

2016 年

重庆市兴荣控股集团有限公司公司债券

信用评级报告

主体信用等级： AA 级

债券信用等级： AA⁺级

评级时间： 2015 年 9 月 28 日



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.

业务声明

本评级机构对 2016 年重庆市兴荣控股集团有限公司公司债券的信用评级作如下声明:

本次债务人信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上,按照业务主管部门发布的信用评级相关规范要求以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债务人信用评级分析员与债务人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系,并在信用评级过程中恪守诚信原则,保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

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

鉴于信用评级的及时性,本评级机构将对债务人进行跟踪评级。在信用等级有效期内,债务人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料,本评级机构将按照相关评级业务规范,进行后续跟踪评级,并保留变更及公告信用等级的权利。

本次债务人信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有债务人发行的各类金融产品,以及债权人向债务人授信、放贷或赊销的建议,也不是对与债务人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

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。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015年9月28日

分析师

刘明球
Tel: (021) 63501349-926
E-mail: lmq@shxsj.com

李叶
Tel: (021) 63501349-943
E-mail: liye@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

2016年重庆市兴荣控股集团有限公司公司债券信用评级报告

概要

编号:【新世纪债评[2015]010805】

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: **AA**

债券信用等级: **AA**

评级展望: **稳定**

主要财务数据及指标

项 目	2012年	2013年	2014年
金额单位: 人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	2.42	4.35	17.94
刚性债务	29.01	29.49	54.54
所有者权益	53.30	54.54	55.67
经营性现金净流入量	-5.87	-4.59	-5.97
发行人合并数据及指标:			
总资产	107.45	120.44	146.47
总负债	53.04	64.80	90.81
刚性债务	35.68	39.58	67.45
所有者权益	54.41	55.64	55.66
营业收入	5.30	4.61	5.54
净利润	3.04	1.16	0.24
经营性现金净流入量	-3.91	-3.22	-5.65
EBITDA	4.45	2.91	1.58
资产负债率[%]	49.36	53.80	62.00
权益资本与刚性债务比率[%]	152.51	140.56	82.52
流动比率[%]	508.61	416.13	336.46
现金比率[%]	16.67	25.44	59.05
利息保障倍数[倍]	1.99	0.82	0.38
净资产收益率[%]	5.58	2.10	0.43
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.38	-5.46	-7.26
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.51	-9.84	-9.06
EBITDA/利息支出[倍]	2.05	0.87	0.38
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.08	0.03
担保方:			
总资产	49.65	43.92	48.35
所有者权益	31.22	33.74	38.35
净利润	6.12	1.43	1.60
荣昌县:			
GDP	229.81	261.03	300.42
GDP/行政面积 [亿元/平方公里]	0.21	0.24	0.28
一般公共预算收入	15.36	20.12	22.14

注:表中数据根据兴荣控股经审计的2012~2014年度财务数据整理、计算。该公司审计报告均采用旧会计准则,未将少数股东权益计入所有者权益。根据最新的企业会计准则,少数股东权益全部计入所有者权益合计数中。因此,本报告中相关计算将2012~2014年的所有者权益数做了调整。另外,营业收入也作了相应调整。

评级观点

优势:

- 荣昌区位于成渝经济圈的中心区域,地理位置较好,煤矿等自然资源较丰富,近年来经济持续增长,经济实力及地方财力较强,2015年5月,荣昌县撤县设区,为兴荣控股发展提供了较好的外部环境。
- 兴荣控股作为荣昌区最重要的资产运营及基础设施建设主体,可得到荣昌区政府在资产注入、资金补贴等方面的有力支持。
- 瀚华担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,有效提升了本期债券的信用水平。

风险:

- 荣昌区财政收入中税收收入占比较小,近三年财政收入有所波动,财政收入对上级补助及政府性基金收入的依赖程度较高。
- 兴荣控股对土地整治及基础设施建设持续投入,刚性债务规模快速扩大;未来公司投资规模仍较大,债务压力预计持续增大。
- 兴荣控股资产中土地占比较高,资产价值对当地土地市场景气度依赖度高;土地资产较大部分已作抵押,流动性差。
- 兴荣控股存货及其他应收款规模较大,占用公司大量资金,对公司经营活动开展和财务质量造成负面影响。
- 兴荣控股2014年末的对外担保余额规模大,面临较大的代偿风险。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪公司对兴荣控股及其发行的本期债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有兴荣控股发行的金融产品或债权人向兴荣控股授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由兴荣控股提供,所引用资料的真实性由兴荣控股负责。

2016年重庆市兴荣控股集团有限公司公司债券

信用评级报告

释义

兴荣控股，该公司，或公司：重庆市兴荣控股集团有限公司

新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

瀚华担保，或担保人：瀚华担保股份有限公司

本期债券：2016年重庆市兴荣控股集团有限公司公司债券

一、概况

该公司前身为荣昌县兴荣国有资产经营有限责任公司，成立于2005年11月1日，系经荣昌县人民政府《关于划拨金昌大酒店等国有资产组建县兴荣国有资产经营有限责任公司的通知》（荣昌府发【2005】69号）批准设立，初始注册资本为0.20亿元。2006年公司更名为重庆市兴荣国有资产经营管理有限公司，2013年变更为现名。截至2014年末，公司注册资本为11.50亿元，重庆市荣昌县国有资产管理办公室¹（以下简称“荣昌国资办”）为公司的唯一股东和实际控制人。

该公司作为荣昌县城市基础设施建设投资和国有资产经营最重要实体，主要承担荣昌县城市规划区范围内基础设施建设，对存量土地进行土地整治以及部分经营性国有资产运营等业务，具体业务主要由公司本部及下属控股子公司负责。

图表 1. 兴荣控股主要子公司情况（单位：亿元、%）

企业全称	简称	注册 资本	持股 比例	主营业务
荣昌县兴荣土地储备整治有限公司	兴荣土储	1.00	100.00	土地收购、整治、开发；利用自有资金从事房地产项目投资；房地产咨询服务。
重庆市昌泰市政工程有限公司	昌泰市政	0.10	95.00	市政基础设施建设维护、园林绿化；人力三轮车经营管理和占道停车收费服务管理
荣昌县宏基路桥建设有限公司	宏基路桥	3.10	99.81	建筑工程设备及其运输设备销售；道路工程建筑相关业务。

¹ 截至2015年8月末，重庆市荣昌县国有资产管理办公室尚未更名。

企业全称	简称	注册资本	持股比例	主营业务
荣昌县惠民畜牧发展有限责任公司	惠民畜牧	0.01	100.00	畜牧服务业务
荣昌县陶都文化创意产业开发有限公司	荣昌陶创	0.20	100.00	政府授权经营的国有资产，土地整理开发建设；城市基础设施、交通设施、水利设施建设等。
荣昌县荣胜投资开发有限公司	荣胜投资	4.01	100.00	投资管理；投资咨询
荣昌县运通公路工程有限责任公司	运通公司	0.10	100.00	公路维护和绿化；沥青混凝土施工、建筑材料、化学产品销售
荣昌康居物业管理有限公司	康居物业	0.03	100.00	物业管理，房地产经纪，房屋维修，家政服务，劳务派遣
荣昌县兴荣环境综合整治有限责任公司	兴荣环治	0.10	100.00	环境综合整治；环境影响评估；环境工程咨询服务等。
重庆市兴荣旅游发展有限公司	兴荣旅游	1.51	100.00	旅游资源开发；对企业投资；城市基础设施、交通基础设施、水利基础设施建设；农副产品收购（不含粮食）、初加工；

资料来源：兴荣控股

截至 2014 年末，该公司经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的合并口径资产总额为 146.47 亿元，所有者权益²为 55.66 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 55.66 亿元）；2014 年实现营业收入 5.54 亿元，净利润 0.24 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.24 亿元）；经营性净现金流-5.65 亿元。

二、债券概况

（一）主要条款

本期债券拟发行金额为 9 亿元，期限为 7 年，募集资金拟用于建设荣昌县黄金坡组团基础设施项目（以下简称“黄金坡项目”）。

图表 2. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	2016 年重庆市兴荣控股集团有限公司公司债券
发行规模：	人民币 9 亿元
债券期限：	7 年
债券利率：	固定利率
付息方式：	每年付息一次，后五年每年的应付利息随当年本金的兑付一起支付
增级安排：	瀚华担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

资料来源：兴荣控股

² 该公司审计报告采用旧会计准则，本次评级所有者权益、营业收入及净利润均根据新会计准则进行了调整。

(二) 募集资金用途

该公司拟将本期债券所募集资金全部用于荣昌县黄金坡项目建设。

图表 3. 本期债券募投项目概况 (单位: 亿元、%)

项目名称	总投资额	拟使用募集资金	占项目总投资比例
荣昌县黄金坡组团基础设施项目	18.53	9.00	48.57

资料来源: 兴荣控股

黄金坡项目建设内容主要为建设黄金大道 5240.87m (包括荣昌大道至高铁明碛段 1200m); 荣昌大道 3223.76m (包括刚构桥、高速路下穿道各一座); 玉带路 3552.98m (包括成渝铁路下穿道一座); 黄果坡路 1229.24m; 坝子坡路 2747.15m; 代家坡路 1418.72m; 高寺路 879.2m; 马鞍山大道 1868.11m; 长坡路 A 段 2087.11m, B 段 3194.35m; 狮子山路 A 段 1897.96m, B 段 1013.58m; 龙家冲路 1173.71m; 双河口路 1276.95m; 蒋家湾路 425.69m; 瓦窑湾路 406.54m; 杨家冲路 571.79m; 另外配套建设综合管网 (雨污水)、路灯、绿化、铺装、环卫及标志标牌工程、交通工程、室外停车场建设、户外广告牌建设等。黄金坡项目总投资 18.53 亿元, 其中建安费用 8.88 亿元, 其他费用 7.77 亿元, 基本预备费 0.83 亿元, 建设期利息 1.06 亿元, 建设期为 3 年, 项目已于 2013 年 6 月开工, 截至 2015 年 6 月末已累计完成投资约 7.50 亿元。

(三) 批复情况:

黄金坡项目已获荣昌县发展和改革委员会等机构在可行性研究、用地、环评等方面的批复。

图表 4. 本期债券募投项目批复情况表

批复机构	批复名称	文号
荣昌县发展和改革委员会	《关于荣昌县黄金坡组团基础设施项目可行性研究报告的批复》	荣发改发【2013】152 号
荣昌县国土资源和房屋管理局	《关于荣昌县黄金坡组团基础设施项目工程建设用地的预审意见》	荣国土房管预【2013】107 号
荣昌县环境保护局	重庆市建设项目环境影响评价审查意见	渝(荣)环审【2013】055 号
荣昌县规划局	《关于荣昌县黄金坡组团基础设施项目工程的选址意见通知书》	重规选荣字【2013】43 号
荣昌县规划局	建设工程规划许可证	建字第渝规建证【2013】荣昌字 43 号
荣昌县土地局	地字第渝规地证【2013】荣昌字 43 号	地字第渝规地证【2013】荣昌字 43 号

批复机构	批复名称	文号
荣昌县住房及建设局	建筑工程施工许可证	编号: 510231206187020147 510231206187020148 510231206187020149

资料来源：兴荣控股

三、荣昌县经济情况

荣昌县处于西南两大重要城市重庆与成都之间，区位优势较好，交通较为便利。近年来地方经济总体保持较快增长态势，固定资产投资对经济增长贡献大。

荣昌县³位于重庆市西部，地处四川、重庆两地接壤处，距重庆市区 94 公里，距成都市区 246 公里，东靠大足区、永川区，西接四川省内江市隆昌县，南邻四川省泸州市泸县，北与四川省内江市东兴区、四川省资阳市安岳县接壤。截至 2014 年底，荣昌县面积为 1079 平方公里，户籍人口 84.74 万人。

交通方面，成渝公路（渝隆公路 S108）、成渝高速公路横贯荣昌县东西，即将启动的南渝泸高速公路纵贯荣昌县南北。成渝铁路在荣昌县内设有铁路运营站 4 个，铁路专用线 2 条。成渝高铁预计 2015 年底通车，届时荣昌主城区到重庆约 20 分钟，到成都约 36 分钟。此外，荣昌县距重庆江北国际机场 1 小时车程，距即将建成的泸州云龙机场 30 分钟车程。荣昌县交通运输条件较便利。

资源方面，荣昌县矿产资源丰富，境内已探明的矿产资源有 10 多种，主要是煤炭、天然气、陶土、页岩、石灰岩、建材砂岩、石英岩和矿泉水等，储量丰富，质量上乘，极具开发价值。煤炭可开采储量 9600 万吨，年产原煤 185 万吨，精煤 50 万吨；天然气可开采储量 10 亿立方米；石灰岩探明储量为 1300 万吨；陶粒页岩探明储量为 3 亿吨，质量较佳，不但可以用作日用陶、工艺美术陶原料，还可以作优质建筑陶的原料。同时，荣昌有粮油作物、经济作物、药用植物、园林植物和家畜家禽、淡水鱼类等生物资源 160 余种。粮食作物盛产水稻、小麦、高粱、玉米等，经济作物盛产茶叶、蚕桑、生姜等。畜禽类主要有猪、羊、鹅，其中荣昌猪为世界八大名猪、中国三大名猪之一。

受益于相对便捷的交通、丰富的自然资源和持续改善的投资环境，近年来荣昌县工业经济不断发展，逐步形成了生物科技、机电制造、轻

³ 2015 年 5 月，国务院批复同意撤销重庆市下辖的荣昌县，设立荣昌区。

工建材、电子信息和农副产品加工等五大支柱产业。近年来荣昌县工业发展带动荣昌县经济持续增长，全县综合实力持续提高。2012~2014年，荣昌县地区生产总值分别为 229.81 亿元、261.03 亿元和 300.42 亿元，同比分别增长 12.5%、14.0%和 12.0%，2014 年增速有所放缓。2014 年第一产业、第二产业和第三产业增加值分别为 40.35 亿元、190.40 亿元和 69.68 亿元，同比分别增长 4.8%、14.4%和 9.5%，三次产业结构为 13.4:63.4:23.2，全县产业以工业为主。2014 年人均 GDP（按常住人口计算）为 4.41 万元，同比增长 10.7%。

2012~2014 年荣昌县工业增加值分别为 117.09 亿元、132.17 亿元和 155.26 亿元，同比分别增长 16.4%、15.3%和 13.1%，增速有所放缓。固定资产投资方面，2012~2014 年荣昌县完成固定资产投资分别为 247.16 亿元、306.49 亿元和 341.15 亿元，同比分别增长 38.7%、24.0%和 22.1%，增速放缓。其中房地产开发投资受政策影响大，增速出现了较大波动，2012~2014 年房地产开发投资增速分别为 37.4%、-7.9%和 52.5%。2014 年，房地产开发投资成为荣昌县经济增长的重要因素。

图表 5. 2012~2014 年荣昌县主要经济发展指标（单位：亿元、%）

指标	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额	增长	金额	增长	金额	增长
地区生产总值	229.81	12.5	261.03	14.0	300.42	12.0
第一产业增加值	35.71	5.3	38.88	5.2	40.35	4.8
第二产业增加值	137.79	15.5	160.09	18.0	190.40	14.4
第三产业增加值	56.30	9.9	62.06	9.1	69.68	9.5
工业增加值	117.09	16.4	132.17	15.3	155.26	13.1
固定资产投资	247.16	38.7	306.49	24.0	341.15	22.1
房地产开发	37.67	37.4	34.70	-7.9	52.90	52.5
人均地区生产总值 ⁴ （万元）	3.44	11.8	3.88	13.2	4.41	10.7

资料来源：荣昌县 2012~2014 年国民经济和社会发展统计公报

四、荣昌县财政实力

近三年荣昌县地方财政收入有所波动，上级补助收入在地方财政收入中占比较高，土地出让市场状况对基金收入影响大。

近三年随着经济的发展及财税改革，荣昌县一般公共预算收入逐年提高。2012~2014 年荣昌县实现一般公共预算收入分别为 15.36 亿元、

⁴ 按常住人口计算。

20.12 亿元和 22.14 亿元，分别占财政收入的 26.35%、36.48% 和 38.86%。其中税收收入在一般公共预算收入中占比分别为 51.95%、46.87% 和 48.10%，主要来自于营业税等，一般公共预算收入质量有待提高。荣昌县税收收入的增长主要得益于第二产业的发展。从行业分布来看，荣昌县主要纳税企业集中于制药、煤炭、化工、食品等行业，煤炭和化工行业近年来景气度低迷，对荣昌县税收收入产生不利影响。

荣昌县作为我国西部区县，近年来随着西部大开发及东部产业转移政策的实施，得到了国家较大的支持，上级补助收入成为当地财政收入的重要来源。2012~2014 年上级补助收入分别占荣昌县财政收入的 36.32%、36.17% 和 38.14%，构成主要为专项转移支付收入与税收返还收入。

政府性基金收入也是荣昌县财政收入的重要来源。受近年土地市场调整影响，荣昌县政府性基金收入持续减少。2012~2014 年，荣昌县政府性基金收入分别为 21.86 亿元、15.09 亿元和 13.11 亿元，占财政收入的 37.40%、27.36% 和 23.01%。

受土地出让收入持续减少及上级补助收入波动影响，荣昌县财政收入不够稳定。2012~2014 年荣昌县财政收入分别为 58.45 亿元、55.16 亿元和 56.98 亿元。

图表 6. 2012~2014 年荣昌县财政收入情况 (单位: 亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
(一) 一般公共预算收入	15.36	20.12	22.14
1、税收收入	7.98	9.43	10.65
2、非税收入	7.38	10.69	11.49
(二) 上级补助收入	21.23	19.95	21.73
1、返还性收入	0.62	0.62	0.62
2、一般性转移支付收入	9.12	9.33	10.08
3、专项转移支付收入	11.49	10.00	11.03
(三) 政府性基金收入	21.86	15.09	13.11
(四) 预算外收入	-	-	-
财政收入	58.45	55.16	56.98

资料来源：荣昌县财政局

近年来荣昌县地方财政支出逐年增长，2012~2014 年分别为 58.29 亿元、58.72 亿元和 61.25 亿元，其中一般公共预算支出分别为 37.53 亿元、42.45 亿元和 44.87 亿元，2014 年占地方财政支出的 73.26%，一般公共预算支出占比较大；基金预算支出分别为 20.76 亿元、16.27 亿元

和 16.38 亿元，2014 年占财政支出的 17.59%。

图表 7. 2012~2014 年荣昌县财政支出情况（单位：亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
一般公共预算支出	37.53	42.45	44.87
政府性基金支出	20.76	16.27	16.38
预算外支出	-	-	-
合计	58.29	58.72	61.25

资料来源：荣昌县财政局

政府债务方面，截至 2014 年末荣昌县政府债务余额为 20.40 亿元⁵，全部为负有偿还责任的债务，地方综合财力为 67.38 亿元，债务率为 30.28%，债务水平低，风险可控。

五、公司管理与业务运营

该公司实际控制人为荣昌县人民政府。公司根据需要设置了职能部门，管理制度较健全，有助于经营管理的顺利进行。

该公司是荣昌县最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，收入来源主要为土地整治及基础设施建设业务，物业出租、畜牧业、物业管理和混凝土销售等其他业务是公司收入的有益补充。公司在建工程项目规模较大，未来资本性支出较大。

（一）公司管理

截至 2014 年末，该公司由荣昌国资办 100% 持股，最终控制人为荣昌县人民政府。

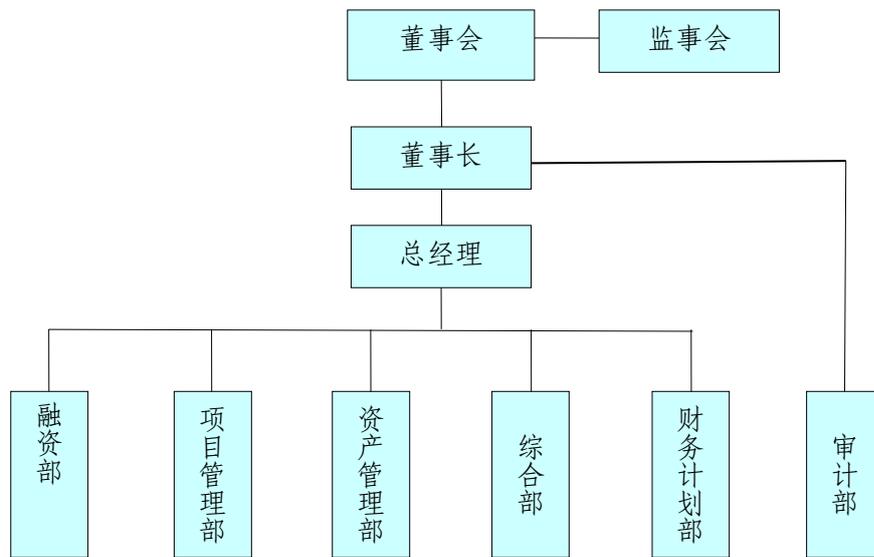
该公司根据《公司法》和其他有关法律、行政法规的规定制订了公司章程。根据公司章程，公司设立了董事会、监事会及经营层等机构。董事会由 3 名成员组成，由出资人委派或更换。董事会中的职工代表，依法由公司职工代表大会选举或更换。董事会设董事长 1 人，由出资人从董事会成员中指定。公司设总经理，由董事会聘任或者解聘。经出资人批准，董事可以兼任经理。监事会负责对董事会及公司高级管理人员进行监督，成员为 5 人，由出资人委派或更换，监事会中的职工代表，依法由公司职工代表大会选举或更换。每届监事会的职工代表比例由出资人决定，但不得低于监事人数的 1/3。董事、高级管理人员不得兼任

⁵ 截至 2014 年末，公司纳入政府债务的债务为 17.49 亿元。

监事。监事会设主席 1 人，主席召集和主持监事会会议。监事会主席由出资人在监事中指定。总体看，在实际运营中，荣昌县财政局对公司的管控力度较大。

该公司根据经营管理的需要设置了综合部、财务计划部、审计部、融资部、项目管理部和资产管理部六个职能部门，并通过制度化管理，明确了各部门之间的分工及权责。同时，公司在资金、工程项目、对外担保及子公司管理方面制定了相关制度，不断完善内部管控。

图表 8. 公司组织结构图



资料来源：兴荣控股（截至 2014 年末）

资金管理方面，该公司制定了《资金支付授权审批制度》、《货币资金授权审批制度》、《现金管理控制制度》等制度，规范了公司资金支付审批程序与现金的管理，明确审批权限，提高资金使用效率，有效地控制了公司存在的资金风险。公司财务计划部根据公司发展规划编制和下达财务预算，并对预算实施情况进行管理，对公司的业务经营、资金运行情况进行核算，及时向董事长、总经理反馈公司资金状况。

工程项目管理方面，该公司为规范工程项目实施中的授权批准行为，明确了授权范围、责任和权限，强化工程项目授权的管理，维护项目实施的工作秩序。项目管理部及时提出招标、设计、材料的立项并督促完成，制定了《公司工程项目管理制度》。公司项目管理部作为公司项目管理的代表，负责对公司的项目管理体系进行建设，协调集团资源在各项目的分配，对各项目进行监督评价和提供专业指导等工作。

对外担保管理方面，为明确该公司对外提供担保业务的审批权限，规范公司担保行为，防范和降低担保风险，根据《中华人民共和国公司

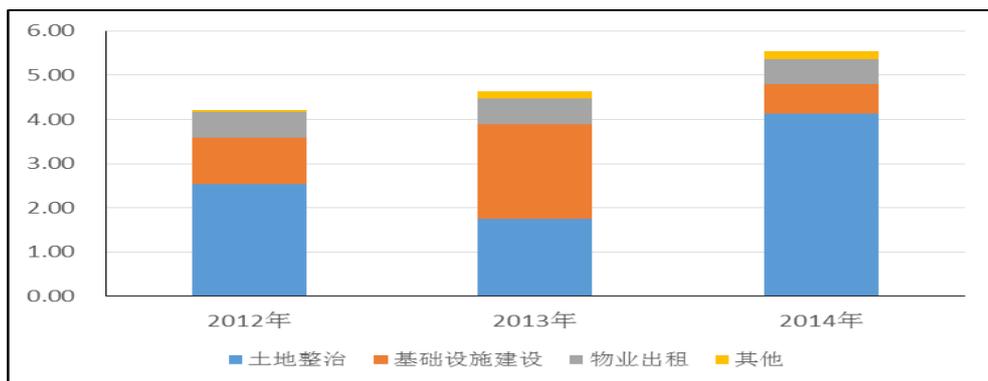
法》和《中华人民共和国担保法》等法律法规及规范性文件规定，结合本公司实际情况，公司制定了担保管理制度。主要包括担保授权审批制度、担保风险评估制度以及担保业务执行管理制度等三个方面。

对子公司管理方面，该公司为加强子公司治理，切实保障公司作为投资者的合法权益，依据相关法律法规及公司章程规定，特制定子公司管理制度。主要包括委派董事管理制度、子公司重大投资项目控制管理制度以及合并财务报表管理制度等，有效加强了对子公司的管理。

（二）业务运营

该公司作为荣昌县最重要的投融资主体，主要从事土地整治、基础设施建设、物业出租等业务。2012~2014年，公司实现主营业务收入分别为4.21亿元、4.62亿元和5.54亿元，其中土地整治业务收入分别占60.53%、37.74%和74.56%，2014年公司土地整治收入快速增长，成为公司主营业务收入的主要来源；基础设施建设业务收入占比为24.82%、46.50%和12.03%，公司承担的建设项目在2012年开始确认代建手续费，2014年受政策变化影响，BT项目大幅减少，公司基础设施建设业务收入明显下降；受益于兴荣大厦和农业大厦建成出租，公司出租收入较稳定，2012~2014年分别为0.58亿元、0.58亿元和0.57亿元，2014年占主营业务收入比重为10.24%。此外，公司还从事畜牧服务、物业管理和混凝土销售等业务，2014年合计收入占主营业务收入比重为3.17%，是公司主营业务收入有益补充。

图表 9. 2012~2014 年公司主营业务收入构成 (单位: 亿元)



注：根据兴荣控股经审计的2012~2014年财务数据计算、绘制

1. 土地整治

该公司土地整治业务原由重庆宏业实业集团有限公司（以下简称“宏业公司”）负责，2012年6月宏业公司剥离后，公司土地整治业务转由本部负责。公司土地整治业务模式为：公司自行筹建资金完成土地

整治，整治完成后交付荣昌县土地储备整治中心验收，每年6月对前一年7月至本年6月交付的土地进行结算，确认收入。土地结算单价主要依据可比地块市价确认。

2007年9月，依据《荣昌县人民政府关于同意增加重庆兴荣国有资产经营管理有限公司土地储备职能的批复》(荣昌府【2007】158号)，该公司获得了在县城规划范围内土地储备的职能。2012年11月5日，国土资发【2012】162号下发后，公司不再承担土地储备职能，相关土地整治收入均为公司存量土地所产生的收益。

2012~2014年，该公司开发整治了荣昌县板桥工业园区地块、观音桥片区和白水桥地块、海棠大道延伸段1-4号地块、北部新区4号地块、煤头桥地块和荣昌县工业园区部分地块，累计完成土地交付面积1015.96万平方米，确认土地开发整治收入8.43亿元，实际收到政府拨付土地整治成本和收益6.11亿元。资金回笼情况尚可。

图表 10. 2012~2014 年公司土地开发整治情况 (单位: 万平方米、亿元)

年份	负责单位	整治地块位置	交付面积	土地开发整治成本	土地开发整治收入	政府土地款成本和收益返还
2012	宏业公司	荣昌县板桥工业园区	13.42	0.09	0.11	-
	本部	观音桥片区和白水桥地块	23.18	2.08	2.43	-
2012 年小计			36.60	2.17	2.54	0.94
2013	本部	海棠大道延伸段 1-4 号	138.63	0.76	0.83	-
	本部	北部新区 4 号	29.32	0.13	0.18	-
	本部	煤头桥地块	122.91	0.65	0.74	-
2013 年小计			290.86	1.54	1.75	1.04
2014	本部	荣昌县工业园区	287.55	1.44	1.72	-
	本部	荣昌县工业园区	400.95	2.00	2.41	-
2014 年小计			688.50	3.44	4.13	4.13
合计			1015.96	7.15	8.43	6.11

资料来源：兴荣控股

该公司拥有较多存量土地。截至 2014 年末，公司入账土地面积有 414.25 万平方米，以评估价值 52.89 亿元入账，其中，出让性质的土地 307.83 万平方米，入账价值 43.50 亿元；划拨性质的土地 106.41 万平方米，入账价值 9.39 亿元。

2. 基础设施建设

该公司基础设施建设业务由公司本部和宏基路桥负责。目前公司该

业务包括基础设施建设项目和保障性住房项目。

(1) 基础设施建设项目

该公司基础设施建设项目采用 BT 模式和委托代建模式。对于 BT 模式，公司负责建设资金的筹措，项目完工后收取建设管理费（根据财建【2002】394 号精神，按项目投资的比例为：1000 万元以下为 1.5%；1001-5000 万元为 1.2%；5001-10000 万元为 1.0%；10001-50000 万元为 0.8%）。对于委托代建模式，公司负责建设资金的筹措，项目完工后按照结算金额的 8.0% 收取建设项目代建管理费。在实际运作中，公司依据政府结算批复文件确认项目回购款和代建管理费；依据与政府签订的《政府性融资建设项目回购款支付协议》确定回购款支付安排。

2012~2014 年，该公司先后完成了一批重大基础设施项目的投融资及建设，包括北部新区一、二期项目、迎宾大道延伸段及跨线桥、西部宜居区一号路延伸段、昌龙大道延铁路桥、县螺罐村贯通大道工程、峰广公路 A 标段-H 标段、半小时道路工程（荣直、盘远、安清路）、城南大道一、二标段、峰广公路等项目，累计投资 22.97 亿元。2012~2014 年，荣昌县人民政府对上述项目进行回购，回购总金额分别为 15.22 亿元、11.63 亿元和 2.01 亿元，公司分别确认基础设施代建收入 1.04 亿元、2.15 亿元和 0.41 亿元。同时，根据配套签订的《政府性融资建设项目回购款支付协议》，2012 年 15.22 亿元回购款将在结算日起五年内进行返还，且前三年每年支付的回购款不得低于 2012 年总回购款的 20%；2013 年确认 11.63 亿元回购款，扣除前期已支付公司款项后，剩余回购款 6.52 亿元约定六年之内支付完毕，前五年支付的回购款不低于总回购款的 1/6。2014 年确认 0.41 亿元回购款（具体回款安排是 2015 年 0.10 亿元，2016 年 0.10 亿元，2017 年 0.21 亿元），2012~2014 年，公司实际获得回购款拨付总额分别为 0 亿元、2.81 亿元和 9.9 亿元。荣昌县人民政府回购款支付效率有待加强。

图表 11. 2012~2014 年公司与政府签订回购协议主要项目情况(单位：万元)

时间	项目名称	开发成本	回购金额	确认收入
2012 年	濑溪河以北 1、5 号道路	7084.27	7159.38	75.10
	海棠大道延伸段	3729.66	3771.94	42.28
	迎宾大道延伸段及跨线桥	23108.20	30022.03	6913.83
	北部新区一、二期项目	80438.68	81052.83	614.15
	西部宜居区一号路延伸段	10798.96	10910.64	111.68
	昌龙大道延铁路桥	9932.26	12182.06	2249.80
	县螺罐村贯通大道工程	1975.09	2299.77	324.67

时间	项目名称	开发成本	回购金额	确认收入
	海棠大道延伸 AB 段道返修工程	60.34	69.39	9.05
	城建园区 BT(雨润片区)	4628.63	4730.58	101.95
2012 年合计		141756.10	152198.61	10442.52
2013 年	峰广公路 A 标段~H 标段	46796.09	75653.68	16663.05
	半小时道路工程(荣直、盘远、安清路)	12100.98	18958.20	3557.61
	城南大道一、二标段	11505.70	19397.85	864.59
	广顺孙家湾跨线桥	133.00	183.42	34.23
	荣吴路延伸段	1324.19	2056.25	374.36
	海棠三支路污水管网及人行道改造工程	90.35	97.58	7.23
2013 年合计		71950.31	116346.98	21501.07
2014 年	峰广公路	55.23	63.97	8.74
	半小时工程	15271.42	19139.78	3868.36
	道路安保设施工程	674.82	884.58	209.76
2014 年合计		16001.47	20088.33	4086.86
总计		229707.88	288633.92	36030.45

资料来源：兴荣控股

2014 年末，该公司规模较大的基础设施在建项目为棚户区改造工程、重庆荣昌工业园区基础设施建设项目、迎宾大道北延段市政道路和荣昌县儿童公园项目等，概算投资总额 41.12 亿元，已完成投资额 22.02 亿元，尚需投资 19.10 亿元，公司仍面临较大的资本性支出压力。

图表 12. 截至 2014 年末公司主要在建基础设施项目情况 (单位：万元)

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
棚户区改造工程	62800.00	33356.83	29443.17
重庆荣昌工业园区基础设施建设项目	8751.00	8750.59	0.41
半小时荣昌	16454.00	13354.00	3100.00
荣路公路	19511.39	19511.39	0.00
森林工程一期建设	12595.60	12595.60	0.00
农村公路	9881.75	6781.75	3100.00
迎宾大道北延段市政道路	14966.00	8260.57	6705.43
荣直路工业园区改建段	5600.00	5547.61	52.39
北部新区支干道基础设施建设项目	46001.00	27803.28	18197.72
荣昌县儿童公园项目	6309.84	6075.33	234.51
东湖环湖路及河堤挡墙工程	18499.47	18449.47	50.00
荣昌县公安局交通巡逻警察大队车管所项目	4460.66	4460.66	0.00

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
荣昌县黄金坡组团基础设施项目	185335.34	55238.60	130096.74
合计	411166.05	220185.68	190980.37

资料来源：兴荣控股

(2) 保障性住房建设

该公司保障性住房业务主要项目为荣昌县永荣煤矿棚户区区的改造工作。具体运营模式为：公司接受荣昌县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。荣昌县财政局每年初制定当年城市基础设施建设项目的资金拨付计划，按照公司承担项目建设进度和财政资金状况，依据公司实际投入成本通过财政补贴形式分次拨付给公司。

荣昌县永荣煤矿棚户区改造项目是重庆市保障性住房的重要组成部分，主要改造范围包括昌元街道工人村片区，广顺街道广顺片区、曾家山片区和双河街道许家沟片区，项目分四期逐步实施，拆迁面积共计 5.97 万平方米，规划新建总建筑面积 37.95 万平方米。其中新建安置住宅面积 33.34 万平方米，安置 5133 户，安置居民 15841 人。一、二期工程安置的对象是武城矿区、广顺矿区、曾家山矿区棚户区住户，目前已接房并入住。三期工程主要安置双河矿区居民，已于 2014 年 5 月 27 日摇号，已于 2014 年 7 月 2 日交房。四期工程目前已完成主体七层结构施工，预计 2015 年 12 月前竣工。

资金平衡方面，该项目建设周期计划为 2009~2014 年，总投资约为 6.28 亿元，其中中央资金补助约 1.27 亿元，市级财政补助 1.23 亿元，县级及群众自筹 3.78 亿元。截至 2014 年末，项目已完成投资仅 3.34 亿元，尚需投资 2.94 亿元。

3. 物业出租

该公司用于出租的物业(让渡资产使用权)为公司投资建设的房产，主要包括农业大厦、行政事业单位办公楼、兴荣大厦、公安局指挥中心等办公楼，总面积 23.16 万平方米。公司将上述房产出租给荣昌县各行政事业单位使用，随着兴荣大厦、农业大厦、行政事业单位办公用房和公安局指挥大楼全部投入运营，2012~2014 年，公司房屋出租收入分别实现 0.58 亿元、0.58 亿元和 0.57 亿元，收入较稳定，能为公司带来稳定的现金流。2014 年公司物业出租收入占主营业务收入的比重为 10.24%。

图表 13. 截至 2014 年末公司主要出租物业情况 (单位: 万平方米)

物业名称	面积	位置	出租对象
兴荣大厦	3.20	荣昌县昌州街道迎宾大道	荣昌县建设系统各行政事业单位
农业大厦	3.71	荣昌县昌州街道迎宾大道	荣昌县农业系统各行政事业单位
工会职工活动中心	0.61	荣昌县昌州街道昌龙大道 17 号 6-1、15-1	香国酒店
公安局指挥中心	2.95	荣昌县昌龙大道	荣昌县公安局
金昌大酒店	0.86	昌元镇南大街	金昌酒店
合计	11.33	—	—

资料来源: 兴荣控股

4. 其他业务

该公司其他业务主要包括畜牧服务业务、物业管理与混凝土销售业务和其他服务业务等。公司畜牧服务业务主要由子公司惠民公司负责实施, 惠民公司主要从事畜牧兽医技术服务、畜牧兽医技术培训、动物诊疗、畜禽养殖及畜禽产品交易等。惠民公司以荣昌县畜牧兽医局为技术依托, 采用公司+基地+农户的经营模式, 建有标准化养殖场 2 个, 养殖户年生产出栏优质荣昌仔猪 1 万余头。此外, 公司搭建的荣昌仔猪电子交易平台已在 2011 年 10 月 18 日正式成功运行。2012~2014 年, 公司实现畜牧服务业务收入 0.02 亿元、0.13 亿元和 0.05 亿元。

该公司物业管理与混凝土销售业务为 2014 年新增业务, 由子公司运通公司负责实施。运通公司主要业务包括公路维护和公路绿化、沥青混凝土施工、稀浆封层、销售建筑材料等, 2014 年公司实现混凝土收入 0.04 亿元, 实现物业管理收入 0.03 亿元。

(四) 发展战略

未来, 该公司将加快向荣昌的城市综合运营商转变, 深度参与并推动城市建设, 发挥在政府公共服务能力建设中的支撑作用, 培养公司的核心竞争力。同时, 公司亦将着力拓展经营高效产业, 结合荣昌地域优势及畜牧品牌荣昌猪发展畜牧产业, 建设国家现代畜牧业示范区核心区, 逐步形成集养殖、生产、加工于一体的畜牧业优势产业; 借助国家级生猪交易市场扩大全国跨区域生猪交易量的占有率; 加快畜牧电子商务平台建设。此外, 公司将全力打造高级别景区、博物馆、文化创意产业园, 同时开发旅游商品, 加强宣传营销, 大力发展旅游文化产业。

六、财务分析

随着对土地整治及基础设施建设的持续投入，该公司融资规模迅速扩大，已积累了较大规模的刚性债务，财务杠杆较高。公司盈利主要来自土地整治、工程代建及物业出租业务，规模较大的期间费用侵蚀了公司毛利，近三年净利润逐年下降。公司资产以土地和工程建设项目为主，土地资产大多已抵押，流动性差。同时，公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险。但公司有一定货币储备，即期支付能力尚可，能为公司债务偿还提供一定保障。

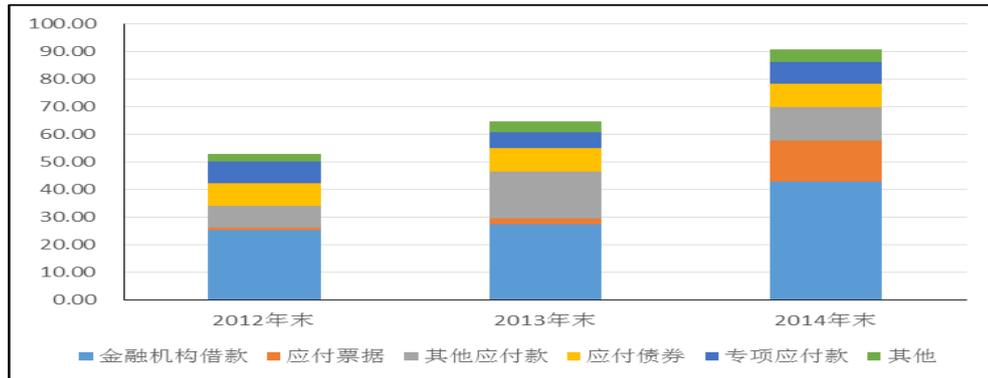
（一）债务分析

1. 债务结构

近年来随着土地整治及基础设施建设的推进，该公司资金需求上升，刚性债务规模快速扩张，2012~2014 年末分别为 35.68 亿元、39.58 亿元和 67.45 亿元；以刚性债务为主的负债规模快速扩大，同期末公司总负债分别为 53.04 亿元、64.80 亿元和 90.81 亿元。公司负债规模的快速扩张导致负债水平持续上升，2012~2014 年末公司资产负债率分别为 49.36%、53.80% 和 62.00%。

该公司负债以非流动负债为主。2012~2014 年末，公司长短期债务比分别为 176.55%、146.56% 和 129.59%。由于公司基建投资及土地开发整治资金需求持续增长，同时资金未能得到及时回笼，2014 年公司主要通过票据及金融机构借款进行融资以满足资金需求。从具体构成看，公司负债以金融机构借款、应付票据、应付债券等刚性债务以及其他应付款和专项应付款为主。2014 年末，公司金融机构借款余额为 42.81 亿元，同比大幅增长 55.06%；应付票据余额为 14.88 亿元，同比增加 6.80 倍，由当年公司加大了以票据进行工程款结算所致；应付债券余额 8.48 亿元，为公司“12 兴荣债”应付的本息余额。另外，2014 年公司加快了与政府及其他企业的结算，年末其他应付款余额为 12.26 亿元，大幅下降 28.01%，其中账龄 1~2 年（含 2 年）的占比 61.88%，3 年的占比 30.83%。当年末公司专项应付款为 7.90 亿元，同比增长 33.59%，主要系荣昌县财政局预算科增长 1.04 亿元、棚户区专项工程项目增加 0.42 亿元以及森林工程一期增加 0.36 亿元所致。

图表 14. 2012~2014 年末公司负债构成情况 (单位: 亿元)



注: 根据兴荣控股经审计的 2012~2014 年财务数据绘制

2. 公司金融机构借款及应付债券情况

金融机构借款是目前该公司主要的融资方式之一。近年公司金融机构借款增长较快, 2012~2014 年末余额分别为 25.25 亿元、27.61 亿元和 42.81 亿元, 其中长期借款分别占 67.49%、83.54%和 79.72%。从借款方式看, 2014 年末公司金融机构借款以抵押借款为主, 抵押物为土地使用权。

图表 15. 2014 年末公司金融机构借款情况 (单位: 亿元)

种类	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
保证借款	1.71	0.50	4.00	6.21
抵押借款	0.30	4.73	27.55	32.58
质押借款	-	1.44	2.58	4.02
合计	2.01	6.67	34.13	42.81

注: 根据兴荣控股经审计的 2014 年财务数据计算、绘制

该公司于 2012 年起拓展债券融资渠道, 以优化财务结构、控制融资成本。公司于 2012 年 4 月发行了期限均为 7 年的企业债券, 发行金额为 8 亿元, 利率为 8.35%。

3. 或有负债

截至 2014 年末, 该公司对合并范围外企业的担保余额为 40.40 亿元, 担保比率为 72.58%, 担保比例高。虽然公司对外担保对象主要为荣昌县内企事业单位, 但担保金额较大, 公司仍面临较大或有负债风险。

根据该公司 2015 年 8 月 19 日提供的《企业信用报告》, 公司已结清信贷信息中有 2 笔不良和关注类贷款, 未结清信贷信息中有 3 笔关注类贷款。未结清信贷信息中有 3 笔关注类贷款, 分别为期限 2006 年 12 月 20 日~2018 年 12 月 20 日, 本金为 1.20 亿元, 以及期限 2009 年 6 月 15 日~2019 年 6

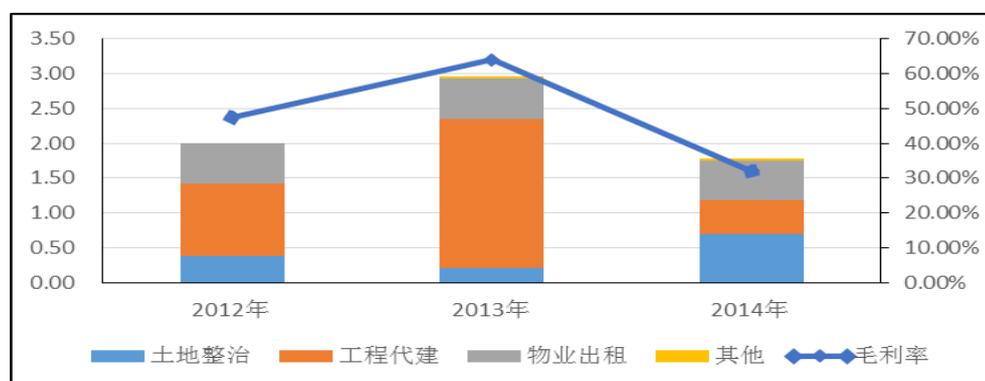
月15日，本金为0.40亿元向国家开发银行股份有限公司的借款；以及2009年1月8日~2017年1月8日，本金为0.80亿元向中国建设银行荣昌支行的借款。

根据国家开发银行重庆分行客户二处出具的《关于贷款项目资产质量的说明》，上述两项目资产质量分类结果为关注二级，公司两项目能按时还本付息，无违约事项发生。根据中国建设银行荣昌支行《关于信贷资产分类的说明》，按照其上级行对政府融资平台信贷资产管理相关要求，将该笔信贷资产分类为关注，目前公司还本付息正常，无违约事项发生。

（二）盈利性与现金流分析

该公司作为城投类企业，基础设施建设业务主要是为政府工程项目代建，2014年以前该业务将代建管理费确认为收入，在会计核算时该业务并未结转成本，因此毛利率为100.00%，2014年，由于公司子公司（运通公司和昌泰市政）的代建项目收入包括了成本和利润，导致公司工程代建业务毛利率有所下降，为73.50%，但凭借相对较大的代建规模，该业务对公司毛利贡献大；土地整治业务毛利率受荣昌县当地土地市场价格影响较大，2012~2014年毛利率分别为14.67%、11.61%和16.67%，对公司毛利贡献度较高，2014年已成为对公司毛利贡献最大的业务；公司物业出租业务无业务成本，2013-2014年毛利率均为100.00%，是公司盈利的重要构成。此外，公司其他业务对公司的毛利贡献有限。总体看，公司毛利主要来自工程代建、土地整治和物业出租业务，主营业务毛利率高，2012~2014年分别为47.45%、64.03%和32.15%。随着收入占比较高的基础设施建设业务确认收入的波动，公司主营业务毛利率有所波动。

图表 16. 2012~2014 年公司毛利构成情况（单位：亿元）



注：根据兴荣控股经审计的2012~2014年财务数据绘制

该公司期间费用主要集中于管理费用及财务费用。2012~2014 年公司费用支出波动较大，分别为 1.12 亿元、2.13 亿元和 1.82 亿元。2013 年公司费用支出同比明显增加，原因主要是当年债务规模大幅扩张，且费用化利息大幅增加，加上担保费及各种融资费用较高，使得财务费用同比增长 109.17% 所致。2012~2014 年期间费用占营业收入的比重分别为 21.06%、46.08% 和 32.91%，较高的期间费用侵蚀了公司毛利。

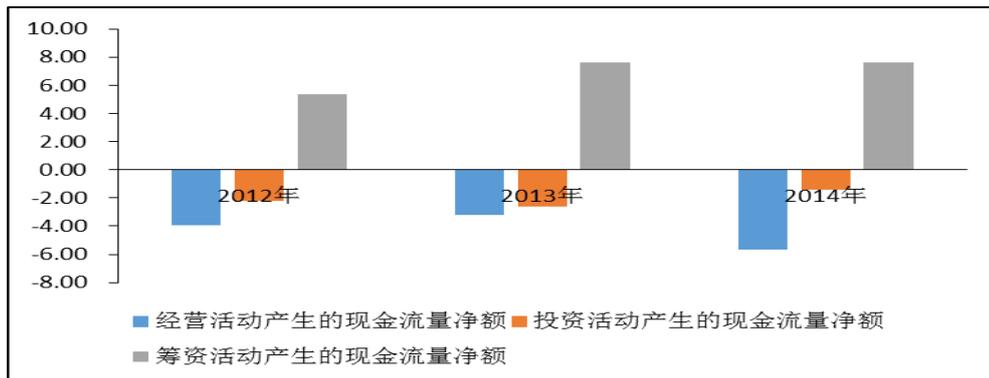
该公司营业外收入主要包括财政补贴收入和非流动资产处置利得。2012~2014 年营业外收入（含补贴收入）分别为 2.02 亿元、0.82 亿元和 0.44 亿元，其中财政补贴收入分别为 2.00 亿元、0.81 亿元和 0.07 亿元，补贴收入持续下降，主要是公司近三年货币资金存量持续上升，政府减少了补助。同期，公司净利润分别为 3.04 亿元、1.16 亿元和 0.24 亿元，营业外收入分别占净利润的 66.45%、70.69% 和 183.33%，公司盈利对非经营性损益的依赖程度高。

从盈利指标来看，2012~2014 年该公司总资产报酬率为 4.02%、2.40% 和 1.17%，净资产收益率分别为 5.58%、2.10%、0.43%，公司盈利能力持续下滑。

该公司工程代建及土地整治业务主要来源于荣昌县政府，款项的回收进度受荣昌县财政支付能力及支付进度变化的影响。但公司物业出租业务为其带来稳定的现金流。2012~2014 年公司营业收入现金率分别为 50.03%、91.25% 和 128.02%，主业获现能力持续向好。此外，公司经营环节现金流受与政府机构及其他企业间资金往来的影响很大。2012~2014 年公司经营活动现金净流出分别为 3.91 亿元、3.22 亿元和 5.64 亿元。

该公司投资经营活动主要为银行理财产品的投资及股权投资。公司投资环节现金净流出波动较大，2012~2014 年公司投资活动现金净流出分别为 2.19 亿元、2.58 亿元和 1.40 亿元。随着公司基础设施建设项目及土地整治业务投资的扩大，以及投资需求的增加，公司的融资需求不断上升，主要以金融机构借款来筹资。同时，公司每年需偿还大量债务本息。2012~2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 5.37 亿元、7.60 亿元和 7.64 亿元。公司筹资活动产生的净现金流能够满足经营及投资活动的资金需求。

图表 17. 2012~2014 年公司现金流量总体状况 (单位: 亿元)



注: 根据兴荣控股经审计的 2012~2014 年财务数据绘制

该公司 EBITDA 主要由费用化利息及利润总额构成, 2012~2014 年分别为 4.45 亿元、2.91 亿元和 1.58 亿元, 逐年下降。同期, 由于投资需求大, 公司刚性债务增长较快, EBITDA 对刚性债务的保障程度很低。近三年, 公司经营性现金净流出, 无法对流动负债及负债总额形成有效保障。

图表 18. 2012~2014 年公司 EBITDA 及经营性现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2012 年	2013 年	2014 年
EBITDA/利息支出(倍)	2.05	0.87	0.38
EBITDA/刚性债务(倍)	0.12	0.08	0.03
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-20.41	-14.15	-17.15
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-7.38	-5.46	-7.26

注: 根据兴荣控股经审计的 2012~2014 年财务数据绘制

(三) 资产质量与流动性分析

得益于政府资产的划拨及经营积累, 2012~2014 年末该公司所有者权益保持增长态势, 分别为 54.41 亿元、55.64 亿元和 55.66 亿元。公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成, 2012~2014 年末两者合计占比分别为 83.53%、81.67%和 83.33%, 公司资本结构稳定。

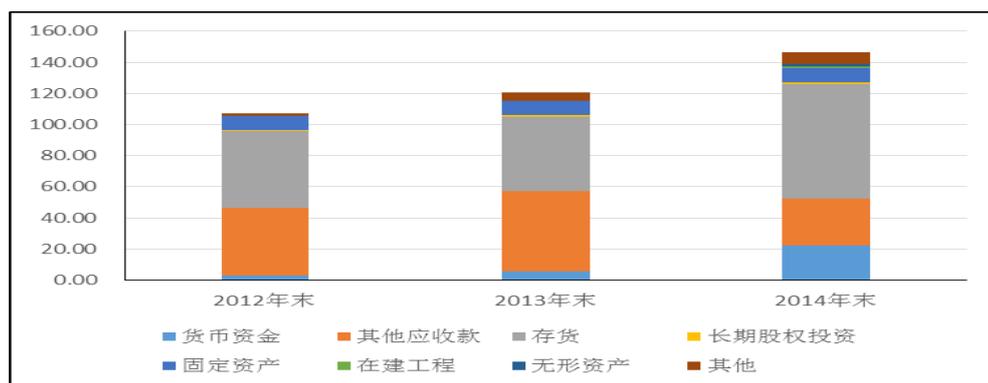
该公司资产以土地和基础设施建设项目为主, 2012~2014 年末总资产年复合增长率为 16.75%, 2014 年末公司资产总额为 146.47 亿元, 其中流动资产占 90.86%。

从具体构成看, 该公司流动资产主要为货币资金、其他应收款和存货。2014 年末货币资金余额为 22.35 亿元, 其中受限资金 17.48 亿元, 公司即期支付能力尚可; 公司土地整治及工程代建项目回购款计入“其他应收款”核算, 近三年虽然公司回款进度有所加快, 但由于资金回笼效率仍较低, 公司其他应收款规模仍较大, 2014 年末余额为 29.89 亿元。

从账龄来看，1年以内的其他应收款占13.83%，1~2年的占33.10%，2~3年的占40.69%，账龄较上年有所加长。其他应收款主要为荣昌县财政局所欠代建项目款、土地返还款10.06亿元，重庆市荣昌县宏业实业开发有限公司工程借款4.03亿元和荣昌县国土局借款4.23亿元等。整体看，公司其他应收款综合账龄较长，欠款单位主要为当地行政事业单位和国有企业；其他应收款回收安全性较高，但其规模较大，回款效率较低，对公司资金形成很大占用。公司主要经营基础设施建设和土地整治业务，上述业务计入“存货”科目，因此存货规模较大。2014年末，公司存货余额为73.80亿元，未计提跌价准备，其中储备土地成本占71.67%，基础设施代建项目占28.22%；存货中用于抵押担保的土地价值44.67亿元，抵押率为84.44%，土地变现受限程度高。2014年，随着基础设施建设规模的增加以及土地资产的增长，公司存货规模同比增长54.22%。

该公司非流动资产规模较小，主要由长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产构成，2014年末四者合计占非流动资产的97.22%。其中，长期股权投资余额为1.11亿元，主要系采用权益法对重庆市荣昌县兴农融资担保有限公司的投资；固定资产余额为9.17亿元，主要为房屋及建筑物和运输、机器、办公设备；在建工程1.23亿元，同比显著增长，主要为新增的濑溪河项目0.80亿元、次级河流（清江等5个镇）项目0.17亿元以及吴家盘龙项目0.15亿元；无形资产1.51亿元，同比增加1.50亿元，由林地使用权增加所致。

图表 19. 2012~2014 年末公司资产构成及变化情况（单位：亿元）



注：根据兴荣控股经审计的2012~2014年财务数据绘制

七、主要优势与风险

1. 主要优势

(1) 外部环境较好

荣昌县位于成渝经济区的中心地带，是四川进入重庆市的西大门，近年来地区经济稳步增长，财政实力较强，2014 年实现一般公共预算收入 22.14 亿元，为该公司业务开展提供较好保障。2015 年 5 月，荣昌县撤县设区，公司外部发展环境进一步提升。

(2) 政府支持力度大

该公司作为荣昌县基础设施建设投资与国有资产经营最主要实体，自成立以来获得了政府的有力支持。资产注入方面，荣昌县人民政府向公司划拨了大量土地、股权、房屋等资产，其中，2012 年划拨土地入账价值 7.11 亿元，2014 年荣昌县国资办划拨荣昌县林业局持有的重庆渝荣林业发展有限公司 12.00% 股权、价值 1.00 亿元给公司，增强了公司资本实力。政府补助方面，荣昌县每年给予公司补助，2012~2014 年分别为 2.00 亿元、0.81 亿元和 0.07 亿元。税收优惠方面，公司享受西部大开发减按 15.00% 税率征收企业所得税政策。

2. 主要风险

(1) 财政收入波动风险

荣昌县财政收入中税收收入占比较小，财政收入有所波动，上级补助收入在地方财政收入中占比较高，土地出让市场状况对基金收入影响大。

(2) 较大债务压力

该公司对土地整治及基础设施建设持续投入，刚性债务规模快速扩大，2012~2014 年公司刚性债务分别为 35.68 亿元、39.58 亿元和 67.45 亿元。未来公司在基础设施建设方面仍有较大投资规模，债务压力预计持续增大。

(3) 土地资产变现风险

该公司资产中土地的占比较高，且大部分已作抵押，2014 年末计入存货的土地成本为 52.89 亿元，占公司资产总额的 36.11%，土地抵押率为 84.44%，土地资产变现能力较弱。

(4) 资金占用风险

该公司基础设施代建和土地整理业务未竣工结算项目投入较大，造

成存货规模较大，2014 年末余额为 73.80 亿元；已竣工结算项目回款效率较低，使公司形成较大其他应收款，2014 年末余额为 29.89 亿元。存货及其他应收款对公司资金造成很大占用，对公司经营活动开展和财务质量形成负面影响。

(5) 代偿风险

2014 年末该公司对外担保余额为 40.40 亿元，担保比率为 72.58%，司面临较大的代偿风险。

八、本期债券偿付保障分析

(一) 政府支持

荣昌县地方财力较强，作为荣昌县最重要的基础设施建设及资产运营主体，该公司在荣昌县开发建设中地位显著，可获荣昌县政府的有力支持。

(二) 货币资金及土地储备

2012~2014 年末，该公司货币资金分别为 3.18 亿元、5.83 亿元和 22.35 亿元，现金比率分别为 16.67%、25.44%和 59.05%，货币资金存量能为公司日常资金周转和债务偿还提供一定保障。此外，截至 2014 年末，公司拥有入账土地面积 414.25 万平方米，评估价值 52.89 亿元，其中未抵押面积占比为 15.56%，尚可在必要时为债务偿付提供一定支撑。

(三) 外部担保

本期债券由瀚华担保股份有限公司（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，保证范围包括本期公司债券的本金及利息、以及违约金、损害赔偿金，实现债权的费用和其他应支付的费用。

瀚华担保是一家成立于 2009 年 8 月的商业性担保公司，初始注册资本 10.00 亿元，后经多次增资及股权转让，截至 2015 年 6 月末，瀚华担保的注册资本为 35.00 亿元，由瀚华金控股份有限公司（以下简称“瀚华金控”）及重庆惠微投资有限公司分别持股 99.90%和 0.10%。

瀚华金控旗下有两大块业务，即信用担保业务和中小企业贷款业务，其中信用担保业务是通过瀚华担保运营，中小企业贷款业务通过其

旗下各家小额贷款子公司运营。瀚华金控已于 2014 年 6 月 19 日上市，股票代码 3903.HK，共发行了 11.70 亿股，发行价 1.62 港币，系我国首家担保小贷结合上市公司。

2012~2014 年，瀚华担保分别实现营业收入 13.09 亿元、7.90 亿元和 8.73 亿元，2013 年之前，瀚华担保营业收入主要来自于担保业务的保费收入，来自于委托贷款、小额贷款等业务的利息收入和来自于资产管理类公司的咨询费收入构成。而自 2013 年起，瀚华担保合并口径范围内不再包含小额贷款类公司和资产管理类公司，因此，瀚华担保的营业收入在 2013 年出现了大幅下滑。

在风险管理上，瀚华担保围绕担保业务流程制定了较全面的风险控制体系，对风险进行全程控制和监督。在项目审批及决策上，瀚华担保遵循“审保分离”原则，调查工作与审查、审批工作相对分离。项目的审批决策由风险管理委员会负责，是日常经营业务中风险管理和业务决策的最高权力机构。另外，瀚华担保还制定实施风险预警机制及规范担保业务代偿工作，具备较强的风险管理能力。

在负债方面，2012~2014 年末瀚华担保负债总额分别为 18.44 亿元、10.17 亿元和 10.01 亿元；近年来瀚华担保计提的两项准备金是负债的主要部分，2014 年末合计 8.74 亿元，占当期末总负债的 87.29%。瀚华担保严格按照规定提取准备金，2014 年末风险准备金充足率为 4.03%，准备金提取较为充分，根据目前的担保组合情况，基本能够有效缓冲可能的代偿对资本的消耗。

在盈利方面，瀚华担保的收入来源主要包括担保业务收入、利息收入、咨询费收入和手续费收入。瀚华担保根据客户实际情况的不同按照担保金额的 2.50~5.50%收取担保费用。随着担保业务规模的扩大，瀚华担保担保业务收入增加，2012-2014 年公司担保业务收入分别为 5.58 亿元、6.21 亿元和 6.24 亿元。在提供担保服务的同时，瀚华担保还将部分闲置资金用于委托贷款，是其利息收入的主要来源。此外，瀚华担保还通过为客户制订资金还款计划等方式提供咨询服务。2015 年上半年度，瀚华担保实现营业收入 2.85 亿元，由于当期处置了上年度的应收代偿款，转回资产减值损失 0.54 亿元，使其当期净利润大幅增加至 2.71 亿元。

在资产方面，2012~2014 年末瀚华担保资产总额分别为 49.65 亿元、43.92 亿元和 48.36 亿元，由于 2013 年瀚华担保将从事小额贷款业务的子公司全部转入控股股东瀚华金控旗下，资产规模较上年末减少。

2014 年末瀚华担保资产规模较上年末增加 4.44 亿元的主要原因是当年股东对其进行了增资。瀚华担保资产以流动资产为主。2014 年末流动资产为 45.03 亿元，占资产总额的 93.12%，主要为货币资金、存出担保保证金和委托贷款。瀚华担保现金类资产较为充裕，2012~2014 年末及 2015 年 6 月末，现金类资产比率分别为 44.60%、46.52%、78.05%和 85.23%。

根据本评级机构评定（新世纪企评[2015]020381），瀚华担保的主体信用等级为 AA⁺级，具有高信用质量和担保能力，其为本期债券提供担保，有助于加强本期债券的偿付保障。

附录一：

兴荣控股主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2012年	2013年	2014年
资产总额 [亿元]	107.45	120.44	146.47
货币资金 [亿元]	3.18	5.83	22.35
刚性债务[亿元]	35.68	39.58	67.45
所有者权益 [亿元]	54.41	55.64	55.66
营业收入[亿元]	5.30	4.61	5.54
净利润 [亿元]	3.04	1.16	0.24
EBITDA[亿元]	4.45	2.91	1.58
经营性现金净流入量[亿元]	-3.91	-3.22	-5.65
投资性现金净流入量[亿元]	-2.19	-2.58	-1.40
资产负债率[%]	49.36	53.80	62.00
长期资本固定化比率[%]	11.23	11.76	12.53
权益资本与刚性债务比率[%]	152.51	140.56	82.52
流动比率[%]	508.61	416.13	336.46
速动比率 [%]	242.69	220.22	135.09
现金比率[%]	16.67	25.44	59.05
利息保障倍数[倍]	1.99	0.82	0.38
有形净值债务率[%]	97.55	116.54	167.73
营运资金与非流动负债比率[%]	231.44	215.70	182.47
担保比率[%]	11.88	19.82	72.58
应收账款周转速度[次]	903.07	584.50	55.58
存货周转速度[次]	0.04	0.03	0.06
固定资产周转速度[次]	0.57	0.49	0.59
总资产周转速度[次]	0.05	0.04	0.04
毛利率[%]	58.28	63.95	32.16
营业利润率[%]	36.05	15.61	-0.96
总资产报酬率[%]	4.02	2.40	1.17
净资产收益率[%]	5.58	2.10	0.43
净资产收益率*[%]	5.48	2.19	0.43
营业收入现金率[%]	50.03	91.25	128.02
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-20.41	-14.15	-17.15
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.38	-5.46	-7.26
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-31.84	-25.51	-21.42
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.51	-9.84	-9.06
EBITDA/利息支出[倍]	2.05	0.87	0.38
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.08	0.03

注：表中数据依据兴荣控股经审计的 2012~2014 年财务数据整理、计算。

附录二：

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%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计 - 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%
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%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[[(期初存货余额+期末存货余额)/2]]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初资产总计+期末资产总计)/2]]
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%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[[(期初负债总额+期末负债总额)/2]]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(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%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(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)/[(期初负债合计+期末负债合计)/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+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

附录三：

评级结果释义

本评级机构发行人长期信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投 机 级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附录四：

跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至本期债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注兴荣控股外部经营环境的变化、影响兴荣控股经营或财务状况的重大事件、兴荣控股履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映兴荣控股的信用状况。

（一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对兴荣控股的跟踪评级的期限为本评级报告出具日至失效日。

定期跟踪评级将在本次信用评级报告出具后每1年出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，兴荣控股应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与兴荣控股有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。不定期跟踪评级报告在本评级机构向兴荣控股发出“重大事项跟踪评级告知书”后10个工作日内提出。

（二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向兴荣控股发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向兴荣控股发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具之日后10个工作日内，兴荣控股和本评级机构应在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015年9月28日