

信用等级公告

联合〔2019〕1451号

联合资信评估有限公司通过对重庆九龙园高新产业集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持重庆九龙园高新产业集团有限公司的主体长期信用等级为AA，“14渝九龙债/PR九龙债”“17九龙园MTN001”“19九龙园MTN001”和“19九龙园MTN002”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
二〇一九年六月十八日



重庆九龙园高新产业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 渝九龙债/PR 九龙债	5.40 亿元	2021/8/19	AA	AA
17 九龙园 MTN001	2.00 亿元	2022/10/23	AA	AA
19 九龙园 MTN001	5.00 亿元	2022/4/11	AA	AA
19 九龙园 MTN002	3.00 亿元	2022/4/11	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 18 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.26	15.22	6.99	5.01
资产总额(亿元)	118.41	127.78	131.52	130.69
所有者权益(亿元)	48.21	49.33	50.12	50.20
短期债务(亿元)	4.56	20.56	16.72	12.60
长期债务(亿元)	49.41	41.95	49.38	52.88
全部债务(亿元)	53.97	62.51	66.10	65.48
营业收入(亿元)	5.24	5.40	2.68	0.94
利润总额(亿元)	1.82	1.19	1.09	0.08
EBITDA(亿元)	2.25	1.55	1.14	--
经营性净现金流(亿元)	0.40	-3.18	-8.82	-0.40
营业利润率(%)	15.50	14.19	16.18	12.87
净资产收益率(%)	3.37	2.27	1.84	--
资产负债率(%)	59.28	61.39	61.90	61.59
全部债务资本化比率(%)	52.81	55.89	56.88	56.60
流动比率(%)	613.04	330.05	389.35	460.38
经营现金流流动负债比(%)	2.43	-9.93	-32.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.63	0.48	0.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.98	40.21	57.90	--

注：1. 2019 年 1 季度财务数据未经审计；2. 报告将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算。

分析师：张 依 汪星辰

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

重庆九龙园高新产业集团有限公司（以下简称“公司”）是重庆九龙园区的基础设施投资建设主体。跟踪期内，重庆九龙园区各项经济指标持续增长，公司继续获得政府在财政补贴、资本金及专项资金注入等方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司收入大幅下降、短期支付压力较大、未来融资压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着九龙园区开发进度的逐步推进和棚户区改造项目的开展，公司整体收入水平有望得到提升；九龙园区不断增强的财政实力及其对公司持续的支持也有助于支撑公司的整体偿债能力。联合资信对公司评级展望为稳定。

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 渝九龙债/PR 九龙债”“17 九龙园 MTN001”“19 九龙园 MTN001”和“19 九龙园 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，重庆九龙园区各项经济指标持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司是九龙园区的基础设施投资建设主体，在区域内具有垄断性，跟踪期内得到政府在财政补贴、资本金及专项资金注入等方面的支持。

关注

- 公司资产中存货和应收类款项占比大，对资金占用明显，资产流动性较弱。
- 跟踪期内公司债务规模持续增长，整体债务负担较重，短期偿债压力较大。
- 跟踪期内，公司经营性现金流持续净流出。
- 公司棚改项目后续投资规模大，未来资金支出压力大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆九龙园高新产业集团有限公司（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。

重庆九龙园高新产业集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于重庆九龙园高新产业集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司完成增加注册资本的工商变更登记¹。截至2019年3月底，公司注册资本及实收资本均为34595.55万元；其中，重庆市九龙坡区国有资产监督管理委员会（以下简称“九龙坡区国资办”）持股61.27%，重庆渝隆资产经营（集团）有限公司持股31.80%，国开发展基金有限公司持股6.93%，公司实际控制人为九龙坡区国资办。

跟踪期内，公司合并范围无变化，经营范围变更为：在政府授权范围内从事土地整治，机械机电、生化(不含国家禁止或限制经营项目)、环保、电子产品、通讯器材(不含发射和接收装置)等高新产品的研究、开发、技术咨询及服务及技术成果转让、引进，销售建筑材料(不含危化品)、化工(不含化学危险品和易制毒化学物品)、金属材料，房地产开发暂贰级(在许可范围及有效期内经营)，房屋租赁(不含住宿服务)，从事城市基础设施及市政工程项目建设(涉及许可的项目须取得相关行政许可后方可经营)。

截至2018年底，公司资产总额131.52亿元，所有者权益50.12亿元。2018年，公司实现营业收入2.68亿元，利润总额1.09亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额130.69

亿元，所有者权益50.20亿元。2019年1—3月，公司实现营业收入0.94亿元，利润总额0.08亿元。

公司注册地址：重庆市九龙坡区华锦路26号；法定代表人：杜强。

三、存续期债券与募集资金使用情况

截至报告出具日，由联合资信评级的公司存续债券“14渝九龙债/PR九龙债”“17九龙园MTN001”“19九龙园MTN001”和“19九龙园MTN002”债券余额合计15.40亿元。其中“14渝九龙债/PR九龙债”和“17九龙园MTN001”在跟踪期内已按时还本付息；“19九龙园MTN001”和“19九龙园MTN002”发行未满一年，尚未到付息日。

表1 跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
14渝九龙债/PR九龙债	5.40亿元	2014/8/19	7年	6.60%
17九龙园MTN001	2.00亿元	2017/10/23	5年	6.15%
19九龙园MTN001	5.00亿元	2019/4/11	3年	6.50%
19九龙园MTN002	3.00亿元	2019/4/11	3年	6.50%

资料来源：联合资信整理

公司于2014年8月发行“14渝九龙债/PR九龙债”，期限7年，募集资金9亿元，其中2亿元用于九龙园区盘龙新城城市基础设施工程项目，1亿元用于九龙园区盘龙小区安置房工程项目，6亿元用于九龙园区C区标准厂房及配套道路工程项目。截至2019年3月底，募集资金已全部使用完毕；募投项目均已完工。

公司于2017年10月发行“17九龙园MTN001”2亿元，期限5年。募集资金全部用于偿还金融机构贷款。截至2019年3月底，募集资金已全部使用完毕。

公司于2019年4月分别发行“19九龙园MTN001”5亿元和“19九龙园MTN002”3亿元，

¹ 2017年，重庆市九龙坡区国有资产监督管理委员会以货币形式对公司增资2195.55万元，公司实收资本增加至34595.55万元，但未及时进行工商变更。

期限均为3年，募集资金用于偿还金融机构贷款。截至2019年3月底，“19九龙园MTN001”募集资金已按计划使用4.00亿元，“19九龙园MTN002”募集资金尚未使用。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规

范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速

(9.5%)持续提高,主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大,消费结构不断优化升级。2018年,全国社会消费品零售总额38.10万亿元,同比增长9.0%,增速较2017年回落1.2个百分点,扣除价格因素实际增长6.9%。2018年,全国居民人均可支配收入28228元,同比名义增长8.7%,扣除价格因素实际增长6.5%,增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看,生活日常类消费如日用品类,粮油食品、饮料烟酒类,服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长;升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长,汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高;旅游、文化、信息等服务类消费较快增长;网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓,贸易顺差持续收窄。2018年,国际环境错综复杂,金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行,国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年,中国货物贸易进出口总值30.5万亿元,同比增加9.7%,增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看,出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元,同比增速分别为7.1%和12.9%,较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元,较2017年有所减少。从贸易方式来看,2018年,一般贸易进出口占中国进出口总额的比重(57.8%)较2017年提高1.4个百分点。从国别来看,2018年,中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%,对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元,同比增长13.3%,中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放,成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度,受贸易保护主义倾向抬头

和地缘政治等因素影响,全球经济增长动能继续减弱,经济复苏压力加大。在此背景下,中国积极的财政政策继续加力增效,稳健的货币政策加强逆周期调节,保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度,中国经济展现出较强的韧性,延续了近年来平稳增长的态势,国内生产总值(GDP)21.3万亿元,同比实际增长6.4%,增速与上季度持平,较上年同期有所下降;物价水平温和上涨;PPI、PIRM企稳回升;就业形势总体稳定。从三大产业来看,农业生产略有放缓;工业生产总体平稳,工业企业利润增速有所回落;服务业增速也有所放缓,但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看,固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中,房地产投资增速环比和同比均有所提高;基础设施建设投资增速企稳回升,但较上年同期仍明显回落;制造业投资增速环比明显下降,同比仍有所上升。居民消费环比有所回升,同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年,国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下,中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策,通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑,同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展,2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看,固定资产投资增速有望持续企稳,其中,基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用,基础设施补短板力度将有所加大,投资增速有望持续企稳回升;制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速,为制造业投资增长提供重要支撑,但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响,制造业投资仍有继续回落的可能;中国城

镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设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健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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

设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行

压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，

允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018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
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9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风

险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

2. 区域经济

公司是重庆九龙坡区主要建设主体，承担了九龙坡区基础设施建设、土地整治等职能，业务范围集中在九龙园区内，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受九龙坡区和九龙园区经济增长、财政收支状况的影响，并与区域发展规划密切相关。

(1) 重庆市经济发展概况

根据《2018 年重庆市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，重庆市实现地区生产总值 20363.19 亿元，比上年增长 6.0%。按产业分，第一产业增加值 1378.27 亿元，增长 4.4%；第二产业增加值 8328.79 亿元，增长 3.0%；第三产业增加值 10656.13 亿元，增长 9.1%。三次产业结构比为 6.8:40.9:52.3。非公有制经济实现增加值 12516.37 亿元，增长 6.1%，占全市经济的 61.5%。其中，民营经济实现增加值 10334.67 亿元，增长 6.1%，占全市经济的 50.8%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到 65933 元，比上年增长 5.1%。

2018 年，重庆市全年实现工业增加值 5997.70 亿元，比上年增长 1.1%。规模以上工业增加值比上年增长 0.5%。其中，规模以上工业战略性新兴产业增加值比上年增长 13.1%，高技术产业增加值增长 13.7%，占规模以上工业增加值的比重分别为 22.9% 和 18.0%。新一代信息技术产业、生物产业、新材料产业、高端装备制造产业分别增长 22.2%、10.0%、6.5%

和 13.4%。2018 年，重庆市固定资产投资总额比上年增长 7.0%。其中，基础设施建设投资增长 11.5%；民间投资增长 12.8%。

根据《关于重庆市 2018 年财政预算执行情况和 2019 年财政预算草案的报告》，2018 年重庆市一般公共预算收入总计 5223 亿元。其中，市本级一般公共预算收入完成 2266 亿元，比上年增长 0.6%，其中税收收入完成 1603 亿元，比上年增长 8.6%；转移性收入 2957 亿元；一般公共预算支出完成 4541 亿元，比上年增长 4.7%。

整体看，跟踪期内重庆市经济持续发展，但增速低于全国平均水平。未来在国家政策和周边城市的带动下，重庆市经济有望保持持续发展趋势。

(2) 九龙坡区概况

九龙坡区是重庆市的工业发达区、为重庆市九大“都市发达经济圈”之一。根据《2018 年重庆市九龙坡区国民经济和社会发展统计公报》，2018 年九龙坡区实现地区生产总值 1211.25 亿元，按不变价计算，同比增长 3.6%。分产业看，九龙坡区第一产业增加值 6.30 亿元，同比下降 0.2%；第二产业增加值 459.82 亿元，增长 1.4%；第三产业增加值 745.13 亿元，增长 5.0%。其中，第三产业增加值占地区生产总值的比重为 61.5%，比上年同期有所升高。2018 年，九龙坡区完成固定资产投资总额同比增长 0.1%，其中基础设施建设投资同比增长 37.2%。跟踪期内，受主导产业制造业景气度下降影响，九龙坡区经济增速放缓。

根据《关于重庆市九龙坡区 2018 年财政预算执行情况和 2019 年财政预算草案的报告》，2018 年，九龙坡区一般公共预算收入合计 126.16 亿元。其中区本级一般公共预算收入 69.21 亿元，同比增长 14.8%，包括税收收入 55.68 亿元，同比增长 18.1%；转移性收入合计 56.96 亿元。2018 年，九龙坡区一般公共预算支出 98.07 亿元。2018 年，九龙坡区基金收入 131.48 亿元，全部为转移性收入。

截至 2018 年底，九龙坡区政府债务限额

163.8 亿元，债务余额 163.8 亿元，其中一般债务 60.8 亿元、专项债务 103.0 亿元。

总体来看，受区域宏观经济及主导产业行业景气度下降影响，九龙坡区经济增速明显放缓，财政实力保持基本稳定，其经济总量在重庆主城九区位居第 2 位，是重庆经济发展的重点区域。

（3）九龙园区概况

九龙园区成立于 1998 年，由 A、B、C 区组成，园区规划面积 32.67 平方公里，形成了以徐工和柳工为代表的工程机械及汽车制造产业；以建设雅马哈和隆鑫为代表的摩托车制造产业；以 ABB 为代表的机电产业以及机械产业、印刷包装产业和石材及钢材五大产业集群。

从片区规划来看，A 区规划面积 4.20 平方公里，地理范围为袁茄路以西，高科技公园以南，大渡口双山片区，东至高新区二郎园区的地域。目前 A 区已完成开发建设（除盘龙片区城中村改造项目 1000 亩左右以外），成为九龙坡区经济分中心，宜居新城区，累计建成商品房 120 万平方米，已形成金科绿韵康城、云湖天都、巴国公馆等知名楼盘；创建了巴人博物馆、巴国城生态公园、石生国际茶城、婚庆 4 个创意产业项目。B 区规划面积 9.08 平方公里，具体包括高新区二郎园区以南，上界高速路及跳蹬河以东，建桥园区以北，渝滇高速路以西。目前已形成摩托车及配件、精密机械制造等产业群，目前 B 区已完成开发建设（除 B3 区的 1000 多亩地外）。C 区规划面积 19.39 平方公里，将成为公司未来开发建设重点。目前已有北方奔驰汽车、徐州工程机械、庆铃汽车、柳州工程机械、隆鑫摩托等国内外知名企业入驻。

九龙园区在土地集约化利用方面，坚持通过“三个调整”，实现“三个提高”。一是调整用地指标，提高土地利用效率；二是调整用地方式，提高用地效率；三是调整用地门槛，提高用地效益。九龙园区在招商引资方面，采取

瞄准新兴产业，坚持“立足重庆、两眼向内、寻求机遇”的思路，鼓励园区内企业开发新项目，用完善而充实的项目储备去吸引资金，九龙园区为入园企业提供招商引资发展平台、为落地项目创造良好环境。

总体看，九龙园区已经成为重庆市和九龙坡区经济增长的重要支撑，公司面临良好的外部环境。

六、基础素质分析

公司是九龙园区基础设施建设主体，业务具有区域垄断性。跟踪期内，公司持续获得九龙坡区政府在财政补贴、资本金及专项资金注入方面的支持。2018 年，根据《重庆市九龙坡区财政局关于向重庆九龙园高新技术产业开发区九龙园区管理委员会拨付资金的通知》，重庆市九龙坡区财政局向重庆九龙园高新技术产业开发区九龙园区管理委员会（以下简称“九龙园区管委会”）拨付财政资金后，由九龙园区管委会转拨至公司，公司收到财政补贴 0.95 亿元，在“其他收益”反映；公司收到九龙坡区财政局注入的资本金 1511.79 万元，体现在“资本公积”；公司收到政府划拨资金 1686.37 万元，体现在“专项应付款”，为九龙坡区精神卫生中心搬迁代建项目专项资金。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1050010700102280U），截至 2019 年 3 月 27 日公司有 11 笔已结清的不良类信贷信息记录，主要是 2010 年公司暂时被纳入“小平台”管理，银行将现金流未全部覆盖的部分贷款认定为关注，目前公司已调出“小平台”。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为九龙园区基础设施建设及投融资主体，主要承担了园区基础设施建设和土地整治业务。

跟踪期内，九龙园区无土地出让，公司未确认土地整治开发收入；2018年，公司实现营业收入2.68亿元，同比下降50.37%，主要系代建项目结算量减少（占76.88%）。2018年，公司其他业务收入0.62亿元，同比略有下降，主要为公司持有的安置房商铺门面房和自有

办公楼的出租收入，租赁收入较上年有所下降主要系2018年到期合约较多且新户装修期间免租金所致。

毛利率方面，2018年，公司代建管理毛利率9.40%，较上年增加1.74个百分点，主要系代建管理业务中九力建设的代建项目确认收入较多（九力建设仅将代建管理费确认收入，毛利率为100%）所致。2018年，公司毛利率为20.30%，较上年有所上升。

2019年1—3月，公司营业收入0.94亿元，主要为基础设施建设收入，毛利率为13.68%。

表3 2017—2019年3月公司营业收入和毛利率分类情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019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
代建管理	46292.77	85.68	7.66	20616.84	76.88	9.40	8399.94	89.06	7.41
其他	7738.78	14.32	59.62	6200.27	23.12	56.56	1032.07	10.94	64.72
合计	54031.55	100.00	15.63	26817.11	100.00	20.30	9432.01	100.00	13.68

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

代建管理

公司的代建业务实施主体主要为公司本部和子公司重庆九力建设工程有限公司（以下简称“九力建设”）。

公司本部承接的代建项目涉及基础设施建设、安置房建设和土地整治。公司负责前期资金筹措，并组织实施建设工作，在项目竣工验收合格后，公司将其移交给九龙园区管委会或其指定的单位，公司按照经九龙坡区审计部门审定的工程项目决算金额加成8%与九龙坡区财政局以及九龙园区管委会进行结算。公司每年与九龙园区管委会及九龙坡财政局根据三方签订的项目结算书确认当年的工程结算款，公司根据结算金额确认收入。根据九龙坡财政（2015）12号文件，九龙坡财政局将上述开发建设款拨付给九龙园区财政所，由九龙园区财政所支付给公司。

跟踪期内，公司确认结算的代建项目主要有B3区基础设施、九龙园区110KV马舍线迁

改工程、C区L分道路等项目。跟踪期内，公司承接的项目主要为支路建设和排水、电路改迁等配套工程，项目投资规模整体较小；2018年和2019年1—3月，公司分别确认收入1.93亿元和0.84亿元。目前公司已经基本完成九龙园A区和B区的建设，未来将重点实施C区的基础设施建设和土地整治开发。此外，九龙坡区原则上不再新建安置房项目，拆迁安置主要以购买存量商品房项目进行安置。

表4 2019年3月底公司本部主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已完成投资	剩余投资金额
九龙园区B3区银谷路华胜路工程	10783	550	10233
九龙园区B3区区间道路工程	3921	300	3621
九龙园区C区L分区分区连接线道路工程	4299	300	3999
合计	19003	1150	17853

资料来源：公司提供

注：公司总投资额较小的项目较多，未在上表中体现。

表5 公司本部主要拟建项目情况(单位:万元)

项目名称	总投资	预计开工时间
九龙园区C区L分区金智路及支路工程	7711	2019年
西区医院配套道路工程	876	2019年
融盛大道西段工程	4745	2019年
合计	13332	--

资料来源:公司提供

截至2019年3月底,公司本部主要在建代建项目包括九龙园区B3区银谷路华胜路工程、九龙园区B3区区间道路工程等,项目总投资1.90亿元,累计完成投资0.12亿元;公司本部主要拟建项目总投资1.33亿元。

九力建设受重庆市九龙坡区城乡建设委员会(以下简称“九龙坡区建委”)委托,对九龙园区内部分基础设施建设项目建设过程进行监督管理。九力建设与九龙坡区建委就不同项目签订委托代建协议。根据协议规定,项目建设支出均由九龙坡区建委支付,九力建设主要负责建设过程中的组织、协调、控制和监督工作,九力建设按照建设项目最终决算审计金额的2%确认代建管理费。2018年,九力建设确认代建管理收入444.00万元,毛利率为100%。

整体看,公司代建项目主要根据每年九龙园区管委会下达的工作计划进行安排,业务可持续性较强。

棚户区改造

重庆市人民政府授权九龙坡区建委与公司签订政府购买服务合同。根据政府购买服务合同,公司为九龙坡区九龙园区棚户区改造项目的承接主体,负责九龙园区棚户区改造项目(包括一路和火炬大道支路片区、铁路小区片区、冬瓜山片区、新农片区4个棚户区)的土地征收、房屋拆迁及平整工程,并实施拆迁补偿。上述项目已全部纳入重庆市2018—2020年棚户区改造规划范围,改造总量1214户,拆迁房屋面积19.2万平方米,计划总投资30.86亿元,建设期3年。政府购买服务合同总价55.00亿元,分25年支付,购买资金将在协议期内逐年纳入未来年度区本级财政预算

支出管理。截至2019年3月底,上述项目已累计完成投资4.80亿元,未来资本支出压力较大。

物业出租

公司物业出租主要是通过对公司自身拥有的商铺、写字楼等投资性房地产进行出租以收取相应的租金收入,运营主体为公司本部。跟踪期内,公司在建物业项目相继完工,可出租物业面积大幅上升。截至2019年3月底,公司自持物业主要包括华龙小区商业用房、A区孵化楼、西城新苑一、二期商业用房、半山齐团小区商业用房、石龙小区商业用房、半山二期商业用房、九龙坡区西彭组L分区L13-1/02宗地1-13号楼等,可出租物业面积增加至32.52万平方米,物业出租率100%。2018年和2019年1—3月,公司分别确认租赁收入0.62亿元和0.10亿元。

3. 未来发展

公司按照“公益为主、多元经营”的发展道路,探索融入市场,提升企业市场竞争力和盈利能力。一是利用园区资源优势壮大公司规模。在园区开发建设的同时,公司借助园区资源优势,不断壮大资产规模,提升自身造血功能,加强整体盈利能力。二是利用子公司专业优势参与市场竞争。鼓励子公司在完成园区及集团主业的前提下,积极向市场竞争性行业和领域拓展,进一步提升企业市场竞争力。九力建设经过多年发展,已取得建筑工程二级资质,通过承接园区零星业务、区级部门代建业务逐步融入市场。重庆瑞盈实业有限公司从事资产托管、物业管理、广告经营等业务。

整体看,公司未来将以九龙园C区为开发重点,同时进行市场化转型,增强公司的建设和投融资能力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度合并财务报表,天健

会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2019年一季度财务报表未经审计。

2018年及2019年1—3月，公司合并范围无变化，公司财务数据的可比性强。

截至2018年底，公司资产总额131.52亿元，所有者权益50.12亿元。2018年，公司实现营业收入2.68亿元，利润总额1.09亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额130.69

亿元，所有者权益50.20亿元。2019年1—3月，公司实现营业收入0.94亿元，利润总额0.08亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额131.52亿元，同比增长2.93%，其中流动资产占比81.39%，非流动资产占比18.61%，公司资产结构仍以流动资产为主。公司主要资产构成详见表6。

表6 2017—2019年3月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.22	11.91	6.99	5.31	5.01	3.83
应收账款	18.29	14.31	19.02	14.46	18.97	14.52
其他应收款	48.28	37.79	55.00	41.82	55.76	42.67
存货	23.35	18.28	26.00	19.77	26.48	20.26
流动资产	105.68	82.71	107.04	81.39	106.25	81.30
投资性房地产	11.24	8.80	16.07	12.22	16.07	12.30
固定资产	0.19	0.15	2.95	2.24	2.91	2.23
在建工程	8.85	6.93	2.30	1.75	2.30	1.76
非流动资产	22.10	17.29	24.48	18.61	24.44	18.70
资产总额	127.78	100.00	131.52	100.00	130.69	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

2018年底，公司流动资产107.04亿元，同比增长1.29%，主要来自其他应收款和存货增长。

2018年底，公司货币资金6.99亿元，同比下降54.11%，主要系项目持续投入和偿还债务所致，主要包括银行存款6.98亿元和少量库存现金。

2018年底，公司应收票据及应收账款19.02亿元，全部为应收账款。公司应收账款同比增长3.99%，主要为应收九龙园区管委会的工程结算款项（占比99.66%）。根据重庆市九龙坡区财政局《关于确保重庆九龙园高新产业有限公司与政府相关资产或债权保值的承诺》及公司董事会决议，未对应收九龙园区管委会款项计提坏账准备。总体看，公司应收账款不能收回的可能性较低，但回收时间受九龙坡财政局拨划进度影响具有不确定性，对公司资金形成占用。

2018年底，公司其他应收款合计55.00亿

元，较上年（上年数据采用其他应收款、应收股利、应收利息合计数）增长13.90%，主要为应收暂付款23.46亿元和往来款31.36亿元；应收对象主要为重庆市高新技术产业开发区九龙园区财政所等政府相关单位的暂借款项，应收对象较为集中。根据公司董事会决议，公司未计提坏账准备，资金回收风险不大，但资金占用明显。

表7 2018年底其他应收款金额前五名单位明细

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	比例
重庆高新技术产业开发区九龙园区财政所	32.76	59.54
重庆市高新技术产业开发区九龙园区管理委员会 ²	14.63	26.60
重庆鼎茂兴实业有限公司	4.10	7.45

² 根据《重庆市九龙坡区机构编制委员会关于整合土地储备机构的通知》（九龙坡编委〔2016〕48号），高新区土地整治储备职能划转至九龙坡区土地整治储备中心，不再保留“重庆高新技术产业开发区土地整治储备中心”牌子，撤销重庆市九龙工业园区土地储备中心。根据九龙坡管委会出具的关于承接债权债务情况说明，将对重庆市九龙工业园区土地储备中心的债权并入九龙坡管委会。

重庆渝隆资产经营（集团）有限公司	1.80	3.27
重庆市九龙坡区财政局	1.50	2.73
合计	54.79	99.59

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司存货账面余额 26.00 亿元，同比增长 11.33%，由开发成本（主要为棚改项目支出，占 32.26%）、城中村等整治储备用地（占 66.80%）以及工程施工构成。2018 年底，公司储备用地账面价值 17.37 亿元，面积为 35.07 万平方米，全部为政府的土地资产注入，由公司负责土地整理，未来土地出让后的收益归公司所有。

2018 年底，公司非流动资产 24.48 亿元，同比增长 10.79%，主要是得益于投资性房地产与固定资产的增长。

2018 年底，公司投资性房地产 16.07 亿元，同比增长 43.00%，主要系公司将当年完工的九龙坡区西彭组 L 分区 L13-1/2 宗地 1-13 号楼由在建工程转入投资性房地产所致。另外根据重庆天健资产评估土地估价有限公司出具的评估报告，公司 83 项投资性房地产评估价值较 2017 年底评估减值 0.17 亿元。

2018 年底，公司固定资产 2.95 亿元，同比增加 2.76 亿元，系 C 区标准厂房二期南区工程完工由在建工程转入固定资产所致。

2018 年底，公司在建工程 2.30 亿元，同比下降 74.04%，主要系九龙坡区标准厂房二期南区工程和九龙坡区西彭组 L 分区 L13-1/02 宗地 1-13 号楼项目完工结转。

2018 年底，公司其他非流动资产 1.66 亿元，同比增加 1.37 亿元，全部为地票，包含土地面积 58.68 万平方米。

受限资产方面，2018 年底，公司受限资产合计 46.48 亿元，包括用于抵质押担保的土地使用权 6.38 亿元、房屋及建筑物 12.38 亿元、应收账款 17.10 亿元³。2018 年底，公司受限资

产占公司资产总额的 35.34%，受限资产规模较大。

2019 年 3 月底，公司资产总额 130.69 亿元，基本与上年底持平，资产结构较上年底变化不大。

跟踪期内，公司资产仍以流动资产为主，其中应收类款项规模较大对资金占用明显，存货中主要为待整治土地，其变现能力受土地市场和政府政策影响，存在较大不确定性；同时公司资产受限比例较高，进一步减弱资产流动性，公司整体资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 50.12 亿元，同比增长 1.59%，主要是资本公积和未分配利润有所增长。公司所有者权益主要由实收资本（占 6.90%）、资本公积（占 66.02%）和未分配利润（占 24.35%）构成。2018 年底，公司资本公积 33.08 亿元，较上年底增加 0.15 亿元，系九龙坡财政局注资所致。2019 年 3 月底，公司所有者权益 50.20 亿元，较 2018 年底变化不大。

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，权益结构较稳定。

负债

2018 年底，公司负债总额 81.41 亿元，同比增长 3.77%。负债结构仍以非流动负债为主；非流动负债占比较上年有所上升，为 66.23%。

2018 年底，公司流动负债 27.49 亿元，同比下降 14.14%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由其他应付款（占 35.87%）和一年内到期非流动负债（占 46.26%）构成。

2018 年底，公司其他应付款 9.63 亿元，较上年底（上年数据采用其他应付款、应付股利、应付利息合计数）下降 6.19%，主要系拆借款减少所致。

2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 12.72 亿元，较上年底减少 5.52 亿元，主要为

² 公司对九龙园区管委会享有的应收账款中的 171047.11 万元，已为中国建设银行股份有限公司杨家坪支行的 8.5 亿元贷款和中国光大银行股份有限公司重庆渝北支行的 1.49 亿元贷款设立质押担保。

一年内即将到期的长期借款和应付债券。

2018年底，公司非流动负债53.91亿元，同比增长16.13%，主要由长期借款（占55.46%）、应付债券（占32.42%）和长期应付款（占11.16%）构成。

2018年底，公司长期借款29.90亿元，较上年底增长35.16%，其中质押及抵押借款10.20亿元、抵押借款3.70亿元、保证借款4.35亿元。

2018年底，公司应付债券17.48亿元，同比增长21.95%，主要系2018年公司发行“18九龙园PPN001”2.00亿元（期限3年，票面利率为6.91%）、“18九龙园PPN002”3.00亿元（期限3年，票面利率为6.70%）和“18九龙园PPN003”5.00亿元（期限3年，票面利率为7.50%）所致。

2018年底，公司长期应付款6.02亿元，同比下降27.05%（上年数据采用长期应付款和专项应付款合计数）。其中，长期应付款（不含专项应付款）4.59亿元，同比减少3.50亿元，系公司按约定偿还中融国际信托有限公司股权回购款，上述股权回购款项剩余部分已调整入有息债务；专项应付款1.42亿元，同比增长6.64%，主要系九龙坡区精神卫生中心项目拨款增加。

2019年3月底，公司负债总额80.49亿元，较上年底略有下降；从负债结构看，流动负债比重下降至28.67%，公司负债仍以非流动负债为主。2019年3月底，公司一年内到期的非流动负债8.60亿元，较上年底下降30.28%；长期借款35.40亿元，较上年底增长18.40%，系银行借款增加所致。

表8 公司债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2017年	2018年	2019年 3月
短期债务	20.56	16.72	12.60
长期债务	41.95	49.38	52.88
全部债务	62.51	66.10	65.48
长期债务资本化比率	45.96	49.63	51.30
全部债务资本化比率	55.89	56.88	56.60

资产负债率	61.39	61.90	61.59
-------	-------	-------	-------

资料来源：根据公司财务报表整理

从有息债务看，2018年底，公司全部债务66.10亿元，同比增长5.73%，其中短期债务占25.29%，长期债务占74.71%，公司债务结构仍以长期债务为主。2019年3月底，公司全部债务65.48亿元，较上年底略有下降，短期债务比重进一步下降。从债务指标看，2018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均呈现上升趋势，上述指标分别为61.90%、56.88%和49.63%，分别比上年增加0.50个、0.98个和3.67个百分点。2019年3月底，上述指标分别为61.59%、56.60%和51.30%。2019—2020年，公司应偿还有息债务16.72亿元、12.98亿元和9.88亿元，有息债务偿还期分布较为平均。

总体看，跟踪期内公司债务规模呈上升趋势，公司整体债务负担仍较重；随着公司偿还到期债务，短期债务占比明显下降。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入2.68亿元，同比下降50.37%，主要系代建收入减少所致；营业成本2.14亿元，同比下降53.12%，略高于营业收入降幅。受此影响，2018年公司营业利润率16.18%，同比增加1.99个百分点。

2018年，期间费用0.13亿元，同比下降72.20%，主要系财务费用中的利息收入增加所致。2018年，期间费用占营业收入比重为5.02%，较2017年下降3.95个百分点，公司期间费用管控能力有所增强。

2018年，公司其他收益0.95亿元，系九龙坡财政拨付的政府补贴。其他收益占公司营业利润的比例为87.31%，对利润贡献大。

2018年，受营业收入减少和公允价值变动收益为负的影响，公司利润总额1.09亿元，同比下降8.87%；净利润0.92亿元，同比下降17.55%。

从盈利指标看，2018年，公司净资产收益

率和总资本收益率分别为 1.84%和 0.73%，均较上年底有所下降。

2019 年 1—3 月，公司营业收入 0.94 亿元，相当于上年的 35.17%；利润总额 0.08 亿元；营业利润率 12.87%。

表 9 公司盈利情况（单位：亿元，%）

项 目	2017 年	2018 年
营业收入	5.40	2.68
其他收益	0.90	0.95
利润总额	1.19	1.09
营业利润率	14.19	16.18
总资本收益率	1.26	0.79
净资产收益率	2.27	1.84

资料来源：根据公司财务报表整理

总体看，跟踪期内，公司营业收入大幅下降，利润总额仍主要来源于政府补贴，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

2018 年，公司经营活动现金流入 17.12 亿元，同比变化不大。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 2.78 亿元，同比增长 39.96%；现金收入比为 103.63%，较上年明显改善。2018 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 14.34 亿元，同比下降 9.05%，主要系往来款减少。2018 年，公司经营活动产生的现金流出 25.94 亿元，同比增长 23.90%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 8.05 亿元，同比增长 125.49%，主要系棚改项目支出增加；支付其他与经营活动有关的现金 17.32 亿元，与上年变化不大。2018 年，公司经营活动产生的现金流呈现净流出状态，净流出额为 8.82 亿元。

2018 年，公司投资活动现金流入、流出规模均较小；其中收到和支付其他与投资活动有关的现金主要系拆借资金回收和支出。2018 年，公司投资活动现金流量净额为 0.25 亿元。

2018 年，公司筹资活动现金流入 41.19 亿元，同比增长 85.87%。其中，借款收到的现金增长 58.35%至 32.92 亿元；收到其他与筹资活动相关的现金 8.13 亿元，同比增长 602.69%，

主要系筹资性定期存单资金回收。同期，公司筹资活动产生的现金流出 32.66 亿元，同比增长 101.99%，主要为偿还债务支付的现金增长至 29.38 亿元所致。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 8.53 亿元。

表 10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	17.76	17.12
经营活动现金流出量	20.94	25.94
经营活动产生的现金流量净额	-3.18	-8.82
投资活动产生的现金流量净额	-2.08	0.25
筹资活动产生的现金流量净额	5.99	8.53
现金收入比	36.75	103.63

资料来源：根据公司财务报表整理

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 -0.40 亿元；投资活动现金流规模极小；筹资活动现金净流出 1.57 亿元。

跟踪期内，公司收现质量明显改善，但受棚改项目支出影响，经营活动资金缺口有所扩大；投资活动现金流规模小，公司对外融资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底公司流动比率和速动比率分别为 389.35%和 294.78%，较上年底均有所提高。截至 2019 年 3 月底，上述两指标分别为 460.38%和 345.64%。2019 年 3 月底，公司现金类资产/短期债务覆盖倍数为 0.40 倍。总体看，公司 2019 年短期债务偿还压力明显加大。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 1.06 亿元，同比下降 31.65%。同期，EBITDA 利息倍数有上年的 0.48 倍下降至 0.32 倍，全部债务/EBITDA 由 2017 年的 40.21 倍上升为 2018 年的 62.19 倍，公司 EBITDA 对有息债务的保障能力减弱。整体看，公司长期偿债指标弱。

2019 年 3 月底，公司对外担保余额 5.00 亿元，担保比率为 9.96%。被担保公司为重庆渝隆资产经营（集团）有限公司和重庆西彭铝

产业区开发投资有限公司，均为公司的关联公司，被担保企业经营情况正常，公司或有负债风险较小。

2019年3月底，公司共获得银行授信额度49.80亿元，已使用42.50亿元，未使用额度为7.30亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

综合考虑到公司的区域垄断地位及政府对公司项目建设、财政补贴等方面的大力支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

2018年底，母公司资产规模130.25亿元，占合并口径资产规模的99.03%；所有者权益49.84亿元，占合并口径所有者权益规模的99.45%；负债规模80.41亿元，占合并口径负债规模的99.45%

2018年，母公司营业收入2.26亿元，占合并口径营业收入的84.13%；营业成本1.83亿元。2018年，母公司净利润为0.90亿元，占合并口径净利润的9.94%。

总体看，母公司资产、所有者权益和负债总额占合并口径的比例大，公司合并口径利润主要来源于母公司。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司存续期内全部待偿还债券本金合计29.40亿元（其中联合资信所评且偿债主体为公司的存续期债券尚需偿还债券本金合计15.40亿元）。2018年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为17.12亿元和1.06亿元，分别为公司全部待偿还债券本金的0.58倍和0.04倍，为联合资信所评待偿还债券本金的1.11倍和0.07倍。

公司全部存续债券将于2021年达到偿付高峰，当年需偿还本金合计11.80亿元，2018年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为单年偿付债券合计本金峰值的1.45倍和0.10倍。

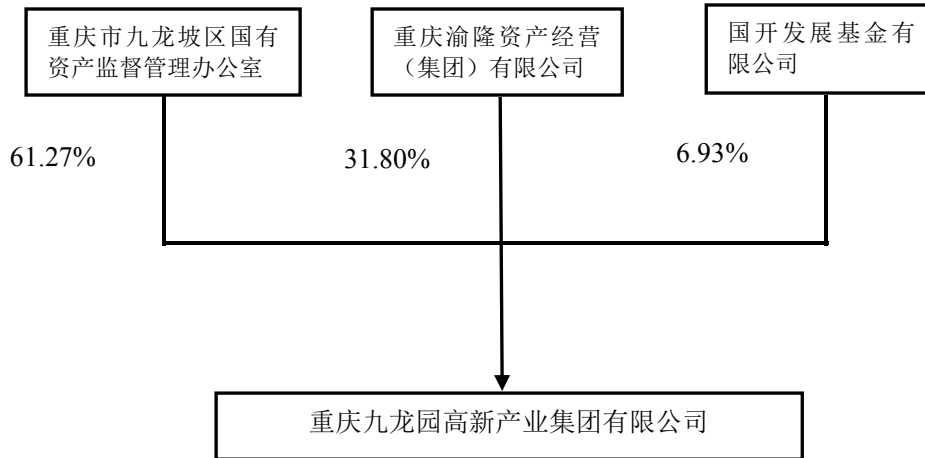
整体看，公司经营活动现金流入量对联合

资信所评债券的覆盖程度尚可，对单年偿付债券合计本金峰值的覆盖程度尚可。综合考虑到公司的区域垄断地位及政府支持，公司对存续债券的偿付能力很强。

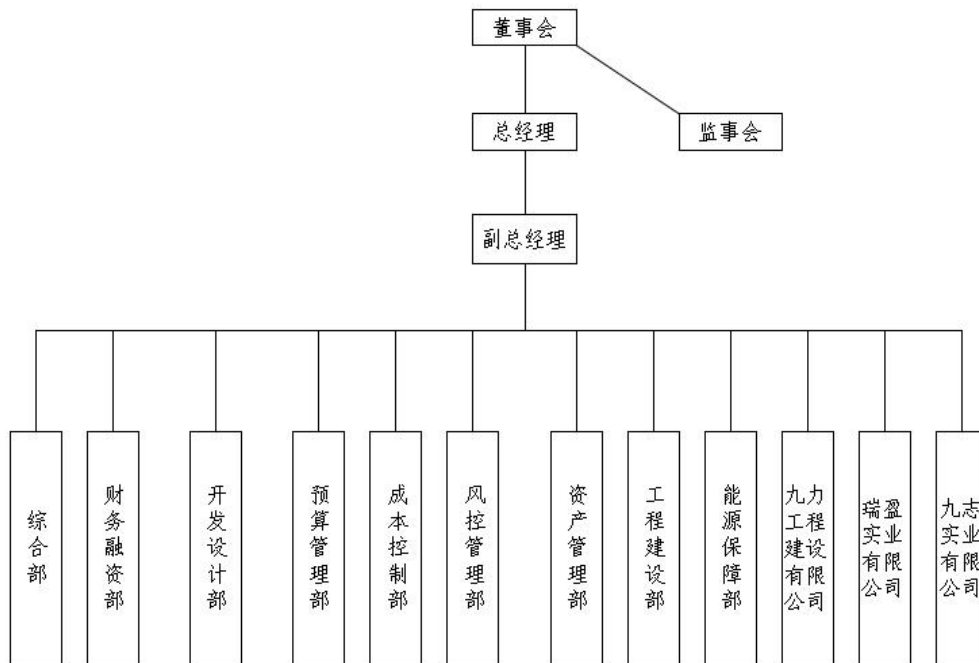
十一、结论

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渝九龙债/PR九龙债”“17九龙园MTN001”“19九龙园MTN001”和“19九龙园MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 公司合并范围内子公司情况

子公司名称	注册资本	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
重庆瑞盈实业有限公司	10000 万元	建筑业、餐饮业	100	--	设立
重庆九力建设工程有限公司	1000 万元	建筑业	100	--	设立
重庆九志实业有限公司	1000 万元	建筑业、商业	100	--	设立

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.26	15.22	6.99	5.01
资产总额(亿元)	118.41	127.78	131.52	130.69
所有者权益(亿元)	48.21	49.33	50.12	50.20
短期债务(亿元)	4.56	20.56	16.72	12.60
长期债务(亿元)	49.41	41.95	49.38	52.88
全部债务(亿元)	53.97	62.51	66.10	65.48
营业收入(亿元)	5.24	5.40	2.68	0.94
利润总额(亿元)	1.82	1.19	1.09	0.08
EBITDA(亿元)	2.25	1.55	1.14	--
经营性净现金流(亿元)	0.40	-3.18	-8.82	-0.40
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.41	0.33	0.14	--
存货周转次数(次)	0.16	0.18	0.09	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.02	--
现金收入比(%)	46.22	36.75	103.63	110.99
营业利润率(%)	15.50	14.19	16.18	12.87
总资本收益率(%)	1.94	1.26	0.73	--
净资产收益率(%)	3.37	2.27	1.84	--
长期债务资本化比率(%)	50.61	45.96	49.63	51.30
全部债务资本化比率(%)	52.81	55.89	56.88	56.60
资产负债率(%)	59.28	61.39	61.90	61.59
流动比率(%)	613.04	330.05	389.35	460.38
速动比率(%)	450.04	257.11	294.78	345.64
经营现金流动负债比(%)	2.43	-9.93	-32.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.63	0.48	0.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.98	40.21	57.90	--

注：1. 2019年1季度财务数据未经审计；2. 报告将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算。

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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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。