

2014 年重庆市长寿生态旅业开发有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2014年重庆市长寿生态旅业开发有限公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【399】号 01

债券简称：14渝旅开债/
PR渝旅开

债券剩余规模：1.40亿
元

债券到期日期：2021年
6月19日

债券偿还方式：按年付
息，债券存续期的第三
年至第七年等额偿还
20%本金

分析师

姓名：
王先宗 王哲

电话：
0755-82872090

邮箱：
wangxz@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.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	2020年06月23日	2019年06月14日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对重庆市长寿生态旅业开发有限公司¹（以下简称“长寿生态旅业”或“公司”）及其2014年06月19日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2020年跟踪评级结果为：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，公司代建业务持续性仍较好，继续得到较大的外部支持；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和一定的债务压力，且存在一定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。2019年长寿区经济发展态势良好，实现地区生产总值701.2亿元，同比增长8.8%；2019年长寿区聚焦“数字产业化、产业数字化”，推动恩瑞芯片、长芯半导体IC封装等19个战新项目投产达效，重点项目持续推进，工业经济对区域经济增长起到较强支撑作用。
- 公司代建业务持续性仍较好。公司主要负责重庆市长寿湖景区范围的建设和运营；截至2019年末，主要在建项目总投资48.46亿元，已投资24.04亿元。
- 公司获得的外部支持力度较大。2019年重庆市长寿区国有资产监督管理委员会（以下简称“长寿国资委”）对公司进行货币增资，使得公司实收资本由51,980.00万元增加至101,980.00万元。财政补贴方面，2019年公司获得的基础设施专项补贴

¹公司于2018年02月01日正式由“重庆市长寿生态旅业开发有限公司”更名为“重庆市长寿生态旅业开发集团有限公司”。

款为 113.83 万元。

关注：

- **公司资产以存货为主，流动性较弱。**截至 2019 年末，公司存货为 72.23 亿元，占总资产的比重为 71.83%，主要为征地拆迁费、土地使用权（以农业用地和园地为主）和工程投入，其中受限的土地使用权账面价值为 1.67 亿元，占资产总额的比例为 1.66%，且工程和土地集中变现较难，资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较弱，面临较大的资金压力。**2019 年由于工程项目投入规模较大，公司经营活动现金净流出 0.42 亿元，表现较弱；截至 2019 年末，主要在建项目尚需投资至少 24.42 亿元，未来存在较大的资金压力。
- **公司债务水平较高，其中有息债务占比较大，面临一定的债务压力。**2019 年末公司负债总额增至 55.14 亿元，资产负债率进一步攀升至 54.84%；其中有息债务占负债总额的 87.86%；2020 年和 2021 年计划偿还的债务本金分别为 8.00 亿元和 6.98 亿元；同时 2019 年 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.80，公司面临一定的债务压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 8.47 亿元，占净资产的比重为 18.65%，被担保企业均是国有企业，但均未设置反担保措施。

公司主要财务指标（单位：万元）：

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	1,005,612.17	732,360.12	710,633.66
所有者权益	454,176.19	404,055.77	360,548.42
有息债务	484,491.93	258,196.14	302,053.11
资产负债率	54.84%	44.83%	49.26%
现金短期债务比	1.57	0.19	-
营业收入	76,285.86	81,652.42	77,238.01
其他收益	113.83	3,008.71	1,504.08
利润总额	8,631.03	10,408.23	11,384.82
综合毛利率	45.31%	38.48%	45.66%
EBITDA	23,754.01	26,248.56	25,748.29
EBITDA 利息保障倍数	0.80	0.98	1.18
经营活动现金流净额	-4,226.39	1,819.29	-32,552.80
收现比	1.05	0.44	0.54

注：2017年公司短期有息债务为0，故未计算当年末现金短期债务比。

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

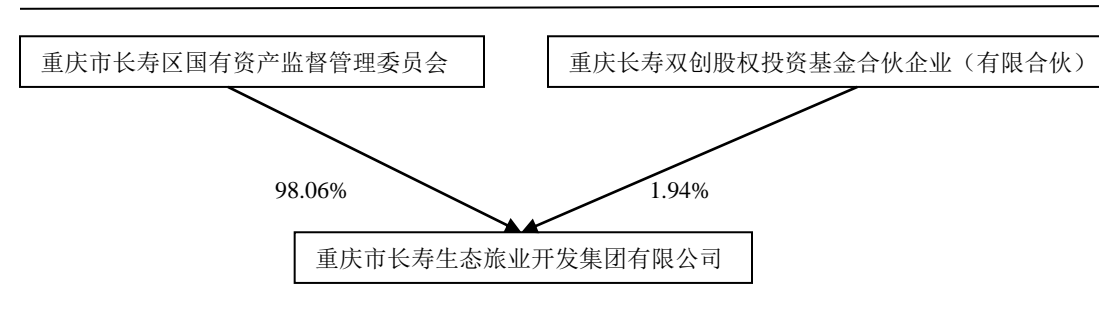
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年06月19日发行7年期7亿元公司债券，募集资金拟用于长寿湖旅游综合建设项目。截至2019年12月31日，本期债券募集资金已全部用完，募集资金账户余额为2,186.20元。

二、发行主体概况

2019年度，根据长寿国资委²《关于下达生态旅业公司注册资本金的通知》（长国资发[2019]77号）的通知精神文件规定，公司增加注册资本金50,000.00万元，长寿国资委以货币出资50,000.00万元，增资后的注册资本及实收资本均为101,980.00万元。截至2020年4月末，控股股东和实际控制人仍为长寿国资委。

图1 截至2020年4月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019年公司主营业务情况未发生变化，合并报表范围新增1家子公司重庆寿岛国际旅行社有限公司。

表1 2019年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
重庆寿岛国际旅行社有限公司	100.00%	200.00	旅游	新设

资料来源：公司2019年审计报告

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

²根据中共重庆市长寿区委文件《长寿委发〔2019〕3号》原重庆市长寿区国有金融管理办公室更名为重庆市长寿区国有资产监督管理委员会。

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年重庆市经济稳中有进，工业发展稳中向好，产业结构持续优化，第三产业对经济带动明显，整体经济实力进一步增强

重庆市是中国中西部地区唯一直辖市，地处中国内陆西南部、长江上游地区，被定为西部大开发的重要战略支点，“一带一路”和长江经济带联结点。重庆市经济运行稳中有进，2019年全市实现地区生产总值（GDP）23,605.77亿元，按可比价格计算，同比增长6.3%，增速较上年略有提升。其中，第一、二、三产业增加值分别为1,551.42亿元、9,496.84亿元和12,557.51亿元，同比增速分别为3.6%、6.4%和6.4%。产业结构方面，重庆市三次产业结构由2018年的6.8：40.9：52.3调整为2019年的6.6：40.2：53.2。重庆市三次产业中，第三产

业占比较大且增速较快，对地方经济带动明显。2019年末重庆市常住人口数为3,124.32万人，城镇化率为66.8%，同比增加1.3个百分点。按常住人口计算，2019年重庆市全市人均地区生产总值为75,828元，同比增长5.4%，为同期全国人均GDP的106.96%。

产业方面，重庆市产业结构持续优化。重庆市工业基础较为雄厚，已基本形成汽车制造业、电子制造业、装备制造业、消费品行业、材料行业、医药化工行业、能源工业的多产业支撑格局。2019年重庆市规模以上工业增加值同比增长6.2%，分三大门类看，采矿业同比增长2.6%，制造业同比增长6.5%，电力、燃气及水生产和供应业同比增长5.2%。2019年重庆市传统产业转型升级步伐加快，高技术制造业和战略性新兴产业增加值同比分别增长12.6%和11.6%，对全市工业经济增长的贡献率分别为34.8%和42.1%。

投资方面，重庆市投资规模平稳增长，工业投资结构持续优化。2019年重庆市固定资产投资同比增长5.7%，其中高技术制造业投资同比增长18.0%，工业技术改造投资同比增长6.9%。房地产投资方面，2019年重庆市房地产开发投资4,439.30亿元，同比增长4.5%，其中住宅投资3,246.77亿元，同比增长7.8%。截至2019年末，重庆市全市商品房销售面积为6,104.68万平方米，同比下降6.6%，获得商品房销售额5,129.42亿元，同比下降2.7%。

服务业方面，重庆市是中国重要的现代服务业基地，已形成了农业农村和金融、商贸物流、服务外包等现代服务业，拥有中国（重庆）自由贸易试验区、中新（重庆）战略性互联互通示范项目等。2019年重庆市服务业平稳发展，全年服务业实现增加值同比增长6.4%，其中金融业同比增长8.0%，住宿和餐饮业同比增长7.5%，交通运输、仓储和邮政业同比增长6.9%，批发和零售业同比增长6.6%。

消费方面，随着居民生活水平的提升，重庆市市场销售稳健增长，2019年重庆市全年实现社会消费品零售总额8,667.34亿元，同比增长8.7%，增速较上年保持不变。2019年重庆市对外贸易形势稳定，实现进出口总额5,792.78亿元，同比增长11.0%。此外，2019年末重庆市全市金融机构本外币存款余额和贷款余额均保持增长，良好的金融环境为经济增长提供了有力支撑。

表2 重庆市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	23,605.77	6.3%	20,363.19	6.0%
第一产业增加值	1,551.42	3.6%	1,378.27	4.4%
第二产业增加值	9,496.84	6.4%	8,328.79	3.0%
第三产业增加值	12,557.51	6.4%	10,656.13	9.1%
工业增加值	6,656.72	6.4%	5,997.70	1.1%

固定资产投资	-	5.7%	-	7.0%
社会消费品零售总额	8,667.34	8.7%	-	8.7%
进出口总额	5,792.78	11.0%	5,222.62	15.9%
存款余额	39,483.20	7.0%	36,887.34	5.8%
贷款余额	37,953.11	6.5%	32,247.75	13.5%
人均 GDP (元)		75,828		65,933
人均 GDP/全国人均 GDP		106.96%		101.99%

注：上表中“-”表示数据未公开披露。

资料来源：重庆市 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报及 2019 年重庆市经济运行情况，中证鹏元整理

根据《关于重庆市2019年预算执行情况和2020年预算草案的报告》，2019年重庆市全市一般公共预算收入2,135亿元，同比下降5.8%，其中税收收入1,541亿元，同比下降3.9%，占一般公共预算收入的72.18%；获得转移性收入3,327亿元；政府性基金预算收入2,248亿元，同比下降2.9%；同期重庆市一般公共预算支出完成4,848亿元，同比增长6.8%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为44.04%。

2019年长寿区经济发展态势良好，重点项目持续推进，工业经济对区域经济增长起到较强支撑

长寿区位于重庆主城区都市圈，是重庆陆路交通枢纽和长江上游重要港口，全区幅员面积1,424平方公里，截至2019年末，常住人口约90万人。根据《重庆市长寿区人民政府工作报告（摘要）》，2019年长寿区实现地区生产总值701.2亿元，同比增长8.8%，按常住人口计算，人均生产总值约为 77,911元，是全国平均水平的109.76%；全区实现一般公共预算收入35.2亿元，同口径增长0.1%。

近年来，长寿区工业经济不断增量提质，对经济增长起到强支撑作用。2019年长寿区规模以上工业总产值突破千亿大关，达1,084.2亿元，增长14.4%；工业增加值增长12.9%，排名全市第一。2019年长寿区聚焦“数字产业化、产业数字化”，推动恩瑞芯片、长芯半导体 IC 封装等19个战新项目投产达效，战略性新兴产业实现产值200亿元；国际复合建成国内最大高模量玻纤材料生产线；奕翔化工、沃特新材料等项目补齐新材料产业链条关键“断点”，带动上下游产值增长10%。

2019年长寿区继续加大招商引资，提升商贸活力，全年实现合同引资576.6亿元；加快构建现代商贸体系，推动消费迭代升级，全年实现商品销售总额796.6亿元，增长16.2%。产业投资方面，通过实施“项目建设年”活动，推进246个重大项目开工建设，工业投资规模达127亿元，占固定资产投资的52%；房地产投资完成额27.9亿元，商品房去化周期维持在6个月合理区间。随着营商环境的逐步优化，长寿区经济活力不断释放，2019年全区新增

民营企业2,406家，实现增加值420元，占地区生产总值的60%以上。

2019年，长寿区长寿湖获评“中国气候旅游目的地”，长寿区实现旅游收入71亿元，同比增长24.3%；长寿博物馆、菩提山景区滑道动工建设，乐温大桥、三洞沟文旅项目、三倒拐历史文化街区修缮项目等稳步推进，龙鑫欢乐世界开园营业，古镇“巾帼创业就业一条街”开街。

四、经营与竞争

公司主要负责重庆市长寿湖景区范围的建设和运营，业务包括土地整治、项目代建、旅游服务等。2019年公司实现营业收入7.63亿元，同比减少6.57%，主要收入来源为代建项目收入和土地整治出让收入。其他收入包括景区门票、停车费收入和租赁收入等，规模较小，对公司整体收入形成一定补充。毛利率方面，由于2019年毛利率较高的代建业务收入占比提升，公司综合毛利率增加至45.31%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整治出让收入	8,768.78	23.70%	28,475.73	23.70%
代建项目收入	61,038.59	50.72%	46,928.09	48.14%
其他收入	6,478.49	23.57%	6,248.60	33.32%
合计	76,285.86	45.31%	81,652.42	38.48%

资料来源：公司 2018-2019 年度审计报告，中证鹏元整理

公司土地整治出让业务受土地市场行情及政府规划影响较大，其收入存在一定波动性

公司是重庆市长寿湖景区开发与基础设施建设的主体，负责长寿湖景区266.73平方公里（其中建设用地392,595亩）的土地开发业务。根据“长寿府发[2011]7号”文件，公司按长寿区政府统一规划予以土地整治，整理完毕后通过“招拍挂”方式出让，土地出让收入交付到财政专户并按照相关规定提取专项基金后全额返还公司。此外，公司在土地整理过程中发生的额外的征地费用等相关费用，由长寿区财政局向公司进行全额补偿。

土地整治出让业务受土地市场行情及政府规划影响较大，其收入存在一定波动性。2019年公司出让了长寿湖组团旅游度假区A12-1/01地块，土地面积75,265.42平方米，实现土地整治出让收入8,768.78万元，该业务毛利率为23.70%，较上年无变化。截至2019年末，公司已正在进行整理的土地账面价值为25.77亿元，随着公司整理后的土地陆续实现出让，土地出让收入仍有一定保障。

公司在建项目较多，代建业务持续性较好

公司作为重庆市长寿湖景区开发与基础设施建设的主体，承担长寿湖景区内的基础设施建设任务。业务模式方面，公司与长寿风景名胜区管委会（以下简称“管委会”）签订《基础设施工程项目委托建设协议书》，管委会根据长寿区整体开发建设规划及各年度任务分解情况，委托公司承建基础设施建设项目，由公司负责协调拆迁安置、工程建设和竣工验收，项目验收合格后移交政府。拆迁安置补偿和工程建设资金由公司自筹。结算方式方面，2017年及以前管委会根据每年工程进度确认实际投入成本，同时根据项目各年度实际发生成本的17%向公司支付委托管理服务费，公司以该费用确认为代建项目收入；2018年以来公司代建业务分为两部分，一部分是由委托方按照项目实际发生成本加成一定比例（一般为28%-35%）向公司支付委托管理服务费（毛利率为100%）；另一部分是公司将项目实际投入确认为营业成本，并按投资金额的28%-35%确认代建收入。2019年，公司结算了长寿湖高铁站至景区专用道路建设项目（改建项目一期）、滨江长寿谷库岸综合整治项目和长寿湖罗山半岛项目，确认代建收入61,038.59万元，由于提取管理费模式下的代建项目收入（毛利率为100%）占比扩大，代建业务毛利率提高至50.72%。

公司在建项目包括长寿湖高铁站至景区旅游专线、长寿湖西岸片区基础设施工程等；截至2019年末，主要在建项目总投资48.46亿元，已投资24.04亿元，代建业务持续性较好，收入有一定保障，但上述项目预计至少尚需投资24.42亿元，未来存在较大的资金压力。

表4 截至2019年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	已投资
长寿湖高铁站至景区旅游专线	4.81	2.10
长寿三贤纪念园	3.11	1.50
长寿三倒拐历史文化街区保护修复项目	5.00	1.00
重庆市长寿区菩提公园建设工程	2.98	1.53
长寿湖西岸片区基础设施工程	20.00	13.97
乐温大桥	1.40	0.13
滨江长寿谷库岸整治工程	3.16	0.04
长寿湖景区罗山半岛生态搬迁项目	8.00	3.77
合计	48.46	24.04

注：公司在建项目均纳入《基础设施工程项目委托建设协议书》，该协议为框架协议。

资料来源：公司提供

景区门票、停车费等其他收入对整体收入水平形成一定补充，但考虑到本次新冠疫情对旅游行业的冲击较大，公司景区收入预计将存在一定程度下滑

长寿湖是重庆市最大的湖泊旅游风景区，1992年1月，重庆市人民政府批准长寿湖景区为省级风景名胜区，长寿湖风景名胜区由子公司重庆市长寿湖旅游景区管理有限公司负责经营管理，景区旅游景点产生的全部收入归公司享有。截至2019年末，本期债券的募投项

目（长寿湖旅游综合建设项目）已全部完工，部分设施已进入运营阶段。依据“长发改价[2012]21号”文，长寿湖风景名胜区门票价格按120元/人次收取，其中，滨湖公园40元/人次、大坝15元/人次、寿岛40元/人次、高峰岛15元/人次、金岛10元/人次。由于公司实际收取的门票价格低于政府定价，2016年及之前年份政府在每年均会给予公司一定的补贴计入旅游区门票收入，2017年以来政府均未给予公司门票补贴。随着景区设施的逐渐完善，旅游人次大幅增长，2019年实现门票收入2,484.41万元，同比增加57.20%；2019年景区门票、停车费收入等其他业务收入规模合计为6,478.49万元，对整体收入水平形成一定补充。考虑到本次新冠疫情对旅游行业的冲击较大，公司景区收入预计将存在一定程度下滑。

公司获得股东增资等方面的外部支持较大

公司作为重庆市长寿湖景区开发与基础设施建设的主体，获得地方政府的支持力度较大。2019年长寿国资委对公司货币增资50,000.00万元，使得公司实收资本由51,980.00万元增加至101,980.00万元。财政补贴方面，2019年公司获得的基础设施专项补贴款113.83万元。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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2018-2019年审计报告，公司财务报表均采用新会计准则编制。2019年合并范围新增1家子公司，具体合并范围见附录二。

资产结构与质量

2019年公司资产规模大幅增长，资产以存货为主，整体资产流动性较弱

由于股东货币注资以及融资规模的扩大，截至2019年末，公司总资产为1,005,612.17万元，同比增长37.31%。2019年末，公司资产仍以流动资产为主，流动资产占比达97.12%。

截至2019年末，公司货币资金为11.48亿元，同比大幅增加508.49%，主要为股东货币注资，其中使用受限的货币资金0.29亿元。2019年末应收账款账面价值为6.35亿元，主要为对关联方公司、政府及相关部门的应收款项，规模较大对公司流动资金形成一定占用；2019年末主要欠款方为重庆市长寿区文化和旅游发展委员会（账龄1-2年）、重庆市长寿湖风景名胜区管委会（账龄1年以内）和重庆乐至置业发展有限公司（账龄1年以内），上述欠款占应收账款总额的比例为99.89%。截至2019年末，其他应收款账面价值为7.45亿元，同比

增长291.83%，主要系应收关联方公司、政府及相关部门、押金、保证金及内部职工代垫款大幅增加所致；应收对象以重庆长寿开发投资（集团）有限公司和重庆乐至置业发展有限公司为主，两者合计占比为81.02%。从账龄结构来看，其他应收账款账龄大多为1年以内。

截至2019年末，公司存货为72.23亿元，同比增长18.49%；主要为征地拆迁费、土地使用权和工程投入，其中土地使用权账面价值18.40亿元，其中2.03亿元土地资产系公司2019年购入（包括1.26亿元公园与绿地）；土地资产以政府无偿划拨用地为主，且主要为农业用地、园地及工业用地（账面价值为16.77亿元，占土地资产的比重为91.13%）；存货中受限的土地使用权账面价值为1.67亿元，占资产总额比例为1.66%。

表5 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	114,806.60	11.42%	18,867.54	2.58%
应收账款	63,492.86	6.31%	66,920.45	9.14%
其他应收款	74,460.29	7.40%	19,003.11	2.59%
存货	722,287.48	71.83%	609,578.58	83.23%
流动资产合计	976,699.13	97.12%	715,053.37	97.64%
固定资产	12,672.07	1.26%	13,128.44	1.79%
其他非流动资产	11,419.07	1.14%	0.00	0.00%
非流动资产合计	28,913.04	2.88%	17,306.74	2.36%
资产总计	1,005,612.17	100.00%	732,360.12	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司固定资产为1.27亿元，同比有所减少，主要为房屋及建筑物、办公设备和运输工具等；其中0.25亿元的房屋及建筑物由于建设手续尚未齐全，未办妥产权证书。公司2019年其他非流动资产增加至1.14亿元，主要系公司代建的菩提公园建设工程、高铁站前广场及道路工程、红湾商业广场片区道路工程³转入所致。

整体来看，公司资产规模大幅增长，存货占资产总额的比重较大，部分土地资产受限，且工程和土地集中变现较难，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入有所下滑，整体盈利水平有所降低

公司主营业务包括土地整治、项目代建、旅游服务等。2019年公司实现营业收入7.63亿元，同比减少6.57%，主要收入来源为代建项目收入和土地整治出让收入。截至2019年末，

³ 上述项目均未签订代建协议。

公司已正在进行整理的土地账面价值为25.77亿元，随着整理后的土地陆续实现出让，土地出让收入仍有一定保障。截至2019年末，公司主要在建项目总投资48.46亿元，已投资24.04亿元，代建业务持续性较好，收入有一定保障。其他收入包括景区门票、停车费收入和租赁收入等，规模较小，对公司整体收入水平形成一定补充；但考虑到本次新冠疫情对旅游行业的冲击较大，公司景区收入预计将存在一定程度下滑。

毛利率方面，由于2019年毛利率较高的代建业务收入占比提升，2019年公司综合毛利率增加至45.31%。2019年公司收入下滑以及政府补助收入的大幅减少，致使利润总额同比下滑17.07%。

表6 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	76,285.86	81,652.42
营业利润	9,421.18	10,527.17
其他收益	113.83	3,008.71
利润总额	8,631.03	10,408.23
净利润	5,833.42	7,579.16
综合毛利率	45.31%	38.48%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较弱，未来面临较大的资金压力

2019年公司代建项目收入资金回笼情况有所好转，收现比增加至1.05。2019年由于工程项目投入规模较大，公司经营活动现金净流出0.42亿元，经营活动现金流表现较弱。公司投资活动规模较小，投资活动产生的现金流量净额仍为负，主要是由于购置设备、房屋及建筑物以及在建工程持续投入所致。

公司经营活动和投资活动的现金流缺口主要依靠筹资活动弥补。2019年随着公司融资规模的扩大，筹资活动现金流净流入9.90亿元。截至2019年末，考虑到公司主要在建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资金压力。

表7 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	1.05	0.44
销售商品、提供劳务收到的现金	79,843.82	35,658.82
收到的其他与经营活动有关的现金	109,468.43	61,925.37
经营活动现金流入小计	189,312.25	97,584.19
购买商品、接受劳务支付的现金	117,154.78	25,340.81

支付的其他与经营活动有关的现金	70,584.34	65,355.12
经营活动现金流出小计	193,538.63	95,764.90
经营活动产生的现金流量净额	-4,226.39	1,819.29
投资活动产生的现金流量净额	-1,630.57	-522.24
筹资活动产生的现金流量净额	99,012.95	-58,078.66
现金及现金等价物净增加额	93,156.00	-56,781.61

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务水平较高，其中有息债务占比较大，面临一定的债务压力

随着公司扩大融资规模，2019年末公司负债总额同比增长67.96%至55.14亿元；受益于政府对公司的货币注资，2019年末所有者权益增加至45.42亿元；综合影响下，公司产权比率提升至121.41%，所有者权益对负债的保障程度有所降低。从负债结构看，2019年末公司非流动负债占负债总额的比重为78.28%，是负债的主要组成部分。

表8 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	551,435.98	328,304.35
所有者权益	454,176.19	404,055.77
产权比率	121.41%	81.25%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末短期借款为1.10亿元，同比大幅减少，主要为保证借款。2019年末公司其他应付款余额2.75亿元，其他应付款同比大减少32.77%，主要系与政府等单位的资金往来款及保证金减少所致；账龄超过一年的重要其他应付款包括重庆市长寿区土地房屋征收安置办公室、重庆市长寿湖风景名胜区管委会等，规模不大。2019年末一年内到期的非流动负债主要包括即将到期的2.06亿元长期借款、1.40亿元的应付债券和2.75亿元长期应付款。

2019年末公司长期借款为16.23亿元，同比增长128.95%，主要新增来自对商业银行的保证借款；长期借款包括4.40亿元的抵押借款和11.83亿元的保证借款。截至2019年末，公司应付债券为17.34亿元，同比增长124.57%，主要新增为2019年新发行5年期3.00亿元的“19渝长寿生态ZR001”和5年期8.00亿元的“19生态01”。2019年末长期应付款账面价值7.57亿元，同比大幅增长，主要系新增融资租赁款所致。专项应付款为项目建设专项资金，2019年末公司专项应付款为2.02亿元，较上年增加部分主要为长寿区滨江长寿谷库岸综合整治项目、长寿湖水上通廊绿化生态修复工程等项目建设款。

表9 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
----	-------	-------

	金额	占比	金额	占比
短期借款	11,000.00	1.99%	30,000.00	9.14%
其他应付款	27,508.06	4.99%	40,914.58	12.46%
一年内到期的非流动负债	62,061.35	11.25%	67,576.44	20.58%
流动负债合计	119,766.28	21.72%	149,743.20	45.61%
长期借款	162,331.93	29.44%	70,902.64	21.60%
应付债券	173,407.84	31.45%	77,217.06	23.52%
长期应付款	75,690.80	13.73%	12,780.25	3.89%
专项应付款	20,239.12	3.67%	17,661.20	5.38%
非流动负债合计	431,669.70	78.28%	178,561.15	54.39%
负债合计	551,435.98	100.00%	328,304.35	100.00%
其中：有息债务	484,491.93	87.86%	258,196.14	78.65%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务总额为48.45亿元，占负债总额的87.86%，包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中的融资租赁款。根据公司有息债务偿付计划，公司2020年和2021年计划偿还的债务本金分别为8.00亿元和6.98亿元。从偿债指标看，截至2019年末，公司资产负债率进一步攀升至54.84%；2019年由于股东注资，货币资金大幅增长，现金短期债务比由上年末的0.19提升至1.57。2019年公司盈利水平有所降低，EBITDA下降至23,754.01万元，同时融资规模的扩大使得利息费用支出增加，进而EBITDA利息保障倍数下降至0.80，公司面临一定债务压力。

表10 截至2019年末公司有息债务偿还计划（单位：万元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年及以后
本金	79,970.97	69,751.40	255,538.14	79,231.43

资料来源：公司提供

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	54.84%	44.83%
现金短期债务比	1.57	0.19
EBITDA（万元）	23,754.01	26,248.56
EBITDA 利息保障倍数	0.80	0.98
有息债务/EBITDA	19.01	9.84

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2018年1月1日至报告查询日（2020年4月8日），2018年公司本部存在对重庆三峡银行股份有限公司长寿支行（以下简称“三峡银行”）的两笔欠息，根据三峡银行提供的书面说明，上述两笔欠息均因银行工作人员个人疏忽造成，且已于2018年12月23日结清，除此之外公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额为8.47亿元，被担保企业均是国有企业，占2019年末净资产比重为18.65%；公司对外担保比例较高，且均未设置反担保措施，未来存在一定的或有负债风险。

表12 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
重庆长寿开发投资（集团）有限公司	32,000.00	2021.03.13	无
重庆长寿经济技术开发区开发投资集团有限公司	19,500.00	2020.12.28	无
重庆长寿经济技术开发区开发投资集团有限公司	4,000.00	2020.12.28	无
重庆市长寿区丰碑建设有限公司	29,200.00	2021.01.19	无
合计	84,700.00	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019年长寿区经济发展态势良好，重点项目持续推进，工业经济对区域经济增长起到较强支撑，公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础；截至2019年末，主要在建项目总投资48.46亿元，已投资24.04亿元，代建业务持续性仍较好；公司获得了股东在货币注资和基础设施专项补贴等方面的支持，外部支持力度较大。

同时中证鹏元也关注到公司土地资产中农业用地和园地占比为91.13%，且部分土地使用权已用作抵押，资产流动性较弱；2019年公司经营活动现金净流出0.42亿元，在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力；公司债务水平较高，其中有息债务占比达87.86%，未来两年需偿还本金规模较大，公司面临一定的债务压力；截至2019年末，公司对外担保金额合计8.47亿元，均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	114,806.60	18,867.54	75,549.16
应收账款	63,492.86	66,920.45	35,378.56
其他应收款	74,460.29	19,003.11	16,598.81
存货	722,287.48	609,578.58	572,533.30
固定资产	12,672.07	13,128.44	6,962.87
其他非流动资产	11,419.07	0.00	0.00
资产总计	1,005,612.17	732,360.12	710,633.66
短期借款	11,000.00	30,000.00	0.00
其他应付款	27,508.06	40,914.58	22,662.03
一年内到期的非流动负债	62,061.35	67,576.44	0.00
长期借款	162,331.93	70,902.64	147,761.41
应付债券	173,407.84	77,217.06	105,314.85
长期应付款	75,690.80	12,780.25	49,538.10
专项应付款	20,239.12	17,661.20	14,459.08
负债合计	551,435.98	328,304.35	350,085.24
有息债务	484,491.93	258,196.14	302,053.11
所有者权益	454,176.19	404,055.77	360,548.42
营业收入	76,285.86	81,652.42	77,238.01
营业利润	9,421.18	10,527.17	11,615.65
其他收益	113.83	3,008.71	1,504.08
净利润	5,833.42	7,579.16	8,246.60
经营活动产生的现金流量净额	-4,226.39	1,819.29	-32,552.80
投资活动产生的现金流量净额	-1,630.57	-522.24	-1,308.20
筹资活动产生的现金流量净额	99,012.95	-58,078.66	91,212.59
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	45.31%	38.48%	45.66%
收现比	1.05	0.44	0.54
产权比率	121.41%	81.25%	97.10%
资产负债率	54.84%	44.83%	49.26%
现金短期债务比	1.57	0.19	-
EBITDA（万元）	23,754.01	26,248.56	25,748.29
EBITDA 利息保障倍数	0.80	0.98	1.18
有息债务/EBITDA	19.01	9.84	11.73

注：2017年公司短期有息债务为0，故未计算当年末现金短期债务比。

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年末纳入合并范围子公司（单位：万元）

序号	公司名称	持股比例	业务性质
1	重庆市长寿区浩湖渔业有限公司	100.00%	渔业
2	重庆市长寿湖旅游景区管理有限公司	100.00%	旅游
3	重庆长寿湖山庄酒店有限公司	100.00%	酒店
4	重庆寿岛国际旅行社有限公司	100.00%	旅游
5	重庆寿恒旅游开发有限公司	100.00%	旅游
6	重庆市长寿区寿岛混凝土有限公司	100.00%	非金属矿物制品业

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
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)
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息部分

附录四 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。

三、展望符号及定义

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。