信用等级公告

联合[2018] 1782 号

联合资信评估有限公司通过对重庆市永川区兴永建设发展有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持重庆市永川区兴永建设发展有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 渝兴永 MTN001”信用等级为 AA，“18 渝兴永 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十日

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

重庆市永川区兴永建设发展有限公司跟踪评级报告

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
15 渝兴永 MTN001	10 亿元	2020/11/04	AA	AA
18 渝兴永 CP001	3 亿元	2019/03/23	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 20 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.64	9.33	2.88	0.30
资产总额(亿元)	130.26	160.52	182.03	194.71
所有者权益(亿元)	59.79	71.47	72.91	74.90
短期债务(亿元)	4.92	3.77	9.03	8.73
长期债务(亿元)	36.56	59.04	77.18	80.40
全部债务(亿元)	41.48	62.81	86.21	89.13
营业收入(亿元)	7.49	17.48	9.02	8.51
利润总额(亿元)	2.64	3.00	1.59	1.89
EBITDA(亿元)	2.79	3.24	2.04	--
经营性净现金流(亿元)	-20.57	-14.90	-14.72	-9.15
营业利润率(%)	21.04	14.16	13.12	23.09
净资产收益率(%)	3.92	3.50	1.98	--
资产负债率(%)	54.10	55.48	59.95	61.53
全部债务资本化比率(%)	40.96	46.78	54.18	54.34
流动比率(%)	945.38	1169.38	804.05	749.73
经营现金流动负债比(%)	-162.52	-116.35	-71.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.86	19.37	42.25	--

注：公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

张婷婷　王 妍

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

重庆市永川区兴永建设发展有限公司（以下简称“公司”）是重庆市永川区基础设施建设的重要主体，主要负责凤凰湖工业园区的土地整治和基础设施建设，业务上保持一定的区域专营性。跟踪期内，公司资产规模进一步扩大，在财政补贴方面持续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司业务结构相对单一、债务规模增长较快、短期集中偿付压力大、自身盈利能力弱、资产流动性弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。未来，随着凤凰湖工业园区土地开发不断推进以及入驻园区企业的增加，公司经营前景良好。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“15渝兴永MTN001”信用等级为AA，“18渝兴永CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 重庆市永川区经济持续增长，凤凰湖工业园区工业总产值快速增长，招商引资成果显著，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司在财政补贴方面持续获得有力的外部支持。
3. 公司作为重庆市永川区凤凰湖工业园区基础设施建设的唯一主体，业务上保持一定的区域专营性。

关注

1. 公司经营回款高度依赖政府土地出让计划，回款质量不高。公司未来整治土地和在建拟建工程尚需投资规模较大，面临一定资金支出压力。
2. 跟踪期内，公司债务规模较快增长，债

务负担加重，且将于2018年到期的债务规模较大，公司短期集中偿付压力大。

3. 跟踪期内，公司营业收入有所下降，利润总额对政府补助依赖度较高，盈利能力较弱。
4. 公司其他应收款和存货占比较大，且存货中主要为土地资产，变现周期不确定，资产流动性弱。

声　明

一、 本报告引用的资料主要由重庆市永川区兴永建设发展有限公司（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。

重庆市永川区兴永建设发展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（以下简称“联合资信”）关于重庆市永川区兴永建设发展有限公司（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

2017年12月，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）将原2015年以货币形式注入公司资本公积的1.00亿元资金转增公司实收资本，10年后由重庆市永川区国有资产管理局（以下简称“永川区国资局”）进行回购。增资后公司股东变更为永川区国资局和农发基金，持股比例分别为54.55%和45.45%，由国有独资公司变为国有控股公司。截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均增至2.20亿元，控股股东和实际控制人仍为永川区国资局。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2018年3月底，公司纳入合并范围的子公司2家；公司内设财务部、人资部、投资促进部等13个职能部门。

截至2017年底，公司资产总额182.03亿元，所有者权益72.91亿元；2017年，公司实现营业收入9.02亿元，利润总额1.59亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额194.71亿元，所有者权益74.90亿元；2018年1~3月，公司实现营业收入8.51亿元，利润总额1.89亿元。

公司注册地址：重庆市永川区凤凰大道777号；法定代表人：王寒峰。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评的公司存续债券为“15渝兴永MTN001”和“18渝兴永CP001”，尚需偿还债券余额13.00亿元，募集资金已全部用于偿还银行借款。跟踪期内，公司已按期支付“15渝兴永MTN001”利息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15渝兴永MTN001	10.00	10.00	2015/11/04	5年
18渝兴永CP001	3.00	3.00	2018/03/23	1年
合计	**13.00**	**13.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

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

公司是重庆市永川区重要的基础设施建设主体，主要负责重庆永川区凤凰湖工业园区的基础设施建设和土地开发业务。重庆市永川区及凤凰湖工业园区的经济水平对公司发展影响较大。

永川区经济持续增长，固定资产投资保持快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

永川区位于重庆市西部，东距市区63公里。2005年12月，经重庆市政府批准，永川区实行“一区多园”管理模式，下设凤凰湖、港桥、三教三个工业园，控制规划范围68.64平方公里。根据《重庆市永川区2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年，永川区实现地区生产总值704.50亿元，较上年增长9.40%。第一产业实现增加值57.10亿元，同比增长3.90%；第二产业实现增加值397.70亿元，同比增长11.10%；第三产业实现增加值249.70亿元，同比增长8.00%。三次产业结构由2016年的8.7:56.0:35.3调整为8.1:56.5:35.4。

2017年，永川区规模以上工业总产值1078.30亿元，较上年增长23.60%；社会消费品零售总额351.40亿元，较上年增长14.00%；固

定资产投资比上年增长 13.10%。

跟踪期内，凤凰湖工业园区工业总产值快速增长，招商引资成果显著，整体发展势头良好。

重庆永川区凤凰湖工业园成立于 2005 年，总体规划面积 50 平方公里，是永川区最为重要的核心构成部分。永川区凤凰湖工业园是工信部确定的国家唯一新型工业化（机器人·智能装备）产业示范基地，被工信部誉为“目前国内最大最好的机器人产业集聚区”。截至 2017 年底，永川区凤凰湖工业园已经形成了智能装备、电子信息、汽车及零部件三大主导产业集群，已投产 265 家，其中规上企业 162 家。2017 年，园区完成工业总产值 830.50 亿元，同比增长 35.00%；完成工业增加值 218.50 亿元，同比增长 34.50%；完成固定资产投资 246.30 亿元，同比增长 25.00%；完成财税收入 19.14 亿元；新增投产企业 41 个；累计升规 26 家企业。2017 年，凤凰湖工业园先后引进德国利勃海尔总装基地、苏州信能数控机床、耐德永铃环卫车、长城汽车永川生产基地等项目 53 个，协议引资 210 亿元。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东新增农发基金（持股45.45%），永川区国资局持股54.55%，为公司控股股东，公司实际控制人未发生变化，仍为永川区国资局。截至2018年3月底，公司注册资本为2.20亿元。

2. 外部支持

2017年重庆市永川区财政收入保持增长，财政实力较强；跟踪期内，当地政府继续给予公司财政补贴支持。

2017年，永川区地方综合财力144.51亿元，同比增长5.13%。其中地方一般预算收入48.24亿元（其中税收收入占57.68%），同口径较上年增长1.50%；上级补助收入41.35亿元，较上年增长15.05%；政府性基金收入40.00亿元，同口径较上年增长14.20%。同期，永川区一般公共预算支出101.20亿元，同比增长5.70%。其中教育支出、社保和就业支出、医疗卫生支出、城乡社区事务支出合计64.80亿元，占一般公共预算支出的64.03%，刚性支出占比较大。财政自给率为47.67%，财政自给能力低，且较上年的51.46%有所下降。截至2017年底，永川区政府债务余额（直接债务余额+担保债务余额×50%）100.97亿元，较上年底的88.06亿元有所增长；政府债务率为69.87%，永川区地方政府债务总体水平较高。

公司是重庆市永川区现有十二家平台公司之一，是凤凰湖工业园规划范围内的土地整治和相关基础设施建设的唯一主体，在园区具有专营地位。跟踪期内，政府对公司的支持主要体现在财政补贴方面。

2017年，公司继续获得重庆市永川区财政局的财政补助1.14亿元，专项用于土地整治及园区建设，较上年的1.07亿元略有增长。

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《企业信用报告（自助查询版）》（G10500112023468204），截至2018年5月10日，公司无未结清和已结清的不良类信贷信息记录，但已结清信贷信息中存在16笔关注类贷款。根据重庆农村商业银行永川支行出具的说明，该16笔关注类贷款主要系银行员工手工操作扣息不及时导致。整体看，公司实际过往债务履约情况良好。

截至2018年7月9日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

根据公司于2017年4月18日发布的《重庆市永川区兴永建设发展有限公司关于一名董事涉嫌严重违纪接受组织审查的公告》，公司副总经理、董事李明军涉嫌严重违纪，目前正接受组织审查，公司已暂停其职务。2017年6月，永川区政府给予李明军“双开”处分，并移送其至司法机关处理。公司正在对董事会成员及高管层人员进行工商变更登记，但因缺少政府相关文件，公司目前尚未完成工商变更登记手续。

跟踪期内，公司高管变动，并未对公司经营造成重大影响。除上述事件外，公司在治理结构和管理制度等方面无重大变化。联合资信将持续关注公司高管人员变动情况。

七、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司负责的重庆永川凤凰湖工业园区规划范围内的土地整治及相关基础设施建设业务正常开展，主营业务收入大幅下降，仍以代理施工业务为主，但收入实现质量仍然不高。

2017 年，公司实现营业收入 9.02 亿元，同比大幅下降 48.40%，主要系代理施工收入下降以及无厂房出让收入所致。公司主营业务全部为代理施工业务（主要为土地整治收入），占营业收入的 97.91%，占比较上年增长 9.64 个百分点，主营业务较为单一。2017 年，代理施工业务实现回款 6.20 亿元，规模较上年有所下降。毛利率方面，2017 年，受代理施工业务在营业收入中占比很大影响，公司综合毛利率与代理施工业务毛利率基本相当，为 19.11%。

2018年1~3月，公司实现营业收入8.51亿元，全部为代理施工业务收入，较上年同期大幅增长8.45亿元，主要系长城汽车股份有限公司（以下简称“长城汽车”）西部生产基地项目确认收入所致；当期收到代理施工业务回款8.45亿元。公司代建施工收入毛利率小幅上升至23.02%。

表 3　2016~2018 年 3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目		2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	代理施工	154313.85	88.27	21.19	88329.62	97.91	21.66	85089.44	100.00	23.02
其他业务	租赁	1582.20	0.91	47.90	1494.99	1.66	-126.26	--	--	--
	电费	360.89	0.20	0.00	387.45	0.43	0.00	--	--	--
	厂房出让	18571.22	10.62	-42.22	--	--	--	--	--	--
	合计	174828.16	100.00	14.66	90212.06	100.00	19.11	85089.44	100.00	23.02

资料来源：公司审计报告

2．业务经营分析

（1）代理施工业务

跟踪期内，公司代理施工业务仍以凤凰湖工业园内的土地整理业务为主，业务模式以及结算方式均未发生变化。在整理土地项目剩余投资主要集中在2018年内完成，公司存在一定的筹资压力。

公司受凤凰湖管委会委托，负责凤凰湖工业园内的土地征收、整治工作及配套设施建设，相关土地交付并验收后，凤凰湖管委会向公司支付结算价款，结算价款包括公司土地整治成本和基础设施建设成本以及公司取得的收益（一般在施工成本的 20%~25%之间）。

2017 年，公司与凤凰湖管委会结算面积为

1401.52 亩，较上年下降 40.97%，主要系凤凰湖工业园区进行产业升级，且市场地价不符合预期，公司暂时放缓土地出让进度，以及公司为招商引资，为长城汽车西部生产基地[1]等大型企业项目预留大量土地所致；土地结算单价为 65.00 万元/亩，较上年无变化；同期，公司实现代理施工收入 8.83 亿元，较上年下降 42.76%。2018 年 1~3 月，随着长城汽车西部生产基地项目确认收入，公司实现代理施工收入 8.51 亿元，较上年同期大幅增长 8.45 亿元。毛利率小幅增长，2017 年及 2018 年 1~3 月分别为 21.66%和 23.02%。

表 4　2015~2017 年公司土地结算情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
土地结算面积（亩）	1101.68	2374.19	1401.52
土地结算单价（万元/亩）	65.00	65.00	65.00
应收土地结算金额(亿元)	7.21	15.43	9.11

注：1、土地结算面积已剔除当年退地面积；2、土地结算金额与代理施工收入存在差异系代理施工收入为不含增值税收入。
资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司已累计完成土地开发 26042.19 亩，公司已整治完成可用于交付的土地面积 7432.81 亩。其中包括商住用地 2676 亩和工业用地 4756.81 亩。截至 2018 年 3 月底，公司正在整治土地 5370.00 亩，总投资 18.80 亿元，已投资 8.18 亿元，2018 年 4~12 月计划投资额 9.78 亿元。

表 5　截至 2018 年 3 月底公司正在整治土地情况

（单位：亩、亿元）

项目名称	面积	总投资额	已投资额	剩余待投资额
元臻汽车运动主题公园项目	1677	5.87	2.47	3.40
天山海世界	972	3.40	1.33	2.08
K3-8-1/01/02/03	292	1.02	0.25	0.78
重庆太湖锅炉股份有限公司	300	1.05	0.52	0.53
耐德永铃	854	2.99	1.32	1.67
东鹏	138	0.48	0.33	0.15
百思特	100	0.35	0.39	-0.04
南车青岛四方机车车辆股份有限公司	487	1.70	0.75	0.95
河北中兴汽车制造公司	300	1.05	0.55	0.50
维柴汽车制造有限公司	250	0.88	0.28	0.59
合计	**5370**	**18.80**	**8.18**	**10.62**

[1]该项目已于 2017 年 12 月签约，长城汽车投资建设汽车整车生产基地，占地 1200 亩，在签约后 3 个多月，公司对该基地持续投入，该项目前期各项工作推进顺利，一期用地 1200 亩已于 2018 年 3 月挂牌出让并平整完毕，实现了“八通一平”。

（2）其他业务

跟踪期内，公司其他业务收入主要包括标准厂房、保障房及门面房的租赁收入和电费收入，整体收入规模较小，对营业收入补充作用很小。

2017 年，公司其他业务收入包括租赁收入 0.15 亿元和电费收入 0.04 亿元，无厂房出让收入。2018 年 1~3 月，公司无其他业务收入。公司其他业务收入规模较小，对营业收入影响很小。

租赁收入方面，截至 2017 年底，公司标准厂房共计建成 28 万平方米，出租 15.30 万平方米；保障房建成 7.23 万平方米，出租 3.29 万平方米；门面房建成 2.73 万平方米，出租 1.40 万平方米。租金收入标准为：标准厂房和保障房 10 元/月/平米；门面房 35 元/月/平米。2017 年，公司实现租赁收入 0.15 亿元，较上年下降 5.51%。

电费收入方面，主要是用于反映重庆旺永数控机床有限公司（以下简称“旺永公司”）代园区厂房缴纳电费及公司代旺永公司收回代缴电费情况，在此过程，公司电费收入与成本持平，未给公司带来利润。

厂房出让收入为 2016 年公司新增收入板块，出让的厂房系川亿电脑（重庆）有限公司与公司于 2009 年签订的委托代建协议中规定的厂房及附属设施、后勤区建筑设施，面积共计 6.03 万平方米。由于截至目前上述建筑设施还未全部出让完毕，后续预计会为公司带来约 0.60 亿元厂房出让收入。该部分收入可持续性较差。

3. 未来发展

未来公司仍将以凤凰湖工业园区土地整治开发及其配套工程的代理施工业务为主，目前拟

建项目规模不大，考虑到公司已整理、在整理及工业园区内未来待开发的土地规模较大，公司工程施工业务持续性较好。

截至 2018 年 3 月底，公司代理施工业务拟建项目共 4 个，为中船重工产业园二次场平及红江厂段道路工程、大安园区污水处理厂提标改造工程、凤莲路二期沿线场平工程和凤莲路 K3+320-K4+260 段道路桥梁工程，目前均在报批或前期阶段，估算总投资额合计 4.78 亿元。凤凰湖工业园区已开发 26 平方公里，未来尚有 24 平方公里面积需要开发，预计未来公司工程施工业务持续性较好。

八、财务分析

公司提供了 2017 年度合并财务报表，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。公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

2017 年~2018 年 3 月，公司合并范围未发生变化，截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内子公司 2 家。公司财务数据可比性强。

1．资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳步增长；资产中应收款项和存货（主要是土地资产）占比较大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 182.03 亿元，较上年增长 13.40%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占 91.21%，公司资产仍以流动资产为主。

表6　公司主要资产构成情况（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	9.33	5.82	2.88	1.58	0.30	0.15
应收账款	7.17	4.47	9.95	5.47	20.26	10.40
其他应收款	6.87	4.28	17.47	9.60	24.29	12.48
存货	126.32	78.70	135.68	74.54	132.97	68.29
流动资产	**149.75**	**93.29**	**166.03**	**91.21**	**177.90**	**91.37**
投资性房地产	3.38	2.10	11.04	6.06	10.98	5.64
无形资产	3.96	2.47	3.86	2.12	3.86	1.98
非流动资产	**10.77**	**6.71**	**16.00**	**8.79**	**16.80**	**8.63**
资产总额	**160.52**	**100.00**	**182.03**	**100.00**	**194.71**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

2017年底，公司流动资产166.03亿元，较2016年底增长10.87%，主要系其他应收款和存货增长所致。公司货币资金2.88亿元，较上年底下降69.18%，主要系公司回款下降、长城汽车西部生产基地项目的前期基础设施投入加大以及融资规模下降所致，无使用受限资金。应收账款9.95亿元，较上年底增长38.70%，主要系应收凤凰湖管委会代理施工工程款增长所致；应收账款中1年以内的占97.52%，账龄较短；公司累计计提坏账准备322.90万元。其他应收款主要为应收凤凰湖管委会及关联企业的往来款，2017年底为17.47亿元，较上年底大幅增加10.60亿元，主要系应收凤凰湖管委会拆迁款、材料款等往来款增长所致；账龄较短，主要集中在1年以内；前五名欠款单位款项占其他应收款账面余额的77.24%，集中度较高。存货135.68亿元，同比增长7.41%，主要为库存商品（占15.92%）、工程施工（占33.44%）和土地资产（占50.65%），其中29.54亿元的土地

资产已用于抵押，抵押比率为42.99%，公司未计提存货跌价准备。

2017年底，公司非流动资产16.00亿元，同比增长48.61%，主要系投资性房地产增长所致。公司投资性房地产11.04亿元，主要是用于出租的厂房、保障房、门面房等，投资性房地产较上年底大幅增加7.66亿元，主要系公司将存货及固定资产中有收益部分转入投资性房地产所致。固定资产4.42亿元，较年初下降83.31%，固定资产主要由房屋建筑物（占78.85%）构成，累计折旧0.14亿元。无形资产3.86亿元，同比下降2.54%，全部为土地使用权。

2018年3月底，公司资产总额194.71亿元，较2017年底增长6.96%，主要为流动资产的增长。其中流动资产占91.37%，资产构成较年初变化不大。流动资产177.90亿元，较上年底增长7.15%，主要为应收账款和其他应收款的增长；非流动资产16.80亿元，较年初变化不大。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，未分配利润占比偏高，所有者权益稳定性一般。

2017 年底，公司所有者权益 72.91 亿元，较上年小幅增长 2.02%。其中实收资本较上年增加 1.00 亿元主要系农发基金（该 1.00 亿元为农发基金于 2015 年以货币资金形式入账资本公积科目，现转增实收资本）增资所致。少数股东权益为-0.01 亿元，主要是由于子公司重庆凤凰湖机器人有限公司处于成立初期的投入阶段，目前仍处于亏损状态所致。所有者权益以实收资本和资本公积为主，但未分配利润占比偏高，所有者权益稳定性一般。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 74.90 亿元，较上年底增长 2.74%，主要为未分配利润的增长。

表7 公司主要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
实收资本	1.20	1.68	2.20	3.02	2.20	2.94
资本公积	52.56	73.55	51.56	70.72	51.55	68.82
未分配利润	17.11	23.94	18.56	25.45	20.55	27.44
所有者权益合计	**71.47**	**100.00**	**72.91**	**100.00**	**74.90**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

由于代理施工项目投资规模较大，跟踪期内公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，债务负担较重；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，公司负债总额 109.12 亿元，较上年底增长 22.54%，主要为长期借款的增加。负债结构以非流动负债为主。

表8 公司主要负债构成情况（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
应付账款	1.81	2.03	5.40	4.95	5.03	4.20
其他应付款	3.82	4.29	2.15	1.97	6.17	5.15
一年内到期的非流动负债	1.77	1.99	9.03	8.27	8.73	7.28
流动负债	**12.81**	**14.38**	**20.65**	**18.92**	**23.73**	**19.81**
长期借款	24.44	27.44	40.03	36.68	40.25	33.59

应付债券	34.60	38.86	37.15	34.05	40.15	33.51
长期应付款	17.21	19.32	11.30	10.35	15.68	13.08
非流动负债	**76.24**	**85.62**	**88.47**	**81.08**	**96.07**	**80.19**
负债总额	**89.05**	**100.00**	**109.12**	**100.00**	**119.80**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报表整理

2017年底，公司流动负债20.65亿元，较上年底增长61.25%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司应付账款5.40亿元，较上年底增加3.60亿元，主要为应付施工方1年以内的工程款项。其他应付款2.15亿元，同比下降43.78%，主要为暂收暂借款、代收代扣款项及保证金等。一年内到期的非流动负债9.03亿元，较上年底大幅增加7.26亿元，主要系将于一年内到期的长期借款和长期应付款的增长所致。

2017年底，公司非流动负债88.47亿元，同比增长16.04%。公司长期借款40.02亿元，较2016年底增长63.80%，主要来源于抵押借款和信用借款的增长。应付债券37.15亿元，同比增长7.36%，主要系2017年发行“17渝兴永PPN001”。长期应付款11.30亿元，同比下降34.35%，主要系重庆市财政局对公司的政府置换债券减少所致，公司长期应付款全为重庆市永川区财政局有偿借款给公司用以置换成本较高的长期借款，为公司有息债务。

2018 年 3 月底，公司负债总额 119.80 亿元，较上年底增长 9.79%，主要为非流动负债的增长；仍以非流动负债为主，负债构成较上年变化不大。流动负债 23.73 亿元，同比增长 14.91%，主要为其他应付款增长所致；非流动负债 96.07 亿元，同比增长 8.59%，主要系发行“18 渝兴永 CP001”和长期应付款增长所致。

2017 年底，公司全部债务 86.21 亿元（其中长期债务占比 89.53%），同比快速增长 37.25%。受公司长期借款规模快速增长影响，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上升至 59.95%、51.42%和 54.18%。2018 年 3 月底，公司全部债务 89.13 亿元，较上年底小幅增长，债务指标率略有增加。若将长期应付款全部纳入有息债务核算，2017 年底和 2018 年 3 月底，公司调整后全部债务资本化比率分别为 57.22%和 58.32%。公司债务负担较重。

3．盈利能力

2017年，受代理施工收入下降影响，公司营业收入大幅下降，利润总额对财政补贴依赖较大，盈利能力仍然较弱。

2017年，公司实现营业收入9.02亿元，较2016年下降48.40%，主要系代理施工收入下降以及无厂房出让收入所致；同期营业成本为7.30亿元，较上年下降51.10%。营业利润率为13.12%，较2016年略有下降。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用总额为 0.37 亿元，较上年下降 13.41%，主要系招商费用下降带动管理费用下降所致。2017 年，公司期间费用占营业收入比重为 4.15%，公司费用控制能力仍较好。

2017年，公司实现其他收益1.14亿元，全部为政府补助，较上年略有增长；同期实现利润率总额1.59亿元，同比下降46.88%。利润总额对政府补助的依赖程度较高。

从盈利指标来看，2017 年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率均小幅下降，分别为3.58%和 1.98%，公司盈利能力仍较弱。

2018 年 1~3 月，随着长城汽车西部生产基地项目确认收入，公司实现营业收入大幅增加至 8.51 亿元，相当于 2017 年收入的 94.35%；实现利润总额 1.89 亿元，较上年同期增长 18.57%。营业利润率上升至 23.09%。

4．现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入无法覆盖当期代建项目投资支出，经营活动产生的现金净流量仍表现为大额净流出。公司对外投资资金需求仍主要依赖于筹资活动产生的现金流量净额。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及收到和支付的工程保证金、工程暂收暂借款等。2017年，公司经营活动现金流入10.42亿元，较上年下降54.81%，主要系收到工程保证金、工程暂借款下降所致；同期，由于公司当年代建项目投入规模下降以及支付的工程保证金的下降，经营活动现金流出较上年下降33.77%至25.15亿元。受支付其他与与经营活动有关的现金规模较大的影响，2017年公司经营活动现金流量持续呈现净流出，为-14.72亿元，净流出规模较上年变化不大。从收入实现质量来看，2017年，公司现金收入比为71.33%，较上年小幅增长，但收入实现质量仍然不高。

2017年，公司投资活动支出规模大幅增长。公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出5.74亿元，较上年大幅增加5.39亿元，主要系厂房和保障房等投入增长所致；投资活动产生的现金流量净额为-5.74亿元，净流出规模较上年大幅增加。

2017年，受经营业务支出规模下降的影响，公司筹资力度有所减弱。筹资活动现金流入22.98亿元，较上年下降27.90%，主要为借款取得的现金的减少；筹资活动现金流出8.97亿元，主要为偿还债务本息支付的现金，较上年下降39.88%；筹资活动产生的现金流量净额为14.01亿元，较上年下降17.34%。

2018年1~3月，公司经营活动主要以经营业务收支和往来款的支付为主，公司经营活动现金流量净流出9.15亿元，现金收入比为99.34%，收入实现质量有所改善；投资活动现金流规模很小；筹资活动现金净流入6.61亿元，主要为取得借款收到的现金。

5．偿债能力

公司现金类资产规模小，短期债务支付压力大；由于近几年公司有息债务规模增长较快，长期偿债能力弱。但考虑到公司已整理完待出让和在整理的土地规模较大以及股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险可控。

2017年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为804.05%和147.00%；2018年3月底，流动比率进一步下降至749.73%，速动比率上升至189.35%。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。2017年及2018年3月底，公司现金类资产分别为2.88亿元和0.30亿元，现金类资产/短期债务分别为0.32倍和0.03倍，公司短期债务支付压力大。

2017年，公司EBITDA为2.04亿元，由于公司同期债务规模大幅增长，公司调整后全部债务/EBITDA上升至47.78倍。考虑到政府对公司的支持以及公司已整理完待出让和在整理的土地规模较大，对公司未来债务偿还保障程度较高，公司长期偿债能力尚可。

2018年3月底，公司对外担保余额为7.36亿元，担保比率9.84%。被担保企业为重庆市永川区惠通建设发展有限公司（以下简称“永川惠通”、担保金额7.30亿元）和重庆市泰盈康科技有限公司（担保金额0.06亿元），其中永川惠通为永川区政府出资的主营土地整治的企业。被担保企业目前经营情况良好，公司或有负债风险较小。

截至2018年3月底，公司获得银行综合授信73.82亿元，其中未使用授信额度22.24亿元，融资渠道尚可。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额40.50

亿元，若投资者均于2018年行使回售选择权，一年内到期的应付债券规模大，存续债券的短期集中偿债压力大。

截至2018年3月底，若“16兴永01”和“16兴永02”投资者均于2018年行使回售选择权，则公司2018年尚需兑付债券金额为20.00亿元，即存续债券待偿本金峰值。2017年底，公司现金类资产2.88亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为10.42亿元、-14.72亿元和2.04亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，若投资者均于2018年行使回售选择权，公司短期兑付压力大。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

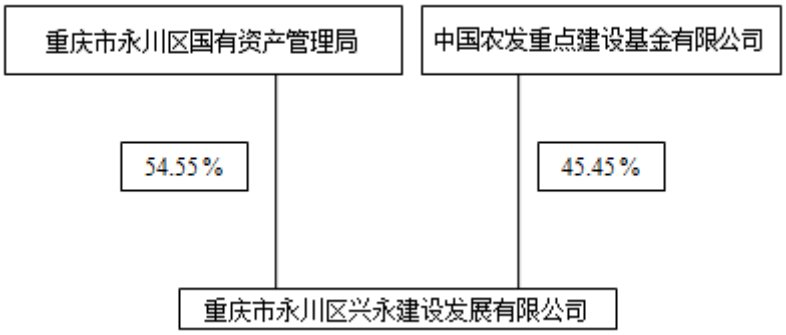
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	20.00
未来待偿债券本金峰值	20.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.14
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.52
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.74
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.10

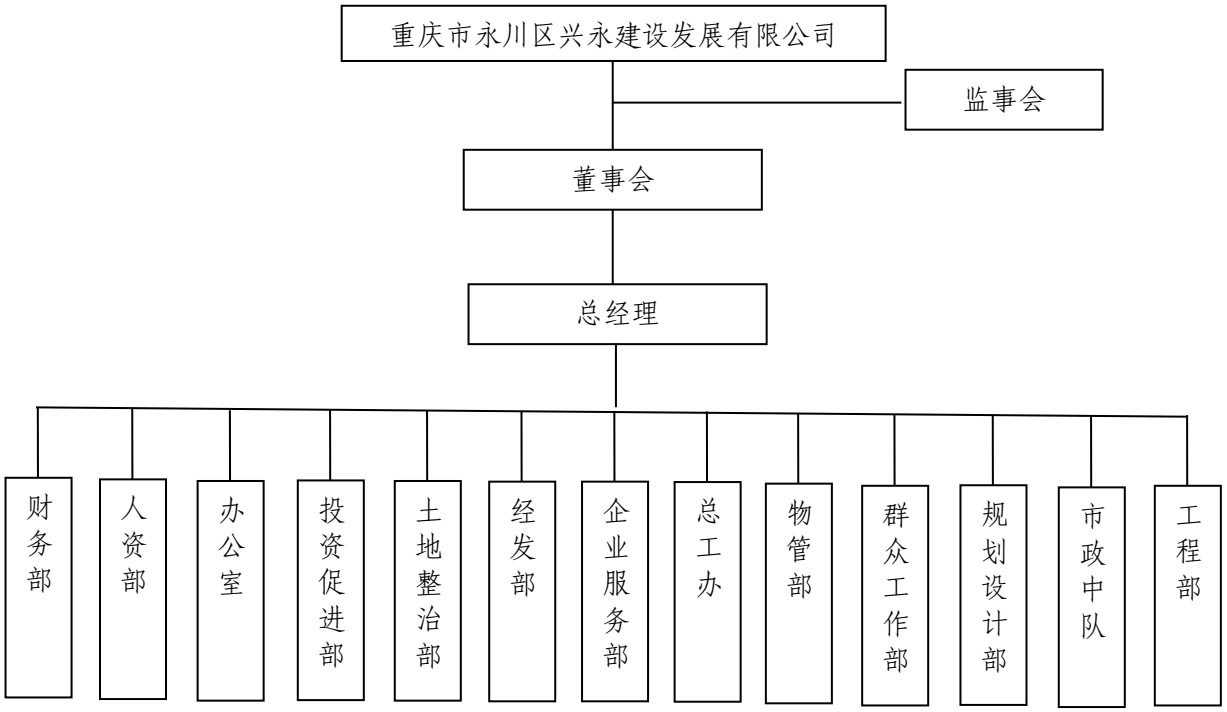
注：表中所列为投资者均于2018年行使回售选择权的情况
资料来源：联合资信整理

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“15 渝兴永 MTN001”信用等级为 AA，“18 渝兴永 CP001”信用等级为 A-1，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	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.64	9.33	2.88	0.30
资产总额(亿元)	130.26	160.52	182.03	194.71
所有者权益(亿元)	59.79	71.47	72.91	74.90
短期债务(亿元)	4.92	3.77	9.03	8.73
长期债务(亿元)	36.56	59.04	77.18	80.40
调整后长期债务(亿元)	57.81	76.25	88.47	96.07
全部债务(亿元)	41.48	62.81	86.21	89.13
调整后全部债务(亿元)	62.73	80.02	97.50	104.80
营业收入(亿元)	7.49	17.48	9.02	8.51
利润总额(亿元)	2.64	3.00	1.59	1.89
EBITDA(亿元)	2.79	3.24	2.04	--
经营性净现金流(亿元)	-20.57	-14.90	-14.72	-9.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.22	3.91	1.05	--
存货周转次数(次)	0.06	0.13	0.06	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.12	0.05	--
现金收入比(%)	102.63	67.23	71.33	99.34
营业利润率(%)	21.04	14.16	13.12	23.09
总资本收益率(%)	5.60	4.85	3.83	--
调整后总资本收益率(%)	4.63	4.30	3.58	--
净资产收益率(%)	3.92	3.50	1.98	--
长期债务资本化比率(%)	37.95	45.24	51.42	51.77
调整后长期债务资本化比率(%)	49.16	51.62	54.82	56.19
全部债务资本化比率(%)	40.96	46.78	54.18	54.34
调整后全部债务资本化比率(%)	51.20	52.82	57.22	58.32
资产负债率(%)	54.10	55.48	59.95	61.53
流动比率(%)	945.38	1169.38	804.05	749.73
速动比率(%)	123.39	182.96	147.00	189.35
经营现金流动负债比(%)	-162.52	-116.35	-71.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.86	19.37	42.25	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	22.48	24.67	47.78	--

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务；公司 2018 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/(n1)）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。

附件 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息