信用等级公告

联合[2018] 2487 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）有限公司主体及其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^+，并维持“18 合川城投 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年八月三十一日

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
2018 年度第一期中期票据跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+
上次主体长期信用等级：AA^+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 合川城投 MTN001	10 亿元	2023/8/6	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 8 月 31 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	47.72	126.14	94.51	78.26
资产总额(亿元)	653.42	863.77	935.07	946.00
所有者权益(亿元)	327.60	371.99	390.82	389.64
短期债务(亿元)	40.96	56.30	41.27	33.57
长期债务(亿元)	144.67	280.20	306.66	322.48
全部债务(亿元)	185.63	336.50	347.93	356.04
营业收入(亿元)	36.85	51.08	71.44	6.29
利润总额(亿元)	5.96	7.57	6.26	-1.20
EBITDA(亿元)	9.59	14.31	13.59	--
经营性净现金流(亿元)	0.16	0.86	6.81	1.91
应收类款项/资产总额(%)	20.99	21.86	24.93	25.84
营业利润率(%)	20.70	24.80	12.85	1.24
净资产收益率(%)	1.52	1.65	1.33	--
资产负债率(%)	50.23	56.93	58.20	58.81
全部债务资本化比率(%)	36.17	47.50	47.10	47.75
流动比率(%)	367.00	480.61	518.75	527.46
经营现金流动负债比(%)	0.13	0.66	5.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.36	23.51	25.60	--

注：2015 年财务数据为追溯调整数据，2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王 妍　张龙景

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

跟踪期内，重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为合川区唯一的城市基础设施投资建设主体的专营优势不变，持续获得合川区政府在资产注入方面的支持，跟踪期内公司业务多元化发展带动营业收入增长。同时，联合资信也关注到公司资产流动性较弱、采砂业务暂缓以及盈利能力减弱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，公司基础设施建设业务和土地出让业务将有所提升，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^+，并维持“18 合川城投 MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是合川区唯一的城市基础设施投资建设主体，区域专营优势突出。
2. 跟踪期内，合川区政府在资产注入、财政补贴等方面给予公司持续支持。
3. 公司拓展经营领域至贸易板块，在跟踪期内实现盈利，带动公司收入规模增长。

关注

1. 公司资产中土地使用权和城市基础设施代建项目规模较大，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。
2. 跟踪期内，受新增业务板块毛利率低以及土地出让收入下滑影响，公司盈利能力减弱，收入获现能力弱。

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
2018 年度第一期中期票据跟踪评级报告

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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

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办公室（以下简称“合川区国资办”）。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 50.00 亿元。其中国开发展基金有限公司持有公司 1.80%股权[1]；合川区国资办持有公司 98.20%股权，系公司实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围下共有 22 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 2017 年底，公司资产总额 935.07 亿元，所有者权益 390.82 亿元；2017 年，公司实现营业收入 71.44 亿元，利润总额 6.26 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 946.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益 15.56 亿元）389.64 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.29 亿元，利润总额-1.20 亿元。

公司地址：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2018年8月24日，联合资信所评的公司存续期内中期票据“18合川城投MTN001”余额10.00亿元，募集资金已使用378.85万元，用于支付募集资金用途中约定的债务利息。

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
18 合川城投 MTN001	10 亿元	10 亿元	2018/8/6	5 年

注：中期票据存续期第三年末附设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业概况

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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融

[1] 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，公司实收资本 49.10 亿元。

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。特别是随着《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

在2014年发布的《43号文》的背景下，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）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表2 2017年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预〔2017〕50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预〔2017〕87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金〔2017〕55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预〔2017〕89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年未余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金〔2017〕92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管

	工作的通知》财预〔2018〕34号	理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金〔2018〕54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

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2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17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。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

2017年，合川区经济持续增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《合川区政府工作报告》，2017年，合川区预计实现地区生产总值580亿元、增长8.5%，全社会固定资产投资644亿元、增长10.5%，社会消费品零售总额279亿元、增长11%，城乡常住居民人均可支配收入分别达31865元、15822元，增长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办。

2. 外部支持

公司是合川区区级唯一的基础设施建设主体。跟踪期内，合川区财政实力稳步增长，政府债务负担较重；跟踪期内，合川区政府在资本性资产注入和经营性财政补贴方面给予公司持续支持。

2017年，合川区实现财政收入88.25亿元。实现一般预算收入41.53亿元，同口径增长4.7%，增长幅度较小主要受“营改增”影响；完成一般预算支出93.56亿元，财政自给率为44.34%，自给率较低。实现政府性基金收入46.20亿元，增长1.8%；上级补助资金44.43亿元，债转贷资金33.30亿元。截至2017年底，合川区政府债务余额118.46亿元。

2017年，合川区政府向公司置换政府债券、拨付资本金等作为资本性投入，具体包括：地方政府债券7.02亿元、资金0.33亿元、双凤接渝武高速道路工程草街段相关项目的土地成本1.46亿元、农创园污水处理厂项目的土地成本0.14亿元。

此外，2017年公司还收到合川区政府拨付的政府补助4.57亿元及税收返还0.12亿元，作为经营性补贴支持。

跟踪期内，合川区政府给予公司持续支

持。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况尚可；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 2018 年 7 月 24 日，公司无未结清关注类或不良类信贷信息记录；无新增已结清关注类和不良类贷款以及欠息记录。过往存在已结清关注类贷款 51 笔和 1 笔不良类贷款；2 笔欠息记录，已于 2012 年 8 月结清。

截至 2018 年 8 月 15 日，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，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化，公司管理制度执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司土地出让收入下滑；公司新增贸易业务导致公司营业收入大幅增长的同时毛利率下降。

公司的经营业务主要为合川区内城市基础设施建设、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。

2017 年，公司实现营业收入 71.44 亿元，同比增长 39.84%，主要系公司贸易收入大幅增长至 23.27 亿元，该收入主要来自公司新增的商品销售业务板块。同期，公司土地整治业务、代建业务和土地出让业务仍系公司主要收入主要构成，较上年有所波动系受工程进度影响所致。

2017 年，公司综合毛利率 13.47%，同比下降 11.92 个百分点，主要系新增商品销售业务毛利率很低以及土地出让收入下滑所致。同期，公司采砂经营权亏损主要系部分合同终止导致该板块收入减少所致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.29 亿元，综合毛利率 1.73%。营业收入主要来自新增业务商品销售业务，为 6.06 亿元，毛利率为 1.98%。其余业务收入规模较小主要待年底审计结算后方可入账所致。

表 3 公司营业收入构成和毛利情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务小计	**50.32**	**25.50**	**70.75**	**14.09**	**6.26**	**1.30**
土地整治业务收入	15.05	7.41	12.99	7.41	--	--
代建业务收入	9.67	9.99	22.86	12.46	--	--
土地出让业务收入	23.33	42.10	11.20	49.29	--	--
水费收入	0.24	-20.19	0.24	-28.87	0.06	-40.72
采砂经营权收入	0.69	68.37	0.10	-119.49	--	--
传媒收入	--	--	0.07	-7.99	0.02	76.78
资产出让收入	0.02	-14.29	--	--	0.10	-30.74
商品销售收入	--	--	23.27	3.58	6.06	1.98
其他收入	1.33	38.17	0.03	-17.02	0.02	4.49
其他业务小计	**0.76**	**17.88**	**0.70**	**-49.41**	**0.03**	**95.47**
合　计	**51.08**	**25.39**	**71.44**	**13.47**	**6.29**	**1.73**

注：上表合计数与利润表差异系四舍五入造成，其他业务包含租金收入、安装收入等。
资料来源：公司审计报告，2018 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

跟踪期内，公司城市基础设施代建业务稳步推进，当期结转的项目投资额较大且成本加成比例较高；代建收入回款周期长；未来计划投资规模尚可。

跟踪期内，该板块业务模式无变化。公司本部及子公司是合川区唯一基础设施建设业务、工业园区建设及水业工程等项目代建主体，分别与合川区财政局、合川工业园管委会以及合川工业园区天顶组团管委会签订代建协议，约定 8%（不含税）~15%（含税）的成本加成比率，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”。

2017 年，公司确认代建业务收入 22.86 亿元，收到回款 8.17 亿元；毛利率为 12.46%，同比有所提升主要系当期结转项目成本加成比率较高所致。

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建城市基础设施项目计划总投资 85.94 亿元，已完成投资 56.69 亿元，2018~2020 计划每年投资 5~14 亿元。拟建项目计划总投资 10.51 亿元，未来三年计划每年投资 2~4 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 2018 年 3 月底公司主要在建代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	未来投资金额		
				2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
1	草街航电枢纽工程淹没影响区迁建	140000	138672	5456	5000	-
2	草街航电枢纽集镇拆迁					
3	中国微车配件产业基地	149200	43437	40763	35000	30000
4	草街农民创业园首期路网等基础设施工程项目	180000	178495	1505	-	-
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	74656	23999	10000	-
6	火车站站前广场及地下商业工程	69000	39000	20000	10000	-
7	合川渠江绿道工程	36300	8318	5554	15000	7428
8	渠江景观大桥	44232	1468.54	3858	20000	18905
9	瑞山中学迁建项目	38000	16471	14059	7470	-
10	盐井中学迁建项目	28000	975	22025	5000	-
11	南溪公租房一期、二期及沙溪还房项目	66000	65439	3605	-	-
在建小计		**859387**	**566932**	**140824**	**107470**	**56333**
1	花滩国际新城国香路等七条道路	43300	4011	13989	15300	10000
2	合川区黄庆路等对外通道公路提质改造工程	61774	3404	6596	28,000	23774
拟建小计		**105074**	**7415**	**20585**	**43300**	**33774**

资料来源：公司提供

此外，公司还承担了“16 合川专项债/16 合川投”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 2018 年 5 月底，该项目已完成投资 6.37 亿元，因配合区域规划调整，部分项目暂缓施工。

（2）土地整治、土地出让业务

跟踪期内，公司土地整治业务仍立足于合川工业园区内，整治项目稳步推进但回款情况仍欠佳；公司土地出让规模较小但回款情况较好，是公司经营收益的重要来源；未来三年公司土地整理板块投资重点仍在工业园内。

公司土地整治业务的实施主体主要为子公司重庆市合川工业投资（集团）有限公司（以下简称“工投公司”），公司与合川区工业园区管委会约定按土地整理成本加成 8%左右确认“土地整治收入”，土地整理成本计入“存货”。

2017 年，公司确认土地整治收入 12.99 亿元，回款 5.76 亿元；毛利率 7.41%，维持在稳定水平。

截至 2018 年 3 月底，公司在建土地整治项目计划总投资 62.40 亿元，已完成投资 42.20 亿元。

表 5　截至 2018 年 3 月底公司主要在建土地整治项目（单位：亩、亿元）

地块名称	面积	总投资额	已投资额	投资计划		
				2018	2019	2020
核心区	13065.21	52.26	34.16	4.19	7.48	6.43
城北综合产业园区	1725.38	6.90	5.74	0.32	0.52	0.32
草街工业园	809.41	3.24	2.30	0.32	0.33	0.29
合　计	**15600.00**	**62.40**	**42.20**	**4.83**	**8.32**	**7.04**

资料来源：公司提供

公司土地出让业务实施主体主要为公司本部、子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”），其经营模式有所不同。其中公司本部与合川区财政局约定，收入来自土地出让后扣除上缴 3%后的土地出让综合价金返还；农投公司直接与合川区国土房管局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收入。公司土地转让业务计入“土地转让收入”，土地整理成本计入“存货”。

2017 年，公司确认土地出让收入 11.20 亿元，实际回款 11.20 亿元，回款情况较好；毛利率 49.29%，维持在较高水平，土地出让业务是公司经营收益的重要来源。

表 6　公司土地出让情况（单位：亩、亿元）

年 度	面 积	土地出让综合价金	土地出让业务收入
2016 年	922.88	23.87	23.33
2017 年	488.30	11.20	11.20

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司在建土地出让项目计划总投资 36.52 亿元，已完成投资 32.30 亿元。拟建项目计划总投资 4.23 亿元，该板块未来每年计划投资额较小。

表 7　截至 2018 年 3 月底公司主要在建土地出让项目（单位：亩、亿元）

地块名称	面积	总投资额	已投资额	投资计划		
				2018	2019	2020
钓办处鱼城村	416.38	3.83	3.39	0.13	0.23	0.09
钓办处小塔	410.72	3.78	3.34	0.08	0.22	0.13
钓办处佛耳村	1964.59	18.07	15.95	0.54	1.07	0.52
合阳城街道	118.35	1.09	0.97	0.03	0.06	0.02
合阳办高职教城片	138.09	1.27	1.13	0.04	0.07	0.03
南津街道办事处	921.39	8.48	7.53	0.41	0.50	0.04
在建小计	**3969.52**	**36.52**	**32.30**	**1.23**	**2.15**	**0.84**
涞滩镇	695.00	3.61	0.05	0.75	0.52	0.51
钱塘镇	73.58	0.62	0.01	0.07	0.30	0.21
拟建小计	**768.58**	**4.24**	**0.06**	**0.83**	**0.82**	**0.72**

资料来源：公司提供

（3）商品销售业务

跟踪期内，公司前期布局的商品销售业务实现贸易收入，公司业务进一步多元化，但该板块毛利率水平很低。

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，主要采购产品为电子产品。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。

2017 年，公司确认商品销售收入 23.27 亿元，实际回款 19.73 亿元，同期毛利率为 3.58%；2018 年 1~3 月，公司确认商品销售收入 6.06 亿元，同期毛利率为 1.98%，毛利率水平低。公司主要下游客户仅为联营企业（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”），目前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。

（4）自来水销售和污水处理业务

跟踪期内，公司供水能力小幅增强，随着园区企业陆续入驻、投产，公司供水量快速提升；但由于供水规划问题，公司供水业务持续亏损。

公司自来水销售业务由子公司重庆江城水务有限公司（以下简称“江城水务”）负责，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。

供水方面，江城水务运营和管理 19 个水厂。2017 年，日供水能力由上年的 11.79 万吨增至 12.29 万吨。随着园区企业的入驻和投产，公司供水量快速提升，2017 年为 922.72 万吨，产销差率降为 14.20%，水费回收率升至 93.15%。

表 8　公司供水情况（单位：万吨、%）

项　目	2016 年	2017 年
供水量	824.70	922.72
售水量	783.71	791.69

产销差率	20.00	14.20
水费回收率	91.79	93.15

资料来源：公司提供

水价方面，跟踪期内，自来水及污水价格未发生变化。其中居民生活用水仍为 2.80 元/吨，居民污水处理价格 1.00 元/吨，工业用水及特种行业用水价格依次递增。

污水处理方面，江城水务污水处理费收入规模较小且同水费一起收取，未单独核算。截至 2017 年底，公司运营和管理 23 个镇街污水处理厂。

2017 年，公司实现水费收入 0.24 亿元，毛利率为-28.87%，公司供水业务持续亏损主要系城市供水规划问题，导致部分园区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。2018 年 1~3 月，公司水费收入实现 0.06 亿元，为上年全年的 25.00%，毛利率为-40.72%，供水业务持续亏损。

（5）采砂经营权承包业务

跟踪期内，公司采砂承包合同到期，导致该板块亏损；待承包价格确定后，该业务仍将持续。

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于农投公司经营。

2017 年，三年期的砂石承包合同到期，而公司仍需对采砂权进行摊销，导致当期该板块亏损。

目前，农投公司正在协调物价管理部门对砂石开采经营权承包价格进行重新核算，待完成核价后再行组织合同续签工作，或另行面向市场进行招标。

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，主营业务的持续性好；公司未来每年计划投资规模尚可，存在一定的外部融资需求。

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，承担城市基础设施建设及公租房、廉价房等建设任务。

根据公司基础设施代建业务、土地整理业务的在建、拟建规划，截至 2018 年 3 月底，公司计划投资额 199.61 亿元，已完成投资 131.99 亿元，2018~2020 年分别计划投资 23.03 亿元、26.37 亿元和 17.61 亿元。总体看，公司未来每年计划投资规模尚可。

八、财务分析

公司提供了 2016 年和 2017 年财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

期间，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围子公司 22 家。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；期末现金类资产充沛；应收账款占比进一步增长，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。

2017 年底，公司资产总额 935.07 亿元，同比增长 8.25%。其中流动资产占比 71.34%，较 2016 年的 73.07%小幅下降。

表9 公司资产主要构成情况 （单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	126.14	14.60	94.49	10.10	78.26	8.27
应收账款	102.48	11.86	139.36	14.90	140.66	14.87
其他应收款	76.60	8.87	84.03	8.99	94.03	9.94

存货	312.10	36.13	332.95	35.61	333.79	35.28
流动资产	**631.16**	**73.07**	**667.07**	**71.34**	**659.05**	**69.67**
其他非流动资产	166.54	19.28	195.77	20.94	209.06	22.10
非流动资产	**232.61**	**26.93**	**267.99**	**28.66**	**286.94**	**30.33**
资产总额	**863.77**	**100.00**	**935.07**	**100.00**	**946.00**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及季报整理

2017 年底，公司流动资产 667.07 亿元，同比增长 5.69%。公司货币资金 94.49 亿元，其中保证金等受限资金 8.20 亿元。应收账款 139.36 亿元，同比大幅增长 35.99%，其中应收合川工业园管委会由 2016 年底的 66.26 亿元增至 77.45 亿元，应收合川区财政局由 2016 年底的 28.15 亿元增至 42.46 亿元，新增应收恒芯天际 6.32 亿元，前五名客户余额占比 99.29%，集中度高。其他应收款 84.03 亿元，同比增长 9.70%，主要为合川区政府及下辖城镇政府等单位的往来款。存货 332.95 亿元，同比增长 6.68%，主要由土地整理业务的开发成本构成，期末，公司存货项下土地使用权账面价值 217.95 亿元，其中 34.50 亿元用于抵押。

2017 年底，公司非流动资产 267.99 亿元，同比增长 15.21%。公司投资性房地产 22.22 亿元，同比增长 96.33%，主要系公司自建并用于出租的合川区公共租赁房转入所致。公司无形资产项下采砂经营权账面价值 10.16 亿元。其他非流动资产 195.77 亿元，同比增长 17.55%，主要为代建工程的投资支出，其中林权、道路等公益性资产等合计 9.21 亿元。

2018 年 3 月底，公司资产总额 946.00 亿元，较 2017 年底小幅增长 1.17%。其中流动资产占 69.67%，各类资产结构较 2017 年底变化较小。2018 年 3 月底，公司货币资金项下受限资金共 7.20 亿元；应收账款 140.66 亿元，较 2017 年底增长 0.93%；存货 333.79 亿元，较 2017 年底增长 0.25%，仍系公司最主要的资产构成部分。

2. 资本结构

跟踪期内，得益于股东资产注入等支持，公司所有者权益小幅增长；同期，公司短期债务减少，长期债务占比提高，债务期限拉长，整体债务水平保持平稳适中。

2017 年底，公司所有者权益 390.82 亿元。2017 年，公司收到政府债券资金、资本性投入、土地资产划入等股东支持，增加资本公积 9.75 亿元，同时因合川区政府收回部分土地使用权减少资本公积 0.98 亿元。公司所有者权益结构整体保持稳定。

2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 389.64 亿元，较 2017 年底下降 0.30%，实收资本和资本公积较 2017 年底保持不变。

表10 公司主要负债和所有者权益构成情况 （单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.08	0.83	1.60	0.29	1.60	0.29
一年内到期的非流动负债	50.89	10.35	39.67	7.29	31.97	5.75
流动负债	**131.32**	**26.70**	**128.59**	**23.63**	**124.95**	**22.46**
长期借款	191.64	38.97	209.60	38.51	225.39	40.51
应付债券	88.56	18.01	97.06	17.83	97.09	17.45
专项应付款	56.12	11.41	62.60	11.50	62.73	11.28
非流动负债	**360.45**	**73.30**	**415.65**	**76.37**	**431.41**	**77.54**
负债合计	**491.78**	**100.00**	**544.25**	**100.00**	**556.36**	**100.00**
实收资本	49.10	13.20	49.10	12.56	49.10	12.60
资本公积	275.42	74.04	284.19	72.72	284.19	72.94
所有者权益合计	**371.99**	**100.00**	**390.82**	**100.00**	**389.64**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及季报整理

2017 年底，公司负债总额 544.25 亿元，同比增长 10.67%，其中非流动负债占比 76.37%。

2017 年底，公司流动负债 128.59 亿元，同比下降 2.08%。其中应付账款账龄 1 年以内的占 61.26%；其他应付款中往来资金 50.42 亿元，1 年内占 35.45%；一年内到期的长期借款 23.19 亿元，一年内到期的应付债券 11.35 亿元。

2017 年底，公司非流动负债 415.65 亿元，同比增长 15.31%。公司银行等金融机构借款和债券融资呈同步增长，2017 年新增债券均为 PPN。公司专项应付款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，以及拨付债务置换资金 7.75 亿元。期末公司长期应付款和其他非流动负债均为融资租赁等有息债务。

2017 年底，公司全部债务 347.93 亿元，同比小幅增长 3.40%。其中短期债务 41.27 亿元，同比下降 26.70%，占比由 2016 年底的 16.73%下降至 11.86%。2017 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 58.20%、47.10%和 43.97%，较上年底基本保持平稳。考虑长期应付款和其他非流动负债后，公司调整后全部债务为 429.81 亿元，调整后全部债务资本化比率为 52.38%，公司债务负担尚可。

2018 年 3 月底，公司负债合计 556.36 亿元，较 2017 年底小幅增长 2.23%，非流动负债占比由 2017 年底的 76.37%提高至 77.54%，公司负债结构较 2017 年底变化较小。2018 年 3 月底，公司应付债券 97.09 亿元，较 2017 年底增长 0.03%；长期应付款合计 35.30 亿元，较 2017 年底减少 0.55%，均为有息债务，仍主要由融资租赁款构成。2018 年 3 月底，公司全部债务合计 356.04 亿元，较 2017 年底小幅增长 2.33%，其中长期债务 322.48 亿元。2018 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分别为 58.81%、47.75%和 45.28%，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 405.31 亿元，调整后全部债务资本化比率为 50.99%。公司长期债务结构保持稳定，债务规模小幅增长。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，受新增业务毛利率降低影响，公司自身盈利能力减弱，对财政补贴依赖程度仍较高。

2017 年，公司实现营业收入 71.44 亿元，同比大幅增长 39.86%，营业成本大幅增长 62.20%。营业利润率同比下降 11.95 个百分点至 12.85%，公司自身盈利能力减弱。2017 年，公司期间费用率为 9.65%，同比下降 4.33 个百分点，主要系新增贸易业务管理成本较低所致。

2017 年，公司收到其他收益 4.70 亿元，主要为合川区政府提供的财政补贴，对公司利润形成重要支撑。同期，公司利润总额 6.26 亿元，同比下降 17.27%。

2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为由 2016 年的 1.71%和 1.65%下降至 1.54%和 1.33%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.29 亿元，系 2017 年全年的 8.80%，主要系部分收入在年底结算确认所致。2018 年 1~3 月，公司营业利润-1.19 亿元，公司财务费用为 0.98 亿元，公司债务规模较大，财务费用支出占比提高。2018 年 1~3 月，公司营业外收入 0.01 亿元，利润总额-1.20 亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流量净额提升，但公司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流量净额无法覆盖公司投资活动支出，公司对外融资依赖性较强。

2017年，公司经营活动现金流入量167.85亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金

24.85亿元，现金收入比为34.79%，较上年的43.06%进一步下降，公司收入实现能力弱；收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款。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代建项目的建设资金流出，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。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额6.81亿元，同比大幅增长。

2017年，公司投资活动现金流出主要为用于出租的资产和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，同期支付其他与投资活动有关的现金30.65亿元，主要为借出款项。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-52.71亿元。

2017年公司取得借款收到的现金69.38亿元，跟踪期内，公司融入资金规模回落。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34.60亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流体现为净流入，现金净流量为19.10亿元；销售商品、提供劳务收到的现金15.31亿元，现金收入比243.63%；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。2018年1~3月，公司投资活动产生的现金流量净额为-11.51亿元；筹资活动方面以现金流出为主，2018年1~3月实现现金流量净额-22.82亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力增强，长期偿债压力增大。综合考虑公司区域专营优势及股东支持，公司整体偿债能力较好。

2017年底，公司流动比率和速动比率分别为518.75%和259.83%，较2016年底的480.61%和242.95%有所上升；2018年3月底，上述两指标分别为527.46%和260.32%。2017年底，剔除受限资金后现金类资产对短期债务的覆盖倍数为2.09倍；2018年3月底，剔除受限资金后现金类资产对短期债务的覆盖倍数为2.12倍，覆盖能力一般。2017年，公司经营现金流动负债比为5.29%，较2016年的0.66%提升幅度较大。公司短期偿债能力较强。

2017年，公司全部债务/EBITDA为25.60倍，较2016年的23.51倍进一步提升，调整后全部债务/EBITDA为31.62倍，公司长期债务偿还压力大。

截至2018年3月底，公司获得银行授信额度416.84亿元，已使用授信额度308.12亿元，剩余额度为108.72亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2018年3月底，公司对外担保余额合计17.22亿元，担保比率为4.42%。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，公司或有负债风险一般。

九、存续债券偿债能力分析

跟踪期内，公司已按时偿还到期债券本息；2019年公司将面临存续公开债券待偿本金峰值，经营活动现金流入量对未来待偿债券峰值保障能力强。

截至2018年8月15日，公司存续债券余额合计110.10亿元，其中2018年到期债券已偿还完毕，2019年将达到存续公开债券待偿本金峰值47.60亿元（含“14合川城投债/PR合川投”分期本金3.20亿元、“16合川专项债/16合川投”分期本金2.40亿元）。2017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3.53倍，保障能力强，同期，公司经营活动现金流量净额和EBITDA的保障倍数分别为0.14倍和0.29倍，保障能力弱。

表11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017年
2018年尚需偿还债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	47.60

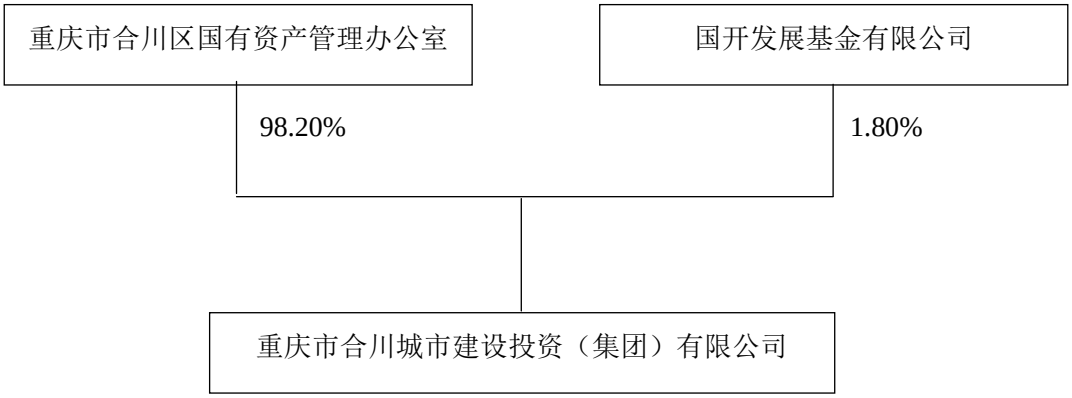
现金类资产/2018 年尚需偿还债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.53
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.14
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.29

资料来源：联合资信根据审计报告整理

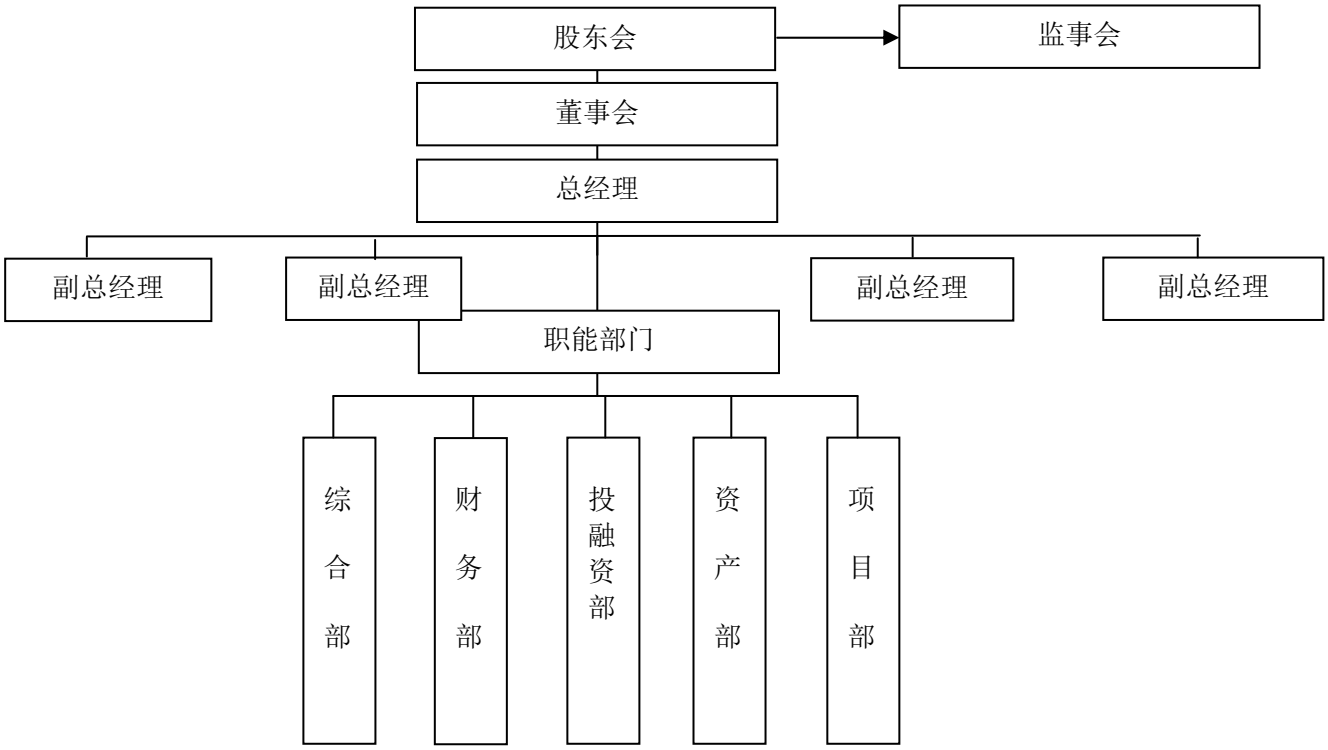
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，并维持“18合川城投MTN001”的信用等级为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 2　主要财务数据及指标

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	47.72	126.14	94.51	78.26
资产总额(亿元)	653.42	863.77	935.07	946.00
所有者权益(亿元)	327.60	371.99	390.82	389.64
短期债务(亿元)	40.96	56.30	41.27	33.57
长期债务(亿元)	144.67	280.20	306.66	322.48
全部债务(亿元)	185.63	336.50	347.93	356.04
调整后全部债务(亿元)	201.16	360.63	394.32	405.31
营业收入(亿元)	36.85	51.08	71.44	6.29
利润总额(亿元)	5.96	7.57	6.26	-1.20
EBITDA(亿元)	9.59	14.31	13.59	--
经营性净现金流(亿元)	0.16	0.86	6.81	19.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.63	0.60	0.59	--
存货周转次数(次)	0.10	0.13	0.19	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.07	0.08	--
现金收入比(%)	47.70	43.06	34.79	--
应收类款项/资产总额(%)	20.99	21.86	24.93	25.84
营业利润率(%)	20.70	24.80	12.85	1.24
总资本收益率(%)	1.62	1.71	1.54	--
净资产收益率(%)	1.52	1.65	1.33	--
长期债务资本化比率(%)	30.63	42.96	43.97	45.28
全部债务资本化比率(%)	36.17	47.50	47.10	47.75
调整后全部债务资本化比率(%)	38.04	49.23	50.22	50.99
资产负债率(%)	50.23	56.93	58.20	58.81
流动比率(%)	367.00	480.61	518.75	527.46
速动比率(%)	144.50	242.95	259.83	260.32
经营现金流动负债比(%)	0.13	0.66	5.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.36	23.51	25.60	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	20.98	25.20	29.01	--

注：2015 年财务数据为追溯调整数据，2018 年一季度财务数据未经审计；调整后全部债务=全部债务+长期应付款+其他非流动负债。

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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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。