跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1474 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持重庆市万盛经济技术开发区开发集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14万盛经开MTN001”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司
中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 万盛经开 MTN001	8 亿元	2014/09/28~ 2019/09/28	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 20 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	4.44	11.08	16.26	13.15
资产总额(亿元)	141.10	185.26	207.80	215.65
所有者权益(亿元)	98.38	100.85	102.41	102.85
长期债务(亿元)	25.42	53.54	72.66	79.70
全部债务(亿元)	30.30	58.51	78.80	84.16
营业收入(亿元)	6.01	7.78	12.02	0.11
利润总额(亿元)	2.00	2.44	3.05	0.45
EBITDA(亿元)	2.12	2.62	3.38	--
经营性净现金流(亿元)	-18.06	-24.62	-9.34	-7.42
营业利润率(%)	31.02	32.29	29.40	66.57
净资产收益率(%)	2.06	2.44	2.99	--
资产负债率(%)	30.28	45.56	50.72	52.30
全部债务资本化比率(%)	23.55	36.72	43.49	45.00
流动比率(%)	898.03	642.67	710.48	811.56
全部债务/EBITDA(倍)	14.29	22.32	23.29	--
经营现金流动负债比(%)	-134.02	-99.17	-37.30	--

注：1. 将长期应付款中融资租赁款纳入长期债务和相关指标核算；
2. 2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师
周海涵　王 康
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）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为重庆市人民政府批准成立的市级投资公司、重庆市万盛经济技术开发区（以下简称“万盛经开区”或“经开区”）唯一的投融资主体，跟踪期内，在财政补贴、项目资本金等方面持续得到地方政府的大力扶持。公司资产规模快速增长，收入规模扩大。但联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务负担加重、资产中存货及其他应收款占比较大以及经营性现金净流量持续为负等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

未来，随着重庆市及开发区的发展，公司外部环境有望持续向好，公司积累了丰富的土地资源，土地出让金返还将持续为公司带来收入。

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14万盛经开MTN001”AA的信用等级。

优势

1. 重庆市及万盛经开区经济持续稳定发展，财政实力不断增强。
2. 跟踪期内，公司在财政补贴、项目资本金等方面持续得到政府的大力支持。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对公司“14万盛经开MTN001”的覆盖程度较好。

关注

1. 由于公司代建项目较多且往来流出较多，导致公司经营活动现金净流量持续为负。
2. 公司债务规模持续增加，债务负担有所加重。

3. 公司棚户区改造项目回购落实情况受实际项目建设进度影响，有不可确定性。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司主体长期信用及存续期内中期票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）前身为原重庆市万盛建设投资有限公司（以下简称“万盛建投”），是由原重庆市万盛区财政局于2007年10月出资组建的国有独资企业，初始注册资本10000万元，2009年12月增资至14085万元。2011年10月，经国务院批复，重庆市撤销原重庆市万盛区（以下简称“万盛区”），设立重庆市万盛经济技术开发区（以下简称“万盛经开区”或“经开区”）。2012年3月，根据《重庆市人民政府关于成立重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司的批复》（渝府【2012】8号），公司在万盛建投的基础上组建成立，注册资本增至20亿元。2012年9月，公司名称由“重庆市万盛经济技术开发区投资集团有限公司”变更为“重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司”，股东由原重庆市万盛区财政局变更为重庆市万盛经济技术开发区管理委员会（以下简称“万盛经开区管委会”）。截至2016年3月底，公司注册资本为200000万元，万盛经开区管委会为公司的唯一出资人。

公司经营范围：旅游开发；城市、旅游及工业基础设施建设投资；城镇化建设投资；基本建设项目前期可行性研究、评议、论证；公共事业投资与管理；土地开发整治和经营管理；在授权范围内开展国有资产多种形式经营；开展对外融资业务（依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 207.80 亿元，所有者权益合计为 102.41 亿元；2015 年，公司实现营业收入 12.02 亿元，利润总额 3.05 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 215.65 亿元，所有者权益合计为 102.85 亿元；2016 年一季度，公司实现营业收入 0.11 亿元，利润总额 0.45 亿元。

公司注册地址：重庆市万盛经济技术开发区万东北路 45 号；法定代表人：肖猛。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

城市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物质基础，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。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2014 年全年，全国固定资产投资总额完成 51.28 万亿元，比上年增长 15.3%，扣除价格因素，实际增长 14.7%。截至 2014 年，中国城镇化率为 54.77%，较上年提高 1.04 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015

年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

（1） 重庆市发展情况

2015 年，重庆市实现地区生产总值15719.72亿元，比上年增长11.0%。其中，第一产业增加值1150.15亿元，增长4.7%；第二产业增加值7071.82亿元，增长11.3%；第三产业增加值7497.75亿元，增长11.5%。三次产业结构比为7.3：45.0：47.7。

固定资产投资方面，2015年全年完成固定资产投资总额15480.33亿元，比上年增长17.1%。其中，第一产业投资533.24亿元，增长9.5%；第二产业投资4997.96亿元，增长19.9%；第三产业投资9949.12亿元，增长16.1%。基础设施建设投资4356.14亿元，增长28.6%，占全市固定资产投资的28.1%；民间投资7731.64亿元，增长17.9%，占全市固定资产投资的比重为49.9%。全年房地产开发投资3751.28亿元，比上年增长3.3%。其中，住宅投资2390.49亿元，下降2.5%；办公楼投资20.56亿元，增长15.0%；商业营业用房投资616.19亿元，增长15.4%。

地方财政实力方面，2015年全年重庆市一般公共预算收入2155.10亿元，比上年增长12.1%。其中税收收入1450.88亿元，增长13.2%。一般公共预算支出3793.82亿元，比上年增长14.8%。

（2） 万盛经开区经济概况

表 1 万盛经开区 2013~2015 年地方可支配收入情况（单位：万元）

编号	科目	2013 年	2014 年	2015 年
1	**一般预算收入**	**93443**	**101144**	**106716**
1.1	其中：税收收入	51378	64673	69916
1.2	非税收入	42065	36471	36800
2	**政府性基金收入**	**88913**	**118859**	**154866**
3	**转移性收入**	**148443**	**147724**	**143174**
4	**地方可支配收入总计**	**330799**	**367727**	**480460**

资料来源：万盛经开区财政局

从万盛经开区地方可支配收入来看，万盛经开区地方财政可支配收入由一般预算收入、政府性基金收入以及转移性收入构成。2013~2015年，根据万盛经开区财政局提供的资料，近三年万盛经开区可支配收入三年复合增长率为20.52%，2015年达到48.05亿元。

经开区地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至 2015 年底，万盛经开区政府债务余额为 10.40 亿元，主要为直接债务，债务率为 21.65%。万盛经开区政府债务负担较轻。

表 2　重庆市万盛经开区政府债务构成情况（单位：万元）

政府财力（2015 年度）	金额	地方债务（截至 2015 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	106716	（一）直接债务余额	183945.02
1．税收收入	69916	1．国债转贷资金	
2．非税收入	36800	2．解决地方金融风险专项借款	214.11
（二）转移支付和税收返还收入	143174	3．国内金融机构借款	121336.45
1．一般性转移支付收入	78478	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	2044.75
2．专项转移支付收入	62238	4．债券融资	50550
3．税收返还收入	2458	（1）中央代发地方政府债券	7550
4．转贷地方政府债券收入		5．国际金融组织贷款	1126.72
（三）政府性基金收入	154866	6．其他（粮食企业亏损挂账等）	8672.99
1．国有土地使用权出让金	151469	（二）担保债务余额	24110.96
2．国有土地收益基金	2851	1．政府担保的外国政府贷款	979.86
3．农业土地开发资金	546	2．政府担保的融资平台债券融资	23130.15
4．新增建设用地有偿使用费		3．其他	0.95
5．其他基金收入			
（四）预算外财政专户收入	75704		
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	480460	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	104027.99
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	21.65%		

资料来源：万盛经开区财政局

总体来看，万盛经开区可控财力持续增长，财政实力有所增强，但是财政收入对于转移性收入和基金收入的依赖性较强，由于土地出让受宏观环境及政策影响较大，未来经开区政府性基金收入存在不确定性；万盛经开区政府债务负担较轻。

3. 经开区政策支持

2012 年 3 月，万盛经开区党工委、管委会出台了《重庆市万盛经济技术开发区管委会关于印发重庆市万盛经济技术开发区鼓励投资若干优惠政策的通知》，以“繁荣城市、做大工业、拓展旅游、服务民生”四大战略任务为出发点，在工业鼓励政策、旅游及配套产业发展政策、金融服务业鼓励政策、商贸物流鼓励政策等各个方面做了规定。目前该政策效果初现，中国国电集团公司、中国建筑材料集团有限公司等 42 家大型企业相继入驻万盛经开区。

2012 年 4 月，为了促进万盛经开区经济社会平稳发展，解决区划调整后经济社会发展运行中亟待解决的相关问题，重庆市委市政府出台了《关于促进万盛经开区当前经济社会平稳发展的政策意见》。该文件规定凡在万盛经开区内从事餐饮业、交通运输业、旅游业经营的企业，其经营中产生的营业税三年内先征后返；万盛经开区内二手房交易环节的契税，两年内给予免征；对国家给予原万盛区的资源枯竭型城市转移支付、矿山地质环境综合治理专项资金和重庆市政府制定的优惠政策，万盛经开区继续享受；重庆市政府将万盛经开区列入旅游精品区发展规划，享受市政府确定的旅游精品区优惠政策。

五、基础素质分析

1. 企业规模

公司为万盛经开区唯一的投融资主体，垄断地位突出。原万盛区财政局及万盛经开区管委会多次通过土地、股权等注资方式支持公司日常经营及未来发展。

公司先后完成了文体中心项目、煤电化项目中的平山南北干道建设工程和平山东西支路建设工程等项目、浮法玻璃项目中的平场工程和节能玻璃平场工程等项目。

2. 政府支持

2015 年政府对公司的支持主要体现在对公司的税费返还以及拨付基础设施建设资金两方面。税费返还方面，返还资金计入补贴收

入，2015 年为 1.17 亿元，相对 2014 年公司收到 0.86 亿元财政拨款有所增长；拨付基础设施建设款项方面，2015 年公司收到 1.62 亿元项目资本金，在“专项应付款”科目中反映；另外在土地出让金返还方面，2015 年公司获得土地出让金返还计入主营业务收入。

整体而言，作为承担万盛经开区基础设施项目建设的国有独资公司，公司在发展过程中持续得到政府多方面的支持；对公司的融资和债务偿还能力形成了有力保障。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理人员、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1．经营现状

2015 年，受建造合同收入同比增加的影响，公司营业收入较 2014 年有所增长，同比增加 42319.79 万元，为 120158.13 万元。

从收入结构上看，2015 年，公司建造合同收入仍为占营业收入比重较大的科目，占比为 91.05%；而土地整治收入有所下降，2015 为 1449.03 万元，为营业收入的 1.21%；2015 年，公司旅游收入较上年保持稳定，为 6609.45 万元。2015 年，公司新增自来水销售及污水处理收入和安装收入，但收入规模较小，对公司整体收入影响较小。

从毛利率来看，受到公司土地整治收入和建造合同收入的规模及毛利率变动的影响，近三年公司整体毛利率处于波动状态，2015 年公司综合毛利率为 29.67%，较 2014 年略有下降；2015 年公司建造合同收入毛利率基本保持稳定，但收入规模有所增长；公司土地整治业务毛利率为 100.00%，但该板块收入规模大幅下降。

2016 年 1~3 月，公司营业收入为 1105.27 万元，主要为旅游收入、租金及贸易收入和安装收入；由于建造合同业务和土地整治业务主要结算时间在每年下半年，所以 2016 年 1~3 月未产生相应收入；2016 年 1~3 月公司综合毛利率为 71.76%。

表3　公司营业收入及成本情况（单位：万元，%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~3 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
建造合同收入	43600.03	25.60	49620.22	25.34	109399.96	24.22	--	--
土地整治收入	11620.00	26.72	21110.84	29.04	1449.03	100.00	--	--
旅游收入	4825.49	94.48	6054.92	97.37	6609.45	92.28	469.95	53.20
租金及贸易收入	19.77	33.17	1052.35	11.18	1509.02	73.49	414.70	99.48
自来水销售及污水处理收入	--	--	--	--	104.11	-66.30	--	--
安装收入	--	--	--	--	1086.56	52.80	220.62	59.18
合　计	**60065.29**	**31.35**	**77838.34**	**32.80**	**120158.13**	**29.67**	**1105.27**	**71.76**

资料来源：公司提供

2．业务运营

基础设施项目代建（建造合同收入）

公司是万盛经开区基础设施建设唯一的投融资主体，按照万盛经开区管委会的总体规划，承接政府基础设施建设项目。2012 年以前，公司基础设施建设采用回购的运营模式。自 2012 年起，公司与财政局终止回购协议，重新签署了建筑合同。公司目前主要采用项目建造方式进行基建项目建设，即公司将项目建设成本计入“存货”科目中，每年根据项目完工进度相应确认营业收入及营业成本，项目完工后移交。2013~2015 年，公司项目代建收入分别为 43600.03 万元、49620.22 万元和 109399.96 万元。

近年来，公司先后完成了文体中心项目、煤电化项目中的平山南北干道建设工程和平山东西支路建设工程等项目、浮法玻璃项目中的平场工程和节能玻璃平场工程等项目。截至2015 年底，公司在建代建项目总投资合计74.36 亿元，已完成投资 52.81 亿元。截至 2016 年 3 月底，公司在建代建项目总投资合计 74.36 亿元，已完成投资 52.81 亿元。

表4　截至2015年底公司在建代建项目情况（单位：亿元，%）

项目	总投资	截至 2015 年底已投金额	建设进度	2016 年计划投资	2017 年计划投资
煤电化基地项目（一期）	6.76	6.76	100.00	0.00	0.00
动漫产业园	8.29	8.29	100.00	0.00	0.00
三江至南川铁路扩能改造工程	14.50	9.86	68.00	0.00	0.00
煤电化基地项目（二期）	5.48	5.48	100.00	0.00	0.00
耀皮工程项目	5.53	5.53	100.00	0.00	0.00
黑山谷一期景区工程	11.20		73.00	0.00	0.00
龙磷石海景区工程	3.10		85.00	0.00	0.00
创 5A 景区	0.79		87.37	0.00	0.00
其他项目	0.35		93.26	0.00	0.00
世界地质公园	0.59			0.00	0.00
轮子坡石林改造工程	0.0035	0.0015	43.84	0.00	0.00
鱼子岗开发项目	5.8	0.069	1.21	2.85	2.69
鲤鱼河饮水项目	0.76	0.74	96.64	0.025	0.00
平山产业园区污水处理工程	0.12	0.032	26.81	0.00	0.00
八角小城供水支管网工程	0.066	0.057	87.30	0.00	0.00
开投停车场项目	0.014	0.0008	5.66	0.00	0.00
老街项目	8.1	1.3	16.21	6.79	0.00
椅子台土地复垦项目	2.7	0.042	1.53	2.68	0.00
关坝镇基础设施及征地拆迁项目	0.21	0.10	48.72	0.11	0.00
合计	**74.36**	**52.81**	**--**	**12.46**	**2.69**

资料来源：公司提供

注：1. 煤电化基地一期项目，动漫产业、耀皮工程项目已完工并正在办理完工手续，三江至南川铁路扩能改造工程因是跨区域项目，万盛经开区辖区内项目由公司出资建设的部份已建成；

2. 因修建地质公园主要资金来源由财政部、国土资源部补助资金、中央专项资金及地方的配套资金，5883.28 万元建设资金主要由万盛经开区国土房管局支付，公司子公司重庆黑山谷旅游投资有限公司只支付其中设计费 32.52 万元。

2012 年起，公司与万盛经开区财政局签署《基础设施建设、安置房建设项目合作协议书》，开发区财政局应支付公司基础设施建设项目所发生的实际支出成本，并至少支付成本3%作为管理服务费，其中项目竣工后第 1 至 5 每年至少支付项目成本及服务费的 20%给公司，直至全部回款为止。截至目前，公司尚未收到的工程款体现在其他应收账款科目中，未收到的款项主要为应收经开区平山产业园区建设管理有限公司的 5.55 亿元（账龄分布在 1 以内、1~2 年和 2~3 年）、应收万盛大道二期综合开发工程指挥部 1.10 亿元（账龄分别在在 1 以内、1~2 年、3~4 年和 4~5 年）。

总体来看，公司作为万盛经开区基础设施项目建设唯一的投融资主体，在万盛经开区的基础设施建设领域发挥了重要作用，具有很强的区域垄断优势，同时也在资金、业务等方面得到了政府的大力支持。联合资信也关注到，基础设施代建项目确认收入与实际获得现金流存在时间差等因素，对公司现金流带来一定的压力。

土地开发

2012 年起，公司受万盛经开区管委会委托，负责万盛经开区范围内重点工程投资建设项目国有城市建设土地的整治工作，是万盛经开区土地整治的唯一主体。公司对万盛经开区

范围内的土地进行一级开发，由公司筹集资金进行土地整治，达到净地条件后，由万盛经开区土地储备中心通过招、拍、挂的方式出让。根据公司与万盛经开区管委会于2012年2月8日签订的《土地一级开发框架协议》，土地交易收入扣除规费（20%~30%）后全部返还，计“营业收入”科目，相应成本由“存货”科目结转至“营业成本”。公司出让的土地主要来自政府注入（土地性质主要为出让地），同时，公司通过摘牌方式购买了一定规模的土地，再通过开发或者出让等方式实现土地的增值。近年来万盛区管委会注入公司的土地账面价值为74.69亿元（部分土地已出让，剩余68.56亿元）。

2013~2015年，公司分别实现土地整理收入1.16亿元、2.11亿元和0.14亿元。2015年，公司土地出让收入较之前年度大幅下降，系由于政府规划原因，2015年经开区内未出让由公司开发整理的土地。近三年来万盛经开区土地成交面积合计35.23万平方米，成交金额4.58亿元。

表5　公司近年土地成交情况

项目名称	地块编号	面积（平方米）	成交金额（万元）	成交时间
黄泥堡	-	92094.00	16600.00	2013年
黑山镇北门村	ww-1331	90260.00	12185.10	2014年
黑山镇北门村	ww-1331	95036.00	12829.50	2014年
青年镇堡堂村桐梓街社	ww-1333	8624.00	711.70	2014年
万东镇榜上村	ww-1344	66277.00	3479.00	2014年
合计	-	**352291.00**	**45805.30**	-

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司共有土地总面积14350.4亩（注入及自购），范围涉及万盛经开区城市西区259.74亩，其他各乡镇14090.66亩。截至2016年3月底，公司计入存货的土地账面余额为94.75亿元。其中已用于融资抵押的土地账面价值约14.33亿元。

未来随着土地可出让规模逐年增加，公司可以获得可观的现金流入。同时，土地出让的价格受宏观环境、政策及城市规划影响波动性较大等因素对公司资产流动性将造成一定影响。

保障性住房

公司承担万盛经开区保障性住房的开发和建设，主要包括万盛经开区范围内经济适用房和棚户区改造项目。公司保障房业务模式主要是：政府划拨保障房建设用地给公司，由公司负责保障房的手续报建、项目建设等，建设资金由公司自筹。项目建成后，公司将通过政府回购收入及配套工程建设项目出售收入实现资金平衡。公司将付出项目建设成本计入“存货-开发成本”科目。

表6　公司主要保障性住房在建项目（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	截至2015年底已完成投资额	投资计划	
			2016年	2017年
重庆市万盛经开区万东镇榜上片区经济适用房建设项目	6.93	14.42	0.00	0.00
重庆市万盛经开区青年镇后河坝片区经济适用房建设项目	8.99			
重庆市万盛经开区南桐镇中心片区经济适用房建设项目	7.24	8.46	0.00	0.00
重庆市万盛经开区丛林镇新桥片区经济适用房建设项目	3.01	0.67	0.00	0.00
重庆市万盛经济技术开发区小坡脚片区城市棚户区改造项目	10.90	4.36	10.30	4.70
重庆市万盛经济技术开发区东林片区城市棚户区改造项目	16.35	6.05		
万盛工矿棚户区改造项目	17.80	16.02	1.78	0.00
万盛廉租房建设项目	13.42	9.39	4.03	0.00
黑山八角安居房建设项目	7.27	4.73	2.54	0.00
合计	**91.91**	**64.10**	**18.65**	**4.70**

资料来源：公司提供

注：公司经济适用房募集项目和城市棚户区改造项目已按照企业债券管理相关规定进行了变更，其中经济适用房项目变更为万盛工矿棚户区改造项目和万盛经开区东林片区城市棚户区改造项目；小坡脚片区和东林片区城市棚户区改造项目变更为万盛廉租房建设项目和万盛经开区黑山八角安居房建设项目。

公司在建保障性住房项目分别为公司“13万盛经开债”、“14万盛经开债01”和“14万盛经开债02”募投项目。公司已与万盛经开区管委会分别签署了《重庆市万盛经济技术开发区万东镇榜上片区等4项经济适用房建设项目投资回购协议》（以下简称“《经适房回购协议》”）和《重庆市万盛经济技术开发区东林片区城市棚户区和小坡脚片区城市棚户区改造项目投资回购协议》（以下简称《棚改回购协议》），两个协议项下的回购金额分别为362766.09万元和375971.34万元，具体安排如表7和表8。

根据《关于<重庆市万盛经济技术开发区万东镇榜上片区等4项经济适用房建设项目投资回购协议>2012年及2013年代建费回款的说明》，《经适房回购协议》约定下2012~2014年代建费已拨付至公司。2015年经适房回款安排5.31亿元，截至2015年底已全部到账；棚户区改造回购方面，2015年棚户区改造回款安排4.48亿元，截至2015年底回款到位4.48亿元。

根据公司于2013及2014年与重庆市万盛经济技术开发区财政局分别签订的针对万盛工矿棚户区改造项目、万盛廉租房建设项目和黑山八角安居房建设项目的回购协议，重庆市万盛经济技术开发区财政局将在2016~2020年分别对上述3个项目进行回购，回购金额分别为71160万元、82800万元及87240万元。具体安排如表9。联合资信将持续关注经适房回款到位的情况、保障房建设进度以及其相应的回购落实情况。

表7 《经适房回购协议》回款安排（单位：万元）

支付时间	每年金额
2012年	40182.14
2013年	42985.54
2014年	50312.87
2015年	53116.28
2016年	55919.68
2017年	58723.09
2018年	61526.49
合计	**362766.09**

资料来源：公司提供

表8 《棚改回购协议》回款安排（单位：万元）

支付时间	每年金额
2014年	41839.46
2015年	44758.49
2016年	52036.62
2017年	54955.65
2018年	57874.68
2019年	60793.71
2020年	63712.75
合计	**375971.34**

资料来源：公司提供

表9 万盛工矿棚户区改造项目、万盛廉租房建设项目和黑山八角安居房建设项目回购协议回款安排（单位：万元）

	万盛工矿棚户区改造项目	万盛廉租房建设项目	黑山八角安居房建设项目
预算总成本	59300	69000	72700
支付时间			
2016年	4000	16560	7000
2017年	20000	16560	20000
2018年	19000	16560	20000
2019年	17000	16560	20000
2020年	11160	16560	20240
合计	**71160**	**82800**	**87240**

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司保障性住房项目总投资额合计91.91亿元，已完成投资65.23亿元，未来尚需投资26.28亿元。

旅游业务

公司旅游开发业务主要由下属子公司重庆黑山谷旅游投资有限公司承担（以下简称“黑山谷旅投”）。黑山谷旅投前身为重庆秘境山乡旅游投资有限公司，最初成立于2008年11月。2010年5月，万盛区政府整合了黑山谷、万盛石林两个国家级AAAA旅游景区和铜鼓滩漂流核心景区，组建了黑山谷旅投，下辖重庆黑山酒店管理有限公司、重庆万盛旅业（集团）有限公司、重庆黑山电子商务有限公司和重庆黑山谷文化旅游发展有限公司，形成了集餐饮、旅游、度假为一体的综合旅游产业链条。2010年10月，公司与原万盛区财政局签订国有股权无偿划转协议，将原万盛区财政局持有的黑山谷旅投股权划拨给公司。

根据《关于批准重庆市万盛经济技术开发

区为国家资源枯竭型城市旅游转型发展试点单位的批复》（旅发【2012】77 号），国家旅游局同意批准万盛经济技术开发区为“国家资源枯竭型城市旅游转型发展试点单位”，并安排 200 万元补助经费。

2012 年 11 月，全国旅游景区质量等级评定委员会正式批准重庆黑山谷景区为国家 5A 级旅游景区，成为重庆市第 5 个国家 5A 级旅游景区。5A 级旅游景区是中国景区品质和管理的最高标准，重庆黑山谷景区成功创建 5A 级旅游景区，将生态资源优势转化为市场优势，符合国家关于资源枯竭型城市旅游转型的发展战略。

万盛经开旅游业务收入主要由门票收入、餐饮住宿收入等构成。2013~2015 年，公司旅游收入分别为 4825.49 万元、6054.92 万元和 6609.45 万元。2013 年，由于万盛黑山谷景区经历了百年不遇的洪灾，冲毁了桥梁、路面，黑山谷闭园修缮 2 个月（相关修缮工作计入新增的黑山谷一期景区工程），导致 2013 年公司旅游收入有所下降，2014、2015 年景区恢复正常营业。

表 10　公司主要旅游在建/拟建项目（单位：万元）

项目	工程内容	总投资	截至 2015 年底已完成投资金额
黑山谷一期景区工程	服务区建设、景点建设、景区配套交通建设、旅游配套项目及附属设施、生态环境治保护项目、景区灾后重建、安置房工程拆迁安置及工程建设	112000	81401.62
龙磷石海景区工程	石林景区四大板块工程、博物馆建设	31000	26449.26
创 5A 景区	黑山谷 4A 升 5A 道路改造、黑山谷道路改造、污水干管工程、轮子坡石林改造、万盛东林火车站出口——腰子口公路改建工程	7688.82	6717.48
其他	世界地质公园、轮子坡石林改造工程	3500	3264.00
丛林至八角互通道路	旅游环线公路	56149	8135.14
合计		**210337.82**	**125967.50**

资料来源：公司提供

未来随着黑山谷旅投积极与各地旅行社开展合作，以及利用报刊杂志、旅游频道、电子商务平台等加强产品推介，公司旅游板块收入有望实现平稳增长。

总体来看，公司旅游收入虽然逐年增加，但是相比其资产及债务规模仍然很小，公司经营性业务长期仍然难以成为公司还款的主要来源。公司目前主要收入来自于政府代建项目，收入的实现对财政的资金调配依赖程度较高。自 2012 年起，公司土地出让收益的实现增强了公司盈利规模，但公司土地整理出让受宏观因素影响较大。此外，公司保障房板块在建拟建项目投资规模较大，公司面临一定筹资压力。

八、财务分析

公司提供了已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）[1]审计的 2012~2014 年三年连审财务数据及 2015 年财务数据，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2016 年一季度财务数据未经审计。

截至 2015 年底，公司合并范围内子公司合计 5 家（有 2 家子公司因无实际控制权不纳入合并范围）。2015 年公司合并范围新增 1 家子公司重庆鱼子岗旅游开发有限责任公司；由于股权转让原因减少 2 家子公司，分别为重庆惠盛工程建设投资有限公司及重庆金桥机场有限公司。总体来看，上述 3 家子公司资产规模较小，公司合并范围的变化对财务数据可比性的影响较小。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 207.80 亿元，所有者权益合计为 102.41 亿元；2015 年，公司实现营业收入 12.02 亿元，利润总额 3.05 亿元。

[1]针对 2016 年 5 月 13 日，中国证监会对大华会计师事务所、兴华会计师事务所、瑞华会计师事务所及银信等 3 家资产评估机构启动立案调查事项，兴华会计师事务所出具说明：重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司 2015 年度财务报表审计项目的签字注册会计师未参与证监会立案调查项目。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 215.65 亿元，所有者权益合计为 102.85 亿元；2016 年一季度，公司实现营业收入 0.11 亿元，利润总额 0.45 亿元。

1．盈利能力

公司的营业收入主要来源为建造合同收入和旅游业务收入。2015年公司营业收入为12.02亿元，同比增长54.37%，主要由于建造合同收入大幅增长导致。2015年公司营业利润率为29.40%。

2015 年，公司期间费用占营业收入的比重有所下降，为 10.31%，公司销售费用和管理费用占期间费用的比重较高。

公司营业外收入主要为政府补助，2015 年公司营业外收入为 1.18 亿元。从构成来看，主要为资源枯竭城市转移支付补助、旅游发展补贴和税收返还等补贴收入。2015 年，公司利润总额有所增长，为 3.05 亿元。

从盈利指标来看，2015 年公司总资本收益率和资产收益率均略有上升，2015 年公司总资本收益率上升 0.15 个百分点至 1.69%，净资产收益率上升 0.55%个百分点至 2.99%。

2016 年一季度，公司实现营业收入 1105.27 万元，占 2015 年全年收入的 0.92%。受到期间费用对收入的侵蚀，公司营业利润为-0.17 亿元。

总体看，跟踪期内公司收入规模受建造合同收入影响较大。公司整体盈利能力较弱，政府补贴收入对利润总额贡献较大。

2．现金流

2015 年，公司经营活动现金流入量为 26.48 亿元；其中，2015 年销售商品、提供劳务收到的现金较 2014 年大幅增长 148.52%，为 19.94 亿元。2015 年公司收到其他与经营活动有关的现金 5.68 亿元，系政府给予公司的财政补贴资金以及往来款资金流入等。现金收入比增长蛮多，2015 年为 165.91%，收入实现质量较好。

同期，经营活动现金流出有所下降，2015 年为 35.81 亿元，其中，购买商品、接受劳务支付的现金 18.28 亿元，较 2014 年下降 43.87%；公司支付其他与经营活动有关的现金主要包括往来款的资金流出，2015 年为 17.21 亿元，同期公司经营活动产生的现金流量净额为-9.34 亿元，主要由于公司为政府基建项目投融资主体，历年往来流出规模较大且公司基建项目回收期长，前期支付成本较多，导致近年来公司经营活动现金均为流出状态。

2015 年公司投资活动现金流入规模较小，为 2.23 亿元，主要是收回投资收到的现金；投资活动现金流出量为 6.00 亿元，2015 年，公司投资活动流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.77 亿元。

2015 年，公司筹资活动现金流入量为 25.72 亿元主要为公司发行债券收到的现金；公司筹资活动现金流出量为 8.44 亿元，主要为偿还债务支付的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 17.28 亿元。

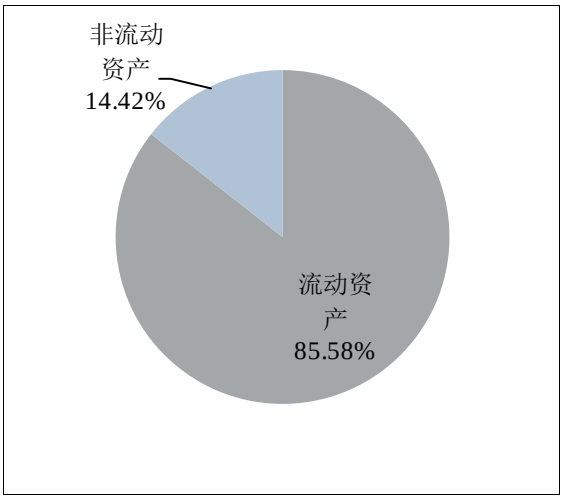
2016 年一季度，公司经营活动产生现金流量净额为-7.42 亿元，其中主要体现为购买商品、接受劳务支付的现金 4.06 亿元和支付其他经营活动有关的现金 3.40 亿元；投资活动产生现金流量净额为-3.72 亿元，以投资支付现金 3.05 亿元为主；筹资活动产生现金流入为取得借款收到的现金 10.00 亿元，筹资活动产生现金流量净额为 8.04 亿元。

总体来看，跟踪期内公司代建项目较多，往来流出较多，导致公司经营活动现金净流量持续为负；公司投资活动的资金需求不大，投资及经营活动资金缺口主要靠银行借款及发行债券解决；公司筹资规模较大以平衡公司资金缺口。

3. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额为 207.80 亿元，其中流动资产为 177.83 亿元，非流动资产为 29.96 亿元，公司资产结构以流动资产为主。2013~2015 年公司流动资产占总资产的比例分别为 85.77%、86.11%和 85.58%，受存货快速增长影响，占比维持在较高水平。

图 1　截至 2015 底公司资产构成



资料来源：公司审计报告

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 177.83 亿元，主要由货币资金（占 9.14%）、应收账款（占 0.08%）、预付款项（占 1.18%）、其他应收款（占 7.61%）和存货（占 82.00%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金 16.26 亿元，构成主要为银行存款及少量库存现金。其中，受限资金 1.00 亿元，系质押的定期存单，受限比例较小。

截至 2015 年底，公司预付账款 2.09 亿元，较 2014 年减少 3.48 亿元。主要为预付万盛经开区财政局、黑山镇财政所的拆迁款项以及预付重庆市恒厦建筑工程有限公司的工程款项等。账龄方面，1 年以内的占 26.44%，1-2 年的占 1.68%，2-3 年的占 0.04%，3 年以上的占 71.84%。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额 13.53 亿元，同比增长 25.31%，其中 2.72 亿元为应收非关联方公司款项（计提 0.30 亿元坏账准备），11.11 亿元为应收关联方公司、政府及相关部门、押金、保证金及内部职工代垫款（主要为应收经开区平山产业园区建设管理有限公司、万盛大道二期综合开发工程指挥部和经开区煤电化园区建设管理有限公司的工程款项等，未计提坏账准备）。其他应收款金额前 5 名合计占比 76.13%。总体来看，由于应收工程款项是在未来几年内逐步回流，相关款项的账龄较长，对公司资金形成一定程度的占用。

表11　公司其他应收款前五名（单位：万元，%）

欠款单位	金额	账龄	占比
经开区平山产业园区建设管理有限公司	55456.40	1-4 年	40.09
经开区煤电化园区建设管理有限公司	22027.63	1-2 年	15.92
万盛大道二期综合开发工程指挥部	10994.19	1-5 年	7.95
棚户区指挥部	8702.15	5 年以上	6.29
万盛大道二期综合开发工程指挥部	8135.14	1~2 年	5.88
合　计	**105315.51**	--	**76.13**

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司存货账面余额 145.82 亿元；公司期末存货项目的可变现价值不低于其账面成本，2015 年公司未计提存货跌价准备。从构成来看，存货主要由开发成本 144.58 亿元构成；开发成本中，约 94.75 亿元为土地（其中 26.19 亿元为公司 2013~2015 年自购），其余为项目建造成本（包含 2010~2011 年未完成回购项目的建设成本和 2012~2015 年未完成结算的代建项目建设成本）。公司土地资产中，有 14.33 亿元土地资产已抵押银行作为担保。公司计入存货的土地资产大部分位于万盛经开区主城区及旅游区域，总体质量较好，具有较大的增值空间，但变现能力受宏观环境、城市规划及政策影响大，流动性较差。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产 29.96 亿元，主要由固定资产（占 21.22%）、在建工程（占 47.20%）和其他非流动资产（占 29.23%）构成。

截至 2015 年底，公司固定资产原值 7.43

亿元，由房屋、建筑物、构筑物、运输工具和办公设备构成。公司累计计提折旧 1.07 亿元，固定资产账面价值 6.36 亿元，同比下降 3.70%，主要由于公司固定资产折旧所致。

截至 2015 年底，公司在建工程 14.14 亿元，同比增长 59.98%，主要由于黑山谷一期景区工程、龙鳞石海景区工程等项目陆续建设和老街项目等新增项目的开始投入建设。

表12　公司主要在建工程概况（单位：万元，%）

项目名称	2015 年	
	金额	占比
黑山谷一期景区工程	81401.62	57.56
龙鳞石海景区工程	26449.26	18.70
老街项目	13136.31	9.29
鲤鱼河引水项目	7379.62	5.22
其他	13063.55	9.23
合计	**141430.36**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司其他非流动资产为 8.76 元，其中公路及土地合计价值 5.23 亿元，林木价值 3.29 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 215.65 亿元，较 2015 年底增长 3.78%，其中以流动资产 182.04 亿元为主，非流动资产 33.61 亿元。公司资产构成与 2015 年底相差不大。

总体来看，跟踪期公司资产规模快速增长，结构仍以流动资产为主。流动资产中存货占比大，流动性较差，其他应收款对公司资金有所占用；非流动资产中固定资产和其他非流动资产占比较大，资产流动性受到一定限制。公司总体资产质量一般。

4．负债及所有者权益

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 102.41 亿元，较 2014 年底增长 1.54%，主要是由于未分配利润增加所致。从构成来看，截至 2015 年底，公司所有者权益中实收资本占 19.53%、资本公积占 64.35%、盈余公积占 1.09%、未分配利润占 15.03%。

截至 2015 年底，公司实收资本合计 20.00 亿元。其中，2012 年根据重庆市人民政府渝府【2012】18 号文以及公司股东会议决定和章程修正案的规定批准，将重庆市万盛区财政局划入公司的土地使用权由资本公积转增实收资本。该部分土地使用权经由重庆鑫凯源资产评估房地产土地估价有限公司出具（渝）鑫土评【2012】（估）字第 006 号报告评估，并由重庆鑫凯源会计师事务所有限公司出具重鑫验字【2012】第 0681 号验资报告完成验资；2013 年 7 月，万盛经开区管委会货币出资 63603.00 万元，并由重庆鑫凯源会计师事务所有限公司出具了重鑫验字“2013”第 0721 号验资报告。

截至 2015 年底，公司资本公积为 65.90 亿元，同比下降 2.23%，系由于股权转让原因合并范围减少 2 家子公司，以至于减少公司资本公积中划入的土地所致。公司资本公积主要构成为政府划拨的土地（45.37 亿元）、其他资本公积（13.34 亿元，主要为根据万盛财资发【2009】41 号、万盛财资发【2010】37 号、万盛财资发【2010】40 号和万盛财资发【2011】33 号等文件划入公司子公司的土地）和拨入的股权资产（5.85 亿元）等。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 102.85 亿元，较 2015 年底增长 0.44%，主要为未分配利润的增长所致。

总体来看，公司所有者权益保持相对稳定，实收资本和资本公积占比较大，公司所有者权益质量一般，稳定性较好。

负债

截至 2015 年底公司负债为 105.39 亿元，较上年底增长 24.86%，主要由于预收款项和应付债券等的快速增长所致。从构成来看，流动负债占比 23.75%，非流动负债占比 76.25%。

截至 2015 年底，公司流动负债 25.03 亿元，主要由短期借款（占 4.00%）、应付账款（占 20.99%）、预收款项（占 35.75%）、其他应付款（占 10.75%）、应付利息（占 7.89%）和一年内

到期的非流动负债（占 20.55%）构成。

2015 年公司短期借款 1.00 亿元，全部为短期抵押借款。2013~2015 年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长率为 6.89%，截至 2015 年底，公司应付账款 5.25 亿元，主要是应付重庆市万盛经济技术开发区国土房管局购地款及工程款（4.86 亿元）。

截至 2015 年底，公司预收款项为 8.95 亿元，同比增长 786.08%。主要为项目回购款。从账龄上来看，1 年以内的占 90.61%，1-2 年的占 2.03%，2-3 年的占 1.48%，3 年以上的占 5.88%。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 2.69 亿元，同比下降 77.52%，主要为与重庆市万盛经济技术开发区内政府部门的资金往来款 2.36 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动负债 80.36 亿元，同比增长 34.87%。主要来源于应付债券的增长。公司非流动负债主要由长期借款（占 11.87%）、应付债券（占 74.72%）、长期应付款（占 3.68%）和专项应付款（占 9.73%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款为 9.54 亿元，其中抵押借款占 96.96%（以土地使用权抵押），保证借款占 2.10%，质押借款占 0.94%（以应收账款收益权质押）。

截至 2015 年底，公司应付债券 60.04 亿元，同比增长 52.11%，系公司于 2015 年发行的四支额度总共为 21 亿元的公司债券。

截至 2015 年底，专项应付款为 7.82 亿元，主要为大道二期项目、文体中心项目、新区开发项目和八角安居房项目等的建设资金（未完工项目政府资本金）。

有息债务方面，公司债务规模随项目投入的增加快速增长，截至 2015 年底，公司全部债务为 78.80 亿元（已将长期应付款中的融资租赁款调至长期债务中），其中长期债务占比 92.20%，公司债务构成以长期债务为主。考虑到公司经营特性，公司债务结构合理。

债务指标方面，由于近三年来公司债务规模快速增长，导致公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈增长趋势，2015 年随着公司有息债务的迅速增长，上述三项指标均不断上升，2015 年底三项指标分别为 50.72%、43.49%和 41.50%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 112.79 亿元，较 2015 年底增加 7.40 亿元，整体构成变化不大。其中，公司应付债券新增 10 亿元，为 2016 年初发行的中小企业私募债券。有息债务方面，公司全部债务 84.16 亿元（已将长期应付款中的融资租赁款调至长期债务中），其中以长期债务为主（79.70 亿元）。截止 2016 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 52.30%、45.00%和 43.66%。

整体看，随着跟踪期内公司项目建设的不断推进，其负债总额快速增长，负债结构以非流动负债为主，有息债务不断增长，公司债务负担适宜。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015 年底，公司流动比率和速动比率保持较高水平，为 710.48%和 127.90%，三年加权平均值为 727.64%和 119.02%。截至 2016 年 3 月底，公司上述短期偿债能力指标分别为 811.56%和 148.04%。公司存货中土地规模很大，流动性较差，公司实际短期偿付能力弱于上述指标值。总体来看，公司短期债务规模较小，短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，EBITDA 规模快速增长，2015 年公司 EBITDA 为 3.38 亿元。同期，全部债务/EBITDA 倍数呈上升趋势，2015 年底为 23.29 倍。公司自身对现有有息债务的保障能力弱，对外部支持有较强依赖。考虑到公司作为万盛经开区基础设施项目建设唯一的投融资主体，在土地资产注入、货币资金注资和代建项目政府回购等方面持续获得万盛经开区政府的大力支持。综合来看，公司整体偿债能力较好。

截至 2016 年 6 月底，公司对外担保 7.11 亿元，被担保的企业主要有重庆市必森建筑工程有限公司、重庆市万盛区顺达公路开发有限责任公司等，被担保企业经营情况良好，担保比率为 6.91%，公司或有负债风险相对较小。

截至 2016 年 3 月底，公司获得银行授信额度 224.43 亿元，其中已使用额度 8.70 亿元，未使用额度 215.73 亿元，公司间接融资渠道畅通。

6．过往债务履约情况

根据公司提供的 2016 年 6 月 20 日中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为 G1050011001528680G），截至 2016 年 6 月 20 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。

7．抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及万盛经开区区域经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到重庆市政府及万盛经开区管委会对于公司在资金划拨等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

九、募集资金使用和债权保护情况分析

1．存续期内债券概况及募集资金使用情况

公司于2014年发行额度为8亿元的中期票据，债券简称“14万盛经开MTN001”，发行期限为5年，“14万盛经开MTN001”募集资金用途为偿还银行贷款。截至目前，募集资金已全部按用途使用。

2．存续期内债券偿债能力分析

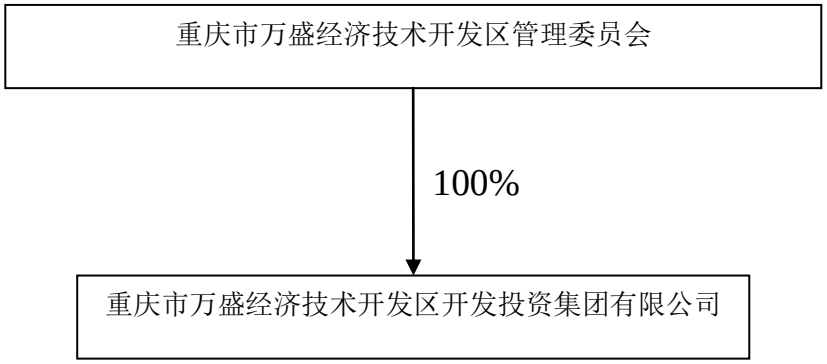
2015年，公司经营活动现金流入量规模较大，但公司基建项目前期支付成本较多，公司经营活动产生的现金流量净额为负。公司经营活动现金流入量及EBITDA分别为26.48亿元和3.38亿元，分别为存续期内债券额度的3.31倍和0.42倍。公司经营活动现金流入量对“14万盛经开MTN001”的覆盖程度较好。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量对公司“14 万盛经开 MTN001”的覆盖程度较好。

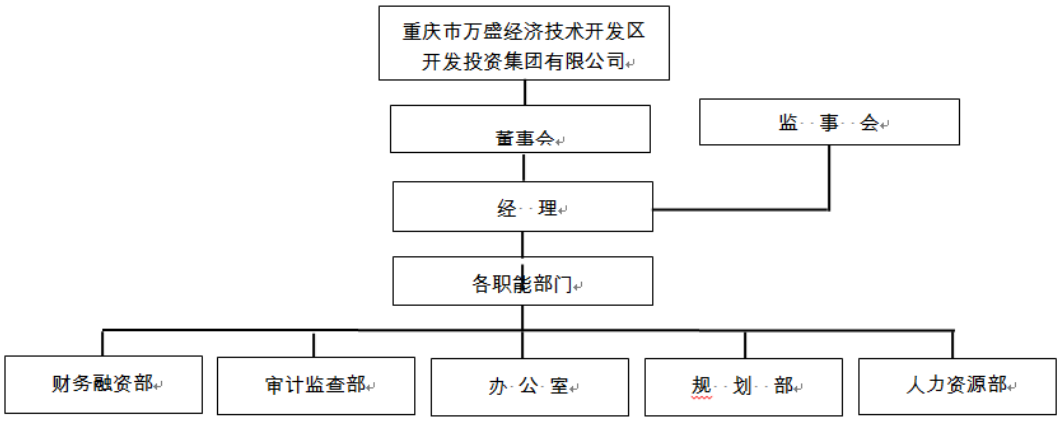
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14万盛经开MTN001”AA的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织机构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.44	11.08	16.26	13.15
资产总额(亿元)	141.10	185.26	207.80	215.65
所有者权益(亿元)	98.38	100.85	102.41	102.85
短期债务(亿元)	4.88	4.97	6.14	4.47
长期债务(亿元)	25.42	53.54	72.66	79.70
全部债务(亿元)	30.30	58.51	78.80	84.16
营业收入(亿元)	6.01	7.78	12.02	0.11
利润总额(亿元)	2.00	2.44	3.05	0.45
EBITDA(亿元)	2.12	2.62	3.38	--
经营性净现金流(亿元)	-18.06	-24.62	-9.34	-7.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.23	28.91	88.67	--
存货周转次数(次)	0.04	0.04	0.06	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.06	--
现金收入比(%)	105.28	103.05	165.91	128.08
营业利润率(%)	31.02	32.29	29.40	66.57
总资本收益率(%)	1.57	1.54	1.69	--
净资产收益率(%)	2.06	2.44	2.99	--
长期债务资本化比率(%)	20.53	34.68	41.50	43.66
全部债务资本化比率(%)	23.55	36.72	43.49	45.00
资产负债率(%)	30.28	45.56	50.72	52.30
流动比率(%)	898.03	642.67	710.48	811.56
速动比率(%)	100.90	116.29	127.90	148.04
经营现金流动负债比(%)	-134.02	-99.17	-37.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.29	22.30	23.29	--

注：1. 将长期应付款中融资租赁款纳入长期债务和相关指标核算；

2. 2016 年度一季度财务数据未经审计。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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	
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　中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。