（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城市建设投资（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，重庆市合川城市建设投资（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城市建设投资（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，如发现重庆市合川城市建设投资（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城市建设投资（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，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与重庆市合川城市建设投资（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。