

信用等级公告

联合[2016]1011 号

重庆大足城乡建设投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2016 年龙水城区五金街片区棚户区改造工程项目收益债券进行了主动评级，确定：

**重庆大足城乡建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，
评级展望为“稳定”**

重庆大足城乡建设投资集团有限公司拟发行的 2016 年龙水城区五金街片区棚户区改造工程项目收益债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：王华

二零一六年八月八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2016 年重庆大足城乡建设投资集团有限公司龙水城区 五金街片区棚户区改造工程项目收益债券主动评级报告

主体长期信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

差额补偿人主体长期信用等级：AA_{pi}

本期项目收益债券信用等级：AA_{pi}

本期项目收益债券发行额度：12 亿元

本期项目收益债券期限：6 年

偿还方式：按年计息，第 4、5、6 个计息年度
末分别偿还本金的 20%、30%、50%

发行目的：棚户区改造项目建设

评级时间：2016 年 8 月 8 日

财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	56.97	61.58	74.48
所有者权益（亿元）	24.85	26.93	41.05
长期债务（亿元）	5.04	7.82	22.64
全部债务（亿元）	11.14	17.17	23.04
营业收入（亿元）	5.70	6.98	5.26
利润总额（亿元）	1.16	2.48	1.41
EBITDA（亿元）	1.17	2.50	1.47
经营性净现金流（亿元）	0.83	0.18	3.65
营业利润率（%）	8.73	23.94	15.96
净资产收益率（%）	4.15	8.03	3.64
资产负债率（%）	56.38	56.28	44.89
全部债务资本化比率（%）	30.96	38.93	35.95
流动比率（%）	205.98	228.37	717.76
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.15	0.06
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.10	0.21	0.12

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

评级观点

重庆大足城乡建设投资集团有限公司（以下简称“大足城投”或“公司”）作为重庆市大足区主要的城市基础设施投资建设主体之一，在区域竞争、政府支持等方面具备突出优势。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，公司存货和其他应收款规模大、整体盈利能力弱、债务负担有所加重、未来投资规模较大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

近年来，重庆市大足区经济发展迅速，财政收入不断增长，为公司的发展提供了有利的外部环境；公司作为大足区基础设施建设的主要主体之一，业务规模有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期项目收益债券主要偿债来源为项目收益，根据测算，本期项目收益债券存续期内的项目收益现金流量对债券本息具备覆盖能力。同时，本期项目收益债券由重庆大足国有资产经营管理集团有限公司（以下简称“差额补偿人”或“大足国资”）提供差额补偿，有助于保障本期项目收益债券本息偿付的安全性；另外，本期项目收益债券设置了分期偿付本金的还款安排，降低了集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用等级以及本期项目收益债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期项目收益债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 近年来，重庆市大足区经济快速发展，公共财政收入不断增长，为公司提供了良好的外部发展环境。

2. 本期项目收益债券设置了差额补偿机制，差额补偿人对本期项目收益债券的偿还承担差额补足义务。大足国资全资持有公司股

权，差额补偿义务执行力度强，有助于保障本期项目收益债券到期偿还的安全性。

3. 本期项目收益债券募投项目的预测现金净流量对本期项目收益债券本息偿还具备覆盖能力，且在时间节点上与本期项目收益债券匹配性较强；同时，本金分期偿还条款的设置也有效降低了本期项目收益债券的集中支付压力。

关注

1. 公司资产结构以存货和其他应收款为主，存货变现能力较弱，其他应收款对公司资金形成一定占用。

2. 本期项目收益债券的还本付息主要依靠募投项目的安置房销售、商业设施销售收入及上级财政保障房补助资金等，受房地产行业调控及项目实际销售情况等方面影响，募投项目预期收入规模的实现存在不确定性。

3. 在项目建设阶段，项目实施主体自身并不产生收益，利息偿还对外部支持依赖程度较高。

4. 本期项目收益债券的《差额补偿协议》设置加速到期条款，一旦发生加速到期情形，公司和差额补偿人将面临较大集中偿付压力。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

范文豪

电话：010-85172818

邮箱：fanwh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由重庆大足城乡建设投资集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因重庆大足城乡建设投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与重庆大足城乡建设投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对重庆大足城乡建设投资集团有限公司主体及本期项目收益债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

重庆大足城乡建设投资集团有限公司（以下简称“公司”或“大足城投”）成立于 2008 年 6 月 27 日，系根据原大足县人民政府 2008 年 6 月 27 日出具的《关于印发〈大足县国有资产经营管理改革方案〉的通知》（足府发[2008]65 号），经大足县人民政府批准依法设立的具有独立法人资格的国有全资控股企业。公司初始注册资金为 1,200.00 万元，后经公司股东多次对其进行增资，截至 2015 年底公司注册资本为 72,208.43 万元，其中货币出资为 21,700.00 万元，其余为土地使用权出资。公司由重庆大足国有资产经营管理集团有限公司 100%控股，实际控制人为重庆市大足区人民政府。

公司经营范围：房屋建筑工程，城市基础设施及配套项目开发，拆迁安置及服务，建材（不含危险化学品）销售；代建市政基础设施和公益性房屋建筑；农村农业基础设施建设。（以上经营范围，依法需许可审批的，取得相关学科后方可经营）。

截至 2015 年底，公司合并范围内的子公司有 6 家，均为公司全资子公司。公司本部下设人力资源部、办公室、总工办、工程部、项目管理部、资产管理部、融资部、财务部、项目报建部共 9 个职能部门。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 74.48 亿元，所有者权益 41.05 亿元。2015 年公司实现营业收入 5.26 亿元，净利润（含少数股东损益）1.24 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.65 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.01 亿元。

公司住所：重庆市大足区棠香街道办事处五星大道 266 号（广电大厦综合楼 18、19、20 楼）；法定代表人：谭胜天。

二、本期项目收益债券及债券投资项目概况

1. 本期项目收益债券概况

公司主要负责重庆市大足区棚户区改造、旧城改造、环保项目运营，并承接大足区政府行使财政性资金建设的基础设施项目和拆迁安置及服务项目，是大足区主要的建设、投融资平台之一。2016 年重庆大足城乡建设投资集团有限公司龙水城区五金街片区棚户区改造工程项目收益债券（以下简称“本期项目收益债券”），募集资金 12 亿元，发行期限 6 年，募集资金全部用于龙水城区五金街片区棚户区改造工程项目（以下简称“募投项目”或“龙水棚改”）投资建设，公司下属子公司重庆市大足区金凯置业有限责任公司（以下简称“金凯置业”）作为项目实施主体负责募投项目投资、建设及运营服务。

本期项目收益债券还本付息方式为每年付息一次，分次还本。本期项目收益债券为附本金提前偿还条款，从第 4 个计息年度开始偿还本金，第 4、5、6 个计息年度末分别按本期项目收益债券发行总额的 20%、30%、50%的比例偿还本金。

本期项目收益债券采用本息差额补偿制度以保证债券本息按时足额兑付，由公司控股股东重庆市大足国有资产经营管理有限公司（以下简称“大足国资”或“差额补偿人”）作为本期项目收益债券差额补偿人。当债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本期项目收益债券当期本息时，差额补偿人按差额补偿协议约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付本期项目收益债券本息的差额部分。大足城投为大足国资的全资子公司，预期差额补偿义务执行力度强，

有助于提升本期项目收益债券到期偿还的安全性。

2. 本期项目收益债券基本要素

本期项目收益债券参与各方如下表所示：

表 1 本期项目收益债券基本要素

	名称	内容
1	项目收益债名称	2016年重庆大足城乡建设投资集团有限公司龙水城区五金街片区棚户区改造工程项目收益债券
2	项目实施主体	重庆市大足区金凯置业有限责任公司
3	募投项目	龙水城区五金街片区棚户区改造工程
4	募集规模	12 亿元
5	期限	6 年
6	还本付息方式	本期项目收益债券每年付息一次，分次还本，在本期项目收益债券存续期的第 4、第 5、第 6 个计息年度，每年分别偿付本期项目收益债券发行总额的 20%、30%、50%，最后三年每年的应付利息随当年兑付的本金一起支付。
7	信用增级	本期项目收益债券采用本息差额补偿制度以保证债券本息按时足额兑付。其中重庆大足国有资产经营管理集团有限公司为差额补偿人。当大足城投没有按协议提供足额资金支付债券本息时，重庆大足国有资产经营管理集团有限公司将承担差额补偿的义务。
8	主承销商	财通证券股份有限公司
9	托管人	中央国债登记结算有限责任公司、中国证券登记公司上海分公司
10	债权代理人	财通证券股份有限公司
11	募集资金监管人	中国农业银行股份有限公司重庆大足支行
12	项目收入归集账户/偿债资金账户监管人	中国银行股份有限公司重庆大足支行
13	项目可行性研究报告编制单位	浙江中润工程管理有限公司
14	法律顾问	重庆索通律师事务所
15	信用评级	联合评级评估有限公司

资料来源：联合评级整理

3. 本期项目收益债券概况

(1) 募集资金现金流

本期项目收益债券采用簿记建档、集中配售的发行方式，通过主承销商设置的发行网点向机构投资者（国家法律、法规另有规定的除外）公开发售。本期项目收益债券的募集资金将划入大足城投设立的募集资金使用专户，该账户由中国农业银行股份有限公司重庆大足支行（以下简称“农行重庆支行”）监管，募集资金用于重庆市大足区龙水城区五金街片区棚户区改造工程投资建设。

(2) 偿债资金现金流

本期项目收益债券还本付息的首要资金来源是：①本期项目收益债券募投项目建设所获得的各项收入，包括商品房的出让收入，配套商业用房、地下车库出让收入和财政补贴收入等；②根据《2016年重庆大足城乡建设投资集团有限公司龙水城区五金街片区棚户区改造工程项目收益债券本息偿还差额补偿协议》（以下简称“《差额补偿协议》”）的约定，差额补偿人向本期项目收益债券偿债资金专户划入的资金；③根据《募集资金使用专户监管协议》、《偿债资金专户监管协议》

和《2016年重庆大足城乡建设投资集团有限公司龙水城区五金街片区棚户区改造工程项目收益债券债权代理协议》的约定，在本期项目收益债券存续期间，募集资金使用专户和偿债资金专户内临时闲置的资金用于流动性较好、低风险保本投资所产生的收益。

本期项目收益债券募投项目政府补贴、房屋销售等方式产生的与该项目有关的全部现金款项将全部划入项目收入归集专户，该账户由中国银行股份有限公司重庆大足支行（以下简称“中行大足支行”或“监管银行”）监管。大足城投应将项目收入从项目收入归集专户向偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金。该账户由监管银行监管，偿债资金专户内的偿债资金只能用于偿还本期项目收益债券的本息，不得用作其他用途。临时闲置的偿债资金，只能用于银行存款、国债、地方政府债、金融债、政府支持债券等流动性较好、低风险保本投资，并在付息或兑付日前5个工作日全部转化为活期存款。

在本期项目收益债券每个计息年度内，项目收入应从项目收入归集专户向偿债资金专户划付两次，分别于本期项目收益债券付息日（或还本付息日，T日）前40个工作日（T-40日）和前20个工作日（T-20日）各将应付利息（或应付本息总额）的50%划入偿债资金专户。

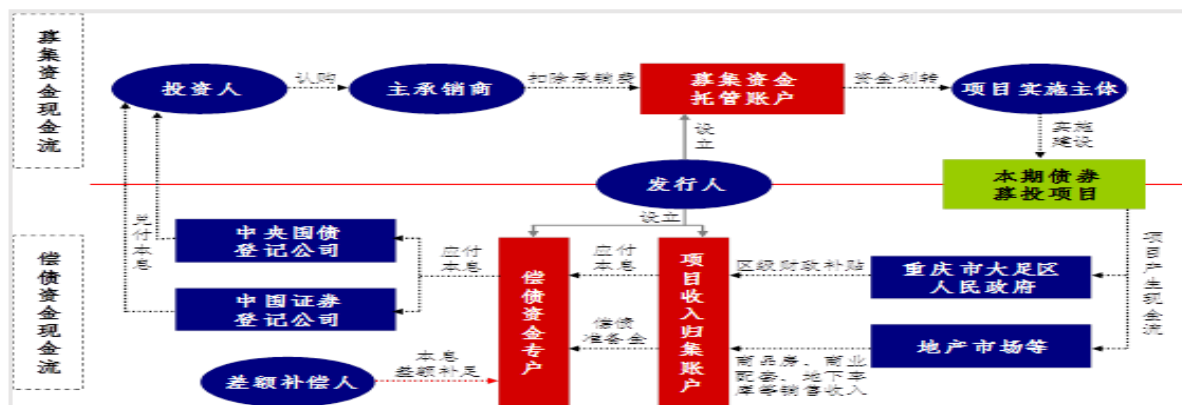
本期项目收益债券设置了差额补偿机制，在偿债资金专户内账户余额不足以支付本期项目收益债券当期还本付息金额时，监管银行应于在本期项目收益债券付息日或兑付日前第20个工作日（T-20日）前书面通知差额补足人、大足城投和债券代理人，大足城投应书面通知差额补偿人，差额补偿人应在本期项目收益债券付息日或兑付日前第15个工作日（T-15日）前将年度偿债资金缺口划入偿债资金专户。

同时财通证券股份有限公司作为本期项目收益债券债权代理人有义务代表本期项目收益债券持有人要求差额补偿人履行差额补偿义务。债权代理人应委托具有证券从业资格的会计师事务所对债券募集资金使用情况、项目收入归集情况进行专项审计。审计中发现存在违反募集说明书披露内容和相关协议约定的行为的，将及时报告债权代理人和有关监管机构。

监管银行应于每个付息日（或本息支付日，T日）之前的第3个工作日（T-3日，偿债划款日）将付息/兑付款项划入中央国债登记公司账户和中国证券登记公司账户。

本期项目收益债券设置加速到期条款。在本期项目收益债券存续期内，当公司、募集资金拟投资项目出现投资者保护机制中约定的重大事项情形时，单独或合计持有未偿还债券本金余额25%的债券持有人可以书面方式通知公司，宣布所有未偿还债券本金和相应利息立即到期。公司需提前清偿全部债券本金。

图1 本期项目收益债券交易结构图



资料来源：财通证券股份有限公司提供

4. 本期项目收益债券投资项目概况

本期项目收益债券拟募集资金 12 亿元，全部用于龙水城区五金街片区棚户区改造工程建设，募集资金使用分配情况见下表。

表 2 本期募集资金投资项目情况（单位：万元，%）

募集资金用途	项目总投资	拟使用债券募集资金及占项目总投资比例	
龙水城区五金街片区棚户区改造工程	203,341	120,000	59.01

资料来源：公司提供

（1）项目基本情况

本期项目收益债券的募投项目为龙水城区五金街片区棚户区改造工程建设，金铠置业为项目实施主体，项目建设地点位于大足区龙水镇五金街片区。

募投项目通过对龙水五金街片区棚户区进行改造，并对该区域进行区域整体提档升级。项目主要建设内容包括住宅（包括安置房）、配套商业用房、地下车库建设；配套绿化、管网等基础设施工程，主要建设内容及规模如下：

项目总占地面积228亩，总建筑面积465,947平方米，包括住宅327,648平方米（其中安置用房191,688平方米）；配套商业用房91,066平方米；配套幼儿园用房、物管及社区等公共用房3,773平方米；地下车库及设备用房43,460平方米。项目容积率为2.7，建筑密度36.61%，绿地率35.32%。

根据《重庆市大足区金凯置业有限责任公司龙水城区五金街片区棚户区改造工程可行性研究报告》，项目总投资为203,341万元，其中：建筑工程费73,211万元、设备购置及安装工程费15,812万元，工程建设其他费用59,236万元（含土地费45,600万元），基本预备费8,896万元，财务费用46,186万元。项目资本金63,341万元，占总投资的31.15%。项目建设期为5年。

（2）项目必要性

当前，重庆进入快速发展期，大足区也被市定位为“成渝经济区区域中心城市，国际旅游城市、中国五金之都、重庆产业高地”，成为重庆市“1+2+6”格局的重要组成部分。为此，大足区围绕“一轴一环、两核三片”城镇空间体系，统筹城乡区域协调发展，深入推进城乡综合配套改革，着力构建城乡区域协调发展新格局，加快城镇化建设的推进。该项目已被重庆市纳入《重庆市棚户区改造规划（2013-2017年）》，项目的实施，提升了龙水镇城区建设力度，形成与大足主城区互动的梯次城镇群，是实现大足区城市总体规划，统筹城乡发展的必然要求。

本期项目收益债券募投项目通过对龙水棚户区改造，有利于提高当地居民的生活质量，改善当地居民的住房条件，符合大足区城市建设规划，是大足区加快城镇化建设的需要，对区域经济的发展有着积极的推动作用。大足区龙水镇五金街片区棚户区改造有利于使龙水镇土地实现集约高效利用，进一步改善龙水镇整体面貌，完善整体功能，提高城镇品位，使城镇更加美化、亮化、绿化，给城市居民提供更加温馨、舒适的生活环境。同时，也有利于增强城镇吸引力，为吸引外来投资，扩大招商引资规模，加快项目建设创造良好的环境。

（3）项目合规性

募投项目在相关批复方面获得政府及相关部门的大力支持。具体项目审批情况如下表所示：

表3 募投项目审批情况

文件名称	文号	发文机关	印发时间
《关于龙水城区五金街片区棚户区改造工程可行性研究报告的批复》	大足发改投[2015]26 号	大足区发展和改革委员会	2015 年 3 月 10 日
《重庆市大足区建设项目环境影响评价文件批准书》	渝（足）环准[2015]T36 号	大足区环境保护局	2015 年 3 月 9 日
《重庆市大足区国土资源和房屋管理局关于龙水城区五金街片区棚户区改造项目用地的预审意见》	足地房预审[2015]20 号	大足区国土资源和房屋管理局	2015 年 3 月 20 日
《建设用地规划许可证》	地字第重规地证足规[2015]002 号	大足区规划局	2015 年 4 月 10 日
《建设项目选址意见书》	选字第足规选[2015]03 号	大足区规划局	2015 年 2 月 6 日
《关于同意将龙水城区五金街片区棚户区改造工程财政补助资金纳入政府财政预算的决议》	大足人大发[201]46 号	大足区人大常委会	2014 年 12 月 29 日
《建设工程建筑节能初步设计审查意见书》	足建节能审[2015]大足字第 0007 号	大足区城乡建设委员会	2015 年 4 月 14 日
社会稳定评估	--	大足区人民政府	2015 年 4 月 16 日

资料来源：公司提供

（4）项目风险

偿付风险方面，由于发债项目的建设周期和投资回收期较长，本期项目收益债券募集资金投资项目在债券存续期内产生的收益和现金流可能无法足额支付本期项目收益债券的本息；或者受国家政策法规、行业和市场等不可控因素的影响，大足城投不能从预期的还款来源获得足够资金，可能会对本期项目收益债券按期偿还造成一定的影响。对此，本期项目收益债券安排了差额补偿人的增信措施。若本期项目收益债券募集资金投资项目产生的各项收入由于各种原因无法支持任一年度的本息偿付，则由大足国资提供差额补偿以补足当年资金支付缺口。

项目建设风险方面，本期项目收益债券募集资金投资项目的投资规模较大，建设周期较长，产生效益时间较晚，是受多方面因素影响的系统工程。在项目建设过程中原材料价格上涨以及劳动力成本上涨、政府政策调整、不可抗拒的自然灾害等重要因素，都可导致项目总成本上升，从而影响项目建设的进度，进而影响项目收益的实现，导致公司盈利能力降低。对此，大足城投将积极参与投资项目的管理、实施和运作过程中，进行科学的评估和论证。在项目实施的过程中，公司将通过内部费用控制和合理使用资金等手段，有效地控制公司运营成本，并且严格按照基建程序完善建设手续，按国家有关工程建设的法规建立健全质量保证体系，使得工程如期按质竣工并投入运营。

政策性风险方面，公司主营业务涉及房地产开发业务。近年来，国家为引导和规范房地产行业的健康发展，出台了一系列的政策法规，在房地产信贷、商品房供应结构、土地供应、税收等方面，进行政策调控，并加大了原有政策的执行力度。一系列调控政策，对市场预期产生了一定的影响。2016年国家仍可能进一步加强对房地产行业的调控，不排除在一定时期内，将对公司经营环境以及本期项目收益债券的募集资金投资项目收益产生不利影响，从而导致未来公司营业收入和项目现金流量产生较大的波动。对此，公司将继续加强对国家财政、金融、产业等方面的政策研究，关注行业发展动态，把握产业发展机遇，不断壮大公司实力。根据国家政策变化制定应对

策略，对可能产生的政策风险予以充分考虑，并在现有政策条件下加强综合经营管理能力，加快企业的市场化进程，提高企业整体运营效率，提升公司的可持续发展能力，最大限度降低政策变动风险对公司经营带来的不确定性影响。

（5）项目建设进度

截至2016年3月底，该项目已累计投资18,647.36万元，已完成拆迁、土地平整、项目立项等前期工作。

总体看，本期项目收益债券募投项目在大足区的重要性突出，工程区位较好以及政府支持力度大，主要风险因素可控。

三、宏观经济和政策环境

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

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

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

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

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015年，中国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点。贸易顺差5,930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

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

2016年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到2020年GDP比2010年翻一番，意味着“十

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

四、行业及区域环境分析

1. 中国城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

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

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

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

的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

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

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

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

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

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

2. 区域经济

(1) 区域经济概况

重庆市大足区位于四川盆地东南部，重庆市西北部，地处川中丘陵与川东平行岭谷交接地带。东连铜梁县，南临永川区，西接荣昌县，北依潼南县、四川省安岳县；西距成都市269公里，东离重庆市80公里，是成渝经济区战略支撑点。旅游文化、现代五金、汽车及零部件制造、循环产业和生态农业是大足区的支柱产业。其中，大足区中的双桥经济技术开发区原系国内三大重型汽车生产基地之一，被誉为中国重型汽车工业的“摇篮”，汽车、铸造、循环经济、高新技术研发、物流等产业基础雄厚；大足区的“五金之乡”美名千年不衰，形成业界公认的“东有永康、南有阳江、西有大足”的五金三足鼎立；大足区古龙镇锇矿资源得天独厚，有“亚洲锇都”之美誉。

根据2011年10月31日下发的《中共重庆市委、重庆市人民政府关于撤销双桥区大足县设立大足区和撤销万盛区綦江县设立綦江区有关工作的通知》（渝委发[2011]31号），撤销原地厅副级双桥区，撤销原地厅副级大足县，设立地厅级大足区。同时，设立市级开发区重庆市双桥经济技术开发区，规划面积133平方公里，其党务、社会事务委托大足区区委、大足区人民政府统筹管理。

根据《大足区2014年国民经济和社会发展统计公报》显示，2014年，大足区实现地区生产总值329.84亿元，较上年增长11.4%，其中，第一产业实现增加值36.43亿元，较上年增长3.9%，第二产业实现增加值199.21亿元，较上年增长14.0%，第三产业实现增加值94.20亿元，较上年增加8.9%；固定资产投资416.78亿元，较上年增长30.6%，其中，房地产开发投资完成63.60亿元，比上年增长75.1%；全年实现地方财政收入70.80亿元，比上年增长12.4%，其中，公共财政预算收入28.63亿元，较上年增长5.22%，税收收入占公共财政预算收入的41.3%，全年地方财政支出97.49亿元，比上年增长9.2%，其中公共财政预算支出57.46亿元，比上年增长7.0%。

根据大足区统计局于2015年2月公布的信息显示，2015年全区实现地区生产总值349.2亿元，同比增长11.7%。其中：第一产业实现增加值39.5亿元，同比增长4.7%。第二产业实现增加值204.2亿元，同比增长12.7%。其中工业增加值完成171.2亿元，同比增长11.8%；建筑业增加值完成33亿元，同比增长17.9%。第三产业实现增加值105.5亿元，同比增长11.7%。一、二、三产业结构比为11.3:58.5:30.2，三次产业分别拉动经济增长0.4、7.8和3.6个百分点。2015年，全区337家规模以上工业累计完成工业总产值526.5亿元，突破500亿元大关，同比增长17.8%。

近年来，大足区经济的快速发展促进了城市建设规模的不断扩大，另外由于区县的合并，整合了两地的优势资源，提高了城市基础设施建设的规划水平，缩短了建设实施工期。在交通运输基础设施建设方面，于2010年开工建设的成渝直线高速公路、成渝铁路客运专线，宝邮路、龙铜路、大安路、大荣路等区内骨架公路全面升级改造，使得大足区区位条件不断改善；在保障房建设方面，巴渝新居和农民新村建设成果突出；在城市绿化方面，大足区已开工建设10个城市森林公园，开展绿色村镇、绿色社区、绿色校园创建活动，森林覆盖率达39%；在水资源管理方面，玉滩水库改扩建工程基本完成，病险水库全面除险加固，生产生活用水得到有力保障；在生活垃圾处理方面，大足区已在全城投资建设了11个污水处理厂，大足区垃圾清运已实现建制镇全覆盖。

根据《重庆市大足区国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，大足区将围绕“成渝经济带的重要支撑点、城市发展新区的工业重镇、旅游重镇和重要交通枢纽”总体战略定位，加快推动大足区转型发展、跨越发展。到2020年，经济继续保持中高速增长，地区生产总值年均增速保持在10%以上，到2020年，人均地区生产总值达到1万美元以上，城乡居民人均收入超过全国平均水平。加快构架以企业为主体，以制造业为中心，企业研发机构和公共技术服务平台为支撑，改

造提升传统优势产业，培育新兴产业，打造以高端制造业为代表的战略新兴产业，加快以集群化、智能化发展为基本路径的新型工业化道路建设，到2020年，力争工业总产值达到2,000亿元。

（2）财政实力

2013~2015年，大足区财政收入呈波动增长态势，分别为88.22亿元、97.43亿元和92.87亿元，主要原因是受大足区土地使用权出让金收入波动影响。从财政收入结构看，一般预算收入、上级补助收入和政府性基金收入均为大足区财政收入的重要来源，2015年占地方可支配收入比例分别为38.31%、34.75%和26.93%。

2013~2015年，大足区一般预算收入以年均14.35%的速度保持增长，2015年为35.58亿元，其中税收收入占比为43.73%；上级补助收入持续增长，规模相对较大，地方可控财力对其依赖性较强；受土地市场行情波动影响，政府性基金收入呈现出波动下降态势，2015年为25.01亿元，较上年的39.02亿元降幅较大，导致大足区整体可控财力在2015年出现下滑。

表4 重庆市大足区2013~2015年财力情况（单位：亿元）

科目	2013年	2014年	2015年
(1) 一般预算收入	27.21	28.63	35.58
其中：税收收入	10.88	12.93	15.56
非税收入	16.33	15.69	20.02
(2) 上级补助收入	25.20	29.39	32.28
其中：返还性收入	0.63	0.63	0.62
一般性转移支付收入	12.39	13.5	16.16
专项转移支付收入	12.18	15.26	15.50
(3) 政府性基金收入	35.40	39.02	25.01
其中：国有土地使用权出让金	33.64	37.01	24.57
(4) 国有资本经营预算收入	0.41	0.4	--
地方可控财力总计	88.22	97.43	92.87

资料来源：重庆市大足区财政局提供

总体看，受土地市场行情波动影响，大足区国有土地使用权出让金有所波动，导致大足区地方综合财政实力呈现出波动下降态势。一般预算收入占财政收入比例较低，同时上级补助收入对财政收入的贡献力度较强，大足区财政结构稳定性一般。

表5 重庆市大足区2015年债务情况（单位：万元）

地方债务（截至2015年底）	金额	地方财力（2015年度）	金额
(一) 直接债务余额	369,959.48	(一) 地方一般预算本级收入	355,828.00
1、外国政府贷款	682.09	1、税收收入	155,619.00
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	200,209.00
(1) 世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	322,772.00
(2) 亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	161,602.00
(3) 国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	155,018.00
(4) 其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	6,152.00
3、国债转贷资金		(三) 国有土地使用权出让收入	250,146.00
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	245,669.00
5、解决地方金融风险专项借款	6,255.18	2、国有土地收益基金	564.00
6、国内金融机构借款	219,665.00	3、农业土地开发资金	941.00
(1) 政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	2,972.00
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公	219,665.00	(四) 预算外财政专户收入	--

司借款			
7、债券融资	72,250.00		
（1）中央代发地方政府债券	15,750.00		
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	56,500.00		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款	71,107.21		
11、其他			
（二）担保债务余额	21,700.00		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款	21,700.00		
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
（三）地方政府债券	250,000.00		
1、2015 年地方政府债券	250,000.00		
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%+（三）	630,809.48	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	92,8746.00
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			67.92%

资料来源：重庆市大足区财政局提供

大足区地方政府债务主要由直接债务和地方政府债券构成，担保债务规模较小。截至 2015 年底，大足区政府全部债务余额 63.08 亿元，债务率为 67.92%，总体债务水平较重。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年底，公司注册资本及实收资本为 7.22 亿元，公司唯一股东为重庆大足国有资产经营管理集团有限公司，实际控制人为重庆市大足区人民政府，公司类型为有限责任公司（国有独资）。

2. 企业规模与竞争力

公司主要负责重庆市大足区棚户区改造、旧城改造、环保项目运营，并承接大足区政府行使财政性资金建设的基础设施项目和拆迁安置及服务项目，是大足区主要的建设、投融资平台之一。

3. 人员素质

公司董事长谭胜天，48 岁，研究生学历，曾先后任大足县双塔区米粮乡副乡长，团县委副书记，宝兴镇党委书记，高升镇党委书记，宝顶镇党委书记，棠香街道党工委书记、办事处主任，棠香街道党工委书记，大足县行政服务中心管理委员会主任、党工委书记，大足区行政服务中心管理委员会党工委书记、主任，大足区行政服务中心管理办公室党组书记、主任；2014 年 1 月起至今任公司董事长。

公司总经理蒋兴礼，44 岁，大学学历，历任大足县铁山镇组织委员、副镇长，大足县龙水镇统战委员，2008 年 12 月起任公司副总经理；2014 年 1 月起至今任公司总经理。

截至 2015 年底，公司本部员工 66 人。按文化程度划分，大专及大专以上学历以下员工 62 人，本

科及以上学历员工 4 人。从岗位构成看，公司管理人员 22 人，其他员工 44 人。从年龄构成看，30 岁以下的 19 人，30~50 岁的 38 人，50 岁以上的 9 人。

整体看，公司高管人员经验丰富，文化素质较高，可满足公司管理的需求。构成符合基础设施投资运营类企业特点，满足公司日常经营的需求。

4. 政府支持

公司是大足区重要的综合性国有资产运营实体，在资产注入、财政补贴、项目回购和债务置换等方面得到了大足区人民政府的大力支持。

资产注入

为了增强公司资本实力，近三年，公司母公司大足国资通过资产划拨和资金拨付等增加公司资本公积。2013 年 8 月 29 日，根据《重庆市大足区国有资产管理中心关于划转国有土地的复函》（大足国资中心函[2013]82 号），将重庆大足国有资产经营管理集团有限公司所属一宗出让地经评估后作为国有资本公积划入公司，面积 66,6670 平方米，评估价值为 13.11 亿元。2015 年 8 月 18 日，重庆大足国有资产经营管理集团有限公司将转入公司的资金共计 40,000.00 万元转作对公司的资本性投入，无需公司归还，计入公司“资本公积”科目中。

财政补贴

公司自成立以来，持续获得大足区人民政府拨付的专项用途财政补贴资金，主要用于新城基础设施建设、绿化等费用性支出。2013~2015 年，公司收到的政府补助分别为 7,500.00 万元、9,393.38 万元和 8,000.00 万元。

此外，根据大足区财政局于 2014 年 12 月 30 日发布的关于明确龙水城区五金街片区棚户区改造项目财政专项补助资金的通知（大足财办[2014]329 号），大足区财政局同意安排 8.00 亿元财政专项补助资金用于龙水镇五金社区的棚户区改造建设，为本期项目收益债券募投项目。

项目回购

据大足区人民政府办公室于 2013 年 6 月 25 日发布的《关于批转大足区属国有投融资公司公益性项目政府回购工作方案的通知》（大足府办发[013]103 号），大足区人民政府对区属各投融资公司实施的公益性项目进行政府回购制订了方案，回购额度为工程审计造价加上 10%的利润和项目过程中产生的财务费用。

2013 年 12 月 26 日，根据大足区财政局《关于明确重庆大足城乡建设投资集团有限公司回购建设工程财政资金拨付有关事宜的通知》（大足财办[2013]361 号），大足区财政局将拨付给公司的财政资金共计 3.02 亿元明确作为工程结算款。

2014 年 12 月 25 日，根据大足区人民政府《关于重庆大足城乡建设投资集团有限公司回购建设工程项目核定有关事宜的通知》（大足府发[2014]63 号），区政府决拨付公司 2014 年度工程专项结算资金 5.97 亿元。

2015 年 12 月 25 日，根据大足区人民政府《关于重庆大足城乡建设投资集团有限公司回购建设工程项目核定有关事宜的通知》（大足府发[2015]68 号），区政府拨付公司 2015 年度工程专项结算资金 4.31 亿元。

债务置换

2013 年 12 月 26 日，根据大足区财政局关于明确重庆市大足区教育委员会等单位资金往来调整有关事宜的通知（大足财办[2013]375 号），大足区财政局将公司与重庆市大足区教育委员会、

重庆市大足中学、重庆市大足区文化委员会等共计 9,987.34 万元的往来借款调整为与财政局的往来结算款。

2015 年 12 月 30 日，根据大足区财政局关于明确将借款转作对重庆大足城乡建设投资集团有限公司投资有关事宜的通知（[2015]317 号），大足区财政局通过发行政府债券代公司偿还公司银行贷款，将政府债权共计 8.15 亿元作为对公司的资本性投入，并计入公司“资本公积”科目中。

总体看，公司得到政府较大的支持；鉴于公司在大足区棚户区改造、基础设施建设等领域中的重要地位，这些支持今后仍将得以继续，为公司可持续发展提供了有力保障。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》及其他法律、行政法规的规定规范运作，并制定了《公司章程》，根据《公司法》和《公司章程》的相关规定，建立了完善的法人治理机构，并按有关规定规范运作。公司已设立公司股东会、董事会、经理层和监事会，形成了决策、监督和执行相分离的管理体系。

公司设董事会，由 7 人组成，董事会设董事长 1 名、副董事长 1 名、董事 5 名，公司董事长为公司法定代表人。公司董事会成员由出资人委派或更换，董事长和副董事长由出资人任免。董事会行使下列职权

公司设立监事会，设监事会主席 1 名，监事 4 名。公司监事由出资人委派或更换，监事会主席由出资人委派。董事、高级管理人员不得兼任监事。

2. 管理水平

工程建设项目管理制度

为规范投资建设项目管理，建立健全科学、民主的政府投资项目决策程序和组织实施程序，保证工程质量，控制工程造价，强化建设资金监控，根据相关法律、法规，结合公司实际情况，特制定工程建设项目管理办法。该办法在组织管理、项目前期工作、招投标、工程建设管理、工程款支付、工程验收、工程移交及工程档案管理上作出了详细的规定，促使公司实现项目建设的工期、质量、造价和安全生产预期目标。

资产经营管理制度

资产经营是公司的重要经营活动，为规范资产经营管理工作，特制订资产经营管理办法。该办法所指资产经营范围是公司拥有的所有权或使用权，是经公司法人或授权委托人委托出售、租赁有效的资产和资源。资产经营活动包括资产出售、出租和收费，设备设施使用和维护等。制定该办法能确保公司资产的安全和完整，充分发挥资产经营效益，维护公司利益。

融资管理制度

为规范公司经营运作中的融资行为，降低融资成本，减少融资风险，提高资金效益，依据相关法规，结合公司具体情况，特制定融资管理办法。本办法针对公司债务资本融资、档案管理、风险管理、担保管理等作出了详细的规定。

人事管理制度

为加强公司员工管理，规范公司的员工招聘和录用，确保公司正常经营及发展所需要的人力资源，根据相关法律法规，结合本公司实际情况，制定本办法。公司招聘员工坚持公开、公平、

公正，科学测评、择优录取、合理配置的原则，在招聘流程、录用、试用及转正作出了明确的规定。此外，为了进一步规范员工培训管理，有效的开展培训工作，不断提高员工整体素质，使公司内部员工的业务素质和专业技能满足公司发展战略和人力资源发展的需要，特制订了员工培训管理办法。

经济合同管理制度

为加强合同管理，防范合同风险，切实维护公司利益，根据《中华人民共和国合同法》和《中华人民共和国公司法》等国家法律、法规，结合公司的工作实际，制定本经济合同管理办法。公司所有合同实行统一管理、分级负责、对口监督的内部合同管理体制，在合同审批程序、订立、履行、担保、变更、解除及纠纷处理等方面作出了详细的规定。

综合看，公司法人治理结构符合经营需要，内部管理制度相对健全，公司经营和管理状况较好，整体管理水平较高。

七、经营分析

公司作为重庆大足国有资产经营管理集团有限公司的全资子公司，主要承接大足区城市基础设施建设和保障房项目，对区政府授权投资建设的资产和股权进行依法经营管理。

2013~2015年，公司营业收入分别为5.70亿元、6.98亿元和5.26亿元，呈波动下降趋势；公司营业收入主要由工程回购收入和房屋销售收入组成，以上业务板块占2015年度公司营业收入的比重分别为85.79%和13.21%，其他收入规模相对较小。

从毛利率看，2013~2015年公司工程回购业务毛利率波动增长，分别为12.27%、22.88%和15.57%，主要原因是每年结算的项目发生的成本不同所致。房屋销售业务受销售房产类型不同的影响，毛利率波动增长。整体看，近三年公司毛利率呈波动上升态势，分别为12.95%、27.82%和19.90%。

表6 2013~2015年公司营业收入构成情况（单位：万元，%）

项目	2013年			2014年			2015年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
工程回购收入	50,938.46	12.27	89.40	60,338.08	22.88	86.47	45,118.65	15.57	85.79
房屋销售收入	5,854.39	16.52	10.27	8,919.38	57.90	12.78	6,944.53	43.85	13.21
污水处理收入	--	--	--	--	--	--	120.00	25.96	0.23
环境整治咨询收入	29.00	29.84	0.05	117.09	73.32	0.17	91.26	71.92	0.17
工程监理收入	3.00	47.57	0.01	139.15	62.28	0.20	21.20	57.76	0.04
其他业务	156.02	98.01	0.27	268.28	100	0.38	293.76	98.17	0.56
合计	56,980.87	12.95	100.00	69,781.98	27.82	100.00	52,589.39	19.90	100.00

资料来源：公司审计报告

1. 基础设施建设

根据大足区人民政府的授权，公司主要负责重庆市大足区棚户区改造、旧城改造、环保项目运营，并承接大足区政府行使财政性资金建设的基础设施项目和拆迁安置、服务项目，有较强的区域专营性。城建工程业务收入占据了公司营业收入的主要部分。公司承接城市基础设施建设项目时，由政府相关部门与公司签订项目建设回购合同，由公司组织资金实施项目建设。项目建设

完成后，政府按照合同约定组织验收并进行结算。根据大足区人民政府办公室于 2013 年 6 月 25 日发布的《关于批转大足区属国有投融资公司公益性项目政府回购工作方案的通知》（大足府办发[2013]103 号），大足区人民政府对区属各投融资公司实施的公益性项目进行政府回购制订了方案，回购额度为工程审计造价加上 10% 的利润和项目过程中产生的财务费用。其中，工程审计造价包括主体工程建设费、征地拆迁费和前期准备费；财务费用按公司对该项目的实际付款金额（剔除退付保证金）*同期银行贷款利率*付款时间至合同约定完工时间计算。回购方式为根据区级财力实际情况，支付不低于 20% 的货币资金，剩余资金政府用土地作价支付。2013~2015 年，公司实际收到回购款 8.40 亿元、5.76 亿元和 5.88 亿元，全部为货币资金形式，体现“销售商品、提供劳务收到的现金”科目中。

公司自成立以来，共实施城市基础设施建设项目 122 个，累计投入 37 亿元，其中已完工项目 117 个，包括迎宾大道、南环二路、公租房、南山公园等重点项目。账务处理上，对于在建及已完工尚未结转的基建项目，公司将其计入“存货-工程施工”科目中，待项目结算后，相应存货结转营业成本。截至 2015 年底，公司“存货-工程施工”科目为 15.65 亿元。

2013~2015 年，公司在基建项目上分别投入 3.92 亿元、7.26 亿元和 5.99 亿元。受基建工程结算进度影响，公司工程回购收入波动下降，2013~2015 年公司确认的工程建设收入分别为分别为 5.09 亿元、6.03 亿元和 4.51 亿元。

截至 2015 年底，公司在建的基础设施建设工程项目主要包括大湾还房、校安工程、新市政道路和大足区龙水镇五金街片区棚户区改造工程等，总投资共 26.67 亿元，已投资 3.46 亿元；2016~2018 年的预计投资额分别为 11.68 亿元、3.80 亿元和 2.05 亿元。未来回购计划方面，2016~2018 年，全部城建项目未来三年预计回购额分别为 8.00 亿元、6.50 亿元和 7.00 亿元。

表 7 公司目前主要在建基础设施项目情况表（单位：万元）

项目	计划投资额	预计开竣工时间	资金来源		截至 2015 年底已投资额	未来投资计划		
			自筹	借款		2016 年	2017 年	2018 年
校安工程	14,900.00	2011.9-2016.6	2,803.12	12,096.88	14,277.47	622.53		
大湾还房	13,210.82	2013.3-2017.3	3,963.25	9,247.57	9,705.97	2,000.00	1,504.85	
新市政道路	28,103.02	2012.6-2018.6	8,430.91	19,672.11	3,635.52	10,000.00	10,000.00	4,467.50
龙水五金街棚户区	203,341.00	2015.04-2020.03	40,668.20	16,2652.80	2,980.87	102,151.00	25,496.00	16,067.00
博雅家园	2,903.37	2013.9-2016.5	871.01	2,032.36	2,242.17	661.20		
大足县城拓展区污水管网工程	2,393.00	20012.9-2017.12	717.90	1,675.10	1,452.02	600.00	340.98	
宏声广场改造工程	1,800.00	2014.11-2017.1	540.00	1,260.00	299.99	800.00	700.01	
合计	266,651.21	--	57,994.39	208,636.82	34,594.01	116,834.73	38,041.84	20,534.5

资料来源：公司提供

公司主要拟建项目如表 8 所示，计划总投资为 48.54 亿元，其中 2016~2018 年公司将分别投资 10.14 亿元、17.80 亿元和 7.60 亿元。整体看，公司基建项目未来投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表 8 公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金来源		投资计划		
		自筹	融资	2016 年	2017 年	2018 年
大足区国家基本气象观测站新建项目	4,400		4,400	3,000	1,400	
大湾垃圾处理场扩建	56,000		56,000	20,000	36,000	
二十三片区棚户区改造	80,000	24,000	56,000	10,000	10,000	30,000
城区地下综合管廊建设	200,000	60,000	140,000	30,000	30,000	40,000
重庆市玉滩湖生态环境保护	104,000		104,000	16,388	87,612	
消防应急救援指挥中心及特勤站建设	12,000		12,000	8,000	4,000	
大足区海棠大桥及滨河路道路(含景观工程)	5,000		5,000	3,000	2,000	
龙水濑溪河龙水五金片区段河岸整治及道路建设	9,000		9,000	5,000	4,000	
大足区农贸市场项目	15,000		15,000	6,000	3,000	6,000
合计	48,5400	84,000	401,400	101,388	178,012	76,000

资料来源：公司提供

2. 房屋销售

近三年，公司房屋销售收入主要来自广电大厦的销售，该项目于 2013 年 6 月竣工，共包含住房 17,073.85 平方米，商业楼 37,736.78 平方米。该项目共计投资 21,308.00 万元，预计全部销售完毕后能够实现收入 31,741.00 万元。会计处理方面，该项目计入“存货-开发成本”，并在销售后结转“营业收入”。

截至 2015 年底，商品住房已销售 16,827.30 平方米，商业楼已销售 20,440.15 平方米。2013~2015 年，该项目分别实现收入 5,854.39 万元，8,919.38 万元和 6,944.53 万元，共计 21,718.30 万元。

表 9 近三年广电大厦销售情况

科目	2013 年	2014 年	2015 年
住房销售面积（平方米）	14,517.79	1,684.60	624.91
住房销售收入（万元）	5,760.39	654.12	225.05
商业楼销售面积（平方米）	504.30	9,295.86	10,639.99
商业楼销售收入（万元）	94.00	8,265.26	6,719.47
合计收入	5,854.39	8,919.38	6,944.53

资料来源：公司提供

目前公司主要拟建的房地产项目为龙水城区五金街片区棚户区改造工程中包含的商品房和商业门面部分，该项目处于前期施工阶段，计入“存货-工程施工”科目中。待该项目的配套商业用房建成后，将计入“存货-开发成本”科目中，该部分房地产将由公司直接对外销售，公司房屋销售业务收入规模有望大幅提升。

3. 其他业务

2015 年，公司新增污水业务，主要为根据大足区人民政府关于授予污水处理特许经营权的批复（大足府[2015]10 号），公司获得污水处理特许经营权，经营区域为龙水、石马、宝顶、宝兴等 21 座镇级污水处理项目，经营期限为 30 年，自 2015 年 6 月 1 日起算。其中，龙水镇污水处理厂由重庆市大足区清溪水务有限公司负责，其他镇街污水处理厂由重庆市创佳环境整治有限公司负责，

均为公司子公司；龙水污水处理厂日处理量15,000立方米，每年收入500万，其他镇街污水处理厂日处理量14,860立方米，每年收入100万，污水处理覆盖整个大足区。2015年，公司实现污水处理收入120.00万元，规模较小。

公司其他收入主要为工程监理收入、环境整治咨询收入等，规模很小。

综合分析，近三年公司业务板块以工程建设和房屋销售为主，未来随着在建项目和拟建项目的推进，公司整体收入有望进一步增长。

4. 未来发展

根据《重庆大足城乡建设投资集团有限公司“十三五”发展战略规划》，公司计划未来搭建基础设施建设、市政公用事业、城镇综合开发三大核心业务板块，积极拓展多元化新兴业务，努力将大足城投打造成为规范化的现代化国有企业集团，计划争取在“十三五”期间成为全国市县级平台公司发展的典型。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2013~2015年度财务报表已经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围变化方面，2015年，公司新增2家子公司，分别为重庆市大足区清溪水务有限公司和重庆市大足区创佳环境整治有限公司。整体看，合并范围的变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至2015年底，公司合并资产总额74.48亿元，所有者权益41.05亿元。2015年公司实现营业收入5.26亿元，净利润（含少数股东损益）1.24亿元；经营活动产生的现金流量净额3.65亿元，现金及现金等价物净增加额6.01亿元。

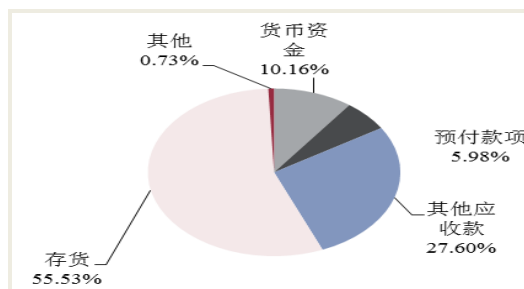
2. 资产质量

近三年，公司资产总额快速增长，年均复合增长14.34%；截至2015年底，公司资产总额74.48亿元，其中流动资产占97.03%，非流动资产占2.97%，公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产年均复合增长14.00%，截至2015年底为72.27亿元，主要由存货（占55.53%）、其他应收款（占27.60%）、货币资金（占10.16%）和预付账款（占5.98%）构成。

图2 截至2015年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币快速增长，年复合增长率为 85.79%。截至 2015 年底，公司货币资金为 7.34 亿元，全部为银行存款。

公司应收账款规模较小，2013~2015 年分别为 0.09 亿元、0.24 亿元和 0.53 亿元，主要欠款单位为重庆市大足区民防办公室、重庆市大足区公安局和重庆市大足区广播电视台等政府单位，回收风险较小。

2013~2015 年，公司其他应收款呈波动下降趋势，年均复合下降 1.41%，截至 2015 年底为 19.94 亿元，主要为与母公司大足国资、重庆大足五金物流有限公司等的往来款。从账龄来看，1 年以内的占 86.80%，1~2 年的占 7.72%，其余为 2 年以上，综合账龄偏短。按欠款单位看，其他应收款前五名欠款单位合计欠款 19.42 亿元，占其他应收款总额的 97.10%，集中度很高。

表 10 截至 2015 年底公司其他应收款主要情况（单位：亿元，%）

单位名称	金额	占比	内容
重庆大足国有资产经营管理集团有限公司	15.62	78.30	往来款
重庆大足五金物流有限公司	1.42	7.10	往来款
重庆大足工业园区有限公司	1.25	6.27	往来款
重庆大足公路建设有限公司	0.70	3.51	往来款
重庆足兴置业有限公司	0.43	1.61	往来款
合计	19.42	97.10	--

资料来源：公司审计报告

公司预付账款主要为预付的工程款，2013~2015 年，公司预付账款快速增长，年均复合增长率为 415.09%，截至 2015 年底为 4.32 亿元。按账龄看，1 年以内的占 47.50%，1-2 年的占 36.89%，2-3 年的占 14.79%，其余为 3 年以上，综合账龄偏短。

2013~2015 年，公司存货规模持续扩增，年均复合增长 10.80%，2015 年底为 40.13 亿元主要由开发产品（0.52 亿元）、土地（23.96 亿元）和工程施工成本（15.65 亿元）构成。其中，公司开发产品全部为广电大厦；工程施工成本主要为公租房、南环二路、二环南路西段、校安工程等市政工程。此外，2015 年底公司土地资产中已用于抵押的部分为 11.37 亿元。

总体看，近三年公司流动资产增长较快；流动资产中存货占比大，公司流动资产的变现能力较弱；同时，公司其他应收款占比较大，形成一定资金占用。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 27.51%，截至 2015 年底为 2.22 亿元，规模相对较小，主要由固定资产（占 49.22%）和在建工程（占 45.65%）构成。

2013~2015 年，公司固定资产快速增长，分别为 0.02 亿元、0.16 亿元和 1.09 亿元。其中，2015 年公司固定资产规模增长较大，主要系公司部分污水处理厂项目完工结转，导致房屋及建筑物等固定资产增长所致。公司固定资产主要由房屋建筑物（占 84.64%）和生产用机械和机器设备（13.28%）构成。

2013~2015 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 11.88%，截至 2015 年底为 1.01 亿元，主要为地方污水处理厂、濑溪河（重庆段）水污染综合整治和重庆市大足区生态区建设工程。此外，2015 年公司在建工程同比下降 33.74%，主要原因是公司部分污水处理厂项目完工转入固定资产所致。

总体看，近年来公司资产快速增长，资产以流动资产为主；流动资产中的存货和其他应收款

规模较大，存货主要系政府注入土地资产，其变现受当地土地指标和市场行业影响较大，其他应收款金额较大，形成一定资金占用，整体流动资产变现能力较弱，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

近三年，公司负债波动中有所增长，年均复合增长 2.03%，截至 2015 年底公司负债总额 33.44 亿元。按构成看，2013~2015 年公司非流动负债比重持续上升，2015 年底占比为 69.89%。

受其他应付款和短期借款规模下降影响，2013~2015 年，公司流动负债持续下降，年均复合下降 38.93%，2015 年底为 10.07 亿元，主要由其他应付款（占 62.59%）、应交税费（占 14.39%）、预收款项（11.30%）、应付账款（6.68%）和一年内到期的非流动负债（占 3.28%）构成。

公司短期借款主要为银行借款，2013~2015 年持续波动下降，年均复合下降 88.64%，2015 年底为 0.04 亿元，全部为信用借款。

公司应付账款主要为基建工程的应付工程款，2013~2015 年应付账款持续上升，年均复合增长 26.57%，2015 年底为 0.67 亿元；2013~2015 年，公司预收账款波动增长，年均复合增长 22.09%，2015 年底为 1.14 亿元，主要为公司预收的工程款和租金。

2013~2015 年，公司其他应付款规模快速下降，年均复合下降 42.71%，2015 年底为 6.30 亿元，主要为公司与其他单位和公司的往来款。从账龄来看，1 年以内的占 16.25%，1~2 年的占 61.10%，2~3 年的占 13.21%，其余为 3 年以上，综合账龄较短。从欠款单位看，公司其他应付款前 5 名单位占其他应付款总额的 83.81%，集中度高。

表 11 截至 2015 年底公司其他应付款主要情况（单位：亿元，%）

单位名称	金额	占比	内容
重庆市大足区国土资源和房屋管理局	2.54	40.32	应付土地款
重庆市大双实业发展有限公司	1.52	24.13	往来款
重庆市大足区路桥有限责任公司	0.33	5.24	往来款
重庆泽足水务投资有限公司	0.60	9.52	往来款
大足区国资中心	0.29	4.60	往来款
合计	5.28	83.81	--

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债波动中快速下降，年均复合下降 66.82%，2015 年底为 0.33 亿元，全部为即将到期的银行长期借款。

2013~2015 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 113.57%，主要来自长期借款的增加，2015 年底为 23.37 亿元。公司非流动负债主要由长期借款（占 90.72%）、应付债券（占 6.17%）和专项应付款（占 3.11%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 104.99%，2015 年底为 21.20 亿元，主要为抵押借款。

2013 和 2014 年，公司无应付债券；2015 年底公司应付债券规模上升至 1.44 亿元，主要为公司下属子公司重庆市大足区市政工程有限责任公司于 2015 年 4 月 8 日发行的私募债券“15 大足债 01~75”。

公司专项应付款主要为公司收到的专项项目建设资金，2013~2015 年分别为 0.08 亿元、0.62

亿元和 0.73 亿元。

2013~2015 年，公司有息债务快速增长，2015 年底为 23.04 亿元，其中长期债务占比 98.27%。从偿债能力指标来看，近三年受公司所有者权益和有息债务规模持续增大影响，公司资产负债率呈下降趋势，全部债务资本化比率呈波动上升趋势；同时，受长期债务快速增长影响，公司长期债务资本化比率快速上升。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在 2013~2015 年的平均值分别为 52.52%、35.28%和 24.98%，2015 年底分别为 44.89%、35.95%和 35.55%，公司债务负担有所加重。

所有者权益

近三年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 28.52%，主要受资本公积和未分配利润的增长影响。截至 2015 年底，公司所有者权益规模为 41.05 亿元，其中实收资本占 17.59%、资本公积占 69.20%、盈余公积占 0.94%、未分配利润占 12.26%。

2013~2015 年，公司实收资本保持不变，均为 7.22 亿元；公司资本公积在 2013 年和 2014 年基本保持稳定，2015 年同比大幅增长 82.99%，达 28.40 亿元，主要原因是公司母公司大足国资于 2015 年 8 月 18 日举办股东会议同意将之前转入公司的资金合计 4.00 亿元转作资本性投入；同时，根据大足区财政局于 2015 年 12 月 30 日发布的《关于明确将借款转作对重庆大足城乡建设投资集团有限公司投资有关事宜的通知》（[2015]317 号），大足区财政局通过地方政府债券代公司偿还公司银行贷款，将政府债权共计 8.15 亿元作为对公司的资本性投入，并计入公司资本公积科目中。

总体看，近年来随着政府注入资产，公司所有者权益规模增速较快；公司负债以非流动负债为主，整体债务负担上升，目前处于适中水平。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入波动下降，年均复合下降 3.93%，2015 年公司实现营业收入 5.26 亿元，同比增长 16.93%；营业成本 4.21 亿元，同比下降 16.37%，低于营业收入的降速，导致公司的营业利润率有所下降，2015 年为 15.96%，同比下降 7.98 个百分点。2013~2015 年，公司营业利润率波动上升，分别为 8.73%、23.94%和 15.96%。

公司期间费用以管理费用为主，2013~2015 年分别为 0.08 亿元、0.12 亿元和 0.23 亿元，年均复合增长 74.69%；2015 年公司期间费用占营业收入比重为 4.39%，占比较低，公司整体对期间费用的控制能力较好。

公司作为大足区基础设施建设的重要实体之一，每年获得一定补贴资金部分为公司利润的重要来源，2013~2015 年公司获得的补贴收入分别为 0.75 亿元、0.94 亿元和 0.80 亿元；同期利润总额分别为 1.16 亿元、2.48 亿元和 1.41 亿元，公司补贴收入对利润总额的贡献率分别为 64.40%、37.83%和 56.62%，公司利润总额对补贴收入依赖性很高。

从盈利能力指标来看，2013~2015 年，公司总资本收益率及净资产收益率呈波动下降的趋势，近三年平均数分别为 3.17%和 4.96%，2015 年分别为 2.29%和 3.64%。

总体看，公司收入规模波动增长；公司对期间费用的控制能力较好；补贴收入对利润贡献大，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速下降，年均复合下降 24.35%，2015

年为 5.96 亿元；2013~2015 年，公司现金收入比分别为 182.64%、88.98%和 113.24%，公司整体收入实现质量较好。2013~2015 年，公司收到的其他与经营活动有关的现金波动下降，分别为 14.76 亿元、8.37 亿元和 10.57 亿元，主要为政府补助收入及往来款。2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 25.17 亿元、14.58 亿元和 16.52 亿元。现金流出方面，2013~2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金波动下降，分别为 19.99 亿元、9.98 亿元和 10.66 亿元；2013~2015 年，公司支付的其他与经营活动有关的现金呈现出快速下降趋势，2015 年为 2.06 亿元，主要为支付的管理费用、销售费用及往来款。2013~2015 年，公司经营活动现金流量净额分别为 0.83 亿元、0.18 亿元和 3.65 亿元。

投资活动方面，公司仅在 2014 年有投资活动现金流入，主要体现在收回投资收到的现金中，且规模较小。投资活动现金流出主要体现在购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，2013~2015 年分别为 0.15 亿元、0.29 亿元和 0.23 亿元。2013~2015 年，公司投资活动现金流量净额分别为-0.15 亿元、-0.27 亿元和-0.23 亿元。

筹资活动方面，2014 年和 2015 年，公司吸收投资所收到的现金分别为 2.30 亿元和 0.03 亿元；2013~2015 年，公司取得借款收到的现金持续增长，三年分别为 9.25 亿元、11.52 亿元和 18.16 亿元；2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流入分别为 9.25 亿元、13.82 亿元和 20.18 亿元。2013~2015 年，公司偿还债务所支付的现金分别为 7.60 亿元、11.29 亿元和 15.34 亿元；分配股利、利润或偿付利息所支付的现金分别为 0.79 亿元、1.17 亿元和 2.06 亿元；2013~2015 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 0.72 亿元、-0.71 亿元和 2.59 亿元。

总体来看，未来随着公司基础设施建设投入的继续增加，公司对外部融资需求将进一步加大，未来债务规模将增长。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2013~2015年，公司流动比率和速动比率均值分别为384.04%和162.50%；其中，流动比率持续上升，速动比率呈现波动增长趋势，2015年底上述两项指标分别为717.76%和319.21%。从指标上看，公司短期偿债能力较好，但考虑到公司流动资产中存货和其他应收款占比较高，流动资产变现能力差，公司实际短期偿债能力弱于指标值。2013~2015年，公司经营现金流动负债比分别为3.07%、0.71%和36.27%。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2013~2015年，公司EBITDA稳步增长，分别为1.17亿元、2.50亿元和1.47亿元；2013~2015年，公司全部债务/EBITDA指标值呈上升趋势，分别为9.52倍、6.88倍和15.71倍，EBITDA对全部债务的保障能力弱。考虑到大足区政府对公司较强的支持力度，以及公司自身经营业务的发展，公司整体偿债能力强于指标值。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保余额为 0.70 亿元，担保比率为 1.71%，被担保公司为重庆市博海建设工程（集团）有限公司，目前经营状况正常，公司或有负债风险小。

表 12 2016 年 3 月底对外担保情况（单位：万元）

单位名称	担保余额	担保期限
重庆市博海建设工程（集团）有限公司	7,000	2013.11.15~ 2016.11.14
合计	7,000	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司共获得银行授信 18.81 亿元，已使用额度 17.51 亿元，尚未使用额度为 1.30 亿元。公司融资渠道有待拓宽。

表 13 截至 2016 年 3 月底公司银行授信情况（单位：亿元，%）

授信银行	授信额度	已使用额度	未使用额度
中国农业银行大足支行	60,600	47,600	13,000
中信银行重庆分行	4,000	4,000	--
浦发银行重庆分行	9,500	9,500	--
厦门银行重庆分行	55,000	55,000	--
农发行大足支行	29,000	29,000	--
重庆交通银行	20,000	20,000	--
华夏银行重庆分行	10,000	10,000	--
合计	188,100	175,100	13,000

资料来源：公司审计报告

7. 过往债务履约情况

根据中国农业银行企业信用报告（银行版）（机构信用代码：G1050011101745030K），截至 2016 年 3 月 17 日，公司无未结清信贷信息，已结清贷款中存在 2 笔不良和关注类信贷信息记录。根据中国银行出具的相关说明，公司成立之初未形成收入来源，对其进行指标考核后将其列入关注类，后续这两笔款项分别于 2012 年 12 月 10 日和 2013 年 12 月 10 日分别结清。整体看，公司过往债务履约情况正常。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、大足区政府对于公司的各项支持，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

九、本期项目收益债券偿还能力分析

1. 本期项目收益债券对公司现有债务的影响

本期项目收益债券发行额度为 12 亿元，为长期债务的 53.00%、全部债务的 52.08%，本期项目收益债券的发行对公司现有债务影响很大。

截至 2015 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 44.89%、35.95%和 35.55%，以该期财务数据为基础，不考虑其他因素，本期项目收益债券发行后，上述指标将分别上升至为 52.54%、46.05%和 45.77%，公司债务负担将显著加重。

2. 本期项目收益债券偿还能力分析

2013~2015年公司经营活动现金流入量分别为25.17亿元、14.58亿元和16.52亿元，分别为本期项目收益债券发行额度的2.10倍、1.21倍和1.38倍；经营活动现金净流量分别为0.83亿元、0.18亿元和3.65亿元，分别为本期项目收益债券发行额度的0.07倍、0.02倍和0.30倍；EBITDA分别为1.17亿元、2.50亿元和1.47亿元，分别为本期项目收益债券发行额度的0.10倍、0.21倍和0.12倍。总体看，经营活动现金流入量对本期项目收益债券保障程度尚可。

本期项目收益债券存续期内本金最高偿还额度为6.00亿元，2013~2015年公司经营活动现金流入量分别为25.17亿元、14.58亿元和16.52亿元，分别为最高偿付额度的4.20倍、2.43倍和2.75倍。经营活动现金净流量分别为0.83亿元、0.18亿元和3.65亿元，分别为最高偿付金额的0.14倍、0.03倍和0.61倍，EBITDA分别为1.17亿元、2.50亿元和1.47亿元，分别为最高偿付额度的0.20倍、0.42倍和0.25倍。

整体看，公司自身经营状况对本期项目收益债券保障能力偏弱，经营活动现金流入量对每年待偿还本金覆盖能力较好。

十、本期项目收益债券收益预测及对本期项目收益债券偿还能力分析

1. 募投项目收益情况

本期项目收益债券募投项目收益预测依据由浙江中润工程管理有限公司于2014年11月出具的《重庆市大足区金凯置业有限公司龙水城区五金街片区棚户区改造工程可行性研究报告》。

本期棚户区改造项目直接收入主要包括商品房的出让收入，以及配套商业用房、地下车库出让收入和财政补贴收入。

商品房出让收入

大足区房屋住宅均价在3,600~4,500元每平方米，考虑未来房价走势，本项目按照3,800元每平方米计算。项目住房总建筑面积327,648平方米，扣除定向安置当地居民用房191,688平方米，项目可出让住房建筑面积135,960平方米，合计房款51,665万元。

表14 募投项目周边房价统计情况（单位：万元）

名称	地址	物业类型	均价
朝阳世纪城	大足县大转盘	住宅	4,750
绿地海棠湾	重庆郊县大足区龙棠路1号	酒店式公寓	4,500
海晶花园	大足县城滨江花园旁	住宅	4,431
万兴华庭	大足县报恩路丁家坡草坪对面	住宅	4,547
中央新天地	重庆郊县重庆市大足县北环路东段	普通住宅	4,660
翰墨山水	大足县城新车站旁	住宅	4,720

资料来源：募投项目可研报告

配套商业用房收入

为提高棚户区居民的生活质量，打造城市新貌，增加居民收入，本项目配套建设商业门市91,006平方米。目前，项目大足区的商业门面平均售价在9,000-15,000元/平方米，本项目保守估算商业用房售价为10,600元/平方米。经计算，配套商业门市收入总计96,530万元。

停车位收入

本项目配套建设地下停车位共计1,052个，本项目停车位出售单价参照目前大足区普通住宅小区停车位出售价格，考虑到未来车位更加紧缺，项目车位为8万元/个。经计算，项目停车位收入合计8,416万元。经过估算，项目计算期内营业收入为156,611万元。

政府补贴

本项目担负着安置当地棚户区居民的责任，只有部分商品房和配套用房可以出售，项目本身没有盈利能力。通过计算项目各年的净现金流量，项目运营期财务状况很差，考虑到项目还款要求，大足区对项目出台了专项的补贴政策（重庆市大足区人大常委会关于同意大足区龙水镇五金社区棚户区改造项目专项补助资金纳入政府财政预算的决议），补贴资金属于不征税收入。

表 15 政府补贴情况（单位：万元）

年份	T	T+1	T+2	T+3	T+4
金额	--	8,000	27,000	27,000	18,000

资料来源：募投项目可研报告

2. 项目收益对本期项目收益债券偿还能力

募投项目将在未来几年为公司带来经营性收入，是本期项目收益债券本息足额偿付的最直接和最重要的资金来源，共计 23.66 亿元。募投项目总收入对本期项目收益债券存续期内本息偿还总额的 1.46 倍，保障能力较好；募投项目在每年产生的现金流入对本期项目收益债券每年还本付息的覆盖能力除第 7 年为 0.86 倍，其余均在 1.00 倍以上，对每年还本付息具备保障能力。

表 16 募投项目预测现金流对本息覆盖情况（单位：万元）

项目	总额	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
项目总收入	23,661	--	8,000	39,916	44,049	47,320	42,385	54,939
商品房出让收入	51,665	--	--	12,916	17,049	15,499	6,200	
配套商业用房收入	96,530	--	--	--	--	9,653	33,785	53,091
停车位收入	8,416	--	--	--	--	4,168	2,400	1,848
政府补贴	80,000	--	8,000	27,000	27,000	18,000		
其中：还本	120,000	--	--	--	--	24,000	36,000	60,000
付息	41,600	--	7,800	7,800	7,800	7,800	6,240	3,900
本息合计	161,600	--	7,800	7,800	7,800	31,800	42,240	63,900
偿债覆盖率	1.46	--	1.03	5.12	5.65	1.49	1.00	0.86

注：1、上表第 1 年起始于 2016 年；2、本期项目收益债券每年偿付利息按 6.5% 测算。

总体看，本期项目收益债券还款资金来源充足，未来现金净流量对本期项目收益债券的本息偿还具备覆盖能力；同时，本金分期偿还条款的设置也有效降低了本期项目收益债券的集中支付压力，且现金流入整体上与本期项目收益债券匹配性较强。同时，值得注意的是，项目自身收入主要来自房屋、车位及商业出售，其受市场波动性因素影响较大，联合评级将密切关注实际出售情况以及资金到位情况。另外，项目建设期前两年，本期项目收益债券每年需支付测算利息 7,800.00 万元，根据上表预测情况，项目自身并不产生收益，利息偿还对外部支持依赖程度较高。

十一、债权保护条款分析

1. 差额补偿

重庆大足国有资产经营管理集团有限公司作为本期项目收益债券的差额补偿人，在本期项目

收益债券每期付息/兑付日前第20个工作日（T-20日），若偿债资金专户中的余额不足以支付当年应付本金及利息，监管银行应于在本期项目收益债券付息日或兑付日前第20个工作日（T-20日）前书面通知差额补足人、大足城投和债券代理人，大足城投应书面通知差额补偿人，差额补偿人应在本期项目收益债券付息日或兑付日前第15个工作日（T-15日）前将年度偿债资金缺口划入偿债资金专户。

大足国资概况

大足国资的前身是大足县国有资产经营公司，系经《大足县人民政府关于成立大足县国有资产经营公司请示的批复》（大足府函[1997]46号）批准，于1998年10月在重庆市大足县工商行政管理局注册成立的国有独资公司。2008年10月，根据《大足县人民政府关于印发〈大足县国有资产经营管理改革方案〉的通知》（足府发[2008]65号），大足国资名称变更为大足县国有资产经营集团公司；同年12月，根据《大足县人民政府关于大足县国有资产经营公司更名的通知》（足府发[2008]3号），大足国资名称变更为重庆大足国有资产经营管理集团有限公司。大足国资初始注册资本为6,012.00万元，后经多次增资，截至2015年6月底，大足国资注册资本55,944.95万元，实缴资本55,944.95万元，重庆市大足区人民政府持有大足国资100.00%股权，为大足国资的控股股东和实际控制人。

大足国资作为大足区国有资产投资与经营的主体，其经营领域和投资范围涵盖了城市基础设施建设、土地整治开发、城市环境治理、国有资产经营管理等方面，且大足国资是大足区唯一的城市基础设施建设施工单位和大足工业园区唯一的建设实施单位，市场需求相对稳定，持续经营能力较强。其中，工程项目收入主要来自承接城市基础设施建设项目回购收入，土地整治收入主要来源于大足国资参与土地一级开发获取的相关土地收益返还；其他经营性收入包括门票收入、旅游业务及租赁收入等。

截至2015年6月底，大足国资下设办公室、融资部、投资部、财务部、稽核部、资产部、人力资源部、政策研究部8个部门。大足国资共有9个控股一级子公司，其中7个为全资一级子公司，主要从事基础设施建设、土地整治、房地产开发、物流仓储和旅游开发等业务。截至2015年6月底，大足国资拥有在职员工31人。

截至2014年底，大足国资合并资产总额279.29亿元，负债合计119.04亿元，所有者权益160.25亿元（其中归属于母公司的所有者权益159.75亿元）。2014年大足国资实现营业收入14.22亿元，净利润3.29亿元（其中归属于母公司的净利润3.27亿元）。

截至2015年6月底，大足国资合并资产总额320.29亿元，负债合计158.86亿元，所有者权益161.43亿元（其中归属于母公司的所有者权益160.92亿元）。2015年1~6月大足国资实现营业收入5.16亿元，净利润0.81亿元（其中归属于母公司的净利润0.81亿元）。

政府支持

财政补贴方面，大足国资作为大足区基础设施建设重要主体，每年会根据承建项目规模和政府支持力度获得财政补助资金。根据大足区财政局《关于下达市政基础建设项目补贴资金的通知》等文件，2013~2014年，大足国资获得的财政补贴收入总额分别为2.08亿元和2.23亿元，2015年1~6月，大足国资获得财政补贴收入共0.74亿元，主要是专项财政补贴和规费、税费返还等。

资金注入方面，大足国资作为大足区最大的国有资产运营平台，近几年，大足区政府通过资产注入、股权划拨等形式向大足国资及其下属子公司注入土地资产和其他经营性资产，目前大足国资下属的旅游、矿石开采等经营性业务均为政府陆续注入结果。

土地注入方面，2013年根据《重庆市大足区国有资产管理中心关于划转国有土地的复函》等文件，大足区政府将位于拾万镇八捻村的一宗面积为1,000亩的地块无偿划转至大足国资，土地评估价值达13.11亿元，计入大足国资无形资产及资本公积；2014年根据《重庆市大足区国有资产管理中心关于同意无偿划转一宗国有土地的批复》等文件，大足区政府将位于玉龙镇三教村和拾万镇楠木村的六宗土地面积共计855,508平方米无偿划转至大足国资，土地评估价值达16.20亿元，计入大足国资无形资产及资本公积。

总体看，大足国资所在地区区位优势明显，外部发展环境良好，政府支持力度大，为其整体运营提供了有力支撑。

大足国资经营分析

大足国资作为大足区最大的国有资产投资与基础设施建设的主体，其营业收入收入主要来自工程建设、土地整治和景区门票收入等。其中，工程建设收入主要来自承接城市基础设施建设项目回购收入；土地整治收入主要来自于大足国资参与土地一级开发获取的相关土地收益返还；景区门票收入主要来自大足石刻景区的门票销售收入，此外，大足国资营业收入中还有少量的建材销售和旅游纪念品销售收入。

从营业收入情况来看，2014年大足国资营业收入为14.22亿元，较上年增长3.69%，主要系土地整理业务收入增加所致。主营业务收入中，工程建设收入的占比最大，分别为87.53%和77.24%，2014年实现工程施工收入10.98亿元，受项目完工进度影响，较上年下降8.50%。2013年大足国资土地整治业务收入规模较小，2014年大足国资土地整治业务规模扩大，土地整治业务收入大幅增长至1.79亿元，占大足国资营业收入比例为12.55%。大足国资其他收入主要来自景区门票和销售产品等收入，景区门票收入逐年升高，2014年大足国资景区门票收入0.75亿元，占其营业收入的5.27%。大足国资销售产品收入主要包括建材销售及旅游纪念品销售等收入，占其主营业务收入的比重不大，但毛利率水平较高。

表 17 大足国资营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	120,058.39	87.53	19.27	109,849.00	77.24	18.12	43,723.51	84.67	16.39
土地整治	2,449.82	1.79	-76.14	17,852.59	12.55	6.91	0	0.00	0.00
景区门票	6,240.64	4.55	65.58	7,488.67	5.27	62.00	5,717.85	11.07	60.74
销售产品	6,135.80	4.47	50.48	4,816.20	3.39	56.85	906.39	1.76	54.85
其他	2,270.91	1.66	79.30	2,205.25	1.55	63.50	1,290.45	2.50	31.24
合计	137,155.56	100.00	22.06	142,211.71	100.00	21.04	51,638.20	100.00	22.34

资料来源：大足国资提供

2015年上半年，大足国资实现营业收入5.16亿元，毛利率22.34%，较上年有所上升，主要是毛利率较高的景区门票收入占比上升所致。

总体看，大足国资作为大足区最大的国有资产投资与基础设施的主要主体，具有区域垄断地位，营业收入保持增长，工程建设收入规模较大，整体经营状况良好。

大足国资财务分析

随着经营规模的扩大，大足国资资产规模增长较快。截至2014年底，大足国资资产总额279.29亿元，较2013年底增长30.14%。资产构成中流动资产和非流动资产的占比分别为86.59%和13.41%，流动资产占据主导地位。

截至 2014 年底,大足国资流动资产合计 241.85 亿元,较 2013 年底的 186.75 亿元增长 29.51%;流动资产构成以存货(占比 58.16%)、其他应收款(占比 22.55%)为主,货币资金、应收账款和预付款项分别占比 4.88%、7.69%和 6.13%。截至 2014 年底,大足国资货币资金总计 11.79 亿元,较上年大幅增长 106.15%,货币资金中现金为 34.87 万元,银行存款为 8.60 亿元,其他货币资金为 3.19 亿元;大足国资其他货币资金中 400.00 万元为交通银行长期借款保证金,1.59 亿元为银行承兑汇票保证金,另有 1.2 亿元的定期存单存款用于大足国资银行借款质押,受限资金总额共计 2.83 亿元,占货币资金总额的 24.00%,使用受限的货币资金占比较高。2013~2014 年,大足国资应收账款净额分别为 17.44 亿元和 18.59 亿元,变化率为 6.59%,大足国资应收账款主要是和大足县人民政府、大足县财政局等单位的项目建设工程款和往来款。由于大足国资应收账款金额占流动资产比例不大,回款的快慢程度对其的经营现金流和短期偿债能力影响有限。2013~2014 年,大足国资其他应收款账面净额分别为 30.38 亿元和 54.53 亿元,在流动资产中的占比分别为 16.27%和 22.55%,主要是和大足县财政局、大足县金馨园土地整治开发有限公司、大足县鑫发水利水电建设公司等单位的工程款和往来款。截至 2014 年底,大足国资存货总额 140.67 亿元,较上年增长 16.88%,主要系当期土地购置计入开发成本所致。大足国资的存货主要由开发成本构成,跌价风险低,未计提存货跌价准备。2013~2014 年年,大足国资预付款项总额分别为 12.01 亿元和 14.84 亿元,变化率为 23.54%。大足国资预付款项主要是和大足区国土和房屋管理局、重庆市公路工程(集团)股份有限公司、江苏维尔利环保科技股份有限公司、重庆对外建设集团有限公司等单位的预付工程款

截至2014年底,大足国资非流动资产合计37.44亿元,较2013年底增长34.41%;大足国资非流动资产中,无形资产占比为52.19%,投资性房地产占比为11.54%,其他非流动资产占比为24.30%,可供出售金融资产和长期股权投资的占比分别为2.15%和5.66%。截至2014年底,大足国资可供出售金融资产总额为0.80亿元,较年初下降11.15%,大足国资可供出售金融资产主要为对重庆创意产业投资开发有限公司、重庆大足红蝶锑业有限公司等单位的股权投资,均采用成本法计量。截至2014年底,大足国资长期股权投资总额为2.12亿元,与上年持平,为对重庆市筑金建材有限公司、重庆市吉宏担保有限公司等单位的股权投资,均采用权益法计量。2014年底,大足国资在建工程净值7,047.91万元,较2013年末下降43.95%,主要因城南物流园、商务中心等项目完工结转所致。2014年,大足国资新增投资性房地产4.32亿元。2014年,由于持有目的和用途的变更,经大足国资董事会决议将原计入存货开发成本的大足区玉龙镇溜水村的三宗土地转入投资性房地产科目,并以公允价值计量。转入前土地使用权账面价值为1.60亿元,转入后经重庆龙源资产房地产土地评估有限公司评估并出具资产评估报告(龙源(土估)字2014第9号),三宗土地评估价值总计4.32亿元计入投资性房地产,在非流动资产中占比达11.54%。2013~2014年,大足国资无形资产净值分别为14.31亿元和19.54亿元,增长率为36.54%;无形资产构成主要为土地使用权,来源为政府注入和土地购置,无形资产大幅增长主要系土地大幅增加所致。截至2014年底,无形资产中土地账面净值为19.40亿元,在无形资产中占比达99.29%。大足国资其他非流动资产主要为划入的行政事业单位办公房屋等公益性资产以及重庆市大足区储备土地开发项目部资产。2013~2014年,大足国资其他非流动资产分别为8.70亿元和9.10亿元,增长率为4.60%,其他非流动资产增长主要系重庆市大足区储备土地开发项目部资产增加所致。

截至2015年6月底,大足国资资产总额为320.29亿元,较年初增长14.68%,主要是随着大足国资借款规模和资金往来规模扩大,货币资金、其他应收款等大幅增加所致。大足国资的资产结构

中流动资产占比87.15%，较年初增加0.56个百分点。

截至2015年7月30日，大足国资资产抵押、质押及其他权利限制合计51.21亿元，占2015年6月30日合并口径净资产31.72%，主要包括受限货币资金5.30亿元（保证金存款和质押定期存单）、受限应收账款3.70亿元（应收大足区政府账款，因信托融资而受限）、受限存货33.67亿元（土地使用权抵押）和受限无形资产8.54亿元（土地使用权抵押）。

总体看，大足国资资产构成以流动资产为主，流动资产中以存货和其他应收款为主，存货主要是开发成本，无形资产主要为土地使用权，变现能力不强，整体资产质量一般。

随着往来资金和借款规模的增加，大足国资债务规模迅速增长。截至2014年底，大足国资负债合计119.04亿元，较2013年底增长54.96%。其中流动负债占比55.51%，非流动负债占比44.49%，流动负债占比较大。

2013~2014年底，大足国资流动负债分别为46.12亿元和66.08亿元，增长率为43.27%，主要系大足国资其他应付款等快速上涨所致。2014年底大足国资流动负债构成以短期借款（占比7.57%）、应付账款（占比14.44%）、应交税费（占比6.99%）、其他应付款（占比53.71%）和一年内到期的非流动负债（占比7.75%）为主。2013~2014年，大足国资短期借款余额分别为5.30亿元和5.00亿元，主要由抵押、质押借款和保证、信用借款组成。2014年底大足国资短期借款余额较上年下降5.57%，主要系当期大足国资质押、抵押借款由期初的2.55亿元和1.62亿元大幅下降至0.00元所致。2014年底大足国资短期借款5.00亿元中，保证借款余额为2.70亿元，信用借款余额为2.30亿元，较上年分别增长2,060.00%和130.00%。2014年底，大足国资应付账款总额为9.54亿元，较2013年底下降28.74%，主要系工程款等资金结算所致。截至2014年底，大足国资其他应付款35.49亿元，较上年大幅增加101.99%，主要系当期资金往来增加所致。2014年底，大足国资一年内到期的非流动负债主要由长期借款结转而来，合计为5.12亿元，较上年增长20.01%。

截至2014年底，大足国资非流动负债合计52.96亿元，主要由长期借款、应付债券和专项应付款组成。2014年底大足国资非流动负债较上年大幅增长72.52%，主要系借贷规模大幅增加所致；其中长期借款28.78亿元，较上年增长110.27%，主要系长期质押借款、抵押借款和保证借款增加所致。2013~2014年底，大足国资应付债券总额分别为11.85亿元和18.52亿元，增长率为56.28%。2014年底，大足国资专项应付款总额为4.99亿元，较上年增长25.76%，主要系部分项目建设应付的工程款和土地款增加所致。

截至2014年底，大足国资全部债务总额为60.73亿元，较年初增长66.90%，其中短期债务13.44亿元（占比为22.13%），长期债务47.29亿元（占比为77.87%），长期债务占较大比例。2014年底大足国资的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为42.62%、27.48%和22.79%，整体债务负担不重。

截至2015年6月底，大足国资负债合计158.86亿元，较年初增长33.45%，主要是大足国资短期借款、长期借款和应付债券增加所致。2015年6月底大足国资的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为49.60%、38.26%和33.34%，债务比例较2014年末均有明显提升。

总体看，大足国资负债规模增长较快，整体负债水平适中。大足国资负债以流动负债为主，长期借款和应付债券规模较大，未来几年大足国资存在一定资本偿付压力。

2013~2014年底，大足国资所有者权益分别为137.78亿元和160.25亿元，增长率为16.31%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。2013~2014年大足国资资本公积总额分别为116.66亿元和133.84亿元，2014年底根据《重庆市大足区国有资产管理中心关于同意无偿划转一宗国有土地的批

复》等文件，大足区国有资产管理中心将位于玉龙镇三教材和拾万镇楠木村的六宗土地面积共计855,508平方米无偿划转至大足国资，土地评估价值16.20亿元计入资本公积，导致当期大足国资资本公积较上年增长14.72%。2014年底大足国资所有者权益中，归属于母公司的所有者权益159.75亿元，归属于少数股东权益0.50亿元；归属于母公司的所有者权益中实收资本占3.50%，资本公积占83.78%，其他综合收益占1.28%，盈余公积占0.41%，未分配利润占11.03%，所有者权益中资本公积占比较大，所有者权益稳定性一般。截至2015年6月底，大足国资所有者权益结构较年初变化很小。

总体看，大足国资所有者权益中资本公积占比较高，权益稳定性一般。

2014年，大足国资实现营业收入14.22亿元，较上年增长3.69%，主要系大足国资土地整治收入增长大幅增长628.73%所致。2013~2014年，大足国资分别实现净利润3.56亿元和3.29亿元，变化率为-7.52%；由于管理费用、资产减值损失的增加，2014年大足国资盈利水平较前期有所下滑。期间费用方面，2013~2014年大足国资期间费用分别为0.62亿元和0.95亿元，增长率达52.54%，主要为管理费用上升所致。2014年大足国资管理费用为0.82亿元，较2013年上升44.89%，主要是职工薪酬福利、税金及咨询费等费用上升所致。2013~2014年大足国资财务费用分别为288.69万元和791.91万元，增长率达174.32%，主要系大足国资债务规模扩大财务成本随之增加所致。2013~2014年期间费用占营业收入的比重分别为4.54%和6.68%，存在一定程度的增长，预计未来随着大足国资资产和债务规模的扩大还将进一步增长。2013~2014年，大足国资营业外收入分别为2.11亿元和2.25亿元，其中政府补贴收入分别为2.08亿元和2.23亿元，体现了大足区政府对大足国资发展的支持力度。从盈利指标看，2014年大足国资总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为1.72%、1.64%和2.21%，较上年分别下降了0.69、0.74和0.54个百分点。

总体看，大足国资营业收入有所增长，但整体盈利水平不高，且对政府财政补助存在一定程度依赖。

2013~2014年，大足国资经营活动的现金流净额分别为9.49亿元和-4.38亿元，2014年大足国资经营活动现金流净额较上年大幅下降，且呈现净流出状态，主要系大足国资购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金大幅增长所致。2013~2014年，大足国资投资活动产生的现金流净额分别为-12.43亿元和-0.81亿元，均呈现现金净流出状态，2014年大足国资构建固定资产、无形资产等投资支出规模大幅下降95.28%，导致当期现金净流出额下降93.45%。2013~2014年，筹资活动产生的现金流净额分别为6.20亿元和8.08亿元，增长率为30.25%。

2015年1~6月，大足国资经营活动现金净流入806.31万元；投资活动现金净流出3.45亿元；筹资活动净流入10.83亿元。

总体看，目前大足国资现金流量规模较大，收入实现质量较低；随着未来大足国资项目建设规模和数量的扩大，大足国资将通过加大债务融资规模、寻求政府政策资金支持等措施来满足其业务发展的需求。

从短期偿债能力指标看，2013~2014年，大足国资流动比率分别为4.05倍和3.66倍，速动比率分别为1.44倍和1.53倍；2014年大足国资流动比率有所下降，主要系流动负债中应付账款、其他应付款、短期借款和一年内到期的非流动负债上涨速度较快所致。2014年底，大足国资现金短期债务比为0.88倍，较年初0.60倍的水平有所提高，现金类资产对短期债务的保障程度较高。由于大足国资资产中占比较大的其他应收款和存货主要为项目工程款、往来款和土地使用权，且应收款项多为政府相关部门的款项，回收风险较小，加之存在一定比例的货币资金，总体资产的变现能力

尚可，大足国资有息债务规模适中，短期偿债能力较强。从长期偿债能力指标看，大足国资2013~2014年的EBITDA分别为4.58亿元和4.16亿元，EBITDA利息保障倍数分别为2.31倍和2.01倍，EBITDA全部债务比分别0.13倍和0.07倍；2013~2014年，大足国资EBITDA利息保障倍数和EBITDA全部债务比下降主要系大足国资EBITDA总额下降和全部债务大幅增加所致。综合来看，随着债务规模以及资金成本的持续增加，大足国资长期偿债能力面临一定压力。

综合考虑，联合评级评定重庆大足国有资产经营管理集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。

总体看，大足国资作为本期项目收益债券的差额补偿人有效提升了本期债券的信用水平。

2. 募投项目资金封闭运作

为确保本期项目收益债券募集资金的封闭运作，公司与中国银行重庆大足支行（以下简称“中国银行”）签署了《项目收入归集账户监管协议》及《偿债资金专户监管协议》（以下简称“监管协议”），与中国农业银行股份有限公司重庆大足支行签订了《募集资金使用专户监管协议》，委托农业银行为本期项目收益债券监管银行，并分别在监管银行设立了募集资金专项账户、项目收入归集资金专项账户和偿债保障金专项账户，明确了本期项目收益债券募集资金使用和后续还款方式。

募集资金专项账户

本期项目收益债券的募集资金将划入公司开立的募集资金使用专户，该账户由监管银行监管，资金划出必须依照募集说明书约定用途，即用于龙水城区五金街片区棚户区改造工程项目。

募集资金托管账户内闲置资金，经监管银行同意，可在监管银行的监管下用于银行存款、国债、地方政府债、金融债、政府支持债券等流动性较好、风险较低的保本投资。公司应于本期项目收益债券付息或兑付日前30个工作日将投资情况告知债券代理人。

项目收入归集资金专项账户

公司在监管银行设立项目收入归集资金专项账户，协议约定募投项目产生的各项收入应按以下方式向项目收入归集账户归集。

在本期项目收益债券每个计息年度内，项目收入应从项目收入归集专户向偿债资金专户划付两次，于偿债准备金划款日（T-40日、T-20日），公司应书面通知监管银行当年需支付的本息金额，监管银行根据公司划款指令于T-40日、T-20日，分别按照当年需支付本息金额的50%、50%提取偿债准备金，并将资金划入偿债资金专户。

偿债资金专项账户

偿债资金专项账户，专门用于本期项目收益债券偿债准备金及到期本息支付资金的接收、存储及划转的专项账户，包括但不限于从项目收入归集专户中划转的资金、发行人或差额补偿人划入的其他资金。除偿还债券本息外，偿债资金专户资金不得用作其他用途。

总体看，本期项目收益债券募投项目建设及运营阶段存在影响现金流预测的因素，公司作为偿债主体承担了偿债资金的差额补足义务。大足国资为本期项目收益债券提供差额补偿，本期项目收益债券本息到期按时足额偿付的安全性得到有效提升。另外，本期项目收益债券募集资金采取封闭管理，项目收益资金流动监管严格，可有效防范本期项目收益债券的操作风险。

十二、结论

公司是重庆市大足区主要的城市基础设施投资建设主体之一，在政府资产注入及业务区域垄断等方面具有突出优势。

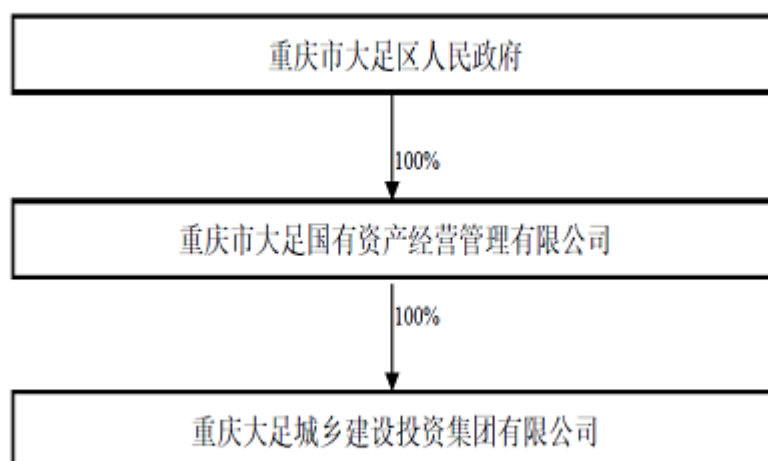
公司经营业务以基础设施建设为主，随着业务规模扩大，公司资产规模快速增长，资产结构以存货和其他应收款为主，公司资产中，存货变现能力较弱，其他应收款对公司资金形成一定占用，公司资产流动性一般，整体资产质量一般；公司债务以长期债务为主，债务负担适宜；受经营业务特性影响，公司整体盈利能力较弱；未来伴随公司工程项目建设持续推进，公司对外融资需求将进一步上升。

近年大足区经济发展迅速，财政收入持续上升，公司市政工程建设业务有望保持稳定发展；公司作为大足区基础设施建设的主要参与主体之一，未来公司业务规模预计将快速提升。

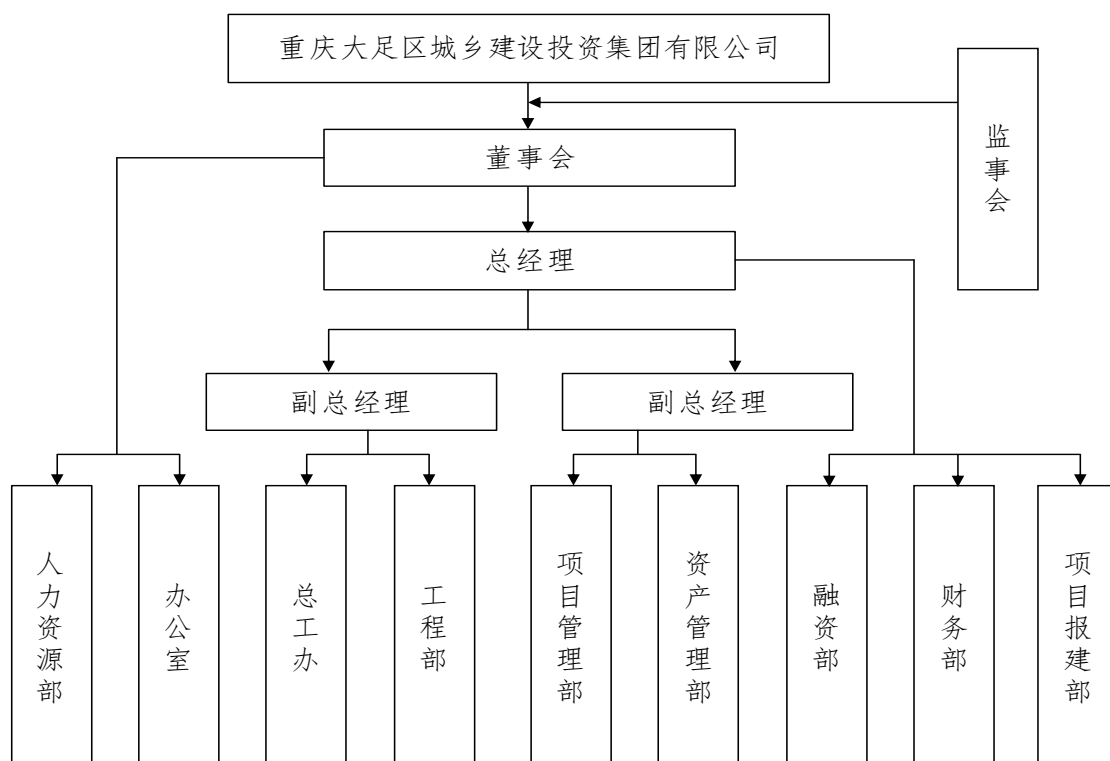
公司自身经营情况对本期项目收益债券保障能力一般，但募投项目收益对本期项目收益债券具备覆盖能力；大足国资为本期项目收益债券提供差额补偿，有助于保障本期项目收益债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期项目收益债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期项目收益债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 重庆大足城乡建设投资集团有限公司股权结构图



附件 2 重庆大足城乡建设投资集团有限公司组织结构图



附件 3 重庆大足城乡建设投资集团有限公司

2013 年~2015 年主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	56.97	61.58	74.48
所有者权益（亿元）	24.85	26.93	41.05
短期债务（亿元）	6.10	9.34	0.40
长期债务（亿元）	5.04	7.82	22.64
全部债务（亿元）	11.14	17.17	23.04
营业收入（亿元）	5.70	6.98	5.26
净利润（亿元）	1.03	2.08	1.24
EBITDA（亿元）	1.17	2.50	1.47
经营性净现金流（亿元）	0.83	0.18	3.65
应收账款周转次数（次）	--	41.67	13.55
存货周转次数（次）	--	0.14	0.11
总资产周转次数（次）	--	0.12	0.08
现金收入比率（%）	182.64	88.98	113.24
总资本收益率（%）	2.87	5.19	2.29
总资产报酬率（%）	--	4.19	2.08
净资产收益率（%）	4.15	8.03	3.64
营业利润率（%）	8.73	23.94	15.96
费用收入比（%）	1.33	1.75	4.39
资产负债率（%）	56.38	56.28	44.89
全部债务资本化比率（%）	30.96	38.93	35.95
长期债务资本化比率（%）	16.88	22.52	35.55
EBITDA 利息倍数（倍）	1.60	2.52	1.35
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.15	0.06
流动比率（倍）	205.98	228.37	717.76
速动比率（倍）	84.89	83.40	319.21
现金短期债务比（倍）	0.35	0.36	18.37
经营现金流流动负债比率（%）	3.07	0.71	36.27
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.10	0.21	0.12

附件 4 重庆大足国有资产经营管理集团有限公司

主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额（亿元）	214.61	279.29	320.29
所有者权益（亿元）	137.78	160.25	161.43
短期债务（亿元）	9.66	13.44	19.31
长期债务（亿元）	26.73	47.29	80.73
全部债务（亿元）	36.39	60.73	100.03
营业收入（亿元）	13.72	14.22	5.16
净利润（亿元）	3.56	3.29	0.81
EBITDA（亿元）	4.58	4.16	--
经营性净现金流（亿元）	9.49	-4.38	0.08
应收账款周转次数（次）	0.76	0.79	--
存货周转次数（次）	0.09	0.09	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.06	--
现金收入比率（%）	87.41	68.44	18.78
总资本收益率（%）	2.41	1.72	--
总资产报酬率（%）	2.38	1.64	--
净资产收益率（%）	2.75	2.21	0.50
营业利润率（%）	21.08	20.48	20.84
费用收入比（%）	4.54	6.68	18.35
资产负债率（%）	35.80	42.62	49.60
全部债务资本化比率（%）	20.89	27.48	38.26
长期债务资本化比率（%）	16.25	22.79	33.34
EBITDA 利息倍数（倍）	2.31	2.01	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.07	--
流动比率（倍）	4.05	3.66	3.80
速动比率（倍）	1.44	1.53	1.84
现金短期债务比（倍）	0.60	0.88	1.15
经营现金流动负债比率（%）	20.57	-6.63	0.11
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.46	0.42	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 ×100%
主营业务利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。