

信用等级公告

联合[2016]1122 号

重庆市合川城市建设投资（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 年重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司城市停车场建设专项债券进行了主动评级，确定：

重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司拟发行的 2016 年重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司城市停车场建设专项债券等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：  程伟

二零一六年九月六日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司

2016 年城市停车场建设专项债券主动评级报告

本次公司债券信用等级：AA_{pi}

发行人主体信用等级：AA_{pr}

评级展望：稳定

本次发行规模：12 亿元

债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息，存续期第 3、4、5、6、7 年末，逐年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

评级时间：2016 年 9 月 6 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	224.36	289.84
所有者权益（亿元）	97.28	122.39
长期债务（亿元）	48.30	65.87
全部债务（亿元）	61.84	80.98
营业收入（亿元）	15.74	9.31
净利润（亿元）	1.25	1.71
EBITDA（亿元）	3.08	4.10
经营性净现金流（亿元）	3.45	4.70
营业利润率（%）	21.32	40.58
净资产收益率（%）	1.28	1.56
资产负债率（%）	56.64	57.77
全部债务资本化比率（%）	38.86	39.82
流动比率（倍）	2.86	2.50
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.05
EBITDA 利息倍数（倍）	2.35	2.47
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.26	0.34

注：1、2015 年采用新准则编制，2014 年数据为 2015 年审计报告期初数；2、长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务。

评级观点

重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为合川区政府重要的国有资产经营公司，在承担合川区重大基础设施项目建设、经营管理合川区国有资产和促进区域发展建设方面处于重要地位，公司持续获得合川区政府的大力支持，同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到资产流动性较弱、未来计划投资性支出较大及债务规模快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

伴随合川区经济的发展和城市基础设施建设的不断完善，公司代建业务和国有资产经营业务将有所提升，经营前景良好。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 近年来，合川区区域经济实现快速增长，在土地出让环境波动，政府性基金收入下滑的大背景下，合川区地方可控财力仍保持增长，为公司的发展提供了有利的外部环境。

2. 公司作为合川区主要的国有资产经营公司，持续获得合川区政府的大力支持。

3. 公司针对本期专项债券采取了设立专项偿债专户等保障措施，对本期专项债券本息的保障作用良好。

4. 本期专项债券设置分期偿还条款，一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

关注

1. 公司未来计划投资性支出规模较大，有息债务规模快速增长，面临较大的资金压力。

2. 公司资产中土地使用权和代建类资产规模较大，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。

3. 2014年，公司新增资产出让业务，且规模较大，该业务为公司非经常性收入来源，未来此业务发展具有不确定性。

4. 本期专项债券募投项目预期收益依赖于项目运营后实际停车费率及相应使用率，受经济形势和区域经济环境等因素的影响较大，且各募投项目的竣工时间可能发生变化，项目收益的规模和时点具有一定不确定性。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

蔡昭

电话：010-85172818

邮箱：caiz@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市合川城市建设投资（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，未因重庆市合川城市建设投资（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、评级人员与重庆市合川城市建设投资（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，联合评级将对重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司主体及本次债券的信用等级重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：


蔡昭

联合信用评级有限公司

一、主体概况

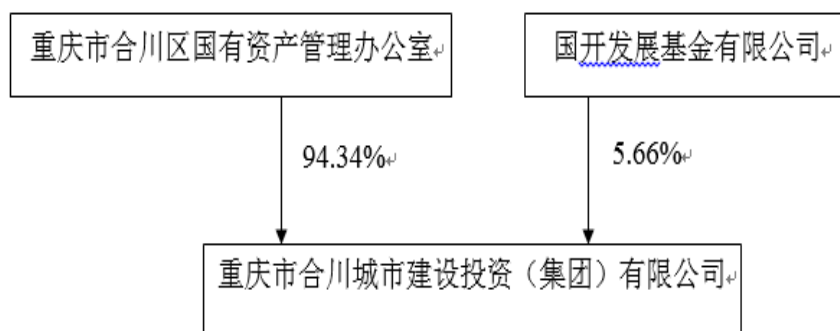
重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）原名合川市城市建设投资有限公司，是经合川市人民政府以合川府〔2002〕46号文件批准，由合川市国有资产管理办公室以实物资产出资成立的国有独资有限责任公司。2003年，经合川市人民政府和合川市工商行政管理局核准，公司股东由合川市国有资产管理办公室变更为合川市人民政府。2007年，重庆市被批准成为直辖市，根据国函〔2006〕110号文件和渝委发〔2006〕42号文件要求，并经重庆市合川工商行政管理局核准，公司名称由“合川市城市建设投资有限公司”变更为“重庆市合川区城市建设投资有限公司”，出资人由合川市人民政府变更为重庆市合川区人民政府。

根据合川府办〔2007〕387号文件精神，2007年12月31日，合川区人民政府将持有的重庆市合川城市建设工程有限公司（以下简称“城建公司”）、重庆市合川交通建设发展有限公司（以下简称“交通公司”）、重庆市合川江城实业发展有限公司（以下简称“江城实业”）、重庆市合川文化广电传播有限公司（以下简称“广电公司”）、重庆市合川旅游发展有限公司（以下简称“旅游公司”）国有股权划转给公司，并同意将原名称重庆市合川区城市建设投资有限公司更名为“重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司”。2009年，合川区人民政府将广电公司和江城实业的出资人变更为合川广播电视台和重庆市合川区国有资产管理办公室，上述两家公司不再纳入公司合并范围。2011年，根据合川府〔2011〕48号文，重庆市合川区盛城国有资产经营管理有限公司（以下简称“国资公司”）出资人变更为公司，国资公司纳入公司合并范围。2010、2011和2012年，公司分别组建了重庆市合川区学子教育发展有限公司（以下简称“学子教育”）、重庆市合川区小安溪投资有限公司（以下简称“投资公司”）和重庆市合川区会展有限公司（以下简称“会展公司”）。2013年，根据合川委宣〔2013〕22文，重庆五度传媒有限公司（以下简称“传媒公司”）划拨至公司。2015年，公司优化重组，将下属原有的8家子公司中部分进行合并及无偿划转，包括：注销交通公司，将其资产和负债整体无偿划转至城建公司，并将城建公司更名为重庆市合川建设工程有限公司；注销会展公司，将其资产和负债整体无偿划转给传媒公司。

2009年，根据合川府〔2009〕204号文件，合川区人民政府批准将公司注册资本增资至15亿元，其中以资本公积转增注册资本10.74亿元，其余以合川区人民政府划转给公司的一宗国有土地使用权出资。

2015年12月，国家开发基金有限公司以货币形式向公司注资0.30亿元，2016年3月，再次注资0.60亿元。截至2016年3月底，公司注册资本和实收资本均为15.90亿元，国家开发基金有限公司持有公司5.66%股权，重庆市合川区国有资产管理办公室持有公司94.34%股权，仍系公司实际控制人。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

作为合川区政府主要的国有资产经营公司，公司经营范围包括国有资产经营；土地整治开发；各类项目建设、投资；房地产开发；建材（不含危险化学品）销售等。

截至 2015 年底，公司本部设有综合部、投融资部、财务部、资产部和项目部 5 个职能部门；公司下属全资二级子公司 6 家；截至 2015 年底，公司本部及下属子公司共有员工 142 人（详见附件 1）。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 289.84 亿元，负债合计 167.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）122.39 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 122.39 亿元。2015 年，公司实现营业收入 9.31 亿元，净利润（含少数股东损益）1.71 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.71 亿元；经营活动现金流量净额 4.70 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.79 亿元。

公司注册地址：合川区南园东路 99 号；法定代表人：魏晓涛。

二、本次债券及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

公司计划于 2016 年发行额度为不超过 12 亿元的专项债券（以下简称“本次专项债券”），发行期限为 7 年，并拟于债券存续期第 3~7 年末分别偿付 20% 本金。

本次专项债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利。本次专项债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次专项债券募集资金共不超过 12 亿元，其中 9.30 亿元用于合川城区地下停车场建设项目，剩余 2.70 亿元用于补充公司运营资金。

表 1 本期专项债券募集资金投向（单位：万元）

项目名称	投资总额	拟使用债券资金	募集资金占项目总投资比例
合川城市停车场项目	136,950.00	93,000.00	67.91%
补充运营资金	--	27,000.00	--

资料来源：公司提供

（1）项目整体概况

本期专项债券募投项目计划在合川区城市内新建 31 处停车场，计划新征土地 342 亩，共计 8,608 个停车位，其中地面停车位 3,274 个，地下停车位 5,334 个。地面停车场用地面积 22.74 万平方米，地下停车库建筑面积为 21.34 万平方米，配套商业建筑面积约 4.50 万平方米，共计 48.57 万平方米。

该项目城市停车场建设内容包括：新建地面停车场，铺设综合管网，绿化等环境工程；新建地下停车库以及配套停车管理系统和供配电等公用工程；根据停车场周边需要，配建商业、服务用房，以及建筑配套给排水、电气、消防、通讯、市政管网等配套设施安装工程。

表 2 合川区停车场规划一览表

序号	项目名称	位置	占地面积（平方米）		车位数（个）	
			地上	地下	地上	地下
城市综合配套停车场						
1	学府路停车场	学府路和思睿路交界处	3,600	7,200	120	180
2	西亭花园停车场	钓办农业产业大道		9,280		232
3	鱼城雅苑停车场	北环路		3,960		99
4	牟山村停车场	合阳办牟山村	7,800		260	
5	涪江二桥停车场	瑞山立交桥下	3,180		106	
6	周家庄停车场	212 国道周家庄	3,900		130	
7	北城佳苑停车场	沙坪大道		45,480		1,137
8	全民健身中心停车场	高职教城	2,400	25,280	80	632
9	图书馆停车场	高职教城	3,570	1,640	119	41
10	鱼城花园停车场	钓办学士路		9,480		237
11	铜合花园停车场	铜合花园	420	6,960	14	174
12	人民广场停车场	人民广场	1,260		42	0
13	南园东路停车场	南园东路	2,070	4,120	69	103
14	文化艺术中心停车场	希尔安大道		8,160		204
15	南城花园停车场	南园路		16,600		415
16	江亭花园停车场	江亭路		9,400		235
17	安成美地亚停车场	牌坊路		2,000		50
18	铜合路口停车场	铜合路交叉口	8,400		280	
19	东津沱入城隧道停车场	入城隧道出口	14,850		270	
20	赵家街停车场	赵家街	1,110		37	
21	档案馆停车场	南园路	90	3,520	3	88
22	人民医院停车场	希尔安大道	3,300	10,400	110	260
23	龙洞停车场	草街龙洞街		14,200		355
24	玉龙佳苑停车场	草街于成龙路		7,520		188
25	火车站站前广场及地下商场停车场	火车站	3,930	27,080	131	677
26	希尔安市场停车场	联滨路		1,080		27
小计			59,880	213,360	1,771	5,334
旅游景区停车场						
27	文峰古街停车场	文峰塔公园内	3,990		133	
28	钓鱼城景区停车场	钓鱼城大道	7,500		250	
29	涑滩古镇景区停车场	涑兴街	6,000		200	
小计			17,490		583	
物流、工业线路枢纽配套停车场						
30	渭沱物流园配载区停车场	渭沱物流园区	146,400		800	
31	西环线花滩站配套停车场	城际铁路合阳站	3,600		120	
小计			150,000		920	
合计			227,370	213,360	3,274	5,334

资料来源：公司提供

该项目估算总投资 13.70 亿元，其中工程费用 8.62 亿元，工程建设其他费用 3.27 亿元（含征地费），预备费用 0.59 亿元，建设期利息 1.21 亿元，拟使用债券资金 9.30 亿元。

（2）项目审批情况

该建设项目已获得有关部门的批准，具体批复情况如下表所示：

表3 本期专项债券募投项目获得相关批复情况

文件名称	文号	发文机关	印发时间
《重庆市合川区发展和改革委员会关于同意合川区城市停车场建设项目可行性研究报告的复函》	合川发改投（2015）30号	重庆市合川区发展和改革委员会	2015年2月12日
《重庆市合川区重大事项社会稳定风险评估备案审签表》	--	重庆市合川区稳定工作领导小组办公室	2016年2月15日
《固定资产投资项目节能登记表》	--	重庆市合川区发展和改革委员会	2015年2月12日
《建设项目选址意见书》	选字第市500382201500361号	重庆市合川区规划局	2015年4月7日
《关于重庆市合川区城市停车场建设项目用地预审意见》	--	重庆市合川区国土资源和房屋管理局	2015年4月13日
《重庆市建设项目环境影响评价文件批准书》	渝（合川）环准（2015）028号	重庆市合川区环境保护局	2015年3月3日
《重庆市合川区人民政府关于对重庆市合川区城市停车场建设项目进行财政补贴的通知》	合川府（2016）3号	重庆市合川区人民政府	2016年1月5日

资料来源：公司提供

（3）项目必要性

随着重庆城市经济的快速增长，城市机动车数量增长迅速，近十年以来，重庆私家车保有量年均增加5万辆。目前，重庆市机动车拥有量已经达到404.8万辆。合川区2013年末拥有汽车17.82万辆，其中私家汽车16.97万辆；2014年达到19.67万辆。相比之下，城市停车设施建设明显滞后，使停车供求矛盾日益尖锐，停车难的问题日益凸显。尤其在中心商业商务区，由于很多公用建筑配建泊位严重不足，停车位更是一位难求。停车难，已经成为合川区交通发展、汽车消费的瓶颈之一。通过本项目的实施，可以有效地缓解城市停车难这一问题。

（4）项目收益

本项目建成投入运营后，主要通过收取停车场停车费、广告牌租金、配套商业出租及出售以及政府提供适当财政补贴来实现收益。其中，停车场建成后即开始进行收费管理，建设期30个月，31处停车场全部完工开始收费经营。停车场营业时间为24小时，停车收费参照合川区公共停车服务收费政府指导价标准结合停车场所在地停车收费概况制定，停车场收费时段分为日间停车（早9点至晚9点）和夜间停车（晚9点至早9点），年营业日期为365天。配套商业租金按每月85元/平方米，商业出售单价按照市场价格估算约20,000元/平方米；单个停车场商业广告预计5,000元/月。此外，根据合川区人民政府关于对合川区城市停车场建设项目进行财政补贴的通知（合川府〔2016〕3号），公司还将每年收到一定的政府补贴。其中，在项目建设期间对公司进行补贴合计12,801.60万元；在项目运营前五年，每年补贴公司2,002.79万元，合计10,013.95万元。

表 4 停车场收费价格情况

项目	停车类型	单位	单价
城市小型车停车	地面临时停车	元/小时	2
	地下临时停车	元/小时	3
	车位月租	元/月	600
	过夜停车	元/夜	10
旅游景点室外停车场	--	元/次	6
城市大型车停车	临时停车	元/小时	3
	过夜停车	元/夜	10
城市火车站停车	临时停车	元/小时	4
	车位月租	元/月	900
	过夜停车	元/夜	30
物流超大型车停车	临时停车	元/小时	5
	过夜停车	元/夜	20

资料来源：公司提供

表 5 本期募投项目存续期内收益预测情况（单位：万元）

项目名称	债券存续期								合计
	项目建设期		项目运营期						
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	
1.停车场收入	3,651	7,708	10,953	11,764	11,764	11,764	11,764	11,764	81,132
其中：城市小型车 停车	3,500	3,889	7,000	7,777	7,777	7,777	7,777	7,777	53,274
旅游景点室外停车场	151	168	302	336	336	336	336	336	2,301
城市大型车停车	--	128	128	128	128	128	128	128	896
城市火车站停车	--	2,051	2,051	2,051	2,051	2,051	2,051	2,051	14,357
物流超大型车停车	--	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472	10,304
2.配套商业收入	--	--	383	20,098	19,118	18,142	16,273	15,308	89,322
其中：商业出租	--	--	383	298	218	142	73	8	1,122
商业出售	--	--	--	19,800	18,900	18,000	16,200	15,300	88,200
3.停车场广告收入	--	186	186	186	186	186	186	186	1,302
4.补贴收入	3,840	8,961	2,003	2,003	2,003	2,003	2,003	--	22,816
项目总收入 (1+2+3+4)	7,491	16,855	13,524	34,051	33,071	32,095	30,226	27,258	194,571

资料来源：项目可研报告

假设本期专项债券于 2016 年发行。债券存续期（2017 年至 2023 年）内，根据《可行性研究报告》预测，该项目能够实现合计收入约 19.46 亿元。联合信用也关注到，项目预期收益依赖于项目运营后的实际的停车费率及相应的使用率，项目收益受经济形势和区域经济环境等因素的影响较大。考虑到项目相关预测存在不可控性，且各募投项目的竣工时间可能发生变化，项目收益的规模和时点具有一定不确定性。

三、行业分析

公司主营业务为城市基础设施开发建设，受地区经济实力和财政实力影响较大，并与城市基础设施建设和城市发展规划密切相关。

1. 城市基础设施行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、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，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

中国是全球最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，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地发展。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許多优惠政策，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。

总体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

2. 行业政策

近年来，我国愈发重视城市基础设施建设。十八大报告指出要推动城乡发展一体化，通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。同时还加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。

2013 年 9 月，国务院印发的《关于加强城市基础设施建设的意见》（以下简称“意见”）作为改革开放以来国务院首次就城市基础设施建设发表的政策，具有标志性意义。意见强调了城市基础设施的质量，同时明确了六项重点任务：加强城市供水、污水、雨水、燃气、供热、通信等各类地下管网建设和改造；加强城市排水防涝防洪设施建设，解决城市积水内涝问题；加强城市污水和生活垃圾处理设施建设；加强城市道路交通基础设施建设；加强城市电网建设，推进城市电网智能化；加强生态园林建设。此外意见还明确地方政府要确保对城市基础设施建设的资金投入力度；要进一步推进投融资体制和运营机制改革，建立政府与市场合理分工的城市基础设施投融资体制。

2014 年 9 月，在推进新型城镇化建设试点工作座谈会中，李克强总理再次重申，推进新型城镇化建设要加快基础设施建设，同时在“十三五”时期重点向中西部倾斜。

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：明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；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；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。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度，着重强调了城乡一体化、高质量、合理市场分工以及中西部地区的建设发展。在地方政府性债务管理方面，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。

3. 行业关注

流动资金压力大

城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，并面临着较大的流动资金压力。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业景象较大。

4. 未来发展

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持在较高水平。

2015 年，全年全社会固定资产投资 562,000 亿元，比上年增长 9.8%，扣除价格因素，实际增长 11.8%。其中，固定资产投资（不含农户）551,590 亿元，增长 10.0%。东部地区投资 232,107 亿元，比上年增长 12.4%；中部地区投资 143,118 亿元，增长 15.2%；西部地区投资 140,416 亿元，增长 8.7%；东北地区投资 40,806 亿元，下降 11.1%。在固定资产投资(不含农户)中，第一产业投资 15,561 亿元，比上年增长 31.8%；第二产业投资 224,090 亿元，增长 8.0%；第三产业投资 311,939 亿元，增长 10.6%。基础设施投资 101,271 亿元，增长 17.2%，占固定资产投资(不含农户)的比重为 18.4%。

截至 2015 年底，中国城镇化率为 53.10%，较上年提高 1.33 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

总体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

截至 2015 年底，重庆市合川区国有资产管理办公室持有公司 98.04% 股权，国家开发基金有限公司持有公司 1.96% 股权，重庆市合川区国有资产管理办公室为公司的实际控制人。

2016 年 3 月，国家开发基金有限公司向公司注资 0.60 亿元，截至 2016 年 3 月底，国家开发基金有限公司持有公司 5.66% 股权，重庆市合川区国有资产管理办公室持有公司 94.34% 股权，仍系公司实际控制人。

2. 人员素质

截至 2015 年底，公司高级管理人员包括董事长 1 名，总经理 1 名，副总经理 1 名，总工程师 1 名，监事会主席 1 名。公司高级管理人员均具有长期的专业管理经验，领导层的整体素质较高。

公司董事长魏晓涛先生，1970 年 1 月出生，大学学历，曾历任合川财政局总会计，合川建委计财科长、开发办主任，合川城市建设投资公司常务副总经理兼水资源公司总经理，重庆市合川农村农业投资（集团）公司总经理，重庆市合川区华蓥山经济走廊管委办主任兼重庆合华开发投资公司董事长，重庆市合川区东部工业经济走廊管委会专职副主任；现任公司党委书记、董事长。

公司总经理蒋欣女士，1976 年 12 月出生，研究生学历，曾历任重庆华力通讯器材有限公司会计主管，合川草街镇政府民政助理员，合川会计核算中心会计，合川市城市建设投资有限公司财务总监，重庆市合川区建设投资有限公司总会计师、财务负责人，重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司副总经理；现任公司总经理。

截至 2015 年底，公司本部及下属子公司共有员工 142 人。按学历构成划分，具有本科及以上学历的 52 人，占总数的 36.62%；大专学历的 34 人，占总数的 23.94%；高中及以下的 56 人，占总数的 39.44%。按年龄构成划分，50 岁及以上的 3 人，占总数的 2.11%，30~50 岁的 79 人，占总数的 55.64%，30 岁以下的 60 人，占总数的 42.25%。

总体来看，公司高管人员具有丰富的管理经验，素质较高，同时，公司高管人员由重庆市合川区政府相关部门负责人任职，有助于公司经营活动获得政府的支持。公司人员构成合理，能够满足日常的生产需要。

3. 政府支持

公司作为重庆市合川区重要的国有资产经营公司，自成立以来，公司经营发展得到了合川区政府各方面的支持，包括注入资产、土地出让金返还、税收优惠、资产置换和资金等方面的支持。

(1) 资本金注入

合川区政府在资产划拨方面对公司提供了有力支持，具体划拨情况如表 6 所示。

2013 年，根据合川委宣〔2013〕22 文，传媒公司划拨至公司，相应增加公司资本公积 236.27 万元。

2014 年，根据合川区府〔2014〕152 号重庆市合川区人民政府关于专项建设资金转为资本性投入的通知，将政府拨入的社会保障房一期等已完工项目建设款转入资本公积，相应减少专项应付款 8.59 亿元，并同时增加公司资本公积 8.59 亿元；同期，公司下属传媒公司接收合川区宣传部无偿入资 98.00 万元，增加资本公积 98.00 万元。

2015 年，根据《关于专项债券资金为资本性投入的通知》（合川府〔2015〕203 号），将合川区财政局拨入公司的地方政府债券资金 26.07 亿元作为资本性投入；根据《关于嘉临江合阳大桥建设资金转为资本性投入的通知》（合川府〔2016〕202 号），将合川区早期转入公司的 0.05 亿元项目建设款转为资本性投入，计入 2015 年资本公积。

(2) 财政资金

财政资金支持方面，2013~2015 年，公司持续获得合川区政府资金支持，具体财政资金支持情况见下表，其中专项项目资金和专项补贴在专项应付款账户中核算，在现金流量表中经营活动现金流入中反映。偿债资金在预收账款科目中核算，在现金流量表中经营活动现金流入中反映。

表 6 近年合川区政府划拨公司资金情况（单位：万元）

科目	2013 年	2014 年	2015 年
专项项目资金款	75,904.00	137,741.69	119,460.96
偿债资金	16,710.00	33,828.12	41,828.18
财政补贴	120.00	--	--
专项补贴	2,542.00	490.00	127.81
合计	95,276.00	172,059.81	161,416.95

资料来源：公司提供

(3) 土地出让金返还

土地出让金返还方面，依据合川府办〔2003〕392 号文件精神，对于公司土地出让后的土地出让综合价及各项税费，区政府将在扣除上缴重庆市的耕地开垦费、新增建设用地有偿使用费、耕地占用费和契税等相关费用后全额返还给公司作为营业收入。2013~2015 年，公司分别获得土地出让金返还 9.75 亿元、8.06 亿元和 8.66 亿元，公司将其计入“土地整治收入”。

(4) 资产置换

2013 年, 根据《重庆市合川区人民政府关于置换非经营性资产的通知》(合川府〔2013〕160 号), 合川区政府以货币资金置换行政事业部门房屋建筑物及公益用地土地使用权证资产 18.58 亿元, 置换款项为合川区财政局 2013 年 6 月至 11 月根据合川财预〔2013〕104、133、141、188、225、230、234、246、277、347、364、424、425、426、478、495、502 等文件累计拨入的专项资金。公司收到置换现金 7.81 亿元, 在现金流量表中处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金科目中体现, 其余部分资金公司委托财政直接作为工程款支付给施工单位, 计入存货和在建工程科目。

2014 年, 根据《重庆市合川区人民政府关于置换土地资产的通知》, 合川区政府以 2014 年及之前转入公司的拨款 7.09 亿元和借款 10.37 亿元置换公司账面价值共计 20.13 亿元土地资产, 剩余 2.67 亿元已于 2015 年 9 月拨付到位。

表 7 2014 年合川区政府置换公司资产情况 (单位: 亩、万元)

土地证号	面积	账面价值
204 房地证 2010 字第 04684 号	127.27	24,266.24
204 房地证 2010 字第 04685 号	126.98	24,210.19
204 房地证 2010 字第 04686 号	142.35	27,141.40
204 房地证 2010 字第 12360 号	292.64	55,211.04
204 房地证 2010 字第 07877 号	282.87	40,167.11
204 房地证 2010 字第 07878 号	115.70	16,197.51
204 房地证 2010 字第 07879 号	101.43	14,133.21
合 计	1,189.24	201,326.70

资料来源: 公司提供

(5) 税收优惠

税收优惠方面, 根据合川国税减〔2009〕51 号减税批复文件, 自 2008 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日, 公司可享受税收优惠, 所得税按 15% 税率缴纳税款。2011 年, 根据国家税务总局财税〔2011〕58 号文件精神, 重庆可比照西部地区的税收政策执行, 公司按 15% 税率缴纳企业所得税。根据重庆市合川区国家税务局于 2012 年 12 月印发的《减、免税批准通知书》(合川国税减〔2012〕515 号), 公司自 2011 年 1 月 1 日起继续享受西部大开发减免税政策, 企业所得税按 15% 的税率进行征收。

4. 外部环境

重庆市经济发展概况

重庆市作为西部唯一的直辖市, 是长江上游最大的经济中心和交通枢纽、六大老工业基地和十大装备制造业基地之一, 也是政府极力发展的西部汽车制造中心及机械制造基地。政府在西部地区实施了一系列优惠政策, 包括税务优惠、政府津贴、优先贷款及基建投资等; 装备制造业作为重庆市支柱产业之一, 在政策上获得了较多扶持。

根据重庆市统计局公布的《2015 年重庆市国民经济和社会发展统计公报》, 2015 年, 初步核算, 重庆市全年实现地区生产总值 15,719.72 亿元, 比上年增长 11.0%, 三次产业结构比为 7.3: 45.0: 47.7。按常住人口计算, 全市人均地区生产总值达到 52,330 元, 比上年增长 10.1%。

从工业产值看，2015 年，重庆市全年实现工业增加值 5,557.52 亿元，比上年增长 10.5%，占全市地区生产总值的 35.4%。2015 年，规模以上工业企业实现总产值 21,404.66 亿元，其中汽车制造业、电子制造业和装备制造业分别实现总产值 4,707.87 亿元、4,075.56 亿元和 3,390.73 亿元。

从固定资产投资看，2015 年，重庆市全年完成固定资产投资总额 15,480.33 亿元，比上年增长 17.1%，其中，基础设施建设投资 4,356.14 亿元，比上年增长 28.6%；房地产开发投资 3,751.28 亿元，比上年增长 3.3%。

根据重庆市财政局公布的《重庆市 2015 年财政预算执行情况和 2016 年财政预算草案的报告》，2015 年，全市一般公共预算收入 2,155.1 亿元，增长 12.1%，其中税收收入占 67.32%；全市一般公共预算支出 3,793.8 亿元。2015 年，重庆市全市政府性基金预算收入 1,664.2 亿元，下降 9.6%；国有资本经营预算收入 90.6 亿元，增长 33.2%；社会保险基金预算收入 1,233.9 亿元，增长 8.5%。

总体看，2015 年重庆市经济和财政实力实现快速发展，作为西部地区的重点城市，重庆市实现了经济社会的持续健康发展，经济增长的质量和效益显著提高。

合川区经济发展情况

合川区是重庆市下属的 19 个行政区之一，地处重庆西北部，是重庆市规划建设的六个区域性中心城市之一和“一小时经济圈”的重要板块。

合川区经济实力逐步提升。2015 年，合川区全区实现地区生产总值 476.2 亿元，同比增长 8.11%，三次产业结构比为 13.6：49.1：37.3；2015 年，全市工业总产值实现 1,201 亿元，同比增长 20.10%，全区规模以上工业总产值达 700 亿元，年均增长 29.6%，汽摩及装备制造、能源、材料、电子信息、消费品等产业产值占全部工业的 98.7%，汽摩及装备制造产业成为第一大产业。；2015 年，全区全社会固定资产投资实现 533.5 亿元，同比增长 22.05%，中机西南、三环合铜高速、新人民医院等项目投产投用。

总体来看，合川区经济总量不断增长，财政实力有所提升，以资源型为特点的地方工业呈现出了较快的发展趋势，对经济发展起到较强的推动作用。

合川区财政实力

作为合川区基础设施建设主体之一，地方政府的财政实力在一定程度上决定着公司的实力。伴随着合川区经济持续快速发展，其财政实力稳步增强，2013~2015 年，全区地方可控财力分别为 118.60 亿元、123.11 亿元和 123.71 亿元，其中，合川区全区一般预算收入实现快速增长，2013~2015 年分别完成 29.74 亿元、33.24 亿元和 40.98 亿元；受国内房地政策调控和市场需求影响，政府基金收入在 2015 年有所下滑，分别为 59.42 亿元、59.29 亿元和 48.34 亿元；全区上级补助收入稳步增长。

表 8 2013~2015 年重庆市合川区可控财力情况（单位：万元、%）

科 目	2013 年		2014 年		2015 年	
	合并	本级	合并	本级	合并	本级
一般预算收入	297,448	218,325	332,359	234,425	409,774	346,113
其中：税收收入	177,183	106,195	221,812	130,282	273,667	221,156
非税收入	120,265	112,130	110,547	104,143	136,107	124,957
其中：行政事业性收费	93,540	87,876	81,883	76,963	91,240	81,617
政府基金收入	594,169	594,169	592,933	592,933	483,356	483,356
上级补助收入	294,371	294,371	305,811	305,811	343,998	343,998
其中：返还性收入	10,211	10,211	11,440	11,440	11,429	11,429
一般性转移支付收入	141,857	141,857	153,024	153,024	188,876	188,876

专项转移支付收入	142,303	142,303	141,347	141,347	143,693	143,693
预算外收入	--	--	--	--	--	--
地方可支配收入总计	1,185,988	1,106,865	1,231,103	1,133,169	1,237,128	1,173,467

资料来源：合川区财政局

截至目前，公司于 2011 年 1 月发行的 6 亿元“11 合川城投债/11 合城债”已纳入合川区政府一类债务。总体来看，近年来合川区区财政收入稳步增长，为公司提供了良好的外部环境。

五、公司管理

1. 治理结构

按照现代企业制度的要求，公司建立健全了法人治理结构，成立了董事会、监事会。公司不设股东会，由出资人重庆市合川区国有资产管理办公室代行股东会职权。公司设董事会，董事会由 5 名董事组成，其中有适当比例的职工代表；董事由出资人委派或更换，但是董事会成员中的职工代表由公司职工选举产生或更换，董事任期三年；董事长 1 名，由合川区政府任命，为公司法定代表人。公司设监事会，监事会成员 5 人，其中 3 人由合川区政府任命，另外 2 人为公司职工代表。公司总经理由出资人重庆市合川区国有资产管理办公室任免，由董事会聘任，总经理负责公司的日常经营管理工作，向董事会负责。

总体看，公司法人治理结构基本健全。

2. 管理体制

按照现代企业制度要求，公司完善了各部门的职责权限，建立了《重大事项决策制度》、《董事会议事规则》、《投资管理办法》、《财务计划管理办法》、《工程项目建设管理办法》、《经济合同管理暂行办法》、《国有资产租赁实施细则（试行）》、《聘用人员管理办法》、《员工参加在职学历教育管理暂行办法》、《后备人才管理办法》、《临时聘用人员管理办法（试行）》等多项涉及投资、资产、工程、人事、行为规范、费用控制的管理制度及规范性文件，建立健全了基本工作制度和工作规则，形成了管理有序、运作协调的工作机制。

内部财务管理方面，公司从四个方面加强内部财务管理质量。一是推行全面预算管理制度。在年初编制并下达公司和各子公司全年预算指标，加强了对项目投资成本和日常费用支出的控制；二是公司财务部是资金调度中心和财务核算中心，项目建设资金实行集中直付，提高资金的使用效率。三是推行财务委派制度。由公司统一委派各下属子公司的财务负责人，加强了对各子公司财务工作的统一管理；四是加强内部审计。除了每年接受审计局和会计师事务所审计外，定期由公司组成内部审计小组对下属子公司进行审计，从而防范了投资和经营风险，确保了预算指标的全面完成。

资金管理方面，公司按照相关规定管理和使用各项目的中央和市级财政专项资金，财务核算明晰，资金使用合规，并积极落实地方配套资金；对于区财政安排的项目专项资金和偿债资金，均能按照规定用途使用，发挥出了财政资金对项目的带动效应。

下属子公司管理方面，公司对下属各子公司实行集权式管理模式，各子公司主要负责人和高管由公司任免，人财物由公司集权式管理，经费由公司拨付，资产由公司统管，实行独立核算、自负盈亏，并接受公司考核和内部审计。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理比较规范。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要经营范围包括土地开发、基础设施建设、旅游管理和房屋出租等业务，经营主体包括公司本部、城建公司、交通公司、旅游公司等单位。2013年，随着传媒公司纳入公司合并范围，公司新增会展和宣传业务。由下表可见，土地整治业务仍是公司收入的主要来源，资产出让收入和工程代建收入规模较大，其他业务收入规模相对较小，2014年代建收入规模较大主要系政府一次性确认公司代建项目收入所致。此外，2014年新增的资产出让收入规模较大，属于非经常性收入。2013~2015年，公司主营业务分别实现收入10.27亿元、15.72亿元和9.30亿元。

主营业务收入构成方面，土地整治收入规模较大，2013~2015年分别实现收入9.75亿元、8.06亿元和8.66亿元，占营业收入的比重分别为94.85%、51.26%和93.07%，其中2014年占比有所下降的原因主要是2014年公司新增加了规模较大的资产出让业务，该业务于2014年实现收入5.62亿元，占主营业务收入的比重为35.73%；2013和2015年公司工程代建业务收入规模较小，2014年大幅增加，实现收入1.52亿元，系公司一次性确认较大规模代建收入所致；公司资产出租业务收入较为稳定，其他各项业务收入规模较小。除上述主营业务收入外，公司其他业务收入包括公交站厅广告位出租、发行费和安保费收入等。

毛利率方面，近三年公司土地整治业务毛利率波动增长，主要系拆迁成本变动所致，2015年为44.13%；资产出让业务为2014年新增板块，毛利率为19.96%；公司资产出租业务持续亏损，2015年为-66.18%；工程代建收入为对基建项目投资额的管理费计提，毛利率为100.00%。整体看，受土地整治收入毛利率波动增长影响，近三年公司毛利率呈波动增长态势，分别为25.99%、26.46%和40.73%。

表9 2013~2015年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013年		2014年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
资产出租收入	2,307.72	-54.60	2,372.97	-33.07	2,793.43	-66.18
土地整治收入	97,453.74	27.52	80,571.88	18.77	86,560.81	44.13
工程代建收入	607.30	100.00	15,209.54	100.00	613.77	100.00
旅游收入	161.20	-25.49	223.82	28.55	172.23	25.79
图书销售收入	934.39	27.61	546.40	34.73	1,497.67	18.01
宣传收入	185.93	9.17	627.87	45.32	996.23	23.34
会展收入	690.21	-10.54	566.00	-4.47	--	--
资产出让	--	--	56,166.77	19.96	--	--
其他	403.60	94.77	910.28	36.16	374.58	100.00
合计	102,744.09	25.99	157,195.53	26.46	93,008.73	40.73

资料来源：公司提供

注：2013~2015年，除上表主营业务收入外，公司其他业务收入包括公交站厅广告位出租、发行费和安保费收入等。

总体看，近年来，随着公司业务调整，公司主营业务收入略有波动，综合毛利率呈增长趋势。

2. 工程建设业务

公司负责工程建设业务的经营主体包括公司本部、城建公司、交通公司三家单位，公司本部和城建公司负责城区范围道路、管网等项目建设，交通公司负责大型公路项目建设，2015年，公司优化重组，注销交通公司，将其资产和负债整体无偿划转至城建公司，并将城建公司更名为重

庆市合川建设工程有限公司。除了城市基础设施建设业务外，公司还从事自营性资产建设业务。

基础设施建设方面，公司承担合川区基础设施建设任务，针对承接的基建项目，由公司组织资金实施项目建设。在建设过程中，合川区政府将根据项目进度逐步拨入项目专项资金或项目资本金，公司将项目建设投入计入土地整治成本，待土地出让后，区财政局将土地出让金扣除相关费用后全额返还给公司，公司将其确认为土地整治收入；同时，政府按当年完工项目金额给予公司一定代建管理费（按代建合同金额的不同比例范围为 0.05~0.75%），公司将其确认为工程代建收入；近三年，公司工程代建管理收入分别为 607.30 万元、15,209.54 万元和 613.77 万元。其中，2014 年公司工程代建管理收入大幅增长原因主要是公司之前承建的合川区嘉陵江南屏大桥、国道 212 线改造工程等 6 个基础设施建设项目在 2014 年内完成移交并达到支付回购款条件，公司对回购款中的代建收益（扣除代建投资款）一次性确认为工程代建管理收入，导致 2014 年公司工程代建管理收入大幅度增长。2013~2015 年，公司分别收到政府拨付的代建项目回购款 3.42 亿元、0.45 亿元和 1.06 亿元。

自建方面，公司自筹资金对项目进行建设，项目完工后转入固定资产，公司可对其进行出租、出售或经营管理。

2015 年起，公司执行新会计准则，在项目记账上计入不同科目，其中与土地配套持有以备出售的项目计入存货，相应现金流出计入购买商品、接受劳务支付的现金；用于经营管理的项目计入固定资产、未来计划用于出租的项目计入投资性房地产、未计提折旧的公益性资产及代建资产计入其他非流动资产，相应现金流出均计入购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。

截至 2015 年底，公司主要在建和拟建基础设施项目情况，其中白鹿山片区市政基础设施建设工程、高职教城片区市政基础设施建设工程、花滩国际新城片区市政基础设施建设工程和小安溪片区市政基础设施建设工程为公司于 2014 年发行的“14 合川城投债/14 合川投”募投项目，重庆市合川区城市停车场建设项目为本期发行专项债券募投项目。截至 2015 年底，公司在建和拟建项目计划总投资额 132.48 亿元，已完成投资 65.99 亿元，尚需投资 66.49 亿元，公司预计在 2016~2018 年分别投入 17.33 亿元、18.36 亿元和 15.64 亿元，面临较大的资金压力。项目建成后，高职教城片区市政基础设施建设工程、花滩国际新城片区市政基础设施建设工程、小安溪片区市政基础设施建设工程、草街杭电枢纽集镇迁建项目和城市棚户区建设项目计入其他非流动资产，白鹿山片区市政基础设施建设工程计入存货，公租房项目和合川区城市停车场建设项目将计入投资性房地产。

表10 公司主要在建和拟建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至 2015 年底 已投资额度	未来投资计划		
			2016 年	2017 年	2018 年
重庆市合川区白鹿山片区市政基础设施建设工程	50,226.83	50,226.83	--	--	--
重庆市合川区高职教城片区市政基础设施建设工程	133,818.05	133,818.05	--	--	--
重庆市合川区花滩国际新城片区市政基础设施建设工程	88,649.42	88,649.42	--	--	--
重庆市合川区小安溪片区市政基础设施建设工程	69,598.71	57,830.13	11,768.58	--	--
草街杭电枢纽集镇迁建项目	89,000.00	89,000.00		--	--
公租房项目	100,000.00	82,790.00	17,210.00	--	--
旅游项目（含钓鱼城旅游开发项目）	285,780.00	116,715.00	32,482.00	35,286.00	50,655.00
城市棚户区建设项目	188,769.00	13,447.00	23,721.00	30,699.00	57,872.00
重庆市合川区城市停车场建设项目	136,950.00	27,390.00	41,632.80	67,927.20	
小 计	1,142,792.01	659,866.43	126,814.38	133,912.20	108,527.00

中小学建设项目	136,027.32	--	32,646.56	34,006.83	31,286.28
渠江绿道项目	46,000.00	--	13,800.00	15,640.00	16,560.00
小 计	182,027.32	--	46,446.56	49,646.83	47,846.28
合 计	1,324,819.33	659,866.43	173,260.94	183,559.03	156,373.28

资料来源：公司提供

总体看，公司在建和拟建项目规模较大，面临一定资金压力。

3. 土地开发业务

公司土地开发业务板块的经营主体是公司本部，其经营模式为：由公司本部负责对规划土地进行依法征用、拆迁，并进行三通一平或五通一平等相关整理工作，土地整理成本计入存货科目；土地整理完毕后交由合川区国土局进行招拍挂；土地出让金直接进入合川区财政专户，在扣除相关费用后全额返还给公司作为土地开发业务收入。

表 11 公司土地出让情况（单位：亩、万元）

年度	位置	面积	性质	返还收入
2013 年	南津街街道下南路与南津路交叉口地块	77.15	商住	35,920.81
	南办处白鹿山片区南江大队东北侧	28.55	商住	7,956.29
	南办处希尔安大道西侧板板桥	64.93	商住	15,660.48
	思睿路 B 地块	52.70	商住	15,817.16
	合办处高职教城思睿路北侧	119.27	商住	22,099.00
合计		342.60	--	97,453.74
2014 年	南津街街道南津路北侧地块	80.26	商住	30,210.79
	合办处城北大道西侧 B 地块	33.76	商住	10,721.31
	南办处白塔片区	271.94	商住	39,639.77
合计		385.96	--	80,571.88
2015 年	北环路与城北大道交叉口	112.32	商住	32,393.72
	合办处高职教城思睿路南侧	90.30	商住	21,431.67
	合阳城街道车客运站西侧地块	61.25	商住	24,043.24
	南办处白鹿山片区 A 块	28.91	商住	8,692.18
合计		292.78	--	86,560.81

资料来源：公司提供

2013 年，公司出让土地 342.60 亩，由于出让地块位置较好，出让价格较高，公司获取出让收入（剔除规费后）9.75 亿元，略高于上年的 9.52 亿元，但由于拆迁成本增加，2013 年土地整理业务的毛利率下降至 27.52%。2014 年，公司出让土地 385.96 亩，公司获取出让收入（剔除规费后）8.06 亿元，低于上年，且由于拆迁成本增加，2014 年土地整理业务的毛利率下降为 18.77%。2015 年，公司出让土地 292.78 亩，实现土地出让收入（剔除规费后）8.66 亿元，毛利率上升至 44.13%，与地块整治成本较低有关。

土地资产作为公司融资的主要抵押物和偿债资金的主要来源，是公司赖以生存的基础。公司自成立以来，除了按照相关规划依法征收土地以外，还通过接收政府划拨、向其他公司回购等途径增加自身土地资产规模。公司土地资产主要集中于公司本部和旅游公司名下，均计入“存货”科目。截至 2015 年底，公司共拥有土地 8,039.79 亩，评估价值 37.57 亿元，上述土地大部分为商住用地，少量为综合用地，土地性质全部为出让地。公司拥有的土地部分处于抵押状态，未抵押的土地有 5,570.97 亩，价值 16.05 亿元。

总体来看，公司持有的土地使用权规模较大，且以出让价格较高的商住土地为主，是公司抵押融资的有力保证，也对公司偿还债务具有较强的保障能力。但公司大部分土地处于抵押状态，

且伴随着房地产调控的持续进行，公司土地变现能力具有一定不确定性。

4. 房屋出租

为了确保国有资产保值增值，公司资产管理部通过公开招租的方式盘活存量资产，以取得资产效益最大化。公司一方面落实房屋资产租赁经营工作，出租资产范围包括塔耳门地下通道门面、公司办公楼、公房资产和位于主城区的商业门面等，资产收益比较稳定；另一方面，公司积极拓宽业务，将业务范围拓展到停（洗）车场、物流货运、标准化农贸市场升级改造等实体产业。2013~2015 年，公司资产出租业务分别实现收入 0.23 亿元、0.24 亿元和 0.28 亿元。因房屋维修费用和折旧较高，该业务为持续亏损状态，近三年毛利率分别为-54.60%、-33.07%和-66.18%。

表 12 截至 2016 年 3 月底公司自持资产出租情况（单位：平方米、个）

资产名称	资产规模	出租规模
经营性房产	472,789.80	435,962.50
停洗车场	54,308.00	54,308.00
农贸市场	21,959.69	16,078.41
公交站亭	65.00	65.00

资料来源：公司提供

注：部分出租资产尚未完成竣工决算，体现在在建工程科目。

总体来看，公司业务拓展，资产出租业务收入呈增长趋势，但由于房屋维修费用和折旧较高，该业务为持续亏损状态。

5. 资产出让业务

2014 年，公司新增偶然性业务——资产出让业务，该业务属于公司房地产业务板块，且在公司营业执照核准的经营范围内。公司具有房地产开发二级资质，目前从事的房地产项目主要为保障性住房建设，公司作为项目业主进行开发，并发包给具有相应资质的施工单位进行施工。

为取得资产效益最大化，公司开发建设的拆迁安置还房在完工未交付使用的情况下，公司结合自身实际经营的需要，公司会以公开出售的方式出售相关资产。2014 年，公司将建设的拆迁安置还房剩余部分资产、零星房产进行转让而取得收入 5.62 亿元。

总体来看，资产出让业务收入为公司非常态性收入来源，但考虑到公司名下已完工或者在建的保障性住房量相对较大，后续可能会继续存在此收入。未来此业务发展具有不确定性，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）将持续关注。

除上述业务以外，公司还开展了旅游以及教育服务等业务，相对而言，公司其它业务收入规模较小。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2015 年财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司 2014 年审计报告按旧会计准则编制，2015 年审计报告按新会计准则编制，出于可比性考虑，2014 年财务数据采用 2015 年审计报告期初数。

从合并报表范围变化情况来看，2014 年公司通过直接设立或投资等方式纳入合并范围子公司共 9 家；2015 年有 4 家公司不再纳入合并范围，分别为重庆市合川交通建设发展有限公司、重庆

市合川区学子教育发展有限公司、重庆市集晟物流有限公司和重庆市合川区会展有限公司，此外，投资新设子公司重庆市合川区学子教育发展有限公司；整体看，考虑到公司主业变化不大，会计政策连续，公司财务报表可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 289.84 亿元，负债合计 167.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）122.39 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 122.39 亿元。2015 年，公司实现营业收入 9.31 亿元，净利润（含少数股东损益）1.71 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.71 亿元；经营活动现金流量净额 4.70 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.79 亿元。

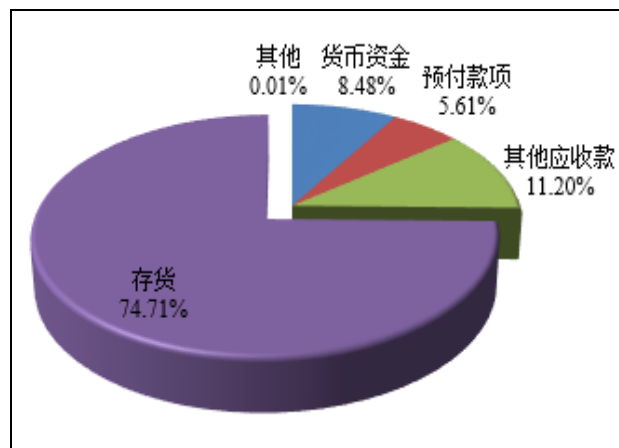
2. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 289.84 亿元，较年初增长 29.19%，主要系流动资产增长所致，其中流动资产和非流动资产分别占比 58.32%和 41.68%，以流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产 169.04 亿元，较年初增长 27.28%，主要来自其他应收款和存货的增长。截至 2015 年底，公司流动资产主要由货币资金、预付账款、其他应收款和存货构成。（见下图）

图2 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金为 14.33 亿元，较年初增长 129.20%。截至 2014 年底，公司受限制资金分别为 1.71 亿元，2015 年底无受限资金，公司资金受限主要系缴纳的信用证保证金。

截至 2015 年底，公司预付款项为 9.48 亿元，较年初增长 72.95%。按账龄划分，一年以内的占 27.70%、1~2 年的占 0.30%、2~3 年的占 46.15%和 3 年以上的占 25.85%，集中度一般。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 18.93 亿元，较年初增长 86.58%。公司其他应收账款应收方主要系合川区会计委派中心、合川区合浦市场管理服务中心等政府部门、国有企业和事业单位，回收风险较小，但对公司资金有所占用；集中程度一般。

表 13 截至 2015 年底公司其他应收款主要欠款单位（单位：亿元、%）

单位名称	金额	性质	占比
合川区会计委派中心	3.50	往来款	18.49
合川区合浦市场管理服务中心	3.25	往来款	17.17
合川工业投资集团有限公司	1.12	往来款	5.92

重庆合华开发投资有限公司	1.00	往来款	5.28
信用社移交三金贷款	0.87	原贷款利息	4.62
合 计	9.74		51.48

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司存货为 126.29 亿元，较年初增长 13.85%，主要为开发成本，账面价值为 126.28 亿元，占存货比重为 99.99%，包含的土地使用权为 37.57 亿元（8,039.79 亩），其中未抵押的土地使用权 16.05 亿元（5,570.97 亩），抵押比率为 57.28%。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产主要由长期应收款（占 12.10%）、投资性房地产（占 9.90%）、在建工程（占 16.67%）和其他非流动资产（占 60.68%）构成。

截至 2015 年底，公司长期应收款 14.62 亿元，较年初下降 6.76%，公司长期应收款唯一应收方为合川区财政局，主要系合川区嘉陵江南屏大桥、国道 212 线改造工程等 6 个基础设施建设工程的政府回购款项，账龄 1~2 年。

截至 2015 年底，公司投资性房地产账面价值合计 11.95 亿元，较年初增长 52.50%，公司投资性房地产是系已出租的建筑物等。

截至 2015 年底，公司在建工程 20.13 亿元，较年初增长 44.89%，主要在建项目主要系合川区公共租赁住房项目、钓鱼城项目、涪滩古镇项目等，2015 年，公司就 4.19 亿元合川区公共租赁住房项目转入投资性房地产，其余在建项目均达到结转和回购要求。

公司其他非流动资产规模较大。截至 2015 年底，公司其他非流动资产 73.30 亿元，均系未计提折旧的代建资产，未来将由政府逐步回购。

总体来看，公司资产总额不断增长，但公司土地资产大部分处于抵押状态，其他非流动资产主要为公益性资产且规模较大；公司整体资产质量一般，资产流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 167.45 亿元，较年初增长 31.77%，其中流动负债占 40.36%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 67.59 亿元，较年初增长 45.75%，主要由其他应付款快速增长所致；结构上主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2015 年底，公司其他应付款 48.91 亿元，主要为与经营往来单位的暂收款和履约保证金，账龄在 1 年之内的占 74.27%。

截至 2015 年底，公司非流动负债 99.85 亿元，主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款构成。

截至 2015 年底，公司长期应付款 8.40 亿元，主要系融资租赁款；公司专项应付款合计 33.99 亿元，主要是针对花滩片区基础设施建设项目、中小学项目和公租房项目的专项建设资金。

从全部债务看，截至 2015 年底，公司全部债务 80.98 亿元，较年初增长 30.96%，其中长期债务占比由 2014 年的 78.11% 提高至 81.34%。从债务指标来看，受全部债务增长的影响，2014~2015 年公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别由 33.18% 和 38.86% 小幅增长至 34.99% 和 39.82%，资产负债率由 56.64% 增长至 57.77%。

总体看，近年，公司负债规模快速增长，债务结构以长期债务为主且长期债务占比进一步提高，公司整体债务负担尚可。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 122.39 亿元，较年初增长 25.81%，其中实收资本 15.30 亿元、资本公积 98.34 亿元。2015 年 12 月 30 日，国家开发基金有限公司向公司注入 0.30 亿元；合川区人民政府将拨入公司的地方政府债券资金 26.07 亿元以及早期拨入公司的嘉陵江合阳大桥项目建资金 0.05 亿元作为资本金注入公司。

总体看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性好。

4. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 9.31 亿元，较 2014 年下降 40.82%，主要系 2014 年新增 5.62 亿元资产出让收入系偶然性收入以及工程代建收入一次性确认致当年营业收入大幅增长，2015 年公司营业收入恢复常态所致。2015 年，公司实现营业利润 1.86 亿元，较 2014 年增长 30.66%，系业务结构调整及土地整治收入毛利率增长所致。

2015 年，公司营业外收入 0.18 亿元，较 2014 年增长 97.40%，主要仍由固定资产处理而得。2015 年，公司获得政府补助 0.01 亿元，较 2014 年的 0.05 亿元有所下降，补贴主要系收到的专项资金拨款，2014 年系贴息补助。2015 年，公司实现利润总额 2.01 亿元，较 2014 年增长 35.76%，有较大提升。

从盈利指标来看，2015 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 40.58%、1.66%和 1.40%，较 2014 年的 21.32%、1.61%和 1.28%均有不同程度的增长。

整体看，土地整治收入仍为公司营业收入的主要来源，除去 2014 年的偶然性收入，公司收入规模回归常态，同时，公司土地业务毛利率增长，公司盈利能力有所增强，但受公用事业行业特性所限，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，公司现金流入主要来自于收到的其他与经营活动有关的现金和销售商品、提供劳务收到的现金。2014~2015 年，公司经营活动现金流入量分别为 31.80 亿元和 45.79 亿元，其中，销售商品提供劳务收到的现金分别为 11.79 亿元和 10.37 亿元；2014~2015 年，公司收到的其它与经营活动有关的现金主要为往来资金。2014~2015 年，公司经营活动现金流出量分别为 28.35 亿元和 41.09 亿元，其中，购买商品、接受劳务支付的现金分别为 11.28 亿元和 27.81 亿元，主要体现在土地整治成本支出的现金；公司支付的其它与经营活动有关的现金主要为往来资金。2014~2015 年，公司经营活动实现现金净流入，经营活动产生的现金流量净额分别为 3.45 亿元和 4.70 亿元；现金收入比分别为 74.95%和 111.29%，波动程度较大，主要系 2014 年政府一次性回购的代建管理费暂未支付所致。

投资活动方面，公司投资活动现金流主要体现为现金流出，2014~2015 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金分别为 14.03 亿元和 25.83 亿元，主要是花滩国际新城项目、公租房建设项目、草街航电枢纽集镇拆迁、高职教城市政工程项目、白鹿山片区市政基础设施建设工程项目的现金投入。2014~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-14.04 亿元和-25.60 亿元。

筹资活动方面，2014~2015 年，公司筹资活动较为频繁，产生的资金往来规模较大，现金流入方面，公司现金流入主要来自取得借款收到的现金，2015 年收到其他与筹资活动有关的现金 30.60 亿元；现金流出方面主要用于偿还债务本息，2015 年支付其他与筹资活动有关的现金 15.23 亿元。2014~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 9.26 亿元和 30.69 亿元，2015

年现金流量规模增大。

总体看，公司经营活动产生的现金流入量规模较大，收入实现质量提升；投资支出现金规模较大，经营活动产生的现金净流入规模无法覆盖公司投资活动支出，对外部融资依赖性较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2015 年，公司流动比率和速动比率分别由 2014 年底的 2.86 倍和 0.47 倍变为 2.50 倍和 0.63 倍，速动比率有所提高。2014~2015 年，公司经营现金流动负债比率由 7.45%降低至 6.95%，经营活动净现金流对短期债务保护程度较弱。同时，考虑到公司流动资产中存货占比高，变现周期长，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债指标来看，2014~2015 年公司 EBITDA 分别为 3.08 亿元和 4.10 亿元。2015 年，公司 EBITDA 构成中，折旧占比 10.01%、摊销占比 0.59%、计入财务费用的利息支出占比 40.45%、利润总额占比 48.94%。全部债务/EBITDA 分别为 20.09 倍和 19.73 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱。考虑到合川区政府对公司财政资金等方面支持力度较大，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年底，公司获银行授信额度合计 64.70 亿元，已使用额度 21.84 亿元，未使用额度 42.86 亿元。公司间接融资渠道畅通。

表 14 截至 2015 年底公司银行授信情况（单位：万元）

授信银行	授信额度	已使用额度	未使用额度
国开行重庆市分行	141,300	78,100	63,200
工行重庆合川支行	72,000	11,315	60,685
浦发巴南村镇银行	55,000	55,000	--
招行重庆分行	150,000	--	150,000
农行重庆合川支行	78,660	--	78,660
中行重庆合川支行	26,000	--	26,000
平安银行重庆分行	50,000	--	50,000
大连银行重庆分行	12,000	12,000	--
哈尔滨银行重庆分行	62,000	62,000	--
合计	646,960	218,415	428,545

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司对外担保金额 9.47 亿元，担保比率为 7.66%，主要为对重庆富天建筑工程有限公司（2.10 亿元）、重庆市合川工业投资（集团）有限公司（2.20 亿元）、重庆市川凯机械有限公司（0.70 亿元）、重庆市合川职业教育中心（0.80 亿元）、重庆市合川区妇幼保健院（1.07 亿元）、重庆合华开投资有限公司（2.6 亿元）提供的担保，目前被担保单位运营正常，公司或有负债风险小。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（G10500117000039405），截至 2016 年 6 月 7 日，公司存在 31 笔未结清关注类贷款，余额共计 6.07 亿元，不存在未结清的不良信贷。已结清贷款中，存在 20 笔已结清关注类贷款和 1 笔不良类贷款，其中不良类贷款金额为 0.15 亿元，主要原因是 2004 年 6 月根据合川市政府安排，公司承接了合川市堤防公司的逾期贷款 0.15 亿元；公司承接贷款后，按期归还贷款本息，并于 2006 年 9 月将全部贷款本息结清。由于该笔逾期贷款在

重组前已由浦发银行合川支行在征信系统中划分为可疑，因此存在上述不良贷款记录。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

本期专项债券发行额度为不超过 12 亿元，以最高发行额度 12 亿元测算，本期专项债券发行额度占 2015 年底公司长期债务、全部债务和负债总额的比重分别为 18.22%、14.82%和 7.17%，对公司现有债务影响较大。

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 57.77%、39.82%和 34.99%，本期专项债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升为 59.45%、43.17%和 38.88%，公司债务负担有所加重。

2. 本次公司债券偿债能力分析

2014~2015 年，公司 EBITDA 分别为 3.08 亿元和 4.10 亿元，分别是本期专项债券拟发行额度的 0.26 倍和 0.34 倍，EBITDA 对本期专项债券拟发行额度覆盖能力弱。

2014~2015 年，公司经营活动现金流入量分别为 31.80 亿元和 45.79 亿元，分别为本期专项债券拟发行额度的 2.65 倍和 3.82 倍，对本期专项债券需偿还本金覆盖能力较好；2014~2015 年，公司经营活动现金流量净额分别为 3.45 亿元和 4.70 亿元，分别为本期专项债券拟发行额度的 0.29 倍和 0.39 倍。本期专项债券设置了分期偿还条款，自债券发行后第 3~7 年末分别偿付 20%本金，即 2.40 亿元。按分期偿还额度来看，2014~2015 年公司经营活动现金流入量分别为分期偿还额度的 13.25 倍和 19.08 倍，覆盖能力好；2014~2015 年公司 EBITDA 分别为分期偿还额度的 1.28 倍和 1.71 倍，覆盖能力一般。

此外，公司于 2011 年 1 月发行了“11 合川城投债/11 合城债”，发行金额 6 亿元，发行期限 7 年；于 2014 年 7 月发行了“14 合川城投债/14 合川投”，发行金额 16 亿元，发行期限 7 年；“11 合川城投债/11 合城债”和“14 合川城投债/14 合川投”均设提前还本条款，其中“11 合川城投债/11 合城债”分别于第五、六、七年末分别偿还债券本金的 30%、30%、40%，“14 合川城投债/14 合川投”于发行后第三年起每年偿还债券发行总额的 20%。假设本期专项债券 2016 年发行，则其将于 2019 年起开始偿还本金，按公司已发行债券每年兑付本金额度看，公司将于 2019~2021 年达到兑付峰值，每年均需偿还 5.60 亿元，2015 年公司经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为峰值偿还额度的 8.18 倍和 0.73 倍，公司经营活动现金流入量对峰值偿还额度的覆盖能力好，EBITDA 对其覆盖能力一般。

总体看，公司 EBITDA 对本期专项债券本金偿还保障能力较弱，经营活动现金流入量对本期专项债券发行总额的保障能力一般，但对分期偿还额度具备较好的覆盖能力；同时，在公司发生集中兑付时，2015 年公司经营活动现金流入量对峰值偿还额度的覆盖能力好。

3. 本次专项债券偿债来源

本期专项债券的偿债资金来源于公司日常经营收入及债券募集资金投资项目的收益。假设本期专项债券于 2016 年发行，则其将于 2023 年到期，在本期专项债券存续期内募投项目的收益测算如下表所示：

表 15 本期募投项目存续期内收益预测和本期专项债券还本付息情况（单位：万元、倍）

项目名称	债券存续期								合计
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	--
募投项目总收入	7,491	16,855	13,524	34,051	33,071	32,095	30,226	27,258	194,571
本期专项债券发行总额还本付息									
债券本金	120,000	120,000	120,000	96,000	72,000	48,000	24,000	--	--
还本金额	--	--	--	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	120,000
付息金额	--	9,600	9,600	9,600	7,680	5,760	3,840	1,920	48,000
支付总额	--	9,600	9,600	33,600	31,680	29,760	27,840	25,920	168,000
用于募投项目额度的还本付息									
债券本金	93,000	93,000	93,000	74,400	55,800	37,200	18,600	--	--
还本金额	--	--	--	18,600	18,600	18,600	18,600	18,600	93,000
付息金额	--	7,440	7,440	7,440	5,952	4,464	2,976	1,488	37,200
支付总额	--	7,440	7,440	26,040	24,552	23,064	21,576	20,088	130,200
收入对本期专项债券分期支付总额的覆盖倍数	--	1.76	1.41	1.01	1.04	1.08	1.09	1.05	1.16
收入对用于募投项目分期支付总额的覆盖倍数	--	2.27	1.82	1.31	1.35	1.39	1.40	1.36	1.49

资料来源：项目可研报告、公司提供、联合信用整理

注：假设本期专项债券于 2016 年发行，2017 年起付息，2019 年起开始分期还本，债券利率按 8% 估算。

假设本期专项债券于 2016 年发行，则公司将于 2017 年开始付息，并将于 2019 年起开始偿还本金。若 7 年期企业债券利率按保守估计为 8%，本期专项债券本息合计为 16.80 亿元，从存续期内募投项目产生收入总额来看，其对本期专项债券本息偿还总额的覆盖倍数为 1.16 倍，覆盖能力一般。本期专项债券设置分期偿还条款，按年度看，在本期专项债券未开始偿还本金时，募投项目收入对当年应还利息的覆盖程度较好；自 2019 年起，本金部分开始按 20% 的比例偿还，募投项目收入对分期偿还额度的覆盖能力尚可，对偿还本息总额的覆盖能力一般。从本期专项债券用于募投项目建设的额度来看，存续期内项目总收入对该部分额度的本息覆盖倍数为 1.49 倍，覆盖能力尚可，且每年的收入对该部分额度的本息偿还覆盖能力尚可。总体看，城市停车场建设项目收入基本能覆盖本期专项债券用于该项目的本金及其利息。同时，联合信用也关注到，项目预期收益的实现依赖于项目运营后实际租金和销售收入情况，项目收益受经济形势及区域环境等因素影响较大。考虑到项目预测收益的不可控性，且各子项目的竣工时间有可能发生变化，项目收益的规模和实现时间具有一定不确定性。

总体看，公司 EBITDA 对本期专项债券待偿还本金保障能力较弱，经营活动现金流入量对本期专项债券待偿还本金保障能力较好。本期专项债券存续期内项目预测收益对本期专项债券拟发行总额的覆盖能力一般，对募投项目额度覆盖尚可，且本期专项债券设置分期偿还条款，有效缓解了公司的集中支付压力。考虑到本期专项债券的偿债资金来源于公司日常经营利润及债券募集资金投资项目收益，本期专项债券到期不能偿付的风险低。

九、债权保护条款分析

公司与重庆银行股份有限公司合川支行（以下简称“重庆银行合川支行”）签订《偿债资金专户监管协议》，由公司在监管银行处开立募集资金使用专项账户，并为本期专项债券在监管银行开设唯一的偿债资金专户。本期专项债券存续期间的本息兑付工作将通过偿债资金专户完成，

公司偿债资金一旦划入偿债账户，仅可以用于按期支付本期专项债券的利息和到期支付本金。债券存续期的第一年至第二年公司应提取当期应付债券利息作为偿债资金；债券存续期的第三年至第七年，公司应分别提取债券发行总额的 20% 以及当期应付债券利息作为偿债资金。公司将在本期专项债券付息日或兑付日前 10 个工作日提取偿债资金存入偿债账户，并将切实保障偿债资金按时、足额提取。

为明确债券公司、债券持有人及债权代理人之间的权利义务，保障本期专项债券持有人的利益，协助本期专项债券的顺利发行及兑付，公司特聘请西部证券股份有限公司（以下简称“西部证券”）作为本期专项债券的债权代理人，并与债权代理人签订《债权代理协议》，债权代理人作为本次债券全体债券持有人的代理人处理本次债券的相关事务，维护债券持有人的利益。为规范本期专项债券债券持有人会议的组织和行为，界定债券持有人会议的职权、义务，保障债券持有人的合法权益，公司和债权代理人制定了《持有人会议规则》。债券持有人会议规则的制定以及债权代理人协议的签订维护了债券持有人的利益，为本期专项债券偿还建立更加有效的保障措施。

整体看，公司为本期专项债券设立了偿债账户，并由重庆银行合川支行作为资金监管人对偿债账户进行监管，有助于保障本期专项债券本息偿还的安全性。

十、综合评价

公司作为合川区政府主要的国有资产经营公司，在承担合川区重大基础设施项目建设、经营管理合川区国有资产和促进城市发展建设方面处于重要地位，持续获得合川区政府的大力支持。公司所属地区经济保持快速发展，政府一般预算收入稳步增强，在土地出让环境波动，政府性基金收入下滑的大环境下，合川区地方可控财力仍保持增长，为公司发展提供了较良好的外部环境。

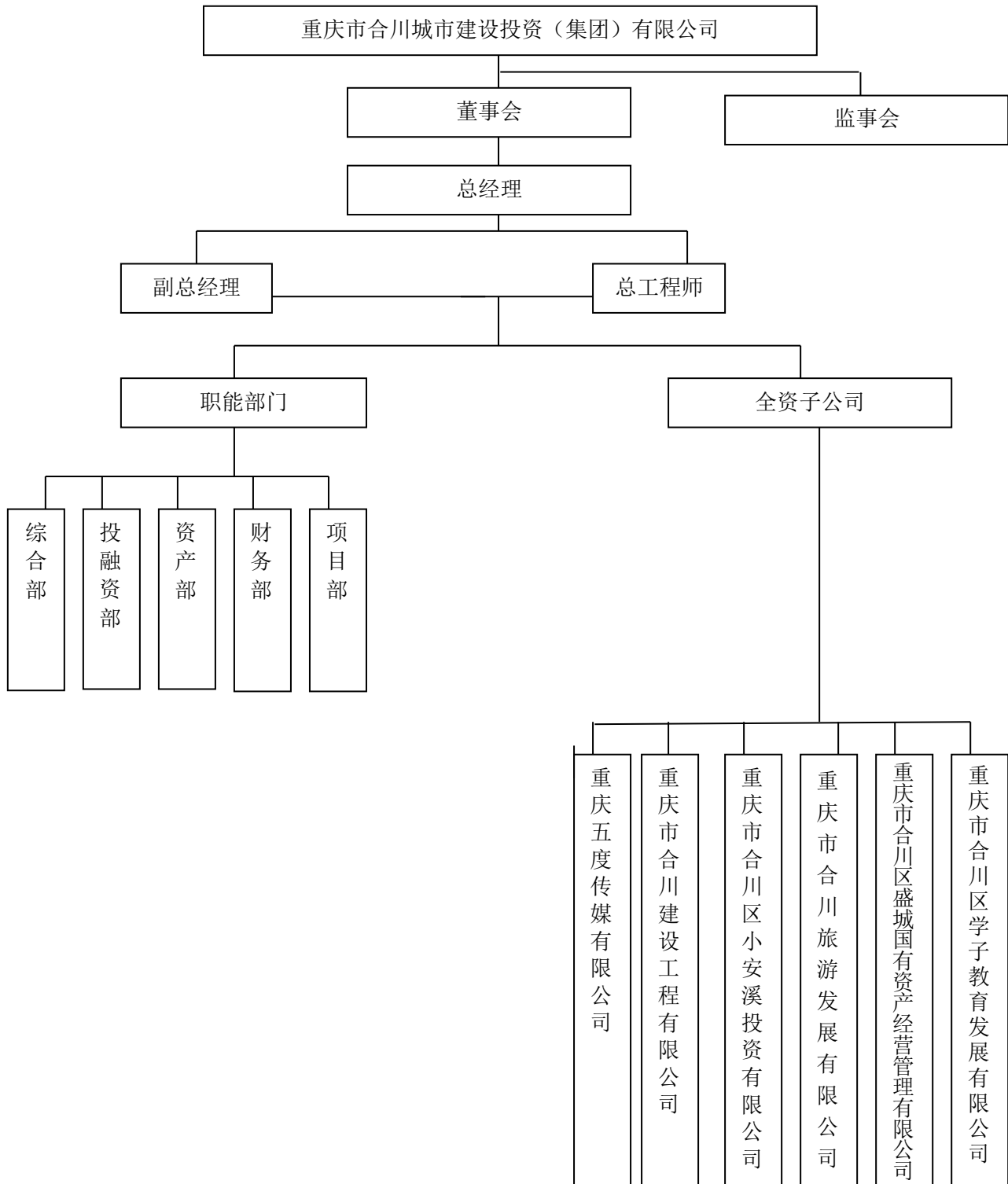
目前，公司资产总额不断增长，但公司土地资产大部分处于抵押状态，其他非流动资产主要为公益性资产且规模较大；公司整体资产质量一般，资产流动性较弱。受公用事业行业特性所限，公司整体盈利能力弱；公司债务规模上升较快，但整体债务负担尚可。

本期专项债券发行规模较大，对现有债务具有很大影响；公司 EBITDA 对本期专项债券待偿还本金保障能力一般，经营活动现金流入量对本期专项债券待偿还本金保障能力较好。本期专项债券存续期内项目预测产生的收益对本期专项债券拟发行总额的覆盖能力一般，对募投项目建设占用额度覆盖尚可。本期专项债券设置提前分期偿还条款，一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期专项债券偿还能力的综合评估，联合信用认为，公司本期专项债券不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1 重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司

组织管理架构图



注：2015年6月18日，公司将旗下子公司重庆市合川交通建设发展有限公司与另一家子公司重庆市合川建设工程有限公司合并为重庆市合川建设工程有限公司，但在2014年审计报告中作为两家子公司处理。

附件 2 重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	224.36	289.84
所有者权益（亿元）	97.28	122.39
短期债务（亿元）	13.54	15.11
长期债务（亿元）	48.30	65.87
全部债务（亿元）	61.84	80.98
营业收入（亿元）	15.74	9.31
净利润（亿元）	1.25	1.71
EBITDA（亿元）	3.08	4.10
经营性净现金流（亿元）	3.45	4.70
应收账款周转次数(次)	4,957.68	1,259.84
存货周转次数（次）	0.10	0.05
总资产周转次数（次）	0.07	0.04
现金收入比率（%）	74.95	111.29
总资本收益率（%）	1.61	1.86
总资产报酬率（%）	1.24	1.43
净资产收益率（%）	1.28	1.56
营业利润率（%）	21.32	40.58
费用收入比（%）	12.27	20.61
资产负债率（%）	56.64	57.77
全部债务资本化比率（%）	38.86	39.82
长期债务资本化比率（%）	33.18	34.99
EBITDA 利息倍数（倍）	2.35	2.47
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.05
流动比率（倍）	2.86	2.50
速动比率（倍）	0.47	0.63
现金短期债务比（倍）	0.46	0.95
经营现金流流动负债比率（%）	7.45	6.95
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.26	0.34

注：2014 年部分财务指标的计算采用的是 2014 年年初数和 2014 年期末数

附件 3 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 = (本次-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次/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	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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 4 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。

