信用等级公告

联合[2018] 1286 号

联合资信评估有限公司通过对重庆巴南经济园区建设实业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，确定维持重庆巴南经济园区建设实业有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“14 巴南经济债 01/PR 巴南 01”、“14 巴南经济债 02/PR 巴南债”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

二零一八年六月二十五日

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

重庆巴南经济园区建设实业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
14 巴南经济债 01/PR 巴南 01	4.00 亿元	2021/8/20	AA	AA
14 巴南经济债 02/PR 巴南债	4.80 亿元	2022/3/13	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 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	20.75	12.10	10.40
资产总额(亿元)	166.28	219.12	224.27
所有者权益(亿元)	65.16	86.64	85.32
短期债务(亿元)	26.52	16.12	15.34
长期债务(亿元)	36.99	72.98	107.09
全部债务(亿元)	63.51	89.10	122.43
营业收入(亿元)	10.88	10.98	9.48
利润总额(亿元)	1.23	1.33	1.13
EBITDA(亿元)	1.26	2.05	1.76
经营性净现金流(亿元)	-16.97	-13.07	-4.52
营业利润率(%)	25.25	30.70	26.49
净资产收益率(%)	1.60	1.30	1.12
资产负债率(%)	60.81	60.46	61.95
全部债务资本化比率(%)	49.36	50.70	58.93
流动比率(%)	358.62	588.74	699.00
经营现金流动负债比(%)	-42.45	-42.53	-17.00
全部债务/EBITDA(倍)	50.38	43.49	49.47

分析师

竺文彬　申晓波

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

重庆巴南经济园区建设实业有限公司（以下简称“公司”）是重庆市巴南区经济园区唯一的投资和经营管理主体。跟踪期内，重庆市和巴南区经济及财政收入稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境，公司持续获得巴南区政府的有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，跟踪期内，公司业务回款滞后，应收类款项规模仍较大、资产质量仍较差、债务负担加重等因素对公司经营和偿债能力可能带来的不利影响。

公司土地储备较丰富，未来随着土地出让业务逐步开展以及政府回款逐步到位，公司收入规模有望增长，并缓解公司资金周转压力。

综合分析，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“14巴南经济债01/PR巴南01”和“14巴南经济债02/PR巴南债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，重庆市和巴南区经济稳步发展，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司保持巴南经济园区的基础设施投资和建设的专营性，股东在财政补贴等方面给予公司持续支持。

关注

1. 跟踪期内，公司资产中应收类款项和存货规模仍较大，资产流动性弱，公益性资产占比较高，资产整体质量较差。
2. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担较重，其中短期债务增长较快，面临一定短期偿债压力。
3. 跟踪期内，公司收现质量仍差，经营活动净现金流持续为负。

声　明

一、本报告引用的资料主要由重庆巴南经济园区建设实业有限公司（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。

重庆巴南经济园区建设实业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”）关于重庆巴南经济园区建设实业有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为重庆市巴南区财政局。截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 5.38 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化；公司组织结构未发生变化，内设财务融资部、资产经营部、征地拆迁部等 12 个职能部门；公司员工总数 142 人。

截至 2017 年底，公司资产总额为 224.27 亿元，所有者权益合计为 85.32 亿元（其中少数股东权益 7.00 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 9.48 亿元，利润总额 1.13 亿元。

公司注册地址：重庆市巴南区界石镇富城路88号；法定代表人：胡骥。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2018 年 3 月底，公司存续债券“14 巴南经济债 01/PR 巴南 01”和“14 巴南经济债 02/PR 巴南债”债券余额合计 8.80 亿元（详见表 1），跟踪期内，“14 巴南经济债 01/PR 巴南 01”和“14 巴南经济债 02/PR 巴南债”分别偿付本金 1.00 亿元和 1.20 亿元，均已按期支付债券利息，公司既往还本付息情况良好。上述债券资金已全部用于募投项目建设，募投项目包括重庆市花溪工业园区界石组团标准厂房一期和巴南区天明汽摩产业园基础设施建设工程建设，均为自建项目。

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 巴南经济债 01/PR 巴南 01	5.00	4.00	2014/8/20	7 年
14 巴南经济债 02/PR 巴南债	6.00	4.80	2015/3/13	7 年
合计	**11.00**	**8.80**		

资料来源：联合资信整理

表 2　截至 2018 年 3 月底募投项目的投资情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投金额	14 巴南经济债 01/募集资金已投入金额	14 巴南经济债 02 募集资金已投入金额
重庆市花溪工业园区界石组团标准厂房一期工程	10.03	9.12	1.50	2.50
巴南区天明汽摩产业园基础设施建设工程	17.21	13.70	3.50	3.50
合计	**27.24**	**22.82**	**5.00**	**6.00**

资料来源：公司提供

四、行业及区域经济环境

1、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 3　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	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】92 号	
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

公司主要从事重庆市巴南区巴南经济园的土地整理和基础设施建设，并参与投资重要园区企业，公司发展与重庆市和巴南区的区域经济发展紧密相关。

跟踪期内，重庆市经济持续增长，产业结构不断优化，经济实力强，巴南区经济保持快速增长，为公司发展提供了较好的外部环境。

重庆市

根据《2017 年重庆市国民经济和社会发展统计公报》，2017 年重庆市实现地区生产总值 19500.27 亿元，比上年增长 9.3%。按产业分，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%。三次产业结构比为由 7.4：44.2：48.4 调整为 6.9:44.1:49.0，产业结构进一步优化。全年完成固定资产投资总额 17440.57 亿元，比上年增长 9.5%。其中，基础设施建设投资 5659.12 亿元，增长 15.8%，占全市固定资产投资的 32.4%。跟踪期内，重庆市经济持续发展，经济实力强。

巴南区

跟踪期内，巴南区经济实力不断增强。根据《2017 年重庆市巴南区国民经济和社会发展统计公报》，2017 年巴南区地区生产总值达到 716.6 亿元，按可比价计算（下同），增长 10.1%。其中：第一产业实现增加值 49.6 亿元，增长 0.1%；第二产业实现增加值 327 亿元，增长 10%；第三产业实现增加值 340 亿元，增长

11.8%。2017 年，全区常住人口 106.72 万人，比上年增加 1.6 万人，按常住人口计算，人均地区生产总值为 67651 元，同比增加 5876 元。三次产业的比例，由 2016 年的 7.8:45.6:46.6 调整为 2017 年的 6.9:45.6:47.5。2017 年，巴南区工业增加值 236.4 亿元，增长 10.8%。工业总产值增长 15%，轻工业规上总产值增长 49.8%，重工业规上总产值下降 0.1%。

2017 年，巴南区实现全社会固定资产投资 732.4 亿元，增长 3.9%。建设与改造投资 452.2 亿元，下降 2.4%，其中工业投资 205.4 亿元，增长 0.7%；房地产开发投资 280.2 亿元，增长 16%，其中住宅投资 201.9 亿元，增长 63.9%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为重庆市巴南区财政局。

2. 外部支持

跟踪期内，重庆市财政收入持续增长，财政实力强，巴南区财政收入保持快速增长，公司作为巴南区经济园区唯一的投资和经营管理主体，持续获得股东支持。

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%；居民人均可支配收入达 24153 元，同比增长 9.6%。2017 年，重庆市一般公共预算支出为 4337 亿元，同比增长 7.9%，财政自给率为 51.93%，财政自平衡能力较弱。

根据《关于重庆市巴南区 2017 年财政预算执行情况和 2018 年财政预算（草案）的报告》，2017 年，全区实现公共财政预算收入 37.72 亿元，同比增长 16.3%，其中地方税收收入 33.35 亿元，同比增长 21.2%，占一般预算收入比重为 88.41%；公共财政预算支出 76.68 亿元，同比增长 11%，财政自给率为 49.19%，财政自平衡能力较弱。上级补助收入规模较大，包括一般性转移支付 36.81 亿元和专项转移收入 83.54 亿元，合计为 120.35 亿元，同比增长 18.61%；截至 2017 年底，巴南区政府债务余额为 91.40 亿元，其中一般债务 34.90 亿元。跟踪期内，巴南区一般预算收入快速增长，获得上级补助规模持续较大。

为支持公司业务发展，股东持续给予公司补贴支持，2016~2017 年公司分别获得股东拨付财政补贴资金为 1.47 亿元和 1.25 亿元。

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。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业基本信用信息报告（公司机构信用代码：G1050011301497560R），截至 2018 年 6 月 1 日，公司无未结清不良信贷信息；已结清业务中有一笔关注类贷款，主要系银行系统划分所致，且无其他已结清不良信贷信息。

截至 2018 年 6 月 21 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，公司法人治理结构未发生变化，管理体制执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受土地市场波动土地整理收入下降，同时代建业务放缓，公司营业收入同比有所减少，毛利率水平小幅下降。

跟踪期内，公司仍主要负责巴南经济园区的开发建设，业务涉及巴南经济园区的基础设施建设和安置房代建业务、土地整理标准厂房建设及运营等。

2017 年，土地整理业务和代建业务收入不同程度减少，公司实现营业收入 9.48 亿元，同

比减少 13.71%，收入构成仍以土地整理业务为主，占比为 66.46%。

跟踪期内，代建业务毛利率保持稳定，土地整治业务毛利率较上年小幅下降至 40.13%，主要由于当年出让毛利率较低的工业用地占比提升；其他业务收入毛利率波动较大。公司综合毛利率下降至 27.65%。

表 4　2016~2017 年公司营业收入情况　（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	74224.30	67.59	44.89	61722.63	66.46	40.13
代建业务	34608.63	31.51	4.63	31156.16	33.54	4.63
其他	990.30	0.90	-90.90	1889.18	1.99	-0.10
合计	**109823.23**	**100.00**	**30.98**	**94767.96**	**100.00**	**27.65**

注：合计数和各项求和不一致系四舍五入所致。
资料来源：公司年报

2. 业务经营分析

（1）代建业务

巴南经济园的基础设施建设逐渐完善，跟踪期内，公司代建业务收入小幅下降，收入回款质量差，公司暂无代建拟建项目，未来该板块收入可持续性较弱。

公司代建业务主要包括巴南经济园区安置房建设和市政基础设施建设，经营模式为巴南区政府委托代建，但项目所需资金全部由公司垫付，区政府按年度确认工程进度并结算，区政府按项目投资额的 8%支付代建管理费（公司按当年项目投资额及代建管理费的总额确认收入），后期将资金陆续拨付到位（或以划拨土地进行冲减），政府资金到账较慢，公司代建业务垫资严重。

跟踪期内，代建业务主要结转收入的项目有界石新城道路建设一期基建工程和界石组团标准厂房一期项目等，2017 年代建业务实现收入 3.12 亿元，同比减少 9.83%，未收到回款。公司代建业务回款情况滞后，联合资信将持续关注公司应收巴南政府款项的回款情况。

截至 2017 年底，公司在建的代建项目为界石组团标准厂房一期项目、天明汽摩产业园基建二期项目、界石数码产业园 B 区二期、三期、四期项目等，合计总投资约 54 亿元，资金来源全部为公司自筹，截至 2017 年底已完成投资 40.53 亿元，未来尚需投资 13.47 亿元，已确认收入 25.65 亿元，累积回款 7.14 亿元。截至 2017 年底，公司暂无拟建的代建项目。

（2）土地整理和出让业务

跟踪期内，受当地土地市场波动影响，公司土地整理业务收入明显下滑，出让土地以工业用地为主，毛利率水平有所下降。公司待出让土地规模较大，为公司未来收入提供较好支撑。

跟踪期内，公司仍主要负责对巴南经济园区内的土地进行整理，土地整理资金全部由公司自筹，通过土地出让收入和后期利润来源为园区企业税收返还进行资金平衡。公司根据土地出让金确认土地整理收入，其中工业用地出让仍采用约定市场价格（45万元/亩）差额补足方式返还；商业用地，土地成本全额返还，出让收益中扣除上缴中央和市级财政剩余的28%全部返还给公司。工业用地资金返还受政府资金拨付效率影响，回款周期较长；商业用地出让金额返还周期一般为1~2个季度。

2017 年公司确认土地整理收入 6.17 亿元，同比减少 16.85%，主要系 2017 年公司出让土地以价格较低的工业用地为主。受政府资金拨付效率影响，公司土地整治出让资金到账滞后，2016~2017 年土地整理业务收入实际分别到账 25323.74 万元和 29464.41 万元，跟踪期内，土地整理业务回款情况有所改善。

表 5　2015~2017 年公司整治出让土地情况　　（单位：亩、万元/亩、万元）

		2015 年	2016 年	2017 年
工业用地	面积	459.25	1117.83	1031.92
	出让收入	21821.29	57746.73	46436.40
	平均价格	47.52	51.66	45.00
商业用地	面积	158.31	114.79	84.11
	出让收入	23569.17	16477.57	15286.23
	平均价格	148.88	143.55	181.74

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司已整理完成待出让的土地规模较大，共有5392亩，其中工业4561亩、商业831亩。未来，公司尚有约6448亩（工业用地4925亩、商业用地1523亩）土地需要滚动整治出让；2018年公司预计土地整理投资5亿元左右，保守测算将出让工业土地167亩，出让商业用地379亩，预计实现收入约15亿元。

3．其他业务

跟踪期内，公司其他业务主要为标准厂房租赁收入，出租资产仍主要为募投项目之一“重庆市花溪工业园区界石组团标准厂房一期”。2017年，巴南经济园园区入驻企业较多，出租面积增幅较大，出租价格小幅增长，实现租赁收入1889.18万元，同比大幅增长90.77%，毛利率上升至-0.10%。

此外，公司通过参股重庆惠科金渝光电科技有限公司（以下简称“惠科金渝”，持股比例17%，投资额10.20亿元），2017年惠科金渝上线 “惠科8.5代线项目”，产能利用率100%，良品率97%以上，主营产品为液晶面板，主要为三星、康佳等供应商供货， 2017年，惠科金渝实现销售收入31亿，净利润4.2亿元，暂时未分红。总体看，“惠科8.5代线项目”经济效率整体符合预期，但项目收益易受液晶板市场波动影响。

4. 未来发展

未来公司将从以下几个方面着力协助巴南区政府推动巴南经济园区的建设和发展：①积极推动重点项目建设；②重点发展战略性新兴产业，有针对性开展招商活动；③积极创新融资方式，保障各项基础设施、重点项目的快速推动；④深入推进园区自身建设。

未来预计主要投资为征地拆迁、工程建设和园区优惠政策支出等，2018~2019年预计每年支出15亿元左右；公司资本支出压力较大，未来仍将保持一定的融资规模。

八、财务分析

公司提供的 2017 年财务报表，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计对报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

跟踪期内，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2017 年底，公司资产总额为 224.27 亿元，所有者权益合计为 85.32 亿元（其中少数股东权益 7.00 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 9.48 亿元，利润总额 1.13 亿元。

1．资产质量

在跟踪期内，公司资产总额稳定增长，仍以流动资产为主，应收类款项及存货占较比仍高，资产流动性弱；非流动资产中无效资产和受限资产规模仍较大，公司整体资产质量较差。

2017年底，公司资产总额为224.27亿元，较2016年底增长2.35%，主要是应收账款和存货的增长所致，构成上仍以流动资产为主，占82.97%。

2017年底，公司流动资产为186.08亿元，较2016年底增长2.87%；主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.10	5.52	10.40	4.64
应收账款	32.61	14.88	39.23	17.49
其他应收款	49.57	22.62	46.64	20.80
存货	85.36	38.95	88.86	39.62
流动资产合计	**180.88**	**82.55**	**186.08**	**82.97**
可供出售金融资产	10.34	4.72	10.34	4.61
投资性房地产	9.17	4.19	9.15	4.08
其他非流动资产	17.43	7.95	17.37	7.75
非流动资产合计	**38.24**	**17.45**	**38.19**	**17.03**
资产总计	**219.12**	**100.00**	**224.27**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司货币资金为10.40亿元，同比下降13.98%；绝大部分为银行存款，受限比例较高为58.65%。公司应收账款为39.23亿元，同比增长20.30%，主要为巴南区人民政府的土地出让返还款及代建项目工程款，公司应收账款集中，主要为政府单位，回收风险低，但存在一定的时滞。

2017年底，公司其他应收款为46.64亿元，同比减少5.90%，以不计提坏账准备组合（23.91亿元）和单项计提坏账准备（21.00亿元）为主。不计提坏账准备组合主要为应收政府的往来款，可回收风险较低；单项计提坏账准备主要为应收联营企业惠科金渝公司股东惠科股份有限公司往来款，有相应抵押物（主要为足值房屋所有权、法人及其配偶名下所有资产、惠科金渝50%股份作保障）。总体看，其他应收款集中度高，回收风险可控。

表 7 截至 2017 年底公司其他应收款前五名情况

(单位:亿元、%)

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款比例	坏账准备
惠科股份有限公司	往来款	21.00	1-2 年	44.56	0.21
重庆市巴南区财政局	往来款	17.50	1-4 年以及 5 年以上	37.14	0.00
重庆市巴南区经济园区开发建设管理委员会	往来款	3.22	1-3 年	6.84	0.00
重庆新界点置业有限公司	往来款	0.68	0-4 年	1.44	0.00
重庆市巴南区界石镇人民政府	往来款	0.68	0-4 年以及 5 年以上	1.44	0.00
合计		**43.08**		**91.42**	**0.21**

资料来源:公司审计报告

2017 年底，公司存货为 88.86 亿元，同比增长 4.11%，系政府收回部分划拨地 2.51 亿元和土地整理及代建项目持续投入综合影响，构成仍以土地整理和代建项目开发成本。

2017 年底，公司非流动资产为 38.24 亿元，同比变化不大；公司可供出售金融资产为 10.34 亿元，主要为公司对惠科金渝的投资（按成本计量）；2017 年底，公司投资性房地产为 9.15 亿元，主要为用于出租的厂房；公司其他非流动资产为 17.34 亿元，全部为无收益资产，仍主要为管网资产（15.73 亿元）和水库资产（1.65 亿元），其中水库资产根据协议约定巴南区政府将逐年收回，2017 年收回 548.60 万元。

2017 年底，公司受限资产规模合计 28.18 亿元，占总资产比重为 12.57%，占比较高。

表8 截至2017年底公司受限资产情况

（单位：万元）

受限资产类型	期末账面余额	受限原因
货币资金	61000.00	冻结或贷款质押
应收账款	144692.10	贷款质押
存货	6330.00	贷款抵押
固定资产	812.73	贷款抵押
投资性房地产	68946.20	贷款抵押
合计	**281781.03**	--

资料来源：公司审计报告

2. 负债及所有者权益

受政府收回原划拨资产影响，所有者权益规模小幅下降，所有者权益质量及稳定性一般。

2017 年底，公司所有者权益 85.32 亿元，同比减少 1.52%，主要系政府收回部分原划入

的土地资产和水库资产，资本公积相应减少2.56亿元。2017年底，公司资本公积63.45亿元，主要为政府划拨土地（评估价值入账22.61亿元）和管网资产（评估价值入账15.12亿元）；少数股东权益仍为万家共赢资产管理有限公司通过“万家共赢含光26号三峡专项资产管理计划”对重庆市巴南区飞创建设有限公司投资7.00亿元。跟踪期内，公司资本公积存在政府划拨资产收回现象，公司所有者权益稳定性一般。

表9 公司所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	5.38	6.20	5.38	6.30
资本公积	66.02	76.20	63.45	74.37
未分配利润	7.39	8.53	8.54	10.01
归属于母公司所有者权益	79.64	91.92	78.32	91.80
少数股东权益	7.00	8.08	7.00	8.20
所有者权益合计	**86.64**	**100.00**	**85.32**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司有息债务规模持续扩大，仍以长期债务为主，公司债务负担进一步加重。

2017年底，公司负债总额为138.94亿元，较2016年底增长4.88%；从结构上看，仍以非流动负债为主。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.80	0.60	0.00	0.00
其他应付款	9.10	6.87	6.17	4.44
一年内到期的非流动负债	15.32	11.56	15.34	11.04
流动负债合计	**30.72**	**23.19**	**26.62**	**19.16**
长期借款	45.19	34.11	81.39	58.58
应付债券	27.80	20.98	25.71	18.50
其他非流动负债	28.78	21.72	5.23	3.76
非流动负债合计	**101.76**	**76.81**	**112.32**	**80.84**
负债合计	**132.48**	**100.00**	**138.94**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动负债减少至26.62亿元，同比下降13.36%，主要系其他应付款减少所致，主要为一年内到期的非流动负债和其他应付款。2017年底，公司其他应付款为6.17亿元，同比减少32.24%，主要减少重庆惠科金渝光电科技有限公司应付款1.31亿元及其他往来款减少，构成上主要为暂收土地款；公司一年内到期的非流动负债为15.34亿元，主要为一年内到期的长期借款（13.14亿元）和一年内到期的应付债券（2.20亿元）。

2017年底，公司非流动负债为112.32亿元，同比增长10.59%，主要系长期借款增长。2017年底，公司长期借款81.39亿元，同比增长80.11%，主要由担保借款（44.07亿元）和信用借款（22.10亿元）构成；公司应付债券为25.71亿元，同比减少7.52%，系转入一年内到期非流动负债，构成主要为两期PPN（17.97亿元）和公司债（7.73亿元）；公司通过信用借款置换信托等借款以及调整至一年内到期非流动负债，2017年底公司其他非流动负债减少至5.23亿元，同比减少81.82%，全部为巴南区财政局政府债券，为有息债务。

跟踪期内，考虑其他非流动负债为有息债务的调整，2017年底，公司调整后全部债务增长至127.86亿元，同比增长8.37%，仍以长期债务为主，占比87.85%。2017年底，公司债务指标均小幅上升，资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为61.95%、56.83%和59.98%，债务负担进一步加重。同时，考虑到公司权益部分包含无效资产管网资产，公司实际债务压力重于上述测算指标。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入规模有所下降，整体盈利能力仍较弱。

跟踪期内，公司实现营业收入9.48亿元，同比减少13.71%，仍以土地整理和代建工程为主，同期营业成本为6.86亿元，同比减少9.56%，营业利润率为26.49%，同比下降4.21个百分点。

2017年，公司期间费用占营业收入比重为

7.26%，较上年变化不大，公司期间费用控制能力较好；收到政府补助 1.25 亿元；营业外支出为 1.78 亿元，同比减少 32.63%，主要系公司对 2017 年园区入驻企业优质项目的资金支持。实现利润总额 1.13 亿元，同比减少 14.55%。

从盈利指标看，受公司债务规模持续扩大的影响，公司总资本收益率和净资产收益率均呈现下降的趋势，2017 年分别为 0.65%和 1.12%，公司盈利能力弱。

4. 现金流

跟踪期内，公司经营业务现金支出减少，经营活动净现金流缺口缩小，经营收现质量仍差，公司投资活动净现金流由负转正，但考虑到公司存量债务规模较大，对外部融资仍存在一定依赖。

2017 年，公司经营活动现金流入量为 5.93 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 2.95 亿元，全部为土地出让金回款；同期公司经营活动流出为 10.46 亿元，较上年减少 43.97%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金减少，公司收到与支付其他与经营活动有关的现金主要为收到区财政的补贴款以及与其他单位往来款项；公司经营活动现金流量净额为 -4.52 亿元，净流出规模同比减小。2017 年公司现金收入比为 31.09%，同比上升 8.03 个百分点，整体收现质量仍差，主要系土地出让款和代建管理政府回款滞后。

从投资活动来看，跟踪期内，投资活动现金现金流入为收到其他与投资活动有关现金 2.00 亿元，为惠科股份偿还投资款 2.00 亿元，投资活动现金流出现金规模大幅减小，主要系往来款支出减少，公司投资活动现金流量净额由负转正为 1.82 亿元。

2017年，公司筹资活动产生的现金流入同比大幅减小至49.53亿元，主要为取得借款收到的现金；公司筹资活动现金流出47.57亿元，主要为偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金，支付其他与筹资活动有关的现金主要为偿还信托等贷款本息。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额1.95亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产对短期债务覆盖能力弱，公司仍面临一定短期支付压力；公司债务规模大，长期偿债压力仍重。

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所上升，2017 年底分别为 699.00%和 365.17%；由于公司资产以大量土地形成的存货为主，变现能力弱，相应弱化了公司实际短期偿债能力。2017 年，公司经营现金流动负债比为-17.00%，对公司短期债务无保障。公司非受限现金类资产（4.30 亿元）对短期债务的覆盖倍数为 0.28 倍，保障能力仍弱，综合看，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，跟踪期内，公司调整后全部债务/EBITDA 指标值快速上升，2016~2017 年分别为 57.58 倍和 72.55 倍；账面反映的长期偿债能力弱，但考虑到应收政府款项逐步回款以及股东的持续支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 93.90 亿元，未使用额度 37.83 亿元，公司间接融资渠道较通畅。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保 2.50 亿元，担保比率为 2.93%，主要系对重庆公路物流基地建设有限公司的担保，该公司为重庆市巴南区财政局所属的国有独资公司，整体看，公司或有负债风险较低。

九、存续期内债券偿债能力

截至2017年底，公司存续债券余额32.00亿元，一年内到期的应付债券2.20亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度高。用于平衡公司“14巴南经济债01/PR巴南01”和“14巴南经济债02/PR巴南债”的土地尚未出让，联合资信将持续关注土地出让情况。

截至 2017 年底，公司一年内到期兑付债券

2.20 亿元，2021 年将达到存续债券待偿本金峰值 20.40 亿元。2017 年底，公司现金类资产 10.40 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 5.93 亿元、-4.52 亿元和 1.76 亿元，对公司存续债券保障情况如下表。

表11　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	2.20
未来待偿债券本金峰值	20.40
现金类资产/一年内到期债券余额	4.73
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.29
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.22
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.09

资料来源：联合资信整理

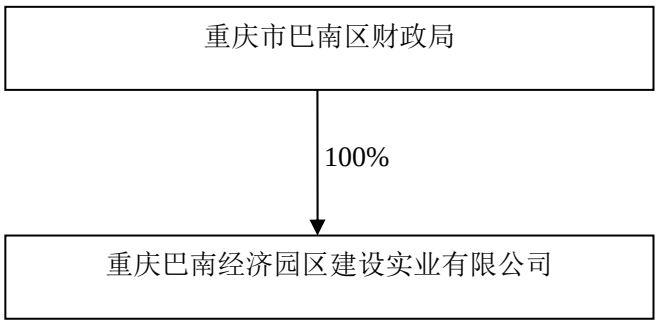
整体看，现金类资产对一年内到期债券余额保障能力较好；公司经营活动现金流量净额为负，对存续债券没有保障能力，经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续债券待偿本金峰值保障很弱。考虑到股东持续支持，公司存续债券偿债能力尚可。

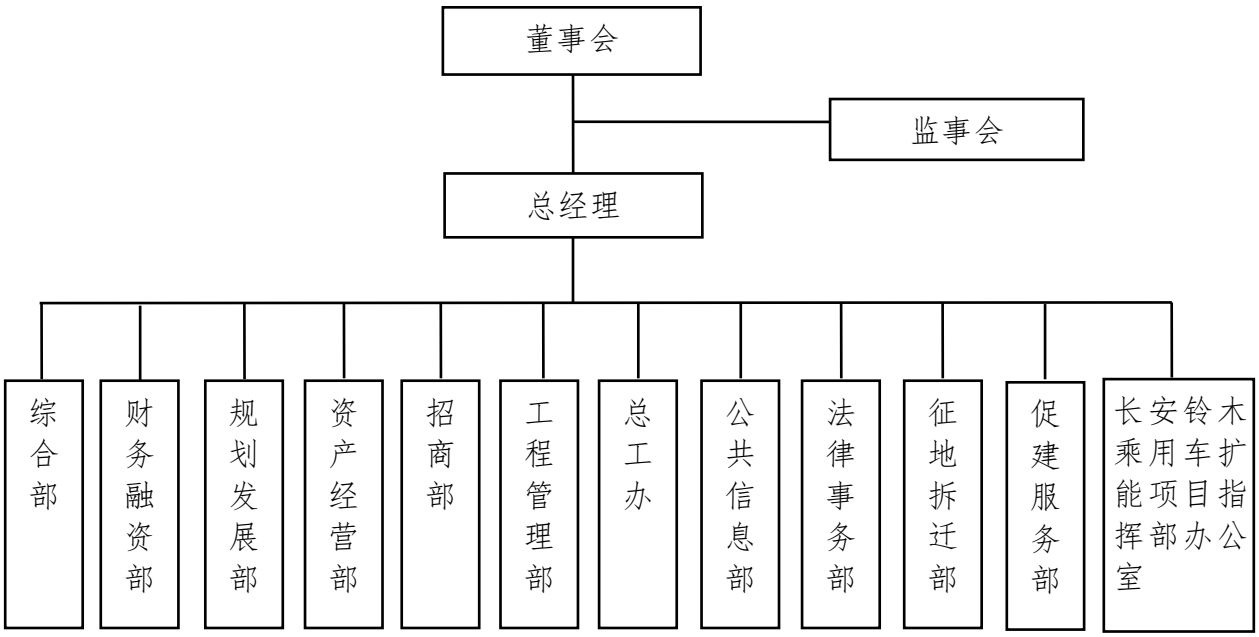
同时，为平衡公司“14 巴南经济债 01/PR 巴南 01”和“14 巴南经济债 02/PR 巴南债”的募投项目——巴南区天明汽摩产业园基础设施建设工程投入的建设资金，重庆市巴南区人民政府于 2013 年 8 月 28 日发文《关于确认龙州湾等地块土地开发收益相关事宜的批复》（巴南府发【2013】144 号），巴南区政府将龙州湾地块和花溪街道建新村 15 社、民主村 3 社地块共计 771.92 亩的全部开发收益划拨公司所有（未入公司账上），上述地块位于巴南区核心地段，目前出让价格约 350 万元/亩左右，拥有较高的经济价值，为存续期债券的按时足额偿付提供了保障。截至 2018 年 3 月底，上述土地尚无收益返还。

十、结论

综合分析，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“14巴南经济债01/PR巴南01”、“14巴南经济债02/PR巴南债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件1　公司股权结构及组织结构图





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)	20.75	12.10	10.40
资产总额(亿元)	166.28	219.12	224.27
所有者权益(亿元)	65.16	86.64	85.32
短期债务(亿元)	26.82	16.12	15.34
调整后短期债务（亿元）	26.82	16.22	15.53
长期债务(亿元)	36.99	72.98	107.09
调整后长期债务（亿元）	61.14	101.76	112.32
全部债务(亿元)	63.51	89.10	122.43
调整后全部债务(亿元)	87.96	117.98	127.86
营业收入(亿元)	10.88	10.98	9.48
利润总额(亿元)	1.23	1.33	1.13
EBITDA(亿元)	1.26	2.05	1.76
经营性净现金流(亿元)	-16.97	-13.07	-4.52
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.50	0.38	0.26
存货周转次数(次)	0.11	0.09	0.08
总资产周转次数(次)	0.08	0.06	0.04
现金收入比(%)	35.21	23.06	31.09
营业利润率(%)	25.25	30.70	26.49
总资本收益率(%)	0.68	0.64	0.46
净资产收益率(%)	1.60	1.30	1.12
长期债务资本化比率(%)	36.21	45.72	55.66
调整后长期债务资本化比率(%)	48.41	54.01	56.83
全部债务资本化比率(%)	49.36	50.70	58.93
调整后全部债务资本化比率(%)	57.44	57.66	59.98
资产负债率(%)	60.81	60.46	61.95
流动比率(%)	358.62	588.74	699.00
速动比率(%)	161.02	310.91	365.17
经营现金流动负债比(%)	-42.45	-42.53	-17.00
全部债务/EBITDA(倍)	50.38	43.49	49.47
调整后全部债务/EBITDA(倍)	69.78	57.58	72.55

注：调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息部分；调整后长期债务=长期债务+其他非流动负债中有息部分。

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。