信用等级公告

联合〔2020〕1772 号

联合资信评估有限公司通过对重庆市涪陵交通旅游建设投资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，确定维持重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“15 涪陵交旅债/PR 涪交旅”“18 涪陵交通 MTN001”和“18 涪陵交通 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

二〇二〇年六月二十四日

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
http://www.lhratings.com

重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司
2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
15 涪陵交旅债/PR 涪交旅	AA	稳定	AA	稳定
18 涪陵交通 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
18 涪陵交通 MTN002	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 涪陵交旅债/PR 涪交旅	8.00 亿元	3.20 亿元	2022/2/3
18 涪陵交通 MTN001	6.00 亿元	6.00 亿元	2023/3/28
18 涪陵交通 MTN002	6.00 亿元	6.00 亿元	2023/9/21

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		4
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司（以下简称或“公司”）是重庆市涪陵区重要的交通基础设施建设和旅游资源开发主体。跟踪期内，重庆市涪陵区经济和财政实力持续发展，政府性基金收入快速增长，公司持续获得涪陵区政府在财政补贴方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司在建及拟建项目较多，面临一定资金支出压力，债务负担进一步加重，旅游业务受疫情影响较大，景区与港口码头项目收益不及预期等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

随着重庆市涪陵区经济持续增长，公司基础设施代建业务量充足，同时考虑到龙头港建成运营和旅游资源的持续培育发展，公司收入和盈利能力存在上升空间。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“15 涪陵交旅债/PR 涪交旅”“18 涪陵交通 MTN001”和“18 涪陵交通 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，重庆市涪陵区经济较快发展，公司发展的外部环境良好。2019年，涪陵区完成地区生产总值1178.66亿元，增长8.1%；一般公共预算收入54.44亿元，增长1.0%。
2. 公司是涪陵区交通基础设施建设和旅游资源开发的重要主体，跟踪期内公司在财政补贴方面得到了涪陵区政府的持续支持。

分析师：郝一哲　徐羚晏
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

关注

1. 受项目结算进度及政府回款效率影响，公司资产中已完工未结算项目投入规模较大，资产流动性较弱。
2. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担进一步加重，2021 年存在集中偿付压力。
3. 公司在基础设施建设和旅游资源开发方面的后续投资支出规模较大，面临较大的资金筹措压力；旅游景区和港口码头项目建设和培育期较长，存在收益不及预期的可能。
4. 跟踪期内，受新冠肺炎疫情影响，公司旅游收入同比下滑。联合资信将持续关注公司旅游业务后续经营情况。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.89	18.73	7.54	18.63
资产总额(亿元)	135.85	163.57	164.67	177.32
所有者权益(亿元)	45.46	53.75	54.81	54.85
短期债务(亿元)	31.36	12.93	19.01	12.43
长期债务(亿元)	43.19	78.91	75.05	95.94
全部债务(亿元)	74.55	91.84	94.06	108.38
营业收入(亿元)	19.31	19.45	17.86	3.50
利润总额(亿元)	2.61	1.92	1.70	0.07
EBITDA(亿元)	3.04	2.32	2.42	--
经营性净现金流(亿元)	1.52	3.67	1.31	1.22
现金收入比(%)	99.84	94.22	92.92	111.09
营业利润率(%)	9.70	8.01	8.63	8.81
净资产收益率(%)	4.35	2.47	2.11	--
资产负债率(%)	66.54	67.14	66.71	69.06
全部债务资本化比率(%)	62.12	63.08	63.18	66.39
现金短期债务比（倍）	0.54	1.45	0.40	1.50
流动比率(%)	157.55	346.83	275.59	434.93
速动比率(%)	45.97	97.63	57.49	131.91
经营现金流动负债比(%)	3.22	14.52	4.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.78	0.61	0.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.51	39.51	38.83	--

公司本部				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	112.02	137.83	143.85	157.66
所有者权益(亿元)	40.82	49.45	50.59	50.64
全部债务(亿元)	59.16	71.44	76.53	92.29
营业收入(亿元)	13.11	15.13	15.40	2.99
利润总额(亿元)	0.27	2.22	1.71	0.06
资产负债率(%)	63.56	64.12	64.83	67.88
全部债务资本化比率（%）	59.17	59.09	60.20	64.57
现金短期债务比(倍)	0.46	1.59	0.41	1.53
流动比率(%)	158.73	286.70	227.59	348.87
经营现金流动负债比(%)	8.49	-27.61	-2.65	--

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告已将长期应付款纳入全部债务及相关指标核算

评级历史：

债项名称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 涪陵交旅债/PR 涪交旅、18 涪陵交通 MTN002、18 涪陵交通 MTN001	AA	AA	稳定	2019.6.21	郝一哲、张依、徐羚晏	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 涪陵交通 MTN002	AA	AA	稳定	2018.9.6	张依、郝一哲	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 涪陵交通 MTN001	AA	AA	稳定	2018.2.8	郝一哲、李衡	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
15 涪陵交旅债/PR 涪交旅	AA	AA	稳定	2014.6.24	程晨、刘新泉	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司
2020年跟踪评级报告

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”）关于重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司（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，公司股权结构、经营范围和注册资本均未发生变化。截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为4.73亿元。其中，重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会（以下简称“涪陵区国资委”）持股84.57%，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持股15.43%，公司实际控制人仍为涪陵区国资委。

截至2019年底，公司资产总额164.67亿元，所有者权益54.81亿元（其中少数股东权益0.50亿元）。2019年公司实现营业收入17.86亿元，利润总额1.70亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额177.32亿元，所有者权益54.85亿元（其中少数股东权益0.50亿元）。2020年1—3月，公司实现营业收入3.50亿元，利润总额0.07亿元。

公司注册地址：重庆市涪陵区兴华东路（荔枝顺江1、2社）C区负1层至13层；法定代表人：姜洪平。

三、跟踪评级债券概况及其募集资金使用情况

截至报告出具日，由联合资信所评公司存续债券为“15 涪陵交旅债/PR 涪交旅”“18 涪陵交通 MTN001”和“18 涪陵交通 MTN002”，债券余额合计 15.20 亿元。其中“15 涪陵交旅债/PR 涪交旅”在跟踪期内已按时分期还本并付息；“18 涪陵交通 MTN001”和“18 涪陵交通 MTN002”在跟踪期内已按时付息。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	起息日	票面利率
15 涪陵交旅债/PR 涪交旅	3.20 亿元	2015/2/3	6.68%
18 涪陵交通 MTN001	6.00 亿元	2018/3/28	6.85%
18 涪陵交通 MTN002	6.00 亿元	2018/9/21	7.20%

资料来源：联合资信整理

公司于2015年2月发行8亿元“15涪陵交旅债/PR涪交旅”，期限为7年，债券设置分期偿还条款，分别在存续期的第3~7年等额偿付本金，募集资金将全部用于武陵山旅游度假区建设项目（一期）工程，重点投入景区改造、基础设施、旅游接待住宿等项目建设。截至2020年3月底，募集资金已全部投入使用。

武陵山旅游度假区建设项目（一期）工程总投资26.49亿元，截至2020年3月底已完成全部投资。武陵山大裂谷景区于2014年8月15日开始试营业，同年11月26日通过市旅游局国家4A级景区验收，并于2015年5月正式对外开放；2016年10月通过国家5A级旅游景区景观质量评审，并于2017年6月完成5A创建提档升级，目前尚未通过国家景评委组织验收。

公司于2018年3月发行6亿元“18涪陵交通MTN001”，期限为5年，募集资金用于偿还有息负债。截至2020年3月底，募集资金已全部按计划使用完毕。

公司于 2018 年 9 月发行 6 亿元“18 涪陵交通 MTN002”，期限为 5 年，募集资金用于偿还有息负债。截至 2020 年 3 月底，募集资金已按计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求

在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企

业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争

力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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

城市基础设施建设主要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，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。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，

一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 旅游行业

（1）行业概况

在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势。

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十三五”期间，旅游业的发展首次被纳入国家重点专项规划，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

经文化和旅游部批准，中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心）受权发布《2019 年旅游市场基本情况》。2019 年，旅游经济继续保持高于 GDP 增速的较快增长态势。国内旅游市场和出境旅游市场稳步增长，入境旅游市场基础更加稳固。全年，国内旅游人数 60.06 亿人次，比上年同期增长 8.4%；入出境旅游

总人数 3.0 亿人次，同比增长 3.1%；全年实现旅游总收入 6.63 万亿元，同比增长 11%。旅游业对 GDP 的综合贡献为 10.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.05%。旅游直接就业 2825 万人，旅游直接和间接就业 7987 万人，占全国就业总人口的 10.31%。

（2）政策环境

跟踪期内，国家政策对旅游行业的支持力度很大，各项引导政策支持旅游产业平稳发展。同时，为提高行业整体服务质量，主管部门实施了一系列监管措施，规范各业态发展。

中国旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2019 年，在旅游行业蓬勃发展的同时，为了提升各业态服务品质，国家和地方均出台了新政并实施了强监管。对于酒店行业，自高星级酒店发生“抹布擦杯子”等一系列卫生事件之后，行业也陷入了卫生信任危机。在此情况下，文旅部多次暗访调查，2019 年 2 月、4 月、8 月，文旅部公布了针对高星级酒店的暗访调查结果，全国 20 家五星级饭店被摘星，其中包括北京长安大饭店、重庆希尔顿等知名酒店，此外 26 家饭店或被责令要求整改。从文化和旅游部到行业协会，都在加强酒店卫生、服务质量方面的建设。2019 年 7 月 19 日，文化和旅游部官网发布公告，宣布新版《旅游民宿基本要求与评价》已经通过批准，其中新版民宿标准中，还首次对民宿建立了评星机制，同时加强了对民宿行业卫生、安全、消防等方面的要求，对于有私设摄像头侵犯游客隐私等行为的，还将取消该旅游民宿的评定星级。2019 年 10 月 8 日，文旅部就《在线旅游经营服务管理暂行规定（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）面向社会公开征求意见。根据《征求意见稿》，中国拟禁止在线旅游经营者（OTA）利用大数据进行“价格歧视”、进行虚假预订，或者替代、强制旅游者对平台上的产品服务做出评价等行为。

（3）疫情对旅游行业的影响

疫情防控期内，居民出行意愿大幅降低，旅游行业需求端已受到明显冲击，考虑到本次疫情的预计持续时间较长、需求复苏存在滞后，景区类、酒店类、餐饮类企业全年经营业绩下滑的可能性很大。中长期看，旅游行业仍将在疫情结束后有望迎来需求的反弹。

2020 年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，旅游业中多种业态进入“停摆”状态。旅游平台经历了前所未见的千万级的“退单潮”，酒店业不仅面临现金流的收缩，还承受着巨大的资金压力，包括房租成本、企业间的应收账款风险以及人力成本。在境外疫情持续蔓延影响下，许多国家采取限制入境、减少人员流动等非常措施，对国内旅游市场冲击持续加剧。

疫情在全球范围内的流行和控制，运力的减少或暂停，不只是切断了人们出游的可能性。叠加人们对未来旅行安全的疑惑和担忧，以及经济波动对收入的影响，都会对年内的旅游消费产生抑制。中国旅游研究院测算，受疫情影响，2020 年一季度及全年，国内旅游人次将分别下降 56%和 15.5%，国内旅游收入分别下降 69%和 20.6%；预计全年同比减少旅游人次 9.32 亿，减收达 1.18 万亿元。

针对文旅行业面临的实际困难，从国家到地方政府都陆续推出了相关补贴和扶持政策。国家层面发布了《关于积极应对疫情影响保持导游队伍稳定相关工作事项的通知》《关于暂退部分旅游服务质量保证金支持旅行社应对经营困难的通知》《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》等政策，各地也分别围绕资金支持、金融扶持、税费优惠、社会保障、物业租金等多个方面对涉旅企业给予帮助。平台方之间、品牌方与加盟商、行业之间的互助增加。飞猪、去哪儿、同程艺龙、马蜂窝等平台企业均采取不同措施扶持上游供应商。首旅如家、锦江、华住、开元、亚朵等在内的多家连锁酒

店集团也推出并实施了针对加盟商、合作伙伴的加盟管理费减免政策；锦江国际筹措 35 亿资金，支持旗下存在流动性困难的酒店渡过难关。

根据国家文旅部发布的数据，2020 年 5 月 1—5 日，全国共计接待国内游客 1.15 亿人次，实现国内旅游收入 475.6 亿元。2019 年“五一”假期的数据则是 1.95 亿人次和 1176.7 亿元。与去年相比，今年“五一”假期出游人次近六成，旅游收入约四成，虽然还有差距，但可以看出明显的复苏迹象。出于安全和舒适的考虑，游客们对高端星级酒店的选择意向更加明显。携程发布的《“五一”旅游市场复苏大数据报告》显示，在携程的酒店预售中，5 星级酒店的间夜占比达到了 50%，选择 1000 元以上酒店产品的订单比例也在全部订单中占比最高。

3. 区域经济环境

跟踪期内，涪陵区经济和财政实力持续发展，政府性基金收入快速增长，旅游业发展较快，公司发展的外部环境良好。

涪陵区经济近年来保持了较快的增长。根据《涪陵区2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年涪陵区实现地区生产总值（GDP）1178.66亿元，比上年可比增长8.1%。按产业分，第一产业增加值72.28亿元，可比增长3.6%；第二产业增加值650.86亿元，可比增长8.1%；第三产业增加值455.52亿元，可比增长8.7%。三次产业结构由上年的6.1:57.0:36.9调整为6.1:55.2:38.7。按常住人口计算，涪陵区人均GDP达到100814元，比上年可比增长7.6%。

2019年涪陵区全社会固定资产投资391.87亿元，比上年同口径增长6.0%，其中基础设施投资89.49亿元，增长3.8%，占投资总额的比重为22.8%；民间固定资产投资193.87亿元，增长4.5%，占投资总额的49.5%。分产业看，第一产业投资3.60亿元，增长11.3%；第二产业投资175.20亿元，增长13.3%；第三产业投资213.07亿元，增长0.6%。

2019年涪陵区全年接待游客2150.04万人次，比上年增长11.3%。其中，国内游客2142.71万人次，增长11.5%；入境游客73359人次，下降29.6%。全年实现旅游总收入161.25亿元，增长31.2%。涪陵区全区拥有国家A级景区10个，其中4A级5个（白鹤梁水下博物馆、武陵山大裂谷、武陵山国家森林公园、大木花谷·林下花园、816地下核工程）；有一家市级旅游度假区（武陵山旅游度假区）；拥有三星级以上饭店4家，星级饭店床位数达1031张。有星级农家乐38家。美心红酒小镇成为全市网红打卡新地标。全年完成旅游项目投资36.69亿元。

根据《关于重庆市涪陵区2019年财政预算执行情况和2020年财政预算草案的报告》，2019年重庆市涪陵区一般公共预算收入为54.44亿元，同口径增长1%，其中税收完成42.90亿元，增长2.8%，税收占比为78.80%。剔除减税政策影响，全区一般公共预算收入增长10.2%，税收增长14.7%。一般公共预算支出为126.90亿元，同比增长0.3%，财政自给率为42.90%。同期，涪陵区政府性基金预算收入66.85亿元，同比增长30.0%；上级转移支付收入为71.30亿元，对地方财政收入形成重要补充。

2019年底重庆市涪陵区地方政府债务余额为138.83亿元，以直接债务为主。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司持续在财政补贴方面获得涪陵区政府的支持。

2019 年，公司在财政补贴方面持续得到了涪陵区政府的支持，收到财政补贴 1.58 亿元，计入“其他收益”科目。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（中征码：5504010000222586），截至 2020 年 6 月 17 日，公司本部有 1 笔已结清的关注类贷款，系中信银行重庆渝北支行于 2013 年 1 月 25 日向公司发放期限为一年期的贷款 5000 万元，主要因支付行系统故障原因，导致付息到

账延迟。公司无其他未结清和已结清的不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司对部分董事、监事及高级管理人员进行了调整，并进一步完善了管理制度。

2019 年 11 月，经公司第三届董事会第七次会议（以下简称“第七次会议”）审议通过，因工作调动原因，公司董事长兼总经理姜洪平不再兼任公司总经理职务，仍担任党委书记、董事长职务，任命周德宏为公司董事兼总经理，无董事卸任。代群英为公司新任总会计师，系新增职位，此前财务职权由公司副总经理李曦代行。2020 年 4 月，因工作调动原因，余静不再任公司监事，何世琼接任其监事职务。

周德宏先生，1967 年生，历任重庆市涪陵区房地产业管理局党组书记、局长，涪陵区住建委党委委员，重庆市涪陵区人民政府办公室副主任、党组成员，重庆市经济和信息化委员会涪陵无线电管理办公室主任，重庆市涪陵区体育局党组成员、副局长，重庆市涪陵区委教育工委委员、纪工委书记。自 2019 年 11 月任公司总经理、董事。

管理制度方面，在原有管理制度基础上，2019 年公司修改、新增了部分制度，具体包括《资金管理办法（试行）》《涪陵交旅集团 2018 版公路工程施工监理招标文件范本》《重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司印发公务商务接待管理办法（试行）》《重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司印发招标代理机构备选库使用办法》《重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司印发固定资产管理办法》《重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司印发集团公司差旅费管理办法》，有利于提升管理水平。

八、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自建造合同收入和旅游业务收入。跟踪期内，公司营业收入小幅下降，毛利率有所提高。

作为涪陵区交通基础设施建设和旅游资源开发的重要主体，公司业务主要为涪陵区交通基础设施建设（含部分安置房建设）、旅游项目开发和国有资产运营。跟踪期内，公司收入结构未发生变化。

2019 年，公司实现营业收入 17.86 亿元，同比下降 8.20%。其中，建造合同收入和旅游业务收入分别为 15.85 亿元和 1.10 亿元，分别同比增长 2.25%和 2.85%。同期，公司房地产销售收入大幅下降 80.78%至 0.48 亿元，主要来自公司为重庆工贸职业技术学院定向开发的“南湖雅苑”尾盘销售收入。

表 4　公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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
建造合同业务	155057.07	79.71	6.03	158548.52	88.78	6.49	32080.50	91.78	6.57
旅游	10652.74	5.48	60.30	10955.96	6.13	48.68	2215.37	6.34	42.24
房地产销售	25004.06	12.85	2.79	4806.56	2.69	1.85	--	--	--
其他业务	3824.04	1.97	26.68	4282.56	2.40	38.13	658.51	1.88	37.60
合计	**194537.91**	**100.00**	**8.99**	**178593.59**	**100.00**	**9.71**	**34954.38**	**100.00**	**9.42**

注：1. 合计数出现尾差系四舍五入所致；2. 其他业务主要包括客运站经营管理收入、设计费收入、发电收入、实验费收入和监理收入等
资料来源：公司提供

从毛利率看，2019 年，公司建造合同业务毛利率较为稳定，为 6.49%；旅游业务毛利率

较上年下降 11.62 个百分点至 48.68%，主要系人工成本提高和折旧费用增加所致；房地产销售业务毛利率较上年下降 0.94 个百分点至 1.85%，房地产销售业务毛利率持续处于低水平，主要系“南湖雅苑”为定向开发项目，销售定价低所致。受毛利率低的房地产销售收入占比下降影响，2019 年公司业务综合毛利率为 9.71%，较上年提高 0.72 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.50 亿元，较上年同期下降 24.94%，主要系受新冠肺炎疫情影响，旅游收入大幅下降所致；综合毛利率为 9.42%，较上年同期下降 0.29 个百分点。

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设（建造合同业务）

跟踪期内，公司继续承担交通基础设施项目的建设，项目结算进度受业主方影响较大，较为滞后。公司在建及拟建项目规模较大，未来存在较大的资本支出压力。

基础设施建设是公司的核心业务之一，也是公司目前收入的重要来源。公司开展的交通基础设施项目主要集中在涪陵区，大部分是受重庆市涪陵区交通委员会（以下简称“涪陵区交委”）和重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司（以下简称“涪陵国投”，系涪陵区国资委下属全资子公司）委托建设，主要包括公路施工、高速公路建设和公路的养护等，此外公司还承担涪陵区部分安置房项目工程。

公司交通基础设施建设板块经营模式为：公司与业主单位签订代建协议，公司采取招投标、竞争性比选等方式确定施工单位或服务单位，并与施工单位或服务单位签订合同。工程开工建设后，公司与施工单位每 3 个月办理一次结算，公司按照工程进度的 60%支付工程款。工程项目的其他费用，公司按照合同约定支付给提供服务单位。公司与业主单位每 3 个月办理一次结算，业主单位根据其资金情况支付代建工程款给公司。公司前期代垫的工程款及其有关费用，业主单位按照公司的综合融资成本支付利息。工程项目完工并经政府审计后，根据政府审计结果，业主单位与公司办理工程结算，并支付工程剩余款项。

财务处理方面，公司每年按照工程完工百分比确认当年收入，建设成本和毛利润部分计入存货，待工程竣工决算后确认应收账款。在工程竣工决算前，公司会收到业主支付的工程款，在“其他应付款”科目反映；待工程项目竣工决算且通过政府审计后，业主单位再结清相关款项。由于业主单位回款需要在政府审计后到位，所以项目回款与收入确认时间存在一定时滞性。

2019 年，公司实现建造合同收入 15.85 亿元，为公司收入最主要来源，占公司营业收入的 88.78%，主要来自武陵山安置房、大木乡景区工程和高山湾交通综合换乘枢纽工程等项目。2020 年 1—3 月，公司实现相关收入 3.21 亿元。

表5　截至2019年底公司已完工基础设施建设项目情况（单位：万元）

工程项目	已投资	已确认收入	已回款
武陵山安置房	3.98	4.29	4.29
交委道路安保工程	9.64	10.08	10.08
大木乡景区工程	2.83	3.01	3.01
零星工程	4.72	4.94	4.94
李渡水磨滩安置房工程	8.66	9.35	9.35
武陵山道路工程	8.90	9.61	9.61
北山新城景观大道工程	4.68	5.22	5.22

工程项目	已投资	已确认收入	已回款
高山湾交通综合换乘枢纽工程	4.92	5.31	5.31
涪陵长江三桥至北山坪工程	2.20	2.51	2.51
涪陵区熊家沟至北山坪公路工程	3.19	3.49	3.49
页岩气示范区物流通道工程	0.95	1.03	1.03
龙头港安置房工程	3.20	3.67	3.67
大木乡安置房工程	5.28	5.70	2.67
武陵山旅游景区基础设施（迎宾大道）工程	0.59	0.67	0.03
武陵山旅游景区基础设施（武陵山至金子山公路改扩建）工程	0.52	0.60	0.03
其他零星工程	1.34	1.36	1.36
合计	**65.60**	**70.84**	**66.60**

注：此表仅包含在存货科目中核算的基础设施工程，表中已完成投资额为累计数，内含确认收入后从存货中转出的部分
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在建基础设施建设项目主要为涪陵马武至龙潭公路工程、鹅颈关至涪陵西道路工程等，在建项目总投资金额 40.77 亿元，已完成投资 31.34 亿元，尚需投资 9.43 亿元。

表 6　截至 2019 年底公司在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	建设内容	总投资金额	已投资金额	尚需投资金额
涪陵马武至龙潭公路工程	全长38.438km，路基宽20m，包括新建大桥14座，中桥1座，涵洞149道，设计时速60km/h	222277.00	170300.86	51976.14
鹅颈关至涪陵西道路工程	全长4.98km，城市快速路标准，设计速度60km/h，双向四车道	111846.00	84349.99	27496.01
县道公路改建工程	--	18612.00	16067.42	2544.58
涪陵江东至焦石公路升级改造工程	全长约31.8公里，升级为三级公路.沥青混凝土路面	38400.00	26114.75	12285.25
涪陵区乡道Y040线南两高速新村服务区至龙潭新建公路工程（龙潭黑塘水库复建公路）	全长6.938公里，三级公路，路基宽7.5米。隧道一处、桥梁两座，沥青混凝土路面.	10000.00	10000.00	0.00
涪陵1898榨菜文化小镇过境公路改扩建工程	全长1.46公里，一级公路，路基宽度22米，沥青混凝土路面.	6600.00	6600.00	0.00
合计	--	**407735.00**	**313433.02**	**94301.98**

注：此表仅包含在存货科目中核算的基础设施工程
资料来源：公司提供

2020 年，公司拟建项目 21 个，计划总投资 5.80 亿元，主要包括李渡长江大桥拓宽改造工程、涪陵区乡道 Y066、Y041 新妙至大顺公路和涪陵区省道 S528 御泉河至山窝（官桥）段改建工程等。随着建设项目的持续推进，公司存在较大的投资支出压力。

（2）旅游项目开发

2019 年公司旅游收入有所增长，随着旅游开发的继续推进，公司存在一定的资本支出压力，景区开发运营投资回报期较长，且存在收益不及预期的可能。2020 年一季度受疫情影响，旅游收入较上年同期显著下降。

公司是涪陵区重点旅游资源的开发管理主

体，负责开发的旅游项目主要包括武陵山大裂谷景区、816 工程景区、御泉河漂流、滨江夜游、乌江画廊游等项目。截至 2019 年底，公司主要旅游项目均已具备一定的接待能力，收入主要为门票、索道、游船、电瓶车、中转大巴车、餐饮、住宿以及御泉河漂流项目收入。其中，816 工程景区是已知世界上最大的人工洞体建筑，武陵山大裂谷项目在推进国家 5A 旅游景区创建事宜。公司拥有的旅游资源整体较好，随着开发培育，客流量和收入有一定的增长空间。

2019 年，公司旅游开发收入共 10955.96 万元，较上年增长 2.85%；其中 9573.15 万元来自于武陵山大裂谷门票收入，1180.68 万元来自于 816 工程景区参观收入，110.87 万元来自御河泉景区漂流收入，91.26 万元来自于滨江夜游和乌江画廊游的游船收入。

2020 年 1—3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现旅游收入 0.22 亿元，较去年同期降幅超 30%。

武陵山旅游度假区建设项目建设期为 2012—2022 年，分三期进行：一期重点投入景区改造、基础设施、旅游接待住宿等要素建设，投资规模 26.49 亿元；二期重点完善基础设施，投资规模 7.64 亿元；三期重点解决旅游度假设施建设，投资规模 16.92 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司一期建设项目已完成投资 26.49 亿元，二期项目已完成投资 3.65 亿元。2016 年 10 月，武陵山大裂谷景区顺利通过了国家旅游局组织的 5A 景观质量评审，并于 2017 年 6 月完成 5A 创建提档升级，目前尚未通过国家景评委组织验收。

（3）港口业务

跟踪期内，公司港口业务仍处于前期建设阶段，投资规模大；未来港口建成后，将为公司带来一定规模的现金流入，但存在收益不及预期的可能。

公司在重庆港龙头作业区的港口建设及运营业务主要由子公司重庆龙头港物流发展有限公司（以下简称“龙头港公司”）负责。重庆港龙头作业区项目总投资约 60.00 亿元，该项目计划分三期进行建设，其中：一期工程投资 13.26 亿元，建设工期为 2015 年 7 月至 2017 年 7 月；二期工程投资 16.46 亿元，建设工期为 2017 年 7 月至 2023 年 7 月；三期工程投资 28.04 亿元，建设工期暂未确定。

截至 2019 年底，重庆港龙头作业区项目已累计投资 17.76 亿元。一期工程 7、8#泊位于 2017 年 5 月 16 日开港试运营；9#泊位已于 2019 年 7 月完工，目前正在办理 9#泊位试运行手续以及永久运营许可。二期工程于 2017 年 7 月启动建设，主要包括 5000 吨级 5#、6#多用途泊位 2 个和 12#、13#散货泊位 2 个，以及相应设施设备、陆域堆场、进出港道路。5#、6#泊位水工建筑物于 2017 年 7 月开工建设，目前完成形象进度约 80%，12 号、13 号泊位正优化设计方案，建设工期暂未确定。

根据政府安排，上述港口项目暂由重庆港务物流集团有限公司受托经营，所产生的营业收入主要体现在其账面，2019 年龙头港公司仅实现收入 18.71 万元。

（4）房地产销售

跟踪期内，公司房地产销售收入较上年大幅下降，毛利率水平仍低，在建房地产项目投资规模不断，销售情况受宏观调控、房地产市场行情等影响大。

公司房地产销售业务主要由子公司重庆天科房地产开发有限公司（以下简称“天科公司”）负责。

2019 年，公司实现房地产销售收入 0.48 亿元，毛利率 1.85%，主要系天科公司开发的“南湖雅苑”楼盘实现销售收入所致。“南湖雅苑”楼盘的合作模式为：重庆工贸职业技术学院与天科公司签订代建合同，采用定向商品房开发模式进行代建，资金来源为教职工全额自筹。天科公司负责项目建设全过程，包括前期手续办理、工程、房屋竣工验收、分户房地产权证等工作，并收取一定的代建管理费。除“南湖

雅苑”项目外，公司其余房地产开发均采用市场化经营模式。天怡苑项目位于武陵山旅游度假区，尚在开发中，预计2020年7月开始预售，2021年4月交付使用。

表7 截至2019年末公司房地产项目开发和销售情况（单位：万元、平方米、元/平方米）

序号	项目名称	总投资	已投资	可供销售面积	已销售面积	销售均价	已结转收入面积	已结转收入
1	南湖雅苑	26000.00	25000.00	97000.00	82045.00	3200.00	73572.60	29746.03
2	天怡苑	32000.00	10004.00	77000.00	--	--	--	--
合计		**58000.00**	**35004.00**	**174000.00**	**82045.00**	**--**	**73572.60**	**29746.03**

资料来源：公司提供

2020年，公司暂无拟建房地产开发项目。

（5）其他业务

公司其他业务收入主要为对国有资产的运营收益，包括客运站经营管理收入、设计费收入、实验费收入和发电收入等。2019年，公司实现其他业务收入4282.56万元，同比增长11.99%，主要系实验费和设计费收入增加所致。2020年1—3月，公司实现其他收入658.51万元。

3. 未来发展

公司对未来发展定位为：整合交通、旅游、文化资源，成为具有投资、开发、运营全链条服务能力的综合性区域发展运营商。具体的业务发展目标为：文化旅游方面，公司加快旅游产业的发展，围绕创“5A”，推动武陵山大裂谷景区提档升级，挖掘重庆市涪陵816工程景区、御泉河景区、滨江夜游、乌江画廊游等单个景点的资源特色，打造差异性。交通基建方面，在做优代建业务，稳定收入的基础上，探索性介入产业链上具有市场发展潜力的业务及其延伸业务，落实与政府和涪陵国有资产投资经营有限公司的结算工作。公司侧重发展旅游业、港口物流和土地开发为主的经营性业务，同时负责交通、旅游基础设施建设和相关的投融资业务，待条件成熟时剥离公益性资产和业务，转型为以旅游、港口物流、土地及房地产开发等经营性业务为主的集团公司。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年1—3月财务报表未经审计。

截至2020年3月底，公司合并范围内子公司共计17家。2019年，公司合并范围内子公司减少2家，系公司无偿划转重庆市涪陵区中龙交通建设有限公司股权至涪陵区国资委，以及注销重庆华昌隆水利开发有限公司。2020年1—3月，公司合并范围无变化。上述合并范围变化对公司合并财务报表数据可比性影响较小，公司财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司资产总额164.67亿元，所有者权益54.81亿元（其中少数股东权益0.50亿元）。2019年公司实现营业收入17.86亿元，利润总额1.70亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额177.32亿元，所有者权益54.85亿元（其中少数股东权益0.50亿元）。2020年1—3月，公司实现营业收入3.50亿元，利润总额0.07亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，资产构成以存货和在建工程为主，存货变现易受竣工决算进度、财政拨款效率及房地产开发情况影响，存在一定不确定性。在建工程资金平衡

受项目运营收益等影响大。公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 164.67 亿元，较上年底变化不大。2019 年底，公司流动资产和非流动资产分别占比为 48.49%和 51.51%，非流动资产占比有所提高。

表 8　公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.73	11.45	7.41	4.50	18.50	10.44
存货	62.97	38.49	63.19	38.38	62.69	35.35
流动资产合计	**87.63**	**53.57**	**79.85**	**48.49**	**89.98**	**50.74**
固定资产	16.31	9.97	15.73	9.55	15.58	8.79
在建工程	25.09	15.34	34.67	21.06	37.35	21.06
无形资产	19.86	12.14	19.71	11.97	19.71	11.12
其他非流动资产	12.88	7.88	12.88	7.82	12.88	7.27
非流动资产合计	**75.94**	**46.43**	**84.82**	**51.51**	**87.34**	**49.26**
资产总计	**163.57**	**100.00**	**164.67**	**100.00**	**177.32**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019 年底，公司流动资产 79.85 亿元，较上年底下降 8.88%，主要系货币资金减少所致，构成主要为货币资金和存货。

2019 年底，公司货币资金为 7.41 亿元，较上年底下降 60.46%，主要系项目建设支出所致。

2019 年底，公司应收账款为 5.15 亿元，较上年底增长 113.01%，主要来自应收重庆市涪陵区交通局工程款的增加。其中，不计提坏账的应收账款 3.23 亿元，占公司应收账款余额的 61.20%，主要为应收重庆市涪陵区交通局的工程款，坏账风险不大，但回收时间存在一定不确定性，对公司资金形成占用；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 2.05 亿元，账龄以 1 年内的为主，占比为 89.34%，累计计提坏账准备 0.13 亿元。

2019 年底，公司其他应收款为 2.92 亿元，较上年底增长 19.23%，主要系应收重庆市涪陵中龙交通建设有限公司往来款增加所致。其中，不计提坏账准备的其他应收款 1.74 亿元，主要为应收重庆市武陵山乡人民政府等政府部门的资金；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 0.75 亿元，账龄以 1 年内的为主，占比 92.30%，累计计提坏账准备 0.07 亿元；单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款 0.50 亿元，计提坏账准备 0.50 亿元，全部为融资租赁保证金。

2019年底，公司存货63.19亿元，较上年底变化不大。存货中已完工未结算的项目合计45.37亿元，待未来结算后政府将拨付代建资金，结算时点受政府安排影响大，变现存在一定不确定性；房地产开发成本17.58亿元，为天科公司开发房地产项目的成本和购地成本。公司未计提存货跌价准备。

2019年底，公司非流动资产合计84.82亿元，较上年底增长11.69%，构成以固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产为主。

2019年底，公司固定资产为15.73亿元，较上年底下降3.59%，主要是折旧所致。公司固定资产主要由武陵山游客接待中心、索道项目以及高山湾交通综合枢纽中心构成。

2019 年底，公司在建工程为 34.67 亿元，较上年底增长 38.22%，主要为来自龙头港和武陵山大裂谷景区工程的持续投入。

2019 年底，公司无形资产 19.71 亿元，较上年底变化不大，主要包括土地使用权、特许使用权和岸线使用权等。

2019 年底，公司其他非流动资产 12.88 亿

元，由储备用地（占比 98.29%）和林权证（1.71%）构成，较上年底无变化。

2019 年底，公司向中信银行涪陵支行出质子公司重庆市涪陵武陵山旅游开发有限公司 100%股权，评估价值 0.60 亿元，占总资产比重为 0.36%，受限比例低。

2020 年 3 月底，公司资产总额 177.32 亿元，较 2019 年底增长 7.68%，主要系货币资金和在建工程增长所致。资产构成中流动资产占比 50.74%，较上年底小幅提高。2020 年 3 月底，公司货币资金 18.50 亿元，较上年底增长 149.86%，主要来自发行债券和取得银行借款。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益变化不大，债务规模持续增长，债务负担进一步加重，公司将于 2021 年面临一定的集中偿付压力。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益为 54.81 亿元，较上年底增长 1.97%，主要系利润累积所致。所有者权益结构方面，2019 年底，公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为 7.30%、69.43%、1.57%和 20.79%。截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 54.85 亿元，基本与上年底持平。

负债

2019年底，公司负债合计109.86亿元，较上年底变化不大。公司负债结构仍为以非流动负债为主，非流动负债占比为73.62%。

2019 年底，公司流动负债合计 28.97 亿元，较上年底增长 14.67%，主要是来自短期借款和一年内到期的非流动负债的增加；构成以一年内到期的非流动负债（占 50.26%）、应付账款（占 27.24%）、短期借款（占 15.36%）和其他应付款（占 5.29%）为主。

2019 年底，公司短期借款 4.45 亿元，较上年底增长 69.85%，包括质押借款 1.00 亿元、保证借款 2.00 亿元及信用借款 1.45 亿元。

2019 年底，公司应付账款 7.89 亿元，较上年底增长 2.56%，主要系应付工程款增加所致；应付账款的账龄主要集中在 1 年以内（占 73.28%）。

2019年底，公司其他应付款1.53亿元，较上年底下降63.08%，主要系与涪陵国投的借款结清所致。从对象来看，2019年底公司其他应付款（不含应付利息及应付股利）前五名单位款项合计1.36亿元，占比为99.43%，集中度很高。其他应付款中往来款/拆借款不计利息。

2019年底，公司一年内到期的非流动负债14.56亿元，较上年底增长41.29%，主要系一年内到期的长期借款增加所致；由一年内到期的长期借款（占82.63%）、一年内到期的应付债券（占10.99%）和一年内到期的长期应付款（占6.39%）构成。

2019 年底，公司非流动负债合计为 80.88 亿元，较上年底下降 4.34%，主要受长期借款大幅减少的影响；构成主要为长期借款（占 14.49%）和应付债券（占 75.01%）。

2019 年底，公司长期借款 11.72 亿元，较上年底下降 49.06%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致；其中保证借款 8.01 亿元，信用借款 3.72 亿元。

2019 年底，公司应付债券 60.67 亿元，较上年底增长 16.04%，系当年公司发行债券“19 涪陵交通 PPN002”10.00 亿元所致。

表 9 截至 2019 年底公司应付债券明细

（单位：年、亿元）

债券名称	发行日期	债券期限	债券余额
16 涪交旅	2016/10/25	3+1+1	6.98
15 涪陵交旅债	2015/2/3	7	3.19
17 涪交 01	2017/12/15	5	1.99
18 涪交 01	2018/3/7	3+2	4.49
18 涪陵交通 MTN001	2018/3/28	5	5.99
18 涪陵交通 PPN001	2018/4/27	3+2	4.98
18 涪陵交通 MTN002	2018/9/21	2+3	5.98
18 涪交 03	2018/10/30	2+1	11.18
19 涪陵交通 PPN001	2019/3/22	3+2	9.95
17 渝龙头项目 NPB01	2017/11/1	5+5	5.95

债券名称	发行日期	债券期限	债券余额
合计	--	--	60.67

注：1. “15 涪陵交旅债”设置本金提前偿还条款，自 2018 年至 2022 年每年的 2 月 3 日按照债券发行总额的 20%偿还债券本金；2. 单项数相加与合计数存在尾数差异，系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司长期应付款 2.66 亿元，较上年底下降 26.66%，系转入一年内到期的非流动负债所致。龙头港公司于 2018 年 1 月将重庆龙头港作业区一期工程及其附属设备设施以售后回租的方式进行融资租赁，租期 60 个月。本报告已将长期应付款中有息部分纳入全部债务及相关指标核算。

表 10　公司债务情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	12.93	19.01	12.43
长期债务	78.91	75.05	95.94
全部债务	91.84	94.06	108.38
长期债务资本化比率	59.48	57.79	63.62
全部债务资本化比率	63.08	63.18	66.39
资产负债率	67.14	66.71	69.06

资料来源：根据公司财务报表整理

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务 94.06 亿元，较上年底增长 2.42%。其中，长期债务 75.05 亿元，占全部债务比重为 79.79%，有息债务以长期债务为主。

从债务指标来看，2019 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分别为 66.71%、63.18%和 57.79%，较上年底分别下降 0.43 个、提高 0.10 个和下降 1.69 个百分点。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 122.46 亿元，较 2019 年底增长 11.48%，主要来自长期借款和应付债券的增加。其中，流动负债占 16.89%，非流动负债占 83.11%，公司负债结构以非流动负债为主。

2020 年 3 月底，公司流动负债 20.69 亿元，较上年底下降 28.60%，主要系偿还到期债务所致。2020 年 3 月底，公司非流动负债 101.78 亿元，较上年底增长 25.83%。其中，长期借款 25.26 亿元，较上年底大幅增长 115.52%；应付债券 68.54 亿元，较上年底增长 12.97%，主要系当期公司发行 10.00 亿元“20 涪交 02”所致。

2020 年 4—12 月、2021 年和 2022 年，公司到期债务分别为 7.25 亿元、26.85 亿元和 11.17 亿元，公司将于 2021 年面临一定的集中偿付压力。考虑到“16 涪交旅”“18 涪陵交通 MTN002”和“18 涪交 03”将于 2020 年进入回售期，本金合计 24.20 亿元，“18 涪陵交通 PPN001”和“18 涪交 01”将于 2021 年进入回售期，本金合计 9.50 亿元，“17 渝龙头项目 NPB01”将于 2022 年进入回售期，本金为 6.00 亿元。如若投资者选择回售，将加大公司集中偿付压力。

2020 年 3 月底，受应付债券和长期借款增长影响，公司全部债务 108.38 亿元，较 2019 年底增长 15.22%，长期债务占比为 88.53%。2020 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 69.06%、66.39%和 63.62%，上述债务指标较 2019 年底分别上升 2.35 个、3.21 个和 5.83 个百分点。

4．盈利能力

跟踪期内，受房地产销售规模下降影响，公司收入规模有所下降，利润总额对财政补助的依赖较大。

2019 年，公司实现营业收入 17.86 亿元，同比下降 8.20%，主要受房地产销售规模下降影响。同期，公司营业成本下降 8.92%至 16.13 亿元。2019 年，公司营业利润率为 8.63%，较上年提高 0.62 个百分点。

期间费用方面，2019 年公司期间费用 1.35 亿元，同比增长 6.90%，仍以管理费用为主。2019 年，公司管理费用为 1.17 亿元，占期间费用的 86.57%；公司财务费用呈现负值，主要系公司利息支出部分资本化，同时银行存款获取利息收入所致。2019 年，公司期间费用占营业

收入的 7.55%，公司期间费用控制能力尚可。

2019 年，公司其他收益 1.58 亿元，占利润总额的 92.68%，系与公司日常经营活动相关的政府补贴。2019 年，公司实现利润总额 1.70 亿元，同比下降 11.20%。

表 11　公司主要盈利指标（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	19.45	17.86
期间费用	1.26	1.35
其他收益	2.14	1.58
利润总额	1.92	1.70
营业利润率	8.01	8.63
总资本收益率	0.93	0.91
净资产收益率	2.47	2.11

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2019年公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.91%和2.11%，分别同比下降0.02个和0.36个百分点。

2020年1—3月，公司营业收入3.50亿元，相当于2019年全年的19.57%；利润总额0.07亿元，相当于2019年全年的4.20%。

5．现金流

跟踪期内，公司经营活动现金持续小幅净流入，收入实现质量有所下降；投资活动现金流缺口有所缩窄，随着在建项目的持续投入及债务陆续还本付息，公司未来融资需求仍较大。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 18.62 亿元，同比下降 12.02%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 9.47%至 16.59 亿元；收到其他与经营活动有关的现金 2.03 亿元，同比下降 28.52%，主要系收到政府补贴下降所致。经营活动现金流出 17.31 亿元，同比变化不大，构成主要为购买商品、接受劳务支付的现金 12.47 亿元和支付其他与经营活动有关的现金 2.62 亿元（往来款 2.24 亿元、管理费用及销售费用 0.38 亿元）。2019 年，公司经营活动现金净流入 1.31 亿元。2019 年公司现金收入比为 92.92%。

从投资活动来看，2019 年，公司未产生投资活动现金流入；投资活动现金流出为 9.71 亿元，同比下降 36.57%，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金，主要是当期对龙头港码头和武陵山大裂谷景区工程等项目建设投入减少所致。2019 年投资活动产生的现金净流出 9.71 亿元。

从筹资活动来看，2019 年公司筹资活动现金流入为 16.48 亿元，其中取得借款收到的现金 6.48 亿元，发行债券收到的现金 10.00 元。同期，公司筹资活动现金流出为 19.40 亿元，主要为偿还到期债务本息。2019 年，公司筹资活动现金净流出 2.92 亿元。

表 12　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	21.17	18.62
经营活动现金流出量	17.50	17.31
经营活动产生的现金流量净额	3.67	1.31
投资活动产生的现金流量净额	-15.31	-9.71
筹资活动产生的现金流量净额	13.48	-2.92
现金收入比	94.22	92.92

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 1.22 亿元，投资活动现金净流出 2.67 亿元，筹资活动净流入 12.55 亿元。

6．偿债能力

公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标偏弱。考虑到公司所开展业务在涪陵区的重要性，以及涪陵区政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，公司流动比率和速动比率均较上年底大幅下降，2019 年底分别为 275.59%和 57.49%，分别较上年底下降 71.24 个百分点和 40.14 个百分点；2020 年 3 月底分别为 434.93%和 131.91%。同时，考虑到公司存货中竣工未决算项目较多，回款期不确定，实际保障能力可能低于指标值。2019 年，经营现

金流动负债比为 4.52%。2019 年及 2020 年 3 月底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.40 倍、1.50 倍。整体看，公司短期偿债能力指标尚可。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为2.42亿元，同比增长4.21%；EBITDA利息倍数由上年的0.61倍下降至0.41倍；全部债务/EBITDA由上年的39.51倍小幅下降至38.83倍，公司EBITDA对全部债务及其利息的保障程度较弱。

截至 2019 年底，公司对外担保余额为 9.75 亿元，担保比率为 17.79%，被担保方均为区域内国有企业，目前经营情况良好，公司或有负债风险较小。

表 13　截至 2019 年底公司对外担保明细

（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保期间
重庆市涪陵区新城区开发（集团）有限公司	1.35	2017/2/24—2022/2/23
	6.10	2018/2/14—2023/2/13
重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司	2.30	2019/1/27—2022/1/26
合计	**9.75**	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信总额为 46.50 亿元，尚未使用额度 7.39 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7．母公司财务分析

公司资产、权益、收入及利润主要来自于母公司，母公司所有者权益较为稳定，整体债务负担较重。

2019年底，母公司资产规模为143.85亿元，较上年底增长4.36%。其中，流动资产74.38亿元，非流动资产69.47亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。

2019年底，母公司所有者权益为50.59亿元，较上年底增长2.31%。其中，实收资本占7.91%，资本公积占75.22%，未分配利润占15.18%，所有者权益稳定性较强。

2019年底，母公司负债规模较上年底增长增长5.51%至93.25亿元，主要由应付债券、一年内到期的非流动负债和其他应付款构成。母公司2019年的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为64.83%、60.20%和54.44%，整体债务负担较重。

2019年，母公司实现营业收入15.40亿元，利润总额1.71亿元。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 157.66 亿元，所有者权益 50.64 亿元。2020 年 1－3 月，母公司实现营业收入 2.99 亿元，利润总额 0.06 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至 2020 年 3 月底，联合资信所评的“15 涪陵交旅债/PR 涪交旅”“18 涪陵交通 MTN001”和“18 涪陵交通 MTN002”债券余额合计 15.20 亿元。2019 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为上述三只存续债券合计余额的 0.16 倍、1.23 倍和 0.09 倍，经营活动现金流入量对上述三只存续债券余额的覆盖程度尚可。

“15 涪陵交旅债/PR 涪交旅”设置了分期偿付条款，将于发行后第三年末至第七年末分别偿还本金 1.60 亿元，2019 年公司经营性现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 分别为分期偿还本金的 11.64 倍、0.82 倍和 1.51 倍。“15 涪陵交旅债/PR 涪交旅”设置的分期偿付条款，有助于缓解债券的集中偿付压力。

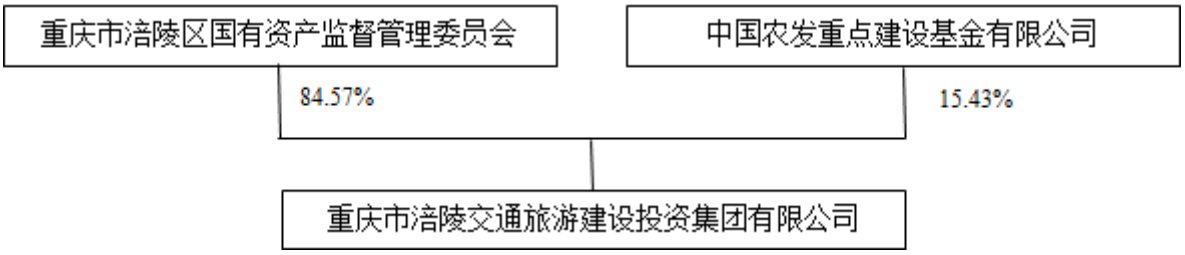
“18 涪陵交通 MTN001”和“18 涪陵交通 MTN002”均于 2023 年到期兑付，公司当年需兑付本金 12.00 亿元，2019 年公司经营性现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 分别为上述两只债券本金的 1.55 倍、0.11 倍和 0.20

倍。

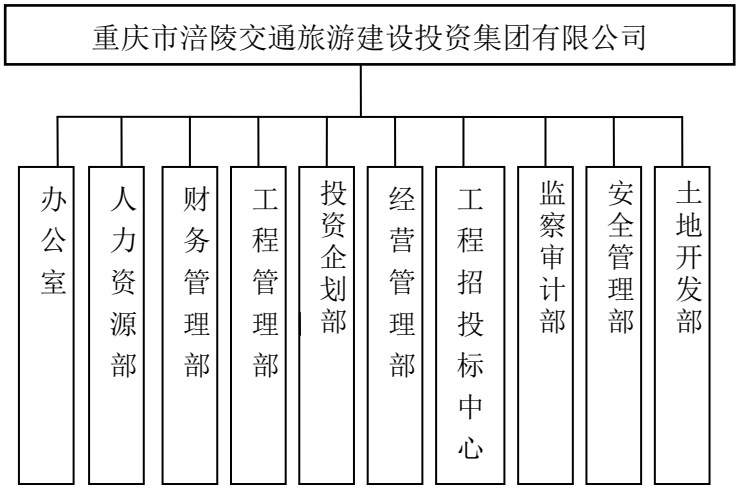
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“15涪陵交旅债/PR涪交旅”“18涪陵交通MTN001”和“18涪陵交通MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2019 年底公司合并范围子公司情况

（单位：万元）

子公司全称	子公司类型	业务性质	注册资本	经营范围
重庆市涪陵区武陵山旅游开发有限公司	全资子公司	旅游开发	6000.00	旅游景区开发、旅游产品开发、花木栽培、销售、停车服务
重庆市涪陵区御泉河旅游开发有限公司	全资子公司	旅游	100.00	旅游景区的开发及运营
重庆市涪陵区恒达交通资产经营管理有限公司	全资子公司	投资及资产经营管理	40100.00	从事公路、桥梁、隧道、码头项目的投资及资产经营管理；交通项目的土地整治
重庆海迅实业有限责任公司	全资子公司	酒店服务	1000.00	住宿、销售、信息咨询、车辆寄存
重庆市涪陵区武陵山建设有限公司	全资子公司	旅游建设管理	500.00	旅游区基础设施建设管理；旅游区设备、设施维护管理
重庆市天宏公路勘察设计有限公司	全资子公司	勘察设计	150.00	从事公路勘察设计相关业务、工程监理业务
重庆市涪陵区科顺交通站场管理有限责任公司	全资子公司	客运站经营管理	4000.00	客运站经营、停放车、洗车、代售客票、旅游咨询服务、旅游产品开发、销售
重庆市涪陵区公路工程监理有限公司	全资子公司	施工监理	200.00	从事三类公路工程、桥梁工程和隧道工程项目的丙级监理业务
重庆枳路建筑工程质量检测有限公司	全资子公司	工程质量检测	180.00	建筑工程质量检测；建筑工程设备租赁
重庆市博坤客运有限公司	全资孙公司	客运旅游	260.00	县内包车客运，县际包车客运；旅游咨询服务，旅游产品开发
重庆天科房地产开发有限公司	全资子公司	房地产开发	2000.00	房地产开发；从事建筑相关业务；出租和管理自建商品房及配套设施
重庆市涪陵区宏伟公路工程有限公司	全资子公司	工程施工	10000.00	从事道路、桥梁工程相关业务
重庆市涪陵兴港港务物流有限公司	全资子公司	运输	10000.00	道路货运；内河货物运输；仓储服务；港口、码头基础设施建设；港口、码头经营管理；货物装卸；港口机械、设施、设备租赁；船舶维修；销售：汽车配件、船舶零配件、日用百货、文化用品、工艺美术品、钢材、五金、交电、铁矿石及铁矿产品、有色金属及有色金属产品、化工产品及原料（不含危险品）；餐饮服务。
重庆龙头港物流发展有限公司	80%控制权	仓储物流	25000.00	仓储服务(不含危险化学品)；装卸搬运；货运代理服务
重庆枳人酒店管理有限公司	全资孙公司	酒店服务	1000.00	酒店管理；住宿服务；餐饮服务；室内休闲娱乐服务；洗衣服务；理发及美容服务；歌舞厅娱乐服务；停车场服务；销售：食品、工艺品、古玩字画；零售：烟；会议服务；旅游产品研发。
重庆市巴都游轮有限公司	全资子公司	旅游	5000.00	住宿；餐饮服务；娱乐服务；销售：预包装产品、烟；港口经营；旅游产品开发；广告发布
重庆泽惠健康产业有限公司	全资子公司	旅游	1000.00	健康产业发展与推广；健康保健信息咨询（不含治疗）；健康管理；养老服务；旅游开发

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	16.89	18.73	7.54	18.63
资产总额（亿元）	135.85	163.57	164.67	177.32
所有者权益（亿元）	45.46	53.75	54.81	54.85
短期债务（亿元）	31.36	12.93	19.01	12.43
长期债务（亿元）	43.19	78.91	75.05	95.94
全部债务（亿元）	74.55	91.84	94.06	108.38
营业收入（亿元）	19.31	19.45	17.86	3.50
利润总额（亿元）	2.61	1.92	1.70	0.07
EBITDA（亿元）	3.04	2.32	2.42	--
经营性净现金流（亿元）	1.52	3.67	1.31	1.22
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.62	8.05	4.64	--
存货周转次数（次）	0.33	0.31	0.26	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.13	0.11	--
现金收入比（%）	99.84	94.22	92.92	111.09
营业利润率（%）	9.70	8.01	8.63	8.81
总资本收益率（%）	1.66	0.93	0.91	--
净资产收益率（%）	4.35	2.47	2.11	--
长期债务资本化比率（%）	48.72	59.48	57.79	63.62
全部债务资本化比率（%）	62.12	63.08	63.18	66.39
资产负债率（%）	66.54	67.14	66.71	69.06
现金短期债务比（倍）	0.54	1.45	0.40	1.50
流动比率（%）	157.55	346.83	275.59	434.93
速动比率（%）	45.97	97.63	57.49	131.91
经营现金流动负债比（%）	3.22	14.52	4.52	--
全部债务/EBITDA（倍）	24.51	39.51	38.83	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.78	0.61	0.41	--

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告已将长期应付款纳入全部债务及相关指标核算

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.92	14.86	6.58	15.96
资产总额（亿元）	112.02	137.83	143.85	157.66
所有者权益（亿元）	40.82	49.45	50.59	50.64
短期债务（亿元）	23.71	9.38	16.06	10.43
长期债务（亿元）	35.45	62.06	60.47	81.86
全部债务（亿元）	59.16	71.44	76.53	92.29
营业收入（亿元）	13.11	15.13	15.40	2.99
利润总额（亿元）	0.27	2.22	1.71	0.06
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	3.03	-7.24	-0.86	-2.67
财务指标				
销售债权周转次数（次）	19.11	25.48	7.25	--
存货周转次数（次）	0.49	0.50	0.38	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.12	0.11	--
现金收入比（%）	89.69	61.44	81.87	99.32
营业利润率（%）	4.68	5.36	5.60	5.16
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	0.47	3.36	2.46	--
长期债务资本化比率（%）	46.48	55.65	54.44	61.78
全部债务资本化比率（%）	59.17	59.09	60.20	64.57
资产负债率（%）	63.56	64.12	64.83	67.88
现金短期债务比（倍）	0.46	1.59	0.41	1.53
流动比率（%）	158.73	286.70	227.59	348.87
速动比率（%）	92.56	159.84	95.64	172.55
经营现金流动负债比（%）	8.49	-27.61	-2.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 2020年一季度财务数据未经审计；2. 未获取母公司资本化及费用化利息数据，相关指标无法计算

附件 5　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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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+卖出回购金融资产款+应付短期融资款+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

附件 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

注：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 6-2　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 6-3　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