

2012 年重庆市渝南资产经营有限公司

公司债券 2018 年跟踪

信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，
本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

2012年重庆市渝南资产经营有限公司 公司债券2018年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【1106】号 01

债券简称：12渝南债

增信方式：
土地使用权抵押担保

债券剩余规模：
8.00亿元

债券到期日期：
2019年3月23日

债券偿还方式：
按年付息，到期一次还
本，附第5年末公司上
调票面利率选择权及投
资者回售选择权

分析师

姓名：
熊冲 宋根南

电话：
0755-82872123

邮箱：
xiongch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018年6月25日	2017年6月21日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对重庆市渝南资产经营有限公司（以下简称“渝南公司”或“公司”）及其2012年3月23日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2018年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司土地整治和代建基础设施业务收入有保障，公司获得较大力度的外部支持，土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。同时我们也关注到公司面临较大资金压力，应收款项规模较大，存在一定的资金占用，资产流动性较弱，有息债务规模上升，偿债压力较大，存在一定的或有负债等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017年綦江区地区生产总值完成362.13亿元，增长10.0%，高于全国平均水平。
- 土地整治和代建基础设施业务收入较有保障。截至2017年末，公司规划整理土地面积约27.62平方公里，累计已完成整理面积16.90平方公里，土地储备资源丰富，且截至2017年末在建及拟建项目预计总投资为50.06亿元，后续还需投入28.97亿元，代建项目规模较大，公司业务较有保障。
- 公司继续获得外部支持。2017年公司获得綦江区财政局拨付的财政补贴收入4,798.50万元，为土地税收返还及稳岗补贴款，一定程度上提高了公司的资金实力及盈利水平。
- 土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。2017年末公司为本期债

券提供抵押担保的土地使用权价值合计为 16.92 亿元（评估基准日分别为 2017 年 9 月 20 日、2017 年 10 月 15 日和 2017 年 12 月 15 日），为本期债券剩余本金及一年期利息之和的 1.95 倍，仍能为本期债券的本息偿付提供一定保障。

关注：

- **公司面临较大资金压力。**截至 2018 年 3 月末，公司主要在建及拟建项目尚需投资 28.97 亿元，考虑到公司部分土地使用权已用于抵押，融资弹性较小，未来公司面临着较大的资金压力。
- **应收款项规模较大，存在一定的资金占用。**2017 年末，应收款项合计 95.80 亿元，占总资产的 28.48%，规模较大，应收对象主要为政府部门及相关单位，回收风险不大，但回款时间存在一定不确定性，存在一定的资金占用。
- **资产流动性较弱。**2017 年末公司存货规模为 34.71 亿元，占总资产比重为 10.32%；投资性房地产为 164.95 亿元，占资产总额的 49.03%，其中已抵押的土地使用权占投资性房地产比重为 43.20%，整体资产流动性较弱。
- **公司有息债务规模上升，偿债压力较大。**截至 2017 年末，公司有息债务 85.01 亿元，同比增加 3.35%，占公司负债总额的比例为 56.30%，偿债压力较大。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保额合计 15.50 亿元，占当期净资产比重为 8.36%，均无反担保，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2018 年一季度	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,345,379.17	3,364,263.11	3,341,017.11	3,173,398.75
所有者权益（万元）	1,853,980.89	1,854,354.07	1,836,276.52	1,846,365.01
有息债务（万元）	860,194.29	850,059.14	822,517.75	834,139.24
资产负债率	44.58%	44.88%	45.04%	41.82%
流动比率	2.61	2.83	2.50	2.61
营业收入（万元）	10,922.52	111,181.30	143,952.36	140,815.35
其他收益（万元）	0.00	4,798.50	0.00	0.00
营业外收入（万元）	1,639.51	0.00	10,391.14	3,169.37
利润总额（万元）	1,467.77	36,170.68	30,995.95	40,107.15
综合毛利率	69.39%	49.99%	35.01%	72.76%
EBITDA（万元）	-	75,721.87	73,190.24	97,335.00
EBITDA 利息保障倍数	-	1.94	1.75	1.64
经营活动现金流净额（万元）	-14,261.90	47,644.41	-28,023.91	4,211.25

资料来源：2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，2015 年数据采用 2016 年审

计报告期初数，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年3月23日公开发行7年期8亿元公司债券，募集资金拟用于綦江县新城区基础设施建设项目和綦江县城旧城改造项目。截至2017年12月31日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2017年，公司名称、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变更，公司新增注册资本445.00万元，由中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）以货币形式出资。控股股东及实际控制人仍为重庆市綦江区财政局，其持有公司98.58%股份。截至2018年5月末，公司注册资本及实收资本均为48,692.00万元。

2017年，公司主营业务仍为土地整治与基础设施代建。截至2017年12月31日，公司下辖2家子公司，合并范围与上年相比未发生变化。

截至2017年12月31日，公司总资产为3,364,263.11万元，所有者权益合计1,854,354.07万元，资产负债率44.88%。2017年度，公司实现营业收入111,181.30万元，利润总额36,170.68万元，经营活动产生的现金净流入47,644.41万元。

截至2018年一季度末，公司总资产为3,345,379.17万元，所有者权益合计1,853,980.89万元，资产负债率44.58%。2018年一季度，公司实现营业收入10,922.52万元，利润总额1,467.77万元，经营活动产生的现金净流出14,261.90万元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，

第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表1 2017年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押

	号)		
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

2017年,重庆市经济保持快速增长态势,经济实力进一步增强,但经济发展对固定资产投资依赖仍较大

重庆市地处中国内陆西南部,是我国西部大开发重要的战略支点、“一带一路”和长江经济带重要联结点以及内陆开放高地,为汇通南北的综合交通枢纽。2017年,重庆市经济保持快速增长,地区生产总值实现19,500.27亿元,按可比价格计算较上年增长9.3%;按常住人口计算,全市人均GDP达63,689元,较上年增长8.3%,是全国人均GDP的106.75%。

重庆市整体产业格局仍以第二、三产业为主要支撑,三次产业结构持续优化,由2016年的7.42:44.17:48.41调整为6.87:44.08:49.05。2017年工业增加值达6,587.08亿元,比上年增长9.4%,增速同比有所下滑。各支柱产业保持稳步增长,其中汽车制造业、电子制造业、装备制造业分别增长6.2%、27.7%、9.3%。

投资方面,2017年重庆市完成固定资产投资17,440.57亿元,比上年增长9.5%,其中基础设施建设投资5,659.12亿元,比上年增长15.8%,重庆市经济发展对固定资产投资的依赖仍较大。2017年重庆市商品房去库存进程持续推进,2017年末全市商品房待售面积2,051.69万平方米,比上年末减少11.1%;其中商品住宅待售面积578.08万平方米,减少33.9%;全年房地产开发投资3,980.08亿元,比上年增长6.8%。2017年重庆市全年实现社会消费品零售总额8,067.67亿元,比上年增长11.0%。

表2 2016-2017年重庆市经济发展及同比增长情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	19,500.27	9.3%	17,558.76	10.7%
第一产业增加值	1,339.62	4.0%	1,303.24	4.6%
第二产业增加值	8,596.61	9.5%	7,755.16	11.3%
第三产业增加值	9,564.04	9.9%	8,500.36	11.0%
工业增加值	6,587.08	9.4%	6,040.53	10.2%
固定资产投资	17,440.57	9.5%	17,361.12	12.1%
社会消费品零售总额	8,067.67	11.0%	7,271.35	13.2%
进出口总额（亿美元）	692.91	6.1%	627.71	-15.7%
存款余额	34,853.53	8.4%	32,160.09	11.7%
贷款余额	28,417.46	11.3%	25,524.17	11.2%
人均GDP（元）	63,689		57,902	
人均GDP/全国人均GDP	106.75%		107.27%	

注：各项增长率按可比价格计算，2017年重庆市进出口总额按2017年12月31日银行间外汇市场人民币汇率中间价（1美元对人民币6.5063元）计算。

资料来源：重庆市2016-2017年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2017年綦江区经济总量保持较快增长

綦江区经济持续快速发展。2017年綦江区地区生产总值完成362.13亿元，增长10.0%，高于全国平均水平；人均GDP是全国人均GDP的73.99%，经济实力有待提高。三次产业结构比由2016年的15.0:46.6:38.4调整为2017年13.6:48.2:38.2，三次产业分别拉动经济增长0.6个百分点、5.5个百分点、3.9个百分点，二三产业对经济贡献最大。

2017年綦江区实现工业增加值146.42亿元，可比增长10.9%，工业占全区地区生产总值的40.4%。从支柱产业看，在规模以上工业中，铝铜材料101.18亿元，增长22.7%；汽摩整车及零部件126.80亿元，同比增长4.9%；建筑产业现代化17.64亿元，同比增长65.6%。

2017年綦江区固定资产投资（不含跨区和农户投资）总额完成417.46亿元，同比增长15.4%。其中基础设施建设投资183.24亿元，工业投资160.34亿元，房地产开发投资56.47亿元。

2017年綦江区实现社会消费品零售总额131.23亿元，同比增长13.3%。按行业统计，批发业实现17.32亿元，同比增长3.3%；零售业实现85.15亿元，同比增长18.8%；住宿业实现9.10亿元，同比增长3.0%；餐饮业实现19.66亿元，同比增长5.9%。

表3 2016-2017年綦江区经济情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	同比增长	金额	同比增长

地区生产总值	362.13	10.0%	317.93	10.5%
第一产业增加值	49.29	4.3%	47.67	4.8%
第二产业增加值	174.7	11.1%	148.09	12.0%
第三产业增加值	138.14	10.9%	122.17	10.9%
工业增加值	146.42	10.9%	-	-
固定资产投资	417.46	15.4%	441.73	18.6%
社会消费品零售总额	131.23	13.3%	115.82	12.5%
进出口总额（万美元）	4,810.87	3.2%	-	-
存款余额	447.98	11.5%	401.68	8.2%
贷款余额	306.41	15.6%	265.16	21.8%
人均 GDP（元）		44,140		39,537
人均 GDP/全国人均 GDP		73.99%		73.24%
全国人均 GDP		59,660		53,980

注：“-”表示未查到公开数据。

资料来源：綦江区 2016-2017 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

在政府性基金收入的拉升下，2017年重庆市地方综合财力保持增长，但财政自给能力进一步削弱

受益于政府性基金收入的大幅提升，2017年重庆市和市本级实现地方综合财力分别为7,467.49万元、4,998.51万元，同比分别增长15.25%、18.96%。

从地方综合财力结构来看，2017年，重庆市实现公共财政收入2,252.38亿元，同口径增长3.0%，增速放缓；其中税收收入占比65.55%，与去年基本持平。2017年，重庆市本级公共财政收入为824.60亿元，同口径增长2.6%，增速大幅放缓；其中税收收入占比61.05%，较上年有一定下滑主要系城镇土地使用税收入下滑所致。

重庆市一直获得中央较多的政策和资金支持，2017年，重庆市全市上级补助收入为2,964.00亿元，占全市地方综合财力的比重为39.69%；市本级上级补助收入为2,685.24亿元，在市本级地方综合财力占比为53.72%，全市和市本级地方综合财力对上级补助有一定依赖。

政府性基金收入是重庆市本级和全市地方综合财力的重要补充，主要由国有土地使用权出让收入组成。2017年，重庆市全市政府性基金收入为2,251.11亿元，同比增长52.5%；市本级政府性基金收入为1,488.67亿元，同比增长82.5%。近年来，重庆市大规模城市建设和旧城改造置换出较大规模的土地，受房地产市场回暖、土地市场交易活跃、土地成交量超过预计且土地增值空间较以前有所提升的影响，2017年重庆市政府性基金收入呈大幅上升。但国有土地使用权出让收入易受宏观经济以及房地产市场影响，未来土地出让收入可能存在不确定性。

表4 2016-2017 重庆全市和市本级地方财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	全市	市本级	全市	市本级
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	7,467.49	4,998.51	6,479.30	4,201.70
（一）公共财政收入	2,252.38	824.60	2,227.90	836.50
其中：税收收入	1,476.33	503.41	1,438.40	516.30
非税收入	776.05	321.20	789.50	320.20
（二）上级补助收入	2,964.00	2,685.24	2,754.10	2,528.40
（三）政府性基金收入	2,251.11	1,488.67	1,497.30	836.80
其中：国有土地使用权出让收入	2,165.08	1,420.35	1,412.40	774.90
财政支出=（一）+（二）	6,518.88	2,103.69	5,740.00	1,595.00
（一）公共财政支出	4,336.71	1,238.05	4,001.90	1,124.70
（二）政府性基金支出	2,182.17	865.64	1,738.10	470.30
财政自给率	51.94%	66.60%	55.67%	74.38%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%，各项增长率按可比价格计算。

资料来源：重庆市财政局网站（2016-2017年重庆市财政预算执行情况），鹏元整理

从财政支出情况来看，2017年重庆市全市和本级公共财政支出分别达到4,336.71亿元和1,238.05亿元，同比增长7.9%和9.2%，其中刚性支出¹占比分别为46.04%和46.73%。2017年，重庆市全市和市本级的财政自给率分别为51.94%、66.60%，全市的财政自给能力较上年进一步下降。

总体上看，由于重庆市财政实力稳步增长，为支持当地经济发展奠定了良好的基础，但需注意到2017年重庆市地方综合财力增速放缓，全市财政自给能力较弱且进一步下滑，地方综合财力对上级补助的依赖性较大，受房地产市场回暖、土地市场交易活跃影响，2017年重庆市政府性基金收入呈大幅上升。

2017年綦江区公共财政收入有所下滑，财政自给能力减弱

2017年綦江区地方综合财力有所下滑，实现地方综合财力（不包含万盛经济开发区）62.21亿元，同比减少9.39%，主要系政府性基金收入大幅下滑所致。

2017年綦江区实现公共财政收入25.31亿元，占地方综合财力比重为40.68%，同比下滑1.25个百分点，地方综合财力稳定性减弱。公共财政收入结构来看，税收收入占比为60.13%，同比增长0.46个百分点，公共财政收入质量有所提高。

2017年綦江区上级补助收入为36.35亿元，同比大幅增长23.01%，占当年地方综合财力的比重为58.43%，地方财政收入对上级补助有较高依赖性。上级补助收入中，专项转移支付收入占比为43.96%，专项转移支付收入多为指定用途，使用上存在一定限制。

2017年綦江区政府性基金收入仅为0.55亿元，同比大幅下滑94.67%，政府性基金收入

¹刚性支出主要包括一般公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出以及医疗卫生与计划生育支出。

规模主要取决于国有土地使用权出让情况，易受国家宏观政策、土地存量、全市城建规划等外部因素的影响，存在较大的不确定性。

表5 綦江区 2016-2017 年财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	62.21	68.66
（一）公共财政收入	25.31	28.79
其中：税收收入	15.22	17.18
非税收入	10.09	11.61
税收收入/公共财政收入	60.13%	59.67%
（二）上级补助收入	36.35	29.55
其中：返还性收入	2.75	2.40
一般转移支付收入	15.89	14.58
专项转移支付收入	15.98	12.57
（三）政府性基金收入	0.55	10.32
财政支出=（四）+（五）	77.59	70.85
（四）公共财政支出	68.06	61.63
（五）政府性基金支出	9.53	9.22
财政自给率	37.19%	46.71%

注：（1）财政自给率=公共财政收入/公共财政支出*100%；

（2）财政数据均不包含万盛经济开发区。

资料来源：重庆市綦江区财政局

财政支出方面，綦江区地方财政支出主要来源于公共财政支出。2017年公共财政支出68.06亿元，其中社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个科目支出之和占公共财政支出的比重为55.44%，支出具有一定的刚性；财政自给率仅为37.91%，同比下降了9.52个百分点，财政自给能力进一步减弱。

表6 2016-2017 年綦江区公共财政支出中刚性支出情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
刚性支出	37.74	55.44%	34.92	56.66%
社会保障和就业	8.96	13.16%	9.08	14.73%
医疗卫生	8.72	12.81%	8.07	13.09%
教育	13.72	20.16%	10.47	16.99%
一般公共服务	6.34	9.31%	7.30	11.84%

注：刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目。

资料来源：綦江区财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

公司是綦江区重要的投融资平台和基础设施建设主体，主要负责綦江区主城区、綦江桥河工业园区（齿轮城）、北渡铝产业园区和通惠食品园区内土地整治出让和基础设施建设。2017年，公司实现主营业务收入104,618.43万元，同比下降24.61%，主要系代建基础设施项目结转收入大幅减少所致。土地整治出让收入和代建基础设施收入占营业收入的比例分别为59.46%和39.79%，是公司收入的主要来源。

从毛利率来看，2017年公司实现主营业务收入毛利率48.95%，较上年增加了14.15个百分点。其中，土地整治出让业务毛利率为71.94%，较上年增加了15.44个百分点，系土地整治成本大幅下降所致。公司管理费业务主要系根据区政府的安排，公司将闲散资金向区政府指定单位拆借并每年收取借款本金1%的资金管理费，毛利率为100%，公司资金拆借对象主要为东部新城管委会、国土局等国有企业和政府部门，还款较有保障。

2018年1-3月，公司营业收入为10,922.52万元，全部为土地整治出让收入，同比下降62.01%；2018年1-3月，毛利率为69.39%，较同期上升56.35个百分点。

表7 2016-2017年及2018年1-3月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整治出让	10,922.52	69.39%	62,203.11	71.94%	61,542.24	56.50%
代建基础设施	-	-	41,628.61	13.63%	76,449.90	16.67%
管理费	-	-	786.71	100.00%	774.39	100%
合计	10,922.52	69.39%	104,618.43	48.95%	138,766.52	34.80%

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

公司持续实现较大规模的土地整治出让业务收入，但易受当地土地规划及土地一级市场影响而存在一定不确定性

公司土地整治出让业务的具体模式分为两种：1、公司完成项目范围内土地一级开发后，由綦江区相关部门通过招、拍、挂等方式出让，所得收入上缴綦江区财政局，綦江区财政局将土地出让净收益连同征收、熟化土地的成本返还给公司。桥河工业园、通惠食品园和部分主城区的土地开发整理采用该种模式。根据《重庆市綦江区财政局关于返还通惠建设公司及工业园区土地出让收入的通知》（綦财发【2012】059号），綦江区财政局同意公司开发土地由区国土资源和房屋管理局招拍挂处置，处置后的土地出让收入，在扣除相应的契税等税费后，按出让总价的81.95%返还作为公司的土地整治出让收入。2、代建模式，公司自2013年起接受綦江区政府委托，对一定范围内土地进行整理并按照整治成本的

15%计提管理费用收入，整治完成后綦江区政府回购土地。北渡铝产业园区和部分主城区按该种模式进行。

2017年，公司实现土地整治出让收入62,203.11万元，同比上升了1.07%，全部来自土地出让金返还模式，2017年公司土地出让收入返还情况较上年大有改善，土地出让面积略有增长。考虑到公司土地整治出让业务需在政府指导下进行，且政府供地计划易受当地土地市场价格波动的影响，不排除未来土地市场价格的下滑或政府供地收紧而造成公司土地整治收入存在波动性。

表8 2017年公司土地整治出让收入情况

项目	2017年	2016年	2015年
出让面积（亩）	400.02	395.77	1,568.00
出让单价（万元/亩）	155.5	155.5	66.9
出让总收入（亿元）	6.22	6.15	10.49
土地出让收入当年返还（亿元）	5.92	2.97	11.22

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司规划整理土地面积约27.62平方公里，累计已完成整理面积16.90平方公里；预计总投资110.00亿元，累计已投资44.60亿元，公司土地整理储备较丰富，后续土地整理出让业务较有保障。

表9 截至2017年末公司土地整理情况（单位：平方公里、亿元）

项目名称	规划整理面积	累计已整理面积	预计总投资	已投资
桥河工业园	12.62	9.50	50.00	23.00
北渡铝产业园区	10.00	5.40	40.00	14.60
通惠食品园	5.00	2.00	20.00	7.00
合计	27.62	16.90	110.00	44.60

资料来源：公司提供

2017年公司代建基础设施业务收入大幅下降，目前在建项目较多，收入来源较有保障，但在建项目资金缺口较大，存在较大的资金支出压力

根据《綦江县财政局关于回购代建的政府性基础设施建设工程的通知》（綦财发【2007】225号），綦江区政府对公司代建的基础设施项目按公司实际投入成本的110%进行回购。2012年，綦江区财政局发布《重庆市綦江区财政局关于回购代建的政府性基础设施建设工程的通知》（綦财发【2012】18号），将回购加成比例上调至15%，2016年起回购加成比例上调至20%。公司代建基础设施业务，主要由子公司重庆綦江区工业园区建设开发有限公司（以下简称“工业园区公司”）负责。2017年实现代建基础设施业务收入41,628.61万元，同比大幅下降45.55%，系工业园区公司代建的綦河流域综合整治项目结算减少所致。毛利率方

面，公司2017年毛利率实现13.63%，较上年下降3.04个百分点。

截至2018年3月末，公司主要在建项目为綦江区城市环线及骨架道路建设、重庆綦江科创中心钢结构示范项目，其中綦江区城市环线及骨架道路建设项目单独与綦江区政府签订了回购协议，原计划3年完工，但由于国家宏观调控原因，施工进度慢于原计划，该项目目前处于缓建状态。截至2018年3月末，公司主要在建及拟建项目预计总投资为50.06亿元，已完成投资21.09亿元，尚需投资28.97亿元，未来工程代建收入较有保障，但面临较大的资金支出压力。

表10 截至2018年3月31日公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划建设周期	总投资	已投资	是否签订回购协议
綦江区城市环线及骨架道路建设项目	2012.3~待定	34.39	19.39	是
重庆綦江科创中心钢结构示范项目	2017.7-2018.12	3.60	1.70	否
重庆綦江工业园区土地整治项目	2017.12~2020.12	6.06	-	否
綦江工业园区半岛基础设施项目	2017.05~2022.12	6.01	-	否
合计	-	50.06	21.09	-

资料来源：公司提供

公司在财政补贴方面继续得到当地政府支持

作为綦江区城市建设开发的主体，公司承担了较重的建设任务，为提高公司综合实力和偿债能力，綦江区政府在财政补贴方面继续给予公司扶持。2017年公司获得綦江区财政局拨付的财政补贴收入4,798.50万元，为土地税收返还及稳岗补贴款，用于支持公司基础设施建设，计入其他收益，一定程度上提高了公司盈利水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，2016年数据采用2017年审计报告期初数，公司的财务报表按照新会计准则进行编制。2017年公司会计政策变更、前期会计差错更正及其影响如下：

表11 2017年公司会计政策变更及前期会计差错更正情况

会计政策变更及前期会计差错更正	受影响的报表项目名称
-----------------	------------

财政部于2017年4月及5月分别颁布了《企业会计准则第42号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》和修订的《企业会计准则第16号—政府补助》

公司及子公司綦江县通惠建设开发有限公司，按照税务局要求补缴2010-2016年度土地使用税、契税、印花税

①修改了财务报表的列报，包括在利润表中列示持续经营损益和终止经营损益等。

②对于与收益相关的政府补助，在计入利润表时，由原计入营业外收入改为对于与企业日常活动相关的政府补助，按照经济业务实质，计入其他收益或冲减相关成本费用；对于与企业日常活动无关的政府补助，计入营业外收支。

①公司补缴税费调增2017年度期初应交税费21,907.42万元，2017年度期初盈余公积减少2,190.74万元，期初未分配利润减少19,716.68万元。
 ②子公司补缴税费调增2017年度期初应交税费2,852.55万元，2017年度期初未分配利润减少2,852.55万元。

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资产结构与质量

公司资产主要以基础设施及土地使用权为主，但部分土地使用权已抵押，资产流动性较弱；应收款项规模较大，存在较大的资金占用

截至2017年末，公司资产总额为3,364,263.11万元，与上年基本持平。公司资产结构以非流动资产为主，2017年末占比50.31%。截至2018年3月末，公司资产总额为3,345,379.17万元，与2017年末基本持平，资产结构仍以非流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货组成。2017年末，公司货币资金为204,121.71万元，同比增加29.37%，主要系公司收到的土地整治返还款增加及收到新发行融资工具的款项所致，其中用于质押的定期存单和承兑保证金为10,225.85万元，使用权受到限制。公司应收账款大部分为应收代建项目的回购款及土地整理出让的返还资金，2017年末公司应收账款为395,051.16万元，同比增加10.00%，主要为对政府部门及国有企业的应收款项，其中应收重庆市綦江区财政局账款为183,814.00万元，占比为46.53%。公司其他应收款的对象主要为政府部门及关联方的往来款，2017年末金额为562,997.55万元，同比增长2.90%，其中应收重庆市綦江区财政局198,561.83万元，占比为35.23%。公司应收款项合计958,048.71万元，占总资产的28.48%，规模较大，考虑到应收对象主要以政府部门和国有企业为主，回收风险较小，但回款时间存在一定不确定性，存在较大的资金占用。公司预付款项主要为预付重庆宏光公路建设开发有限公司的环城道路工程款，2017年末为159,349.52万元，同比下降了25.32%，主要系公司应付财政局的政府债券代偿债务款冲减相关部门和国有企业的预付款项所致。公司存货全部由土地整治项目和基础设施建设的开发成本构成，2017年末存货余额为347,084.61万元，同比增长4.88%，主要系北渡铝产业园征地拆迁项目、工业园区建设等项目投入增加所致。

表12 2016-2017年及2018年3月末公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	194,646.70	5.82%	204,121.71	6.07%	157,784.39	4.72%
应收账款	401,877.61	12.01%	395,051.16	11.74%	359,134.82	10.75%
预付款项	163,853.95	4.90%	159,349.52	4.74%	213,375.67	6.39%
其他应收款	543,796.96	16.26%	562,997.55	16.73%	547,128.34	16.38%
存货	356,504.61	10.66%	347,084.61	10.32%	330,940.95	9.91%
流动资产合计	1,660,679.83	49.64%	1,671,604.55	49.69%	1,637,414.16	49.01%
投资性房地产	1,645,368.20	49.18%	1,649,456.39	49.03%	1,676,836.19	50.19%
非流动资产合计	1,684,699.34	50.36%	1,692,658.55	50.31%	1,703,602.95	50.99%
资产总计	3,345,379.17	100.00%	3,364,263.11	100.00%	3,341,017.11	100.00%

注：2016年数据采用2017年审计报告期初数。

资料来源：2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

公司非流动资产主要为投资性房地产。根据公司董事会决定，公司于2012年开始将已出租的建筑物以及准备增值后转让的土地使用权转入投资性房地产，并按公允价值模式计量。公司投资性房地产主要为持有待增值后转让的土地使用权，2017年末投资性房地产账面价值为1,649,456.39万元，同比下降了1.63%，主要系出让了部分土地所致，其中投资性房地产中公司已抵押的土地使用权账面价值为712,587.76万元，占投资性房地产金额比重为43.20%。

整体来看，公司资产主要以代建基础设施和土地使用权为主，且部分土地使用权已用于抵押，整体流动性较弱；应收款项规模较大，存在一定的资金占用情形。

盈利能力

公司营业收入和毛利率存在波动性，利润总额对财政补贴和公允价值变动损益有一定依赖

2017年，公司实现营业收入111,181.30万元，同比下降22.77%，主要系代建基础设施项目结转收入大幅减少所致。其中土地整治出让收入和代建基础设施收入占营业收入的比例，分别为59.46%和39.79%，是公司收入的主要来源。截至2017年末，公司代建的基础和土地整理开发成本为34.71亿元，这些项目或者单独与綦江区财政局签订了回购协议或者按照綦江区政府出具的相关文件进行回购，未来业务收入较有保障，但易受项目进度和土地市场出让情况影响，收入存在波动。

从盈利能力指标来看，2017年，公司综合毛利率为49.99%，同比上升了14.98个百分

点,主要系当期公司出让土地的整治成本下降所致。2017年公司获得财政补贴收入4,798.50万元,为税收返还和稳岗补贴,计入其他收益,占利润总额的13.27%,公司利润对财政补贴有一定依赖。值得注意的是,2017年公司公允价值变动收益为13,688.92万元,为投资性房地产公允价值变动所致,为公司利润总额提供较大补充,盈利稳定性较弱。

2018年1-3月,公司营业收入实现10,922.52万元,全部为土地整治出让收入,同比下降62.01%,毛利率为69.39%,较同期上升56.35个百分点。2018年1-3月实现利润总额1,467.77万元,营业外收入为1,639.51万元,系公司利润的主要来源。

表13 公司 2016-2017 年及 2018 年 1-3 月公司主要盈利指标 (单位: 万元)

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	10,922.52	111,181.30	143,952.36
营业利润	-155.73	36,223.25	20,604.81
公允价值变动收益	0.00	13,688.92	22,072.03
其他收益	0.00	4,798.50	0.00
营业外收入	1,639.51	0.00	10,391.14
利润总额	1,467.77	36,170.68	30,995.95
净利润	1,467.77	27,592.69	23,589.54
综合毛利率	69.39%	49.99%	35.01%

注: 2016年数据采用2017年审计报告期初数。

资料来源: 2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表, 鹏元整理

现金流

公司经营性活动产生的现金流情况改善, 项目后续投资规模较大, 公司面临较大资金压力

公司代建基础设施和土地整理出让业务的回款主要通过綦江区财政局支付, 随着重庆市綦江区财政局支付基础设施建设业务和土地整治开发业务款项的增多, 经营活动现金流量逐步改善。2017年公司回款规模增大, 收现比上升至0.51, 主要系土地整理出让业务收现能力大幅增强所致。考虑到公司土地整治出让业务受政府财政资金安排影响较大, 公司未来收现情况存在一定波动。2017年, 随着公司回款情况的改善、项目投入资金规模的减少, 经营活动产生的现金净流入47,644.41万元。由于公司工程为年中阶段性结算, 2018年一季度公司经营活动产生的现金净流出14,261.90万元。

2017年公司投资活动产生的现金净流入66,131.41万元, 同比大幅增加, 主要原因系公司收回理财资金, 使得收回投资收到的现金大幅增加至122,794.46万元。

2017年公司筹资活动现金净流出25,464.34万元, 主要系公司归还所有短期借款和部分

长期借款所致。公司代建基础设施规模较大，截至2018年3月末，公司主要在建及拟建项目预计总投资为50.06亿元，尚需投资28.97亿元，考虑到公司部分土地使用权已用于抵押，融资弹性较小，未来公司面临着较大的资金压力。

表14 2016-2017年及2018年1-3月公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
收现比	0.00	0.51	0.22
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	56,355.12	31,718.20
收到其他与经营活动有关的现金	95,520.23	298,484.39	485,034.10
经营活动现金流入小计	97,157.39	354,839.51	521,875.85
购买商品、接受劳务支付的现金	7,911.71	85,206.62	141,023.36
支付其他与经营活动有关的现金	101,713.38	189,847.97	378,812.98
经营活动现金流出小计	111,419.30	307,195.11	549,899.76
经营活动产生的现金流量净额	-14,261.90	47,644.41	-28,023.91
投资活动产生的现金流量净额	2,973.26	66,131.41	-86,129.38
筹资活动产生的现金流量净额	2,039.48	-25,464.34	1,539.43
现金及现金等价物净增加额	-9,249.16	88,311.47	-112,613.87

注：2016年数据采用2017年审计报告期初数。

资料来源：2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增加，偿债压力较大

截至2017年末，公司负债总额为1,509,909.04万元，与上年基本持平。截至2017年末，公司所有者权益1,854,354.07万元，较上年略有增加，主要系农发基金出资增加公司实收资本445.00万元、增加公司资本公积15,935.00万元，但因公司补缴税费合计调减2017年期初数22,569.23万元、因公司堰岗片区的部分土地被有偿收回减少其他综合收益本期减少17,710.13万元所致。综合以上因素，公司负债与所有者权益比率为81.43%，与上年基本持平，净资产对负债的保障能力一般。2018年一季度末，公司资本结构未发生较大变化，负债总额为1,491,398.28万元，负债与所有者权益比率为80.44%。

表15 2016-2017年及2018年3月末公司主要负债结构（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	1,491,398.28	1,509,909.04	1,504,740.59
所有者权益	1,853,980.89	1,854,354.07	1,836,276.52
负债与所有者权益比率	80.44%	81.43%	81.95%

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要包括其他应付款和一年内到期的非流动负债。2017年公司偿还对华福证券有限责任公司的全部短期借款52,000.00万元，使得短期借款账面余额为0。公司其他应付款主要系与綦江区财政局及国有企业的临时性往来款及少部分应付的代垫工程款，截至2017年末为414,894.96万元，同比下降3.03%，系公司应付綦江区财政局的政府债券代偿债务款冲减相关部门和国有企业的预付款项所致。截至2017年末，公司一年内到期的非流动负债为92,805.00万元，全部为一年内到期的长期借款，利率区间为6.50%-11.00%。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和专项应付款构成。截至2017年末，公司长期借款为83,095.00万元，较上年下降66.25%，主要系借款中92,805.00万元重分类至一年内到期的非流动负债所致。截至2017年末，公司应付债券为673,933.29万元，同比增加54.73%，主要系公司新发行“17渝南债”（发行规模7.00亿元，期限5年，固定利率5.50%）、“17渝南MTN001”（发行规模3.00亿元，期限3年，固定利率5.89%）、“17渝南资产PPN001”（发行规模5.00亿元，期限5年，固定利率6.50%）、“17渝南资产PPN002”（发行规模10.00亿元，期限5年期，固定利率6.80%）所致。专项应付款主要系綦江区财政局偿债准备金，2017年末为53,680.02万元，同比下降7.92%，其中綦江区财政局偿债准备金余额43,212.58万元，占比80.50%。其他应付款和专项应付款主要为各种形式的财政往来款和财政拨入的项目资本金，公司无实质偿付压力。

表16 2016-2017年及2018年3月末公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	52,000.00	3.46%
其他应付款	394,061.12	26.42%	414,894.96	27.48%	427,844.40	28.43%
一年内到期的非流动负债	162,205.00	10.88%	92,805.00	6.15%	88,553.20	5.88%
流动负债合计	635,465.87	42.61%	590,576.62	39.11%	655,979.30	43.59%
长期借款	103,695.00	6.95%	83,095.00	5.50%	246,223.30	16.36%
应付债券	593,933.29	39.82%	673,933.29	44.63%	435,541.25	28.94%
专项应付款	49,680.02	3.33%	53,680.02	3.56%	58,298.47	3.87%
非流动负债合计	855,932.42	57.39%	919,332.42	60.89%	848,761.30	56.41%
负债总额	1,491,398.28	100.00%	1,509,909.04	100.00%	1,504,740.59	100.00%
其中：有息债务	860,194.29	57.68%	850,059.14	56.30%	822,517.75	54.66%

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

公司有息债务包括应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券。截至2017年底，公司有息债务合计850,059.14万元，同比增加3.35%，占负债总额的比重为56.30%，规模仍较大，从偿还期限来看，2018年4月至2020年计划偿还本金31.73亿元，公司面临较大偿债压力。

表17 截至2018年3月末公司有息债务本金偿还期限分布表（单位：亿元）

年份	有息债务本金偿还金额
2018年4-12月	8.97
2019年	12.13
2020年	10.63
2021年	29.36

资料来源：公司提供

从偿债指标来看，2017年资产负债率为44.88%，与上年基本持平。由于存货规模增加，而短期借款的偿还，公司流动比率和速动比率分别为2.83和2.24，较上年略有增加，短期偿债能力略有提升。公司2017年EBITDA为75,721.87万元，同比增加3.46%。2017年公司有息债务规模表现增加，但由于部分有息债务利息由政府偿还，计入财务费用的利息支出同比下滑6.38%，使得2017年公司EBITDA利息保障倍数提升至1.94，EBITDA对利息的保障能力有所增强。

表18 2016-2017年及2018年一季度公司偿债能力指标

项目	2018年一季度	2017年	2016年
资产负债率	44.58%	44.88%	45.04%
流动比率	2.61	2.83	2.50
速动比率	2.05	2.24	1.99
EBITDA（万元）	-	75,721.87	73,190.24
EBITDA利息保障倍数	-	1.94	1.75
有息债务/EBITDA	-	11.23	11.24

注：2016年数据采用2017年审计报告期初数。

资料来源：2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平

公司以其拥有的9宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，土地抵押物均已于2012年4月5日办妥土地抵押登记手续。2017年12月，经重庆咨正资产评估房地产土地估价有限公司出具的资产评估报告，9宗土地使用权的评估价值合计为169,198.73万元为本期债券本金

及一年期利息之和的1.95倍，土地使用权抵押仍能为本期债券的偿付提供有效保障。

表19 抵押物资产基本情况

序号	土地证号	使用权面积 (平方米)	评估价值 (万元)	土地 性质	资产评估证书 编号	评估基准日
1	207 房地证 2005 字第 7993 号	54,625.00	6,828.13	出让	重碁咨正所(2017) (估)字第 58 号	2017/10/15
2	207 房地证 2009 字第 826 号	60,033.60	13,447.53	出让	重碁咨正所(2017) (估)字第 098 号	2017/12/15
3	207 房地证 2009 字第 828 号	33,337.30	8,434.34	出让	重碁咨正所(2017) (估)字第 086 号	2017/12/15
4	207 房地证 2009 字第 830 号	59,930.80	12,645.40	出让	重碁咨正所(2017) (估)字第 088 号	2017/12/15
5	207 房地证 2009 字第 813 号	73,101.40	7,968.05	出让	重碁咨正所(2017) (估)字第 104 号	2017/12/15
6	207 房地证 2009 字第 814 号	59,143.80	6,446.67	出让	重碁咨正所(2017) (估)字第 105 号	2017/12/15
7	207 房地证 2009 字第 817 号	58,125.60	6,335.69	出让	重碁咨正所(2017) (估)字第 106 号	2017/12/15
8	207 房地证 2009 字第 8243 号	133,333.30	25,466.66	出让	重碁咨正所(2017) (估)字第 013 号	2017/9/20
9	207 房地证 2010 字第 854 号	427,362.60	81,626.26	出让	重碁咨正所(2017) (估)字第 014 号	2017/9/20
合计		958,993.40	169,198.73	-	-	-

资料来源：公司提供

七、或有事项分析

截至2017年12月末，公司对外担保额合计15.50亿元，占净资产的8.36%，均为国有企业，均无反担保，存在一定的或有负债风险。

表20 截至 2017 年 12 月末公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象名称	担保种类	抵押物种类	担保余额	担保期限
重庆碁嵘实业有限公司	抵押担保	土地使用权	30,000.00	2016.3.22-2036.2.22
重庆碁嵘实业有限公司	抵押担保	土地使用权	30,000.00	2016.4.29-2036.2.24
重庆碁嵘实业有限公司	抵押担保	土地使用权	15,000.00	2017.3.15-2036.2.24
重庆碁嵘实业有限公司	抵押担保	土地使用权	20,000.00	2016.12.28-2034.7.10
重庆市碁江区东部新城开 发建设有限公司	担保	-	30,000.00	2017.1.17-2026.12.31
重庆市碁江区东部新城开 发建设有限公司	担保	-	30,000.00	2016.12.29-2021.12.28
合计	-	-	155,000.00	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2017年公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础；公司土地整治和代建基础设施业务较有保障；公司获得较大力度的外部支持；土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

同时我们也关注到公司经营项目后续投资规模较大，主要在建及拟建项目尚需投资28.97亿元，考虑到公司部分土地使用权已用于抵押，融资弹性较小，公司面临较大资金压力；应收款项规模较大，存在一定的资金占用；公司存货和投资性房地产规模较大，资产流动性较弱；有息债务规模上升，偿债压力较大；存在一定的或有负债等风险因素。

基于上述情况，鹏元对公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	194,646.70	204,121.71	157,784.39	218,198.26
应收账款	401,877.61	395,051.16	359,134.82	351,088.94
预付款项	163,853.95	159,349.52	213,375.67	396,294.10
其他应收款	543,796.96	562,997.55	547,128.34	172,027.41
存货	356,504.61	347,084.61	330,940.95	318,917.08
流动资产合计	1,660,679.83	1,671,604.55	1,637,414.16	1,456,525.79
可供出售金融资产	13,600.00	13,600.00	2,600.00	2,600.00
投资性房地产	1,645,368.20	1,649,456.39	1,676,836.19	1,694,751.61
固定资产	13,692.19	13,933.78	14,342.40	15,329.61
无形资产	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00
长期待摊费用	214.94	214.94	259.111301	190.78
递延所得税资产	49.73	49.73	30.101874	-
其他非流动资产	695.44	4,404.62	6,535.15	1,000.96
非流动资产合计	1,684,699.34	1,692,658.55	1,703,602.95	1,716,872.96
资产总计	3,345,379.17	3,364,263.11	3,341,017.11	3,173,398.75
短期借款	0.00	0.00	52,000.00	50,000.00
应付票据	361.00	225.85	200.00	-
应付账款	5,218.77	5,215.97	4,458.04	4,313.12
预收款项	7,000.97	5,602.68	1,438.37	1,488.37
应交税费	45,642.08	45,644.94	65,139.09	52,713.72
应付利息	20,783.48	25,993.79	16,346.19	11,865.73
其他应付款	394,061.12	414,894.96	427,844.40	280,421.92
一年内到期的非流动负债	162,205.00	92,805.00	88,553.20	108,300.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	50,000.00
流动负债合计	635,465.87	590,576.62	655,979.30	559,102.86
长期借款	103,695.00	83,095.00	246,223.30	378,358.98
应付债券	593,933.29	673,933.29	435,541.25	247,480.26
长期应付款	2,407.05	2,407.05	0.07	2,727.85
专项应付款	49,680.02	53,680.02	58,298.47	30,293.11
递延所得税负债	106,217.07	106,217.07	108,698.21	109,070.68
非流动负债合计	855,932.42	919,332.42	848,761.30	767,930.88
负债合计	1,491,398.28	1,509,909.04	1,504,740.59	1,327,033.74
实收资本	48,692.00	48,692.00	48,247.00	48,247.00
资本公积	1,592,419.06	1,190,359.30	1,174,424.30	1,174,424.30

其他综合收益	0.00	403,900.73	421,610.86	431,521.35
盈余公积	20,622.84	20,622.84	17,560.90	17,592.26
未分配利润	192,246.98	190,779.21	174,433.46	174,580.11
归属于母公司所有者权益合计	1,853,980.89	1,854,354.07	1,836,276.52	1,846,365.01
所有者权益合计	1,853,980.89	1,854,354.07	1,836,276.52	1,846,365.01
负债和所有者权益总计	3,345,379.17	3,364,263.11	3,341,017.11	3,173,398.75

注：2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业收入	10,922.52	111,181.30	143,952.36	140,815.35
营业成本	3,343.10	55,599.03	93,556.85	38,361.51
税金及附加	0.00	5,637.94	15,543.13	198.96
管理费用	664.07	3,467.64	2,501.75	8,108.64
财务费用	7,071.08	29,351.81	33,724.53	60,983.41
资产减值损失	0.00	363.76	-83.74	76.53
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	0.00	13,688.92	22,072.03	4,209.38
投资收益	0.00	972.38	452.15	55.45
资产处置收益	0.00	2.33	-629.24	0.00
其他收益	0.00	4,798.50	0.00	0.00
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	-155.73	36,223.25	20,604.81	37,351.12
加：营业外收入	1,639.51	0.00	10,391.14	3,169.37
减：营业外支出	0.00	52.57	629.24	413.34
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	1,467.77	36,170.68	30,995.95	40,107.15
减：所得税费用	0.00	8,578.00	7,406.41	11,247.38
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	1,467.77	27,592.69	23,589.54	28,859.77

注：2015年数据采用2016年审计报告期初数，2016年数据采用2017年审计报告期初数。
 资料来源：2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	56,355.12	31,718.20	113,090.46
收到的税费返还	1,637.16	0.00	5,123.55	3,169.37
收到其他与经营活动有关的现金	95,520.23	298,484.39	485,034.10	627,741.12
经营活动现金流入小计	97,157.39	354,839.51	521,875.85	744,000.95
购买商品、接受劳务支付的现金	7,911.71	85,206.62	141,023.36	177,110.54
支付给职工以及为职工支付的现金	156.70	1,685.30	1,450.01	482.58
支付的各项税费	1,637.51	30,455.21	28,613.42	6,480.08
支付其他与经营活动有关的现金	101,713.38	189,847.97	378,812.98	555,716.50
经营活动现金流出小计	111,419.30	307,195.11	549,899.76	739,789.70
经营活动产生的现金流量净额	-14,261.90	47,644.41	-28,023.91	4,211.25
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资所收到的现金	3,000.00	122,794.46	42,904.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	972.38	452.15	55.45
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	17.62	15.12	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	52,000.00	501.06	0.00
投资活动现金流入小计	3,000.00	175,784.47	43,872.33	55.45
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	26.74	2,413.06	5,347.72	986.94
投资支付的现金	0.00	107,240.00	71,954.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	52,700.00	499.90
投资活动现金流出小计	26.74	109,653.06	130,001.72	1,486.84
投资活动产生的现金流量净额	2,973.26	66,131.41	-86,129.38	-1,431.39
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	441,944.70
发行债券收到的现金	0.00	0.00	206,743.75	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	516.86	2,159.70	0.00	20,242.41
筹资活动现金流入小计	21,216.86	285,134.70	369,454.07	462,187.11
偿还债务支付的现金	10,600.00	249,540.00	295,036.60	224,076.84
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,575.34	58,702.64	71,149.69	65,803.00
支付其他与筹资活动有关的现金	2.04	2,356.40	1,728.35	6,417.70
筹资活动现金流出小计	19,177.38	310,599.04	367,914.64	296,297.54
筹资活动产生的现金流量净额	2,039.48	-25,464.34	1,539.43	165,889.57
四、现金及现金等价物净增加额	-9,249.16	88,311.47	-112,613.87	168,669.43

注：2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数。
资料来源：2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	27,592.69	23,589.54	35,075.53
加：资产减值准备	363.76	-83.74	76.53
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	383.29	355.34	368.91
长期待摊费用摊销	66.35	72.75	28.74
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-2.33	629.24	393.33
固定资产报废损失	2.95	0.00	0.00
公允价值变动损失	-13,688.92	-22,072.03	-4,209.38
财务费用	39,101.55	41,766.21	56,830.20
投资损失	-972.38	-452.15	-55.45
递延所得税资产减少	-19.63	-30.10	11.25
递延所得税负债增加	-2,481.15	-372.46	620.86
存货的减少	-16,143.67	-12,023.87	-22,461.92
经营性应收项目的减少	27,063.40	-226,949.40	-121,396.62
经营性应付项目的增加	-13,648.03	167,546.77	58,929.27
经营活动产生的现金流量净额	47,644.41	-28,023.91	4,211.25

注：2015年数据采用2016年审计报告期初数，2016年数据采用2017年审计报告期初数。
 资料来源：2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表

附录四 主要财务指标表

项目	2018 年一季度	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	69.39%	49.99%	35.01%	72.76%
收现比	0.00	0.51	0.22	0.80
资产负债率	44.58%	44.88%	45.04%	41.82%
流动比率	2.61	2.83	2.50	2.61
速动比率	2.05	2.24	1.99	2.03
EBITDA（万元）	-	75,721.87	73,190.24	97,335.00
EBITDA 利息保障倍数	-	1.94	1.75	1.64
有息债务（万元）	860,194.29	850,059.14	822,517.75	834,139.24

注：2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。

a

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。