

# 信用等级通知书

东方金诚债评字【2019】065号

## 重庆市通瑞农业发展有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“2019年第一期重庆市通瑞农业发展有限公司公司债券”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年八月二十六日

## 信用评级报告声明

——除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与重庆市通瑞农业发展有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

——东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，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。

——本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

——本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

——请务必阅读权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2019年8月26日



## 2019年第一期重庆市通瑞农业发展有限公司 公司债券信用评级报告

| 主体信用等级 | 评级展望 | 本期债券信用等级 | 评级日期      | 评级组长 | 小组成员 |
|--------|------|----------|-----------|------|------|
| AA     | 稳定   | AAA      | 2019/8/26 | 刘贵鹏  | 孟洁   |

### 主体概况

重庆市通瑞农业发展有限公司是忠县重要的基础设施建设主体，主要从事忠县工业园区的基础设施建设和土地开发整理业务。忠县国有资产管理中心为公司控股股东。

### 债券概况

本期债券发行额：5亿元

本期债券期限：7年

偿还方式：每年付息一次，分期偿还本金

增信措施：连带责任保证担保  
保证人/主体信用等级：重庆兴农融资担保集团有限公司  
/AAA

### 评级模型

| 1.基础评分模型   |            |             |       |                           |                      |             |
|------------|------------|-------------|-------|---------------------------|----------------------|-------------|
| 一级         | 二级指标       | 权重          | 得分    | 一级                        | 二级指标                 | 权重          |
| 地区综合<br>实力 | 区域层级       | 20.00%      | 13.20 | 企业<br>经营<br>与<br>财务<br>实力 | 资产规模                 | 36.00%      |
|            | GDP 总量     | 32.00%      | 23.04 |                           | 净资产规模                | 36.00%      |
|            | GDP 增速     | 4.00%       | 3.52  |                           | 资产负债率                | 9.00%       |
|            | 人均 GDP     | 4.00%       | 2.64  |                           | 全部债务资本化比率            | 9.00%       |
|            | 一般公共预算收入   | 32.00%      | 23.04 |                           | 补助收入/利润总额            | 5.00%       |
|            | 一般公共预算收入增速 | 4.00%       | 3.04  |                           | (实收资本+资本公积)/<br>资产总额 | 5.00%       |
|            | 上级补助收入     | 4.00%       | 2.88  |                           |                      | 3.00        |
|            | 得分合计       | 71.36 (4 档) |       |                           | 得分合计                 | 67.20 (5 档) |
|            |            |             |       |                           |                      |             |

### 2.二维矩阵映射

| 维度       | 地区综合实力 |     |     |     |     |     |     |     |     | 基础模型参考等级 | 3.评级调整因素 |     |
|----------|--------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----------|----------|-----|
|          | 1 档    | 2 档 | 3 档 | 4 档 | 5 档 | 6 档 | 7 档 | 8 档 | 9 档 |          |          |     |
| 1 档      | AAA    | AAA | AAA | AAA | AAA | AA+ | AA+ | AA  | AA  | AA-      | AA       | AA- |
| 2 档      | AAA    | AAA | AAA | AAA | AAA | AA+ | AA  | AA  | AA  | AA-      | AA-      | AA- |
| 3 档      | AAA    | AAA | AAA | AA+ | AA+ | AA  | AA  | AA  | AA  | AA-      | AA-      | AA- |
| 4 档      | AAA    | AA+ | AA+ | AA+ | AA+ | AA  | AA  | AA  | AA- | AA-      | AA-      | A+  |
| 5 档      | AA+    | AA+ | AA  | AA  | AA  | AA  | AA  | AA  | AA- | AA-      | A+       | A+  |
| 6 档      | AA+    | AA  | AA- | AA-      | A+       | A+  |
| 7 档      | AA     | AA  | AA  | AA-      | A+       | A+  |
| 8 档      | AA     | AA-      | A+       | A+  |
| 9 档      | AA-    | AA- | AA- | A+       | A+       | A+  |
| 基础模型参考等级 |        |     |     |     |     |     |     |     |     | AA       |          |     |

注：上表为不完整列示。

### 评级观点

东方金诚认为，重庆市忠县经济保持较快发展，经济实力较强；公司业务区域专营性较强，得到股东及相关各方的有力支持；兴农担保集团为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。同时，东方金诚关注到，公司面临较大的资本支出压力，资产流动性较弱，资金来源对筹资活动依赖较大。综合考虑，东方金诚认为公司的偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

### 同业对比

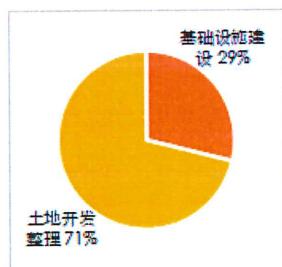
| 指标<br>(单位：亿元、%) | 通瑞<br>农发 | 重庆市南川区惠<br>农投资有限公司 | 重庆市黔江区城市建<br>设投资(集团)有限公司 | 酉阳县桃花源旅游<br>投资(集团)有限公司 | 丰都县国有资产经营<br>投资集团有限公司 | 重庆百盐投资<br>(集团)有限公司 |
|-----------------|----------|--------------------|--------------------------|------------------------|-----------------------|--------------------|
| 地区              | 忠县       | 南川区                | 黔江区                      | 酉阳县                    | 丰都县                   | 奉节县                |
| GDP             | 307.95   | 280.37             | 247.29                   | 157.96                 | 235.00                | 287.42             |
| GDP 增速          | 9.8      | 7.2                | 7.4                      | 5.3                    | 9.8                   | 8.3                |
| 一般公共预算收入        | 18.45    | 23.45              | 25.21                    | 11.29                  | 19.60                 | 14.40              |
| 一般公共预算支出        | 64.11    | 59.16              | 65.04                    | 65.37                  | 68.63                 | 101.69             |
| 资产总额            | 107.15   | 178.10             | 259.18                   | 138.75                 | 254.44                | 228.54             |
| 所有者权益           | 67.62    | 105.75             | 101.39                   | 71.49                  | 105.80                | 112.99             |
| 营业收入            | 7.47     | 9.16               | 10.09                    | 7.71                   | 7.44                  | 7.32               |
| 利润总额            | 2.92     | 1.36               | 2.50                     | 2.92                   | 1.27                  | 1.71               |
| 资产负债率           | 36.90    | 40.62              | 60.88                    | 48.47                  | 58.42                 | 50.56              |
| 全部债务资本化比率       | 31.34    | 34.19              | 53.59                    | 45.94                  | 54.07                 | 41.59              |

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为AA的同行业企业，表中数据年份均为2018年。

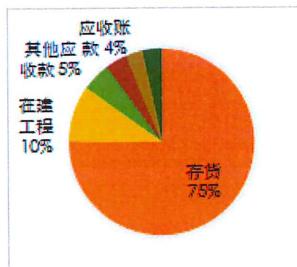
数据来源：东方金诚整理

## 主要指标及依据

### 2018年公司营业收入构成



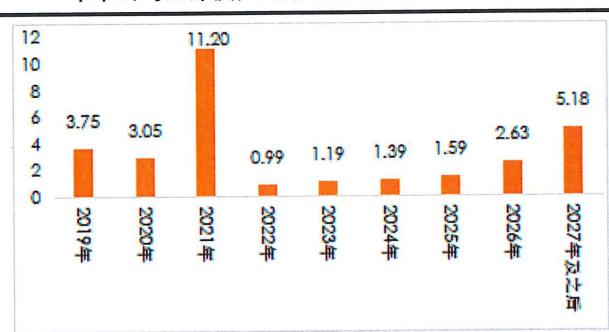
### 2018年末公司资产构成



### 公司财务指标 (单位:亿元、%)

|           | 2016年 | 2017年 | 2018年  |
|-----------|-------|-------|--------|
| 资产总额      | 77.39 | 95.10 | 107.15 |
| 所有者权益     | 47.89 | 60.98 | 67.62  |
| 营业收入      | 3.10  | 4.78  | 7.47   |
| 利润总额      | 1.85  | 2.20  | 2.92   |
| 全部债务      | 23.53 | 27.68 | 30.86  |
| 资产负债率     | 38.12 | 35.88 | 36.90  |
| 全部债务资本化比率 | 32.95 | 31.22 | 31.34  |

### 2018年末公司全部债务到期结构 (单位:亿元、年)



### 地区经济及财政 (单位:亿元、%)

|            | 2016年  | 2017年  | 2018年  |
|------------|--------|--------|--------|
| 地区         |        | 忠县     |        |
| GDP 总量     | 240.70 | 271.33 | 307.95 |
| GDP 增速     | 9.2    | 12.0   | 9.8    |
| 人均 GDP (元) | 33790  | 37654  | 42089  |
| 一般公共预算收入   | 15.06  | 16.66  | 18.45  |
| 一般公共预算收入增速 | 10.9   | 10.0   | 12.9   |
| 上级补助收入     | 33.37  | 34.65  | 35.99  |

## 优势

- 近年来,忠县经济保持平稳较快发展,以农副产品加工、装备制造、新型建材加工等为代表的工业经济保持较快发展,同时商贸物流和旅游业发展态势良好,地区经济实力较强;
- 公司作为忠县重要的基础设施建设主体,从事的忠县工业园区基础设施建设和土地开发整理业务具有较强的区域专营性;
- 公司在增资、资产注入及财政补贴等方面得到了股东及相关各方的有力支持;
- 兴农担保集团综合财务实力极强,为本期债券的到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

## 关注

- 公司在建项目投资规模较大,面临较大的资本支出压力;
- 公司流动资产中变现能力较弱的土地使用权、基础设施建设和土地开发整理成本占比较高,资产流动性较弱;
- 公司经营性现金流持续净流出,资金来源对筹资活动依赖较大。

## 评级展望

忠县经济将保持稳定增长,公司基础设施建设和土地开发整理业务区域专营性较强,能够得到股东及相关各方的持续有力支持,预计将保持很强的偿债能力,评级展望为稳定。

## 评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

## 历史评级信息

无

## 主体概况

重庆市通瑞农业发展有限公司（以下简称“公司”）是由忠县财政局出资于2007年6月6日成立的有限责任公司，初始注册资本为人民币0.10亿元。后经数次增资及股权变更，截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为人民币2.97亿元，忠县国有资产管理中心（以下简称“忠县国资中心”）和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）分别持有公司67.34%和32.66%的股权，忠县人民政府为公司实际控制人。

公司是忠县重要的基础设施建设主体，主要从事忠县工业园区的基础设施建设和土地开发整理业务。

截至2018年末，公司无下属子公司。

## 本期债券主要条款及募集资金用途

### 本期债券主要条款

通瑞农发拟发行总额为5亿元的“2019年第一期重庆市通瑞农业发展有限公司公司债券”（以下简称“本期债券”）。本期债券为7年期固定利率债券，面值100元，按面值平价发行。本期债券设置本金提前偿付条款，即公司将在本期债券存续期的第3年末至第7年末每年按照债券发行总额20%的比例偿还本期债券本金。本期债券采用单利按年计息，每年付息一次，后五期利息随本金一起支付。

本期债券由重庆兴农融资担保有限公司（以下简称“兴农担保集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

### 募集资金用途

本期债券募集资金中4亿元拟用于忠县城市新区安置房建设项目和忠县工业园标准化厂房及配套设施建设项目，剩余1亿元拟用于补充营运资金，具体情况如下表所示。

图表1 本期债券募集资金拟使用情况（单位：亿元、%）

| 募集资金用途              | 计划总投资        | 拟使用募集资金额度   | 本期债券募集资金占项目总投资比例 |
|---------------------|--------------|-------------|------------------|
| 忠县城市新区安置房建设项目       | 10.44        | 3.50        | 33.52            |
| 忠县工业园标准化厂房及配套设施建设项目 | 8.64         | 0.50        | 5.79             |
| 补充营运资金              | -            | 1.00        | -                |
| <b>合计</b>           | <b>19.08</b> | <b>5.00</b> | <b>-</b>         |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

#### 1. 忠县城市新区安置房建设项目

忠县城市新区安置房建设项目规划总用地面积8.35万平方米，总建筑面积36.03万平方米。项目主要建设内容包括新建高层商住楼20栋，新建幼儿园1座，新建地下车库及设备用房，配

套完善室内外公用工程，道路、硬质铺地、绿化、消防等室外工程。该项目的建设有利于解决忠县征地拆迁安置还房问题，保障社会稳定，对于促进忠县城市新区开发建设具有重要意义。

该项目计划总投资为 10.44 亿元，建设周期为 2 年，计划于 2018 年 11 月开工，预计 2020 年 10 月完工。截至 2019 年 3 月末，项目已开工建设，已投资 0.45 亿元。忠县城市新区安置房建设项目收入来源主要为安置房销售、配套商业设施销售、停车位销售三部分。

## 2. 忠县工业园标准化厂房及配套设施建设项目

忠县工业园标准化厂房及配套设施建设项目规划总用地面积 18.30 万平方米，总建筑面积 39.49 万平方米。项目建设内容包括场地平整、标准化厂房、配套服务楼及附属设施土建工程、室内外综合管网、铺地、绿化以及其他室外工程等。该项目的建设有利于完善忠县工业园区基础设施配套，促进园区招商引资，从而带动忠县经济发展。

该项目计划总投资为 8.64 亿元，已于 2018 年 2 月开工建设，预计于 2019 年 12 月完工。截至 2019 年 3 月末，该项目累计已投资 2.01 亿元。忠县工业园标准化厂房及配套设施建设项目收入来源主要为标准厂房出售和出租、标准厂房配套服务用房出售和出租。

## 宏观经济和政策环境

### 预计 2019 年 GDP 增速将降至 6.2%，中美经贸摩擦等外部风险需持续关注

上半年 GDP 同比增速为 6.3%，其中二季度降至 6.2%。今年我国经济运行面临的环境复杂严峻，特别是二季度以来，在中美经贸摩擦升级的同时，全球经济减速态势也愈加明显，国内宏观经济下行压力加大。东方金诚判断，下半年宏观经济运行的外部环境更趋复杂，国内宏观政策会进一步向稳增长方向微调，基建提速可期，汽车销售对消费的拖累作用也有望缓和。预计全年 GDP 增速将为 6.2%，继续处于年初设定的 6.0%~6.5% 的目标区间范围。

### 下半年，货币政策将从数量和价格两个维度推进边际宽松，财政政策也有进一步发力空间

上半年货币政策保持边际宽松势头，严监管效应减缓，社会融资规模及 M2 增速均现回升态势。预计后期央行将继续实施定向降准、TMLF、再贷款再贴现等结构性货币政策工具，旨在降低企业融资成本的利率并轨也有望取得实质性进展。最后，当前全球货币政策转入宽松轨道，不排除四季度央行下调公开市场政策利率的可能。财政政策方面，预计下半年积极财政政策有可能在扩大专项债额度、适度上调财政赤字率等方面发力，拓宽财政稳增长空间。

## 行业及区域经济环境

### 行业分析

#### 我国城镇化进程处于快速推进的过程中，城市基础设施行业仍存在一定的发展空间

城市基础设施是城市正常运行和健康发展的物质基础，城市基础设施建设是城市发展的关键环节，对于推进城镇化、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率、改善人居环境、促进

消费结构升级等起到不可替代的重要作用。

我国城镇化进程处于快速推进的过程中，1995年~2018年，城镇化率由29.04%增加至59.58%，基础设施建设投资完成额由0.41万亿元增加至17.31万亿元，城市建成区面积由19264.00平方公里增加至56225.38平方公里。然而，与发达国家80%的平均水平相比，我国城镇化率还存在一定差距，且部分区域仍存在着总量不足、设施老旧、发展相对滞后等问题。整体来看，我国城市基础设施建设行业仍存在一定的发展空间。

### 城投公司加快业务转型，经营性业务占比不断上升，市场化程度持续提高

城投企业是进行城市基础设施建设的重要主体，近年来的大规模建设投资在促进地方经济社会发展的同时，也使债务出现较快增长。

为防范地方政府债务风险，中央各部委陆续出台了一系列政策措施清理地方政府债务、规范地方政府举债，明确要求剥离城投公司的政府融资职能，城投公司从政府融资平台逐步转为市场化的建设及经营主体，近年来经营性资产和收入显著增加。

## 地区经济

### 1.重庆市

作为西部地区唯一的中央直辖市，重庆市地处中、西部地区结合部，区位优势明显，铁路、公路、水路、航空等交通便利。截至2018年末，重庆市下辖26个区、8个县和4个自治县，同时设有国家级新区——重庆两江新区<sup>1</sup>，总面积8.24万平方公里，常住人口3101.79万人，常住人口城镇化率65.50%。

**重庆市作为我国西南地区的国家区域中心城市，近年来经济保持较快增长，经济实力很强**

重庆市作为成渝经济区的双核之一和西部大开发的重要战略支点，处在“一带一路”和长江经济带的联结点上，是西部地区经济核心增长极，在国家区域发展战略中具有突出地位。近年来，重庆市经济保持增长，经济实力很强。2018年，重庆市地区生产总值突破2万亿，增速6.0%，略低于全国平均水平。同年，重庆市人均GDP达65933元，位居全国第11位。

图表2 2016年~2018年重庆市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

| 项目          | 2016年           |      | 2017年           |      | 2018年           |     |
|-------------|-----------------|------|-----------------|------|-----------------|-----|
|             | 数值              | 增速   | 数值              | 增速   | 数值              | 增速  |
| 地区生产总值      | 17558.76        | 10.7 | 19500.27        | 9.3  | 20363.19        | 6.0 |
| 人均地区生产总值（元） | 57902           | 9.6  | 63689           | 8.3  | 65933           | 5.1 |
| 工业增加值       | 6040.53         | 10.2 | 6587.08         | 9.4  | 5997.70         | 1.1 |
| 固定资产投资      | 17361.12        | 12.1 | 17440.57        | 9.5  | -               | 7.0 |
| 社会消费品零售总额   | 7271.35         | 13.2 | 8067.67         | 11.0 | -               | 8.7 |
| 三次产业结构      | 7.4: 44.2: 48.4 |      | 6.9: 44.1: 49.0 |      | 6.8: 40.9: 52.3 |     |

数据来源：公开资料，东方金诚整理

**重庆市已形成汽车制造、电子制造等为支柱的“6+1”现代产业体系，工业经济呈现多元**

<sup>1</sup> 重庆两江新区成立于2010年6月18日，是继上海浦东新区、天津滨海新区后，第三个国家级开发开放新区，涵盖江北区、渝北区、北碚区三个市辖区部分区域及北部新区，拥有内陆唯一的保税港区——两路寸滩保税港区。

## 化发展态势；但近年来汽车和电子制造业面临转型升级压力，全市工业经济增速趋缓

作为全国六大老工业基地之一，近年重庆市通过承接沿海产业转移、培育产业集群，已形成以汽车制造业、电子制造业、装备制造业、化学医药行业、材料行业、消费品行业和能源业为支柱的“6+1”多产业协同发展的格局，集聚了长安汽车、上汽通用、现代汽车、宗申动力、力帆股份等知名汽车及摩托车企业，以及惠普、宏基、华硕、思科等电子信息龙头品牌商。

在重庆市支柱产业中，汽车制造业、电子制造业对工业经济的支撑较为显著，目前已形成较大规模的电子信息产业集群和汽车产业集群。但由于产业链较为低端、产业配套欠缺均衡，以及主要产品的终端消费市场日趋饱和，重庆市汽车和电子制造业在经历高速发展之后疲态显现，内在增长动能不足，面临转型升级压力。全市汽车产业自2017年出现产销双降，2018年以来受全国汽车行业景气度下行影响进一步加速下滑。2016年~2018年，重庆市分别实现工业增加值6040.53亿元、6587.08亿元和5997.70亿元，同比分别增长10.2%、9.4%和1.1%。

## 重庆市以金融、旅游、房地产等服务业发展较快，有力带动了第三产业的快速发展

2018年以来，全市服务业发展延续稳健态势，服务业占经济总量比重首次超过50%（达52.3%），对全市经济增长贡献率为72.7%。2018年，重庆市第三产业实现增加值10656亿元，同比增长9.1%。在万达文旅城、重庆华南城、重庆两江互联网+现代服务业小镇等重点项目带动下，2018年全市服务业固定资产投资同比增长7.4%，占全市固定资产投资比重为74.8%。从服务业内部结构看，重庆市以金融业、旅游业及房地产等为代表的服务业发展较快。重庆市金融业发展水平较高，已成为西部地区功能性金融中心；2018年全市金融业实现增加值1942.33亿元，同比增长6.9%。重庆市旅游资源丰富，拥有5A级景区8个，4A级景区92个；2018年全市接待境内外游客近6亿人次，实现旅游总收入4344.15亿元，保持较快增速。重庆市房地产业平稳运行；2018年全市完成房地产开发投资4248.76亿元，同比增长6.8%；商品房新开工面积7386.16万平方米，同比增长30.0%；商品房销售额5272.70亿元，同比增长15.7%。

## 2.忠县

忠县为重庆市下辖县，位于重庆市中部、主城东北方向、三峡库区腹心地带，地处长江经济带综合立体交通走廊的连接处。截至2018年末，忠县下辖4个街道、25个乡镇，并设有重庆忠县工业园区（市级特色工业园区），总面积为2187平方公里，全县常住人口73.88万人，常住人口城镇化率为44.79%。

忠县交通体系较为完善。水路方面，忠县拥有长江水道88公里，具备万吨级货船常年停靠的水文条件。公路方面，全县有11个高速出口，G50沪渝高速、G69银百高速、G5515张南高速、沿江高速北线形成大字形交通，是西南至华东、华北至华南最便捷的通道。铁路方面，规划的沿江高铁（重庆东站经忠县至万州段）、黔忠广铁路、沿江货运铁路等交汇于忠县。航空方面，忠县距离万州机场88公里，距离重庆江北国际机场170公里。

## 忠县经济总量排名重庆市中下游，但近年来全县经济保持平稳较快发展，经济实力较强

近年来，忠县地区经济保持较快增长。2018年全县经济总量在重庆市38个区县中排名第

24位，经济增速仍保持在9%以上。

固定资产投资是忠县经济发展的最主要动力。2018年，全县固定资产投资总额184.17亿元，同比增速保持在10%以上。其中，基础设施建设投资力度最大，占全县固定资产投资的比重为42.2%，但增速受相关政策的约束而呈现下降；工业投资35.59亿元，同比下降6.9%，占全县固定资产投资的比重为19.3%。消费是忠县经济增长的第二大推动力，虽然近年的社会消费品零售总额规模偏小，暂未超过90亿元，但增速保持在较高水平，近三年的平均消费增速约为13%。

图表3 2016年~2018年忠县主要经济指标情况（单位：亿元、%）

| 项目          | 2016年            |       | 2017年            |       | 2018年            |      |
|-------------|------------------|-------|------------------|-------|------------------|------|
|             | 数值               | 增速    | 数值               | 增速    | 数值               | 增速   |
| 地区生产总值      | 240.70           | 9.2   | 271.33           | 12.0  | 307.95           | 9.8  |
| 人均地区生产总值（元） | 33790            | 9.6   | 37654            | 10.7  | 42089            | 8.1  |
| 工业增加值       | 82.65            | 10.0  | 95.87            | 21.1  | 87.65            | 11.2 |
| 规模以上工业总产值   | 101.99           | 12.6  | 128.61           | 36.3  | 135.67           | 15.2 |
| 固定资产投资      | 208.48           | 8.7   | 246.56           | 18.3  | 184.17           | 13.0 |
| 其中：基础设施建设投资 | 74.29            | 7.8   | 111.47           | 50.1  | 77.69            | -4.8 |
| 房地产开发投资     | 26.11            | -17.3 | 22.76            | -12.8 | 36.79            | 61.6 |
| 社会消费品零售总额   | 74.49            | 13.6  | 85.06            | 14.2  | 81.29            | 12.4 |
| 三次产业结构      | 16.2: 49.5: 34.3 |       | 14.8: 51.4: 33.8 |       | 13.6: 45.4: 41.0 |      |

数据来源：公开资料，东方金诚整理

近年来，忠县以农副产品加工、装备制造、新型建材加工、医药化工和电子信息等为代表的工业经济保持较快发展；同时商贸物流和旅游业发展态势良好

忠县工业经济总量相对较小，已形成农副产品加工、装备制造、新型建材加工、医药化工和电子信息等支柱产业，工业经济增速有所提高。2018年末，新能源、医药、智能装备、资源加工、柑橘加工等产业均实现不同程度增长，其中医药产业产值同比增长20.5%；资源加工业产值同比增长8.0%；新能源产业产值同比增长81.5%。预计未来随着忠县工业园区内安徽海龙建筑工业有限公司、重庆天地药业有限责任公司、聚琪药业有限公司等企业的进驻和投产，将带动全县工业经济规模的持续增长。

在商贸物流和旅游等产业带动下，忠县第三产业增加值增速由2016年的6.2%提高到2018年的9.0%。忠县地处三峡文化的核心区域，交通条件较为便利，为旅游业和商贸物流业提供良好发展条件，近三年接待游客数量及旅游综合收入年均复合增长率分别为39.71%和73.63%，保持快速增长态势。

## 财政状况

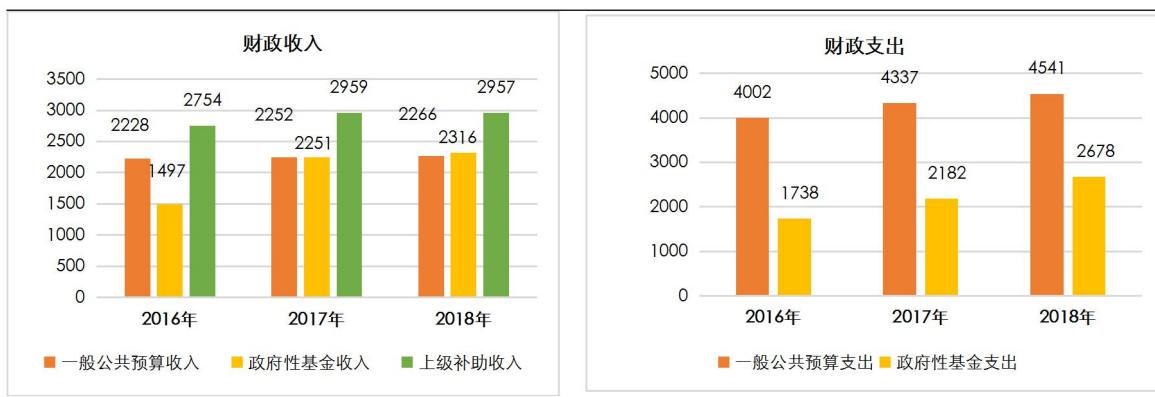
### 重庆市

近年来，重庆市一般公共预算收入规模基本稳定，但增速有所下降；政府性基金收入增长较快，上级政府给予的财政支持力度较大，财政实力很强

重庆市财政收入持续增长，近三年的年均复合增长率为 7.87%。2018 年，重庆市一般公共预算收入、政府性基金收入和转移性收入占比分别为 30.05%、30.72%和 39.22%，三项收入占比较为均衡。

受落实中央减税降费政策、工业经济增速放缓等因素影响，重庆市一般公共预算收入持续增长但增速持续下降。2016 年~2018 年，全市一般公共预算收入同比增速分别为 7.1%、3.0% 和 0.6%。其中，税收收入规模持续上升，占比分别为 64.56%、65.55%和 70.76%；非税收入规模及占比持续下降，收入质量不断提高。

图表 4 2016 年~2018 年重庆市财政指标情况（单位：亿元）



数据来源：公开资料，东方金诚整理

在房地产市场整体回暖、一线城市外溢需求带动下，加之重庆市人民政府通过增加住房用地供应来确保房地产市场总体平稳发展，重庆市政府性基金收入增长较快，近三年的年均复合增长率为 24.38%。同时，重庆市地处我国西部地区，能够获得“一带一路”、长江经济带等优惠政策，近年来上级政府每年给予重庆市较大规模的财政资金，对重庆市财政收入贡献较大。

2016 年以来，重庆市一般公共预算支出和政府性基金支出均保持增长，年均复合增长率分别为 6.53%和 24.12%。同期，全市财政自给率分别为 55.67%、51.93%和 49.90%，一般公共预算收入对一般公共预算支出保障程度较低，地方财政自给程度一般。

截至 2018 年末，重庆市政府债务余额 4690.6 亿元，其中一般债务余额 2356.0 亿元，专项债务余额 2334.6 亿元。

## 忠县

近年忠县一般公共预算收入保持增长，获得上级政府的财政支持力度较大，财政实力较强；但财政收入的实现易受土地政策、市场波动，稳定性一般

受政府性基金收入大幅波动影响，忠县财政收入在经历 2017 年的大幅回调后，2018 年显著回升。

由于忠县地处三峡库区的腹心地带，近年来持续获得了上级政府较大规模的转移支付；同期，忠县上级补助收入占财政收入的比重分别为 35.75%、45.94%和 41.11%，上级补助收入是忠县平衡财政收支的重要构成。

图表 5 2016 年~2018 年忠县财政收支情况 (单位: 亿元)

| 项目       | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 财政收入     | 93.35  | 75.42  | 87.54  |
| 一般公共预算收入 | 15.06  | 16.66  | 18.45  |
| 其中: 税收收入 | 7.25   | 8.75   | 13.51  |
| 非税收入     | 7.81   | 7.92   | 4.94   |
| 政府性基金收入  | 44.92  | 24.11  | 33.10  |
| 上级补助收入   | 33.37  | 34.65  | 35.99  |
| 一般公共预算支出 | 56.98  | 69.43  | 64.11  |
| 政府性基金支出  | 38.73  | 19.64  | 21.42  |

数据来源: 忠县一般公共预算收支执行情况表、政府性基金预算收支执行情况表, 东方金诚整理

近年忠县一般公共预算收入保持增长趋势, 2016 年~2018 年税收收入占比分别为 48.14%、52.52% 和 73.22%, 占比持续增加。同期, 政府性基金收入波动较大。考虑到土地出让收入易受宏观经济政策调控和房地产市场景气度等因素影响, 未来政府性基金收入规模仍具有一定不确定性。

财政支出方面, 近三年忠县的一般公共预算支出和政府性基金支出均有所波动。同期, 忠县财政自给率分别为 26.43%、24.00% 和 28.78%, 财政收支平衡能力较弱。

政府债务方面, 截至 2018 年末, 忠县地方政府债务余额为 50.54 亿元, 其中一般债务 31.14 亿元, 专项债务 19.40 亿元; 同期末, 忠县地方政府债务率<sup>2</sup>为 57.73%, 保持在较低水平。

## 业务运营

### 经营概况

公司营业收入主要来源于基础设施建设和土地开发整理业务, 近年来营业收入及毛利润增长较快

公司是忠县重要的基础设施建设主体, 主要从事忠县工业园区的基础设施建设、土地开发整理业务。近年来, 公司营业收入大幅增长, 由 2016 年的 3.1 亿元升至 2018 年的 7.47 亿元, 主要来自于基础设施建设和土地开发整理业务。

<sup>2</sup> 地方政府债务率=地方政府债务余额/财政收入\*100%。

图表 6 2016 年~2018 年公司营业收入、毛利润及毛利率构成 (单位: 亿元、%)



数据来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

伴随着营业收入增长, 公司毛利润及综合毛利率水平逐年增加。自 2017 年起, 土地开发整理业务对毛利的贡献程度大幅提高。

### 基础设施建设

公司作为忠县重要的基础设施建设主体, 承担了忠县工业园区较大规模的基础设施项目的投资建设, 业务具有较强的区域专营性

受忠县政府委托, 公司主要从事忠县工业园区的市政道路、安置房及公用设施等基础设施项目建设, 业务区域专营性较强。

公司基础设施项目建设模式以委托代建为主。根据公司与忠县政府部门签订的《建设项目开发合同》, 公司主要负责项目的前期报批、规划、对外招标、监理、资金运作、竣工验收等工作, 资金来源于自有资金及外部融资。忠县财政局每年对委托项目的工程造价进行审核并以审定价作为结算价款, 公司据此确认为基础设施建设收入, 由忠县财政局分期拨付给公司。此外, 对于自身可产生一定收益的项目, 建成后由公司负责经营, 经营收入用来覆盖项目前期的建设成本。

近年来, 公司先后承建了忠县移民新城大道项目、水坪工业园区基础设施建设及安置房项目、苏家标准厂房建设项目、忠县乌杨公安消防站项目、新生海顺石化油库建设项目等, 上述项目的建设对于加快忠县基础设施建设步伐、改善区域投资环境具有重要意义。2016 年~2018 年, 公司分别确认基础设施建设收入 3.10 亿元、2.02 亿元和 2.16 亿元; 分别实现毛利润 0.42 亿元、0.43 亿元和 0.32 亿元。

### 公司在建项目投资规模较大, 面临较大的资本支出压力

公司主要在建基础设施项目详见下表, 具体涉及移民生态园整体开发、码头建设、环境整治、文旅开发等方面。其中, 本期债券募投的两个子项目(忠县城市新区安置房建设项目、忠县工业园标准化厂房及配套设施建设项目)已分别于 2018 年 11 月和 2018 年 2 月开工, 截至 2019 年 3 月末累计投资 0.45 亿元和 2.01 亿元, 投资成本已分别计入忠县移民生态工业园二期基础设施建设项目和忠县移民生态园标准厂房二期工程。

图表7 截至2018年末公司重点在建的基础设施项目情况（单位：万元）

| 项目                | 业务模式  | 计划总投资            | 累计已投资            | 尚需投资             |
|-------------------|-------|------------------|------------------|------------------|
| 忠县移民生态工业园一期基础设施建设 | 代建    | 117000.00        | 150632.90        | -                |
| 忠县移民生态园一期安置房项目    | 代建    | 26300.00         | 68395.05         | -                |
| 忠县港区乌杨公用码头一期工程    | 代建    | 57300.00         | 22981.53         | 34318.47         |
| 乌杨岸线环境综合整治工程      | 代建    | 15400.00         | 3166.21          | 12233.79         |
| 忠县移民生态园标准厂房二期工程   | 代建+自建 | 50400.00         | 39593.74         | 10806.26         |
| 忠县移民生态工业园二期基础设施建设 | 代建+自建 | 147000.00        | 72400.20         | 74599.8          |
| 三峡港湾三国大型山水实景演出项目  | 自建    | 157445.68        | 103555.32        | 53890.36         |
| <b>合计</b>         | -     | <b>570845.68</b> | <b>460724.95</b> | <b>185848.68</b> |

数据来源：公司提供，东方金诚整理

忠县港区乌杨公用码头一期工程为三峡后续规划优化项目，该项目位于忠县乌杨镇，项目建设内容包括新建3个5000吨级散货泊位、2个5000吨级件杂泊位及相应的配套设施，占用岸线长度753米。码头区占地约9.94万平方米，建设包括煤炭堆场、件杂堆场、件杂仓库、综合办公楼和候工楼等设施。

三峡港湾三国大型山水实景演出项目<sup>3</sup>（以下简称“三峡港湾项目”）总建筑面积139.08万平方米。项目整体共分三期进行开发，其中一期为民俗风情街、三国主题乐园和还迁及后勤服务中心的建设，二期为酒店度假区建设，三期为旅游地产开发。该项目的建设对于帮助三峡库区移民安稳致富，促进库区经济社会发展具有重要意义。

公司存量基础设施建设项目尚需投资规模较大，暂无拟建项目，面临较大的资本支出压力。

### 土地开发整理

**公司土地开发整理业务区域专营性较强，是收入和利润的主要来源；预计随着存量土地项目的陆续完工和结算，该业务收入的实现具有较强的保障**

受忠县政府委托，公司主要负责对忠县工业园区的土地进行开发整理，业务区域专营性较强。根据公司与忠县政府签订的《建设项目开发合同》，公司主要负责办理项目的前期相关手续、实施征地拆迁、完成场平等相关工作，建设资金主要来源于自有资金及外部融资。待土地整理完成后，由忠县财政局对工程造价进行审核，并以审定价作为最终结算价款。公司据此确认为土地开发整理收入，由忠县财政局分期拨付给公司。

2016年，公司未形成土地开发整理收入，主要系暂无达到竣工结算条件的土地开发整理项目。2017年~2018年，忠县财政局分别就水坪工业园区土地整理项目和忠县移民生态工业园二期土地整理项目与公司进行了竣工结算，公司分别确认土地开发整理收入2.76亿元和5.31亿元；分别实现毛利率11.20%和26.64%。该业务是公司营业收入和毛利润的主要来源，同时毛利率亦处于较高水平。

<sup>3</sup> 原业主单位为重庆橘城旅游投资开发有限责任公司，忠县财政局于2017年将该项目无偿划转至公司名下，并由公司负责项目的后续开发及运营。

图表 8 截至 2018 年末公司正在整理的土地项目情况（单位：亿元）

| 项目                | 计划总投资        | 累计投资         | 已确认收入       | 已回款         | 尚需投资         |
|-------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| 忠县移民生态工业园二期土地整理项目 | 29.11        | 10.97        | 5.31        | 1.09        | 18.14        |
| 忠县移民生态工业园土地整理项目   | 7.06         | 8.54         | -           | -           | -            |
| 水坪工业园区二期土地整理项目    | 3.46         | 3.24         | -           | -           | 0.22         |
| <b>合计</b>         | <b>39.63</b> | <b>22.75</b> | <b>5.31</b> | <b>1.09</b> | <b>18.36</b> |

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司正在整理的土地项目主要位于忠县移民生态工业园、水坪工业园区等区域（明细见上表）。上述项目计划总投资 39.63 亿元，截至 2018 年末累计投资 22.75 亿元。预计随着存量土地项目的陆续完工和结算，该业务收入的实现具有较强的保障。

## 外部支持

作为忠县重要的基础设施建设主体，公司在增资、资产注入及财政补贴等方面得到了股东及相关各方的有力支持

目前，忠县的基础设施建设类国有企业有 5 家，详见下表。公司作为忠县重要的基础设施建设主体，主要负责忠县工业园区的基础设施建设及土地开发整理业务，得到了股东及相关各方的有力支持。

图表 9 忠县基础设施建设类国有企业基本情况

| 项目            | 业务区域       | 业务类型              |
|---------------|------------|-------------------|
| 重庆市通达投资有限公司   | 忠县城区及周边    | 基础设施及保障房建设、土地开发整理 |
| 重庆市通旺投资发展有限公司 | 水坪区域内      | 基础设施建设            |
| 重庆市通旭投资发展有限公司 | 忠县工业园区乌杨新区 | 部分基础设施及土地开发整理     |
| 忠县畅达建设投资有限公司  | 忠县         | 交通类基础设施建设         |
| 重庆市通瑞农业发展有限公司 | 忠县工业园区     | 基础设施建设、土地开发整理     |

数据来源：公司提供，东方金诚整理

自成立以来，公司股东多次通过货币资金向公司进行增资，使得实收资本由成立之初的 0.10 亿元增加至 2018 年末的 2.97 亿元。

资产注入方面，2010 年~2014 年，忠县政府累计向公司注入货币资金 3.60 亿元。自 2014 年起，忠县政府累计向公司注入评估价值为 38.33 亿元的土地使用权。2017 年，忠县政府将三峡港湾项目划拨至公司，增加公司资本公积 9.45 亿元。2018 年，忠县财政局向公司注入货币资金 4.30 亿元，计入资本公积。

财政补贴方面，2016 年~2018 年，公司获得忠县财政局拨付的补贴收入分别为 1.51 亿元、1.58 亿元和 1.41 亿元。

总体来看，近年来公司业务发展得到了股东及相关各方的有力支持，公司未来将继续保持在忠县工业园区基础设施建设及土地开发整理领域的区域专营性，预计仍将获得股东及相关各方的有力支持。

## 企业管理

### 产权结构

截至 2018 年末，公司注册资本和实收资本均为人民币 2.97 亿元，忠县国资中心和农发基金分别持有公司 67.34% 和 32.66% 的股权，忠县政府为公司实际控制人。

### 治理结构

公司设立了股东会、董事会、监事会和经营管理层。

公司股东会由全体股东组成，股东会是公司的最高权力机构。公司设董事会，由 5 人组成，其中董事长 1 人，董事 4 人。董事由忠县政府委派产生，董事每届任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事长由忠县政府在其委派的董事会成员中任命，对董事会负责。

公司设监事会，由 5 人组成。其中监事会主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。监事会中非职工代表监事由忠县政府委派。监事每届任期 3 年，任期届满，可连选连任。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理对董事会负责，统一负责公司的日常经营和管理。公司设总经理 1 人，由董事会聘任或者解聘。

### 管理水平

公司设立了行政部、资产财务部、规划部、工程部、土地征管部、招商发展部、融资部、安全监管部和社会事务部 9 个职能部门，各部门分别制订了部门职责和岗位职责。公司制定了各项内部管理制度，包括人事管理制度、财务管理制度和行为规范管理制度等。

综合看来，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，管理制度相对健全。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了 2016 年～2018 年合并财务报表。亚太（集团）会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2016 年～2018 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2018 年末，公司无纳入合并范围的下属子公司。

### 资产构成与资产质量

**近年来公司资产规模增长较快，以流动资产为主；但其中变现能力较弱的土地资产及项目开发成本占比较高，资产流动性较弱**

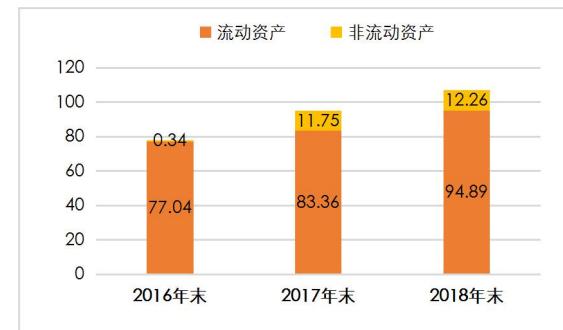
近年来，公司资产规模增长较快，主要是项目开发成本的快速增加所致。2018 年，公司资产规模达 107.15 亿元，近三年来的年均复合增长率为 17.67%。构成上，公司资产以流动资产为主。2016 年以来，公司流动资产占资产总额的比例在 85% 以上，主要有存货、货币资金、应收账款等构成。

流动资产方面，存货是公司流动资产最主要构成，具体由土地、项目开发成本构成，变现能力较弱；2018 年末，公司存货账面价值大幅增长，其中土地使用权评估入账价值 27.88 亿元，面积合计 2124.20 亩，全部为忠县政府无偿划入的城镇住宅出让用地，主要位于忠县乌杨镇移

民生态工业园区及复兴镇水坪社区，均已取得土地使用权证，但尚未缴纳土地出让金；存货项下基础设施建设成本为33.88亿元，土地开发整理成本为18.86亿元。公司货币资金主要为银行存款，近年来呈下降趋势，2018年末的余额为2.98亿元。公司应收账款主要为应收忠县财政局的项目结算款，近年来有所增长，账龄基本在1年以内。公司预付款项主要为预付忠县工业园管委会的拆迁安置款和预付乌杨镇政府的征地款，账龄在1~2年。

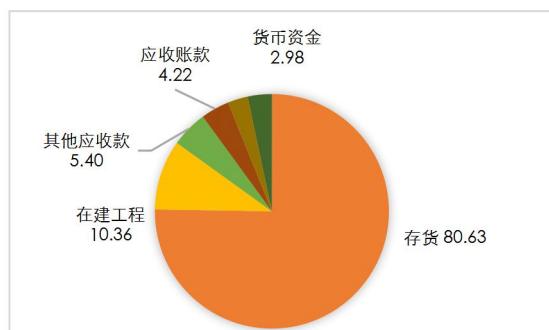
公司非流动资产规模较小，构成上以在建工程为主、无形资产为辅。2017年末，公司非流动资产大幅增加，主要得益于忠县政府向公司划拨的三峡港湾项目。2018年末，公司在建工程为10.36亿元；无形资产为1.56亿元。

图表10 公司资产构成（单位：亿元）



资料来源：审计报告，东方金诚整理

图表11 2018年末资产构成（单位：亿元）



## 资本结构

**得益于股东及相关各方向公司划拨土地、项目和财政资金，公司净资产实力逐步增强**

2016年~2018年末，公司所有者权益分别为47.89亿元、60.98亿元和67.62亿元，年均复合增长率为18.83%，净资产实力逐步增强。

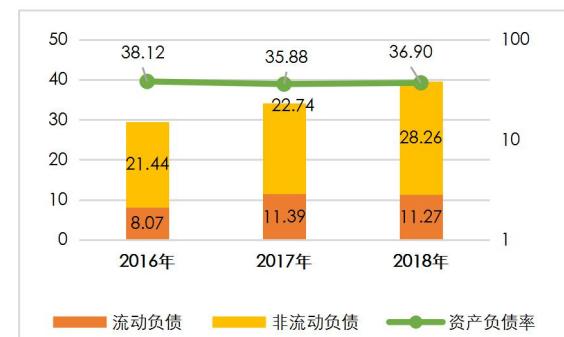
其中，公司实收资本均为2.97亿元；资本公积分别为40.33亿元、51.38亿元和55.47亿元，主要系忠县政府向公司划拨的土地使用权、三峡港湾项目以及忠县财政局注入公司的财政资金；未分配利润分别为4.12亿元、5.96亿元和8.25亿元，为公司历年净利润累积。

**为满足项目建设资金需求，公司对外融资力度加大，负债规模增长较快**

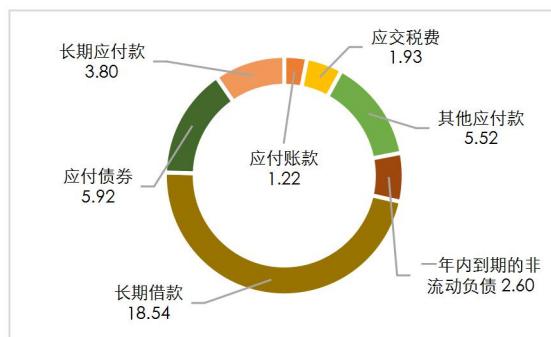
近年来，公司负债规模保持增长，主要系建设需求带来的筹资资金的不断增长所致。公司负债总额由2016年末29.50亿元升至2018年末的39.53亿元，年均复合增长率为13.59%。公司负债以非流动负债为主，近三年其占负债总额的比重约为七成。

2018年末，公司流动负债为11.27亿元，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债等构成。其中，公司其他应付款5.52亿元，主要为应付的往来款，前五名应付对象分别为通达投资、通旭投资、重庆高速公路集团有限公司、经信委星博化工搬迁项目部和忠县自来水公司，合计应付金额占比达94.32%，账龄主要为4年以内。公司一年内到期的非流动负债为2.60亿元，主要为从重庆三峡银行、兴业银行重庆分行、忠县稠州村镇银行取得的即将到期的信用借款和保证借款。

图表 12 公司负债情况 (单位: 亿元)



图表 13 2018年末负债构成 (单位: 亿元)



资料来源: 审计报告, 东方金诚整理

公司非流动负债逐年增长, 主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2018年末, 公司长期借款为18.54亿元, 借款单位包含银行和信托公司, 明细见下表。其中, 公司长期借款中保证借款8.39亿元, 保证人为通达投资和通旺投资; 质押借款8.50亿元, 质押物为应收账款; 信用借款1.65亿元。

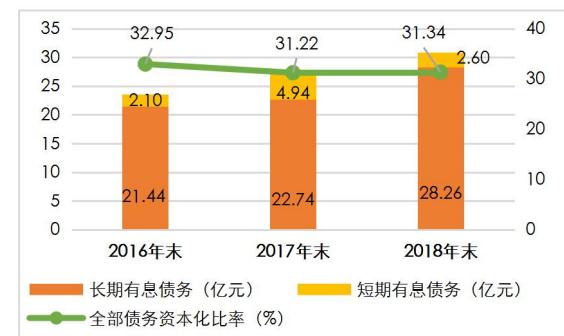
近三年公司应付债券余额基本稳定, 2018年末为5.92亿元, 系公司于2016年12月在重庆股份转让中心发行的私募债券“16忠县通瑞债”, 发行规模6亿元, 期限为5年, 发行利率5.44%。2018年, 公司新增长期应付款3.80亿元, 系公司通过质押方式从重庆兴农资产经营管理有限公司(以下简称“兴农资管”)取得的借款, 借款利率4.75%, 期限3年。

**公司债务规模和债务率持续增长, 目前债务率水平仍较低; 但在建项目的资本支出压力较大, 债务规模和债务率或将继续上升**

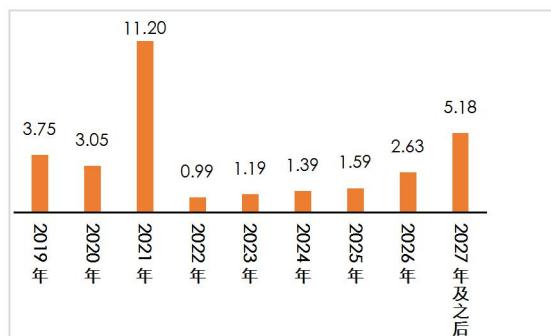
近年来, 公司全部债务增长较快, 其中短期有息债务全部为即将到期的银行借款, 2018年末的规模为2.60亿元, 占全部债务的比重不超过10%; 长期有息债务则包括银行借款、应付债券以及其他非银行金融机构借款。

2016年~2018年末, 公司资产负债率分别为38.12%、35.88%和36.90%, 全部债务资本化比率分别为32.95%、31.22%和31.34%。公司目前债务率尚处于较低水平, 但在建项目需投资规模较大, 资本支出压力较大, 债务规模和债务率或将继续上升。

图表 14 公司全部债务及债务指标情况



图表 15 2018年末全部债务期限结构(亿元)



资料来源: 审计报告, 东方金诚整理

截至2018年末, 公司对外担保金额为31.65亿元, 担保比率<sup>4</sup>为46.81%, 被担保对象主要

<sup>4</sup> 担保比率=担保余额/所有者权益\*100%。

为重庆市通旺投资发展有限公司、忠县畅达建设投资有限公司和重庆市通达投资有限公司，全部为忠县国有企业。考虑到公司或有债务规模较大，或将面临一定的代偿风险。

### 盈利能力

#### 公司营业收入增长较快，但利润对财政补贴收入依赖较大，盈利能力较弱

2016年～2018年，公司营业收入主要来自于基础设施建设和土地开发整理业务。同期，公司营业利润率分别为逐年增加。

公司期间费用规模不大，占营业收入的比重基本稳定，成本控制较好。2016年～2018年，公司期间费用占营业收入的比重分别为1.92%、1.87%和1.96%，主要为管理费用。公司利息支出全部资本化处理，导致近三年财务费用均为负。

公司利润总额逐年增长，财政补贴的贡献较大。2016年～2018年，财政补贴分别占当年利润总额的81.74%、71.89%和48.27%。

公司主要盈利能力指标处于相对较低水平，盈利能力较弱。2016年～2018年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所波动。

图表16 公司盈利指标情况（单位：亿元、%）

| 指标名称   | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入   | 3.10  | 4.78  | 7.47  |
| 营业利润率  | 13.19 | 14.98 | 22.19 |
| 期间费用   | 0.06  | 0.09  | 0.15  |
| 财政补贴   | 1.51  | 1.58  | 1.41  |
| 利润总额   | 1.85  | 2.20  | 2.92  |
| 总资本收益率 | 2.46  | 2.30  | 2.58  |
| 净资产收益率 | 3.67  | 3.35  | 3.76  |

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

### 现金流

公司经营性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大；预计未来几年，随着公司在建项目建设的不断投入，经营性现金流出现明显改善的可能性不大

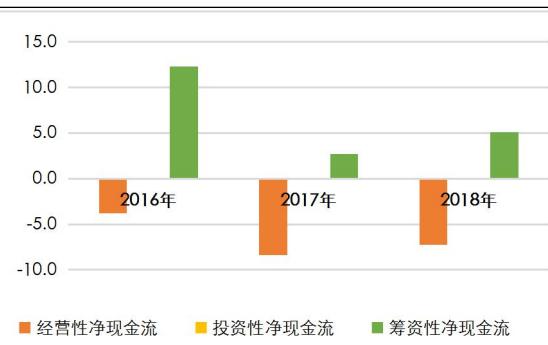
2016年～2018年，公司经营活动现金流入主要是收到的往来款、基础设施建设及土地开发整理结算款和财政补贴等形成的现金流入；营业收入回款情况逐年增强。同期，公司经营活动现金流出主要是支付的基础设施建设及土地开发整理项目成本以及往来款所形成的现金流出。公司经营性净现金流持续为负，主要系近年来承建的基础设施建设和土地开发整理项目增多，项目前期支付了大量的工程项目款，而收入回款进度较工程款支出相对滞后，导致经营活动有关的现金支出与收回不匹配所致。预计未来几年，随着公司在建项目建设的投入，经营性现金流出现明显改善的可能性不大。

图表 17 公司现金流情况 (单位: 亿元)

| 科目        | 2016年 | 2017年 | 2018年  |
|-----------|-------|-------|--------|
| 经营活动现金流入  | 6.42  | 28.83 | 19.91  |
| 现金收入比 (%) | 59.65 | 88.08 | 100.42 |
| 经营活动现金流出  | 10.24 | 37.24 | 27.18  |
| 投资活动现金流入  | 0.00  | 0.00  | 0.00   |
| 投资活动现金流出  | 0.01  | 0.05  | 0.00   |
| 筹资活动现金流入  | 15.97 | 6.20  | 11.55  |
| 筹资活动现金流出  | 3.69  | 3.48  | 6.46   |

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

图表 18 公司净现金流情况 (单位: 亿元)



2016年~2018年, 公司投资活动现金流规模很小。同期, 公司筹资活动现金流入主要为收到忠县财政局拨入的财政资金、取得银行及兴农资管的借款所形成的现金流入; 筹资活动现金流出主要为偿还借款及相应利息所形成的现金流出。

2016年~2018年, 公司现金及现金等价物净增加额分别为8.45亿元、-5.74亿元和-2.18亿元, 波动较大。

总体来看, 近三年公司经营性现金流持续净流出, 资金来源对筹资活动依赖较大。预计未来几年, 随着公司在建项目建设的投入, 经营性现金流出现明显改善的可能性不大。

### 偿债能力

公司主营业务具有较强的区域专营性, 并得到了股东及相关各方的有力支持, 公司实际偿债能力很强

从短期偿债能力指标来看, 2016年~2018年末, 公司流动比率分别为955.20%、731.97%和841.57%; 速动比率分别为209.70%、210.07%和126.46%, 但公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高, 总体资产流动性较弱。同期末, 公司现金比率分别为135.15%、45.33%和26.44%, 货币资金对流动负债的保障程度大幅减弱; 公司货币资金与短期有息债务的比率分别为5.20倍、1.05倍和1.15倍, 货币资金对短期有息债务的保障程度尚可。

从长期偿债能力指标来看, 2016年~2018年末, 公司长期债务资本化比率分别为30.92%、27.16%和29.48%。2016年~2018年, 公司全部债务/EBITDA分别为12.72倍、12.56倍和10.43倍, EBITDA对全部债务的保障能力一般。

本期债券拟发行额为5.00亿元, 是公司2018年末全部债务和负债总额的0.16倍和0.13倍。以公司2018年末的财务数据为基础, 如不考虑其他因素, 本期债券发行后, 公司资产负债率将由36.90%上升至39.71%, 全部债务资本化比率将由31.34%上升至34.66%。本期债券的发行对公司现有资本结构将产生较大影响。

根据本期债券的偿还安排, 若公司在本期债券存续期内无其他新增债务, 则各年到期债务本金于2021年达最高为11.20亿元, 将面临一定的集中偿付风险。

图表 19 截至 2018 年末公司有息债务期限结构 (单位: 亿元)



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

总体来看，公司基础设施建设和土地开发整理业务具有较强的区域专营性，并得到了股东及相关各方的有力支持，公司实际偿债能力很强。

## 同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA 的区县级城市开发建设主体，对 2018 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

图表 20 同业对比情况 (单位: 亿元、%)

| 指 标       | 通瑞<br>农发 | 重庆市南川<br>区惠农投资<br>有限公司 | 重庆市黔江<br>区城市建设<br>投资(集团)<br>有限公司 | 酉阳县桃花<br>源旅游投资<br>(集团)有限公<br>司 | 丰都县国有<br>资产经营投<br>资集团有限<br>公司 | 重庆百盐投资<br>(集团)有限公<br>司 |
|-----------|----------|------------------------|----------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|------------------------|
| 地区        | 忠县       | 南川区                    | 黔江区                              | 酉阳县                            | 丰都县                           | 奉节县                    |
| GDP       | 307.95   | 280.37                 | 247.29                           | 157.96                         | 235.00                        | 287.42                 |
| GDP 增速    | 9.8      | 7.2                    | 7.4                              | 5.3                            | 9.8                           | 8.3                    |
| 一般公共预算收入  | 18.45    | 23.45                  | 25.21                            | 11.29                          | 19.60                         | 14.40                  |
| 一般公共预算支出  | 64.11    | 59.16                  | 65.04                            | 65.37                          | 68.63                         | 101.69                 |
| 资产总额      | 107.15   | 178.10                 | 259.18                           | 138.75                         | 254.44                        | 228.54                 |
| 所有者权益     | 67.62    | 105.75                 | 101.39                           | 71.49                          | 105.80                        | 112.99                 |
| 营业收入      | 7.47     | 9.16                   | 10.09                            | 7.71                           | 7.44                          | 7.32                   |
| 利润总额      | 2.92     | 1.36                   | 2.50                             | 2.92                           | 1.27                          | 1.71                   |
| 资产负债率     | 36.90    | 40.62                  | 60.88                            | 48.47                          | 58.42                         | 50.56                  |
| 全部债务资本化比率 | 31.34    | 34.19                  | 53.59                            | 45.94                          | 54.07                         | 41.59                  |

注：以上企业最新主体信用等级均为 AA/稳定，数据来源自各企业公开披露的 2018 年数据，东方金诚整理。

与行业对比组企业相比，公司所在地区忠县的经济总量较高，经济增速明显领先于其他区县，仅丰都县经济增速能与之持平；一般公共预算收入水平居中，落后于黔江区、南川区和丰都县，但高于奉节县和酉阳县；一般公共预算支出规模基本与酉阳县和黔江区持平。总体来看，忠县经济实力较强，财政实力与丰都县基本相当。

公司自身资产规模不大，但营业收入能基本与桃花源旅投、丰都国资、百盐投资持平，同时债务率水平均低于行业内其他企业。

总体来看，公司与对比组其他企业的综合实力属于同一水平。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（银行版），截至 2019 年 5 月 8 日，公司本部已结清及未结清贷款信息中无不良及关注类贷款记录。截至本报告出具日，公司于 2016 年在重庆股份转让中心发行的私募债券“16 忠县通瑞债”尚未到本金兑付日，到期利息已按期支付。

## 抗风险能力

基于对重庆市及忠县地区经济和财政实力、股东及相关各方对公司各项支持以及公司专营地位、自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

## 增信措施

根据兴农担保集团出具的《担保函》，兴农担保集团对本期债券到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

### 担保范围

兴农担保集团保证担保的范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

### 担保效力

**兴农担保集团综合财务实力极强，对本期债券提供的连带责任保证担保具有很强的增信作用**

兴农担保集团成立于 2011 年 8 月，是由重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）牵头组建并实际控制的涉农政策性担保公司，注册资本为 30.00 亿元，由重庆渝富资产经营管理有限公司、重庆市城市建设投资（集团）有限公司和重庆市水务资产经营有限公司按照 6: 2: 2 的比例分期缴纳，首期实缴金额为 10.00 亿元。此后，三家股东于 2012 年、2014 年和 2015 年分期缴纳 1.70 亿元、3.30 亿元和 4.50 亿元，兴农担保集团实收资本增加至 19.50 亿元。2017 年 10 月，三家股东补充实收资本金 8.20 亿元，同时兴农担保集团通过留存收益转增实收资本 1.80 亿元。截至 2018 年末，兴农担保集团实收资本为 29.50 亿元。

兴农担保集团业务主要包含担保业务和资产业务两大板块。近年来，兴农担保集团营业收入明显回升，主要是得益于直接融资担保业务规模的快速扩张。兴农担保集团主要从事以银行贷款担保为主的间接融资担保业务和以债券担保为主的直接融资担保业务，整体业务规模保持快速扩张。作为重庆市国资委牵头成立的省级政策性担保机构，兴农担保集团间接融资担保业务主要定位于服务“三农”和中小企业，支持农村金融发展。

兴农担保集团间接融资担保业务以政策性较强的银行贷款担保为主，主要分为三大板块，第一大板块是为从事农村种养殖业，农副产品加工业等中小企业、个体工商户以及个人融资提供担保；第二大板块是为县域内从事运输、贸易、制造等行业的中小企业融资提供担保；第三

大板块是为园区建设、乡村公路、水利水电设施建设、高标准农田改造等地方政府融资项目提供担保。截至 2018 年末,兴农担保集团间接融资担保余额 161.51 亿元,其中涉农担保余额 87.08 亿元,占间接融资担保业务余额的 53.92%;间接融资担保户均担保余额下降至 287.84 万元。

2016 年~2018 年,兴农担保集团积极发展直接融资担保业务,债券担保余额年均复合增长率达 169.36%。从业务种类来看,区县级城投公司企业债是兴农担保集团直接融资担保业务的主要切入点。截至 2018 年末,兴农担保集团已落地直接融资担保项目 58 笔,其中 45 笔为区县级城投公司企业债担保,另包括少量公司债、中期票据和资产证券化产品等。同时,兴农担保集团已与财富证券、开源证券、天风证券等 22 家证券公司建立了业务合作关系。同期末,兴农担保集团已取得交易所无异议函及发改委审批通过项目共 28 笔,项目金额合计 191.9 亿元;已过会且报主管部门审批项目共 37 笔,项目金额合计 325.9 亿元。

兴农担保集团通过资金财务部进行资金运作,投资对象包括理财产品、权益工具、结构性存款、长期股权和基金等,同时还以自有资金委托金融机构向第三方发放贷款。截至 2018 年末,兴农担保集团投资资产余额 19.61 亿元,其中委托贷款、权益工具和理财产品投资占比分别为 37.88%、29.88% 和 28.84%。

兴农担保集团委托贷款主要由各区县公司发放,客户主要为各区县涉农中小企业,单笔业务规模一般不超过 1000 万元。截至 2018 年末,兴农担保集团本部仅对重庆九黎旅游控股集团有限公司发放一笔 2000 万元的委托贷款,期限为 12 个月,贷款利率 5.5%。兴农担保集团理财产品投资标的主要为大型银行、股份制商业银行发行的银行理财产品以及证券公司发行的资产管理计划,底层资产多为固定收益类债券,期限主要集中在 1 年以内,收益率在 4.5% 左右。此外,兴农担保集团 2018 年投资了渝富集团发行的 5 亿元可转换债券,权益工具投资余额增加至 5.86 亿元。

截至 2018 年末,兴农担保集团总资产规模为 229.63 亿元,净资产 98.42 亿元,担保责任余额 555.80 亿元,融资性担保放大倍数 4.89 倍。2018 年兴农担保集团实现主营业务收入 5.84 亿元,净利润 2.16 亿元。

兴农担保集团间接融资担保业务主要定位于支持“三农”和小微企业,具有较强的政策性,且其业务结构持续优化,客户覆盖面不断拓宽;受益于直接融资担保业务的快速发展,2018 年以来,兴农担保集团各项收入和净利润大幅增加,盈利能力有所增强;兴农担保集团资本实力位居国内融资担保公司前列,且净资产规模不断扩大,抗风险能力持续提升。

同时,东方金诚关注到兴农担保集团贷款担保业务集中于农林牧渔业,行业集中度较高,不利于分散风险;兴农担保集团债券担保客户均为地方城投公司,单笔担保规模较大、周期较长,且客户和区域集中度较高;受中小企业信用风险上升影响,兴农担保集团代偿风险逐步暴露,代偿金额和代偿率大幅上升。

综上所述,东方金诚评定兴农担保集团的主体信用等级为 AAA,评级展望为稳定。兴农担保集团综合财务实力极强,为本期债券提供的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

## 结论

东方金诚认为,近年来,忠县经济保持平稳较快发展,以农副产品加工、装备制造、新型

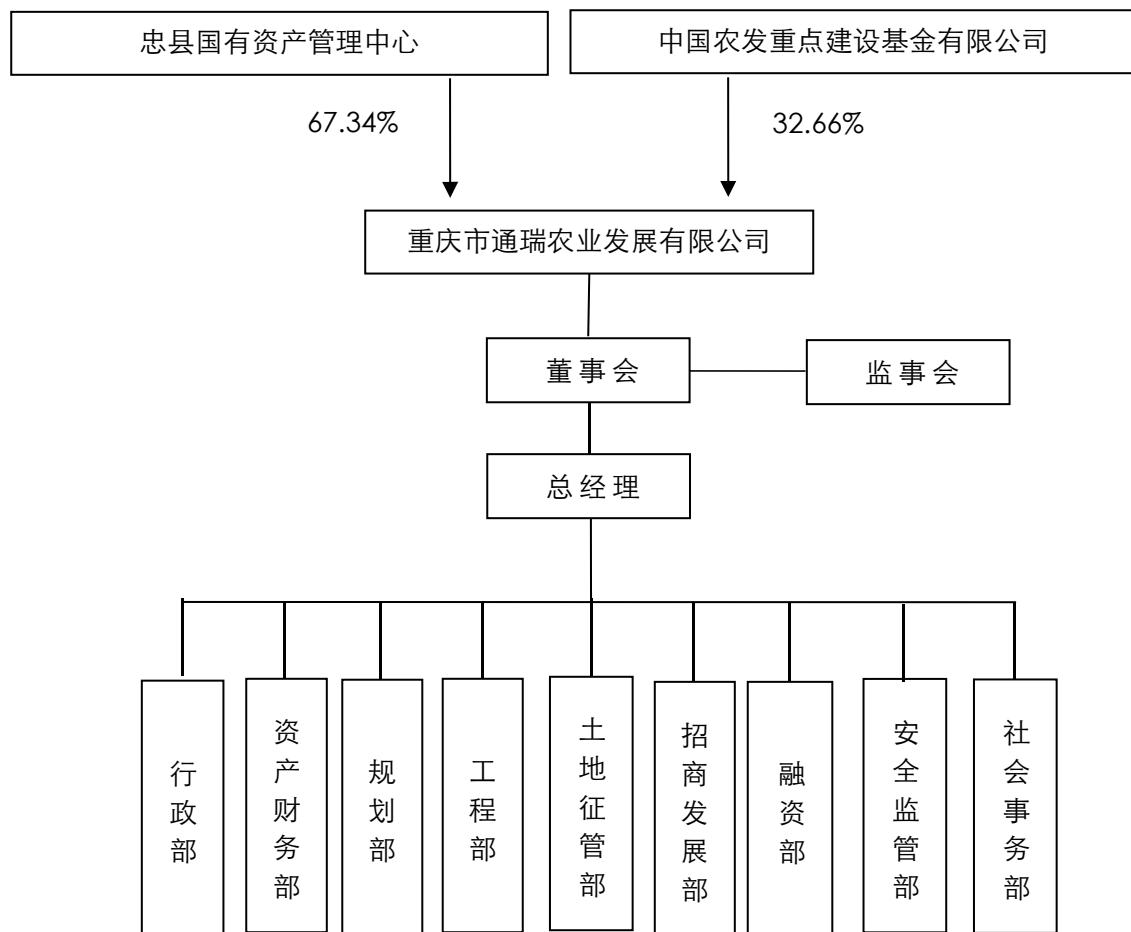
建材加工等为代表的工业经济保持较快发展，同时商贸物流和旅游业发展态势良好，地区经济实力较强；公司作为忠县重要的基础设施建设主体，从事的忠县工业园区基础设施建设和土地开发整理业务具有较强的区域专营性；公司在增资、资产注入及财政补贴等方面得到了股东及相关各方的有力支持。

同时，东方金诚也关注到，公司在建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的土地使用权、基础设施建设和土地开发整理成本占比较高，资产流动性较弱；公司经营性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大。

兴农担保集团综合财务实力极强，为本期债券的到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，具有很强的增信作用。

综上所述，公司主体信用风险很低，偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2018 年末公司股权结构和组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

| 项目名称                   | 2016年        | 2017年        | 2018年         |
|------------------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>主要财务数据 (单位: 亿元)</b> |              |              |               |
| 货币资金                   | 10.90        | 5.16         | 2.98          |
| 应收账款                   | 2.94         | 3.66         | 4.22          |
| 预付款项                   | 1.00         | 8.90         | 1.66          |
| 其他应收款                  | 2.07         | 6.21         | 5.40          |
| 存货                     | 60.13        | 59.43        | 80.63         |
| <b>流动资产合计</b>          | <b>77.04</b> | <b>83.36</b> | <b>94.89</b>  |
| 在建工程                   | 0.00         | 9.76         | 10.36         |
| 无形资产                   | 0.00         | 1.60         | 1.56          |
| <b>非流动资产合计</b>         | <b>0.34</b>  | <b>11.75</b> | <b>12.26</b>  |
| <b>资产总计</b>            | <b>77.39</b> | <b>95.10</b> | <b>107.15</b> |
| 应付账款                   | 0.45         | 0.47         | 1.22          |
| 应交税费                   | 0.58         | 0.90         | 1.93          |
| 其他应付款                  | 4.92         | 5.08         | 5.52          |
| 一年内到期的非流动负债            | 2.10         | 4.94         | 2.60          |
| <b>流动负债合计</b>          | <b>8.07</b>  | <b>11.39</b> | <b>11.27</b>  |
| 长期借款                   | 15.60        | 16.86        | 18.54         |
| 应付债券                   | 5.83         | 5.87         | 5.92          |
| 长期应付款                  | 0.00         | 0.00         | 3.80          |
| <b>非流动负债合计</b>         | <b>21.44</b> | <b>22.74</b> | <b>28.26</b>  |
| <b>负债合计</b>            | <b>29.50</b> | <b>34.12</b> | <b>39.53</b>  |
| 实收资本 (股本)              | 2.97         | 2.97         | 2.97          |
| 资本公积                   | 40.33        | 51.38        | 55.47         |
| 未分配利润                  | 4.12         | 5.96         | 8.25          |
| <b>所有者权益合计</b>         | <b>47.89</b> | <b>60.98</b> | <b>67.62</b>  |
| 营业收入                   | 3.10         | 4.78         | 7.47          |
| 利润总额                   | 1.85         | 2.20         | 2.92          |
| 净利润                    | 1.76         | 2.04         | 2.54          |
| EBITDA                 | 1.85         | 2.20         | 2.96          |
| 经营性净现金流                | -3.83        | -8.41        | -7.27         |
| 投资性净现金流                | -0.01        | -0.05        | -0.00         |
| 筹资性净现金流                | 12.28        | 2.72         | 5.09          |
| <b>主要财务指标</b>          |              |              |               |
| 净资产收益率 (%)             | 3.67         | 3.35         | 3.76          |
| 资产负债率 (%)              | 38.12        | 35.88        | 36.90         |

|                    |        |        |        |
|--------------------|--------|--------|--------|
| 全部债务资本化比率 (%)      | 32.95  | 31.22  | 31.34  |
| 流动比率 (%)           | 955.20 | 731.97 | 841.57 |
| 速动比率 (%)           | 209.70 | 210.07 | 126.46 |
| 经营现金流动负债比 (%)      | -47.44 | -73.82 | -64.47 |
| EBITDA 利息倍数 (倍)    | 2.72   | 1.60   | 1.64   |
| 全部债务/EBITDA (倍)    | 12.72  | 12.56  | 10.43  |
| <b>本期债券偿债能力</b>    |        |        |        |
| EBITDA/本期债券摊还额 (倍) | 1.85   | 2.20   | 2.96   |
| 经营活动现金流入量偿债倍数(倍)   | 6.42   | 28.83  | 19.91  |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)  | -3.83  | -8.41  | -7.27  |
| 筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍) | -3.83  | -8.46  | -7.27  |

注：表中其他应收款不含应收利息及应收股利，其他应付款不含应付利息及应付股利。

### 附件三：主要财务指标计算公式

| 指标                 | 计算公式   |
|--------------------|--|
| <b>盈利指标</b>        |  |
| 毛利率                | (营业收入-营业成本) /营业收入×100%   |
| 营业利润率              | (营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%   |
| 总资本收益率             | (净利润+利息费用) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%   |
| 净资产收益率             | 净利润/所有者权益×100%   |
| 利润现金比率             | 经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%  |
| <b>偿债能力指标</b>      |  |
| 资产负债率              | 负债总额/资产总计×100%   |
| 全部债务资本化比率          | 全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%  |
| 长期债务资本化比率          | 长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%   |
| 担保比率               | 担保余额/所有者权益×100%  |
| EBITDA 利息倍数        | EBITDA/利息支出  |
| 债务保护倍数             | (净利润+固定资产折旧+摊销) /全部债务  |
| 期内长期债务偿还能力         | 期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) /期内应偿还的长期债务本金   |
| 流动比率               | 流动资产合计/流动负债合计×100%   |
| 速动比率               | (流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%   |
| 经营现金流动负债比率         | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%   |
| <b>经营效率指标</b>      |  |
| 销售债权周转次数           | 营业收入/ (平均应收账款+平均应收票据)  |
| 存货周转次数             | 营业成本/平均存货  |
| 总资产周转次数            | 营业收入/平均资产总额  |
| 现金收入比率             | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%   |
| <b>增长指标</b>        |  |
| 资产总额年平均增长率         |  |
| 净资产年平均增长率          | (1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) /上期×100%<br>(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^(1/(n-1))-1]×100% |
| 营业收入年平均增长率         |  |
| 利润总额年平均增长率         |  |
| <b>本期债券偿债能力</b>    |  |
| EBITDA/本期债券摊还额 (倍) | EBITDA/本期债券摊还额   |
| 经营活动现金流入量偿债倍数      | 经营活动产生的现金流入量/本期债券摊还额   |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数     | 经营活动现金流量净额/本期债券摊还额   |
| 筹资活动前现金流量净额偿债倍数    | 筹资活动前现金流量净额/本期债券摊还额  |

注: 长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

#### 附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

| 等级  | 定义                             |
|-----|--------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA  | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低  |
| A   | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低   |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般    |
| BB  | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险   |
| B   | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
| CC  | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务      |
| C   | 不能偿还债务                         |

注：除 AAA 级和 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务制度，东方金诚将在“2019年第一期重庆市通瑞农业发展有限公司公司债券”的存续期内密切关注重庆市通瑞农业发展有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向重庆市通瑞农业发展有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，重庆市通瑞农业发展有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如重庆市通瑞农业发展有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2019年8月26日

## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。