信用等级公告

联合[2018] 1043 号

联合资信评估有限公司通过对重庆长寿经济技术开发区开发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，确定维持重庆长寿经济技术开发区开发投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“14 长寿经开债/PR 渝长寿”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

二零一八年六月十五日

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
网址：www.lhratings.com

重庆长寿经济技术开发区开发投资集团有限公司
跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债项信用

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
14 长寿经开债/PR渝长寿	5.60 亿元	2021/7/15	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 15 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	22.91	14.29	11.63
资产总额(亿元)	244.65	297.04	350.74
所有者权益(亿元)	133.07	141.20	172.10
短期债务(亿元)	14.02	31.12	38.72
长期债务(亿元)	66.52	95.46	117.69
全部债务(亿元)	80.53	126.59	156.40
营业收入(亿元)	10.98	13.27	13.26
利润总额 (亿元)	1.43	0.99	1.68
EBITDA(亿元)	1.55	1.14	1.73
经营性净现金流(亿元)	-37.58	-39.83	-17.22
营业利润率(%)	10.61	10.62	12.01
净资产收益率(%)	1.02	0.71	0.97
资产负债率(%)	45.61	52.46	50.93
全部债务资本化比率(%)	37.70	47.27	47.61
流动比率(%)	810.77	615.43	653.13
经营现金流动负债比(%)	-133.82	-89.77	-35.21
全部债务/EBITDA(倍)	52.02	111.01	90.43

分析师

周海涵　　姚 玥

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，重庆市及长寿区经济持续增长，长寿经开区招商引资进一步推进。重庆长寿经济技术开发区开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为重庆长寿经济技术开发区重要的土地整理开发及配套基础设施建设主体，持续获得股东在资本金注入、土地成本返还及补贴收入等方面的支持。跟踪期内，公司资产规模进一步增长，资本实力增强。同时，联合资信也关注到公司资产中存货占比大、资产流动性较弱、债务规模上升快、经营活动现金流持续大规模净流出以及未来投资规模较大等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

未来随着公司土地开发业务的稳步推进以及股东对公司的持续支持，公司经营前景良好，收入规模及盈利水平有望得到提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“14长寿经开债/PR渝长寿”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，长寿经开区招商引资结构的优化与进一步推进，经济发展态势良好，为开发区土地出让提供了基础条件，为公司经营发展提供良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司在资本金注入、土地出让金返还、财政补贴等方面获得持续的外部支持。
3. 公司土地整理业务回款情况良好，已完成开发的土地规模较大，对公司土地出让收入形成良好支撑。

关注

1. 跟踪期内，公司资产中存货占比大，对公司资产流动性造成一定影响。
2. 跟踪期内，公司债务规模增长较快，未来随

着公司在建和拟建项目的持续投入，预计债务规模将进一步上升。

3. 跟踪期内，公司经营活动现金流仍为大规模净流出，考虑到公司未来投资规模大，公司面临较大对外筹资压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由重庆长寿经济技术开发区开发投资集团有限公司（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。

重庆长寿经济技术开发区开发投资集团有限公司
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关于重庆长寿经济技术开发区开发投资集团有限公司（以下简称“长寿经开集团”或“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，仍为重庆市长寿经济开发区管委会（以下简称“长寿经开区管委会”），持有公司96.95%股份。截至 2017 年底，公司注册资本为 25.30 亿元，实收资本为 24.53 亿元，差异主要由于 2014 年建信资本管理有限责任公司（以下简称“建信资本”）对公司增资 5.00 亿元，相关合同约定，投资期五年内，公司需向建信资本按年化投资收益率 7.20%支付股权维持费，投资期届满，建信资本有权要求公司以减资退股或向第三方转让的方式退出股权。在财务报表列报时，将建信资本投入的 5.00 亿元（实收资本 0.77 亿元，资本公积 4.23 亿元）分别调至其他非流动负债所致。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2017 年底，公司内设行政人事部、计划发展部、工程管理部、合同法规部、资产运营部、融资财务部、投资管理部、市政管理部和安全环保部 9 个部门，拥有 4 家全资子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 350.74 亿元，所有者权益 172.10 亿元；2017 年，公司实现营业收入 13.26 亿元，利润总额 1.68 亿元。

公司住所：重庆长寿区晏家街道办事处齐心大道 F 幢；法定代表人：董泽明。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪日，联合资信所评“14长寿经开债/PR渝长寿”（以下简称“存续债券”）尚需偿还债券余额5.60亿元。跟踪期内，公司存续债券已于2017年7月15日偿还本金1.40亿元，并按期支付债券利息。

截至跟踪日，“14长寿经开债/PR渝长寿”募集资金已全部使用完毕（全部用于长寿区晏家城市拆迁定向销售住房项目（CDE）区项目）。项目工程总投资额16.76亿元，目前工程基本完工，累计投入16.25亿元。

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 长寿经开债/PR渝长寿	7.00	5.60	2014/7/15	7 年
合计	**7.00**	**5.60**	--	--

资料来源：联合资信整理

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、上年末余额低于限额部分。（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工作的通知》财预【2018】34 号	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. 区域经济概况

公司是重庆市长寿经济开发区从事土地开发出让及基础设施建设的唯一经营实体。重庆市、长寿区以及长寿经济开发区的经济发展水平、招商引资能力和政策环境变化都将对公司经营活动产生重大影响。

跟踪期内，重庆市及长寿区经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持快速增长。

（1）重庆市经济概况

根据重庆市统计局《2017年重庆市经济运行情况》，初步核算，2017年重庆市实现地区生产总值19500.27亿元，按可比价格计算，比上年增长9.3%，高于全国同期水平。分产业看，第一产业增加值1339.62亿元，增长4.0%；第二产业增加值8596.61亿元，增长9.5%；第三产业增加值9564.04亿元，增长9.9%。2017年，重庆市完成固定资产投资17440.57亿元，比上年增长9.5%。其中，国有投资5603.03亿元，增长12.2%；民间投资9522.88亿元，增长13.5%，占全部投资的比重为54.6%。分产业看，第一产业投资492.78亿元，增长12.9%；第二产业投资5887.32亿元，增长8.9%；第三产业投资11060.47亿元，增长9.6%。从分版块看，工业投资5880.70亿元，增长8.9%；基础设施投资

5659.12亿元，增长15.8%；房地产开发投资3980.08亿元，增长6.8%。

（2）长寿区经济概况

重庆市长寿区规划城市面积65平方公里，规划城市人口70万，系重庆1小时经济圈城市及重庆经济增长的重要支撑。

根据《重庆市长寿区人民政府工作报告》，地区生产总值实现509.9亿元，同比增长9%；全社会固定资产投资600.8亿元、增长6.6%；社会消费品零售总额130.8亿元、增长11.6%。2017年，长寿区成功纳入国家首批产业转型升级示范区，战略性新兴产业实现产值165亿元、增长100.5%；完成工业投资365.1亿元、增长15.7%。未来规划方面，长寿区将进一步推动产业集聚融合发展，促进工业集群化高新化发展。夯实新型工业高地基础，提高园区规模工业产出强度和集中度，推动互联网、大数据、人工智能与制造业深度融合。力争全年工业增加值增长11%；战略性新兴制造业增加值增长13%。

（3）长寿经开区概况

跟踪期内，随着长寿经开区招商引资的进一步推进，长寿经开区经济发展态势良好，为开发区土地出让提供了基础条件，为公司经营发展提供良好的外部环境。

长寿经开区前身为成立于2001年的重庆（长寿）化工园区，规划面积达到78平方公里。长寿经开区重点发展天然气化工、石油化工、化工新材料新能源、钢铁冶金、装备制造等五大产业集群，是国家级循环经济试点经开区、国家化工新材料高新技术产业化基地和重庆市重化工产业基地。

工业生产方面，2017年全年完成规上工业总产值840亿元，增长18.6%；工业投资298亿元，增长6.4%；税收25亿元，同比持平；实际利用外资1.5亿美元，实际利用内资163亿元，同比持平；外贸进出口总额72亿美元，同比持平；合同引资310亿元，同比持平。

项目建设方面，2017年长寿经开区承担区级重大项目116个，新开工项目46个，完成重大项目投资160亿元。长寿经开区主要入驻企业包括中国石化集团四川维尼纶厂、重庆钢铁股份有限公司、德国巴斯夫集团天、拜耳材料科技公司和环松工业（集团）有限公司等多家公司，涉足天然气化工、钢铁冶金、化工新材料、装备制造和汽车配套等多个行业。

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，实际控制人仍为长寿经开区管委会。长寿经开区管委会为重庆市政府派出机构，无独立财权。

2. 外部支持

跟踪期内，重庆市及长寿区财政收入持续增长，财政实力较强，但长寿区财政收入对政府性基金收依赖较大，财政自给能力一般，债务负担有所加重。

2017年，重庆市一般公共预算收入完成2252.38亿元，比上年增长3.0%。其中，税收收入1476.33亿元，增长7.3%。2017年，重庆市全体居民人均可支配收入达24153元，同比增长9.6%。其中，城镇常住居民人均可支配收入32193元，增长8.7%；农村常住居民人均可支配收入12638元，增长9.4%。

根据《关于重庆市长寿区2017年财政预算执行情况和2018年财政预算草案的报告》，2017年，重庆市长寿区地方综合财力121.20亿元，同比增长3.65%。2017年，长寿区一般预算财政收入为36.81亿元，同比下降1.50%，占财政收入的30.37%，占比较低。其中税收收入占一般预算收入的75.41%，财政收入质量较好。同期，重庆市长寿区获得转移支付和税收返还收入27.45亿元，同比增长5.66%。政府性基金收入是长寿区最重要的财政收入来源，2017年为54.47亿元，占地方财政收入的44.94%，占比仍保持较高水平，主要由国有土

地使用权出让收入构成，为 52.88 亿元，稳定性易受当地土地市场影响。财政支出方面，2017 年长寿区公共财政支出为 66.78 亿元，同比增长 3.58%，财政自给率为 55.12%，财政自给能力一般。整体看，长寿区地方财政收入保持稳步增长，财政实力得到进一步增强，但对政府性基金收入的依赖程度较大，财政自给能力一般。

2017 年，长寿区政府直接债务 84.97 亿元，其中，担保债务余额 0.30 亿元。截至 2017 年底，长寿区地方政府债务 85.12 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 70.23%，债务负担有所加重。

跟踪期内，当地政府在财政补贴、土地出让金返还及债务置换等方面继续给予公司较大支持。

2017 年，根据长寿经开区管委会下发的《关于 2017 年重庆长寿经济技术开发区开发投资集团有限公司的拨款通知》，长寿经开区管委会将税收返还 22.12 亿元作为公司的资本金投入；同时重庆市政府债券置换公司的银行借款增加资本公积 7.01 亿元，收到长寿区财政局转来的三峡工作后续资金增加资本公积 0.07 亿元。

2017 年，公司获得财政补贴收入 0.41 亿元。

根据重庆市长寿经开区管委会 2017 年出具的《长寿经开区土地一级开发款确认书》，2017 年公司开发土地面积共计 2177.75 亩，平均土地一级开发成本每亩 50.91 万元，全部按土地一级开发的成本加成 15%比例进行收入确认，共计拨付公司土地一级开发款 12.75 亿元，作为公司营业收入。截至 2017 年底，已全部收回。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1050011500214990J），截至 2018 年 5 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 6 月 6 日，公司未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。

跟踪期内，公司高管人员中原总经理郑策先生，系个人原因不再担任公司总经理一职，公司总经理一职暂缺，其余高级管理人员未发生重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司负责的基础设施建设业务和土地平整业务正常开展，主营业务收入保持稳定，收入实现质量有所提升。

2017 年，公司实现营业收入 13.26 亿元，同上年度变化不大。从收入构成来看，土地整理及基础设施建设收入是公司经营性收入的最主要来源，占公司营业收入 98%以上。从毛利率来看，2017 年，受公司土地整理业务及基础设施建设业务毛利率增长影响，公司综合毛利率为 12.58%。

表 3　2015~2017 年公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理及基础设施建设业务收入	107798.76	98.22	10.47	131144.07	98.88	11.67	130896.34	98.72	14.60

其他	1951.46	1.78	21.00	1574.56	0.12	-33.59	1737.21	1.28	-2.31
合计	**109750.22**	**100.00**	**10.65**	**132718.63**	**100.00**	**11.13**	**132593.47**	**100.00**	**12.58**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司土地整理业务模式仍为土地一级开发成本加成收益方式，已完成整理的土地较为充足，对未来土地出让收入形成良好支撑。

2017 年，公司土地整理业务收入 13.09 亿元，主要由已整理但尚未出让地块 2177.75 亩地按土地一级开发的成本加成 15%收益确认收入 12.75 亿元和子公司晏家园区开发建设有限公司结转以前年度预收土地款 0.31 亿元构成。截至 2017 年底，公司已全部收回 2017 年土地整理业务收入。

截至 2017 年底，公司受托进行土地整理面积合计 10065 亩，已完成整理面积 2178 亩，尚有 7887 亩土地待整理，预计未来公司可供出让土地可实现收入规模较大。但联合资信也关注到，公司土地整理业务易受宏观经济政策和土地市场行情影响。截至 2017 年底，公司正在整理和拟整理的土地总投资额为 12 亿元，其中已投资 5 亿元，未来土地整理尚需投资 7 亿元，资金主要由公司自筹解决，因此公司面临一定的资金压力。

跟踪期内，公司基础设施业务主要在建项目进展情况基本正常；公司在建项目及未来拟建项目投资规模较大，存在一定的筹资压力。

公司负责经开区内的基础设施建设任务，该业务包含在园区的土地开发整理业务内。基础设施建设业务收入的确认方式同样为实际发生成本加成 15%~25%收益上报长寿经开区管委会，经审核后以收入确认书的方式确认，相关收入包含在土地整理收入中。

公司目前在建项目主要包括长寿区晏家城市拆迁定向销售住房项目（CDE）区项目、长寿经开区科技创新园一期工程设计采购施工总承包合同、长江二桥项目等项目，上述项目计划总投资 31.95 亿元。截至 2018 年 3 月底，上述项目已完成投资 18.55 亿元，同时考虑公司整理土地投资总额为 7 亿元，拟建项目总投资 13.15 亿元，公司未来投资规模大，公司面临较大对外筹资压力。

表 4　截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资	2018 年 3 月底已投资金额	2018 年 4~12 月	2018 年	2019 年
长寿区晏家城市拆迁定向销售住房项目（CDE）区	总建筑面积约 60 万平方米	16.76	16.25	0.51	--	--
长寿经开区科技创新园一期工程设计采购施工总承包合同	长寿经开区科技创新园综合楼、交易中心、研发楼等土建工程、安装工程，总用地面积 20000 平方米	3.50	0.71	0.80	1.99	--
长江二桥	项目总长 3.51 公里、主跨 739 米、引桥 1.36 公里、引道 1.44 公里	11.20	1.25	5.00	4.95	--
长寿经开区新恒阳片区一期道路管网及附属工程	项目路长约 800 米，宽度 22 米	0.26	0.16	0.10	--	--
长寿经开区一般工业区晏家河护坡绿化景观工程	项目包括绿化面积约 16 万平方米，边坡整治面积约 3.40 万平方米，给水管长约 3.14 公里	0.23	0.18	0.05	--	--
合计		**31.95**	**18.55**	**6.46**	**6.94**	--

资料来源：公司提供

表 5　截至 2018 年 3 月底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资	2018 年	2019 年	2020 年	建设周期
2018 年经开区边坡整治	化工新材料区边坡整治面积约 13 万平方米；望变片区边坡整治面积约 6 万平方米，绿化面积约 16.5 万平方米。	0.90	0.30	0.60	--	2018.03-2019.12
经开区移民生态园一期标准厂房	用地面积约 184 亩，总建筑面积约 29 万平方米	10.00	1.00	5.00	4.00	2018.08-2020.05
经开区移民生态园明桃二路（一期）	道路长约 1 公里，宽 36 米。	0.50	0.20	0.30	--	2018.06-2019.06
2018 年经开区入园企业配套道路	项目含三条道路建设：化北六支路、龙蟠路、河泉北四路	0.55	0.20	0.35	--	2018.06~2019.06
2018 年经开区能源保障	经开区晏家、八颗片区企业建设区域的开闭所、分支箱以及电力线路建设	0.40	0.40	--	--	2018.01-2018.12
2018 年经开区生态绿化	经开区晏家片区、八颗片区企业围墙外空地进行绿化	0.40	0.40	--	--	2018.01-2018.12
2018 年经开区安保工程	项目含经开区管廊防撞设施及附属工程、经开区水生物监测工程等安全环保工程	0.40	0.40	--	--	2018.01-2018.12
合计		**13.15**	**2.90**	**6.25**	**4.00**	--

资料来源：公司提供

公司其他收入主要为公司将经开区化工园区合计 18.87 万平方米的工业用地出租形成的租赁收入及公司向产生废水的企业所收取的废水处理费用收入构成。2017 年，公司其他收入为 0.17 亿元，毛利率为-2.31%，毛利率仍为负，但较上一年亏损有所缓解，主要系入园企业产能有所提高所致。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，北京兴华会计师事务所（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审计结论。

2017 年底，公司纳入合并报表范围内的全资子公司 4 家。2017 年，公司合并范围无变化，公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；资产结构以流动资产为主。资产中以土地开发成本为主的存货占比大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 350.74 亿元，同比增长 18.08%，主要系存货和长期应收款的增长所致。公司资产以流动资产为主，且占比相对稳定，2017 年底公司流动资产占 91.05%，非流动资产占 8.95%。

表 6　公司主要资产构成情况　（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.91	9.36	14.28	4.81	11.63	3.64
存货	200.37	88.00	253.12	92.69	304.87	95.46
流动资产	**227.69**	**93.07**	**273.07**	**91.93**	**319.36**	**91.05**
固定资产	11.44	4.68	9.28	3.12	9.16	2.61
无形资产	4.47	1.83	4.04	1.36	1.91	0.55
非流动资产	**16.95**	**6.93**	**23.97**	**8.07**	**31.38**	**8.95**
资产总额	**244.65**	**100.00**	**297.04**	**100.00**	**350.74**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 319.36 亿元，同比增长 16.95%。其中货币资金 11.63 亿元，同

比下降 18.57%，主要系公司土地整理和基础设施建设的投入款增长所致。其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金和借款抵押、质押等受限资金 7.50 亿元。2017 年底，公司其他应收款 2.03 亿元，主要为往来款、备用金和保证金等款项构成；2017 年同比下降 49.83%，主要系收回重庆千信国际贸易有限公司债务转让款 0.97 亿元所致。从集中度来看，欠款前五名客户金额占其他应收款 43.25%，集中程度一般；公司已计提其他应收款坏账准备 0.19 亿元。公司存货 304.87 亿元，同比增长 20.45%，系土地开发成本增长所致，存货构成较上年底变化不大，主要为征地拆迁费用 195.32 亿元、涉及土地整理业务及相关配套工程的开发建设费用 68.83 亿元、资本化借款利息 15.50 亿元和土地资产 25.22 亿元，土地资产中已有 1.96 亿元用于借款及担保抵押，土地抵押比率 7.77%。

2017 年底，公司非流动资产 31.38 亿元，同比增长 30.91%，主要系可供出售金融资产和长期应收款增长所致。2017 年底，公司可供出售金融资产 8.76 亿元，同比大幅增长，主要系公司将以前年度对重庆千信国际贸易有限公司投资 4.00 亿元从长期股权投资科目转入以及对其新增投资 3.30 亿元所致。同期，公司固定资产 9.16 亿元，同比下降 1.23%，主要系计提折旧费用所致。公司固定资产主要为获得划拨的水库资产（账面价值 8.21 亿元），后续子公司重庆市商贸物流发展有限责任公司将划转的水库资产以 6.00 亿元出售给建信金融租赁有限公司，然后回租，形成融资租赁。公司固定资产累计计提折旧 0.62 亿元，未计提减值准备。2017 年底，无形资产 1.91 亿元，同比下降 52.62%，主要系公司将价值共计 2.15 亿元地票重分类至其他非流动资产所致。公司其他非流动资产 3.43 亿元，同比增长 57.44%，主要为回租水库资产形成的未实现售后租回损益 2.18 亿元和重分类地票至本科目所致。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益持续增长。由于公司项目投资规模较大，公司有息债务规模快速增长，债务负担有所加重，债务结构以长期债务为主，未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底，公司所有者权益 172.10 亿元，同比增长 21.88%，主要系资本公积增长所致。其中资本公积主要系根据长寿经开区管委会给予公司 22.12 亿元税费返还、2.02 亿元政府债券资金作为资本性投入以及长寿经开区管委会其他资金拨付 4.34 亿元所致。

2017 年底，公司负债总额 178.64 亿元，同比增长 14.63%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司负债以非流动负债为主，2017 年占比为 73.65%。

表7 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	11.25	4.60	9.53	3.21	7.36	2.10
一年内到期的非流动负债	13.22	5.40	29.49	9.93	37.22	10.61
流动负债	**28.08**	**11.48**	**44.37**	**14.94**	**48.90**	**13.94**
长期借款	25.34	10.36	48.66	16.38	63.34	18.06
应付债券	41.17	16.83	46.80	15.76	54.35	15.50
长期应付款	16.89	6.90	15.94	5.36	7.00	1.99
非流动负债	**83.49**	**34.13**	**111.47**	**37.53**	**129.75**	**36.99**
负债总额	**111.57**	**45.61**	**155.84**	**52.46**	**178.64**	**50.93**
实收资本	24.53	10.03	24.53	8.26	24.53	6.99
资本公积	92.63	37.86	99.73	33.57	128.96	36.77
未分配利润	14.57	5.95	15.46	5.21	16.95	4.83

所有者权益合计	**133.07**	**54.39**	**141.20**	**47.54**	**172.10**	**49.07**
负债和所有者权益合计	**244.65**	**100.00**	**297.04**	**100.00**	**350.74**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 48.90 亿元，同比增长 10.20%，主要系其他应付款下降所致。2017 年底，公司其他应付款 7.36 亿元，同比下降 22.78%，主要为公司与长寿经开区管委会和重庆长寿区财政局等借款和往来款构成。一年内到期的非流动负债 37.22 亿元，同比增长 26.19%，主要系一年内到期的长期借款增长所致。

2017 年底，公司非流动负债 129.75 亿元，同比增长 16.40%，主要系长期借款和应付债券增长所致。长期借款 63.34 亿元，同比增长 30.16%，主要系保证借款和信用借款增长所致，其中质押借款 15.98 亿元，质押资产主要以应收土地收购款及定期存单为主。应付债券 54.35 亿元，同比增长 16.13%，主要为新发行了非公开公司债 20.00 亿元和定向债务融资工具 3.50 亿元所致。长期应付款 7.00 亿元，同比下降 56.09%，主要系将建信资本投入的 5.00 亿元重分类调至其他非流动负债所致，公司长期应付款主要为建信金融租赁有限公司等部分融资租赁款构成，考虑到其属于有息性质，将其调整至调整后全部债务核算。同期，受建信资本投资款重分类影响，公司新增其他非流动负债 5.00 亿元。

2017 年底，公司全部债务 156.40 亿元（其中长期债务占比 75.25%），较上一年变化不大。受公司长期借款及应付债券规模快速增长影响，2017 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 50.93%、40.61%和 47.61%。若将长期应付款全部纳入有息债务核算，2017 年底，公司调整后全部债务 163.32 亿元，公司调整后全部债务资本化比率为 48.69%。公司有息债务规模有所增长，债务负担加重，但债务结构以长期债务为主，结构较为合理。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入规模保持稳定，公司对费用控制能力有所提高。但公司营业收入来源较单一，自身盈利能力弱。

2017 年，公司实现营业收入 13.26 亿元，同比变化不大；营业利润率 12.01%，较上年下降 1.39 个百分点。

期间费用方面，由于公司把承担的基础设施建设项目的银行贷款的利息和土地开发借款费用进行资本化处理，上述费用没有体现在财务费用中，因此公司期间费用中财务费用占比极低，主要为管理费用。2017 年期间费用 0.47 亿元，期间费用率 3.57%，较 2016 年下降 1.57 个百分点，公司对费用控制能力有所提高。

2017 年，公司营业外收入 0.01 亿元，利润总额 1.68 亿元。从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别增至 0.50%和 0.97%，盈利能力弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司土地整理业务的现金回流能力有所增强，但公司土地一级开发及开发区内基础设施建设对资金的需求较大，公司目前经营现金流水平与投资所需的资金总量仍存在较大的资金缺口，资金压力较大。

2017年，公司经营活动现金流入88.77亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金为14.67亿元，同比增长11.29%，主要系土地整理业务收入现金回笼增加所致；收到其他与经营活动有关的现金74.10亿元，同比大幅增长，主要系同政府单位等往来款及政府资本金注入等款项增长所致。2017年，公司经营活动现金流出105.99亿元，其中购买商品，接受劳务支付的现金56.62亿元，主要为整理土地及园区建设工程投入款项；支付其他与经营活动有关的现金48.36亿元，主要为资金往来款等。2017年，

公司经营活动现金净额为-17.22亿元，经营性现金流缺口规模较大。公司现金收入比由2016年的99.35%上升至110.67%，收入实现质量保持良好。

从投资活动看，公司投资活动整体规模较小但波动大，主要表现为投资活动现金流出。2017 年，公司投资活动现金流出 7.63 亿元，其中投资支付的现金 7.62 亿元，主要为公司新增重庆千信国际贸易有限公司 3.30 亿元投资款以及对重庆长寿化工有限责任公司长期借款所致。2017 年，公司投资活动产生的现金净额为-7.23 亿元。

由于公司经营活动现金流缺口较大，公司对筹资的需求较大。2017 年，公司筹资活动现金流入 65.48 亿元，主要为取得借款收到的现金，系公司借款增长及将对外发行债券计入此科目所致。2017 年，公司筹资活动的现金流出 43.68 亿元，其中偿还债务支付的现金 33.70 亿元，分配股利、利润或偿付利息所支付的现金 9.88 亿元。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 21.79 亿元，保障了公司项目建设的资金需求。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司面临较大短期支付压力，且由于近几年公司有息债务规模增长较快，长期偿债能力偏弱，但考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

2017年底，公司流动比率提升至653.13%，速动比率降至29.63%。2017年，公司经营活动现金流量净额持续为负，对公司流动负债无保障能力。公司短期支付压力有所增长。

2017年，公司EBITDA为1.73亿元，调整后全部债务/EBITDA降至94.43倍，EBITDA对调整后全部债务的保障能力弱，公司的长期偿债压力仍较大，EBITDA对全部债务的保障能力弱。

截至2018年3月底，公司对外担保余额合计42.81亿元，担保比率为24.88%（以2017年所有者权益为基准）。整体看，公司担保比率高，但考虑担保对象中大多为政府平台类企业，主要为对重庆长寿开发投资（集团）有限公司担保余额13.50亿元、重庆市长寿区商贸物流中心开发投资有限责任公司担保余额8.00亿元及重庆市长寿区水利开发建设投资有限公司担保余额5.14亿元构成。目前，公司对外担保企业经营情况良好，公司或有负债风险可控。

截至2018年3月底，公司获得的各银行授信总额为98.03亿元，已使用72.75亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券的短期偿债压力较大，且公司一年内待偿本金峰值规模较大，面临一定集中兑付压力。

截至2017年底，公司存续期债券余额共66.80亿元，包括联合资信所评“14长寿经开债/PR渝长寿”，待偿还本金5.60亿元；及其他私募债余额61.20亿元；其中一年内到期兑付债券金额为“14长寿经开债/PR渝长寿”分期还本金额1.40亿元及私募债“15长经开”本金15.00亿元。2018年及2022年将达到存续债券待偿本金峰值16.40亿元。2017年，公司现金类资产11.63亿元；公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为88.77亿元和1.73亿元，为公司存续债券待偿还本金合计的1.33倍和0.03倍；对公司存续债券保障情况如下表：

表8 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	16.40
未来代偿债券本金峰值	16.40
现金类资产/一年内到期债券余额	0.71
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	5.41
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-1.05
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.11

资料来源：联合资信整理

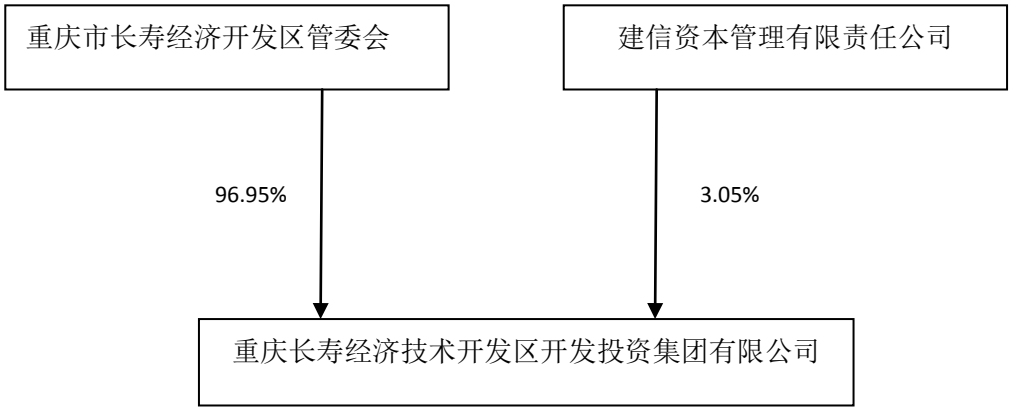
公司已发行的“14 长寿经开债/PR 渝长寿”

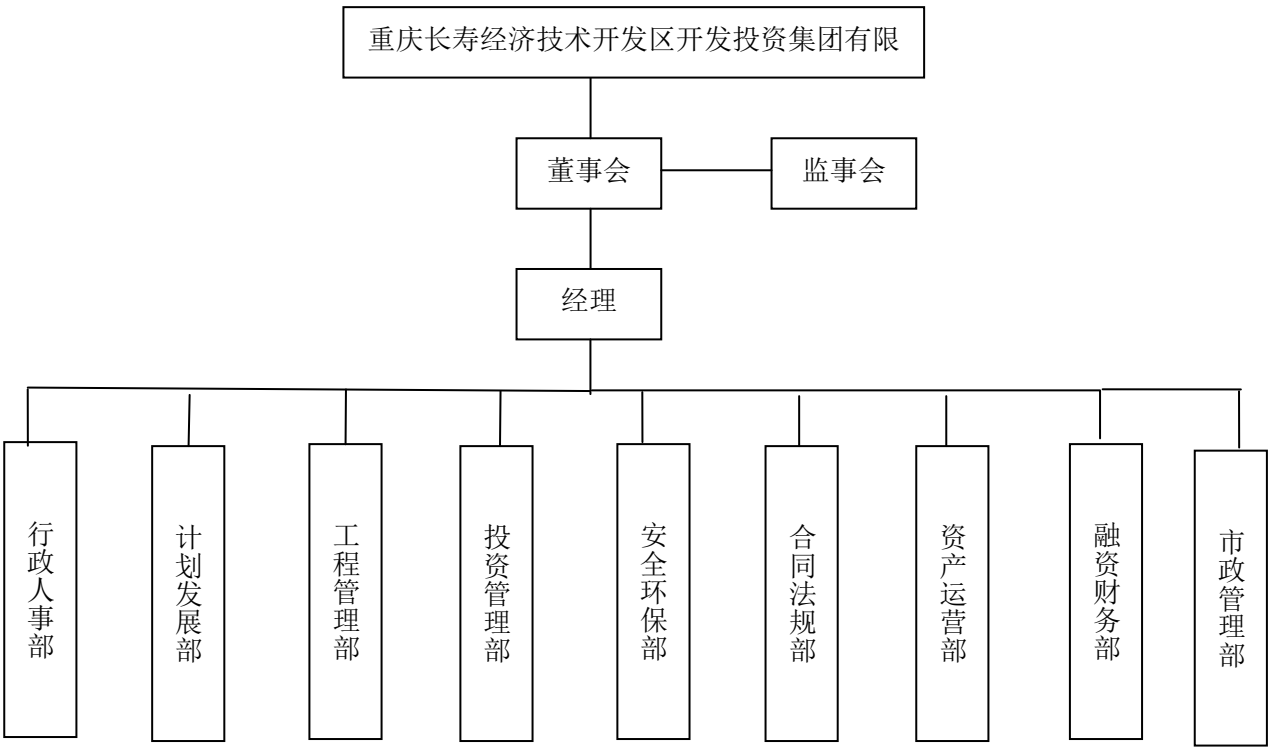
债券偿债资金来源为募投项目销售收入。截至目前，项目投资进度为 96.96%，按照可研报告，项目预计从 2014 年开始逐年实现销售收入，共计 21.36 亿元。截至目前，由于项目尚处于决算阶段，竣工审计工作预计于 2018 年下半年完成，因此尚未实现销售收入。

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，“14长寿经开债/PR渝长寿”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	22.91	14.29	11.63
资产总额(亿元)	244.65	297.04	350.74
所有者权益(亿元)	133.07	141.20	172.10
短期债务(亿元)	14.02	31.12	38.72
长期债务(亿元)	66.52	95.46	117.69
全部债务(亿元)	80.53	126.59	156.40
调整后全部债务(亿元)	89.98	137.52	163.32
营业收入(亿元)	10.98	13.27	13.26
利润总额(亿元)	1.43	0.99	1.68
EBITDA(亿元)	1.55	1.14	1.73
经营性净现金流(亿元)	-37.58	-39.83	-17.22
财务指标			
销售债权周转次数(次)	237.24	58.76	60.80
存货周转次数(次)	0.05	0.05	0.04
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.04
现金收入比(%)	98.20	99.35	110.67
营业利润率(%)	10.61	10.62	12.01
总资本收益率(%)	0.61	0.36	0.50
净资产收益率(%)	1.02	0.71	0.97
长期债务资本化比率(%)	33.33	40.34	40.61
全部债务资本化比率(%)	37.70	47.27	47.61
调整后全部债务资本化比率(%)	40.34	49.34	48.69
资产负债率(%)	45.61	52.46	50.93
流动比率(%)	810.77	615.43	653.13
速动比率(%)	97.31	44.98	29.63
经营现金流动负债比(%)	-133.82	-89.77	-35.21
全部债务/EBITDA(倍)	52.02	111.01	90.43
调整后全部债务/EBITDA(倍)	58.12	120.60	94.43

注：公司调整后全部债务=长期应付款中有息借款+全部债务。

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。