

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[2019]100352】

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 ⁺	2019 年 6 月 27 日
前次跟踪：	AA	稳定	AA ⁺	2018 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	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	9.74	8.05	6.63
刚性债务	70.46	88.33	87.92
所有者权益	47.90	49.12	66.51
经营性现金净流入量	-18.18	-15.84	0.25
发行人合并数据及指标：			
总资产	175.50	179.45	190.10
总负债	115.44	118.96	113.29
刚性债务	79.39	99.58	97.59
所有者权益	60.06	60.49	76.81
营业收入	13.52	13.67	14.68
净利润	1.08	1.00	1.13
经营性现金净流入量	-17.96	-22.97	-2.51
EBITDA	2.64	2.32	2.56
资产负债率[%]	65.78	66.29	59.59
长短期债务比[%]	120.76	294.35	226.66
权益资本与刚性债务比率[%]	75.65	60.74	78.71
流动比率[%]	304.49	535.63	490.19
现金比率[%]	34.55	42.11	23.88
利息保障倍数[倍]	0.46	0.53	0.47
EBITDA/利息支出[倍]	0.50	0.58	0.55
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03
瀚华担保数据			
总资产	52.79	57.83	61.79
所有者权益	38.42	40.39	40.97
担保余额	290.07	330.74	482.41
担保放大倍数[倍]	7.55	8.18	7.73

注：发行人数据根据兴荣控股经审计的 2016-2018 年三年连审财务数据整理、计算。担保方数据根据瀚华担保经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

分析师

刘明球 lmq@shxsj.com
 吴梦琦 wmq@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 16 兴荣债的跟踪评级反映了 2018 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压力、资产流动性、资金被占用及或有负债等方面继续面临压力。

主要优势：

- **外部环境较好。**跟踪期内，荣昌区经济保持平稳增长，产业结构进一步优化，为兴荣控股的发展提供了较好的外部环境。
- **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 16 兴荣债的担保仍有效，有助于提升 16 兴荣债的偿债安全性。

主要风险：

- **债务压力较大。**跟踪期内，兴荣控股刚性债务规模仍较大，同时短期刚性债务规模增加，货币资金存量较少，即期偿债压力加重。
- **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，资产流动性较弱。
- **资金被大量占用。**跟踪期内，兴荣控股应收荣昌区财政局等区内企事业单位大额往来款及借款，资金被大量占用。
- **或有负债风险。**跟踪期内，兴荣控股对外担保金额较大，部分为对民营企业担保，且有未决涉诉案件，存在较大或有负债风险。

➤ 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。



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“16 兴荣债”）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 2016-2018 年三年连审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 16 兴荣债 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。16 兴荣控股债设计本金提前偿还条款，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。

16 兴荣控股债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”），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 2018 年末已完工但尚未验收，募集资金 9.00 亿元已全部使用。

截至 2019 年 6 月 3 日，该公司待偿还债券本金余额为 16.20 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 2019 年 6 月 3 日公司待偿还债券情况（单位：亿元、%）

项目	起息日	兑付日	发行规模	待偿还本金	票面年利率
16 兴荣债	2016-3-31	2023-3-31	9.00	7.20	4.86
16 兴荣控股 PPN001	2016-7-20	2019-7-20	3.00	3.00	4.20
17 兴荣控股 PPN001	2017-7-31	2020-07-31	6.00	6.00	5.50
合计	--	--	18.00	16.20	--

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转

向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

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。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，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。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

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。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投

入与价格调整相协调机制。2018 年末，我国城镇化率为 59.58%，与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间，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，而该领域的建设及融资模式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。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着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《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。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，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。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，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，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018 年 7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，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），对 7 月的国务院常务会议内容进行了进一步延续

与补充，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。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，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。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

2018 年，荣昌区经济持续平稳增长，增速仍保持较高水平；产业结构进一步优化，工业主导作用仍明显，园区集聚作用不断增强；固定资产投资是拉动荣昌区经济增长的主动力。

2018 年，重庆市荣昌区大力推动以工业为核心的实体经济发展，全区经济继续保持平稳较快增长。荣昌区 2018 年实现地区生产总值 504.88 亿元，同比增长 9.5%；从三产发展情况看，2018 年全区第一、二、三产业增加值分别为 48.96 亿元、294.09 亿元和 161.83 亿元，同比分别增长 3.8%、8.6%和 12.9%，三次产业结构为 9.7：58.2：32.1，第二产业仍占主导，第三产业占比较上年上升 7.9 个百分点，产业结构进一步优化。2018 年末全区常住人口 71.56 万人，较上年末增加 0.56 万人，城镇化率 56.58%，较上年末提高 1.76 个百分点。按常住人口计算，2018 年全区人均生产总值达到 70831 元，较上年增长 8.6%。

图表 2. 2016 年以来荣昌区主要经济发展指标（单位：亿元、%）

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	368.12	10.8	414.79	9.2	504.88	9.5
第一产业增加值	49.18	4.1	50.58	3.6	48.96	3.8
第二产业增加值	229.21	12.0	263.83	10.4	294.09	8.6
第三产业增加值	89.73	11.5	100.38	8.9	161.83	12.9
工业增加值	182.35	10.8	208.76	10.5	232.09	9.1
固定资产投资	521.51	16.0	561.25	13.5	--	10.7
房地产开发投资	19.96	-29.2	22.25	11.5	--	4.6
工业投资	329.35	20.6	364.00	12.7	--	20.6
社会消费品零售总额	110.70	13.6	125.45	13.3	--	13.1
进出口总额（亿元） ¹	6.66	1.0	22.81	-47.7	18.43	-19.2

资料来源：2016-2018 年荣昌区国民经济和社会发展统计公报

¹ 2016 年进出口总额单位为亿美元。

2018 年 2 月，荣昌高新区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。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，拥有全区首家、全市第 50 家主板上市企业——华森制药、全市首个国家制造业单项冠军示范企业——昌元化工、全球先进陶瓷生产线企业——唯美（马可波罗）陶瓷、世界上第一个用于解决人畜共患羊包虫病的生物疫苗生产企业——澳龙生物等一大批高新技术企业。2018 年荣昌区实现工业增加值 232.09 亿元，同比增长 9.1%；规模以上工业增加值同比增长 9.0%；规模以上工业企业实现总产值 71.09 亿元，同比增长 13.8%。

固定资产投资是荣昌区经济增长的重要动力，2018 年荣昌区固定资产投资较上年增长 10.7%，增速虽较上年下降 2.8 个百分点，但仍保持较高增速；其中，基础设施建设投资较上年增长 39.7%；工业投资较上年增长 20.6%。固定资产投资的较快增长，有力支撑了荣昌区经济持续增长。

从房地产看，2018 年荣昌区房地产开发投资较上年增长 4.6%，其中住宅投资较上年增长 22.1%。当年荣昌区商品房施工面积及竣工面积分别为 296.79 万平方米和 76.56 万平方米，较上年分别下降 18.0%和 13.5%；商品房销售面积为 103.43 万平方米，较上年下降 5.5%，其中住宅销售面积为 74.40 万平方米，较上年下降 24.2%；实现商品房销售额 49.24 亿元，较上年增长 7.6%。

2018 年荣昌区土地市场回暖，且受所出让地块位置等因素影响，土地成交均价大幅上涨，由 2017 年的 0.07 万元/平方米上涨至 2018 年的 0.12 万元/平方米，其中住宅用地出让均价同比增长 24.08%至 0.33 万元/平方米。但当年全区土地出让面积 201.22 万平方米，同比大幅下降 36.36%，主要系住宅用地和工业出让面积下滑所致。受上述因素综合影响，当年实现土地出让总价 24.88 亿元，较上年增加 2.89 亿元。

图表 3. 2016-2018 年荣昌区土地市场情况

名称	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让总面积（万平方米）	141.91	316.16	201.22
其中：住宅用地出让面积（万平方米）	52.49	70.22	60.94
商业/办公用地出让面积（万平方米）	0.50	0.96	7.57
工业用地出让面积（万平方米）	88.92	244.51	126.82
其它用地出让面积（万平方米）	--	0.47	5.89
土地出让总价（亿元）	16.80	21.99	24.88
其中：住宅用地出让总价（亿元）	15.49	18.56	19.99
商业/办公用地出让总价（亿元）	0.02	0.21	2.35
工业用地出让总价（亿元）	1.29	3.17	2.01
其它用地出让总价（亿元）	00	0.05	0.53
土地出让均价（元/平方米）	1183.96	695.41	1236.23
其中：住宅用地出让单价（元/平方米）	2951.29	2643.41	3279.88
商业/办公用地出让单价（元/平方米）	384.54	2175.64	3100
工业用地出让单价（元/平方米）	145.32	129.52	158.43
其它用地出让单价（元/平方米）	--	1036.47	901.75

资料来源：中指指数

此外，2018 年荣昌区旅游产业保持较快增长，以万灵古镇、荣昌陶文创园和古佛山景区三大板块为重点的发展格局已形成，当年末全区拥有 A 级旅游景区 4 个，其中 4A 级景区 1 个，3A 级景区 3 个；当年全区接待游客人次和旅游经济总收入分别为 559 万人次和 17.91 亿元，同比分别增长 13.6%和 30.0%。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍为荣昌区重要的基础设施投建及国有资产经营的主体，受益于地票收入增加，当年主营业务收入小幅增长，土地整治仍是公司收入和毛利的主要来源。公司项目建设资金回笼滞后，现阶段后续项目投资仍较大，公司资金压力较重。

该公司是荣昌区基础设施建设重要的投融资主体，主要从事土地整治、基础设施建设等业务。2018 年公司实现营业收入 14.68 亿元，较上年增长 7.39%，主要系市场需求量大及地票价格上涨使得转让地票收入增加，本期新增安保费、劳务派遣收入和占道停车收费，以及施工收入和物业管理收入增加所致。当年，土地整治业务实现收入 12.00 亿元，占营业收入的 81.76%；转让地票收入 1.12 亿元（计入其他业务收入），占营业收入的 7.64%。当年营业毛利为 2.24 亿元，较上年下降 16.40%，其中土地整治毛利占比为 63.72%。此外，代建业务、让渡资产使用权业务及转让地票业务亦为公司当年毛利分别贡献了 0.22 亿元、0.32 亿元和 0.15 亿元，分别占公司毛利的 9.78%、14.27%和 6.64%，是公司毛利的有益补充。

图表 4. 2016-2018 年公司营业收入与毛利构成情况²（单位：亿元、%）

类别	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
收入合计	13.52	100.00	13.67	100.00	14.68	100.00
土地整治业务	12.12	89.61	12.32	90.13	12.00	81.76
代建业务	0.42	3.14	0.32	2.36	0.22	1.49
让渡资产使用权	0.49	3.62	0.50	3.64	0.32	2.18
其他业务	0.49	3.64	0.53	3.87	2.14	14.56
毛利合计	2.90	100.00	2.68	100.00	2.24	100.00
土地整治业务	1.94	66.80	1.69	63.14	1.43	63.72
代建业务	0.42	14.65	0.32	12.03	0.22	9.78
让渡资产使用权	0.49	16.89	0.50	18.54	0.32	14.27
其他业务	0.05	1.66	0.17	6.29	0.27	12.22

资料来源：根据兴荣控股经审计的 2016-2018 年三年连审财务报表数据整理、计算

（1）土地整治业务

该公司土地整治业务由公司本部负责。目前，公司土地开发均为存量土地，相关土地整治收入均为公司存量土地所产生的收益。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

² 2016 年开发项目转让收入为 11.35 亿元，是公司将持有的储备地的开发权和收益权转出所致，实质是土地转让。2017 年已将该模式重又变为土地整治模式。

土地整治，政府每年回购的模式进行。荣昌区政府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。

2018 年，该公司共完成 8 个地块的开发整治工作，合计交付面积为 51.59 万平方米，实现土地整治收入 12.00 亿元。截至 2018 年末尚未收到的土地款³为 15.15 亿元（含以前年度），土地款回收慢。

截至 2018 年末，该公司正在整理的地块为 2014-60145 工人村片区 6-1#地块和 2014-60146 工人村片区 6-2#地块等，计划投资总额为 7.92 亿元，累计已投入 7.36 亿元，尚需投入 0.56 亿元，后续投资规模较小。

截至 2018 年末，该公司持有土地 5315.09 亩，账面价值为 81.06 亿元，较上年末增加 33.91 亿元，其中，出让用地的土地账面价值为 81.00 亿元，面积为 5291.06 亩；以划拨用地的土地账面价值为 0.07 亿元。以土地用途分，公司商住用地账面价值为 81.04 亿元，面积为 5309.23 亩。公司预计 2019 年可交付地块面积为 20 万平方米，预计结算单价为 0.4 万元/平方米，预计可实现土地整治收入 8.00 亿元。

（2）代建业务

该公司代建业务由公司本部和子公司荣昌区宏基路桥建设有限公司（以下简称“宏基路桥”）负责，包括基础设施项目代建业务和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，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。2018 年公司确认代建业务收入 0.22 亿元，较上年下降 32.02%，主要系当年完成竣工决算的项目金额较上年少所致。

A. 基础设施项目建设

跟踪期内，该公司基础设施项目代建模式未发生变化，用 BT 模式和委托代建模式，回购款均为竣工结算成本加成一定管理费，其中委托代建项目的管理费率为 8%，而 BT 项目的管理费率因投资总额的不同而有所差异：即 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%。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业务管理费；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。

跟踪期内，该公司账务处理未发生变化。公司代建项目收入分为两类，一类是公司承接的区政府的基础设施等公益类项目，这部分项目收入按照政府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，主营业务成本中未反映这部分项目的成本，另一类是公司子公司自行承接的非政府性项目，这部分的收入为全额收入，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。

BT 模式项目方面，截至 2018 年⁴末，该公司按照 BT 模式完成的基建项目包括财信集团北部新区次干道、荣昌县南部新区城南大道以北次干道、北部新区和庭酒店片区规

³ 2018 年 12 月，荣昌区人民政府将黄金坡组团、工人村组团等 14 宗 109.83 万平方米土地，作价 34.23 亿元，抵偿荣昌区财政局对该公司的土地出让款、代建管理费 10.68 亿元，抵扣工程结算款、往来款 23.55 亿元。

⁴ 2018 年该公司无按照 BT 模式完成的基建项目。

划市政道路、仁和安置房市政道路工程项目、重庆荣昌工业园区基础设施建设工程、荣昌县儿童公园项目、东湖环湖路及河堤挡墙工程等，累计投资额为 11.92 亿元，应回购款为 11.92 亿元，累计已收到回购款 1.58 亿元⁵，其中 2018 年收到回购资金 0.22 亿元，确认 BT 项目收入 0.22 亿元，预计 2019 年收回剩余 4.63 亿元。

委托代建项目方面，截至 2018 年末，该公司在建的委托代建项目 19 个，计划投资 30.10 亿元，累计已投入 15.86 亿元，其中已完工但尚未完成竣工决算的代建项目 3 个。2018 年末，公司拟建项目为荣昌节能环保产业园（南部新区）基础设施建设项目、荣昌区城南整体城镇化建设项目道路、桥梁及管网工程（四标段）工程和中医院迁建项目，建设工期为 2019-2021 年，合计计划总投资额为 12.93 亿元。

跟踪期内，总体看该公司后续基础设施建设规模较大，面临一定的投融资压力。

图表 5. 截至 2018 年末公司在建基础设施建设项目⁶ （单位：万元）

项目	业务模式	计划投资额	累计已投入	未来投资
重庆荣昌工业园区基础设施建设工程	BT	12838.85	12838.85	0.00
荣昌县儿童公园项目	BT	8193.32	8193.32	0.00
东湖环湖路及河堤挡墙工程	BT	25233.61	25233.61	0.00
小计	—	46265.78	46265.78	0.00
新城基础设施建设工程	委托代建	3633.47	3633.47	21500
半小时荣昌工程	委托代建	23675.62	12462.04	11213.58
荣路公路工程	委托代建	3287.05	3287.05	0.00
森林工程一期工程	委托代建	13157.31	13157.31	0.00
农村公路工程	委托代建	612.13	612.13	0.00
荣昌区文化艺术中心综合大楼	委托代建	30000	0.20	29999.80
棚户区改造工程	委托代建	65,300.00	54,026.85	11273.15
东湖环湖路及河堤挡墙工程	委托代建	29,455.00	25,233.61	4221.39
荣昌工业园基础设施建设项目	委托代建	36,800.00	12,838.85	23961.15
S448 仁义至川渝界升级改造工程	委托代建	12,000.00	7,009.43	4990.57
S448 仁义至大足界升级改造工程	委托代建	10,000.00	5,974.20	4025.80
万灵古镇景区连接线工程	委托代建	7,000.00	5,390.61	1609.39
新城基础设施建设	委托代建	39,500.00	3,633.48	35866.52
成渝客运专线北站站房	委托代建	12,100.00	3,590.09	8509.91
荣路公路	委托代建	6,174.00	3,287.05	2886.95
农村公路二期	委托代建	3,823.00	1,595.82	2227.18
速丰木林基地建设	委托代建	1,200.00	1,038.66	161.34
唯美荣昌陶瓷产业基地及唯美新村	委托代建	2,124.00	918.62	1205.38
双河街道大岗路改建工程	委托代建	1,200.00	882.86	317.14
小计	—	301041.58	158572.33	163969.25

资料来源：兴荣控股

⁵ 另外 5.71 亿元回购款通过土地抵偿。

⁶ 部分项目由于已完工但未结算，因此仍列入在建项目。部分项目实际投资超过计划投资额，但无追加投资的批复，按实际情况进行投资。

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，截至 2018 年末该项目已累计投入 5.40 亿元，收到政府预付的项目款为 3.39 亿元。

（3）让渡资产使用权（即物业出租）及其他业务

截至 2018 年末，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、农业大厦等，出租面积 20.40 万平方米，按市价对外出租，承租方主要为荣昌区各行政事业单位。2018 年公司资产出租情况一般，让渡资产使用权收入为 0.32 亿元，较上年下降 35.66%，主要系部分租金合同到期所致。

除上述业务外，该公司还从事物业管理业务及污水处理厂运维、地票转让、人员派遣服务、三轮车管理和零星工程等其他服务业务，2018 年物业管理业务实现营业收入 0.07 亿元，较上年下降 20.96%，主要是公司下属子公司康居物业公司服务的部分物业服务到期未续期所致。同期，地票转让业务实现收入 1.12 亿元，较上年显著增长 5.21 倍，主要系市场需求量大和地票价格上涨所致；除此之外，公司其他服务业务实现收入 0.94 亿元，较上年增长 2.69 倍，主要系本期新增安保费、劳务派遣收入和占道停车收费，以及施工收入所致。

管理

跟踪期内，荣昌区国资办对该公司增资，为公司的唯一股东，公司实际控制人仍为荣昌区人民政府，公司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均未发生重大变化。

2018 年 10 月，根据重庆市荣昌区国有资产管理和金融工作办公室（以下简称“荣昌区国资办”）（荣国资金融发[2018]57 号）文件，荣昌区国资办对该公司以货币形式增加注册资本金 5.00 亿元，增资后公司注册资本金由 15.00 亿元增至 20.00 亿元。截至 2018 年末，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，仍由荣昌区国资办持股 100%。跟踪期内，公司部分董事会和监事会成员发生变动，公司的人事变动属正常变动，未对公司经营和管理等方面产生重大不利影响。除此之外，公司在治理结构、管理制度及机构设置等方面无重大变化。

根据该公司本部提供的 2019 年 5 月 15 日《企业信用报告》，跟踪期内，公司于 2018 年 9 月 21 日发生一笔 1.67 万元的欠息，根据中国光大银行重庆大渡口支行出具的说明，公司该笔欠息已结清，系公司划款疏忽所致，非公司恶意拖欠。

根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、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 2019 年 6 月 18 日信息查询结果，跟踪期内，该公司未存在异常情况。

财务

跟踪期内，该公司毛利率有所下降，有一定的盈利空间，但净利对政府补助及投资收益仍较依赖。公司负债及刚性债务规模小幅下降，但负债经营程度仍较高，且短期刚性债务规模增加，即期债务偿付压力加重。公司主业获现能力仍较差，受往来款净流入影响，当年经营性现金流资金缺口大幅缩减，但仍呈净流出状态，无法为债务偿付提供保障。公司资金大量沉淀于存货和应收类款项，资金被大量占用，资产流动性较弱。此外，公司对外担保规模大，部分为对民营企业担保，且有涉诉未决案件，存在较大的或有负债风险。

1. 公司财务质量

2018 年，该公司变更了财务报告审计的会计师事务所。公司 2017 年审计报告的审计机构为瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）。根据公司公告，因与瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）签订的《审计业务约定书》已到期自然终止，为更好的适应公司未来业务发展的需要，经公司董事会决议审议通过，公司同意聘请中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）为其 2018 年审计机构。中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2016-2018 年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定。

截至 2018 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 11 家，减少 2 家子公司。其中，2018 年 7 月公司新设立子公司重庆市荣昌区兴荣市场管理服务有限公司；根据荣昌区国资办（荣国资金融[2018]16 号）将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”）100%股权平价转让给重庆市万灵山旅游开发集团有限公司（以下简称“万灵山旅开”）。根据荣昌区国资金融办（荣国资金融[2018]4 号），公司于 2017 年 8 月将重庆科牧科技有限公司（以下简称“科牧科技”）以 11141 万元转让给重庆宏烨实业集团有限公司。2018 年 8 月，根据《重庆市荣昌区兴荣土地储备整治有限公司股权转让协议》，公司将持有的重庆市荣昌区兴荣土地储备整治有限公司（以下简称“土储公司”）无偿转让给荣昌区国资金融办。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

2018 年，该公司主要通过外部借款及股东增资以满足项目建设资金需求，当年末负债总额为 113.29 亿元，较上年末下降 4.77%，资产负债率为 59.59%，较上年末下降 6.7 个百分点，负债经营程度有所下降但仍处于较高水平。2018 年末，受益于股东注资及划

入资产，公司资本实力有所提升，股东权益与刚性债务比率较上年末上升 17.97 个百分点至 78.71%，股东权益对刚性债务的保障程度有所增强，但仍较低。

从债务期限结构看，2018 年末，该公司长短期债务比为 226.66%，较上年末下降 67.69 个百分点。从具体构成看，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财政拨入的还贷资金，当年末余额为 10.55 亿元，较上年末下降 5.78%，其中财政拨入资金为 2.30 亿元⁷。2018 年末，公司刚性债务余额为 97.59 亿元，主要包括长期借款 44.29 亿元、应付债券 13.12 亿元、一年内到期的长期借款 15.94 亿元和短期借款 4.00 亿元，较上年末下降 2.00%，主要是当年 12 兴荣控股和 17 兴荣控股 CP001 到期兑付所致，当年末，基金公司的明股实债仍为 6.77 亿元，包括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 亿元持有重庆市荣昌区宏基路桥建设有限公司 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；2017 年重庆市荣昌双创投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“双创基金”）向公司子公司重庆市荣昌区昌泰市政有限公司增资 6 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%。应付票据余额为 4.00 亿元，较上年末增加 3.40 亿元，增量主要为以票据结算的应付重庆市荣昌区运通公路工程有限公司 3.00 亿元工程款。长期应付款余额为 3.89 亿元，较上年末增长 79.04%，主要系融资租赁款⁸增加所致。

根据到期债务期限分布情况，2019-2021 年，该公司需偿还债务规模分别为 24.75 亿元、21.73 亿元和 18.78 亿元，公司持续面临较大的集中偿付压力。

截至 2018 年末，该公司对外担保余额为 50.76 亿元，其中保证担保 39.14 亿元，抵押担保 11.62 亿元，担保比率为 67.37%，担保对象主要仍为荣昌区国有企事业单位，对民营企业担保主要为对重庆奥福精细陶瓷有限公司和重庆布典实业有限公司的担保，余额分别为 0.15 亿元和 0.09 亿元，目前被担保方经营情况正常。此外，公司于 2016 年 9 月 7 日通过中国农业银行向重庆益峰新能源装备股份有限公司发放委贷 500 万元，截至 2017 年末借款余额 499.95 万元尚未能按期回收，公司已向法院提起诉讼，截至 2019 年 5 月末，案件正在审理，尚未结案。公司对外担保规模大，担保比率高，且有涉诉案件未结，面临较大的代偿风险。

（2）现金流分析

该公司经营性现金流主要反映土地整治、基建等业务的现金流及与政府部门和其他单位的往来款。2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 1.99 亿元，较上年增加 1.02 亿元，营业收入现金率为 13.54%，较上年上升 6.45 个百分点，当年公司主营业务获现能力仍很差。但受往来款净流入影响，公司当年经营性现金流资金缺口大幅缩减，经营活动产生的现金流量净额为-2.51 亿元。公司投资活动主要反映理财产品投资及股权投资，2018 年公司转让陶都文开和科牧科技股权，新增对万灵山旅开的股权投资 0.63

⁷ 财政拨入的 2.30 亿元包括政府债券资金 0.78 亿元和项目建设专项资金 1.52 亿元。

⁸ 2018 年 12 月，该公司与重庆鈇渝金融租赁股份有限公司签署《融资租赁合同》，租赁本金 3.00 亿元，融资租赁期限 60 个月，利率为基准利率上浮 4.75% 至 66%，协议签署时租赁利率（含税）为 7.885%。2018 年，公司为补充流动资金及置换金融机构借款，与平安国际融资租赁（天津）有限公司签订《售后回租赁合同》，租金总额 1.88 亿元，租金分 10 期支付，利率为 7.86%，融资租赁期限 60 个月。

亿元、购买停车位特许使用权 3.46 亿元，同时投入 5.68 亿元购买银行保本型理财产品，并收到到期理财产品投资额 6.99 亿元，综合上述投资活动，当年投资活动产生的现金流量金额为-2.21 亿元。筹资活动方面，2018 年公司筹资规模减少，取得借款收到的现金为 15.30 亿元，债务及利息偿付支出 12.18 亿元，当年筹资活动产生的现金流量净额为 1.96 亿元。

2018 年，该公司经营性现金净流出，无法对负债及刚性债务形成有效保障。同期，公司 EBITDA 为 2.56 亿元，较上年增加 0.24 亿元，EBITDA 与刚性债务及利息支出覆盖倍数分别为 0.03 倍和 0.55 倍，保障程度差。

（3）资产质量分析

跟踪期内，受益于股东增资及划入资产，该公司资本实力有所增强。2018 年末，公司所有者权益为 76.81 亿元，较上年末增长 26.98%，2018 年 10 月荣昌国金融办对公司增资 5.00 亿元，并将七宗土地合计 47.81 万平方米⁹无偿划拨给公司，增加资本公积 13.78 亿元；同期末，实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为 84.16%，资本结构稳定性较好。

2018 年末，该公司资产总额为 190.10 亿元，较上年末增长 5.93%，其中流动资产占比为 89.43%，公司资产仍以流动资产为主。2018 年末公司流动资产余额为 170.01 亿元，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，分别占流动资产的 4.86%、9.23%、24.10%和 57.91%。其中，货币资金余额为 8.27 亿元，较上年末减少 26.05%，受限货币资金为 1.12 亿元，系银行承兑汇票保证金、质押的定期存单。应收账款余额为 15.69 亿元，较上年末增长 15.87%，主要为应收荣昌区财政局土地出让及租金收入、工程款。其他应收款主要为应收的与政府部门及其他单位的往来款，当年末其他应收款余额为 40.97 亿元，其中应收前五大单位的款项分别为重庆市宏烨实业集团有限公司垫付款、往来款 10.08 亿元，重庆市荣昌区土地储备整治中心土地安置补偿款 9.89 亿元，荣昌县陶都文化创意产业开发有限公司往来款 4.23 亿元，荣昌区奥通公路工程有限公司垫付工程款 2.71 亿元，重庆市荣昌区弘禹水资源开发有限公司垫付工程款 2.54 亿元，合计 29.45 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，余额较上年末下降 36.15%，主要系荣昌区政府划入土地抵偿相关款项，以及公司与重庆市荣昌区规划和自然资源局（以下简称“规划资源局”）及重庆市荣昌区汇安建筑工程有限公司（以下简称“汇安建筑”）三方之间债务冲抵¹⁰所致。年末存货主要由土地整治成本 81.06 亿元和代建项目投入成本 17.36 亿元构成，2018 年末存货余额为 98.45 亿元，较上年末增长 48.24%，系本期荣昌区政府划入土地资产较多所致。

2018 年末，该公司非流动资产余额为 20.10 亿元，较上年末增长 12.47%，增量主要来自无形资产和其他非流动资产，其中固定资产余额为 8.26 亿元，较上年末下降 10.80%，主要系本期土储公司、科牧科技和陶都文开股权转让所致；在建工程余额为 3.45 亿元，较上年末下降 13.17%，主要是公司自建的清江等 5 镇污水处理厂工程、清

⁹ 该部分土地为出让的商住用地。

¹⁰ 2018 年 12 月 31 日，该公司与规划资源局及汇安建筑签订债权债务冲抵协议，用公司对汇安建筑的 10.95 亿元债务全额冲抵公司对规划资源局的债权，冲抵后公司对规划资源局享有 0.10 亿元债权，汇安建筑享有规划资源局 10.95 亿元债权。

流等 5 镇污水厂工程、曾家山井外废水工程以及陶土研究所房屋建设工程等工程项目完工结转所致；无形资产余额为 3.44 亿元，较上年显著增长 120.83%，主要系本期增加停车位特许权¹¹所致；其他非流动资产余额为 2.22 亿元，较上年末显著增长 128.97%，主要系本期林权证大幅增加所致。

（4）流动性/短期因素

截至 2018 年末，该公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 23.88%和 28.05%，即期债务偿付压力较重。同期末，公司流动比率和速动比率分别为 490.19%和 187.31%，公司账面流动资产对流动负债的保障程度好，但公司土地资产规模较大，且其他应收款占用公司大量的资金，实际资产流动性较弱。

截至 2018 年末，该公司受限资产余额为 30.10 亿元，分别为货币资金中的银行承兑汇票保证金、质押的定期存单的 1.12 亿元，存货中的作抵押借款担保的储备土地 24.05 亿元，固定资产中作抵押借款担保的房屋建筑物 4.93 亿元，受限资产占资产总额的比重为 15.83%，资产受限程度一般。

图表 6. 截至 2018 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	1.12	13.53	银行承兑汇票保证金、质押的定期存单
存货	24.05	24.43	抵押担保
固定资产	4.93	59.68	抵押担保
合计	30.10	--	--

资料来源：兴荣控股

3. 公司盈利能力

2018 年，该公司综合毛利率为 15.27%，较上年下降 4.35 个百分点，主要系无成本的让渡资产使用权业务和代建项目业务本期收入减少所致。从主营业务板块看，土地整治业务毛利率为 11.90%，较上年略降 1.84 个百分点；代建业务毛利率和让渡资产使用权业务毛利率稳定。

图表 7. 2016 年以来公司各业务毛利率情况表 （单位：%）

业务板块	2016 年	2017 年	2018 年
土地整治业务	15.97	13.75	11.90
代建业务	100.00	100.00	100.00
让渡资产使用权	100.00	100.00	100.00
其他业务	9.80	31.86	12.82
综合毛利率	21.43	19.62	15.27

资料来源：兴荣控股

从期间费用来看，2018 年该公司期间费用为 1.47 亿元，由管理费用和财务费用构成，较上年增长 20.19%，主要系当年利息收入大幅减少所致；期间费用率为 10.00%，较上年上升 1.06 个百分点。公司盈利主要来源于主营业务，同时投资收益形成一定补充。2018

¹¹ 2018 年，该公司从荣昌区城市管理局购买停车位经营权，自 2018 年 11 年开始经营，期限为 15 年。

年公司实现净利润 1.13 亿元，较上年增长 12.55%；其中，投资收益为 0.20 亿元，较上年大幅增长 79.31%，主要为处置子公司科牧科技形成的收益。此外，当年公司营业外收入为 290.39 万元，较上年增长 31.70%，并收到政府补助 0.70 亿元。从资产盈利能力看，2018 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.19%和 1.64%，资产获利能力整体弱。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，得益于实现较多地票收入，2018 年该公司收入小幅增长，土地整治仍是公司收入和毛利的主要来源。公司项目建设资金回笼滞后，现阶段后续项目投资仍较大，公司资金压力较重。公司毛利率有所下降，有一定的盈利空间，但净利仍主要依赖政府补助及投资收益。公司负债及刚性债务规模小幅下降，但负债经营程度仍较高，且短期刚性债务规模增加，即期偿付压力加重。公司主业获现能力仍较差，受往来款净流入影响，当年经营性现金流资金缺口大幅缩减，但仍呈净流出状态，无法为债务偿付提供保障。公司资金大量沉淀于存货和应收类款项，资金被大量占用，资产流动性较弱。此外，公司对外担保规模大，部分为对民营企业担保，且有涉诉未决案件，存在较大的或有负债风险。

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。2018 年 10 月荣昌国金融办对公司增资 5.00 亿元，并将七宗 47.81 万平方米土地无偿划拨给公司，增加资本公积 13.78 亿元。此外，当年公司获得政府补助 0.70 亿元。

该公司已与多家银行等金融机构保持长期合作伙伴关系。截至 2018 年末，公司共获得银行授信额度 83.41 亿元，尚未使用授信额度 35.29 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

外部担保

16 兴荣债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 2017 年末，瀚华担保的注册资本为 35.00 亿元，其中瀚华金控股份有限公司（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 2017 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，担保业务实现对全国 22 个省份和地区的覆盖。

截至 2017 年末，瀚华担保经审计的合并报表口径资产总额为 61.79 亿元，净资产为 40.97 亿元；2017 年度担保业务发生额为 272.25 亿元，期末担保责任余额为 482.41 亿元，担保放大倍数 7.73 倍；当年瀚华担保共实现营业收入 7.15 亿元，净利润 2.24 亿元。

瀚华担保作为瀚华金控的子公司，在资金、业务等方面可获得股东支持。同时，瀚华担保与多家商业银行建立了良好的合作关系，能够得到一定的业务支持，资本实力较强且业务规模不断扩大，已积累了一定的担保业务经验。瀚华担保主要定位于中小企业，2017 年，瀚华担保债券担保业务发生额显著下降，但得益于传统融资担保业务规模回升及工程履约担保业务发生额大幅上升，其业务规模总体保持增长态势。近两年，随着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，且瀚华担保计提的担保风险准备金及反担保措施较充分，代偿风险可控。

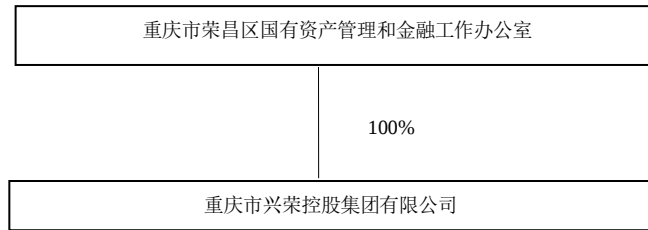
根据本评级机构评定（“新世纪企评 [2018]020273”），瀚华担保的主体信用级别为 AA⁺级，评级展望为稳定。瀚华担保信用质量与担保能力很好、担保有效性强，对本期债券的担保仍然有效，有助于提高本期债券的偿债安全性。

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投建及国有资产经营的主体，受益于地票收入增加，当年主营业务收入小幅增长，土地整治仍是公司收入和毛利的主要来源。公司项目建设资金回笼相对滞后，现阶段后续项目投资仍较大，公司资金压力较重。公司毛利率有所下降，仍有一定的盈利空间，但净利仍主要依赖政府补助及投资收益。公司负债及刚性债务规模小幅下降，但负债经营程度仍较高，且短期刚性债务规模增加，即期偿付压力加重。公司主业获现能力仍较差，受往来款净流入影响，当年经营性现金流资金缺口大幅缩减，但仍呈净流出状态，无法为债务偿付提供保障。公司资金大量沉淀于存货和应收类款项，资金被大量占用，资产流动性较弱。此外，公司对外担保规模大，部分为对民营企业担保，且有涉诉未决案件，存在较大的或有负债风险。瀚华担保对 16 兴荣债的增信担保仍有效。

附录一：

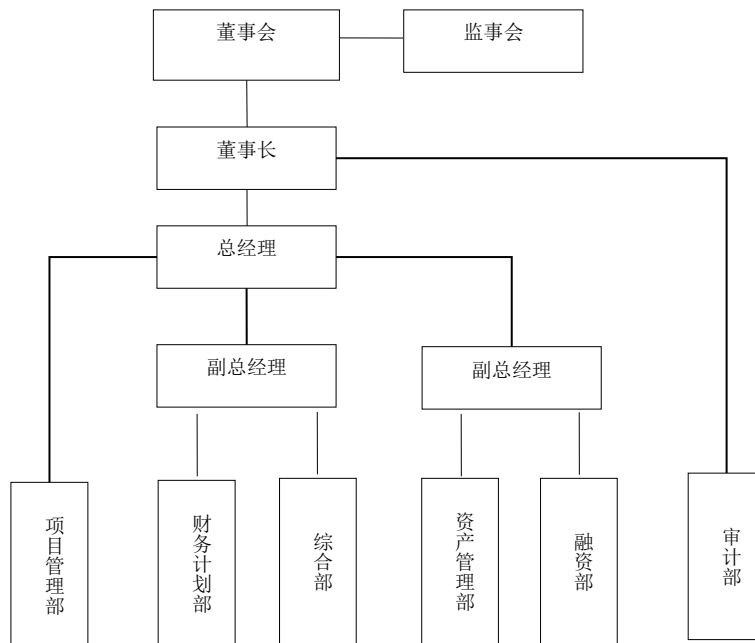
公司与实际控制人关系图



注：根据兴荣控股提供的资料绘制（截至 2018 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 2018 年末）

附录三：
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]	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 [亿元]	175.50	179.45	190.10
货币资金 [亿元]	17.31	11.18	8.27
刚性债务[亿元]	79.39	99.58	97.59
所有者权益 [亿元]	60.06	60.49	76.81
营业收入[亿元]	13.52	13.67	14.68
净利润 [亿元]	1.08	1.00	1.13
EBITDA[亿元]	2.64	2.32	2.56
经营性现金净流入量[亿元]	-17.96	-22.97	-2.51
投资性现金净流入量[亿元]	0.17	-1.73	-2.21
资产负债率[%]	65.78	66.29	59.59
长短期债务比[%]	120.76	294.35	226.66
权益资本与刚性债务比率[%]	75.65	60.74	78.71
流动比率[%]	304.49	535.63	490.19
速动比率 [%]	153.36	299.86	187.31
现金比率[%]	34.55	42.11	23.88
利息保障倍数[倍]	0.46	0.53	0.47
有形净值债务率[%]	197.18	201.98	154.41
担保比率[%]	58.52	78.43	66.08
毛利率[%]	21.43	19.62	15.27
营业利润率[%]	9.71	9.07	9.44
总资产报酬率[%]	1.42	1.18	1.19
净资产收益率[%]	1.86	1.66	1.64
净资产收益率*[%]	1.86	1.67	1.64
营业收入现金率[%]	62.50	7.09	13.54
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-31.41	-55.72	-7.75
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.74	-19.60	-2.16
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-31.10	-59.93	-14.56
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.58	-21.08	-4.06
EBITDA/利息支出[倍]	0.50	0.58	0.55
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03

注：表中数据依据兴荣控股经审计的 2016-2018 年三年连审财务数据整理、计算。

附录四：
瀚华担保主要财务数据及指标表

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据与指标：			
股东权益（亿元）	38.42	40.39	40.97
风险准备金（亿元）	12.40	14.76	14.58
总资产（亿元）	52.79	57.83	61.79
担保业务净收入（亿元）	5.67	9.18	5.85
营业利润（亿元）	1.90	2.29	2.63
净利润（亿元）	1.57	1.97	2.24
营业利润率（%）	26.00	21.61	33.73
平均资本回报率（%）	4.09	5.00	5.50
风险准备金充足率（%）	4.28	3.43	3.02
担保责任放大倍数（倍）	7.55	8.18	7.73
融资担保责任放大倍数（倍）	5.17	5.35	4.92
资本充足率（%）	13.24	9.38	8.49
代偿保障率（%）	336.18	366.87	307.99
现金类资产比率（%）	74.72	74.36	63.17
担保业务：			
担保发生额（亿元）	322.15	413.66	272.25
担保责任余额(亿元)	290.07	330.74	482.41
累计担保代偿率（%）	1.94	1.41	1.23
累计代偿回收率（%）	42.13	41.95	57.09
累计代偿损失率（%）	19.85	16.14	16.21

注：表中数据依据瀚华担保经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录五：
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+期末短期投资余额+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%
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%
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+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

附录六：
担保公司各项数据与指标计算公式

指标名称	计算公式
营业利润率	营业利润/（担保业务收入+利息收入+投资收益+其他业务利润）×100%
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	担保风险准备余额/期末担保余额×100%
融资担保放大倍数	融资担保责任余额/期末净资产
资本充足率	权益资本/（在保债务责任余额*风险权重）
代偿保障率	（货币资金+短期投资+存出保证金-存入保证金）/单户最大担保余额×100%
现金类资产比率	（货币资金+短期投资+存出保证金-存入保证金）/总资产×100%
累计担保代偿率	累计代偿金额/累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收金额/累计代偿金额×100%
累计担保损失率	累计代偿损失金额/累计解保金额×100%
风险准备金	担保合同准备金+应收代偿款减值准备
累计风险准备金	未到期责任准备+担保合同准备金+应收代偿款减值准备+一般风险准备
拨备覆盖率	担保合同准备金/应收代偿款

附录七：

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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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。

评级声明

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、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。