

2013 年重庆市碚城建设开发有限责任公司
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

2013年重庆市碚城建设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【467】号 01

债券简称：13 渝碚城债
 /PR 渝碚城

增信方式：银行流动性
 支持

债券剩余规模：1.80 亿
 元

债券到期日期：2020 年
 10 月 16 日

债券偿还方式：每年付
 息一次，债券存续期
 内的第 3-7 年每年偿
 还债券发行总额的 20%

分析师

姓名：
 游云星 汪永乐

电话：
 0755-82871205

邮箱：
 youyx@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.com

	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 6 月 23 日	2019 年 6 月 25 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”）对重庆市碚城建设开发有限公司（以下简称“碚城建设”或“公司”）及其 2013 年 10 月 16 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，获得的外部支持力度较大，重庆农村商业银行股份有限公司北碚支行（以下简称“重庆农商行北碚支行”）提供的流动性支持仍能为本期债券的偿付提供进一步保障；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的偿债压力，盈利能力继续下滑明显，且储备项目较少，近年来公司均未收到本期债券募投项目投资回购款以及公司存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部区域环境较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年北碚区实现地区生产总值 605.94 亿元，同比增长 6.0%，区域经济发展仍较好，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司获得外部支持力度较大。2019 年公司将过往累计收到的财政拨款 9.80 亿元作为北碚区财政局对公司的出资款，增加资本公积 9.80 亿元；公司共有 4.67 亿元银行贷款本金通过重庆市政府置换债券进行置换，增加资本公积 4.67 亿元。
- 银行流动性支持仍能为本期债券的偿付提供进一步保障。重庆农商行北碚支行承诺为本期债券的到期偿付提供流动性支持。

关注:

- **公司资产仍以工程项目和划拨、储备用地为主，资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司存货中开发成本为 29.36 亿元，在建工程账面价值为 37.63 亿元，合计占总资产的 57.66%，且无形资产账面价值为 34.51 亿元，占总资产比重为 29.70%，均为划拨、储备用地，公司资产整体流动性较弱。
- **公司仍面临较大的偿债压力。**2019 年末公司有息债务余额为 15.22 亿元，2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数降至 0.15，盈利对债务的保障程度很弱，债务的偿还还将依赖于外部的支持，面临较大的偿债压力。
- **公司盈利能力继续下滑，且项目储备较少。**受安置房销售收入减少影响，2019 年公司收入继续下滑，共实现营业收入 0.79 亿元，同比减少 22.83%，利润总额为 0.12 亿元，同比减少 31.37%。当前公司项目储备较少，歇马隧道工程项目是公司 2019-2021 年主要收入来源之一，但政府支付的款项易受财政安排影响，资金拨付时间存在一定不确定性。
- **近年来公司均未收到本期债券募投项目投资回购款，相关资金回流具有不确定性。**根据本期债券募投项目北碚区天府煤矿棚户区改造工程和东阳片区危旧房改造工程的投资建设与回购协议，北碚区财政局应于 2016-2020 年分五期平均支付建设投资额，2016-2019 年公司均未收到约定的回购款项。
- **公司存在对关联方担保，面临一定的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对关联方担保余额为 21.11 亿元，占公司净资产的 34.86%，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,161,846.16	1,166,942.44	1,186,068.71
所有者权益	605,524.52	459,925.09	458,512.19
有息债务	152,211.79	154,113.38	176,090.56
资产负债率	47.88%	60.59%	61.34%
现金短期债务比	0.30	0.63	-
营业收入	7,868.96	10,196.50	18,585.32
利润总额	1,197.83	1,745.44	6,547.43
综合毛利率	17.07%	17.51%	35.49%
EBITDA	1,231.81	1,760.05	6,547.43

EBITDA 利息保障倍数	0.15	0.32	0.99
经营活动现金流净额	13,715.91	-2,629.44	8,121.78
收现比	1.13	1.03	0.71

注：“-”表示不适用。

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

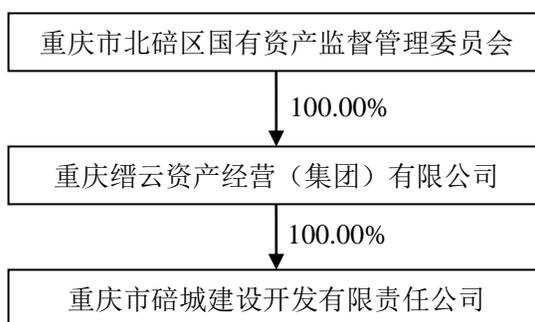
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年10月16日发行7年期9亿元公司债券，募集资金原计划用于北碚区天府煤矿棚户区改造工程和北碚区东阳片区危旧房改造工程。截至2019年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为20.86万元。

二、发行主体概况

2019年以来公司名称、注册资本、合并报表范围（公司无子公司）均无变动，但控股股东及实际控制人发生变更，根据重庆市北碚区国有资产监督管理委员会（以下简称“北碚国资委”）北碚国资委（2019）241号文，公司100.00%股权被无偿划拨给重庆缙云资产经营（集团）有限公司（以下简称“缙云公司”），控股股东由重庆缙碚城市建设有限公司变更为缙云公司，实际控制人由重庆市北碚区财政局变更为北碚国资委。截至2020年3月末，公司注册资本及实收资本仍为2,000.00万元，控股股东为缙云公司，实际控制人为北碚国资委。

图1 截至2020年3月末公司与控股股东、实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司董事、监事和高层管理人员调整较大，具体为：2019年11月，根据《重庆市北碚区国有资产监督管理委员会关于同意重庆缙云资产经营（集团）有限公司调整子公司董事及监事成员的批复》（北碚国资委[2019]209号），公司总经理由范先斌调整为曾亮，董事会成员由曾亮、董军、冯玉栋、王选彬、郑玉洁变更为曾亮、何渝豪、蒋鑫、孙光政、周剑君；监事会成员由袁凤、张兴龙、霍祥琳、高锐、王定富变更为刘靖华、贾若辉、吴春生、孙厚玲、陈翔。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

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；战略性新兴产业服务业企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上，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年重庆市经济发展实现平稳增长，新产业实现较快发展，产业结构进一步优化

重庆市地处长江上游经济带核心地区，是中国中西部地区唯一的直辖市，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，被定位为国家重要中心城市、长江上游地区经济中心、国家重要现代制造业基地、西南地区综合交通枢纽和内陆开放高

地。近年来，重庆市基础设施建设明显提速，高速公路通车里程3096公里，建成“一枢纽十干线”铁路网，“四小时重庆”全面实现。与此同时，重庆市加快经济结构转型升级，形成全国最大电子信息产业集群和国内最大汽车产业集群，战略性新兴产业蓬勃发展，以大数据智能化为引领的创新驱动深入推进。

2019年，重庆市经济发展势头良好，地区生产总值达到23,605.77亿元，较上年增长6.3%；按常住人口计算，人均GDP为75,828元，较上年增长15.01%，是全国人均GDP的1.07倍。全年实现工业增加值6,656.72亿元，比上年增长6.4%，规模以上工业增加值比上年增长6.2%。重庆市多产业支撑格局基本形成，新动能、新产业实现较快发展。年规模以上工业战略性新兴产业增加值比上年增长11.6%，高技术制造业增加值增长12.6%，占规模以上工业增加值比重分别为25.0%和19.2%。新一代信息技术产业、生物产业、新材料产业、高端装备制造产业分别增长16.0%、7.9%、10.3%和7.8%。全年高技术产业比上年增长18.0%，占固定资产投资(不含农户)的比重为6.8%；工业技术改造投资增长6.9%，占工业投资的比重为39.0%。

固定资产投资方面，2019年重庆市全年固定资产投资总额比上年增长5.7%。其中，第一产业投资增长21.9%，第二产业投资增长8.9%，是拉动当地经济增长的重要力量。房地产投资方面，全年房地产开发投资4,439.30亿元，比上年增长4.5%，增速有所下滑，其中，住宅和办公楼投资112.85亿元，有所增长，商业营业用房投资有所下降。2019年全市招商投资成效显著，紫光国芯、长安福特、康佳集团半导体光电产业园、中国智谷（重庆）软件园等一批重大项目签约落户，全年签约项目2,158个，正式合同额为15,530.00亿元，达到年度目标的155.3%，体量较大。同时，招商产业结构也有所优化，一二三产业合同引资额分别占比2.9%、44.8%和52.3%，其中科创项目252个，占比16.1%。

国内贸易实现稳步提升，消费升级类商品实现较快增长。2019年重庆市社会消费品零售总额8,667.34亿元，比上年增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.9%。按经营地统计，城镇消费品零售额增长8.5%；乡村消费品零售额增长12.3%。对外贸易方面，总体平稳，全年货物进出口总额5,792.78亿元，比上年增长11.0%。其中，出口3,712.92亿元，增长9.4%；进口2,079.86亿元，增长13.8%。

表1 2018-2019年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	6.00%
第一产业增加值	1,551.42	3.6%	1378.27	4.40%

第二产业增加值	9,496.8	6.4%	8,328.79	3.00%
第三产业增加值	12,557.51	6.4%	10,656.13	9.10%
工业增加值	6,656.72	6.4%	5,997.70	1.10%
固定资产投资	-	5.7%	-	7.00%
社会消费品零售总额	8,667.34	8.7%	-	6.50%
进出口总额	5,792.78	11.0%	5,222.62	15.90%
存款余额	37,105.02	15.1%	36,887.34	5.80%
贷款余额	36,233.20	15.3%	32,247.75	13.50%
人均 GDP (元)		75,828		65,933
人均 GDP/全国人均 GDP		106.96%		101.99%

注：“-”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，中证鹏元整理

2019 年重庆市全市实现公共财政收入 2,134.88 亿元，同比下降 5.8%；实现政府性基金预算收入 2,247.93 亿元，同比下降 2.9%，其中，国有土地使用权出让收入 1,880.23 亿元，同比下降 11.9%。

北碚区经济保持增长但增速有所放缓，第三产业仍是全区经济发展的主要动力

北碚区是重庆主城九区之一，处在重庆市西北部，东接渝北区，南连沙坪坝区，西界璧山区，北邻合川区，幅员面积 754.19 平方公里。2019 年北碚区实现生产总值 605.94 亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓，其中，第三产业继续为全区经济发展提供动力，第三产业增加值达 280.11 亿元，同比增长 7.6%。按常住人口计算，2019 年全区人均生产总值达 74,715 元，同比增长约 9%，高于全国人均生产总值。

工业发展方面，北碚区已形成以电子信息、汽摩、装备制造、材料、仪器仪表和医药六大产业为支柱的工业体系，2019 年北碚区规模以上（年主营业务收入 2,000 万元及以上）工业总产值同比增长 5.4%，但汽摩等制造业表现较差，其中，汽车制造业下降 13.2%，摩托车制造业下降 9.4%，装备制造业下降 2.2%。而旅游业发展则势头良好，区域内共有缙云山、北温泉、金刀峡和重庆自然博物馆 4 个 AAAA 级景区，2019 年全区实现旅游实际收入 109.01 亿元，同比增长 36.1%。投资方面，受房地产开发投资带动，2019 年全区固定资产投资同比增长 21.5%。其中，基础设施建设投资增长 4.4%，工业投资同比下降 4.9%，房地产开发投资同比大幅增长 47.8%。消费方面，2019 年全区社会消费品零售总额 173.24 亿元，同比增长 8.0%，其中批发和零售业零售额 143.11 亿元，同比增长 6.8%。

表2 重庆市北碚区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）	605.94	6.0%	551.79	5.7%
第一产业增加值	15.86	-	15.33	-2.1%
第二产业增加值	309.98	4.9%	291.15	2.4%
第三产业增加值	280.11	7.6%	245.31	10.7%
固定资产投资	-	21.5%	394.39	14.1%
社会消费品零售总额	173.24	8.0%	160.36	5.7%
存款余额	793.90	16.1%	684.07	6.8%
贷款余额	606.26	9.4%	554.02	16.4%
人均 GDP（元）		74,715		68,038
人均 GDP/全国人均 GDP		105.39%		105.25%

注：“-”表示数据未公开披露；2018 年末北碚区常住人口为 81.10 万人，本文北碚区 2019 年末常住人口数据采用 2018 年末数据。

资料来源：《重庆市北碚区统计年鉴—2019》、北碚统计月报 2019.12，中证鹏元整理

2019年北碚区（不含水复片区）实现一般公共预算收入30.56亿元，同比增长0.6%；实现政府性基金收入0.05亿元；实现上级补助收入52.10亿元。

四、经营与竞争

公司作为重庆市北碚区基础设施建设和投融资主体之一，承担了北碚区内的基础设施建设、危旧房改造以及天府煤矿棚户区工程改造建设的职能。受安置房销售收入减少影响，2019年公司收入继续下滑，共实现营业收入0.79亿元，同比减少22.83%。其中，歇马隧道工程的政府购买服务收入为0.75亿元，该项目仍是公司未来年度主要收入来源之一。毛利率方面，2019年公司综合毛利率为17.07%，同比变化不大。

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
政府购买服务	7,475.72	16.45%	7,572.82	20.17%
安置房、门面销售	277.93	-0.80%	2,620.26	9.72%
租赁收入	115.30	100.00%	3.42	100.00%
合计	7,868.96	17.07%	10,196.50	17.51%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

歇马隧道项目仍是公司以后年度主要收入来源之一，但政府购买服务费用的支付易受财政资金安排的影响，资金拨付存在一定不确定性

公司是重庆市北碚区基础设施建设和投融资主体之一，北碚区财政局将工程基础设施建设项目委托公司建设，主要为非经营性项目，即重庆市北碚区城乡建设委员会（以下简称“北碚区建委”）直接拨款给公司（无相关文件），作为建造基建工程的资金来源，相关款项计入专项应付款，公司根据项目投入计入在建工程。公司承担的多数基础设施项目建设并无相关收益。

作为重庆市重点工程和“两江内环”重点公路，重庆市快速路一横线项目总投资达 168.00 亿元，其中，北碚段（歇马隧道工程）由公司负责，是公司基础设施建设项目之一，也是公司近年来最主要的收入来源。该项目于 2019 年 12 月 27 日完工，并于 2020 年 4 月 30 日正式通车，总投资约 14 亿元。

根据公司 2016 年 9 月与北碚区建委签订的《政府购买服务协议》，歇马隧道工程购买服务资金将由北碚区建委筹集，资金来源于北碚区财政性资金，在财政预算中统筹安排，并逐年纳入未来年度北碚区本级财政预算支出管理，年度支付计划安排如下表所示。2016 年政府未按计划支付歇马隧道工程政府购买服务费用，但在 2017 年公司一次性确认 2016-2017 年计划费用 1.23 亿元（不含税）；2018-2019 年公司根据支付计划分别确认政府购买服务收入 0.76 亿元和 0.75 亿元。未来年度歇马隧道工程仍是公司主要收入来源之一，但政府购买服务费用的支付易受财政资金安排的影响，未来收入存在一定波动，且资金拨付存在一定不确定性。

表4 歇马隧道工程政府购买服务费用年度支付计划（单位：万元）

2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	合计
5,820	6,800	7,800	7,700	8,600	8,400	10,100	11,280	13,000	17,300	72,200	169,000

注：该支付计划为含税金额，公司确认收入为不含税金额。

资料来源：公司提供

2019年公司安置房销售业务收入大幅减少，主要项目已基本安置完毕，政府未按协议约定支付危旧房改造、棚户区改造回购款，相关资金收回时间具有不确定性

根据渝府发[2008]36 号文件精神，《重庆市北碚区人民政府关于印发加快城区危旧房改造实施意见的通知》（北碚府发[2008]25 号）提出将对北碚区天生、朝阳、东阳、龙凤桥、北温泉五个街道范围的危旧房进行改造。根据规划，北碚区拟在三年内完成城区 42.93 万平方米房屋拆迁任务，五年内完成全部改造任务；同时政府赋予公司危旧房改造以及在区内进行土地储备、拆迁、整治职能，并享受危旧房改造的有关优惠政策，公司由此成为北碚区内进行危旧房改造的建设主体。此外，北碚区政府还授权公司从事重庆市北碚区天府煤矿棚户区改造项目（以下简称“天府煤矿”）的建设职责。公司所承担的北碚区内 26 个片区的危旧房改造以及北碚区天府煤炭棚户区改造项目的建设任务已于 2018 年内完

成，公司建设的配套安置房合计 9,856 套。

表5 截至 2019 年末危旧房改造以及棚户区改造项目建设情况

项目		是否回购项目	配套安置房数量(套)
26 个片区危旧房改造项目	北碚区嘉陵村等 15 个片区危旧改项目	否	600
	其他片区危旧改项目	否	
	重庆市北碚区东阳片区危旧房改造工程	是	1,100
北碚区天府煤矿棚户区改造工程		是	8,156
合计		-	9,856

注：北碚区天府煤矿棚户区改造工程体现在在建工程科目，危旧房改造项目体现在存货-开发成本中。
 资料来源：公司提供

其中，北碚区天府煤矿棚户区改造项目（以下简称“天府煤矿项目”）和东阳片区危旧房改造工程（以下简称“东阳危旧项目”）是本期债券的募投项目。根据公司和北碚区政府签署的投资建设与回购协议，天府煤矿项目的总回购金额为 25.65 亿元，东阳危旧项目总回购金额为 11.42 亿元，政府应于 2016-2020 年共分五期平均支付建设投资额，于 2014-2020 年共分七期支付项目管理费。值得注意的是，2016-2019 年北碚区政府均未按照协议支付天府煤矿项目和东阳危旧项目的回购款项，相关项目投资款的回收情况存在一定不确定性。同时，公司通过代政府销售天府煤矿项目安置房回收部分款项，但公司主要项目已基本安置完毕，销售收入与应收投资款差额较大。

2019 年公司获得外部支持力度较大

根据重庆市北碚区财政局关于《重庆市碚城建设开发有限责任公司关于财政拨款公司处理情况的请示》的批复（北碚财[2019]462号），公司2019年累计收到财政拨款9.80亿元，公司作为北碚区财政局对公司的出资款，增加资本公积9.80亿元。此外，公司共有4.67亿元银行贷款本金通过重庆市政府置换债券进行置换，增加资本公积4.67亿元。

五、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年至2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。公司无子公司，2019年合并报表范围未发生变化。

资产结构与质量

2019年公司资产变动不大，仍以工程项目和划拨、储备用地为主，整体资产流动性较弱

截至2019年末，公司总资产规模为116.18亿元，同比略有减少但变化不大。公司资产仍以非流动资产为主。

截至2019年末，公司货币资金余额为0.53亿元，同比大幅减少52.48%，全部是银行存款，无使用受限资金。应收账款账面价值为3.38亿元，未发生变动，全部为应收北碚区财政局的项目回购款，这部分款项取决于政府财政情况，未来应关注相关款项的回收情况。其他应收款主要系应收政府部门和国企的往来款以及工程往来款，2019年末账面价值为8.83亿元，同比减少14.06%，主要系工程往来款减少所致，其他应收款规模仍较大且回款时间不确定，对公司资金占用较大。公司存货主要由快速路—横线歇马隧道工程、危房改造项目以及轨道交通六号线等项目成本等构成，账面价值为30.61亿元，同比增长1.36%，主要系工程尾款增加所致，其中开发成本账面价值为29.36亿元，公司存货流动性较差。

截至2019年末，公司在建工程账面价值为37.63亿元，同比增加2.76%，主要系棚户区改造配套基础设施项目新增投资以及资本化利息增加所致。其中，棚户区改造配套基础设施项目账面价值为31.24亿元，占在建工程账面价值的比例达83.02%。2019年末，公司无形资产账面价值为34.51亿元，同比无变化，占总资产比重为29.70%，均为划拨、储备用地，其中储备用地账面价值合计为16.15亿元，土地资产能否集中变现存在一定不确定性，流动性较弱。

表6 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	5,332.40	0.46%	11,221.76	0.96%
应收账款	33,848.05	2.91%	33,848.05	2.90%
其他应收款	88,277.10	7.60%	102,719.56	8.80%
存货	306,100.57	26.35%	301,983.39	25.88%
流动资产合计	437,305.27	37.64%	453,292.15	38.84%
在建工程	376,280.67	32.39%	366,164.08	31.38%
无形资产	345,058.43	29.70%	345,058.43	29.57%
非流动资产合计	724,540.89	62.36%	713,650.29	61.16%
资产总计	1,161,846.16	100.00%	1,166,942.44	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司项目储备较少，收入主要来源于歇马隧道工程项目，未来仍需关注政府实际支付情况

受安置房销售收入减少影响，2019年公司收入继续下滑，共实现营业收入0.79亿元，同比减少22.83%。其中，歇马隧道工程的政府购买服务收入为0.75亿元。毛利率方面，2019年公司综合毛利率为17.07%，同比变化不大。

从公司收入来源看，歇马隧道工程项目仍是公司以后年度主要收入来源之一，根据回购计划，2020-2021年政府预计将分别支付8,600万元和8,400万元。同时，天府煤矿项目和东阳危旧项目仍待政府回购，但政府支付的款项易受财政安排影响，资金拨付存在一定不确定性，未来需关注政府项目回购的执行情况。

整体来看，公司项目储备较少，收入将主要来源于歇马隧道工程项目，需关注未来年度政府的实际支付情况。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	7,868.96	10,196.50
营业利润	1,197.77	1,745.44
利润总额	1,197.83	1,745.44
综合毛利率	17.07%	17.51%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营收现情况表现较好，当前主要基础设施建设任务已基本完成，资金支出压力有所降低

2019年公司经营收现情况继续向好，受益于此，公司经营活动产生的现金流量同比由负转正，净流入1.37亿元。当前公司投资活动主要系公益性基础设施工程投入，2018-2019年投资活动现金流分别净流出1.80亿元和1.05亿元。由于主要基础设施建设任务已基本完成，融资需求有所减少，随着部分存续债务的偿还，2019年筹资活动现金净流出0.91亿元。

表8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	1.13	1.03
销售商品、提供劳务收到的现金	8,905.62	10,528.00
收到的其他与经营活动有关的现金	19,606.58	5,157.61
经营活动现金流入小计	28,512.19	15,685.61

购买商品、接受劳务支付的现金	10,321.62	13,580.55
支付的其他与经营活动有关的现金	4,381.83	4,587.93
经营活动现金流出小计	14,796.28	18,315.06
经营活动产生的现金流量净额	13,715.91	-2,629.44
投资活动产生的现金流量净额	-10,479.26	-17,992.06
筹资活动产生的现金流量净额	-9,126.01	2,311.43
现金及现金等价物净增加额	-5,889.36	-18,310.08

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

公司有息债务规模仍较大，面临较大的偿债压力

2019年公司资本结构变动较大，负债总额同比减少21.31%，所有者权益同比增长31.66%，产权比率从2018年末的153.72%大幅降至2019年末的91.87%，主要系公司根据重庆市北碚区财政局文件将公司累计收到的财政拨款9.80亿元作为股东出资款计入资本公积以及政府债券置换公司银行贷款增加其他资本公积4.67亿元所致。所有者权益对负债的覆盖程度大幅上升。公司负债仍以非流动负债为主。

表9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	556,321.64	707,017.35
所有者权益	605,524.52	459,925.09
产权比率	91.87%	153.72%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司其他应付款主要为应付政府部门和国企的往来款，截至2019年末其他应付款余额为18.31亿元，同比大幅减少43.81%，主要系公司根据政府文件将其中9.80亿元财政拨款作为股东出资计入资本公积以及政府债券置换公司债务本金4.67亿元所致。

截至2019年末，公司长期借款余额为12.49亿元，同比增长14.69%，其中包括保证借款6.70亿元和质押借款5.79亿元。应付债券为本期债券，2019年末余额为1.80亿元，将于2020年10月16日到期。长期应付款主要为公司收到的道路建设专项款，拨款单位为北碚区建委，另有0.93亿元有息债务，2019年末长期应付款余额为21.39亿元，同比略有减少。

表10 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
其他应付款	183,070.41	32.91%	325,830.07	46.09%

流动负债合计	199,541.53	35.87%	340,635.72	48.18%
长期借款	124,930.00	22.46%	108,930.00	15.41%
应付债券	17,976.39	3.23%	35,877.99	5.07%
长期应付款	213,873.72	38.44%	221,573.64	31.34%
非流动负债合计	356,780.11	64.13%	366,381.63	51.82%
负债合计	556,321.64	100.00%	707,017.35	100.00%
其中：有息债务	152,211.79	27.36%	154,113.38	21.80%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务规模为15.22亿元，同比略有下降。2020年公司计划偿付债务本息合计2.80亿元（含本期债券）。

从偿债指标来看，2019年末公司资产负债率降至47.88%，整体债务结构趋于合理，但公司盈利对债务的保障程度均很弱，公司债务的偿还将依赖于外部的支持。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	47.88%	60.59%
现金短期债务比	0.30	0.63
EBITDA 利息保障倍数	0.15	0.32
有息债务/EBITDA	123.57	87.56

注：一年内到期的应付本期债券余额为短期有息债务。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

重庆农村商业银行股份有限公司北碚支行提供的流动性支持仍能为本期债券的偿付提供进一步保障

公司与重庆农商行北碚支行签订了《流动性支持贷款协议》，双方约定：本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，重庆农村商业银行股份有限公司北碚支行承诺在每次付息和本金兑付首日前 50 个工作日给予公司不超过本期债券本息偿还金额的流动性支持贷款（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该流动性支持贷款仅用于为本期债券偿付本息，以解决公司本期债券本息偿付困难。

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，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月16日）公司不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司存在对关联方担保，面临一定的或有负债风险

截至2019年末，公司对控股股东缙云资产担保余额合计为7.88亿元，对重庆市北碚区新城建设有限责任公司（以下简称“新城公司”）担保余额为21.11亿元，合计占公司净资产的34.86%，存在一定的或有负债风险，其中新城公司同为缙云资产控股子公司。

表12 截至2019年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保余额	担保到期日
重庆市北碚区新城建设有限责任公司	418,572.00	132,300.00	2030年10月29日
重庆缙云资产经营（集团）有限公司	27,000.00	24,300.00	2020年7月2日
重庆缙云资产经营（集团）有限公司	10,000.00	6,000.00	2020年11月13日
重庆缙云资产经营（集团）有限公司	10,000.00	10,000.00	2022年10月10日
重庆缙云资产经营（集团）有限公司	10,000.00	9,000.00	2020年11月13日
重庆缙云资产经营（集团）有限公司	10,000.00	9,500.00	2020年6月5日
重庆缙云资产经营（集团）有限公司	20,000.00	20,000.00	2020年10月10日
合计	505,572.00	211,100.00	-

资料来源：公司2019年审计报告

八、评级结论

2019年以来公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，同时公司获得较大力度的外部支持，重庆农商行北碚支行提供的流动性支持仍能为本期债券的偿付提供进一步保障。

中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，并存在较大规模公益性属性资产。2019年公司盈利能力继续下滑，且储备项目较少。2016-2019年公司均未收到本期债券募投项目投资回购款，相关资金回流具有不确定性，仍面临较大的偿债压力，以及公司存在对关联方担保，面临一定的或有负债风险。

基于以上情况，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	5,332.40	11,221.76	29,531.83
应收账款	33,848.05	33,848.05	33,848.05
其他应收款	88,277.10	102,719.56	129,672.16
存货	306,100.57	301,983.39	292,643.18
在建工程	376,280.67	366,164.08	343,441.06
无形资产	345,058.43	345,058.43	345,058.43
总资产	1,161,846.16	1,166,942.44	1,186,068.71
其他应付款	183,070.41	325,830.07	323,690.41
长期借款	124,930.00	108,930.00	110,930.00
应付债券	17,976.39	35,877.99	53,720.48
长期应付款	213,873.72	221,573.64	229,886.34
负债合计	556,321.64	707,017.35	727,556.52
有息债务	152,211.79	154,113.38	176,090.56
所有者权益	605,524.52	459,925.09	458,512.19
营业收入	7,868.96	10,196.50	18,585.32
营业利润	1,197.77	1,745.44	6,547.43
净利润	899.42	1,308.48	1,635.88
经营活动产生的现金流量净额	13,715.91	-2,629.44	8,121.78
投资活动产生的现金流量净额	-10,479.26	-17,992.06	-45,695.76
筹资活动产生的现金流量净额	-9,126.01	2,311.43	-3,131.60
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	17.07%	17.51%	35.49%
收现比	1.13	1.03	0.71
产权比率	91.87%	153.72%	158.68%
资产负债率	47.88%	60.59%	61.34%
现金短期债务比	0.30	0.63	-
EBITDA（万元）	1,231.81	1,760.05	6,547.43
EBITDA 利息保障倍数	0.15	0.32	0.99
有息债务/EBITDA	123.57	87.56	26.89

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息部分}$

附录三 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。