

2013 年第一期、第二期
重庆豪江建设开发有限公司
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

2013年第一期、第二期重庆豪江建设开发有限公司 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【594】号 01

债券简称：
第一期：13渝豪江债 01/
PR 渝豪江；第二期：13
渝豪江债 02/PR 渝豪 02

债券剩余规模：
2.00 亿元（其中：第一
期 1.40 亿元，第二期 0.60
亿元）

债券到期日期：
第一期：2020 年 11 月
22 日；第二期：2021 年
3 月 6 日

债券偿还方式：每年付
息一次，从第 3 个计息
年度末开始，分别按照
债券发行总额 20% 的比
例等额偿还债券本金

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
债券信用等级	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：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 24 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”）对重庆豪江建设开发有限公司（以下简称“豪江建设”或“公司”）及其 2013 年 11 月 22 日发行的第一期公司债券（以下简称“13 渝豪江债 01”）与 2014 年 3 月 6 日发行的第二期公司债券（以下简称“13 渝豪江债 02”）的 2020 年度跟踪评级结果为：“13 渝豪江债 01”和“13 渝豪江债 02”信用等级均维持为 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：永川区经济保持增长态势，为公司发展提供了良好基础，公司业务持续性仍然较好，继续得到外部支持；同时中证鹏元关注到公司短期有息债务规模增长较快，短期债务偿付压力增加明显，公司主要在建项目投资规模仍较大，存在较大的资金压力，应收款项对公司资金占用较大，且资产中的项目投入成本、林权及已抵押的土地资产规模较大，资产整体流动性一般，公司部分基础设施项目尚待政府回购，未来需关注相关项目的回购情况以及公司存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 永川区以工业为主导，经济保持增长态势。永川区经济保持增长态势，2019 年实现地区生产总值 952.7 亿元，同比增长 9.0%，其中港桥工业园区完成工业总产值 178 亿元，同比增长 12.9%，工业类固定资产投资完成 35.8 亿元，同比增长 31%，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务持续性仍较好。公司是永川区港桥工业园的开发建设主体，主要从事港桥工业园区的土地整治、道路和桥梁维护以及相关配套基础设施建设（含保障房

建设)。截至 2019 年末，公司未结转土地整治面积为 253.25 亩（不含拟建整理土地），未结转合同金额累计为 1.39 亿元；公司主要待回购项目总投资 75.51 亿元，已投入资金 53.38 亿元。

- **公司继续得到外部支持。**2019 年公司收到重庆永川工业园区港桥管理委员会（以下简称“港桥管委会”）拨付的港桥工业园区基础设施建设贷款利息补贴资金 1.04 亿元。

关注：

- **公司短期有息债务规模增长较快，短期债务偿付压力增加明显。**截至 2019 年末，公司有息负债规模为 79.03 亿元，同比增长 16.71%，其中，短期有息债务规模为 26.59 亿元，同比大幅增长 111.04%；公司货币资金余额为 5.68 亿元，现金短期债务比仅为 0.21，且公司盈利对利息保障程度较弱，短期债务偿付压力明显增加。
- **公司主要在建项目投资规模仍较大，存在较大的资金压力。**截至 2019 年末，公司主要在建项目至少尚需投入资金 23.57 亿元，前期投入资金主要由公司筹集，仍将面临较大的资金压力。
- **应收款项对公司资金占用较大，且资产中的项目投入成本、林权及已抵押的土地资产规模较大，资产整体流动性一般。**截至 2019 年末，公司应收款项合计为 36.99 亿元，同比增长 18.34%，对公司资金形成较大占用，且资产中项目投入成本、林权及已抵押土地使用权规模较大，账面价值合计为 106.67 亿元，占总资产比重为 50.14%，资产整体流动性一般。
- **公司部分基础设施项目尚待政府回购，未来需关注相关项目的回购及实际回款情况。**公司投资建设了拓展区主干路等 8 项道路、桥梁工程，总投资 5.35 亿元，永川区财政局于 2012 年、2013 年和 2017 年与公司分别签订了项目回购框架协议及其补充协议，约定自 2018 年开始陆续对公司投资建设的 8 个道路桥梁项目进行回购，但在 2018 年永川区财政局未按协议约定回购，并同公司、港桥管委会签署了《回购框架协议之补充协议》，回购主体变更为港桥管委会，并将回购项目扩大至公司投资建设的主要基础设施项目，未来需关注相关项目的回购及实际回款情况。
- **公司存在对关联方担保，面临一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对关联方担保金额为 6.41 亿元，占期末净资产的比重为 6.36%，被担保方均为永川区属国有企业，但大多未设置反担保措施，面临一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	2,127,637.30	1,889,556.61	1,736,454.58
所有者权益	1,009,010.45	968,474.85	925,069.38
有息债务	790,348.87	677,194.23	581,690.51
资产负债率	52.58%	48.75%	46.73%
现金短期债务比	0.21	0.27	1.36
营业收入	61,119.24	58,578.97	54,758.85
营业外收入	10,368.34	10,404.96	4,995.03
利润总额	40,535.60	35,581.46	36,663.28
综合毛利率	50.65%	49.34%	50.46%
EBITDA	40,924.15	36,059.99	37,565.18
EBITDA 利息保障倍数	0.73	0.78	0.92
经营活动现金流净额	1,325.76	10,818.91	6,915.86
收现比	0.75	0.93	0.97

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

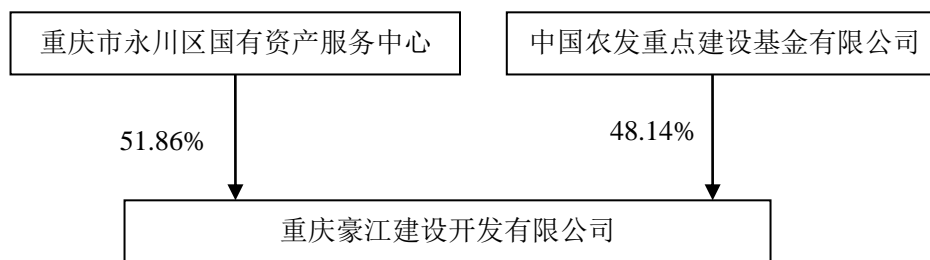
一、债券募集资金使用情况

公司于2013年11月22日公开发行7年期7亿元“13渝豪江债01”，于2014年3月6日公开发行7年期3亿元“13渝豪江债02”，募集资金原计划用于重庆永川区滨江工业标准厂房建设项目、滨江物流园建设项目、港城花园限价商品房项目、松溉镇限价房项目、柏树湾110KV变电站项目和笋桥村110KV变电站项目。截至2019年12月31日，“13渝豪江债01”和“13渝豪江债02”募集资金专项账户余额为1,569,247.38元。

二、发行主体概况

2019年1月，公司控股股东名称由重庆市永川区国有资产管理局变更为重庆市永川区国有资产服务中心（以下简称“永川国资中心”），除此之外，跟踪期内公司名称、实际控制人、注册资本及实收资本均未变更。截至2019年末，公司注册资本及实收资本均为19,736万元，控股股东为永川国资中心，实际控制人为重庆市永川区人民政府。2019年公司仍无子公司。

图1 截至2019年末公司股东及持股比例情况



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年5月，公司法定代表人、董事会及其成员、监事会成员发生变动。公司董事长、法定代表人、总理由肖安佳变更为屈景军；公司章程修订了董事会成员，董事会由7人组成改成3人组成，成员由肖安佳、周勇、陈明兰、汪天文、闵绪军、许仁元、周兴柳变更为屈景军、高阳、王亚；公司监事会成员由郭亮、刘荣、刘莉、陈素明、刘家庆变更为杨小波和职工代表尚义佳、王祎、赵倩、栾周欣，其中监事会主席由郭亮变更为杨小波。

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，但严禁新增隐形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3,096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，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年全市招商引资成效显著，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年重庆市经济发展及同比增长情况（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	9496.8	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%。

永川区以工业为主导，2019年经济保持增长态势，港桥工业园工业经济发展向好

2019年永川区实现地区生产总值952.7亿元，同比增长9.0%，继续保持较高增速。从产业结构看，第二、三产业实现较快发展，第二产业、第三产业增加值分别为515.5亿元和369.5亿元，同比增速分别为9.2%和10.0%，三次产业结构由2018年的7.4：50.3：42.3调整为2019年的7.1：54.1：38.8。

永川区以工业为主导，形成“一区三园”的产业布局，其中，凤凰湖工业园重点打造电子信息、机械制造、材料工业等三大产业；港桥工业园发展精细化工、有色金属加工、轻工建材等三大产业；三教工业园重点发展中轻型铸锻及加工产业。2019年永川区实现工业增加值389.2亿元，同比增长10.3%。全区规模以上工业企业367家，共实现产值1,156.0亿元，同比增长12.8%。其中，五大重点工业集群产值895亿元，同比增长14%，战略性新兴产业企业产值460亿元，同比增长13%。

固定资产投资方面，永川加大对区内工业项目的建设力度，2019年永川区固定资产投资同比增长10.3%，其中，第二产业投资同比大幅增长19.9%，并有曼德汽车电器、帝王智能卫浴、维邦纸业等117个项目开工建设；而房地产投资增速继续下滑，同比下降3.5%。

2019年港桥工业园区完成工业总产值178亿元，同比增长12.9%，完成固定资产投资37亿元，同比增长35%（其中工业类35.8亿元，同比增长31%）。园区重点发展特色轻工，纸产业继续扩产，2019年共引进多家理文纸业下游后加工企业10家，建成全国最大的单一生活纸品生产基地。2019年园区新签约项目45个，其中31个项目已开工，完成供地30亩；合同引资110.5亿元，协议约定出让工业用地1,557.7亩。

此外，2019年永川区社会消费品零售总额仍保持较快的增长速度，全年实现社会消费品零售总额392.7亿元，同比增长13.9%，永川区整体经济发展情况继续向好。

表2 永川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）	952.7	9.0%	845.7	9.9%
第一产业增加值	67.6	1.5%	62.2	4.6%
第二产业增加值	515.5	9.2%	425.2	9.6%
第三产业增加值	369.5	10.0%	358.3	11.3%
工业增加值	389.2	10.3%	319.0	8.4%
固定资产投资	-	10.3%	-	10.2%
社会消费品零售总额	392.7	13.9%	344.8	14.3%
进出口总额	35.9	1.0%	5.5（亿美元）	-
存款余额	730.4	14.5%	638.0	10.0%
贷款余额	584.2	17.1%	498.9	6.6%
人均 GDP（元）	83,343.54		74,054	
人均 GDP/全国人均 GDP	117.56%		114.56%	

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：重庆市永川区 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年永川区实现公共财政收入38.7亿元，同比下降8.8%，其中，税收收入27.8亿元，占公共财政收入比重为71.83%；实现政府性基金收入57.0亿元，同比增长18.8%。

四、经营与竞争

公司是永川区港桥工业园的开发建设主体，主要从事港桥工业园区的土地整治、道路和桥梁维护以及相关配套基础设施建设（含保障房建设）。2019年公司实现营业收入6.11亿元，同比增长4.34%；其中，土地整治业务收入6.09亿元，仍是公司收入最主要的来源；道路桥梁维护收入为0.02亿元，同比减少88.38%，收入波动较大。2019年公司综合毛利率为50.65%，同比变动不大。

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
土地整治	60,884.95	50.81%	56,563.44	50.81%
道路桥梁维护	234.29	9.17%	2,015.53	8.33%
合计	61,119.24	50.65%	58,578.97	49.34%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

土地整治业务仍为公司最主要的收入来源，回款情况较好，随着港桥工业园区招商引

资的持续推进，短期内公司业务持续性仍较好

公司从事港桥工业园区的土地整治，业务运营模式为：公司与港桥管委会对整治的单个地块分别签订土地整治委托合同，并约定土地整治合同金额，土地整治资金的前期投入由公司负责，土地整治达标后，交付港桥管委会使用。土地交付后，公司根据合同中约定的港桥管委会每年应付的金额确认收入和相应的成本，港桥管委会主要采取分期付款的方式与公司结算土地整治费用。2019年公司与港桥管委会新签订了828.20亩土地整治合同，均位于港桥工业园区内，包含18个项目用地及2个地块，合同约定的土地整理价款为每亩55万元，合同金额合计4.56亿元。2019年公司共实现土地整治收入6.09亿元，同比增长7.64%，业务回款较好且稳定。

截至2019年末，公司未结转土地整治面积为253.25亩（不含拟整理土地），未结转合同金额合计为1.39亿元，短期内收入持续性仍较好。

表4 公司土地整治业务的合同情况

项目	2019年	2018年
当年新增合同土地整治面积（亩）	828.20	1,130.52
当年新增合同金额（万元）	45,551.00	62,178.49
当年结转土地整治面积（亩）	1,140.21	1,059.28
当年结转合同金额（万元）	60,884.95	56,563.44
年末未结转土地整治面积（亩）（不含拟整理土地）	253.25	565.26
年末未结转合同金额（万元）	13,928.75	31,089.35

资料来源：公司提供

公司部分基础设施项目尚待政府回购，未来需关注相关项目的回购及实际回款情况，公司主要在建项目建设尚需投入资金规模较大，公司面临较大的资金压力

作为港桥工业园区的开发建设主体，除土地整治业务外，公司还承担园区内的基础设施建设（含道路、桥梁等项目）、保障房建设以及厂房建设任务。对于公司投资建设的拓展区主干路等8项道路桥梁工程项目，永川区财政局于2012年、2013年和2017年与公司分别签订了项目回购框架协议及其补充协议，约定自2018年开始陆续对公司投资建设的部分基础设施项目进行回购，但在2018年永川区财政局未按协议约定回购，并同公司、港桥管委会签署了《回购框架协议之补充协议》，回购主体变更为港桥管委会，并将回购项目扩大至公司投资建设的主要基础设施项目，其中，拓展区主路干等8个道路桥梁项目回购价格调整为项目投资款的130%（回购计划具体见表5），其余项目回购价格仍维持为项目投资款的120%，但未约定回购年份及各年回购额度，需关注后续的回购及实际回款情况。

此外，公司还负责道路桥梁项目的日常维护，2018-2019 年公司分别同港桥管委会签署《国有公路、桥梁委托管理合同》，根据合同约定，分别确认道路桥梁维护收入 0.20 亿元和 0.02 亿元，其中 2019 年收入同比大幅减少，主要系区域内维护计划推迟所致。

表5 公司道路、桥梁项目回购计划（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资款	回购价款	回购年份
1	拓展区主干路	1,080.15	1,404.20	2021
2	一朱路	8,137.26	10,578.44	2024
3	港桥新城安居大道	3,307.25	4,299.43	2022
4	港桥工业园园区主干道	28,001.69	36,402.20	2025
5	运灰路运煤路	323.93	421.11	2021
6	一松路工程	1,622.92	2,109.80	2021
7	大陆溪桥	6,878.21	8,941.67	2023
8	启动区道路及森林景观工程	4,098.95	5,328.64	2023
合计		53,450.36	69,485.47	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司主要基础设施项目总投资 75.51 亿元，已投入 53.38 亿元，剔除已投资大于总投资项目及已完工项目，在建项目至少尚需投入 23.57 亿元，项目前期投入资金主要由公司自身筹集，公司仍将面临较大的资金压力。

表6 截至 2019 年末公司主要基础设施项目投资建设情况（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资	已投资	完工进度
1	重庆永川区滨江工业标准厂房建设项目	12.90	3.93	已完成土地整治
2	港城花园限价商品房项目	7.95	7.88	已完成总工程量的 99%
3	中央商务区	7.20	7.20	已完工
4	限价房	7.04	4.68	已完成总工程量的 61%
5	港桥大道	6.46	9.06	已完成总工程量的 95%
6	商业综合体	6.20	6.20	已完工
7	港桥工业园廉租房建设	6.00	5.11	已完工
8	重庆永川滨江物流园建设项目	5.40	2.35	已完成土地整治
9	港桥新城公租房	3.70	3.43	已完工
10	港桥新城正兴二期	3.00	0.15	已完成总工程量的 5%
11	港桥新城正兴一期	3.00	0.07	已完成总工程量的 2%
12	港桥新城安置房	3.00	0.06	已完成总工程量的 2%
13	松溉镇限价房项目	1.36	1.30	已完成总工程量的 96%
14	笋桥村 110KV 变电站项目	0.82	0.76	已完成总工程量的 92%
15	柏树湾 110KV 变电站项目	0.80	0.74	已完成总工程量的 90%

16	联检大楼	0.68	0.46	已完成总工程量的 68%
-	小计	75.51	53.38	-

注：(1) 13 渝豪江债 01 募投项目：重庆永川区滨江工业标准厂房建设项目、重庆永川滨江物流园建设项目、港城花园限价商品房项目、柏树湾 110KV 变电站项目、笋桥村 110KV 变电站项目；

(2) 13 渝豪江债 02 募投项目：港城花园限价商品房项目、柏树湾 110KV 变电站项目、笋桥村 110KV 变电站项目和松溉镇限价房项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续得到外部一定的支持

2019 年根据港桥管委会的《关于明确重庆豪江建设开发有限公司财政补贴资金使用有关事宜的通知》，公司收到港桥管委会拨付的港桥工业园区基础设施建设贷款利息补贴资金 1.04 亿元，一定程度上缓解了公司的资金压力。

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。截至2019年末公司无纳入合并报表范围的子公司。

资产结构与质量

2019年公司应收款项规模继续增加，对公司资金形成较大占用，且资产中项目投入成本、林权以及已抵押的土地资产规模较大，资产整体流动性一般

2019年公司总资产规模达212.76亿元，同比增长12.60%，主要系公司通过招拍挂取得土地资产以及增加土地整治等项目投入所致。

截至2019年末，公司货币资金余额为5.68亿元，主要为银行存款，同比增长68.11%，主要为公司通过债务融资获得的资金，期末无受限资金。公司应收账款账面价值为6.60亿元，同比增长18.39%，均为应收港桥管委会土地整治业务款。公司其他应收款账面价值为30.39亿元，同比增长18.33%，占总资产比重为14.28%，主要系应收港桥管委会（15.18亿元）、重庆市永川区产业发展集团有限公司（8.20亿元）和永川区财政局（2.22亿元）等单位往来款以及应收重庆市永川区兴永建设发展有限公司往来款及借款3.07亿元，应收以上四个单位余额合计占其他应收款余额比例为94.29%，应收对象较为集中，且主要系政府部门和国企，但账龄在一年以上的应收账款占比超过40%，回款时间不确定，对公司资金形成较大占用。

2019年末公司存货账面价值为157.23亿元，同比增长13.90%，主要系公司土地整治等项目投入增加以及限价房项目由在建工程转入4.20亿元，并通过招拍挂取得8宗土地所致，其中，该8宗土地面积合计为43.55万平方米，用途以二类居住用地和商业用地为主，出让价格合计为9.34亿元，公司已缴纳土地出让金1.90亿元。截至2019年末，公司存货占总资产比重达73.90%，其中，开发成本为156.57亿元，包括土地使用权71.81亿元（均为出让地）、林权9.67亿元和工程项目成本75.09亿元。截至2019年末，已经抵押的土地共12宗，账面价值合计21.91亿元，存货受限比例13.93%，存货流动性一般。

公司非流动资产主要由在建工程构成，2019年末在建工程规模为9.74亿元，同比减少25.85%，主要系限价房项目转至存货所致。

整体来看，2019年公司应收款项规模继续增加，对资金形成较大占用，且资产中项目投入成本及林权规模较大，账面价值合计为84.76亿元，占总资产比重为39.84%，且有12宗土地使用权处于抵押状态，账面价值合计为21.91亿元，占总资产的比重为10.30%，资产整体流动性一般。

表7 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	56,838.79	2.67%	33,810.25	1.79%
应收账款	65,994.89	3.10%	55,742.39	2.95%
其他应收款	303,891.46	14.28%	256,807.24	13.59%
存货	1,572,316.16	73.90%	1,380,382.32	73.05%
流动资产合计	1,999,529.69	93.98%	1,727,047.71	91.40%
在建工程	97,443.51	4.58%	131,414.78	6.95%
非流动资产合计	128,107.61	6.02%	162,508.90	8.60%
资产总计	2,127,637.30	100.00%	1,889,556.61	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

公司业务发展稳定，短期内收入持续性仍较好

公司是永川区港桥工业园的开发建设主体，近年来重点业务集中在港桥工业园区的土地整治、道路和桥梁维护等。2019年公司实现营业收入6.11亿元，同比增长4.34%；其中，土地整治业务收入6.09亿元，仍是公司收入最主要的来源；道路桥梁维护收入为0.02亿元，同比减少88.38%，收入波动较大。截至2019年末，公司未结转土地整治面积为253.25亩，未结转合同金额合计为1.39亿元，短期内收入持续性仍较好。

根据公司同永川区财政局、港桥管委会签订的协议，港桥管委会将对公司8个道路、桥梁项目按照投资款项的130%回购，2021-2025年的回购金额分别为3,935.10万元、4,299.43万元、14,270.31万元、10,578.44万元和36,402.20万元；此外，港桥管委会还将对公司投资建设的其他基础设施项目按照投资款项的120%回购，但未约定回购年份及各年回购额度，未来需关注项目的回购及实际回款情况。

2019年公司营业利润为3.03亿元，同比增长8.89%。同期，公司获得补贴收入1.04亿元，占利润总额的25.57%，补贴收入为公司利润提供了较好的补充。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	61,119.24	58,578.97
营业利润	30,293.14	27,820.04
营业外收入	10,368.34	10,404.96
利润总额	40,535.60	35,581.46
综合毛利率	50.65%	49.34%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司主营业务收现情况表现有所弱化，主要待回购基础设施项目投资规模仍较大，资金压力较大

2019年公司主营业务收现情况表现有所弱化，导致经营活动产生的现金净流入额下降明显，2019年经营活动现金流净额为0.13亿元，同比减少87.75%。

投资活动方面，2019年公司投资活动现金净流出0.92亿元，主要系对在建工程项目的投入支出。筹资活动方面，2019年公司筹资活动现金净流入3.09亿元，其中，筹资活动现金流入主要为公司取得的金融机构借款，筹资活动现金流出主要为偿还借款及利息的支付。

截至2019年末，公司主要待回购基础设施项目总投资75.51亿元，在建项目至少尚需投入23.57亿元，项目前期投入资金主要由公司自身筹集，公司仍将面临较大的资金压力。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.75	0.93
销售商品、提供劳务收到的现金	46,100.13	54,312.04
收到的其他与经营活动有关的现金	18,632.10	20,983.51

经营活动现金流入小计	64,732.23	75,295.55
购买商品、接受劳务支付的现金	49,483.13	40,340.35
支付的其他与经营活动有关的现金	12,176.27	21,753.15
经营活动现金流出小计	63,406.47	64,476.64
经营活动产生的现金流量净额	1,325.76	10,818.91
投资活动产生的现金流量净额	-9,193.83	-12,221.25
筹资活动产生的现金流量净额	30,896.61	-10,845.08
现金及现金等价物净增加额	23,028.54	-12,247.42

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

公司债务规模继续扩大，其中短期有息债务规模增长较快，公司盈利对债务利息的保障程度仍较弱，短期债务偿付压力增加明显

受益于经营利润的积累，公司所有者权益持续增长，2019年末所有者权益达100.90亿元，同比增长4.19%。同时，公司有息债务规模继续扩张并增加应付土地出让款，2019年末负债总额为111.86亿元，同比增长21.45%，负债的扩张速度较高，导致产权比率由2018年末的95.11%升至2019年末的110.86%，所有者权益对负债的覆盖程度有所下降。2019年公司流动负债占比上升明显，占总负债的50.63%。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	1,118,626.84	921,081.76
所有者权益	1,009,010.45	968,474.85
产权比率	110.86%	95.11%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司新增短期保证借款2.00亿元。应付账款余额为8.53亿元，同比大幅增长218.28%，主要系暂未缴纳的土地出让金7.44亿元。公司预收款项主要系预收售房款（部分安置房销售），2019年末预收款项余额为2.23亿元，同比增长20.50%。截至2019年末，公司其他应付款余额为18.67亿元，同比增长6.86%，主要系对永川区财政局、永川区国土资源和房屋管理局等单位或项目的往来款16.71亿元，绝大多数往来款余额账龄在一年以上。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债余额为24.59亿元，同比大幅增长95.16%，包括一年内到期的应付债券余额15.96亿元（含“13渝豪江01”1.40亿元）和一年内到期的长期借款8.62亿元。

表11 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	20,000.00	1.79%	0.00	0.00%
应付账款	85,338.03	7.63%	26,812.44	2.91%
预收款项	22,284.94	1.99%	18,493.21	2.01%
其他应付款	186,727.82	16.69%	174,744.71	18.97%
一年内到期的非流动负债	245,852.73	21.98%	125,973.10	13.68%
流动负债合计	566,312.32	50.63%	350,044.75	38.00%
长期借款	220,969.74	19.75%	238,075.00	25.85%
应付债券	303,526.41	27.13%	313,146.13	34.00%
长期应付款	27,818.38	2.49%	19,815.88	2.15%
非流动负债合计	552,314.53	49.37%	571,037.01	62.00%
负债合计	1,118,626.84	100.00%	921,081.76	100.00%
其中：有息债务	790,348.87	70.65%	677,194.23	73.52%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。截至2019年末，公司长期借款余额为22.10亿元，同比略有下降，包括抵押借款19.85亿元、信用借款1.25亿元和保证借款1.00亿元，其中抵押借款的抵押物主要为公司拥有的土地使用权，借款利率区间在4.75%至7.00%。公司应付债券余额为30.35亿元，应付债券情况具体见表12。长期应付款均为项目建设专项应付款。

表12 截至2019年12月31日公司应付债券情况表（单位：万元）

债券名称	发行金额	发行日期	到期日期	期末余额	票面利率
13 渝豪江债 01/PR 渝豪江	70,000.00	2013/11/22	2020/11/22	13,961.33	7.99%
13 渝豪江债 02/PR 渝豪 02	30,000.00	2014/3/6	2021/3/6	5,996.69	8.05%
15 渝豪江 MTN001	70,000.00	2015/7/2	2020/7/1	69,650.08	6.45%
15 渝豪江 MTN002	70,000.00	2015/11/12	2020/11/11	69,574.22	5.50%
17 渝豪江 MTN001	100,000.00	2017/4/26	2022/4/25	99,249.88	6.00%
18 渝豪江 PPN001	50,000.00	2018/4/27	2023/4/27	49,228.03	7.00%
19 渝豪江建设 ZR001	50,000.00	2019/2/14	2022/2/14	49,624.65	-
19 渝豪江 PPN001	100,000.00	2019/5/6	2022/5/6	99,427.15	6.80%
合计	540,000.00	-	-	456,712.04	-

注：1、13 渝豪江债 01、15 渝豪江 MTN001、15 渝豪江 MTN002 已重分类至一年内到期的非流动负债；
 2、未获取 19 渝豪江建设 ZR001 票面利率信息。

资料来源：公司 2019 年审计报告、Wind，中证鹏元整理

2019年末公司有息债务余额为79.03亿元，同比增长16.71%，其中，短期有息债务规模增长较快，期末余额26.59亿元，同比大幅增长111.04%，而货币资金余额仅为5.68亿元，

现金短期债务比为0.21，短期债务偿付压力增加明显。公司资产负债率为52.58%，同比增加3.83个百分点。EBITDA利息保障倍数为0.73，继续下降，盈利对利息保障程度仍然较弱。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	52.58%	48.75%
现金短期债务比	0.21	0.27
EBITDA 利息保障倍数	0.73	0.78
有息债务/EBITDA	19.31	18.78

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

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4月7日），公司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

公司存在对关联方担保，面临一定或有负债风险

截至2019年末，公司对外担保金额为6.41亿元，占期末净资产的比重为6.36%，被担保方重庆市永川区兴永建设发展有限公司和重庆北鼎建设开发有限公司均为永川区属国有企业，但对外担保大多未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表14 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	担保方式
重庆市永川区兴永建设发展有限公司	18,000.00	连带责任担保
重庆市永川区兴永建设发展有限公司	30,000.00	连带责任担保
重庆市永川区兴永建设发展有限公司	630.00	连带责任担保
重庆市永川区兴永建设发展有限公司	9,500.00	担保反担保
重庆北鼎建设开发有限公司	6,000.00	连带责任担保
合计	64,130.00	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

七、评级结论

2019年永川区经济保持增长态势，继续为公司发展提供了良好基础。截至2019年末，公司未结转土地整治面积为253.25亩，未结转合同金额累计为1.39亿元；公司主要待回购项目总投资75.51亿元，已投入资金53.38亿元，短期内公司业务持续性仍然较好。此外，公司在港桥工业园区基础设施建设贷款利息补贴方面继续得到外部支持。

同时中证鹏元关注到，公司短期有息债务规模增长较快，截至2019年末，现金短期债务比仅为0.21，且公司盈利对利息保障程度较弱，短期债务偿付压力增加明显。公司主要在建项目投资规模仍较大，存在较大的资金压力。应收款项对公司资金占用较大，且资产中的项目投入成本、林权及已抵押的土地资产规模较大，资产整体流动性一般。公司部分基础设施项目尚待政府回购，未来需关注相关项目的回购及实际回款情况以及公司存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持“13渝豪江债01”和“13渝豪江债02”债券信用等级均为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	56,838.79	33,810.25	46,057.68
应收账款	65,994.89	55,742.39	40,809.87
其他应收款	303,891.46	256,807.24	166,451.66
存货	1,572,316.16	1,380,382.32	1,256,996.37
在建工程	97,443.51	131,414.78	192,657.45
总资产	2,127,637.30	1,889,556.61	1,736,454.58
短期借款	20,000.00	0.00	0.00
应付账款	85,338.03	26,812.44	30,515.93
预收款项	22,284.94	18,493.21	9,509.84
其他应付款	186,727.82	174,744.71	162,364.65
一年内到期的非流动负债	245,852.73	125,973.10	33,880.90
长期借款	220,969.74	238,075.00	195,000.00
应付债券	303,526.41	313,146.13	352,809.61
总负债	1,118,626.84	921,081.76	811,385.20
有息债务	790,348.87	677,194.23	581,690.51
所有者权益	1,009,010.45	968,474.85	925,069.38
营业收入	61,119.24	58,578.97	54,758.85
营业利润	30,293.14	27,820.04	31,686.03
营业外收入	10,368.34	10,404.96	4,995.03
净利润	40,535.60	35,581.46	36,663.28
经营活动产生的现金流量净额	1,325.76	10,818.91	6,915.86
投资活动产生的现金流量净额	-9,193.83	-12,221.25	26,570.86
筹资活动产生的现金流量净额	30,896.61	-10,845.08	-18,078.18
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	50.65%	49.34%	50.46%
收现比	0.75	0.93	0.97
产权比率	110.86%	95.11%	87.71%
资产负债率	52.58%	48.75%	46.73%
现金短期债务比	0.21	0.27	1.36
EBITDA（万元）	40,924.15	36,059.99	37,565.18
EBITDA 利息保障倍数	0.73	0.78	0.92
有息债务/EBITDA	19.31	18.78	15.48

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	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

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。