

信用评级公告

联合〔2023〕859号

联合资信评估股份有限公司通过对重庆豪江建设开发有限公司及其拟发行的 2023 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定重庆豪江建设开发有限公司主体长期信用等级为 AA，重庆豪江建设开发有限公司 2023 年度第一期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年二月二十一日

重庆豪江建设开发有限公司

2023年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

担保方信用等级：AA⁺_{pi}本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：不超过 5.00 亿元（含）

本期中期票据期限：3+2 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

增信方式：重庆市永川区惠通建设发展有限公司对本期中期票据提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：拟全部用于偿还“18 渝豪江 PPN001”

评级时间：2023 年 2 月 21 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	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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

评级观点

重庆豪江建设开发有限公司（以下简称“公司”）主要负责重庆市永川高新区港桥工业园区（以下简称“港桥工业园”）的开发建设工作。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司业务稳步发展，区域专营优势较强，并持续获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到公司基础设施建设和土地整理投入规模大，其回款受土地出让时间、政府结算及拨付效率影响大，公司全部债务中债券融资比例高，面临一定短期偿付压力和较大的资金支出压力等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

重庆市永川区惠通建设发展有限公司（以下简称“惠通公司”）对本期中期票据提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，惠通公司主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}，评级展望为稳定，其担保提升了本期中期票据的偿付安全性。

随着港桥工业园建设的推进，公司作为港桥工业园唯一的开发建设主体，未来有望保持稳步发展。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 公司所在区域经济稳定增长，外部发展环境良好。2021 年及 2022 年，永川区地区生产总值分别为 1144.2 亿元和 1202.8 亿元，按可比价计算，分别比上年增长 9.4%和 3.5%；港桥工业园 2021 年全年实现规模以上工业总产值 256.3 亿元，同比增长 26.41%。
2. 区域专营优势较强，持续获得有力的外部支持。公司是港桥工业园唯一的开发建设主体，2019—2021 年，公司每年均收到港桥工业园基础设施建设补贴资金 1.04 亿元。此外，公司享有按 15.00%的税率缴纳企业所得税的税收优惠。
3. 增信措施提升了本期中期票据偿付安全性。惠通公司对本期中期票据提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保可提升本期中期票据的偿付安全性。

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	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	3
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		4
指示评级				bbb
个体调整因素				--
个体信用等级				bbb
外部支持调整因素				+6
评级结果				AA

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

关注

- 回款存在不确定性。**公司基础设施建设和土地整理业务投入规模大，其回款受土地出让时间、政府结算及拨付效率影响大，未来结算及回款具有一定的不确定性。
- 公司和担保方均面临短期偿付压力且债券融资比例高。**截至 2022 年 3 月底，公司现金短期债务比为 0.50 倍，公司面临一定的短期偿付压力；截至 2022 年 9 月底，惠通公司现金短期债务比为 0.31 倍，惠通公司面临较大的短期偿付压力。2019—2021 年，公司和惠通公司全部债务规模均持续增长，其中债券融资比例高。
- 公司和担保方的资金支出压力均较大。**截至 2022 年 3 月底，公司主要在建和拟建的基础设施、保障房以及厂房项目总投资为 73.26 亿元，已投资 46.82 亿元，公司面临较大的资金支出压力；截至 2022 年 6 月底，惠通公司在建及拟建棚户区改造和基础设施建设项目尚需投资 145.92 亿元，惠通公司面临较大的资金支出压力。

分析师：张婷婷 郭欣宇

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

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.68	7.01	9.10	10.29
资产总额(亿元)	212.76	215.43	220.23	223.05
所有者权益(亿元)	100.90	105.11	108.62	108.95
短期债务(亿元)	26.59	12.70	25.64	20.60
长期债务(亿元)	52.45	76.69	74.72	83.22
全部债务(亿元)	79.03	89.39	100.36	103.82
营业总收入(亿元)	6.11	6.63	6.68	0.71
利润总额(亿元)	4.05	4.14	4.13	0.25
EBITDA(亿元)	4.09	4.16	4.17	--
经营性净现金流(亿元)	0.13	0.24	-0.42	1.56
营业利润率(%)	50.25	48.63	47.45	46.54
净资产收益率(%)	4.02	3.94	3.80	--
资产负债率(%)	52.58	51.21	50.68	51.15
全部债务资本化比率(%)	43.92	45.96	48.03	48.79
流动比率(%)	353.08	615.37	582.60	709.61
经营现金流动负债比(%)	0.23	0.72	-1.18	--
现金短期债务比(倍)	0.21	0.55	0.35	0.50
EBITDA 利息倍数(倍)	0.73	0.86	0.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.31	21.48	24.09	--
公司本部				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	212.76	215.43	220.88	223.01
所有者权益(亿元)	100.90	105.11	108.62	108.95
全部债务(亿元)	79.03	89.39	100.36	101.44
营业总收入(亿元)	6.11	6.63	6.68	0.71
利润总额(亿元)	4.05	4.14	4.13	0.33
资产负债率(%)	52.58	51.21	50.83	51.15
全部债务资本化比率(%)	43.92	45.96	48.03	48.22
流动比率(%)	353.08	615.37	571.27	662.66
经营现金流动负债比(%)	0.23	0.72	0.62	--

注: 1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 3. 除特别说明外, 均指人民币; 4. 其他应付款中有息部分已纳入长期债务核算

资料来源: 联合资信根据公司提供的资料整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2022/07/25	张婷婷 郭欣宇	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	阅读原文
AA	稳定	2014/08/22	刘秀秀 于芷崧	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号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受重庆豪江建设开发有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

重庆豪江建设开发有限公司

2023 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

重庆豪江建设开发有限公司（以下简称“公司”）系 2006 年 4 月 11 日由永川市国有资产管理局出资设立的国有独资公司。公司设立时注册资本 3000 万元，历经多次增资，2016 年公司注册资本增至 10236 万元。同年，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，此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%，农发基金注资为明股实债，年利率为 1.2%。2019 年 5 月，股东永川区国资局更名为重庆市永川区国有资产服务中心；2020 年 7 月，再次更名为重庆市永川区国有资产管理中心（以下简称“永川区国资中心”）。2020 年 5 月 22 日，重庆市永川区政鑫国有资产经营有限责任公司（永川区国资中心下属全资子公司，以下简称“永川政鑫”）回购了农发基金持有公司的 48.14% 股权。2020 年 9 月，永川政鑫将其所持公司股权无偿划转至永川区国资中心。2022 年 5 月，根据永川区国资中心出具的《重庆市永川区国有资产管理中心关于划转重庆市永川区建设发展有限公司等公司股权的通知》（永国资〔2022〕117 号），公司全部股权被无偿划转至重庆永川高新区建设发展有限公司（以下简称“永川高新建发”）。截至 2022 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 1.97 亿元，永川高新建发为公司唯一股东，永川区国资中心为公司实际控制人。

公司主要负责重庆市永川高新区港桥工业园（以下简称“港桥工业园”）规划范围内的土地整治、道路和桥梁维护及配套基础设施建设业务。截至 2022 年 9 月底，公司本部内设综合管理部、财务部、用地部、资产管理部、市场运

营及监管部、工程部共 6 个职能部门；公司合并范围内子公司 1 家。

截至 2021 年底，公司资产总额 220.23 亿元，所有者权益 108.62 亿元；2021 年，公司实现营业总收入 6.68 亿元，利润总额 4.13 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 223.05 亿元，所有者权益 108.95 亿元；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 0.71 亿元，利润总额 0.25 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：屈景军。

二、本期中期票据概况

公司计划发行 2023 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模不超过 5.00 亿元（含），期限为 3+2 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据采用固定利率，按年付息，到期一次还本，募集资金拟全部用于偿还“18 渝豪江 PPN001”。

本期中期票据由重庆市永川区惠通建设发展有限公司（以下简称“惠通公司”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12 月防控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，导致经济增长再次回落。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速¹（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务业活动放缓所致。

表 1 2018—2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额（万亿元）	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速（%）	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速（%）	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速（%）	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速（%）	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅（%）	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅（%）	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速（%）	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率（%）	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长

7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同

回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

四、行业及区域环境分析

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。

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，但城投企业债务风险也随之快速上升。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约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），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，建立了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年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节

作用。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监会发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时,政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月,财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例,再次强调了“坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路,进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

(3) 行业发展

在“稳增长”背景下,城投企业作为地方政府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。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下,城投企业融资区域性分化进一步加剧,重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前,中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、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题,基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间,中国将统筹推进基础设施建设,构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来,中国将进一步完善新型城镇化战略,全面实施乡村振兴战略,持续推进“两新一重”项目建设等,城投企业仍有一定发展空间,评级展望为稳定。

同时,在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下,城投企业融资区域性分化仍将持续,政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减,部分地区城投债集中到期压力较大,需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

2019-2021年,永川区经济稳定增长,但财政自给能力较弱。永川高新区作为永川区工业

经济的核心构成部分,随着成渝双城经济圈的深化发展等政策红利落地,永川高新区保持良好的发展势头,为公司发展创造了良好的外部环境。

(1) 永川区

永川区位于长江上游北岸、重庆西部,是成渝地区双城经济圈枢纽节点、重庆主城都市区四大重要战略支点之一。全区1576平方公里,辖7个街道、16个镇。截至2021年底,永川区常住人口114.92万人,常住人口城镇化率为71.14%。

根据《重庆市永川区国民经济和社会统计公报》,2019-2021年,永川区地区生产总值分别为952.7亿元、1012.4亿元和1144.2亿元,按可比口径同比分别增长9.0%、4.6%和9.4%。从产业结构看,2021年,永川区三次产业结构由2019年7.1:54.1:38.8调整为7.3:52.8:39.9,第二产业占比较高,产业结构有所优化。

工业经济方面,2021年全区规模以上工业企业356家,规上工业增加值同比增长11.8%。产值1~5亿元的企业119家,实现产值282.7亿元;5~10亿元企业69家,实现产值508.4亿元;10亿元以上企业27家,实现产值707.9亿元。产业园区规模以上工业企业产值1367.5亿元,同比增长23.1%。

固定资产投资方面,2019-2021年,永川区固定资产投资分别同比增长10.3%、5.7%和11.0%。2021年,永川区房地产投资同比增长17.2%。

根据《重庆市永川区预算执行情况和预算草案的报告》,2019-2021年,永川区一般公共预算收入分别为38.7亿元、40.5亿元和43.8亿元,同口径分别同比变动-8.8%、4.5%和8.3%。同期,永川区税收收入分别为27.8亿元、29.5亿元和33.1亿元,同口径分别变动-5.4%、5.9%和12.5%,分别占一般公共预算收入的71.83%、72.84%和75.57%,一般公共预算收入质量有所提升;同期,一般公共预算支出分别为109.6亿元、106.5亿元和98.6亿元,财政自给率为

35.31%、38.03%和 44.42%，整体财政自给能力较弱。2019—2021 年，永川区政府性基金收入分别为 57.0 亿元、64.0 亿元和 67.3 亿元，同口径分别增长 18.8%、12.3%和 5.2%。

根据永川区统计局发布的《2022 年 1—12 月主要经济情况简析》，2022 年，永川区地区生产总值 1202.8 亿元，同口径增长 3.5%。其中一、二、三次产业分别实现增加值 87.8 亿元、649.4 亿元、465.6 亿元，分别增长 3.7%、5.4%、0.8%。2022 年三次产业结构比为 7.3: 54.0: 38.7。2022 年，永川区规模以上工业企业 355 家，实现规模以上工业总产值 1645.1 亿元，同比增长 5.2%。同年，永川区一般公共预算收入 42.1 亿元，同比下降 4.0%；一般公共预算支出 105.4 亿元，同比增长 7.0%。

（2）港桥工业园

2019 年 12 月，国家级永川高新技术产业开发区（以下简称“永川高新区”）正式揭牌，永川高新区于 2018 年 2 月经国务院批准设立，按照“一核两翼”布局，核心区由凤凰湖产业园、大数据产业园、西部职教基地组成，两翼包括南翼港桥工业园，北翼三教产业园。2019 年 9 月经市委编委批准正式设立永川高新区党工委和管委会。永川高新区目前建成区面积 65.32 平方公里，入驻企业 947 家，其中科技型企业 650 家，国家高新技术企业 163 家，国家及市级研发机构 95 家。在永川区“工业强区”的指导思想下，作为永川区工业经济的核心构成部分，永川高新区重点依托凤凰湖产业园、港桥工业园和三教产业园。2021 年，永川高新区实现规模以上工业企业产值 1367.5 亿元，比上年增长 23.1%，占永川区规模以上工业总产值比重为 88.21%。未来，随着成渝双城经济圈的深化发展，《成渝共建西部金融中心规划》《成渝地区双城经济圈综合交通运输发展规划》的落实，以及永川综合保税区的封关运营，永川高新区发展前景向好。

港桥工业园成立于 2006 年，位于永川南部，渝川黔三省市交界处的长江之滨，是国家生态工业示范园区、国家城市矿产示范基地、国家沿

江承接产业转移示范区。园区规划建设面积 48 平方公里（其中：产业区 34 平方公里，城市区 14 平方公里），已基本建成 6.8 平方公里产业起步区、1.7 平方公里有色金属产业拓展区和 2.3 平方公里城市新区，8.7 平方公里产业拓展区建设正迅速推进。其中，永川港区是重庆市五个重点港区之一，港桥物流园是重庆七个重点物流园区之一。港桥工业园已引进项目 48 个，主要形成了以新格再生铝、再生金属交易市场为龙头的有色金属冶炼及压延加工产业集群，引入重庆理文造纸有限公司等知名企业。根据《重庆市永川区 2021 年 1—12 月经济运行简析》，2021 年，港桥产业园实现规模以上工业总产值 256.3 亿元，同比增长 26.1%，占永川区规模以上工业总产值比重为 16.53%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2022 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 1.97 亿元，永川高新建发为公司唯一股东，永川区国资中心为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

作为港桥工业园唯一的开发建设主体，公司在港桥工业园范围内具有专营性。

公司主要负责港桥工业园的开发建设，承担港桥工业园规划范围内的土地整治、道路和桥梁维护及配套基础设施建设等工作。公司作为港桥工业园唯一的开发建设主体，其业务在港桥工业园范围内具有专营性。

永川区各城投企业职能定位清晰，公司与其他企业在区域上分工明确，无明显交叉。其中重庆市永川区兴永建设发展有限公司（以下简称“兴永公司”）和重庆北鼎建设开发有限公司（以下简称“北鼎公司”）分别负责永川高新区凤凰湖产业园和三教产业园的土地整治和配套基础设施开发建设工作。2022 年 5 月，永川区国资中心将其持有的兴永公司 87.85714% 股权、公司 100% 股权和北鼎公司 51.93954% 股权划转至永川高新建发后，永川高新建发成为永川高

新区的土地整治和配套基础设施开发建设的核心主体。此外，永川区主要基础设施建设主体还包括惠通公司，其主要承担永川新城范围内的

土地整治、基础设施管理以及安置房建设等业务。

表2 永川区主要基础设施建设主体概况（单位：亿元、%）

公司名称	控股股东	主营业务	资产总额	所有者权益	营业总收入	全部债务	全部债务资本化比率
永川高新建发	永川区国资中心	永川高新区的土地整治和配套基础设施开发建设的核心主体	705.44	299.35	28.90	328.74	52.34
惠通公司	重庆永川城市发展集团有限公司	永川新城范围内的土地整治、基础设施管理以及房地产开发等业务	436.01	198.30	17.99	211.27	51.58
兴永公司	永川高新建发	永川高新区凤凰湖产业园的土地整治和配套基础设施开发建设主体	349.14	126.16	16.77	187.01	59.72
公司	永川高新建发	永川高新区内港桥工业园的土地整治、道路和桥梁维护及配套基础设施开发建设主体	220.23	108.62	6.68	100.36	48.03
北鼎公司	永川高新建发	永川高新区内三教产业园的土地整治和配套基础设施开发建设主体	141.54	67.03	5.44	44.24	39.79

注：上述财务数据系 2021 年（底）数据；北鼎公司全部债务未经调整，实际债务相关数据或高于计算值
资料来源：联合资信根据公开资料及企业提供数据整理

3. 人员素质

公司高管人员具有一定相关行业任职及管理经验；公司员工整体素质较高，能满足公司目前经营需要。

截至2022年9月底，公司拥有董事3人、高级管理人员1人。

屈景军先生，1979年生，在职研究生，中共党员，建筑工程师；2016年3月起，任公司用地部副部长，并于2018年3月至2019年5月在公司用地部主持用地部工作；2019年5月至今任公司董事长兼法人、总经理。

王亚女士，1988年生，本科学历；曾任公司财务部出纳、会计等职务；2019年5月至今任公司董事、财务部部长。

从员工结构看，截至2022年3月底，公司合并口径在职员工70人。受教育程度方面，本科及以上学历员工占70.00%，大专学历员工占18.57%，高中及中专学历员工占11.43%；年龄结构方面，30岁以下员工占21.40%，31~50岁员工占78.60%。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据中国提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：

91500118787460608C），截至2023年1月31日，公司本部无未结清和已结清的不良类信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构清晰，管理制度设置较为完善。

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》《公司登记管理条例》及现代企业制度要求，建立了由董事会、监事会和管理层组成的规范化法人治理结构体系，形成集中控制、分级管理、责权分明的管理机制。

公司不设股东会，由永川区国资中心行使《公司法》规定的股东会职权。

公司董事会由3名董事组成，董事会设董事长1名，由永川区国资中心从董事会成员中指定。董事每届任期3年，任期届满后连选可以连任。董事会作为公司的经营决策中心，主要负责经营和管理公司的法人财产，执行永川区国资中

心的决定并向其报告工作，决定公司的经营计划、投资方案，制定公司的基本管理制度等。

公司监事会由5名监事组成，监事会设主席1名，职工监事4名，监事会主席由永川区国资中心从监事会成员中指定。监事每届任期3年，任期届满后连选可以连任。监事会主要负责检查公司财务状况，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，当董事和高级管理人员的行为损害公司利益时，要求董事及高级管理人员予以纠正等。

公司经营管理机构实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理1名，财务部长1名。总经理是董事会领导下的公司行政负责人，主要负责主持公司日常生产经营管理工作、组织实施董事会决议、组织实施公司的年度经营计划、拟订公司的内部管理机构设置方案、拟订公司的基本管理制度等。

2. 管理体制

公司制定了《预算管理制度》《财务管理办法》《资金管理办法》《投资管理办法》《担保管理办法》《信息披露管理制度》等内部管理制度。

资金管理方面，为严格资金管理，有效控制财务风险，提高资金使用效益，根据国家有关法律法规，公司制定了《重庆豪江建设开发有限公司资金管理办法》，对公司资金计划、资金筹集、资金使用及资金监管等各环节进行了规范。公司资金管理遵循统一管理、统筹使用，风险控制，注重效益等原则。

投资管理方面，为规范对外投资行为，提高投资效益，规避投资所带来的风险，有效、合理的使用资金，公司制定了《重庆豪江建设开发有限公司投资管理制度》。该制度规定董事会、总经理为公司对外投资的决策者。董事会负责对公司重大投资项目的可行性、投资风险、投资回报等事宜进行专门研究和评估，监督重大投资项目的执行进展。总经理负责统筹、协调和组织对外投资项目的分析和研究，为决策提供建议。公司对外投资实行专业管理和逐级审批制度。

安全生产方面，为加强安全生产的管理，防止和减少事故发生，保障人民群众的生命和财产安全，公司制定了《安全管理制度》，明确贯彻“安全第一，预防为主”的方针。通过制度设计，公司建立起了以行政一把手为首的各级安全生产决策、安全生产管理保证体系；以分管领导为首的各级安全技术、措施计划、经费保证体系；以安全管理部门为主的专业安全生产管理、安全生产检查保证体系。

对外担保方面，公司对外提供担保，必须经过董事会及出资人批准。未经董事会及出资人批准，总经理及其他经理人员以及企业的分支机构不得擅自代表企业签订担保合同。公司综合部按规定向为公司审计的审计机构如实提供公司全部对外担保事项。公司综合部负责管理担保合同及相关原始资料，及时进行清理检查，并定期与银行等相关机构进行核对，保证存档资料的完整、准确、有效，关注担保的时效、期限。在合同管理过程中，一旦发现未经董事会及出资人批准的异常合同，财务部融资专员及时向总经理办公会及监事会报告。

七、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年，公司营业总收入持续增长，收入大部分来自土地整治业务，综合毛利率保持较高水平。

2019—2021年，公司营业总收入持续增长，主要由土地整治业务收入构成，其占比均在90%以上。2021年，公司基础设施代建业务开始确认收入，道路、桥梁维护收入大幅下滑。公司土地整治业务毛利率水平较高且保持稳定。近年来，随着土地整治收入占比的下滑，公司综合毛利率略有下滑，但仍保持较高水平。

2022年1—9月，公司营业总收入相当于2021年全年的25.30%，全部来自土地整治收入和道路、桥梁维护收入。同期，公司综合毛利率为46.80%，较2021年略有下滑。

表 3 公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—9 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
土地整治	6.09	99.62	50.81	6.37	96.17	50.81	6.15	92.00	50.81	1.62	95.73	50.91
道路、桥梁维护	0.02	0.38	9.17	0.11	1.71	9.17	0.01	0.20	9.16	0.07	4.27	16.67
基础设施代建	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	0.36	5.40	16.15	0.00	0.00	--
其他业务	0.00	0.00	--	0.14	2.12	5.04	0.16	2.39	8.28	0.00	0.00	--
合计	6.11	100.00	50.65	6.63	100.00	49.12	6.68	100.00	47.83	1.69	100.00	46.80

注：其他业务收入主要为公司自持物业的出租收入；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

土地整治

公司土地整治业务回款情况较好，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进度及回款情况具有一定的不确定性。

公司主要从事港桥工业园的土地整治业务。业务经营模式方面，根据重庆市永川区人民政府（以下简称“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），永川高新区港桥产业促进中心（原名重庆永川工业园区港桥管理委员会，以下简称“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，委托公司负责港桥工业园规划范围内的土地整理工作，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方式，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。截至2022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3000亩，已投资金额约为8.10亿元，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该部分土地未来合同签订及结算回款情况。

近年来，公司与港桥管委会签订的土地整治合同中约定每亩土地整理价款（每亩约为55万元），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，双方按照合同进行价款结算。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，港桥管委会给予公司每亩土地整理价款较高，而公司实际土地整理成本较低，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，港桥管委会支付土地整治费用的资金主要来源于土地出让后返还的土地出让金，公司土地整治业务回款受土地出让时间、政府结算及拨付效率影响大，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业务结算及回款时间具有一定的不确定性。

2019—2021年，公司新增合同土地整治面积分别为828.20亩、1250.19亩和958.39亩，土地整治收入波动增长。2019—2021年，公司土地整治业务分别收到回款4.61亿元、7.00亿元和7.20亿元，土地整治业务回款情况较好。2022年1—3月，公司结转合同金额6204.00万元，结转土地整治面积112.80亩。截至2022年3月底，公司未

结转土地面积 522.71 亩，未结转合同金额 28748.78 万元。

表 4 公司土地整治业务情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
当期新增合同土地整治面积（亩）	828.20	1250.19	958.39	518.00
当期新增合同金额（万元）	45551.00	68760.45	52711.45	28490.00
当期结转土地整治面积（亩）	1140.21	1193.26	1151.07	112.80
当期土地整治成本（万元/亩）	26.27	26.27	26.27	27.00
当期结转合同金额（万元）	60884.95	63718.03	61464.64	6204.00
期末尚未结转土地整治面积（亩）	253.25	310.18	117.51	522.71
期末尚未结转合同金额（万元）	13928.75	17059.90	6462.77	28748.78

资料来源：公司提供

基础设施代建及维护

政府对公司已完工基础设施建设项目回购情况执行力度较差；公司在建基础设施建设项目垫资规模较大，且大部分尚未进行工程结算或回款，未来投资支出压力较大。

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。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，由永川区财政局按照财政扶持政策（永川府发（2009）64号）通过港桥管委会以成本加成模式支付委托代建费用。

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拓展区主干路等8项道路、桥梁基础设施建设项目（总投资额53450.36万元，项目建设成本计入存货科目）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上述8个项目逐步回购，回购总金额为64140.43万元，其中代建收益约为项目投资额的20%。2018年永川区财政局未对上述8个项目进行回购，并同公司、港桥管委会签署《回购框架协议之补充协议》，永川区财政局委托港桥管委会对上述8个项目进行回购，并将回购价格调

整为项目投资款的130%，回购年份调整为2021—2025年，回购金额分别为3935.10万元、4299.43万元、14270.31万元、10578.44万元和36402.20万元。2021年，永川区财政局同公司、港桥管委会签署《回购框架协议之补充协议三》（以下简称“补充协议三”），永川区财政局委托港桥管委会对上述8个项目进行回购，回购年份调整为2021—2031年，其中2021年回购金额为3935.10万元，2022—2028年回购金额合计为14877.86万元，2030—2032年回购金额分别为8941.67万元、5328.63万元和36402.20万元。2021年，港桥管委会按协议进行回购，公司确认基础设施代建收入3610.19万元。此外，补充协议三约定了永川区财政局委托港桥管委会对其他38个项目（预计总投资额96.78亿元）进行回购，回购年份为2028—2031年，回购金额116.13亿元。

根据公司与港桥管委会签订的《国有公路、桥梁委托管理合同》，港桥管委会委托公司对道路桥梁进行维护，公司按每年管理维护费用实际支出加成一定比例确认收入。2019—2021年及2022年1—3月，公司分别确认道路、桥梁维护收入234.29万元、1130.09万元、135.19万元和846.00万元。2019年，公司未收到道路、桥梁维护业务回款；2020—2021年，公司分别收到道路、桥梁维护业务回款0.13亿元和0.26亿元。

表 5 截至 2022 年 3 月底公司已签订委托管理和回购协议的重要项目情况 (单位: 万元)

项目名称	总投资额	已投资额	回购额	2019 年确认的管理费收入	2020 年确认的管理费收入	2021 年确认的管理费收入	2022 年 1—3 月确认的管理费收入
拓展区主干道	1080.15	1080.15	1404.20	--	--	45.80	--
一朱路	8137.26	8137.26	10578.44	--	371.60	--	258.00
港桥新城安居大道	3307.25	3307.25	4299.42	--	--	23.56	--
港桥工业园区主干道	28001.69	28001.69	36402.20	--	--	--	--
运灰路运煤路	323.93	323.93	421.11	--	--	--	--
一松路工程	1622.92	1622.92	2109.79	--	--	--	--
大陆溪桥	6878.21	6878.21	8941.67	3.96	--	30.74	--
启动区道路及森林景观工程	4098.95	4098.95	5328.63	23.74	675.77	0.95	588.00
南华宫小学周边路面及排水沟破损部分维修工程	--	--	--	8.00	0.33	--	--
滨江路人行路修补工程	--	--	--	30.52	7.08	--	--
起步区主干道路面修补工程	--	--	--	29.54	0.83	--	--
理文滨江路栏杆刷漆工程	--	--	--	4.98	--	--	--
滨江路两侧综合整治工程	--	--	--	19.48	--	--	--
金属园主干道绿化移栽工程	--	--	--	16.46	--	--	--
金属园主干道两侧综合整治工程	--	--	--	27.20	--	--	--
金属园主干道行道树种植工程	--	--	--	14.50	--	--	--
污水管网维修工程	--	--	--	55.90	--	--	--
6.8 起步区长江大桥至松溉电厂段路灯维修工程	--	--	--	--	5.84	--	--
应急坝道路路灯维修	--	--	--	--	0.65	--	--
金属园大道及松江大道污水管道局部树脂固化维修工程	--	--	--	--	39.51	--	--
松溉电厂至松溉路灯维修工程	--	--	--	--	8.59	--	--
大同社便道维修	--	--	--	--	1.08	--	--
理文后加工至其纬段井盖及水篦子维修工程	--	--	--	--	4.84	--	--
朱沱镇大河村-笋桥移动线路迁改工程	--	--	--	--	10.68	--	--
笋桥沙坪二三社便民道路维修	--	--	--	--	1.06	--	--
8.7 笋桥拓展区主干道与支干道交接处雨水井等零星维修费用	--	--	--	--	2.23	--	--
整治园区道路安全工程	--	--	--	--	--	0.54	--
园区市政道路停车位规划设计	--	--	--	--	--	0.88	--
港桥工业园 6.8 起步区主干道路面修补工程	--	--	--	--	--	0.92	--
理文滨江路与理文后加工道路交叉红绿灯	--	--	--	--	--	30.21	--
理文造纸厂道路零星修补工程	--	--	--	--	--	0.33	--
起步区道路维修费用	--	--	--	--	--	1.08	--
8.7 开工仪式道路清扫费用	--	--	--	--	--	0.19	--
合 计	53450.36	53450.36	69485.47	234.29	1130.09	135.19	846.00

注: 尾差系四舍五入所致

资料来源: 公司提供

截至2022年3月底，公司主要在建、拟建基础设施、保障房以及厂房项目总投资73.26亿元，

已投资46.82亿元，上述项目前期投入资金主要由公司自筹，公司存在较大的资金支出压力。

表 6 截至 2022 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（自营/代建）	是否在《回购框架协议之补充协议三》范围内	总投资	已投资
港桥大道	代建	是	6.50	10.39
联检大楼	代建	是	0.68	0.52
港城花园限价商品房项目	代建	是	7.95	7.88
港桥新城正兴一期	代建	是	3.00	0.07
限价房	代建	是	7.04	4.26
港桥新城正兴二期	代建	是	3.00	0.15
港桥新城安置房	代建	是	3.00	0.06
重庆永川滨江物流园建设项目	代建	是	5.40	2.35
重庆永川区滨江工业标准厂房建设项目	代建	是	12.90	3.93
松溉镇限价房项目	代建	是	1.36	1.34
柏树湾 110KV 变电站项目	代建	是	0.80	0.74
笋桥村 110KV 变电站项目	代建	是	0.82	0.76
城市矿产基地项目二期	代建	是	9.55	7.86
铝产业基础设施	代建	是	4.67	3.52
笋桥拓展区支干道二期道路工程	代建	是	1.26	0.79
笋桥拓展区二期平场工程	代建	是	2.30	2.03
港桥工业园四望山物流园平场一期及道路工程	代建	是	0.99	0.17
在建小计	--	--	71.21	46.82
笋桥拓展区三期平场工程	代建	否	1.60	0.00
进境木材北区平场	代建	否	0.45	0.00
拟建小计	--	--	2.05	0.00
合 计	--	--	73.26	46.82

注：部分项目因设计规划调整及工期较长，已投资额超过计划总投资额

资料来源：公司提供

3. 未来发展

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，计划通过推进招商引资、提档升级企业服务、不断完善要素保障和抓好安全环保等措施，保障及推动港桥工业园区的发展。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司2022年一季度财务报

表未经审计。

截至2022年9月底，公司合并范围内子公司1家。合并范围方面，2019年，公司合并范围未发生变化；2020年，公司合并范围内新增一级子公司1家，系投资设立；2021年及2022年1—9月，公司合并范围未发生变化。整体看，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模持续增长，资产中政府划拨土地使用权、工程项目成本和土地整理成本占比较高，公司土地整治及基础设施建设业务回款受土地出让及政府结算进度影响大。整体看，

公司资产质量一般。

2019—2021年底，公司资产规模持续增长，

年均复合增长1.74%。截至2021年底，公司资产结构以流动资产为主。

表 7 公司资产主要构成

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	199.95	93.98	204.22	94.79	208.57	94.70	211.37	94.76
货币资金	5.68	2.67	7.01	3.25	9.10	4.13	10.29	4.61
应收账款	6.60	3.10	6.14	2.85	5.67	2.58	5.67	2.54
其他应收款	30.39	14.28	27.98	12.99	24.80	11.26	26.53	11.89
存货	157.23	73.90	163.05	75.68	168.98	76.73	168.87	75.71
非流动资产	12.81	6.02	11.21	5.21	11.66	5.30	11.68	5.24
在建工程	9.74	4.58	10.46	4.86	10.91	4.95	10.93	4.90
资产总额	212.76	100.00	215.43	100.00	220.23	100.00	223.05	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2022 年一季度财务数据整理

2019—2021年底，公司货币资金持续增长。截至2021年底，公司货币资金主要由银行存款9.10亿元构成，无受限货币资金。

2019—2021年底，公司应收账款持续下降。截至2021年底，公司应收账款由应收港桥管委会5.62亿元及应收重庆市永川区港桥水务有限公司0.06亿元构成。公司未对应收账款计提坏账准备。

2019—2021年底，公司其他应收款持续下降。截至2021年底，公司其他应收款较上年底下降11.36%，主要系应收港桥管委会往来款减少所致。公司其他应收款前五名欠款单位账面余额合计24.57亿元，占其他应收款的99.15%，集中度高。公司对其他应收款累计计提坏账准备128.39万元。

表 8 2021 年底其他应收款金额前五名单位明细
(单位：亿元、%)

单位名称	金额	比例
重庆市永川区产业发展集团有限公司	13.95	56.31
永川区财政局	3.87	15.63
港桥管委会	3.31	13.36
兴永公司	3.22	13.00
重庆市永川区土地整治储备中心	0.21	0.85
合计	24.57	99.15

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

2019—2021年底，公司存货持续增长，年均复合增长3.67%，主要系开发成本的增长所致。

截至2021年底，公司存货中开发成本168.67亿元、开发产品0.31亿元，开发成本包括土地使用权72.06亿元（均为出让用地，其中4.79亿元土地使用权尚未取得权证）、林权9.67亿元、工程项目成本以及土地整理成本86.94亿元。

2019—2021年底，公司在建工程持续增长，年均复合增长5.80%。截至2021年底，公司在建工程较上年底增长4.29%，主要系港桥大道及联检大楼项目的投入增加所致。

截至2022年3月底，公司资产总额及资产结构较上年底变化小。

截至2021年底，公司受限资产43.55亿元，均为存货中的土地使用权，公司资产受限比例为19.78%。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益小幅增长，所有者权益稳定性尚可。公司有息债务持续增长，以长期债务为主，其中债券融资比例高，整体债务负担一般。

所有者权益

2019—2021 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 3.75%。截至 2021 年底，公司所有者权益 108.62 亿元，较上年底增长 3.34%，主要系未分配利润增长所致。公司未分配利润占比偏大，权益稳定性尚可。

2019—2021 年底，公司实收资本 1.97 亿元，未发生变化。

2019—2021 年底，公司资本公积保持相对稳定，主要为无偿划入的林权和土地使用权。

截至 2022 年 3 月底，公司实收资本和资本

公积较 2021 年底均无变化；未分配利润占所有者权益的比重为 33.96%，占比偏高，公司权益稳定性尚可。

表 9 公司负债和所有者权益主要构成

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	56.63	50.63	33.19	30.08	35.80	32.07	29.79	26.11
短期借款	2.00	1.79	2.00	1.81	3.30	2.96	3.49	3.06
应付账款	8.53	7.63	5.81	5.27	0.06	0.05	0.06	0.05
其他应付款 (合计)	18.67	16.69	11.60	10.51	4.91	4.40	5.74	5.03
一年内到期的非流动负债	24.59	21.98	10.70	9.70	22.34	20.02	17.11	14.99
非流动负债	55.23	49.37	77.14	69.92	75.81	67.93	84.31	73.89
长期借款	22.10	19.75	35.57	32.24	40.53	36.32	43.03	37.72
应付债券	30.35	27.13	38.72	35.09	31.83	28.52	37.83	33.15
负债总额	111.86	100.00	110.32	100.00	111.61	100.00	114.10	100.00
实收资本	1.97	1.96	1.97	1.88	1.97	1.82	1.97	1.81
资本公积	68.93	68.31	68.99	65.64	68.99	63.52	68.99	63.33
未分配利润	29.01	28.76	33.16	31.54	36.66	33.75	36.99	33.96
所有者权益	100.90	100.00	105.11	100.00	108.62	100.00	108.95	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2022 年一季度财务数据整理

负债

2019—2021 年底，公司负债规模基本稳定。截至 2021 年底，公司负债结构以非流动负债为主。

2019—2021 年底，公司短期借款持续增长，年均复合增长 28.45%。截至 2021 年底，公司短期借款由抵押借款 1.50 亿元和信用借款 1.80 亿元构成，利率区间为 4.35%~5.50%。

2019—2021 年底，公司应付账款持续下降，年均复合下降 91.63%，主要系当期结算工程款所致。

2019—2021 年底，公司其他应付款（合计）持续下降，年均复合下降 48.74%。截至 2021 年底，公司其他应付款（合计）较上年底下降 57.69%，主要系与永川区财政局的往来款减少所致，其中应付重庆市永川区土地储备整治中心

往来款 2.36 亿元为有息部分，本报告已纳入长期债务核算。

2019—2021 年底，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 4.67%。截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款 7.36 亿元和一年内到期的应付债券 14.99 亿元构成。

2019—2021 年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长 35.44%。截至 2021 年底，公司长期借款较上年底增长 13.96%，年利率区间为 4.39%~7.51%。

2019—2021 年底，公司应付债券波动增长，年均复合增长 2.40%。截至 2021 年底，公司应付债券较上年底下降 17.79%，主要系部分调整至一年内到期的非流动负债所致。

表 10 截至报告出具日公司主要存续债券情况（单位：年、%、亿元）

债券简称	发行日期	到期日期	债券期限	票面利率	债券余额
18 渝豪江 PPN001	2018/04/26	2023/04/27	5	7.00	5.00
19 渝豪江 PPN001	2019/04/30	2024/05/06	3+2	6.80	10.00
20 豪江建设 MTN001	2020/09/24	2025/09/25	3+2	5.70	5.00

21 豪江 01	2021/10/27	2026/10/28	3+2	7.99	3.00
21 豪江 02	2021/11/04	2026/11/05	3+2	7.99	2.00
21 豪江建设 MTN001	2021/12/28	2026/12/29	3+2	6.50	3.00
22 渝豪江 MTN001	2022/02/17	2027/02/21	3+2	5.39	6.00
20 渝豪江建设 ZR001	2020/04/28	2023/04/27	3	5.82	2.00
20 渝豪江建设 ZR002	2020/06/28	2023/06/27	3	6.48	2.00
合计	--	--	--	--	38.00

注：上述债券余额未考虑溢价摊销
资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 2.23%，主要科目较 2021 年底变动不大。

表 11 公司债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2019 年 底	2020 年 底	2021 年 底	2022 年 3 月底
短期债务	26.59	12.70	25.64	20.60
长期债务	52.45	76.69	74.72	83.22
全部债务	79.03	89.39	100.36	103.82
资产负债率	52.58	51.21	50.68	51.15
全部债务资本 化比率	43.92	45.96	48.03	48.79
长期债务资本 化比率	34.20	42.18	40.76	43.31

资料来源：根据公司审计报告及 2022 年一季度财务数据整理

有息债务方面，2019—2021 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 12.69%。截至 2021 年底，公司全部债务中长期债务占 74.45%，以长期债务为主，全部债务中债券融资占 46.65%，债券融资比例高；2019—2021 年底，公司资产负债率，全部债务资本化比率持续增长，长期债务资本化比率波动增长，公司债务负担一般。

截至 2022 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 3.44%，其中长期债务占 80.16%，长期债务占比进一步上升；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较上年底小幅上升。

表 12 公司需偿还有息债务本息分布情况（单位：亿元）

期限分布	2023 年	2024 年	2025 年
金额	33	31	24

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2019—2021 年，公司营业总收入持续增长，政府补助对利润总额形成一定补充。

2019—2021 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 4.55%；营业成本持续增长，年均复合增长 7.49%。2021 年，公司营业利润率同比下降 1.18 个百分点。

表 13 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业总收入	6.11	6.63	6.68	0.71
营业成本	3.02	3.37	3.49	0.38
期间费用	0.06	0.06	0.10	0.08
营业外收入/其 他收益	1.04	1.04	1.04	0.00
利润总额	4.05	4.14	4.13	0.25
营业利润率	50.25	48.63	47.45	46.54
总资产收益率	2.25	2.13	1.97	--
净资产收益率	4.02	3.94	3.80	--

资料来源：根据公司审计报告及 2022 年一季度财务数据整理

期间费用方面，2019—2021 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 27.72%。公司期间费用以管理费用为主；由于利息支出大规模资本化及利息收入大于利息费用，公司财务费用持续为负值。2019—2021 年，公司期间费用率分别为 1.00%、0.89% 和 1.48%，期间费用控制能力保持相对稳定。

2019—2021 年，公司获得的港桥工业园区基础设施建设补贴均为 1.04 亿元。2019—2021 年，公司利润总额波动增长，政府补助对公司利润形成一定补充。

盈利指标方面，2019—2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率均持续下降。

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 0.71 亿元，利润总额 0.25 亿元，营业利润率 46.54%。

5. 现金流

2019—2021 年，公司经营活动现金流量净额由正转负，规模均较小；投资活动现金流规模小；筹资活动现金持续净流入。考虑到公司在建及拟建项目的持续投入需求及债务偿付需求，公司存在较大的外部融资压力。

经营活动方面，2019—2021 年，公司经营活动现金流入量持续增长，主要为土地整治业务回款、与政府机构、地方国企的往来款项以及收到的政府补助；经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支出为主，支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款支出。2021 年，公司经营活动现金流量净额由正转负。收入实现质量方面，2019—2021 年，公司现金收入比持续增长，公司收入实现质量明显改善。

表 14 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	6.47	8.47	9.88	3.33
经营活动现金流出小计	6.34	8.23	10.30	1.77
经营活动现金流量净额	0.13	0.24	-0.42	1.56
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	0.92	0.80	0.31	0.00
投资活动现金流量净额	-0.92	-0.80	-0.31	0.00
筹资活动现金流入小计	25.73	35.51	22.85	8.11
筹资活动现金流出小计	22.64	33.62	20.02	7.45
筹资活动现金流量净额	3.09	1.89	2.83	0.66
现金收入比（%）	75.43	107.58	111.18	189.23

资料来源：根据公司审计报告及2022年一季度财务数据整理

投资活动方面，2019—2021 年，公司投资活动现金流入规模很小；同期，公司投资活动现金流出量持续下降。2019—2021 年，公司投资活动现金流量净额持续为负。

筹资活动方面，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入量波动下降。2021 年，公司筹资活动现金流入同比下降 35.65%，其中取得借款收到的现金 22.25 亿元，同比下降 35.07%。2019—2021 年，公司筹资活动现金流出量波动下降。2021 年，公司筹资活动现金流出同比下降 40.45%，主要为还本付息支付的现金。2019—2021 年，公司筹资活动现金流量净额波动下降。

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 1.56 亿元，主要为收到及支付其他与经营活动有

关的现金；筹资活动现金净流入 0.66 亿元。

6. 偿债指标

公司面临一定的短期偿债压力，长期偿债能力指标表现较弱，或有负债风险较小，间接融资渠道有待拓宽。

从短期偿债能力指标看，2019—2021 年，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比均波动增长。2022 年 3 月底，公司流动比率与速动比率分别上升至 709.61% 和 142.67%；现金短期债务比为 0.50 倍，公司面临一定的短期偿付压力。

表 15 公司偿债指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债能力				
流动比率（%）	353.08	615.37	582.60	709.61
速动比率（%）	75.44	124.07	110.58	142.67
现金短期债务比（倍）	0.21	0.55	0.35	0.50
长期偿债能力				
EBITDA（亿元）	4.09	4.16	4.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.73	0.86	0.72	--
全部债务/EBITDA（倍）	19.31	21.48	24.09	--

资料来源：根据公司审计报告及2022年一季度财务数据整理

从长期偿债能力指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 持续增长；同期，公司 EBITDA 利息倍数波动下降，全部债务/EBITDA 持续增长。公司长期偿债能力指标表现较弱。

截至 2021 年底，公司对外担保余额 8.55 亿元，担保比率为 7.87%，被担保企业目前正常经营，公司或有负债风险较小。

表 16 2021 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位名称	担保余额	企业性质	被担保债务到期时间
重庆茶山竹海旅游开发有限公司	2.80	国有企业	2023/12/10
兴永公司	1.00	国有企业	2024/06/01
重庆北鼎建设开发有限公司	1.64	国有企业	2026/01/05
重庆北鼎建设开发有限公司	1.64	国有企业	2025/10/08
重庆北鼎建设开发有限公司	0.82	国有企业	2026/04/01
重庆北鼎建设开发有限公司	0.55	国有企业	2026/03/19
重庆市永川区产业发展集团有限公司	0.09	国有企业	2022/11/04
合计	8.55	--	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至2022年3月底，公司获得银行授信额度合计88.22亿元，尚有18.65亿元授信额度未使用，主要系与项目进度相匹配的项目贷款。公司流动资金贷款未使用授信额度较小，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 公司本部财务分析

公司本部是土地整理和基础设施建设业务的主要实施主体，公司资产基本均集中于公司本部，公司本部债务负担一般，存在一定的短期偿付压力。

截至2021年底，公司本部资产总额220.88亿元，较上年底增长2.53%。其中，流动资产占94.27%，非流动资产占5.73%。截至2021年底，公司本部货币资金为8.75亿元。

截至2021年底，公司本部所有者权益108.62亿元，较上年底增长3.34%。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占1.82%、63.52%和33.75%，权益稳定性尚可。

截至2021年底，公司本部负债总额112.26亿元，较上年底增长1.75%。其中，流动负债占32.47%，非流动负债占67.53%。截至2021年底，公司本部全部债务100.36亿元，其中短期债务25.64亿元。截至2021年底，公司本部资产负债率为50.83%，全部债务资本化比率48.03%，公司本部债务负担一般。

2021年，公司本部实现营业总收入6.68亿元，利润总额4.13亿元。

现金流方面，2021年，公司本部经营活动现金流净额0.23亿元，投资活动现金流净额-1.31亿元，筹资活动现金流净额2.83亿元。

截至2022年3月底，公司本部资产总额223.01亿元，所有者权益108.95亿元；公司本部资产负债率51.15%，全部债务资本化比率48.22%。同期末，公司本部现金短期债务比为0.51倍，存在一定的短期偿付压力。2022年1—3月，公司本部实现营业总收入0.71亿元，利润总额0.33亿元。

九、外部支持

公司在财政补贴、资产划转及税收优惠等方面获得有力的外部支持。

财政补贴

2019—2021年，公司每年均收到港桥管委会拨付的港桥工业园基础设施建设补贴资金1.04亿元。

资产划转

2020年9月，根据《关于同意区产业集团无偿划转港桥工业园起步区B08-02/01地块及减少资本公积的通知》（永国资〔2020〕225号），永川区国资中心将重庆市永川区产业发展集团有限公司（以下简称“永川产业发展公司”）持有的港桥工业园起步区B08-02/01地块无偿划转至公司，增加资本公积0.07亿元。

政策支持

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），公司享有按15.00%的税率征收企业所得税的税收优惠。

十、担保方分析

1. 主体概况

截至2022年底，惠通公司注册资本和实收资本均为3.20亿元，重庆永川城市发展集团有限公司为惠通公司唯一股东，永川区国资中心为惠通公司实际控制人。

截至2022年9月底，惠通公司本部内设财务管理部、土地管理部、市政管理部等职能部门；合并范围内共有一级子公司5家。

截至2021年底，惠通公司资产总额436.01亿元，所有者权益198.30亿元；2021年，惠通公司实现营业总收入17.99亿元，利润总额2.33亿元。

截至2022年9月底，惠通公司资产总额449.16亿元，所有者权益198.74亿元；2022年1—

9月，惠通公司实现营业总收入10.80亿元，利润总额0.80亿元。

惠通公司注册地址：重庆市永川区文昌路1399号；法定代表人：黄遂。

2. 基础素质分析

惠通公司为永川区重要的基础设施建设企业和永川新城唯一的基础设施建设主体，主要承担永川新城区域内的土地整治、基础设施建设和安置房建设任务。

根据惠通公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，惠通公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现惠通公司被列入全国失信被执行人名单。

3. 经营分析

惠通公司是永川新城唯一的土地整治及基础设施建设主体，在永川新城范围内具有区域专营优势。2019—2021年，惠通公司营业总收入持续下降，综合毛利率较为稳定。

(1) 经营概况

2019—2021年，惠通公司营业总收入持续下降，其中土地整治和基础设施代建业务是惠通公司最主要的收入来源，合计收入占比在95%以上。

其他业务收入规模不大，主要为物业管理、场地出租、停车费等经营性业务收入，对惠通公司营业总收入形成一定补充。

2019—2021年，惠通公司综合毛利率变动不大。惠通公司土地整治业务按照固定的价格进行结算，毛利率随着整治成本的变化而小幅波动，整体处于较高水平；基础设施代建业务以实际验收确认的项目总投资为基础，再加成一定比例的代建工程费来确认收入，毛利率相对稳定，其中2019年毛利率相对较低，主要系当年确认收入的供电调度大楼系代供电局建设，采取固定收入合同，与代重庆市永川区新城建设管理委员会（以下简称“永川新城建管委”）建设的基础设施项目的结算方式不同所致。2020—2021年，惠通公司其他业务毛利率持续为负，主要系受新冠疫情影响，物业管理、场地出租等业务收入大幅下降，以及由于惠通公司对相关企业提供一定期限免租特殊优惠政策所致。

2022年1—6月，惠通公司营业总收入相当于2021年全年的59.42%，主要为土地整治收入，未确认基础设施代建收入。2022年1—6月，受毛利率较高的土地整治业务收入占比较高影响，惠通公司综合毛利率有所提升。

表 17 惠通公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—6 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
土地整治	11.13	54.46	23.41	11.84	60.91	22.08	10.60	58.93	23.37	10.48	98.09	23.37
基础设施代建	9.01	44.06	4.72	7.34	37.73	6.36	6.69	37.16	6.36	--	--	--
其他业务	0.30	1.48	67.26	0.26	1.36	-34.66	0.70	3.91	-10.42	0.20	1.91	-18.35
合计	20.44	100.00	15.82	19.44	100.00	15.38	17.99	100.00	15.73	10.69	100.00	22.57

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公开资料整理

(2) 业务经营分析

土地整治

惠通公司土地整治业务在永川新城区域专营性强，但土地整治规模和出让情况易受政策和房地产市场行情影响，业务存在一定的波动性。

惠通公司承担永川新城范围内的土地整治任务。业务模式方面，根据2016年1月永川新城

建管委与惠通公司签订的《土地整理委托协议》，自2016年以后，惠通公司已整理土地由永川新城建管委验收合格后，按照永川新城建管委当年出让计划对土地进行价款结算，结算单价为120万元/亩，后期土地整治支出若发生较大变化，结算单价将另行签订补充协议进行调整。2017年1月，考虑到国家相关税收政策发生变化，永川新城建管委与惠通公司签订《土地整理委托补充协议

议》，土地结算单价由120万元/亩调升至125万元/亩。

表 18 惠通公司土地整治业务情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
土地整治面积（亩）	3083.04	2833.13	163.10	0.00
其中：棚户区改造面积（亩）	3083.04	2401.83	163.10	0.00
土地出让面积（亩）	916.67	992.34	873.64	863.78
土地整治收入（亿元）	11.13	11.84	10.60	10.48
土地整治成本（亿元）	8.53	9.23	8.12	7.54
土地出让单价（万元/亩）	121.46	119.84	121.36	121.36
当期回款金额（亿元）	8.21	7.56	6.89	0.00

资料来源：公开资料

受当地房地产市场以及永川区土地出让安排等因素影响，经惠通公司整理后出让的土地面积及整治收入有所波动，回款情况一般。惠通公司2021年整治的土地面积大幅减少，原因一为统计口径及2021年拆迁政策变化所致（上表的土地整治面积系按照签订委托征地拆迁协议的时间计入当年的土地整治面积，2021年征地拆迁政策发生变化，拆迁处于细则制定阶段，因而计入面积较少）；原因二为永川新城原整治片区已基本实施完毕，拟开发的永川科技生态城尚未完成国土空间规划。

业务可持续性方面，截至2022年6月底，惠通公司存货中土地权证已办理完成的土地面积合计为6317.35亩，账面价值合计为52.42亿元，已整理待出让土地面积较大。永川新城现有规划面积20.8平方公里，近年来惠通公司开发整治的片区逐步由北部拓展区向城西片区和城东新区转移。此外，随着永川科技生态城启动规划，永川新城总规划面积进一步拓展，未来可供惠通公司整治的土地面积较多。

棚户区改造

惠通公司负责永川新城范围内的棚改项目，均已签订政府购买服务协议，并列入财政预算支出，但未来仍面临一定的资本支出压力。

惠通公司棚户区改造业务由子公司重庆市永川区惠欣建设工程有限公司（以下简称“惠欣公司”）负责，主要为征地拆迁工作。业务模式方面，惠欣公司与永川区政府及其授权单位签订政府购买服务协议，约定在服务期内，惠欣公

司进行项目前期资金筹集、建设及移交等工作。永川区政府及其授权单位将项目资本金、建设资金及服务费用列入财政预算支出，按协议约定分年向惠欣公司拨付棚改服务资金，其中服务费按照总投资的一定比例支付。

截至2022年6月底，惠通公司在建棚户区改造项目共有4个，计划总投资38.42亿元，已投资33.71亿元，政府购买服务协议总金额52.86亿元。针对棚户区改造项目，惠通公司已与国家开发银行、中国农业发展银行和中国银行等金融机构签订专项借款协议，共取得专项授信24.19亿元。

基础设施建设

惠通公司已基本完工待竣工决算的基础设施建设项目规模大，结算和回款较为滞后；在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力，同时需关注自营项目资金平衡情况。

惠通公司承担永川新城内的道路工程、河道改造、公园等城市基础设施建设工作。业务模式方面，根据2016年1月惠通公司与永川新城建管委签订的《基础设施委托代建协议》，惠通公司受托从事永川区内的城市基础设施建设，项目资金来源主要包括自筹及政府补助，当项目完工并验收通过后，永川新城建管委应及时支付项目工程款，工程款的结算采用成本加成方式，为合同代建投资额，加计10%的代建投资回报。后续代建投资回报率如有变化，双方将另行签订补充协议进行调整。回款方面，永川新城建

管委在项目验收通过后一次性回款。此外，惠通公司还承建了一些自营性项目，通过后续租售等方式实现资金平衡。

惠通公司已完成永川新城5.8平方公里中央片区和6.27平方公里东部拓展区片区的开发建设工作，8.73平方公里北部拓展区的建设也已接近尾声，开发建设重点逐步向城西片区和永川科技生态城转移。2019—2021年惠通公司分别收到基础设施建设业务回款8.21亿元、7.56亿元和6.89亿元。惠通公司代建业务于年底进行结算，因而2022年以来暂未确认相关收入。

截至2022年6月底，惠通公司已基本完工待办理竣工决算项目账面价值超过百亿元。截至2022年6月底，惠通公司主要在建基础设施项目包括东部拓展区道路工程、道路工程（城西片区）等，计划总投资160.47亿元，已投资56.16亿元。截至2022年6月底，惠通公司拟建项目主要包括生物技术产业园、科技生态城第四水厂、科技生态城片区综合管廊（一期）等，计划总投资36.90亿元，资金来源主要为自筹及银行借款。整体看，惠通公司在建和拟建基础设施项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力，且部分项目采取自营模式，资金平衡情况有待关注。

保障性住房板块

惠通公司安置房、公租房和廉租房等保障性住房项目均已基本完工，业务可持续性较弱。

惠通公司承担部分安置房建设任务，业务模式方面，惠通公司向重庆市发展改革委员会（以下简称“重庆发改委”）提交保障性住房的建设申请，获得重庆发改委关于保障性住房建设的批复和财政局专项拨款后，办理项目建设的相关许可文件并进行建设。待项目完工后，交至永川新城建管委和永川区公共租赁住房管理局（以下简称“永川区公租房局”）进行验收，由永

川新城建管委进行回款结算，惠通公司不参与安置房后续的销售和安置等工作。另外，部分安置房直接计入固定资产科目，通过招商引资的形式获取租金收入。公租房及廉租房的建设规模相对较小，前期建设资金基本依靠土地出让收入进行平衡，建成后30%移交至永川区公租房局，70%计入固定资产并对外租赁，2021年及2022年1—6月分别实现相关租赁收入298.81万元和230.50万元。

截至2022年6月底，惠通公司承建的安置房项目主要包括兴龙苑安置房等5个项目，已投资14.68亿元，均已基本完工；同期末，惠通公司无拟建安置房项目，业务可持续性较弱。

4. 财务分析

（1）财务概况

根据公开资料，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对惠通公司2019—2021年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；惠通公司2022年三季度财务报表未经审计。

截至2022年9月底，惠通公司合并范围内一级子公司5家。2019—2021年及2022年1—9月，惠通公司合并范围未发生变化。整体看，惠通公司财务数据可比性强。

（2）资产质量

近年来，惠通公司资产规模持续增长，以存货和应收类款项为主，其中已完工未结算资产规模大，惠通公司土地整治及基础设施建设业务回款受土地出让及政府结算进度影响大，整体资产质量一般。

2019—2021年底，惠通公司资产规模持续增长，年均复合增长7.39%。截至2021年底，惠通公司资产结构以流动资产为主。

表 19 惠通公司资产主要构成

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 9 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	320.16	84.68	338.12	85.99	381.09	87.40	388.27	86.44
货币资金	7.77	2.06	13.52	3.44	25.90	5.94	14.48	3.22
应收账款	7.31	1.93	5.07	1.29	7.64	1.75	15.64	3.48

其他应收款	31.24	8.26	31.96	8.13	38.01	8.72	39.75	8.85
存货	273.65	72.38	287.36	73.08	309.29	70.94	318.12	70.83
非流动资产	57.91	15.32	55.11	14.01	54.92	12.60	60.89	13.56
固定资产	15.80	4.18	20.64	5.25	20.53	4.71	19.96	4.44
在建工程	14.92	3.95	7.46	1.90	7.14	1.64	9.80	2.18
无形资产	20.75	5.49	19.43	4.94	20.11	4.61	19.81	4.41
资产总额	378.07	100.00	393.22	100.00	436.01	100.00	449.16	100.00

资料来源：根据惠通公司审计报告及2022年三季度财务数据整理

2019—2021年底，惠通公司货币资金持续增长，2021年底主要为银行存款，无受限货币资金。

2019—2021年底，惠通公司应收账款波动增长，2021年底主要由应收永川新城建管委6.36亿元和国网重庆市电力公司永川供电分公司1.04亿元构成。同期末，惠通公司对应收账款累计计提坏账准备92.22万元。

2019—2021年底，惠通公司其他应收款持续增长，主要为惠通公司与当地政府部门和国有企业的往来款和借款。截至2021年底，惠通公司其他应收款前五名欠款单位账面余额合计35.36亿元，占其他应收款的92.72%，集中度高。同期末，惠通公司对其他应收款累计计提坏账准备1319.49万元。

表20 2021年底惠通公司其他应收款余额前五名情况
(单位：亿元、%)

单位名称	账面余额	比例
永川新城建管委	19.55	51.25
重庆市永川商务集团有限公司	8.98	23.54
兴永公司	2.60	6.82
重庆茶山竹海旅游开发有限公司	2.38	6.23
重庆市永川区财政局	1.86	4.88
合计	35.36	92.72

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：惠通公司审计报告

截至2021年底，惠通公司存货主要由开发成本219.95亿元和开发产品89.34亿元构成，开发成本主要为基础设施建设工程成本，开发产品主要为土地整治投入及土地使用权。存货中已办理权证土地共30宗，均为出让地，其中24宗系政府划拨和开发投入取得，尚未缴纳土地出让金；招拍挂取得土地6宗，已缴纳土地出让金。

2019—2021年底，惠通公司固定资产波动增长，年均复合增长14.00%。截至2021年底，惠通公司固定资产主要由房屋及建筑物17.94亿元和公用设施2.52亿元构成。

2019—2021年底，惠通公司在建工程持续下降，2021年底主要为产业大厦（账面余额3.06亿元）、大数据产业园E区（西部声谷）（账面余额2.20亿元）和西部自动驾驶开放测试基地项目（一期）（账面余额0.56亿元）等自营性项目建设投入。

2019—2021年底，惠通公司无形资产波动下降，2021年底主要由土地使用权10.43亿元和林地使用权9.67亿元构成。无形资产中土地主要系政府注入的划拨地以及惠通公司招拍挂取得的4宗土地，用途以茶园用地为主，少部分为商业用地和科研教育用地。

截至2021年底，惠通公司其他非流动资产6.75亿元，主要由高铁站房6.04亿元和代建网络平台0.71亿元构成，其中高铁站房变现难度较大。

截至2022年9月底，惠通公司资产总额较上年底增长3.02%。其中货币资金较上年底下降44.07%，主要系项目建设支出所致；存货较上年底增长7.63%，主要包括开发产品88.80亿元、开发成本223.69亿元。

截至2022年9月底，惠通公司受限资产36.49亿元，主要为受限的货币资金、存货中的土地使用权和无形资产，惠通公司资产受限比例为8.12%。

(3) 资本结构

近年来，惠通公司所有者权益持续增长，所有者权益稳定性较强。惠通公司有息债务持

续增长，其中债券融资比例高，整体债务负担适中，面临较大的集中偿付压力。

所有者权益

2019—2021 年底，惠通公司所有者权益持续增长，2021 年底较上年底增长 3.16%，其中，资本公积占比较高，所有者权益稳定性较强。

2019—2021 年底，惠通公司实收资本未发生变化。同期，惠通公司资本公积持续增长，主要由政府注入的土地、房屋建筑物及货币资金等形成。

截至 2022 年 9 月底，惠通公司所有者权益规模及结构较上年底变化不大。

表 21 惠通公司负债和所有者权益主要构成

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 9 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	46.91	24.19	60.58	30.14	85.17	35.83	60.90	24.32
一年内到期的非流动负债	27.77	14.32	46.13	22.95	54.95	23.12	41.00	16.37
其他流动负债	3.00	1.55	0.00	0.00	18.09	7.61	7.33	2.93
非流动负债	146.99	75.81	140.41	69.86	152.53	64.17	189.51	75.68
长期借款	55.45	28.60	63.66	31.67	60.84	25.59	59.86	23.90
应付债券	64.28	33.15	61.68	30.69	80.41	33.83	113.05	45.14
长期应付款	26.70	13.77	14.30	7.11	11.13	4.68	16.46	6.57
负债总额	193.90	100.00	201.00	100.00	237.70	100.00	250.42	100.00
实收资本	3.20	1.74	3.20	1.66	3.20	1.61	3.20	1.61
资本公积	148.42	80.59	155.28	80.78	159.57	80.47	159.58	80.30
未分配利润	30.69	16.66	31.88	16.59	33.66	16.98	34.10	17.16
所有者权益	184.17	100.00	192.22	100.00	198.30	100.00	198.74	100.00

资料来源：根据惠通公司审计报告及 2022 年三季度财务数据整理

负债

2019—2021 年底，惠通公司负债规模持续增长，2021 年底较上年底增长 18.26%，负债结构以非流动负债为主。

2019—2021 年底，惠通公司一年内到期的非流动负债持续增长，2021 年底主要由一年内到期的应付债券 39.89 亿元、一年内到期的长期借款 14.31 亿元和一年内到期的长期应付款 0.74 亿元构成。

2019—2021 年底，惠通公司其他流动负债波动增长。截至 2021 年底，惠通公司其他流动负债较由短期融资券 15.00 亿元及计提利息 3.09 亿元构成。

2019—2021 年底，惠通公司长期借款波动增长，年均复合增长 4.75%。截至 2021 年底，惠通公司长期借款主要由抵押借款 28.26 亿元和质押借款 17.64 亿元构成。

2019—2021 年底，惠通公司应付债券波动增长，2021 年底较上年底增长 30.37%，债券品种多样，涵盖 PPN、中期票据、企业债、公司债

等。

2019—2021 年底，惠通公司长期应付款持续下降，年均复合下降 35.44%，主要系逐年偿还非标融资所致。截至 2021 年底，惠通公司长期应付款均为应付永川区财政局的政府置换债券。根据《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2018〕61 号），重庆市财政局向永川区财政局明确，永川区 2018 年到期的政府置换债券由发行新的政府置换债券偿还，区财政局及对应的平台公司无需偿还本金。

截至 2022 年 9 月底，惠通公司负债总额较上年底增长 5.35%，主要系当期发行“22 惠通停车债 01”等债券带动应付债券增长所致。

表 22 惠通公司债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2019 年底	2020 年底	2021 年底	2022 年 9 月底
短期债务	33.08	46.19	70.01	46.45
长期债务	127.74	128.50	141.25	178.24
全部债务	160.83	174.69	211.27	224.69
资产负债率	51.29	51.12	54.52	55.75

全部债务资本化比率	46.62	47.61	51.58	53.06
长期债务资本化比率	40.95	40.07	41.60	47.28

资料来源：根据惠通公司审计报告及2022年三季度财务数据整理

有息债务方面，2019—2021 年底，惠通公司全部债务持续增长，年均复合增长 14.61%；资产负债率和长期债务资本化比率波动增长，全部债务资本化比率持续增长，惠通公司债务负担适中。惠通公司融资方式以债券融资和银行借款为主，2021 年底惠通公司全部债务中债券融资约占 64.05%，债券融资比例高。

截至2022年9月底，惠通公司全部债务较上年底增长6.35%，其中短期债务占20.67%；惠通公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底小幅上升。

惠通公司2023—2025年到期债务规模分别为32.00亿元、55.87亿元和15.79亿元，2024年惠通公司面临较大的集中偿付压力。

(4) 盈利能力

2019—2021年，惠通公司营业总收入持续下降，利润总额对政府补助依赖较大。

2019—2021年，惠通公司营业总收入持续增长，年均复合下降6.19%；营业成本持续下降，年均复合下降6.13%。营业利润率小幅下降。

表 23 惠通公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
营业总收入	20.44	19.44	17.99	10.80
营业成本	17.21	16.45	15.16	8.37
期间费用	1.94	1.90	1.55	1.37
其他收益	0.84	0.76	1.54	0.00
利润总额	1.72	1.54	2.33	0.80
营业利润率	14.10	13.53	13.29	20.90
总资本收益率	0.66	0.53	0.63	--
净资产收益率	0.77	0.62	1.03	--

资料来源：根据惠通公司审计报告及2022年三季度财务数据整理

期间费用方面，2019—2021年，惠通公司期间费用持续下降，年均复合下降10.67%，以管理费用和财务费用为主（2021年分别占期间费用的72.87%和27.13%），惠通公司将大部分利息支出资本化，财务费用整体保持在较低水平。2019—

2021年，惠通公司期间费用率分别为9.48%、9.75%和8.60%，期间费用控制能力尚可。

2019—2021年，惠通公司其他收益主要为政府补助，分别占当期利润总额的48.48%、48.98%和65.95%。同期，惠通公司利润总额波动增长，惠通公司利润形成对政府补助依赖较大。

盈利指标方面，2019—2021年，惠通公司总资产收益率波动下降，净资产收益率波动增长。

2022年1—9月，惠通公司实现营业总收入10.80亿元，利润总额0.80亿元，营业利润率20.90%。

(5) 现金流

2019—2021 年，惠通公司经营活动现金流量净额波动较大；投资活动现金持续净流出；筹资活动现金持续净流入。考虑到惠通公司在建及拟建项目的持续投入需求及债务偿付需求，其面临较大的外部融资压力。

经营活动方面，2019—2021 年，惠通公司经营活动现金流入量持续下降，主要为业务回款；经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支出为主。2019—2021 年，惠通公司经营活动净现金流受主营业务回款和往来款收支变化的影响而波动较大。2021 年，惠通公司经营活动现金流量净额由正转负。2019—2021 年，惠通公司现金收入比波动增长，收入实现质量尚可。

表 24 惠通公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	32.51	30.66	22.35	8.55
经营活动现金流出小计	37.05	24.59	34.41	16.79
经营活动现金流量净额	-4.54	6.07	-12.06	-8.24
投资活动现金流入小计	0.00	0.03	0.03	0.01
投资活动现金流出小计	15.46	3.92	6.39	7.58
投资活动现金流量净额	-15.46	-3.89	-6.36	-7.58
筹资活动现金流入小计	77.09	68.78	87.75	53.79
筹资活动现金流出小计	56.25	65.09	56.96	49.39
筹资活动现金流量净额	20.84	3.69	30.80	4.40
现金收入比（%）	87.68	115.57	89.80	29.49

资料来源：根据惠通公司审计报告及2022年三季度财务数据整理

投资活动方面，2019—2021 年，惠通公司投资活动现金流入规模很小，投资活动现金流出

量波动下降。同期，惠通公司投资活动现金流量净额持续为负。

筹资活动方面，2019—2021 年，惠通公司筹资活动现金流入量波动增长。2021 年，惠通公司筹资活动现金流入同比增长 27.59%，其中取得借款收到的现金 84.08 亿元。2019—2021 年，惠通公司筹资活动现金流出量波动增长，主要为还本付息支付的现金。2019—2021 年，惠通公司筹资活动现金净流入规模有所波动。

2022 年 1—9 月，惠通公司经营活动现金净流出 8.24 亿元，主要为收到及支付其他与经营活动有关的现金；投资活动现金净流出 7.58 亿元；筹资活动现金净流入 4.40 亿元。

(6) 偿债指标

惠通公司面临较大的短期偿债压力，长期偿债能力指标表现弱，或有负债风险较小。

从短期偿债能力指标看，2019—2021 年，惠通公司流动比率持续下降，速动比率波动下降。2022 年 9 月底，惠通公司流动比率与速动比率均有所上升；现金短期债务比为 0.31 倍，惠通公司面临较大的短期偿付压力。

表 25 惠通公司偿债指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
短期偿债能力				
流动比率 (%)	682.53	558.10	447.43	637.54
速动比率 (%)	682.53	83.78	84.29	115.18
现金短期债务比 (倍)	0.23	0.29	0.37	0.31
长期偿债能力				
EBITDA (亿元)	3.53	3.38	4.19	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.54	0.32	0.42	--
全部债务 / EBITDA (倍)	45.50	51.69	50.42	--

资料来源：根据惠通公司审计报告及 2022 年三季度财务数据整理

从长期偿债能力指标看，2019—2021 年，惠通公司 EBITDA 波动增长；同期，惠通公司 EBITDA 利息倍数波动下降，全部债务 / EBITDA 波动增长。惠通公司长期偿债能力指标表现弱。

截至 2022 年 6 月底，惠通公司对外担保余额 28.70 亿元，担保比率为 14.41%，整体或有负债风险较小。

表 26 2022 年 6 月底惠通公司对外担保情况

(单位：亿元)

被担保单位名称	担保余额	企业性质
重庆市永川区兴永建设发展有限公司	18.58	国有企业
重庆北鼎建设开发有限公司	6.10	国有企业
重庆市永川区畅恒交通建设投资有限公司	1.80	国有企业
重庆茶山竹海旅游开发有限公司	1.00	国有企业
重庆松溉古镇文化旅游开发有限公司	0.95	国有企业
重庆豪江建设开发有限公司	0.27	国有企业
合计	28.70	--

资料来源：公开资料

截至 2022 年 9 月底，惠通公司获得银行授信额度合计 182.78 亿元，尚有 64.21 亿元授信额度未使用。

5. 外部支持

政策支持方面，根据“永新城(2007)33 号”文件，永川新城建管委将永川区政府返还的土地出让金、城市建设配套费和其他收入全额返还至惠通公司；根据“永新城文(2016)24 号”文件，涉及新城自建工程项目的城市建设配套费、人防费、抗震抗震费等所有行政事业性收费，全额即征即返。

股权划转方面，2019 年，永川区政府将重庆市永川区建设投资有限公司股权划转至惠通公司。

资产注入方面，2020 年，惠通公司收到 4.90 亿元地方政府专项债券资金用于基础设施建设；2021 年，惠通公司收到 4.30 亿元财政拨款。

财政补贴方面，2019—2021 年，惠通公司分别获得政府补贴 0.84 亿元、0.76 亿元和 1.54 亿元。

6. 结论

基于对惠通公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定惠通公司主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}，评级展望为稳定。

十一、 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构影响较小；公司经营活动现金流入量、EBITDA 对本期中期票据发行后长期债务的覆盖能力较弱。惠通公司对本期中期票据提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保提升了本期中期票据的偿付安全性。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行规模不超过5.00亿元（含），按发行金额上限5.00亿元测算，本期中期票据分别占2022年3月底公司长期债务和全部债务的6.01%和4.82%，对公司现有债务结构影响较小。

以2022年3月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由51.15%、48.79%和43.31%上升至52.23%、49.97%和44.74%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金拟用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担或将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

以2022年3月底债务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司经营活动现金流入和EBITDA对发行后长期债务的覆盖能力较弱。

表 27 本期中期票据偿还能力测算

项目	2022 年 3 月底
发行后长期债务*（亿元）	88.22
经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	0.11
经营活动现金净流入/发行后长期债务（倍）	-0.00*
发行后长期债务/EBITDA（倍）	21.17

注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额；经营性现金流和EBITDA采用2021年数据；标示“*”的数据为-0.004782，因数据过小四舍五入为-0.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3. 增信措施

本期中期票据由惠通公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。保证范围包括本期中期票据的本金及利息、违约金、损害赔偿金、

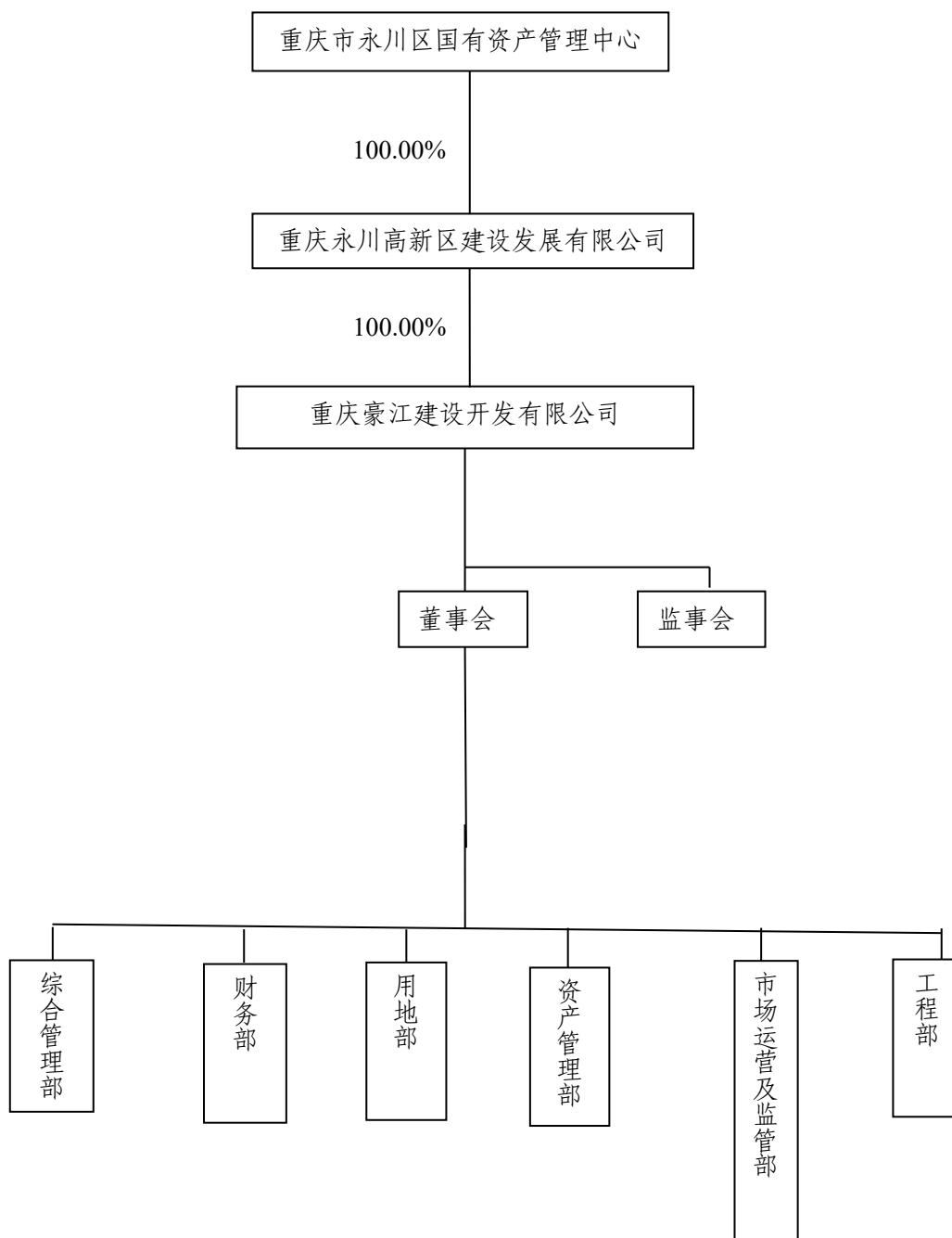
实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期间为本期中期票据发行首日至本期中期票据到期日后两年止。

经联合资信评定，惠通公司主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}，评级展望为稳定，其担保提升了本期中期票据的偿付安全性。

十二、 结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 月底公司股权结构及组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司一级子公司情况

子公司名称	注册地	主要经营地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
				直接	间接	
重庆豪兴建筑工程有限公司	重庆永川	重庆永川	工程建筑	100.00	--	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	5.68	7.01	9.10	10.29
资产总额（亿元）	212.76	215.43	220.23	223.05
所有者权益（亿元）	100.90	105.11	108.62	108.95
短期债务（亿元）	26.59	12.70	25.64	20.60
长期债务（亿元）	52.45	76.69	74.72	83.22
全部债务（亿元）	79.03	89.39	100.36	103.82
营业总收入（亿元）	6.11	6.63	6.68	0.71
利润总额（亿元）	4.05	4.14	4.13	0.25
EBITDA（亿元）	4.09	4.16	4.17	--
经营性净现金流（亿元）	0.13	0.24	-0.42	1.56
财务指标				
现金收入比（%）	75.43	107.58	111.18	189.23
营业利润率（%）	50.25	48.63	47.45	46.54
总资本收益率（%）	2.25	2.13	1.97	--
净资产收益率（%）	4.02	3.94	3.80	--
长期债务资本化比率（%）	34.20	42.18	40.76	43.31
全部债务资本化比率（%）	43.92	45.96	48.03	48.79
资产负债率（%）	52.58	51.21	50.68	51.15
流动比率（%）	353.08	615.37	582.60	709.61
速动比率（%）	75.44	124.07	110.58	142.67
经营现金流动负债比（%）	0.23	0.72	-1.18	--
现金短期债务比（倍）	0.21	0.55	0.35	0.50
EBITDA 利息倍数（倍）	0.73	0.86	0.72	--
全部债务/EBITDA（倍）	19.31	21.48	24.09	--

注：1. 2023 年一季度财务数据未经审计；2. 其他应付款中有息部分已纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 公司主要财务数据及指标 (公司本部)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	5.68	7.01	8.75	10.29
资产总额 (亿元)	212.76	215.43	220.88	223.01
所有者权益 (亿元)	100.90	105.11	108.62	108.95
短期债务 (亿元)	26.59	12.70	25.64	20.22
长期债务 (亿元)	52.45	76.69	74.72	81.22
全部债务 (亿元)	79.03	89.39	100.36	101.44
营业总收入 (亿元)	6.11	6.63	6.68	0.71
利润总额 (亿元)	4.05	4.14	4.13	0.33
EBITDA (亿元)	4.09	4.16	4.17	--
经营性净现金流 (亿元)	0.13	0.24	0.23	1.56
财务指标				
现金收入比 (%)	75.43	107.58	111.24	189.23
营业利润率 (%)	50.25	48.63	47.46	46.54
总资本收益率 (%)	2.25	2.13	1.97	--
净资产收益率 (%)	4.02	3.94	3.80	--
长期债务资本化比率 (%)	34.20	42.18	40.76	42.71
全部债务资本化比率 (%)	43.92	45.96	48.03	48.22
资产负债率 (%)	52.58	51.21	50.83	51.15
流动比率 (%)	353.08	615.37	571.27	662.66
速动比率 (%)	75.44	124.07	107.65	130.72
经营现金流动负债比 (%)	0.23	0.72	0.62	--
现金短期债务比 (倍)	0.21	0.55	0.34	0.51
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.73	0.86	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	19.31	21.48	24.09	--

注：1. 2022 年一季度财务数据未经审计；2. 其他应付款中有息部分已纳入长期债务核算；3. 部分数据未获取，以“/”标示

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 3 担保方主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.77	13.52	25.90	14.48
资产总额（亿元）	378.07	393.22	436.01	449.16
所有者权益（亿元）	184.17	192.22	198.30	198.74
短期债务（亿元）	33.08	46.19	70.01	46.45
长期债务（亿元）	127.74	128.50	141.25	178.24
全部债务（亿元）	160.83	174.69	211.27	224.69
营业总收入（亿元）	20.44	19.44	17.99	10.80
利润总额（亿元）	1.72	1.54	2.33	0.80
EBITDA（亿元）	3.53	3.38	4.19	--
经营性净现金流（亿元）	-4.54	6.07	-12.06	-8.24
财务指标				
现金收入比（%）	87.68	115.57	89.80	29.49
营业利润率（%）	14.10	13.53	13.29	20.90
总资本收益率（%）	0.66	0.53	0.63	--
净资产收益率（%）	0.77	0.62	1.03	--
长期债务资本化比率（%）	40.95	40.07	41.60	47.28
全部债务资本化比率（%）	46.62	47.61	51.58	53.06
资产负债率（%）	51.29	51.12	54.52	55.75
流动比率（%）	682.53	558.10	447.43	637.54
速动比率（%）	682.53	83.78	84.29	115.18
经营现金流动负债比（%）	-9.68	10.02	-14.16	--
现金短期债务比（倍）	0.23	0.29	0.37	0.31
EBITDA 利息倍数（倍）	0.54	0.32	0.42	--
全部债务/EBITDA（倍）	45.50	51.69	50.42	--

注：1. 惠通公司 2022 年三季度财务数据未经审计；2. 本报告将惠通公司其他应付款、其他流动负债中的带息债务调入短期债务，交易性金融负债不带息部分调出短期债务，长期应付款中的带息债务调入长期债务

资料来源：公开资料

附件 4 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 × 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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 × 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+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

附件 5-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 5-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 5-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 5-4 主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

联合资信对部分金融机构、非金融企业开展主动评级或公开评级。联合资信金融机构、非金融企业主体主动评级或公开评级长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}和 C_{pi}。除 AAA_{pi} 级、CCC_{pi} 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA _{pi}	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{pi}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB _{pi}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{pi}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{pi}	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{pi}	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务

联合资信评估股份有限公司关于 重庆豪江建设开发有限公司 2023 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

重庆豪江建设开发有限公司（以下简称“贵公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。