

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

主体信用等级： AA 级

债项信用等级： AA⁺级

评级时间： 2016 年 6 月 29 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.

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

概要

编号:【新世纪跟踪[2016]100542】

存续期间 7 年期债券 9 亿元人民币, 2016 年 3 月 31 日—2023 年 3 月 31 日

	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 级	稳定	AA+级	2016 年 6 月
首次评级	AA 级	稳定	AA+级	2015 年 9 月

主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人合并数据及指标:			
总资产	120.44	146.47	169.40
总负债	64.80	90.81	112.74
刚性债务	39.58	67.45	77.83
所有者权益	55.64	55.66	56.65
营业收入	4.61	5.54	7.66
净利润	1.16	0.24	0.92
经营性现金净流入量	-3.22	-5.65	-1.98
EBITDA	2.91	1.79	2.56
资产负债率[%]	53.80	62.00	66.56
长短期债务表[%]	146.56	129.59	81.69
权益资本与刚性债务比率[%]	140.56	82.52	72.79
流动比率[%]	416.13	336.46	249.41
现金比率[%]	25.44	59.05	48.36
利息保障倍数[倍]	0.82	0.38	0.47
净资产收益率[%]	2.10	0.43	1.64
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.46	-7.26	-1.94
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.84	-9.06	-5.38
EBITDA/利息支出[倍]	0.87	0.44	0.51
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.03	0.04
瀚华担保数据及指标:			
总资产	43.92	48.35	52.79
股东权益	33.74	38.35	38.42
担保余额	210.48	255.54	290.07
担保放大倍数[倍]	6.24	6.66	7.16
荣昌区:			
GDP	261.03	300.42	329.83
GDP/行政面积 [亿元/平方公里]	0.24	0.28	0.31
一般公共预算收入	20.12	22.14	24.91
政府性基金预算收入	15.09	13.11	12.36

注: 根据兴荣控股经审计的 2013~2015 年财务数据及其提供的数据整理、计算。该公司审计报告采用旧会计准则, 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。因此, 本报告中相关计算将 2013~2015 年的所有者权益进行了调整。另外, 营业收入也作了相应调整。担保方数据根据瀚华担保经审计的 2013~2015 年财务数据整理、计算。

分析师

刘明球 李叶

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>

跟踪评级观点

跟踪期内, 兴荣控股作为荣昌区重要的基础设施建设主体, 可持续获得政府支持。公司负债经营程度已较高, 刚性债务负担重, 2016 年债务集中偿付压力大。公司对外担保金额较大, 存在一定代偿风险。公司资金被大量占用, 且未来仍有较大规模投资, 资金周转压力较大。但公司货币资金较充裕, 即期债务偿付能力仍较强。

- 2015 年荣昌区经济及财力稳步增长, 但税收比率较低, 财政平衡对上级补助依赖程度高。兴荣控股作为荣昌区最重要的投融资平台, 能得到政府的持续支持。
- 跟踪期内, 兴荣控股债务规模有所增加, 负债经营程度已较高, 短期债务规模快速扩大, 2016 年债务集中偿付压力大。
- 跟踪期内, 兴荣控股项目回款放慢, 主业获现能力大幅下降, 经营性现金净流出。
- 跟踪期内, 兴荣控股主业盈利能力仍较弱, 盈利主要依赖财政补贴。
- 跟踪期内, 兴荣控股土地资产及应收账款在总资产中占比很高, 变现能力受当地土地市场影响大。
- 跟踪期内, 兴荣控股资金被荣昌区内政府企事业单位大量占用, 且公司未来仍有较大资本性支出, 资金周转压力大。
- 跟踪期内, 兴荣控股对外担保金额大, 担保比率高, 存在较大的代偿风险。
- 瀚华担保对本期债券的担保仍有效, 有助于提升本期债券的偿债安全性。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照 2016 年重庆市兴荣控股集团有限公司(以下简称“兴荣控股”、“该公司”或“公司”)公司债券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 2015 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,得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

该公司于 2016 年 3 月发行了 9.00 亿元人民币的公司债券,期限 7 年。本期债券票面年利率 4.86%,计息方式为附息式固定利率,每年付息一次。本期债券设计本金提前偿还条款,即自本期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%、20%、20%、20%和 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。

本期债券的募集资金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”),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 2016 年 5 月末已累计完成投资约 16.94 亿元,募集资金 9.00 亿元已全部使用。

截至 2016 年 5 月末,该公司已发行的待偿还债券本金合计为 13.80 亿元,公司债券还本付息情况正常。

图表 1. 截至 2016 年 5 月末公司待偿债券本金情况(单位:亿元,%)

项目	起息日	兑付日	本金余额	票面年利率
12 兴荣债	2012-4-19	2019-4-19	4.80	8.35
16 兴荣债	2016-3-31	2023-3-31	9.00	4.86

资料来源:中国货币网

二、跟踪评级结论

（一） 公司管理

2015 年，该公司合并报表范围新增 1 家子公司荣昌县昌盛建设有限公司。此外，公司在股权结构、法人治理、管理制度和机构设置等方面均无重大变化。

（二） 业务运营

2015 年 6 月 18 日，荣昌区正式挂牌成立，行政级别从县上升为区。同年 12 月 26 日，成渝高铁正式通车运营，荣昌区步入了“高铁经济”时代。撤县设区和高铁通车为荣昌区发展注入了发展新动力。2015 年荣昌区地方经济保持平稳较快增长，全区产业结构仍以工业为主。据初步核算，当年荣昌区实现地区生产总值 329.83 亿元，同比增长 11.7%，较重庆市的增速高 0.7 个百分点。其中，第一、第二和第三产业增加值分别为 43.71 亿元、207.77 亿元和 78.39 亿元，同比分别增长 4.3%、13.0%和 12.1%。三次产业结构由上年的 13.4:63.4:23.2 调整为 13.2:63.0:23.8。按常住人口计算，2015 年全区人均生产总值达到 4.76 万元，较上年增长 9.4%。

荣昌区以生物科技、机电制造、轻工建材、电子信息和农副产品加工为支柱产业。2015 年全区实现工业增加值 167.04 亿元，同比增长 11.6%，增速较上年下降 1.5 个百分点。当年荣昌区大力推动招商引资工作，共引进项目 276 个，合同资金 298.9 亿元，同比增长 11.1%；到位资金 233 亿元，同比增长 25.6%。其中，工业项目 109 个，到位资金 126.1 亿元。固定资产投资方面，2015 年全区固定资产投资完成 449.59 亿元，同比增长 20.2%，增速较上年下降 1.9 个百分点。从三次产业投资看，2015 年全区第一、三产业投资下降，第二产业投资较快增长，第一产业投资 13.92 亿元，同比下降 1.5%；第二产业投资 273.18 亿元，同比增长 42.1%；第三产业投资 162.49 亿元，同比下降 3.1%。固定资产投资的较快增长，有力支撑和稳定了荣昌区经济增长。

从房地产情况来看，2015 年荣昌区房地产开发投资大幅下降，但房地产销售情况较好。当年全区房地产开发投资 28.17 亿元，同比大幅下降 46.7%。其中住宅投资 20.08 亿元，同比大幅下降 49.6%。全年商品房施工面积 492.20 万平方米，同比下降 3.6%；

商品房竣工面积 82.41 万平方米，同比下降 12.9%。商品房销售面积 104.30 万平方米，同比增长 14.4%。其中住宅销售面积 100.90 万平方米，同比增长 19.6%；商品房销售额 38.51 亿元，同比增长 7.4%。

图表 2. 2014~2015 年荣昌区主要经济发展指标 (单位: 亿元, %)

指标	2014 年		2015 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	300.42	12.0	329.83	11.7
第一产业增加值	40.35	4.8	43.71	4.3
第二产业增加值	190.40	14.4	207.77	13.0
第三产业增加值	69.68	9.5	78.39	12.1
工业增加值	155.26	13.1	167.04	11.6
固定资产投资	341.15	22.1	449.59	20.2
其中: 房地产开发投资	52.90	52.5	28.17	-46.7
人均地区生产总值 ¹ (万元)	4.41	10.7	4.76	9.4

资料来源: 荣昌区 2014~2015 年国民经济和社会发展统计公报

得益于经济的平稳较快增长, 2015 年荣昌区财力保持增长态势。当年全区一般公共预算收入完成 24.91 亿元, 同比增长 12.5%。其中税收收入 13.11 亿元, 同比增长 23.1%, 税收比率为 52.63%, 税收收入主要来源于增值税、营业税、企业所得税及与土地相关的税种; 非税收入 11.80 亿元, 其中行政事业性收费收入和国有资源(资产)有偿使用收入分别为 49.42%和 40.46%。受荣昌区土地成交有所下降影响, 2015 年全区政府性基金预算收入完成 12.36 亿元, 同比有所下降。此外, 上级补助收入为 23.26 亿元, 较上年有所增加, 是荣昌区财政收入的重要来源。

图表 3. 2014~2015 年荣昌区财政收入状况 (单位: 亿元)

项目	2014 年	2015 年
(一) 一般公共预算收入	22.14	24.91
其中: 税收收入	10.65	13.11
非税收入	11.49	11.80
(二) 政府性基金预算收入	13.11	12.36
(三) 上级补助收入	21.73	23.26
合计	56.98	60.53

资料来源: 荣昌区财政局

¹ 按常住人口计算。

在财政支出方面，2015 年荣昌区一般公共预算支出为 49.23 亿元，同比增长 9.7%，其中城乡社区、社会保障和就业、教育、农林水、医疗卫生与计划生育等民生支出 38.75 亿元，占全区一般公共预算支出的 78.71%；政府性基金预算支出为 12.76 亿元。2015 年荣昌区一般公共预算收支对一般公共预算支出的覆盖率为 50.60%，财政自给能力低，财政平衡对上级补助收入的依赖程度高。

图表 4. 2014~2015 年荣昌区财政支出情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年
（一）一般公共预算支出	44.87	49.23
（二）政府性基金预算支出	16.38	12.76
合计	61.25	61.99

资料来源：兴荣控股

在政府债务方面，2015 年末荣昌区政府性债务余额为 25.89 亿元，其中，政府负有偿还责任的债务余额为 20.40 亿元，无政府负有担保责任的债务余额，可能承担一定救助责任的债务余额为 18.32 亿元，年末荣昌区政府债务率为 30.09%²。

总体而言，2015 年荣昌区经济平稳较快增长，助推全区财力有所上升，但财政收支平衡对上级补助的依赖程度高。目前，政府债务负担较轻。

该公司是荣昌区基础设施建设的重要的投融资主体，主要从事土地整治、基础设施建设以及物业出租等业务。2015 年公司实现营业收入 7.66 亿元，同比增长 38.18%，主要得益于当年土地整治及基础设施建设业务的增加。从收入构成来看，2015 年公司实现土地整治收入 5.85 亿元，占当年营业收入的 76.39%，该业务收入同比大幅增长 41.59%；基础设施建设业务实现收入 1.20 亿元，同比增长 80.77%；公司物业出租及其他业务收入较少，合计 0.61 亿元，较上年有所减少，主要是系上年末公司转让了从事畜牧服务业务及部分其他业务的下属公司所致。从营业毛利来看，2015 年公司实现营业毛利 2.06 亿元，同比增长 15.51%，其中基础设施建设及土地整治业务是公司主要的毛利来源，当年实现毛利合计占比 76.07%。

² 地方政府债务余额=负有偿还责任的债务余额+负有担保责任的债务余额×50%+可能承担救助责任的债务余额×30%；债务率=（地方政府债务余额/地方综合财务）×100%

图表 5. 2014~2015 年公司营业收入及毛利情况（单位：亿元、%）

类别	2014 年		2015 年		
	收入	占比	收入	占比	同比增长
营业收入合计	5.54	100.00	7.66	100.00	38.18
土地整治业务	4.13	74.55	5.85	76.39	41.59
基础设施建设业务	0.67	12.03	1.20	15.74	80.77
物业出租业务	0.57	10.24	0.52	6.74	-9.10
其他业务	0.18	3.19	0.09	1.14	-50.42
营业毛利合计	1.78	100.00	2.06	100.00	15.51
土地整治业务	0.69	38.63	0.85	41.25	23.36
基础设施建设业务	0.49	27.49	0.72	34.82	46.33
物业出租业务	0.57	31.84	0.52	25.05	-9.10
其他业务	0.04	2.05	-0.02	-1.13	-163.70

注：根据 2014~2015 年度兴荣控股审计报告整理

该公司土地整治业务由公司本部负责。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区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。目前土地整治收入均为公司存量土地所产生的收益。2015 年，公司开发整治了荣昌区北部新区（荣峰河地块）、西部宜居区 2#地块及南部新区地块合计 327.98 亩，确认土地开发整治收入 5.85 亿元，实际收到政府拨付土地整治成本和收益 3.11 亿元。资金回笼有待加强。截至 2015 年末，公司持有土地 6468.21 亩，土地账面价值为 54.25 亿元，其中以出让方式获得的土地为 44.85 亿元，占比 82.67%；商住用地为 44.16 亿元，占比 81.40%；已抵押土地为 36.90 亿元，占比 68.02%。公司较多的土地储备能为其未来经营提供保证。

该公司基础设施建设业务由公司本部和子公司荣昌县宏基路桥建设有限公司³（以下简称“宏基路桥”）负责。公司该业务包括基础设施建设项目和保障性住房项目。公司基础设施建设分为两类，一类是公司承接的区政府基础设施公益性项目，项目采用 BT 模式和委托代建模式，这类项目收入是按照回购金额和成本的差额计入“主营业务收入”，成本不计入“主营业务成本”。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

³ 公司名称仍未更改，仍沿用原来名称。

据财建【2002】394号精神，按项目投资的比例划分为：1000万元以下收取1.5%；1001-5000万元收取1.2%；5001-10000万元收取1.0%；10001-50000万元收取0.8%），回购款为成本加建设管理费，政府分期支付回购款。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。公司保障性住房项目主要项目为荣昌县永荣煤矿棚户区改造项目。具体运营模式为：公司接受荣昌区政府授权和委托，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。另一类是公司子公司自行承担的非政府性项目，由公司负责投资和建设，这类项目的收入全部计入“主营业务收入”，相应的成本反映在“主营业务成本”中。2015年公司基础设施建设业务实现收入1.20亿元。

2015年，该公司规模较大的基础设施建设项目主要为棚户区改造工程、重庆荣昌工业园区基础设施建设项目、北部新区支干道基础设施建设项目和迎宾大道北延段市政道路项目等，当年主要项目投入合计达7.04亿元，回笼资金5.97亿元⁴，当年建设项目资金回笼尚可。但年末公司尚有22.70亿元项目款项未实现回笼，公司基础设施建设项目回款总体看较缓慢。截至2015年末，公司主要在建工程计划投资总额11.50亿元，已完成投资额9.52亿元，尚需投资1.98亿元。公司作为荣昌区最重要的基础设施投融资平台，荣昌区正致力于建设新兴工业城市、生态休闲宜居区、现代农（畜牧）业示范区、川渝合作共赢先行区，2016年荣昌区拟投资4.1亿元完成各级道路及新区市政配套工程，投资3亿元新建光缆线路2600千米、4G基站（铁塔）230个，启动益民、华江国企棚改工作，完成城市棚改3.2万平方米，农村危旧房改造2910户。未来公司仍有大额基础设施建设投资支出，面临较大资本性支出压力。

物业租赁业务方面，2015年该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、兴荣大厦和农业大

⁴ 由于政府通过发行政府债券所得资金直接置换公司银行借款，作为项目回购款，因此回笼资金与经营活动现金流中销售商品、提供劳务收到的现金有一定差额。

厦 4 座房产物业，出租面积合计 104768.07 平方米。当年公司房产出租收入（让渡资产使用权收入）为 0.52 亿元，较上年略减。

（三）财务质量

2015 年，该公司仍主要通过金融机构借款等外部融资以满足项目建设资金需要，负债总额增至 112.74 亿元，较上年末增长 24.15%。从负债结构来看，2015 年公司流动负债占比大幅上升，年末长短期债务比为 81.69%，较上年末下降 47.90 个百分点。公司债务主要由刚性债务、其他应付款和专项应付款构成，年末分别占负债总额的 69.03%、21.16%和 6.99%。其中，当年末公司刚性债务余额为 77.83 亿元，较上年末增加 10.38 亿元，包括短期刚性债务 35.01 亿元，较上年末增加 10.92 亿元，主要包括短期借款 4.73 亿元，用于工程款支付的应付票据 12.10 亿元，以及一年内到期的长期借款 14.67 亿元；长期借款（含信托借款）余额 33.49 亿元，其中保证、抵押和质押借款分别占比 0.60%、94.62%和 4.78%，借款年利率为 5.94%~9.60%。应付债券本息余额 5.20 亿元，为 2012 年 4 月发行的 7 年期 8 亿元 12 兴荣债，年利率为 8.35%；长期应付款余额为 4.13 亿元，同比大幅增加 3.38 亿元，全部为融资租赁款，资金成本相对较高。当年末其他应付款为 23.85 亿元，同比增长 94.57%，由应付往来款增加所致；专项应付款 7.88 亿元，是政府拨付的项目款。此外，公司还于 2016 年 3 月 31 日发行了 7 年期 9 亿元 16 兴荣债，票面年利率为 4.86%。2016~2020 年，公司银行借款计划分别偿还 10.22 亿元、6.21 亿元、7.52 亿元 4.12 亿元和 0.84 亿元，2016 年公司集中偿付压力大。当年末公司流动比率和速动比率分别为 249.41%和 120.19%，但公司资产中以土地成本及基础设施项目成本为主的存货及政府企事业单位占款为主的其他应收款为主，变现能力主要取决于荣昌区的土地市场及政府支付能力，公司偿债压力较大。

2015 年末，该公司对外担保余额为 47.50 亿元，担保比率为 83.84%，担保比率高，对外担保对象行业分布较广，公司面临较大的代偿风险。此外，根据公司提供的 2016 年 5 月 10 日的《企业信用报告》，公司有 3 笔未结清的固定资产贷款被列入关注类，合计金额 0.85 亿元，分别于 2017~2019 年到期，目前贷款还本付息均正常。根据银行说明，列入关注类贷款的原因主要是由于上级行对

政府融资平台信贷资产管理要求的划分,以及根据项目资产质量分类的结果。

2015 年,主要得益于土地整治及基础设施建设业务收入增加,该公司实现营业收入 7.66 亿元,同比增长 38.18%。当年公司毛利率为 26.89%,同比下降 5.27 个百分点,其中主要收入来源土地整治业务的毛利率为 14.52%,同比下降 2.15 个百分点,主要受当年所出让土地的补偿价格下降影响所致;基础设施建设业务毛利率为 59.50%,同比下降 14 个百分点,主要为毛利率较低的公司子公司自行承接的非政府项目占比增加所致。期间费用方面,当年公司期间费用率为 25.79%,较上年下降了 7.12 个百分点,期间费用率较高,公司期间费用管理有待加强。其中,公司管理费用为 0.64 亿元,同比增长 28.57%,主要是员工薪酬等增加所致;财务费用为 1.34 亿元,与上年基本持平,原因主要是公司增加的刚性债务利息大部分已资本化。此外,当年公司还获得营业外收入 1.09 亿元,主要是政府补贴收入 1.04 亿元。2015 年,公司实现净利润 0.92 亿元,盈利主要依赖政府补贴。

该公司经营活动现金流主要反映土地整治、基础设施建设等业务的现金流及与其他单位的往来款。2015 年,公司土地出让金返还等获得的现金大幅减少,但同时对土地整治、基础设施建设项目等的资金投入有所上升,经营活动现金净流出 1.98 亿元,得益于其他企事业单位的往来款支持,经营性资金缺口同比有所缩小。当年公司营业收入现金率为 64.67%,同比下降 63.35 个百分点,公司主业获现能力大幅下降。公司投资活动主要反映公司银行理财产品的投资及股权投资,同期公司进行了大量的银行理财产品投资,投资活动现金净流出 3.50 亿元,投资活动资金缺口较上年有所扩大。公司主要通过金融机构借款来满足土地整治及项目建设资金需要,同期筹资活动现金净流入 12.98 亿元,筹资活动现金流能很好地满足非筹资性现金流缺口。

2015 年,该公司 EBITDA 为 2.56 亿元,主要由利润总额及费用化利息支出构成,较上年增加 0.77 亿元,EBITDA 与刚性债务的比率由上年的 0.03 倍上升为 0.04 倍,EBITDA/利息支出由上年的 0.44 倍上升至 0.51 倍。总体看,公司 EBITDA 对利息支出及刚性债务的保障程度低。

2015 年，受益于经营累积，该公司年末所有者权益为 56.65 亿元，同比增长 1.78%。从构成看，实收资本及资本公积合计占公司所有者权益的 81.69%，资本稳定性高。当年末公司资产负债率为 66.56%，同比上升 4.56 个百分点，负债经营程度已较高。

随着土地整治及基础设施建设的推进，2015 年末该公司资产总额达到 169.40 亿元，较上年末增长 15.65%。当年末公司资产仍以流动资产为主，流动资产占总资产 91.36%。具体而言，2015 年末公司资产主要由存货和其他应收款构成，两者分别占资产总额的 45.43%和 26.11%。其中，存货余额为 76.96 亿元，主要系储备土地成本 54.25 亿元和基础设施建设 22.70 元，年末存货余额较上年末增长 4.29%；其他应收款余额为 44.23 亿元，其中应收区财政局土地出让收入、往来款及借款 17.69 亿元，区国土局土地安置补偿款 5.18 亿元，以及其他区国有企业的垫付款、借款等合计 11.64 亿元，年末其他应收款余额较上年末增长 48.00%，公司资金被财政局等企事业单位大量占用，后续需持续关注回款情况。此外，公司货币资金余额为 28.08 亿元，较上年末增长 25.68%，主要是未使用的借款增加所致。年末用作保证金等的受限资金 16.12 亿元。另外，当年末公司全部为银行理财产品的短期投资 1.79 亿元，全部为银行承兑汇票的应收票据余额为 0.14 亿元，年末公司现金比率为 48.36%，若剔除受限资金，公司现金比率为 19.27%，公司即期支付能力仍较强。

（四）担保人信用质量变化

本期债券由瀚华担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。截至 2015 年末，瀚华担保经审计合并报表口径资产总额 52.79 亿元，净资产 38.42 亿元。2015 年，担保业务发生额为 322.15 亿元，期末担保余额为 290.07 亿元、未到期责任准备金为 2.78 亿元、担保赔偿准备金为 7.89 亿元、担保放大倍数 7.55 倍；当年瀚华担保共实现营业收入 7.16 亿元，净利润 1.60 亿元。总体看，瀚华担保资本实力较强且业务规模不断扩大，风险准备金提取较充分，母公司瀚华金控股份有限公司在香港成功上市、能够给予瀚华担保一定资金支持，整体偿债能力较好，对本期债券的担保有效性强。

综上所述，2015 年荣昌区经济、财力保持稳定增长，一般公共预算自给率低，财政平衡对上级补助的依赖程度高。跟踪期内，该公司作为荣昌区最重要的基础设施投融资主体，仍持续得到政府的支持。公司营业收入大幅增加，但盈利能力弱，对财政补贴依赖程度高。公司债务规模增加，负债经营程度已较高，短期债务规模快速扩大，2016 年债务集中支付压力大。公司资金被政府企事业单位大量占用，且未来仍有较大的项目资金需求，资金周转压力较大。同时，公司对外担保比率高，存在较大代偿风险。但公司现金资产相对充裕，即期支付能力仍较强。瀚华担保为本期债券提供的担保仍持续有效，保证了本期债券的安全性。

本评级机构仍将持续关注：（1）荣昌区经济发展、财政实力及政府性债务总体压力情况；（2）公司其他应收款的回收情况；（3）公司土地的变现情况；（4）公司项目建设未来投入及资金平衡状况；（5）公司财政补贴收入的稳定性；（6）公司债务的偿付情况；（6）瀚华担保的信用质量变化情况；（7）公司对外担保及未结清的被列入关注类固定资产贷款的情况。

附录一：

兴荣控股主要财务数据及指标表

主要财务指标	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额[亿元]	120.44	146.47	169.40
货币资金[亿元]	5.83	22.35	28.08
刚性债务[亿元]	39.58	67.45	77.83
所有者权益 [亿元]	55.64	55.66	56.65
营业收入[亿元]	4.61	5.54	7.66
净利润 [亿元]	1.16	0.24	0.92
EBITDA[亿元]	2.91	1.79	2.56
经营性现金净流量[亿元]	-3.22	-5.65	-1.98
投资性现金净流量[亿元]	-2.58	-1.40	-3.50
资产负债率[%]	53.80	62.00	66.56
长短期债务比[%]	146.56	129.59	81.69
权益资本与刚性债务比率[%]	140.56	82.52	72.79
流动比率[%]	416.13	336.46	249.41
速动比率[%]	220.22	135.09	120.19
现金比率[%]	25.44	59.05	48.36
利息保障倍数[倍]	0.82	0.38	0.47
有形净值债务率[%]	116.54	167.73	204.48
担保比率[%]	19.82	72.58	83.84
毛利率[%]	63.95	32.16	26.89
营业利润率[%]	15.61	-0.96	0.99
总资产报酬率[%]	2.40	1.17	1.49
净资产收益率[%]	2.10	0.43	1.64
营业收入现金率[%]	91.25	128.02	64.67
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	-14.15	-17.15	-3.89
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	-5.46	-7.26	-1.94
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-25.51	-21.42	-10.77
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-9.84	-9.06	-5.38
EBITDA/利息支出[倍]	0.87	0.44	0.51
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.03	0.04

注：表中数据依据兴荣控股经审计的 2013~2015 年财务报表整理、计算。

附录二：

瀚华担保主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据与指标：			
股东权益（亿元）	33.74	38.35	38.42
风险准备金（亿元）	9.05	10.29	12.40
总资产（亿元）	43.92	48.35	52.79
担保业务收入（亿元）	6.21	6.24	5.67
营业利润（亿元）	1.22	1.67	1.90
净利润（亿元）	1.43	1.60	1.57
营业利润率（%）	14.36	17.73	25.89
平均资本回报率（%）	4.39	4.45	4.09
风险准备金充足率（%）	4.30	4.03	4.28
担保放大倍数（倍）	6.24	6.66	7.55
资本充足率（%）	16.03	15.01	13.24
代偿保障率（%）	278.82	255.03	-
现金类资产比率（%）	78.05	85.23	74.72
担保业务：			
直保发生额（亿元）	227.86	287.58	322.15
再担保发生额（亿元）	-	-	-
直保责任余额(亿元)	210.48	255.54	290.07
再担保责任余额（亿元）	-	-	-
累计担保代偿率（%）	1.61	1.93	-
累计代偿回收率（%）	41.33	63.60	-
累计代偿损失率（%）	46.01	24.84	-

注：表中数据依据瀚华担保经审计的 2013~2015 年财务报表整理、计算。

附录三：

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%
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+应付利息+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

附录四：

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、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	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。