

# 信用等级公告

联合[2018]1942号

联合资信评估有限公司通过对重庆豪江建设开发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，确定维持重庆豪江建设开发有限公司的主体长期信用等级为 AA，维持“15 渝豪江 MTN001”、“15 渝豪江 MTN002”和“17 渝豪江 MTN001”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  
二零一八年七月二十五日



# 重庆豪江建设开发有限公司跟踪评级报告

## 评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 渝豪江 MTN001	7.00 亿元	2020/07/02	AA	AA
15 渝豪江 MTN002	7.00 亿元	2020/11/12	AA	AA
17 渝豪江 MTN001	10.00 亿元	2022/04/26	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 25 日

## 财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.62	8.36	4.61	2.01
资产总额(亿元)	158.17	165.06	173.65	175.92
所有者权益(亿元)	85.05	88.84	92.51	92.57
短期债务(亿元)	2.07	11.46	3.39	2.60
长期债务(亿元)	51.10	45.07	54.78	58.04
全部债务(亿元)	53.16	56.53	58.17	60.64
营业收入(亿元)	5.64	5.77	5.48	0.65
利润总额(亿元)	3.06	3.07	3.67	0.19
EBITDA(亿元)	3.30	3.17	3.76	--
经营性净现金流(亿元)	0.24	1.80	0.69	-5.19
应收类款项/资产总额(%)	4.93	8.96	11.94	13.30
营业利润率(%)	47.93	47.17	50.09	50.54
净资产收益率(%)	3.60	3.46	3.96	--
资产负债率(%)	46.23	46.18	46.73	47.38
全部债务资本化比率(%)	38.46	38.89	38.61	39.58
流动比率(%)	643.26	476.22	634.27	670.54
经营现金流流动负债比(%)	1.11	5.96	2.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.12	17.82	15.48	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

## 分析师

喻宙宏 张婷婷

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

重庆豪江建设开发有限公司（以下简称“公司”）是重庆市永川区国资局下属重要的基础设施建设主体，主要负责永川区港桥工业园区的开发建设。跟踪期内，公司业务稳步发展，并持续获得股东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”）也关注到公司应收类款项规模较大，对资金有一定占用；存货中土地整理成本占比较高，土地整治回款受土地出让、政府结算及回款效率影响大；公司未来投资支出较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，重庆市永川区经济快速增长，港桥工业园发展状况良好，公司外部发展环境良好。随着港桥工业园建设的推进，公司作为园区唯一的开发建设主体，未来有望保持稳步发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“15渝豪江MTN001”、“15渝豪江MTN002”和“17渝豪江MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

## 优势

1. 跟踪期内，重庆市永川区经济快速发展，港桥工业发展状况良好，固定资产投资均保持较高增速，公司外部发展环境良好。
2. 公司作为港桥工业园区唯一的开发建设主体，跟踪期内，股东在财政补贴方面给予公司持续支持。

## 关注

1. 公司应收类款项规模较大，对公司资金有一定占用。
2. 公司存货规模大，其中土地整理成本占比较高，由于土地整治业务回款受土地出让时间及政府拨付效率影响大，公司资产流动性偏弱；公司已整理但尚未签订土地整

治合同的土地面积较大，该部分土地未来结算及回款具有一定的不确定性。

3. 公司未来投资支出较大，面临一定融资压力。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆豪江建设开发有限公司（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。

## 重庆豪江建设开发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”）关于重庆豪江建设开发有限公司（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

2016年中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）对公司注资0.95亿元，并于2018年1月进行了工商变更，变更后重庆市永川区国有资产管理局（以下简称“永川区国资局”）持股51.86%、农发基金持股48.14%。截至2018年3月底，公司注册资本为1.97亿元，实收资本仍为1.02亿元。跟踪期内，公司股权结构发生变化，但永川区国资局仍为公司实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2018年3月底，公司内设综合部、财务部、工程部、招商部、经发部、监察部、环保部、总工办等10个职能部门。

截至2017年底，公司合并资产总额173.65亿元，所有者权益合计92.51亿元；2017年，公司实现营业收入5.48亿元，利润总额3.67亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额175.92亿元，所有者权益合计92.57亿元；2018年1~3月，公司实现营业收入0.65亿元，利润总额0.19亿元。

公司注册地址：重庆市永川区港桥新城港城大道888号；法定代表人：肖安佳。

### 三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评“15渝豪江MTN001”、“15渝豪江MTN002”和“17

渝豪江MTN001”尚需偿还债券余额合计24.00亿元。跟踪期内，上述债券均已按期支付利息。截至2018年3月底，上述债券募集资金均已按照募集用途全部使用完毕。

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
15渝豪江MTN001	7.00	7.00	2015/07/02	5年
15渝豪江MTN002	7.00	7.00	2015/11/12	5年
17渝豪江MTN001	10.00	10.00	2017/04/26	5年
<b>合计</b>	<b>24.00</b>	<b>24.00</b>	--	--

资料来源：联合资信整理

### 四、行业及区域经济环境

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融

风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

## 2. 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城

投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表2 2017年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。

2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：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. 区域经济环境

公司是重庆市永川区国资局下属重要的基础设施建设主体，主要负责永川区港桥工业园区的开发建设，永川区及港桥工业园区的经济发展状况对公司发展有较大影响。

**跟踪期内，永川区及港桥工业园经济持续增长，固定资产投资保持快速增长，公司外部发展环境良好。**

根据《重庆市永川区2017年国民经济和社

会发展统计公报》，2017年永川区实现地区生产总值704.5亿元，按可比价计算，比上年增长9.4%。第一产业实现增加值57.1亿元，比上年增长3.9%；第二产业实现增加值397.7亿元，比上年增长11.1%；第三产业实现增加值249.7亿元，比上年增长8.0%。三次产业结构由2016年的8.7:56.0:35.3调整为8.1:56.5:35.4。2017年，全区固定资产投资比上年增长13.1%。第一产业投资比上年下降19.1%，第二产业投资（全部为工业）比上年增长11.2%，第三产业投资比上年增长16.7%。其中：5000万元以上投资比上年增长12.0%，5000万元以下投资比上年增长17.1%，民间投资比上年增长19.3%，房地产投资比上年下降7.1%。2017年永川区经济快速增长，固定资产投资增速依然较高。

根据公司提供的相关数据，港桥产业园2017年工业总产值完成164亿元，同比增长34.42%；工业增加值完成33.6亿元，同比增长130.29%；固定资产投资完成118.24亿元，增长14.40%。港桥工业园区全年经济发展状况良好。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至2018年3月底，公司注册资本为1.97亿元，实收资本仍为1.02亿元。跟踪期内，公司股权结构发生变化，但永川区国资局仍为公司实际控制人。

### 2. 外部支持

**2017年重庆市永川区在政府性基金收入增长的带动下，可控财力有所增长，财政收入质量一般，财政自给能力较差，财政实力一般；**

港桥工业园区全年经济发展状况良好；公司持续获得股东在财政补贴方面的支持。

公司是重庆市永川区国资局下属重要的基础设施建设主体，主要负责永川区港桥工业园区的开发建设。跟踪期内，公司业务区域未发生变化，持续获得政府的财政补贴支持和税收优惠政策。

根据《关于重庆市永川区 2017 年预算执行情况和 2018 年预算草案的报告》，永川区 2017 年全区一般公共预算收入完成 48.2 亿元，同口径增长 1.5%；政府性基金收入 40.0 亿元，增长 14.2%；上级转移支付收入 42.1 亿元。永川区 2017 年政府性基金收入有所增长，带动永川区可控财力增长。可控财力中一般公共预算收入占 36.99%，财政收入质量一般；全区一般公共预算支出 101.2 亿元，增长 5.7%，全区财政自给率为 47.63%，财政自给能力较差。根据重庆市永川区财政局提供的数据，截至 2017 年底，永川区地方政府债务余额合计 105.17 亿元，债务规模大。总体看，永川区政府财政实力一般。

2017 年，公司收到重庆永川工业园区港桥管理委员会（以下简称“港桥管委会”）拨付的港桥工业园区基础设施建设贷款利息补贴资金 0.50 亿元。

税收优惠方面，根据财政部、国家税务总局、海关总署《关于西部大开发税收优惠政策问题的通知》（财税[2001]202 号）和国家税务总局《关于进一步明确西部大开发税收优惠政策适用目录变更问题的通知》（国税函[2006]1231 号），2020 年前公司可按规定享受按 15% 的税率征收企业所得税。

### 3. 企业信用记录

跟踪期内，公司未新增未结清及已结清不良关注类贷款，未被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10500118010702302），截至 2018 年 6 月 13 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。

截至 2018 年 7 月 16 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，由于道路、桥梁维护收入大幅下降，公司营业收入有所下滑，收入仍主要来自土地整治，业务毛利率仍保持较高水平。

2017 年，公司实现营业收入 5.48 亿元，同比下降 5.09%，主要系道路、桥梁维护收入大幅下降。其中土地整治收入占 99.21%，土地整治业务毛利率为 50.81%，基本维持 2016 年水平。由于土地整治收入占比上升，公司整体业务毛利率上升至 50.46%，业务毛利率仍保持较高水平。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.65 亿元，相当于 2017 年全年的 11.87%。其中土地整治收入占 55.10%、道路桥梁维护收入占 44.90%，整体业务毛利率为 51.14%。跟踪期内公司业务毛利率变化较小。

表 3 2016~2018 年 3 月公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整治	51999.30	90.13	50.86	54326.12	99.21	50.81	3581.75	55.10	79.22
道路、桥梁维护	5694.27	9.87	16.67	432.74	0.79	7.50	2918.25	44.90	16.67
合计	57693.57	100.00	47.48	54758.86	100.00	50.46	6500.00	100.00	51.14

资料来源：公司提供

### 2. 业务经营分析

跟踪期内，公司土地整治业务稳步发展，

业务收入有所增长，全年回款情况较好，已整理但尚未签订土地整治合同的土地面积较大，



未来该部分土地结算及回款具有一定的不确定性。

公司主要从事港桥工业园区的土地整治，业务经营模式方面，根据永川区政府下发的《重庆市永川区人民政府关于重庆豪江建设开发有限公司开展土地整理和基础设施建设业务的批复》（永川府[2014]22号），由港桥管委会代表永川区政府与公司签订土地委托管理合同，负责管委会规划范围内的土地整理工作，由区财政局按照财政扶持政策（永川府发[2009]64号）通过港桥管委会支付土地整理费用。港桥管委会支付的土地整理费用采用成本加成的方式进行确认，在保证公司整理成本的基础上，给予公司合理的土地整理收益。具体费用标准由港桥管委会根据公司所整理土地的出让收入情况与公司届时所面临的财务状况确定，并在土地委托整理合同中进行明确规定。

鉴于之前规划变动等问题，对于港桥管委会尚未签订相关委托整理合同而公司已进行整治的土地，永川区政府将责成港桥管委会与公司补充签订土地委托整理合同，并明确土地委托整理费用的标准。截至2018年3月底，公司已整理但尚未签订土地整治合同的土地面积约为4200亩，已投资大约9.24亿元，对于尚未签订土地整治合同的土地目前尚无明确结算方法。联合资信将密切关注这部分土地未来合同签订及结算回款情况。

目前，公司已与港桥管委会签订土地整治合同的地块主要为入驻园区企业所用或其大型项目所用地块，公司就整治的地块负责进行征地拆迁、土地整治及配套基础设施建设，包括

通给水、通排气、通电、通讯、通燃气、通热力以及场地平整。土地整治合同中约定每亩土地整理价款（每亩约为40~45万元），从而确定土地整治总金额。前期土地征收和土地整治费用由公司垫付，公司在规定期限内将整治完毕的土地交付港桥管委会验收后，双方按照土地整治合同约定进行价款结算。土地交付后，港桥管委会主要采取分期付款的方式与公司结算土地整治费用，每个合同单独处理，无统一的分期结算比例。

为保障公司持续发展，管委会给予公司每亩土地整理价款较高，而公司实际土地整治成本较低，因此公司土地整治板块毛利率水平较高，近年来均维持在50%左右。然而，公司土地整治前期资金投入大，且港桥管委会支付公司的土地整治款项主要来源于土地出让后返还管委会的土地出让金，从而公司土地整治业务回款受土地出让时间及政府拨付效率影响大，且考虑到已整理但尚未签订土地整治合同的土地面积较大，公司未来的土地整治出让收入现金流入时间具有一定的不确定性。

2017年公司新增合同整治面积568.63亩，新增合同金额3.13亿元，结转合同5.43亿元，结转土地整治面积1017.38亩，公司土地整治收入规模有所增长。2017年公司土地整治业务全年实际收到回款5.21亿元。2018年1~3月，公司结转合同0.36亿元，结转土地整治面积65.12亩。截至2018年3月底，公司未结转土地面积428.90亩，未结转合同金额2.36亿元。跟踪期内，公司土地整治业务回款情况较好。

表4 2016~2018年3月底公司土地整治业务合同情况

项目	2016年	2017年	2018年1~3月
当期新增合同土地整治面积（亩）	332.71	568.63	--
当期新增合同金额（万元）	14971.50	31274.65	--
当期结转土地整治面积（亩）	1155.55	1017.38	65.12
当期结转合同金额（万元）	51999.30	54326.12	3581.75
期末尚未结转土地整治面积（亩）	942.77	494.02	428.90
期末尚未结转合同金额（万元）	42424.65	27171.10	23589.35

资料来源：公司提供

跟踪期内，由于公司未发生大规模的道路、桥梁维护支出，公司该板块收入大幅下降；由于尚未新签相关维护协议，该业务收入未来的可持续性具有不确定性。

根据永川府[2014]22号，公司与相关部门签订项目委托代建合同，负责管委会规划范围内的基础设施建设，由永川区财政局按照财政扶持政策（永川府发[2009]64号）通过港桥管委会支付委托代建费用，委托代建费用的支付标准采取成本加成的方法。

公司已投资建设了拓展区主干路等8项道路、桥梁工程，总投资额53450.36万元，项目建设成本计入存货科目。公司与永川区财政局签订了《国有公路、桥梁委托管理框架协议》，2012~2017年，永川区财政局委托公司对这8个

项目进行维护，管理维护费用每年分别确定（按每年管理维护费用实际支出的120%确认收入）。自2018年开始永川区财政局对这8个项目逐步回购，回购总金额为64140.43万元，回购金额为项目投资额及支付公司的代建收益。其中代建收益约为项目投资额的20%。2017年，公司实现道路桥梁维护收入432.74万元，由于公司2017年道路桥梁未发生大规模维修，维护支出小，使得道路桥梁维护收入较2016年大幅下降。由于尚未新签相关维护协议，该业务收入未来的可持续性具有不确定性。2018年1~3月，公司尚未收到上述项目回购款，公司预计年底可开始收到回款。联合资信密切关注未来上述项目回购款的到位情况。

表5 2012年签订的委托管理和投资回购协议的项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	回购额	2017年确认的管理费收入
拓展区主干路	1080.15	1080.15	1296.19	56.95
一朱路	8137.26	8137.26	9764.71	0.00
港桥新城安居大道	3307.25	3307.25	3968.70	11.28
港桥工业园园区主干道	28001.69	28001.69	33602.03	0.00
运灰路运煤路	323.93	323.93	388.71	0.65
一松路工程	1622.92	1622.92	1947.50	3.59
大陆溪桥	6878.21	6878.21	8253.85	0.00
启动区道路及森林景观工程	4098.95	4098.95	4918.74	360.26
合计	53450.36	53450.36	64140.43	432.74

资料来源：公司提供

### 3. 未来发展

公司在建及拟建项目未来投资支出较大，考虑到公司土地整治业务也将持续投入资金，公司未来有一定的资金压力；未来将继续稳步发展目前的主营业务。

作为港桥工业园的开发建设主体，除土地整治业务以外，公司还承担园区内的基础设施建设、保障房建设以及厂房建设任务。截至2018年3月底，公司主要在建、拟建基础设施、保障房以及厂房的项目总投资80.53亿元，已

投入49.58亿元，尚需投入30.95亿元，上述项目前期投入资金主要由公司自身筹集。自营项目未来主要靠房屋对外出租及销售平衡资金；根据公司2017年与政府签订的《重庆市永川区财政局关于收购永川区部分道路及基础设施之框架协议书》，代建项目未来由永川区政府收购，回购资产价格为回购资产原值的120%，表6项目中的在建代建项目大部分都在上述回购协议范围内。

表6 截至2018年3月底公司主要在建及拟建项目情况(单位:亿元)

项目名称	项目模式	总投资	已投资
港城花园限价商品房项目	自营	7.95	7.88
中央商务区	自营	7.20	7.2
港桥大道	代建	6.46	6.13
商业综合体	自营	6.20	6.2
港桥工业园廉租房建设	代建	6.00	4.98
重庆永川区滨江工业标准厂房建设项目	自营	12.90	3.93
限价房	自营	7.04	4.18
港桥新城公租房	代建	3.70	3.27
重庆永川滨江物流园建设项目	自营	5.40	2.35
松溉镇限价房项目	自营	1.36	1.292
柏树湾 110KV 变电站项目	代建	0.80	0.72
笋桥村 110KV 变电站项目	代建	0.82	0.738
联检大楼	代建	0.68	0.43
港桥新城正兴二期	代建	3.00	0.15
港桥新城正兴一期	代建	3.00	0.07
港桥新城安置房	代建	3.00	0.06
笋桥拓展区支干道二期道路工程	代建	0.83	0
笋桥拓展区二期平场工程	代建	2.3	0
港桥工业园笋桥拓展区新建厂房	自营	1.37	0
笋桥片区骨架路网工程(一纵路)	代建	0.26	0
笋桥片区骨架路网工程(三纵路)	代建	0.26	0
合计	--	80.53	49.58

资料来源:公司提供

未来公司将继续稳步发展土地整治、基础设施建设和道路桥梁维护业务,为港桥工业区对外的招商引资提供相关的配套服务。

## 八、财务分析

公司提供了2017年合并财务报告,中准会计师事务所(特殊普通合伙)对该报告进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2018年一季度财务数据未经审计。

2017年及2018年1~3月公司合并范围未发生变化,公司财务数据可比性强。

### 1. 资产质量

跟踪期内,公司往来款持续大幅增长,对资金有一定占用;存货占比高,主要为土地整理成本和待开发土地,土地整治回款受政府结算及回款效率影响大;公司资产流动性偏弱,资产质量一般。

2017年底,公司资产总额173.65亿元,同比增长5.20%,主要系其他应收款和存货增长。其中流动资产占86.99%、非流动资产占13.01%,资产结构较2016年底变化较小。

表7 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.36	5.06	4.61	2.65	2.01	1.14
应收账款	3.73	2.26	4.08	2.35	3.96	2.25
其他应收款	11.07	6.71	16.65	9.59	19.45	11.06

存货	120.60	73.06	125.70	72.39	127.24	72.33
<b>流动资产</b>	<b>143.78</b>	<b>87.11</b>	<b>151.06</b>	<b>86.99</b>	<b>152.68</b>	<b>86.79</b>
在建工程	17.91	10.85	19.27	11.10	19.93	11.33
<b>非流动资产</b>	<b>21.27</b>	<b>12.89</b>	<b>22.58</b>	<b>13.01</b>	<b>23.24</b>	<b>13.21</b>
<b>资产总额</b>	<b>165.06</b>	<b>100.00</b>	<b>173.65</b>	<b>100.00</b>	<b>175.92</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告及2018年一季度财务数据整理

2017年底，公司流动资产合计151.06亿元，同比增长5.06%，流动资产结构较2016年底变化较小。2017年底，公司货币资金4.61亿元，同比下降44.94%，无受限货币资金；公司应收账款4.08亿元，同比增长9.54%，其中应收重庆市永川工业园区港桥管理委员会4.07亿元，公司未计提坏账准备；公司其他应收款16.65亿元，同比增长50.41%，主要系应收重庆永川港桥管理委员会和重庆市永川区产业发展集团有限公司的往来款增长，其他应收款前五单位合计16.49亿元，主要为政府部门及国有企业，公司未计提坏账准备；公司存货为125.70亿元，同比增长4.23%，其中土地使用权62.47亿元、林权9.67亿元、项目成本52.26亿元，土地使用权中用于抵押的土地账面价值合计10.20亿元。2017年底，公司非流动资产22.58亿元，同比增长6.16%，非流动资产结构较2016年底变化较小。2017年底，公司在建工程19.27亿元，同比增长7.57%，主要为港桥大道、港桥工业园廉租房、港桥新城公租房和限价房工程等项目。

2017年底，公司受限资产账面价值合计

10.20亿元，全部为用于抵押的土地使用权；公司应收类款项占总资产的比例为11.94%，应收类款项对公司资金有一定占用。

2018年3月底，公司资产总额175.92亿元，较2017年底增长1.31%，资产结构较2017年底变化较小。2018年3月底，公司其他应收款19.45亿元，较2017年底增长16.82%，主要为往来款增长。

## 2. 资本结构

**跟踪期内，公司所有者权益稳步增长，债务规模有所增长，整体债务负担一般。其中长期债务占比较高，短期偿债压力不大。**

2017年底，公司所有者权益合计92.51亿元，同比增长4.13%，主要系未分配利润增长，所有者权益结构较2016年底变化较小。其中实收资本和资本公积占比仍然较高，所有者权益稳定性较好。

2017年底，公司负债合计81.14亿元，同比增长6.46%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司非流动负债占比有所上升。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	4.77	6.26	3.05	3.76	2.80	3.36
其他应付款	12.19	15.99	15.10	18.61	15.09	18.10
一年内到期的非流动负债	11.46	15.04	3.39	4.18	2.60	3.12
<b>流动负债</b>	<b>30.19</b>	<b>39.61</b>	<b>23.82</b>	<b>29.35</b>	<b>22.77</b>	<b>27.32</b>
长期借款	14.98	19.65	19.50	24.03	22.76	27.31
应付债券	30.10	39.49	35.28	43.48	35.28	42.33
<b>非流动负债</b>	<b>46.02</b>	<b>60.39</b>	<b>57.32</b>	<b>70.65</b>	<b>60.58</b>	<b>72.68</b>
<b>负债总额</b>	<b>76.22</b>	<b>100.00</b>	<b>81.14</b>	<b>100.00</b>	<b>83.35</b>	<b>100.00</b>
实收资本	1.02	1.15	1.02	1.10	1.02	1.10
资本公积	69.09	77.77	69.09	74.68	69.09	74.64

未分配利润	18.21	20.50	21.88	23.65	21.94	23.70
<b>所有者权益合计</b>	<b>88.84</b>	<b>100.00</b>	<b>92.51</b>	<b>100.00</b>	<b>92.57</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告及2018年一季度财务数据整理

2017年底，公司流动负债合计23.82亿元，同比下降21.12%，主要系一年内到期的非流动负债及应付账款下降所致。2017年底，公司应付账款3.05亿元，同比下降36.08%，主要系未结算的工程款下降所致；公司其他应付款15.10亿元，同比增长23.88%，主要为应付永川区财政局、重庆市永川区国土资源和房屋管理局和重庆市永川区兴永建设发展有限公司的往来款，上述三家应付往来款合计12.77亿元；公司一年内到期的非流动负债3.39亿元，其中一年内到期的长期借款1.30亿元、一年内到期的应付债券1.99亿元（包含“13渝豪江债01”和“13渝豪江债02”）。2017年底，公司非流动负债合计57.32亿元，同比增长24.55%，非流动负债结构较2016年底变化不大。2017年底，公司长期借款19.50亿元，同比增长30.22%，其中信用借款7.80亿元、保证借款1.30亿元、抵押借款4.50亿元、抵押质押保证借款5.90亿元（包含抵押物、质押物和担保三项增信措施）；公司应付债券35.28亿元，同比增长17.21%，主要系2017年发行了10亿元“17渝豪江MTN001”所致。

有息债务方面，2017年底，公司全部债务58.17亿元，同比增长2.89%。其中长期债务占94.18%、短期债务占5.82%，长期债务占比较2016年有所增长，长期债务占比很高，短期债务负担不大。随着债务规模的增长，公司资产负债率由2016年的46.18%上升至46.73%，但由于有息债务增长速度相对较低以及长期债务占比有所上升，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率由2016年底的38.89%和33.66%分别变化为38.61%和37.19%，债务负担一般，且基本保持稳定。

2018年3月底，公司负债合计83.35亿元，较2017年底增长2.72%，主要系长期借款增长所致。2018年3月底，公司长期借款22.76亿元，较2017年底增长16.71%。2018年3月底，公司

全部债务60.64亿元，较2017年底增长4.25%，随着有息债务的增长，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上升至47.38%、39.58%和38.54%。

### 3. 盈利能力

**跟踪期内，公司营业收入略有下滑，但营业利润率水平依然较高，利润主要来自土地整治收入，相对于公司资产规模，公司整体盈利能力仍偏弱。**

2017年，公司营业收入合计5.48亿元，同比下降5.09%，系道路、桥梁维护收入大幅下降所致，营收仍主要来自土地整治收入。2017年，公司营业成本合计2.71亿元，同比下降10.46%，公司营业利润率由2016年的47.17%上升至50.09%，公司营业利润率水平依然较高。

期间费用方面，2017年公司期间费用合计-0.43亿元，较2016年的0.24亿元大幅下降，主要系2017年公司有一笔大额存单到期，当年利息收入大幅增长，使得2017年财务费用大幅下降。2017年公司财务费用为-0.64亿元，其中利息支出为405.41万元，由于公司大部分利息资本化，相对公司有息债务的规模，公司利息支出很低。扣除上述非经常性因素影响，公司期间费用控制能力基本保持稳定。

营业外收入方面，2017年公司补贴收入为0.50亿元，主要为公司收到的政府补助。公司2017年利润总额为3.67亿元，同比增长19.39%，政府补助对公司利润形成一定补充。

从盈利指标看，随着公司利润规模的增长，2017年公司总资本收益率和净资产收益率分别上升至2.46%和3.96%，公司盈利能力仍然偏弱。

2018年1~3月，公司营业收入为0.65亿元，相当于2017年全年的11.87%，营业利润率为50.54%，较2017年基本保持稳定，公司利润总额为0.19亿元。

#### 4. 现金流

跟踪期内，公司业务回款基本能满足经营活动现金流出，投资活动现金流转为净流入；由于当年到期债务规模较大，公司保持了较大规模的对外融资，公司筹资活动净现金流小规模流出。考虑到公司在建及拟建项目未来投资规模大，公司仍有一定的外部融资压力。

经营活动方面，2017年公司经营活动现金流入7.18亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金为5.29亿元，收到其他与经营活动有关的现金为1.89亿元，主要为往来款及收到的政府补助；公司经营活动现金流出6.48亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为5.10亿元，支付其他与经营活动有关的现金为1.18亿元，主要为往来款支出。2017年，公司经营活动现金流净流入0.69亿元，流入规模较2016年大幅下降。收入实现质量方面，2017年，公司现金收入比为96.57%，收入实现质量较2016年有所上升，整体收现质量较好。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金，2017年公司收到其他与投资活动有关的现金为5.30亿元，全部为公司收回的定期存款。2017年，公司投资活动现金流出2.64亿元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2017年，公司投资活动现金流净流入2.66亿元，由2016年的流出转为流入。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入20.14亿元。其中取得借款收到的现金16.05亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为4.09亿元，主要为收到的专项应付款和其他应付款中收到的现金筹资。公司筹资活动现金流出21.95亿元，其中偿还债务支付的现金为14.80亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为3.53亿元，支付其他与筹资活动有关的现金为3.62亿元（主要为其他应付款中偿还的现金筹资）。2017年公司筹资活动现金流净流出1.81亿元，维持流出态势。

2018年1~3月，公司经营活动现金流入9.83

亿元，经营活动现金流出15.02亿元，公司经营活动现金流净流出5.19亿元；投资活动现金流净流出0.67亿元；筹资活动现金流净流入为3.26亿元。

#### 5. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力有所增强，考虑到股东对公司的持续支持，公司整体偿债风险较小。

从短期偿债指标来看，2017年底流动比率和速动比率分别上升至634.27%和106.49%；2017年经营现金流动负债比下降至2.90%。2017年底，公司现金类资产为4.61亿元，能够覆盖短期债务。公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力来看，2017年公司EBITDA较2016年有所增长，为3.76亿元；公司全部债务/EBITDA为15.48倍，较2016年的17.82倍有所下降。公司长期偿债能力依然较弱，考虑到股东对公司的持续支持，公司整体偿债风险较小。

截至2018年3月底，公司合并范围无对外担保。

截至2018年3月底，公司共获得银行授信额度合计28.10亿元，尚有11.63亿元授信额度未使用。公司间接融资渠道良好。

### 九、存续债券偿债能力

**截至2018年3月底，公司存续债券余额37.00亿元，一年内到期的应付债券为2.00亿元，存续债券的短期兑付压力较小，未来有一定的集中偿债压力。**

截至2018年3月底，公司一年内到期的应付债券为2.00亿元，2019年将达到存续债券待偿本金峰值17.00亿元。2017年底，公司现金类资产4.61亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为7.18亿元、0.69亿元和3.76亿元，对公司存续债券保障情况见表9。总体看，公司存续债券的短期兑付压力较小，未来有一定的集中偿债压力。

表9 公司存续债券保障情况(单位:亿元、倍)

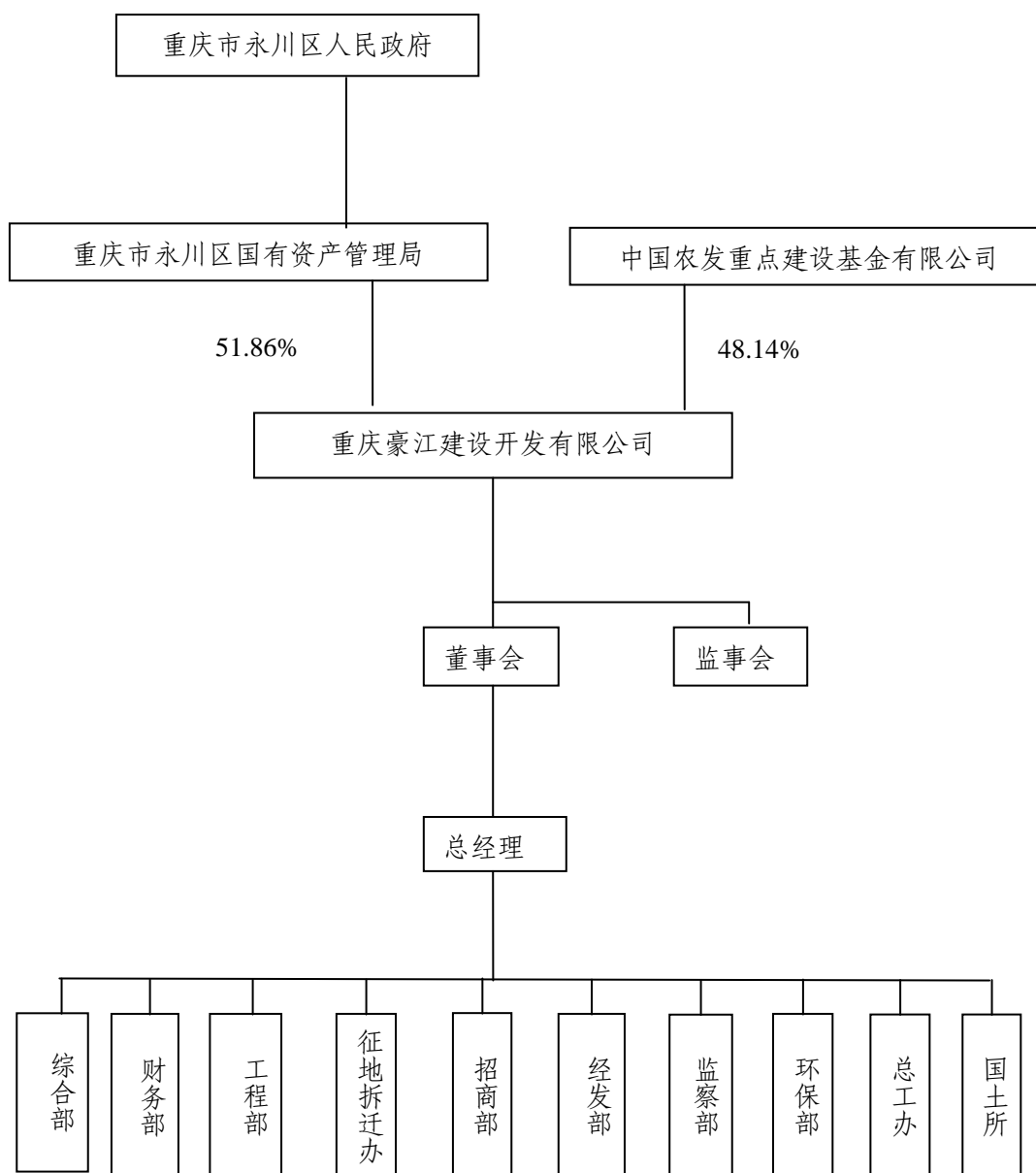
项目	2017年
一年内到期债券余额	2.00
未来待偿债券本金峰值	17.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.31
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.42
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.04
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.22

资料来源:联合资信整理

## 十、结论

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA,维持“15渝豪江MTN001”、“15渝豪江MTN002”和“17渝豪江MTN001”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	2018 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	20.62	8.36	4.61	2.01
资产总额(亿元)	158.17	165.06	173.65	175.92
所有者权益(亿元)	85.05	88.84	92.51	92.57
短期债务(亿元)	2.07	11.46	3.39	2.60
长期债务(亿元)	51.10	45.07	54.78	58.04
全部债务(亿元)	53.16	56.53	58.17	60.64
营业收入(亿元)	5.64	5.77	5.48	0.65
利润总额(亿元)	3.06	3.07	3.67	0.19
EBITDA(亿元)	3.30	3.17	3.76	--
经营性净现金流(亿元)	0.24	1.80	0.69	-5.19
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	2.15	1.78	1.40	--
存货周转次数(次)	0.03	0.03	0.02	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.03	--
现金收入比(%)	95.20	83.70	96.57	119.31
应收类款项/资产总额(%)	4.93	8.96	11.94	13.30
营业利润率(%)	47.93	47.17	50.09	50.54
总资本收益率(%)	2.38	2.16	2.46	--
净资产收益率(%)	3.60	3.46	3.96	--
长期债务资本化比率(%)	37.53	33.66	37.19	38.54
全部债务资本化比率(%)	38.46	38.89	38.61	39.58
资产负债率(%)	46.23	46.18	46.73	47.38
流动比率(%)	643.26	476.22	634.27	670.54
速动比率(%)	129.08	76.80	106.49	111.73
经营现金流动负债比(%)	1.11	5.96	2.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.12	17.82	15.48	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×100%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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。