

2016 年重庆市兴荣控股集团有限公司公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2021]100793】

评级对象: 2016年重庆市兴荣控股集团有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA	稳定	AA ⁺	2021年6月29日
前次跟踪:	AA	稳定	AA ⁺	2020年6月29日
首次评级:	AA	稳定	AA ⁺	2015年9月28日

主要财务数据

项 目	2018年	2019年	2020年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	6.63	12.43	8.18
刚性债务	87.92	104.08	124.84
所有者权益	66.51	68.54	74.03
经营性现金净流入量	0.25	1.87	-17.40
发行人合并数据及指标:			
总资产	190.07	211.57	246.41
总负债	113.26	133.40	159.81
刚性债务	97.59	116.47	142.96
所有者权益	76.81	78.16	86.60
营业收入	14.68	11.71	12.04
净利润	1.13	1.16	1.65
经营性现金净流入量	-2.51	0.08	-17.96
EBITDA	2.56	2.57	2.90
资产负债率[%]	59.59	63.06	64.85
长短期债务比[%]	226.86	321.21	362.14
营业利润率[%]	9.44	11.35	14.32
短期刚性债务现金覆盖率[%]	28.05	60.98	40.67
营业收入现金率[%]	13.54	76.39	41.27
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-4.79	-1.83	-14.99
EBITDA/利息支出[倍]	0.55	1.37	1.00
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.02
瀚华担保数据			
总资产	60.75	61.25	61.00
所有者权益	40.05	40.72	42.25
担保余额	449.61	392.66	-
担保放大倍数[倍]	7.47	6.21	-

注: 发行人数据根据兴荣控股经审计的2018-2020年财务数据整理、计算。担保方数据根据瀚华担保经审计的2018-2019年及未经审计的2020年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

钟士芹 zsq@shxsj.com
 龚春云 gcy@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对重庆市兴荣控股集团有限公司(简称“兴荣控股”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的PR兴荣控的跟踪评级反映了2020年以来兴荣控股在外部环境、业务地位等方面保持优势,同时也反映了公司在债务偿付、投融资、资产流动性、资金被占用及或有负债等方面继续面临压力或风险。

主要优势:

- **区域环境良好。**跟踪期内,受疫情影响,荣昌区增速有所下滑,但经济总量仍保持增长,且呈现复苏向好态势,为兴荣控股的发展提供了良好的外部环境。
- **业务地位稳固。**跟踪期内,兴荣控股仍是荣昌区重要的基础设施建设及国有资产运营主体,业务地位稳固。
- **担保增信。**跟踪期内,瀚华担保对PR兴荣控的担保仍有效,有助于提升PR兴荣控的偿付安全性。

主要风险:

- **债务偿付压力持续加大。**跟踪期内,兴荣控股刚性债务规模持续扩张,财务杠杆仍处于偏高水平;短期刚性债务规模进一步增加,即期债务偿付压力大。
- **资金被大量占用。**跟踪期内,兴荣控股应收荣昌区政府部门及区内企事业单位往来款大幅增加,对公司资金已形成大规模占用,公司资金周转压力进一步加大。
- **资产流动性较弱。**跟踪期内,兴荣控股大量资金仍沉淀于存货,且部分资产受限,资产实际流动性较弱。
- **主业盈利能力较弱。**跟踪期内,兴荣控股主

业盈利能力仍较弱，净利润的实现政府对政府补助、投资净收益等非经常性损益的依赖度仍较高。

- **或有负债风险。**跟踪期内，兴荣控股对外担保规模较大，且小额担保业务存在逾期事项，公司面临较大的或有负债风险。

➤ 未来展望

通过对兴荣控股及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2016年重庆市兴荣控股集团有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2016 年重庆市兴荣控股集团有限公司公司债券（简称“PR 兴荣控”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据兴荣控股提供的经审计的 2020 年财务报表及相关经营数据，对兴荣控股的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2016 年 3 月发行 PR 兴荣控 9.00 亿元，期限为 7 年，票面利率 4.86%，计息方式为附息式固定利率，每年付息一次。PR 兴荣控设置本金提前偿还条款，即自债券存续期内第三年末起至第七年末，逐年分别按照本期债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金，最后五个计息年度每年的应付利息随当年兑付的本金一起支付。截至 2021 年 5 月末，本期债券待偿还本金余额为 3.60 亿元。

PR 兴荣控募集资金全部用于建设荣昌区黄金坡组团基础设施项目（以下简称“黄金坡项目”）¹，黄金坡项目总投资 18.53 亿元，建设期为 3 年，项目已于 2013 年 6 月开工，截至 2020 年末已完工但尚未验收，募集资金已全部使用。

截至 2021 年 6 月 18 日，该公司待偿还债券本金余额为 41.60 亿元，目前已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 1. 截至 2021 年 6 月 18 日公司待偿还债券情况（单位：亿元，%）

债券名称	发行金额	发行时间	发行期限	待偿还本金	票面利率
PR 兴荣控	9.00	2016 年 3 月	7 年	3.60	4.86
19 兴荣 01	10.00	2019 年 12 月	3+2 年	10.00	7.00
20 兴荣控股 MTN001	8.00	2020 年 4 月	3+2 年	8.00	5.50
20 兴荣 01	10.00	2020 年 5 月	3+2 年	10.00	6.00
21 渝兴荣停车场债	10.00	2021 年 6 月	5+2 年	10.00	6.50
合计	47.00	--	--	41.60	--

资料来源：Wind

¹ 黄金坡项目已移交给重庆市荣昌荣城投资建设有限公司（以下简称“荣城投资”），该公司就该项目的投资支出由荣昌区财政局负责支付，已全部回笼。荣城投资成立于 2008 年 12 月，注册资本 5.00 亿元，系荣昌区国资委全资子公司，与公司一套班子管理，主要从事土地整理开发建设、城市配套建设等业务。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善

常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，城投企业在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。2021 年，在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，城投企业融资环境预计将有所收紧，期间平台资质分化仍将持续，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2020 年，我国持续推进新型城镇化和乡村振兴，城乡区域发展格局不断优化，年末城镇化率已超过 60%。根据 2021 年《政府工作报告》，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是“十四五”时期经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，该领域的建设及融资模式也正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个

领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有一定保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年至 2018 年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施，指出要“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，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），进一步明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。2019 年 3 月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出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。

2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。目前我国疫情防控已取得明显成效，经济增长处于稳步恢复中，同时化解政府隐性债务工作持续重点推进。2020 年 12 月，中央经济工作会议指出 2021 年要“抓实化解政府隐性债务风险工作”；2021 年 3 月，国务院常务会议明确要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，2021 年城投企业融资环境预计将有所收紧，对城投新增债务的管控力度将较上

年有所加强，期间平台资质分化仍将持续。近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

(3) 区域经济环境

2020 年新冠肺炎疫情对荣昌区经济运行产生了一定影响，当年全区经济总量保持增长，但经济增速有所下滑。2021 年以来，荣昌区经济增速快速回升，经济保持复苏向好态势。受住宅用地出让量价齐降影响，2020 年荣昌区土地出让总价大幅下降。

跟踪期内，新冠肺炎疫情对荣昌区经济运行产生了一定影响，2020 年全区实现地区生产总值 709.80 亿元，同比增长 4.9%，增速较 2019 年下降 4.2 个百分点；从产业结构看，全区第一、二、三产业增加值分别为 64.26 亿元、382.96 亿元和 262.57 亿元，同比分别增长 6.7%、6.5% 和 2.2%，三次产业结构为 9.1: 54.0: 36.9，第二产业仍占主导，第三产业占比较上年下降 2.2 个百分点，产业结构有待优化。根据重庆市荣昌区第七次人口普查公报，2020 年末荣昌区常住人口 66.90 万人，城镇化率 59.87%。按常住人口计算，2020 年全区人均地区生产总值达到 10.61 万元。

图表 2. 2018 年以来荣昌区主要经济发展指标（单位：亿元，%）

指标	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	576.48	9.8	652.54	9.1	709.80	4.9	163.71	19.6
第一产业增加值	48.96	3.8	54.27	-0.9	64.26	6.7	12.06	21.8
第二产业增加值	301.30	8.9	342.87	10.5	382.96	6.5	83.02	23.5
第三产业增加值	226.23	12.8	255.40	9.3	262.57	2.2	68.62	14.8
人均地区生产总值(元)	80876	8.9	90889	8.3	106102	--	--	--
工业增加值	228.42	9.4	259.08	10.3	288.13	6.1	68.14	26.0
固定资产投资	215.59	--	247.10	14.6	273.74	10.8	44.03	6.1
房地产开发投资	23.28	4.6	30.85	32.5	38.69	25.4	10.46	45.0
工业投资	111.02	--	137.03	23.4	156.11	13.9	24.06	12.8
社会消费品零售总额	197.52	14.8	223.40	13.1	--	2.6	69.00	47.1
进出口总额(亿元)	18.43	-19.2	17.74	-3.7	15.84	-10.7	--	--

资料来源：荣昌统计年鉴 2020、2018-2020 年荣昌区国民经济和社会发展统计公报

目前，荣昌区已形成装备制造、食品医药、轻工陶瓷三大主导产业集群和农牧高新产业集群的“3+1”产业集群，拥有华森制药、昌元化工、唯美（马可波罗）陶瓷、澳龙生物等一大批高新技术企业，荣昌高新技术产业开发区已于 2018 年 2 月正式获批国家级高新区，成为全国首个以农牧为特色的国家高新区。2020 年荣昌区实现工业增加值 288.13 亿元，同比增长 6.1%；规模以上工业增加值同比增长 6.1%；规模以上工业企业实现总产值 868.21 亿元，同比增长 7.5%。

固定资产投资是荣昌区经济增长的重要动力，2020 年荣昌区完成固定资产投资 273.74 亿元，同比增长 10.8%，较上年下降 3.8 个百分点，主要系基础设施建设投资减少所致。当年，基础设施建设投资 44.33 亿元，同比下降 22.0%；工业投资 156.11 亿元，同比增长 13.9%。固定资产投资的持续增长，有力支撑了荣昌区经济持续增长。

从房地产看，2020 年荣昌区房地产开发投资仍保持快速增长，商品房销售大幅回升。当年全区房地产开发投资为 38.69 亿元，同比增长 25.4%。同期，商品房施工面积

及竣工面积分别为 294.23 万平方米和 59.98 万平方米，同比增速分别为-1.4%和 23.4%；商品房销售面积为 101.67 万平方米，同比增长 8.6%，增速较上年上升 18.1 个百分点，其中住宅销售面积为 78.51 万平方米，同比下降 8.8%；实现商品房销售额 66.02 亿元，同比增长 28.0%，增速较上年上升 23.3 个百分点。

2021 年第一季度，荣昌区经济增速快速回升，经济保持复苏向好。当期全区实现地区生产总值 163.71 亿元，同比增长 19.6%，其中第二产业和第三产业增加值分别为 83.02 亿元和 68.62 亿元，同比分别增长 23.5%和 14.8%；规模以上工业总产值为 163.93 亿元，同比增长 34.2%；完成固定资产投资 44.03 亿元，同比增长 6.1%，其中工业投资和房地产开发投资分别为 24.06 亿元和 10.46 亿元，同比分别增长 12.8%和 45.0%；社会消费品零售额为 69.00 亿元，同比增长 47.1%。

土地市场方面，在疫情、政府供地计划及政策调控等因素影响下，2020 年荣昌区土地出让面积同比大幅下降 32.86%至 192.67 万平方米，其中住宅用地出让面积同比减少 44.68%至 68.33 万平方米；同时，受住宅用地出让均价下行影响，当年全区实现土地出让总价 29.93 亿元，较上年减少 30.93 亿元，其中住宅用地出让总价较上年减少 34.44 亿元至 22.19 亿元。

图表 3. 2018-2020 年荣昌区土地市场情况

名称	2018 年	2019 年	2020 年
土地出让总面积（万平方米）	201.22	286.97	192.67
其中：住宅用地出让面积（万平方米）	60.94	123.51	68.33
商业/办公用地出让面积（万平方米）	7.57	5.82	11.15
工业用地出让面积（万平方米）	126.82	154.91	113.18
其它用地出让面积（万平方米）	5.89	2.72	0.01
土地出让总价（亿元）	24.88	60.87	29.93
其中：住宅用地出让总价（亿元）	19.99	56.63	22.19
商业/办公用地出让总价（亿元）	2.35	1.61	5.50
工业用地出让总价（亿元）	2.01	2.56	2.24
其它用地出让总价（亿元）	0.53	0.07	0.02
土地出让均价（元/平方米）	1236.23	2120.96	1553.57
其中：住宅用地出让均价（元/平方米）	3279.93	4585.03	3247.14
商业/办公用地出让均价（元/平方米）	3101.19	2761.61	4933.45
工业用地出让均价（元/平方米）	158.43	165.01	198.15
其它用地出让均价（元/平方米）	901.53	265.22	1528.00

资料来源：CREIS 中指数据

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍为荣昌区重要的基础设施建设及国有资产经营主体，业务涉及土地整治、基础设施建设和让渡资产使用权等，其中土地整治仍是公司收入和毛利的主要来源。现阶段公司在建及拟建项目未来仍有一定资金需求，建设资金回笼总体滞后，公司面临一定的投融资压力。此外，公司担保业务的担保对象主要为当地中小微企业，抗风险能力较弱，且存在逾期事项，面临一定代偿风险。

该公司是荣昌区重要的基础设施建设及国有资产经营主体，主要从事土地整治、基础设施建设和让渡资产使用权等业务。2020 年公司实现营业收入 12.04 亿元，同比增长 2.82%。其中，土地整治业务实现收入 8.37 亿元，占营业收入的比重为 69.51%，仍是公司第一大收入来源；施工收入为 1.98 亿元，占营业收入的比重增至 16.43%，成为公司第二大收入来源；代建业务和让渡资产使用权业务等对公司收入形成一定补充。当年公司实现营业毛利 2.42 亿元，同比增长 3.97%，其中土地整治毛利占比为 52.64%。此外，施工业务和让渡资产使用权业务毛利分别为 0.25 亿元和 0.40 亿元，分别占营业毛利的比重为 10.42% 和 16.53%，为公司营业毛利的有益补充。

图表 4. 2018-2020 年公司营业收入与毛利构成情况²（单位：亿元，%）

类别	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
收入合计	14.68	100.00	11.71	100.00	12.04	100.00
土地整治	12.00	81.76	9.52	81.30	8.37	69.51
代建	0.22	1.49	0.22	1.90	0.17	1.45
让渡资产使用权	0.32	2.18	0.40	3.39	0.40	3.33
施工	0.28	1.91	0.68	5.77	1.98	16.43
其他	1.86	12.65	0.89	7.64	1.12	9.28
毛利合计	2.24	100.00	2.33	100.00	2.42	100.00
土地整治	1.43	63.72	1.54	66.04	1.28	52.64
代建	0.22	9.78	0.22	9.52	0.17	7.21
让渡资产使用权	0.32	14.27	0.40	17.03	0.40	16.53
施工	-0.04	-1.57	0.01	0.62	0.25	10.42
其他	0.31	13.80	0.16	6.79	0.32	13.19

资料来源：兴荣控股

（1）土地整治业务

该公司土地整治业务由公司本部负责。土地整治是荣昌区政府平衡公司城市基础设施建设资金的重要方式。公司在承担荣昌区城市基础设施建设的同时，享有荣昌区城市规划区范围内城市建设土地的一级开发权。公司土地整治业务采用自行筹建资金完成土地整治³，政府每年回购的模式进行。荣昌区财政局根据公司完成的土地整治面积按照一事一议的方式回购整治土地，回购金额确认为土地整治收入，回购金额超过整治成本部分确认为土地整治收益。

2020 年，该公司共完成 3 个地块的开发整治工作，合计交付面积为 20.87 万平方米，整治成本为 7.04 亿元，实现土地整治收入 8.37 亿元（不含税）。截至 2020 年末，公司累计已确认收入但尚未收到土地款金额为 19.16 亿元。

图表 5. 2020 年公司完工土地整治情况（单位：亿元，万平方米）

整治地块	交付面积	整治成本	结算单价 (元/平方米)	整治收入 (含税)
荣昌县工人村组团 G-1 号地块	5.00	1.73	4224.83	2.11

² 表中部分合计数与分项加总数略有出入系因尾数四舍五入所致，下同。

³ 该公司拿地性质主要分为划拨或出让，近年来公司通过招拍挂的方式取得的地块增加，土地性质以出让为主。

整治地块	交付面积	整治成本	结算单价 (元/平方米)	整治收入 (含税)
荣昌县西部宜居区 22 号地块	5.33	1.68	3857.46	2.06
荣昌县工人村组团 G-7 号地	10.54	3.64	4224.83	4.45
合计	20.87	7.04	--	8.62

资料来源：兴荣控股

2020 年末，该公司存货中尚未结算的土地整理开发成本余额为 72.71 亿元，土地面积为 342.95 万平方米，全部为商住用地。2021 年，公司计划整理的土地整治项目为荣昌县黄金坡组团 H-04 地块、H-05 地块、H-06 地块和荣昌县工人村组团 G-4 号地块等项目，建设内容主要为场地平整和配套设施建设，计划总投资 8.30 亿元。公司预计 2021 年可交付地块为荣昌县黄金坡片区 HB03-01 和荣昌县工人村组团 G-3 号地块，面积分别为 187 亩和 200 亩，累计投资合计 8.29 亿元，预计可实现土地整治收入约 10.84 亿元。

图表 6. 公司 2021 年计划整理的土地开发整治项目情况（单位：亿元）

土地整治项目	建设期	计划总投资
荣昌县黄金坡组团 H-04 地块	2021-2023	1.50
荣昌县黄金坡组团 H-05 地块	2021-2023	0.81
荣昌县黄金坡组团 H-06 地块	2021-2023	1.50
荣昌县工人村组团 G-4 号地块	2021-2023	4.49
拟建合计	--	8.30

资料来源：兴荣控股

(2) 基础设施建设业务

该公司基础设施建设业务主要由公司本部、子公司重庆市荣昌区宏基路桥建设有限公司（以下简称“宏基路桥”）、重庆市昌泰市政工程有限公司（以下简称“昌泰市政”）和重庆市荣昌区运通公路工程有限公司（以下简称“运通公路”）等负责，包括基础设施项目代建及施工业务、保障性住房代建业务。其中，基础设施项目代建主要采取政府回购进行资金平衡，施工业务按照施工合同约定进行结算，保障性住房代建由财政局按照项目进度和财政资金状况拨付一定建设资金。

A. 基础设施项目建设

跟踪期内，该公司基础设施项目建设仍分为两类，一类是公司承接的区政府的基础设施等公益类项目，这部分项目回购款为竣工结算成本加成一定管理费率，在实际运作中，公司按照荣昌区财政局结算批复文件确认的回购金额和相应成本的差额计入主营业务收入（确认为代建项目收入），主营业务成本中未反映这部分项目的成本，后续收到政府支付的资金后直接冲减该部分成本，2020 年公司确认代建项目收入 0.17 亿元，同比下降 21.33%，主要来自唯美荣昌陶瓷产业基地及唯美新村、荣昌县国家现代农业示范区一期工程、荣南停车场项目、万灵古镇景区联接线工程等项目结算确认的收入。另一类是子公司宏基路桥、昌泰市政和运通公路等自行承接的非政府性项目，这部分收入为全额收入，相应的成本反应在主营业务成本中，这部分收入的毛利率相对较低。2020 年公司实现施工收入 1.98 亿元，同比显著增长 192.87%，主要系公司承接的荣昌国家森林公园城市建设项目完工结算的施工收入较多所致。

委托代建项目方面，2020 年，该公司完工结算的代建项目为唯美荣昌陶瓷产业基地及唯美新村、荣昌县国家现代农业示范区一期工程、荣南停车场项目、荣昌县双河派出所办公业务技术用房新建项目、宏基公司双河街道大岗路改建工程、万灵古镇景区联接线工程等项目，累计投资额为 1.20 亿元，应收项目款 1.38 亿元，截至 2020 年末已回笼资金 0.06 亿元。

截至 2020 年末，该公司存货中尚未结算的基础设施项目账面余额为 24.08 亿元。同期末，公司主要在建委托代建项目为新城基础设施建设工程、G348 板桥至安富公路改道工程等，计划总投资 10.57 亿元，累计已投入 3.06 亿元，尚需投资 7.50 亿元；公司主要拟建委托代建项目为昌州大道片区合流制管网分流改造、荣昌区昌元街道虹桥片区城市次干道连接工程、池水河排水分区合流制管网分流改造项目和荣峰河排水分区合流制管网分流改造等项目，建设工期为 2021-2023 年，计划总投资合计 9.00 亿元。总体看，公司基础设施建设项目后续仍需一定规模投资，面临一定的投融资压力。

图表 7. 截至 2020 年末公司主要在建及拟建基础设施建设项目（单位：万元）

项目 ⁴	业务模式	计划投资额	累计已投入	尚需投资
新城基础设施建设	委托代建	39500.00	5010.68	34489.32
G348 板桥至安富公路改道工程（板桥园区段终点至安富）	委托代建	25909.60	996.88	24912.72
荣路公路	委托代建	16174.00	12462.04	3711.96
成渝客运专线北站站房	委托代建	12100.00	4950.86	7149.14
S448 仁义至川渝界升级改造工程	委托代建	12000.00	7220.10	4779.90
在建合计		105683.60	30640.56	75043.04
昌州大道片区合流制管网分流改造（雨、污水管网）及老旧破损雨污水管网改造工程	委托代建	25000.00	--	25000.00
荣峰河排水分区合流制管网分流改造（雨、污水管网及老旧破损雨污水管网改造工程）	委托代建	24000.00	--	24000.00
池水河排水分区合流制管网分流改造（雨、污水管网及老旧破损雨污水管网改造工程）	委托代建	22000.00	--	22000.00
荣昌区昌元街道虹桥片区城市次干道连接工程	委托代建	18970.57	--	18970.57
拟建合计	--	89970.57	--	89970.57

资料来源：兴荣控股

B. 保障性住房建设

该公司保障性住房主要为荣昌区棚户区改造项目。运作模式为：公司接受荣昌区人民政府授权和委托，作为业主方负责保障性住房建设的日常推进及管理。荣昌区财政局每年年初制定当年城市基础设施建设项目的资金拨付计划，按照公司实际投入成本给予公司一定财政补贴，公司将收到的财政补贴款计入“专项应付款”核算。

荣昌区棚户区改造项目计划投资总额为 6.28 亿元，建设周期为 2009-2018 年，该项目于 2019 年完工，累计投入 5.79 亿元，累计收到政府专项项目款为 3.39 亿元⁵。截至 2020 年末，该公司无在建及拟建保障性住房建设项目。

⁴ 在建项目包含部分已完工未结算子项目。

⁵ 为增强该公司净资产，该部分专项资金已于 2020 年转入资本公积，公司预计 2021 年就该项目与荣昌区财政局进行结算。

(3) 让渡资产使用权（即物业出租）及其他业务

截至 2020 年末，公司可租赁房产主要为办公楼，具体包括公安局指挥中心、工会职工活动中心、兴荣大厦、农业大厦等，出租面积约 16.94 万平方米⁶，按市价对外出租，承租方主要为荣昌区各行政事业单位。2020 年公司实现让渡资产使用权收入为 0.40 亿元，同比增长 0.95%。截至 2020 年末，公司拟建自营项目为荣昌区城市公共停车场建设项目，主要建设内容包括黄金坡城市休闲公园停车场、成渝高铁荣昌北站社会车辆停车场等共计 26 个停车场，总用地面积 23.50 万平方米，总建筑面积 25.29 万平方米，共设计停车位 7231 个，计划总投资 9.29 亿元，后续通过停车位运营收入、配套商业租售收入、充电桩服务费收入等实现资金平衡。

除上述业务外，该公司还从事安保（含物业管理和劳务派遣）、占道停车收费和 2020 年因并入重庆市荣昌区兴农融资担保有限责任公司（以下简称“兴农担保”）而新增的担保等业务。2020 年公司其他业务收入 1.12 亿元，其中安保费收入和存单质押收入⁷分别为 0.86 亿元和 0.11 亿元。除此之外，兴农担保的担保收入和利息收入⁸分别为 0.02 亿元和 0.03 亿元，兴农担保注册资本 1.00 亿元，主要为荣昌区范围内的中小微企业和“三农”融资提供担保，担保费率主要位于 1.2%-3% 区间。截至 2020 年末，担保责任余额为 0.99 亿元⁹；累计代偿 13 笔，累计代偿总额为 0.32 亿元，代偿资金主要为自有资金，其中公司已追偿 0.20 亿元，剩余约 0.12 亿元正通过法律途径追偿。

管理

跟踪期内，该公司法定代表人、董事长、监事长、部分董事及部分高管人员发生变动，未对公司经营及管理产生重大不利影响。除此之外，公司在治理结构、管理制度及机构设置等方面未发生重大变化。

截至 2020 年末，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，重庆市荣昌区国有资产监督管理委员会（以下简称“荣昌区国资委”）仍为公司唯一股东和实际控制人。2020 年 11 月，根据重庆市荣昌区人民政府（荣昌府[2020]159 号），公司法定代表人、董事长、监事长、部分董事及高管人员发生正常变动，未对公司经营和管理等方面产生重大不利影响。跟踪期内，公司经营范围新增广告设计、代理、发布和制作，安全系统监控服务等业务。除此之外，公司在治理结构、管理制度及机构设置等方面无重大变化。

根据该公司提供的本部 2021 年 5 月 18 日《企业信用报告》，跟踪期内，公司本部偿债记录良好，无银行信贷违约、迟付利息情况。根据国家企业信用信息公示系统、国

⁶ 截至 2020 年末，该公司可租赁房产出租面积较 2019 年末减少，主要系 2019 年统计数据时将公司委托给荣昌区行政单位管理的 5.75 万平方米资产计入出租面积所致，公司针对该部分资产并未收取租金或其他费用。

⁷ 该公司在银行存入定期存款实现的利息收入，开具存单主要是为了质押开具银行承兑汇票支付工程款项。

⁸ 主要系兴农担保购买短期理财等实现的利息收入。

⁹ 对每笔担保业务均落实反担保措施，主要包括财产抵押、财产或权利质押以及法人代表、实际控制人等个人保证。

家税务总局、全国法院失信被执行人名单信息公布与查询平台、证券期货市场失信记录查询平台 2021 年 6 月 18 日信息查询结果，未发现公司本部存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，该公司主业盈利能力仍较弱，净利润的实现政府对补助、投资净收益等非经常性损益的依赖度仍较高。主要得益于政府投入资本金，公司资本实力有所提升，但公司刚性债务规模持续扩张，财务杠杆仍处于偏高水平；公司短期刚性债务规模进一步增加，且货币资金储备有限，面临较大的即期债务偿付压力。跟踪期内，公司资金仍大量沉淀于存货和应收类款项，同时荣昌区政府部门及区内企事业单位对公司非经营性占款规模大幅增加，不利于公司资金周转，资产实际流动性较弱。此外，公司对外担保规模较大，且存在逾期事项，面临较大的或有负债风险。

1. 公司财务质量

中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部发布的《企业会计准则-基本准则》、于 2006 年及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、解释以及其他相关规定。

截至 2020 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 12 家，2020 年新并入 2 家子公司，注销 1 家子公司。2020 年 1 月，荣昌区国资委将重庆市昌泰建筑工程检测有限公司（以下简称“昌泰建筑”）无偿划入公司；2020 年 12 月，根据《重庆兴农融资担保集团有限公司关于调整区县公司相关事宜的通知》（兴农担保发〔2019〕127 号），重庆兴农融资担保集团有限公司将其持有的兴农担保¹⁰10%股权作价 0.10 亿元转让给公司，至此公司持有兴农担保 100% 股权，纳入合并范围，目前尚未完成工商变更，上述两子公司分别主要从事建筑工程质量检测业务和融资性担保业务。为业务整合优化，2020 年公司将重庆市荣昌区康居物业管理有限公司注销，其业务并入子公司重庆荣盾保安有限公司。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

2020 年，该公司负债规模进一步扩张，当年末负债总额为 159.81 亿元，较上年末增长 19.79%，资产负债率为 64.85%，较上年末上升 1.80 个百分点，财务杠杆仍处于偏高水平。同年末，股东权益与刚性债务比率较上年末下降 6.53 个百分点至 60.58%，随着刚性债务规模扩张，股东权益对刚性债务的保障程度有所减弱。

从债务期限结构看，由于长期借款和债券融资增加，2020 年末该公司长短期债务比为 362.14%，较上年末上升 40.93 个百分点，目前公司债务期限结构显著长期化。从具

¹⁰ 兴农担保成立于 2013 年 12 月，注册资本 1.00 亿元，该公司和重庆兴农融资担保集团有限公司原分别持有其 90% 和 10% 的股权，因公司不实际控制而未将其纳入合并范围。

体构成看，公司负债主要由刚性债务和专项应付款构成。其中，专项应付款主要为政府拨付的代建项目工程款及项目专项资金，当年末余额为 10.36 亿元，较上年末下降 10.79%，主要系财政拨入还贷本金 2.30 亿元以及棚户区改造工程项目专项资金 3.39 亿元作为股东投入的资金，转入资本公积所致。2020 年末，公司刚性债务余额为 142.96 亿元，占负债总额的 89.46%，占比较上年末提高 2.15 个百分点，由长期借款 74.46 亿元、应付债券 31.51 亿元、一年内到期的非流动负债 24.97 亿元、其他非流动负债 6.77 亿元、长期应付款中融资租赁借款 2.00 亿元、短期借款 1.84 亿元和应付利息 1.42 亿元构成。其中，短期刚性债务余额较上年末增长 7.09% 至 28.22 亿元，短期刚性债务现金覆盖率为 40.67%，较上年末下降 20.31 个百分点，公司货币资金对即期债务的保障能力弱；跟踪期内金融机构借款和债券仍为公司主要融资渠道，2020 年末公司金融机构借款余额为 101.47 亿元（含信托借款余额 11.50 亿元，融资租赁借款 4.10 亿元，其中 2020 年信托借款增加 2.53 亿元），公司银行借款利率主要位于 3.85%-8.00% 区间，其中位于 5.0% 及以下、5.0%-6.5%、6.5% 及以上的借款占比分别为 26.36%、51.21% 和 22.43%；信托借款利率为 4.75% 和 10.80%（分别对应光大兴陇信托有限责任公司借款 7.52 亿元和中信信托有限责任公司借款 3.98 亿元）；融资租赁借款综合成本位于 9.3%-11.18% 区间。借款方式以土地使用权抵押、定期存单和应收账款质押以及棠城投资、兴农担保和本部担保为主；应付债券余额为 33.31 亿元（含一年内到期的应付债券 1.80 亿元），较上年末增长 44.47%，系当年公司发行私募债 10 亿元和中期票据 8 亿元所致；其他非流动负债余额为 6.89 亿元，其中重庆市荣昌双创股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“双创基金”）于 2017 年向公司子公司重庆市昌泰市政工程有限公司增资 6.00 亿元，投资期限 10 年，取得其 98.36% 股权，股权投资年化投资收益率为 6.86%；中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发建设基金公司”）分别于 2015 年和 2016 年投入 0.47 亿元和 0.30 亿元持有宏基路桥 13.17% 的股权和重庆市荣昌区兴荣环境综合整治有限责任公司 75% 的股权，且每年可按照投资额的 1.2% 从上述两家公司获得固定收益。此外，公司其他应付款余额为 3.76 亿元，主要为应付棠城投资往来款 1.03 亿元、高生桥二标段款项¹¹0.78 亿元、重庆市荣昌区城乡建设委员会（以下简称“荣昌城乡建委会”）往来款 0.22 亿元、重庆市万灵山旅游开发集团有限公司（以下简称“万灵山旅发”）¹²往来款 0.19 亿元和重庆市陶都文化创意产业开发有限公司（以下简称“陶都文开”）¹³往来款 0.13 亿元等，期末余额较上年末增长 17.98%，主要系新增应付高生桥二标段和荣昌城乡建委会款项所致。

图表 8. 截至 2020 年末公司融资租赁借款情况（单位：亿元，%）

债项名称	借款金额	借款期限	实际利率	借款余额
平安国际融资租赁（天津）有限公司	1.60	2018.9-2023.9	11.18	0.82
	1.25	2019.11-2022.11	9.50	0.69
重庆鈺渝金融租赁股份有限公司	3.00	2018.12-2023.12	9.30	1.94
东航国际融资租赁有限公司	1.00	2019.12-2022.1	9.79	0.65
合计	6.85	--	--	4.10

资料来源：兴荣控股

¹¹ 该公司会计核算时将该项目所有相关单位的工程款及往来款项等均计入其他应付款科目。

¹² 万灵山旅发控股股东和实际控制人为荣昌区国资委。

¹³ 系该公司原子公司，2018 年 11 月公司将其持有的陶都文开 100% 股权平价转让给万灵山旅发。

根据到期债务期限分布情况,2021-2023年,该公司需偿还刚性债务规模分别为28.22亿元、27.35亿元和29.48亿元,公司持续面临较大的集中偿付压力。

截至2020年末,该公司对外担保余额为51.49亿元(含担保业务对外担保余额0.99亿元),担保比率为59.46%,担保对象仍主要为荣昌区国有企业,其中对棠城投资、重庆市荣昌区汇安建筑工程有限公司¹⁴、重庆市荣昌区棠广实业有限公司¹⁵(以下简称“棠广实业”)和万灵山旅发的担保余额分别为10.90亿元、11.98亿元、14.24亿元和13.38亿元。公司对外担保规模较大,担保比率高,且担保业务存在逾期事项,公司面临较大的或有负债风险。

图表 9. 截至 2020 年末公司主要对外担保情况 (单位: 亿元)

被担保方名称	担保金额	担保期限
重庆市荣昌棠城投资建设有限公司	0.94	2016.04.25-2034.03.13
	2.22	2016.12.22-2023.12.22
	3.83	2018.07.04-2023.07.04
	3.91	2018.12.13-2032.12.12
重庆市荣昌区汇安建筑工程有限公司	7.92	2017.03.24-2036.10.09
	2.92	2018.12.07-2021.12.06
	1.14	2016.08.29-2028.05.19
重庆市荣昌区棠广实业有限公司	2.10	2015.08.28-2027.08.16
	12.14	2016.10.31-2034.08.03
重庆市万灵山旅游开发集团有限公司	0.36	2018.12.14-2022.12.14
	2.70	2019.04.16-2022.04.16
	3.98	2019.11.04-2032.11.04
	1.37	2019.11.18-2022.11.18
	0.70	2019.11.28-2024.11.28
	0.83	2019.11.29-2024.11.29
	0.40	2019.01.15-2023.01.14
	0.57	2018.09.20-2023.08.20
2.49	2020.04.24-2023.04.24	
总计	50.50	--

资料来源: 兴荣控股

(2) 现金流分析

该公司经营性现金流主要反映土地整治、基建等业务的资金收支以及与政府部门和其他单位的往来款。2020年公司主业收到的现金为4.97亿元,营业收入现金率为41.27%,较上年下降35.13个百分点,主要系当年土地整治业务回笼资金较少所致;同时受往来款大额净流出影响,当年公司经营活动产生的现金流量净额为-17.96亿元,呈

¹⁴ 重庆市荣昌区汇安建筑工程有限公司成立于2011年5月,实际控制人为荣昌区国资委,主要从事建筑工程施工业务等。

¹⁵ 棠广实业成立于2009年7月,注册资本22.29亿元,唯一股东和实际控制人为荣昌区国资委,主要从事基础设施、交通基础设施建设、房地产开发、水利基础设施建设等业务。

大额净流出状态。公司投资活动主要反映理财产品投资及在建项目的投入，2020 年公司追加对光大信托平稳安康 39 号投资、购置荣昌区昌元街道、昌州街道等房产以及城区配套管网建设项目等在建工程投入，当年投资活动产生的现金流量净额为-1.49 亿元。筹资活动方面，2020 年公司筹资规模仍较大，外部融资及收到财政专项拨款等筹资活动现金流入 53.86 亿元，债务及利息偿付支出 38.58 亿元，当年筹资性现金流为净流入 13.49 亿元。

2020 年，该公司 EBITDA 为 2.90 亿元，主要由利润总额构成，EBITDA 与刚性债务及利息支出覆盖倍数分别为 0.02 倍和 1.00 倍¹⁶，公司 EBITDA 对利息支出的保障程度尚可，但由于刚性债务规模较大，EBITDA 对刚性债务的保障能力弱。2020 年，公司经营性现金流及非筹资性现金流均为净流出，无法对刚性债务偿付提供有效保障。

(3) 资产质量分析

跟踪期内，受益于股东投入资本金、无偿划入资产及股权，该公司资本实力有所提升。2020 年末，公司所有者权益为 86.60 亿元，较上年末增长 10.80%，其中实收资本仍为 20.00 亿元，资本公积为 51.62 亿元，较上年末增长 15.13%，系荣昌区财政局将公司代建荣昌区棚户区改造项目结余资本金 3.39 亿元、万灵古镇景区连接线工程的项目结余资本金 0.68 亿元以及财政拨入还贷本金 2.30 亿元作为股东投入的本金，计入资本公积，以及荣昌区国资委无偿划入昌泰建筑和兴农担保股权增加资本公积 0.07 亿元、无偿划入殡仪馆等房产 0.04 亿元以及收到政府补助 0.30 亿元所致；同期末，实收资本和资本公积合计 71.62 亿元，占所有者权益的比重为 82.70%，资本结构稳定性仍较好。

2020 年末，该公司资产总额为 246.41 亿元，较上年末增长 16.47%，其中流动资产占比为 88.78%，公司资产仍以流动资产为主。2020 年末公司流动资产余额为 218.76 亿元，主要集中于货币资金、应收账款、其他应收款和存货。其中，货币资金余额为 11.40 亿元，较上年末下降 28.54%，受限货币资金为 3.96 亿元，系票据保证金和质押的定期存单，占货币资金余额的比重为 34.71%，受限程度较高；应收账款余额为 23.75 亿元，主要为应收荣昌区财政局土地整治款、代建工程款等 23.72 亿元，较上年末增长 49.68%，主要系应收荣昌区财政局款项增加所致。其他应收款主要为应收政府部门及其他单位的往来款，当年末其他应收款余额为 77.44 亿元，其中应收荣昌区财政局、荣昌区土地储备整治中心、重庆市宏烨实业集团有限公司¹⁷、棠城投资、陶都文开和重庆市荣昌区弘禹水资源开发有限责任公司往来款分别为 23.61 亿元、13.53 亿元、10.08 亿元、9.40 亿元、4.22 亿元和 3.75 亿元，合计 64.60 亿元，公司资金被占用明显，且无明确的回款计划，资金回笼时点存在较大的不确定性，其他应收款期末余额较上年末增长 48.36%，主要系应收荣昌区财政局和棠城投资的往来款增加所致。存货余额较上年末下降 2.54% 至 96.82 亿元，主要为土地整治成本 72.71 亿元和代建项目投入成本 24.08 亿元。此外，同期末预付账款余额为 8.62 亿元，主要为预付财政局购买土地及房屋建筑物款项 6.43

¹⁶ 财政承担了该公司部分融资费用，故财政承担的部分融资费用公司未计提资本化利息。

¹⁷ 为荣昌区国资委全资子公司。

亿元¹⁸和高升桥水库扩建工程款 2.17 亿元，较上年末增加 7.28 亿元，主要系预付上述款项增加所致。

2020 年末，该公司非流动资产余额为 27.65 亿元，主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程和无形资产构成。其中可供出售金融资产余额为 6.71 亿元，主要为对万灵山旅发 1.19 亿元、中信信托基业 71 号 1.21 亿元和光大信托平稳安康 39 号 4.00 亿元¹⁹的投资，较上年末增长 18.39%，主要系追加对光大信托平稳安康 39 号投资所致；固定资产余额为 9.02 亿元，主要为房屋建筑物，较上年末增长 8.51%，主要系本期购置荣昌区昌元街道、昌州街道多处房产，武装部门面和原进修校资产等所致；在建工程余额为 4.75 亿元，较上年末增长 13.48%，主要是公司自建的荣昌区镇街污水处理厂配套管网建设项目、城区配套管网建设项目（老城区雨污分流建设项目）以及 25 个水库生态环境综合治理一期等在建工程项目的投入增加所致；无形资产余额较上年末下降 7.36%至 4.44 亿元，仍为停车位特许经营权。此外，同期末长期股权投资余额为 0.16 亿元，较上年末下降 86.23%，主要系兴农担保纳入合并范围转出该科目所致；其他非流动资产余额为 2.17 亿元，仍主要为林权证。

（4）流动性/短期因素

截至 2020 年末，该公司受限资产余额为 44.77 亿元，分别为应收账款质押 21.68 亿元、货币资金中票据保证金和质押的定期存单合计 3.96 亿元，存货中作为抵押担保的储备土地成本 17.68 亿元，固定资产中作为抵押担保的房屋建筑物 1.46 亿元，受限资产合计占资产总额的比重为 18.17%，资产受限程度较高。

图表 10. 截至 2020 年末公司受限资产情况

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	3.96	34.71	票据保证金、质押的定期存单
应收账款	21.68	91.28	质押担保
存货	17.68	18.26	抵押担保
固定资产	1.46	16.14	抵押担保
合计	44.77	--	--

资料来源：兴荣控股

截至 2020 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 632.63%和 327.71%，指标表现较好，但公司资金大量沉淀于存货和应收类款项，资金被大量占用，加之部分资产受限，公司实际资产流动性较弱。同期末，公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 33.19%和 40.67%，目前公司货币资金存量有限，即期债务偿付压力大。

¹⁸ 2019 年以来，该公司购置了多个地块，其中土地出让金规模较大的土地为荣昌区昌元街道 2018RC-1-85 号地块、荣昌区昌元街道 2018RC-1-86 号地块和荣昌区昌元街道 2018RC-1-78 号地块，土地面积合计 6.97 万平方米，土地出让金合同金额合计 5.43 亿元，公司已支付 5.27 亿元（含税）。因土地等资产暂未办理产权证书，因此支付的款项暂计入预付账款科目。目前上述土地暂无相关开发计划。

¹⁹ 2019 年，该公司子公司运通公路和光大兴陇信托有限责任公司（以下简称“光大兴陇信托”）签署《信托业保障基金委托认购协议》，光大兴陇信托作为光大信托平稳安康 39 号集合资金信托计划的受托人，拟以本信托计划项下信托资金向公司发放预计 15.00 亿元的信托贷款。根据《信托业保障基金管理办法》、《中国银监会办公厅关于做好信托业保障基金筹集和管理等有关具体事项的通知》等相关规定，需购买贷款金额的 1%作为保障基金本金，用于向保障基金公司认购保障基金，贷款结清当日该部分本金将返还公司。

3. 公司盈利能力

2020年，该公司综合毛利率为20.13%，较上年上升0.22个百分点。从主营业务板块看，土地整治业务毛利率为15.25%，较上年下降0.93个百分点；代建业务和让渡资产使用权业务毛利率保持稳定，仍为100.00%；其他业务毛利率较上年上升7.49个百分点，主要系2019年施工业务中部分工程施工成本提前结转导致2020年施工业务毛利率较上年上升10.65个百分点至12.77%。

图表 11. 2018-2020 年公司各业务毛利率情况表（单位：%）

业务板块	2018年	2019年	2020年
土地整治业务	11.90	16.17	15.25
代建业务	100.00	100.00	100.00
让渡资产使用权	100.00	100.00	100.00
施工业务	-12.58	2.12	12.77
其他业务	16.66	17.69	28.62
综合毛利率	15.27	19.91	20.13

资料来源：兴荣控股

从期间费用来看，2020年该公司期间费用为1.70亿元，包括管理费用0.86亿元和财务费用0.83亿元，同比下降15.35%，主要系职工工资及福利费减少²⁰以及利息收入增加所致；期间费用率为14.09%，较上年下降3.02个百分点。公司主业盈利能力较弱，但受益于投资净收益、资产处置收益、政府补助对净利润形成重要补充，2020年公司实现净利润1.65亿元，同比增长42.84%；其中，投资净收益为0.42亿元，主要为理财产品投资收益，收到政府补助1.21亿元；公司处置资产取得收益0.05亿元，主要系收到渝中区房屋管理局关于八县办旧城区改建房屋征收项目D段补偿款所致。此外，公司资产减值损失0.39亿元，系依据账龄分析法计提的坏账准备确认损失。从资产盈利能力看，2020年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为1.01%和2.01%，资产获利能力整体仍较弱。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍为荣昌区重要的基础设施建设及国有资产经营主体，业务涉及土地整治、基础设施建设和让渡资产使用权等，其中土地整治仍是公司收入和毛利的主要来源。现阶段公司在建及拟建项目未来仍有一定资金需求，建设资金回笼总体滞后，公司面临一定的投融资压力。此外，公司担保业务的担保对象主要为当地中小微企业，抗风险能力较弱，且存在逾期事项，面临一定代偿风险。公司主业盈利能力仍较弱，净利润的实现政府对补助、投资净收益等非经常性损益的依赖度仍较高。主要得益于政府投入资本金，公司资本实力有所提升，但公司刚性债务规模持续扩张，财务杠杆仍处于

²⁰ 2019年，该公司将因施工业务产生的工资计入了管理费用中“职工工资及福利”科目，而2020年将这部分开支列入成本，导致2020年该科目同比减少约960万元。

偏高水平；公司短期刚性债务规模进一步增加，且货币资金储备有限，面临较大的即期债务偿付压力。跟踪期内，公司资金仍大量沉淀于存货和应收类款项，同时荣昌区政府部门及区内企事业单位对公司非经营性占款规模大幅增加，不利于公司资金周转，资产实际流动性较弱。

2. 外部支持因素

该公司作为荣昌区基础设施及国有资产运营主体，得到了政府资金的持续支持。2020年，荣昌区财政局将代建荣昌区棚户区改造项目结余资本金3.39亿元、万灵古镇景区连接线工程的项目结余资本金0.68亿元以及财政拨入还贷本金2.30亿元作为股东投入的本金，计入资本公积，荣昌区国资委无偿划入昌泰建筑和兴农担保股权增加资本公积0.07亿元、无偿划入殡仪馆等房产0.04亿元以及收到政府补助0.30亿元。此外，当年公司获得政府补助1.21亿元。截至2020年末，公司共获得银行授信额度135.05亿元，剩余授信额度为43.39亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

外部担保

PR兴荣控由瀚华融资担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。瀚华担保原名为瀚华担保股份有限公司，2018年8月更名为瀚华融资担保股份有限公司²¹，系经重庆市金融工作办公室批准于2009年8月成立商业性担保公司，初始注册资本10.00亿元，经多次增资及股权转让，截至2020年9月末，瀚华担保注册资本和实收资本均为35.00亿元，其中瀚华金控股份有限公司（以下简称“瀚华金控”）出资34.965亿元，持股99.90%，为控股股东；重庆惠微投资有限公司出资0.035亿元，持股0.10%。

截至2019年末，瀚华担保经审计的合并报表口径资产总额为61.25亿元，股东权益为40.72亿元；2019年度担保业务发生额为202.46亿元，期末担保余额为392.66亿元，融资担保责任放大倍数6.21倍；当年瀚华担保共实现营业收入7.50亿元，净利润2.47亿元。

截至2020年9月末，瀚华担保未经审计的合并报表口径资产总额为61.00亿元，股东权益为42.25亿元；2020年前三季度瀚华担保共实现营业收入5.05亿元，净利润1.76亿元。

截至2019年末，瀚华担保在重庆、四川、云南、湖北、陕西、甘肃、辽宁、北京、山东、江苏、上海等地区设立了26家分支机构，担保业务已实现对全国24个省份和地区的覆盖。

²¹ 根据《融资担保公司监督管理条例》（国令第683号）第六条，融资担保公司的名称中应当标明融资担保字样，故瀚华担保更新名称。

瀚华担保主要面向中小企业开展担保业务，现有业务主要分为融资性担保和非融资性担保两类。其中，融资性担保业务产品包括传统融资担保业务和债券担保业务，传统融资担保业务主要包含传统银行贷款担保、非银行金融机构融资担保等（如信托担保、融资租赁担保）。非融资性担保业务品种包括诉讼保全担保、工程履约担保等。近年来，瀚华担保加大力度拓展供应链金融业务模式，但受特定行业、特定客户群体签发的短期担保函减少影响，传统融资担保业务有一定收缩；得益于标准化产品的推广，工程履约担保业务快速发展，成为担保业务的重要支撑；债券担保业务随着业务策略的调整，担保发生额下降。近年来，瀚华担保逐步退出部分高风险项目，其担保代偿金额及代偿率实现双降。瀚华担保在保证担保业务正常开展的前提下，将闲置资金主要用于发放委托贷款、购买债券投资基金、理财产品和进行应收款项类投资。目前资产配置比例满足监管要求，但委托贷款和投向保理公司的资金规模较大，面临一定的资金回收风险和流动性管理压力。

整体来看，瀚华担保提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

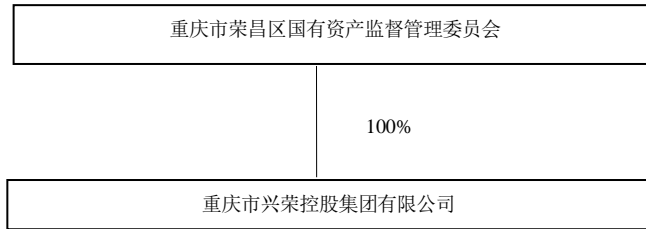
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司仍为荣昌区重要的基础设施建设及国有资产经营主体，业务涉及土地整治、基础设施建设和让渡资产使用权等，其中土地整治仍是公司收入和毛利的主要来源。现阶段公司在建及拟建项目未来仍有较大资金需求，建设资金回笼总体滞后，公司面临较大的投融资压力。此外，公司担保业务的担保对象主要为当地中小微企业，抗风险能力较弱，且存在逾期事项，面临一定代偿风险。

跟踪期内，该公司主业盈利能力仍较弱，净利润的实现由政府补助、投资净收益等非经常性损益的依赖度仍较高。主要得益于政府投入资本金，公司资本实力有所提升，但公司刚性债务规模持续扩张，财务杠杆仍处于偏高水平；公司短期刚性债务规模进一步增加，且货币资金储备有限，面临较大的即期债务偿付压力。跟踪期内，公司资金仍大量沉淀于存货和应收类款项，同时荣昌区政府部门及区内企事业单位对公司非经营性占款规模大幅增加，不利于公司资金周转，资产实际流动性较弱。此外，公司对外担保规模较大，且存在逾期事项，面临较大的或有负债风险。本期债券由瀚华担保提供担保，可增强债券本息偿付的安全性。

附录一：

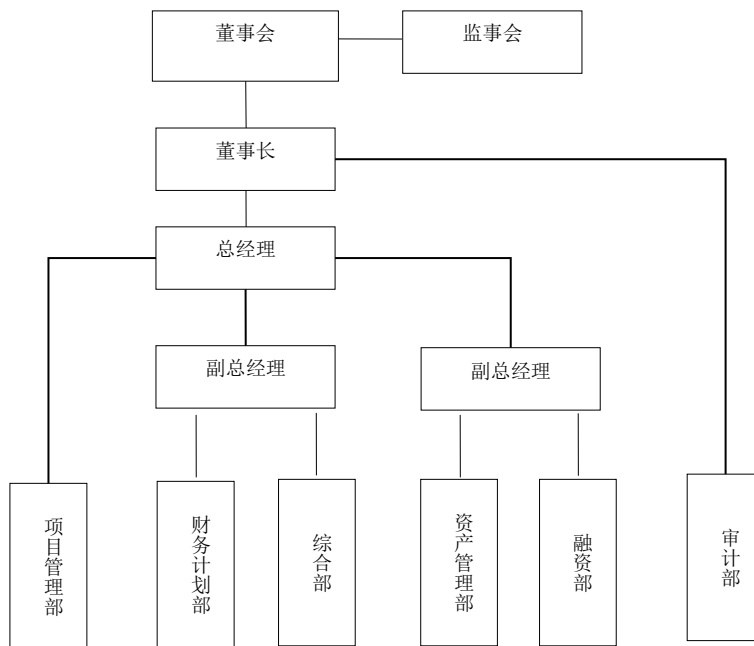
公司股权结构图



注：根据兴荣控股提供的资料绘制（截至 2020 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据兴荣控股提供的资料绘制（截至 2020 年末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020年(末)主要财务数据				
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入 量 (亿元)
重庆市兴荣控股集团有限公司	兴荣控股	本部	土地整治、基础设施建设	124.84	74.03	8.91	1.99	-17.40
重庆市昌泰市政工程有限公司	昌泰市政	1.64	市政基础设施建设维护工程	0.00	0.03	0.81	-0.003	-0.006
重庆市荣昌区宏基路桥建设有限公司	宏基路桥	86.83	道路工程建筑相关业务	0.19	8.12	1.35	0.14	-3.14
重庆渝荣林业发展有限公司	渝荣林发	100.00	林业发展, 林木的培育和种植, 林产品的采集	0.00	8.77	0.00	-0.17	0.00
重庆市荣昌区荣胜工程管理有限公司	荣胜管理	100.00	投资管理, 投资咨询	0.09	4.00	0.00	-0.01	-0.08
重庆市荣昌区运通公路工程有限 公司	运通公路	100.00	公路维护和公路绿化	11.06	-0.26	3.18	0.19	1.72
重庆市荣昌区兴荣环境综合整治 有限责任公司	兴荣环境整治	25.00	环境综合整治	0.19	0.23	0.02	0.01	-0.34
重庆市永佑殡葬服务有限公司	永佑殡葬	100.00	殡葬服务, 殡葬设施经营	0.20	1.48	0.00	-0.03	-0.20
重庆市昌盛工程咨询有限公司	昌盛工程	100.00	建设工程监理、城市建设 用地整治开发及配套建 设	3.92	2.06	0.00	-0.22	-0.72
重庆市荣昌区兴农融资担保有限 责任公司	兴农担保	100.00	贷款担保、票据承兑担 保、贸易融资担保、项目 融资担保、信用证担保等 融资性担保	0.00	1.40	0.05	0.02	-0.07

注：根据兴荣控股提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年
资产总额 [亿元]	190.07	211.57	246.41
货币资金 [亿元]	8.27	15.95	11.40
刚性债务[亿元]	97.59	116.47	142.96
所有者权益 [亿元]	76.81	78.16	86.60
营业收入[亿元]	14.68	11.71	12.04
净利润 [亿元]	1.13	1.16	1.65
EBITDA[亿元]	2.56	2.57	2.90
经营性现金净流入量[亿元]	-2.51	0.08	-17.96
投资性现金净流入量[亿元]	-2.21	-2.04	-1.49
资产负债率[%]	59.59	63.06	64.85
长短期债务比[%]	226.86	321.21	362.14
权益资本与刚性债务比率[%]	78.71	67.11	60.58
流动比率[%]	490.63	583.99	632.63
速动比率 [%]	187.48	266.08	327.71
现金比率[%]	23.90	50.74	33.19
短期刚性债务现金覆盖率[%]	28.05	60.98	40.67
利息保障倍数[倍]	0.47	1.03	0.79
有形净值债务率[%]	154.37	181.83	194.50
担保比率[%]	66.08	80.33	59.46
毛利率[%]	15.27	19.91	20.13
营业利润率[%]	9.44	11.35	14.32
总资产报酬率[%]	1.19	0.97	1.01
净资产收益率[%]	1.64	1.49	2.01
净资产收益率*[%]	1.64	1.49	2.01
营业收入现金率[%]	13.54	76.39	41.27
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-7.75	0.24	-54.22
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-2.55	0.07	-13.84
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-14.57	-5.90	-58.70
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-4.79	-1.83	-14.99
EBITDA/利息支出[倍]	0.55	1.37	1.00
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.02

注：表中数据依据兴荣控股经审计的 2018-2020 年财务数据整理、计算。

附录五：

瀚华担保主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
实收资本（亿元）	35.00	35.00	35.00	35.00
股东权益（亿元）	40.97	40.05	40.72	42.25
总资产（亿元）	61.79	60.75	61.25	61.00
货币资金（亿元）	28.20	23.01	25.47	12.26
风险准备金（亿元）	14.58	14.14	13.72	12.80
营业收入（亿元）	7.37	7.36	7.50	5.05
营业利润（亿元）	2.63	2.89	3.06	1.96
净利润（亿元）	2.24	2.39	2.47	1.76
平均资本回报率（%）	5.50	5.89	6.12	-
风险准备金充足率（%）	4.60	4.79	5.50	-
融资担保责任放大倍数（倍）	7.73	7.47	6.21	-
担保发生额（亿元）	272.25	219.02	202.46	-
担保余额(亿元)	482.41	449.61	392.66	-
累计担保代偿率（%）	1.56	1.15	0.82	-
累计代偿回收率（%）	57.09	54.22	77.65	-
累计代偿损失率 [%]	-	-	-	-

注 1：根据瀚华担保经审计的 2017-2019 年和未经审计的 2020 年前三季度财务数据以及相关期间业务数据整理计算；

注 2：融资担保责任放大倍数由瀚华担保计算并提供。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	7
		盈利能力	9
		公司治理	3
	财务风险	财务政策风险	9
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	6
		流动性	9
		个体风险状况	
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		5
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2015年9月28日	AA/稳定	刘明球、李叶	新世纪评级方法总论(2012) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月29日	AA/稳定	钟士芹、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月29日	AA/稳定	钟士芹、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级	首次评级	2015年9月28日	AA ⁺	刘明球、李叶	新世纪评级方法总论(2012) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月29日	AA ⁺	钟士芹、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月29日	AA ⁺	钟士芹、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅

附录八：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录九：
担保公司各项数据与指标计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	净利润/[（上期末股东权益+本期末股东权益）/2] ×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保余额×100%
累计担保代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以担保方合并财务报表数据为准。

附录十：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。