

信用等级公告

联合〔2019〕1510号

重庆市四面山旅游投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对重庆市四面山旅游投资有限公司主体长期信用状况和发行的 2019 年停车场建设专项债券进行了主动评级，确定：

重庆市四面山旅游投资有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

重庆市四面山旅游投资有限公司发行的 2019 年停车场建设专项债券信用等级为 AA₊pi

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2019 年重庆市四面山旅游投资有限公司 停车场建设专项债券主动评级报告

本次债券信用等级：AA+
公司主体信用等级：AA
评级展望：稳定
本次债券发行规模：8.80 亿元
债券期限：7 年（4+3）

还本付息方式：按年付息，在存续期的第 3 年至第 7 年每年偿还本金的 20%，最后一期利息随本金一同支付

担保方：重庆兴农融资担保集团有限公司

评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	67.38	74.28	89.15
所有者权益（亿元）	39.96	41.25	42.47
长期债务（亿元）	20.35	28.83	31.67
全部债务（亿元）	23.03	31.41	41.54
营业收入（亿元）	7.49	7.67	9.35
净利润（亿元）	1.20	1.29	1.22
EBITDA（亿元）	1.44	2.30	2.29
经营性净现金流（亿元）	-17.32	-1.93	-14.60
营业利润率（%）	12.48	13.78	10.97
净资产收益率（%）	4.94	3.18	2.91
资产负债率（%）	40.70	44.46	52.37
全部债务资本化比率（%）	36.56	43.23	49.45
流动比率（倍）	7.01	14.50	4.79
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.07	0.06
EBITDA 利息倍数（倍）	--	23.65	19.55
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.16	0.26	0.26

担保方

项目	2015	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	69.96	156.31	223.73
所有者权益（亿元）	46.94	87.45	97.69
营业总收入（亿元）	6.96	6.36	6.12
净利润（亿元）	2.19	1.87	1.48
平均资产负债率（%）	3.48	1.65	0.78

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将长期应付款付息部分计入长期债务核算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对重庆市四面山旅游投资有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司在区域专营性、资本注入及财政补贴等方面受到外部支持力度较大。近年来，公司资产、收入规模均持续增长。同时，联合评级也关注到公司代建工程业务回款效率偏低、工程代建业务未来可持续性尚不明确、应收类款项对资金占用严重、盈利能力较弱、利润对营业外收入依赖程度较高以及短期偿债压力明显等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

近年来重庆市江津区经济持续发展，四面山旅游资源丰富，公司发展潜力较大。未来，公司将继续开发整合四面山景区旅游资源，建设四面山国家 5A 级旅游景区，随着江习高速的通车，四面山旅游人次有望保持增长，公司景区运营及代建工程业务收入有望进一步增长。联合评级对公司的评级展望为稳定。

本次债券设置了本金分期偿付条款，一定程度上缓解了公司未来集中偿付压力。重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，兴农担保担保实力很强，有效提升了本次债券的偿付安全性。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为江津区重要的旅游开发建设主体，在资金注入、资产划拨、财政补贴等方面得到有力的外部支持，经营业务具有专营优势。

2. 四面山景区旅游资源丰富，2016 年成为国家 5A 级旅游景区，随着江习高速于 2018

年7月开始通车，景区旅游人次有所增长。

3. 本次债券设置了分期偿付条款，有效降低了公司集中偿付的压力。兴农担保为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本次债券的偿付安全性。

关注

1. 公司工程代建业务回款效率偏低，考虑到公司在建项目投资规模较小，公司工程代建业务未来可持续性尚不明确。

2. 公司应收类款项规模大，对公司资金占用严重；利润对营业外收入依赖程度较高，盈利能力较弱。

3. 公司现金类资产规模小，短期偿债压力明显。

4. 公司高级管理人员业务经历及企业管理经验相对不足，未来随着公司业务扩张，对公司管理团队管理水平和管理能力提出挑战。

5. 公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

分析师

王金磊

电话：010-85172818

邮箱：wangjl@unitedratings.com.cn

杨廷芳

电话：010-85172818

邮箱：yangtf@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、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。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

重庆市四面山旅游投资有限公司（以下简称“公司”）系由重庆市四面山旅游（集团）有限公司（以下简称“四面山旅游集团”）单独出资组建的有限责任公司。公司成立时注册资本为 0.80 亿元，实缴出资额为 0.80 亿元。截至 2018 年末，公司注册资本及实收资本均为 13.75 亿元，四面山旅游集团持股比例为 100.00%，重庆市江津区国有资产管理中心为公司实际控制人。

公司经营范围：县内班车客运、县内包车客运、客运站经营；四面山景区水域旅游客船运输、四面山景区水域普通货船运输；（以上范围按许可证核定事项和期限从事经营）向旅游行业投资；旅游资源开发；景区经营管理；会议及展览服务；棚户区改造；土地开发整治；（以下经营范围仅限分支机构凭有效许可证经营）餐饮服务、住宿服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2018 年末，公司设置了规划设计部、财务部、运输管理部等 5 个职能部门（详情见附件 2）；公司合并在职员工 274 人。截至 2018 年末，公司合并范围子公司 3 家，均为公司设立。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 89.15 亿元，负债合计 46.69 亿元，所有者权益 42.47 亿元，全部归属于母公司所有者。2018 年，公司实现营业收入 9.35 亿元，净利润 1.22 亿元，全部归属于母公司所有者；经营活动产生的现金流量净额-14.60 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.94 亿元。

公司注册地址：重庆市江津区四面山风景名胜区龙潭路 3 幢 1-1 号；法定代表人：杨欣欣。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“2019 年重庆市四面山旅游投资有限公司停车场建设专项债券”（以下简称“本次债券”），发行金额 8.80 亿元，期限 7 年，附第 4 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，本次债券在债券存续期的第 3 年到第 7 年每年偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付。若在本次债券存续期的第 4 年末发生全部回售，则公司需于第 4 年末将剩余本息全部偿还；若本次债券存续期的第 4 年末未回售或者发生部分回售，则本次债券于存续期内第 5 年末至第 7 年末每年分别等额偿还第 4 年末剩余本金（即发行总额减去第 3 年末、第 4 年末的分期偿付本金金额及第 5 年末回售金额的本金余额）。

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

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金中 7.20 亿元用于四面山停车场建设项目（以下简称“募投项目”），剩余部分用于补充营运资金。如下表 1 所示。

表 1 本次债券募集资金投向情况表（单位：万元、%）

项目名称	总投资额	拟使用募集资金	募集资金占项目总投资比例
四面山停车场建设项目	110,492.00	72,000.00	65.16
补充流动资金	--	48,000.00	--

资料来源：公司提供

(1) 募投项目概况

江津四面山停车场建设项目总用地面积 508.03 亩，总建筑面积 258,670 平方米（不含地面停车位面积）。其中停车位建筑面积 224,930 平方米、配套商业设施 33,740 平方米（按停车位建筑面积 15%考虑）。新建停车场 10 个、停车位 10,045 个。其中地面停车位 3,389 个（小型车位 3,139 个、大型车位 250 个）、车位面积 106,670 平方米（不计入建筑面积）；地下停车位 5,050 个、车位面积 176,750 平方米；地上立体停车位 1,606 个、车位面积 48,180 平方米。同时，配套建设充电桩、给排水、供电、标志标线、消防、通风等附属工程；建设期 2 年，运营期 18 年；建设时间为 2018 年 10 月开工，2020 年 10 月完工，建设工期 24 个月。

(2) 募投项目审批情况

目前，募投项目主要审批文件均已到位，具体政府部门审批、核准文件情况如下：

表 2 募投项目审批文件

序号	发文机关	批文名称	批文文号	发文日期
1	重庆市江津区发展和改革委员会	重庆市江津区发展和改革委员会关于江津四面山停车场项目立项的批复	津发改投〔2018〕206 号	2018-4-26
2	重庆市江津区规划局建设项目选址意见书附件	建设项目选址意见书附件	选字第市政 500381201800040 号-500381201800052 号	2018-4-10
3	重庆市江津区国土资源和房屋管理局	重庆市江津区国土资源和房屋管理局关于江津四面山停车场项目用地核查的复函	江津国土房管函〔2018〕274 号	2018-6-13
4	重庆市江津区发展和改革委员会	固定资产投资项免予节能审查承诺书	--	2018-6-15
5	重庆市江津区发展和改革委员会	重庆市江津区发展和改革委员会关于江津四面山停车场项目可行性研究报告的批复	津发改投〔2018〕307 号	2018-6-15
6	重庆市江津区四面山管理委员会	重庆市江津区四面山管理委员会关于对江津四面山停车场项目社会稳定风险评估的函	四面山管委发〔2018〕44 号	2018-7-03
7	重庆市江津区环境保护局	重庆市建设项目环境影响评价文件批准书	渝（津）环准〔2018〕276 号	2018-9-27

资料来源：公司提供

(3) 经济效益分析

募投项目建成后收入预计来源于停车位的出租和出售收入、配套商业收入和充电桩收入。根据重庆同丰工程管理咨询有限公司出具的《江津四面山停车场建设项目可行性研究报告》，募投项目车位收入预计为 104,958 万元，商业配套收入预计为 49,567 万元，充电桩收入预计为 30,242 万元，预计项目运营期内可实现收入合计 184,767 万元。

三、行业分析及区域经济环境

1. 基础设施行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设。城市基础设施建设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，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90%增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，

是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

(2) 行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险控制体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会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；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。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等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 3 2018 年以来与城投企业相关产业政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《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	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。

2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发（2019）6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年末，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70% 以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体

部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 区域经济环境

(1) 江津区概况

江津区位于重庆市西南部，毗邻四川省合江县和贵州省习水县，是重庆辐射川南黔北的重要门户，江津区总面积达 3,219 平方公里，下辖 4 个街道办事处、25 个镇，总人口 153 万人。

江津区处于重庆城市发展新区的前沿口岸，有 200 平方公里的区域在重庆二环周边，城区距重庆主城 42 公里、距江北机场 70 公里。江津区毗邻长江，境内有长江黄金水道 127 公里。重庆市二环、三环高速、渝滇高速、渝泸高速、江习高速交汇于此，另有成渝、渝黔、渝昆铁路穿境而过，使江津区与重庆主城紧密连接。此外，江津区拥有双福、德感、珞璜、白沙四个重庆特色工业园；商贸物流业蓬勃发展。

2016~2018 年，江津区全区实现地区生产总值（全口径）647.1 亿元、757.1 亿元和 902.3 亿元，年均复合增长 18.08%。2018 年，分产业看，第一产业实现增加值 93.1 亿元，增长 4.7%；第二产业实现增加值 518.5 亿元，增长 10.3%；第三产业实现增加值 290.7 亿元，增长 11.0%。三次产业对经济增长的贡献分别为 5.0%、60.4%、34.6%，其中工业对经济增长的贡献为 46.3%。三次产业比重由 11.3:60.4:28.3 调整为 10.3:57.5:32.2，江津区产业结构逐步优化。

2018 年，江津区地方综合财力 192.6 亿元，较 2017 年的 153.67 亿元大幅增长。其中，一般预算收入 71.23 亿元，同口径增长 10%，全区政府性基金预算收入 69.52 亿元，增长 51.1%，上级补助收入 51.85 亿元，较 2017 年的 43.57 亿元有所增长。2018 年，江津区一般公共预算支出 126.11 亿元，江津区财政自给率为 56.48%，财政自给能力较差。地方政府债务方面，截至 2018 年末，江津区政府债务余额 118.5 亿元，其中，一般债务余额 51.5 亿元，专项债务余额 67 亿元，控制在限额以内，江津区政府债务率为 61.53%，江津区地方政府债务负担尚可。

(2) 四面山景区概况

四面山景区位于重庆西南部，距离重庆主城区 130 公里，距江津城区 90 公里，属云贵高原大娄山北翼余脉，系地质学上的倒置山。景区于 1988 年被确定为重庆市级自然保护区，1994 年被评为第三批国家级风景名胜区，2011 年被评为中国风景名胜区摄影基地、中国网民最关注的十大景区、“中国最美十大森林公园”，望乡台瀑布被评为“中国最美十大瀑布”，洪洞村被评为“全国特色景观旅游名村”，四面村荣获“全国休闲农业与乡村旅游示范点”称号，四面山爱情主题汽车影院露营地被评为“2013 年中国十大自驾游宿营地”，2014 年被评为“重庆首批市级旅游度假区”“影响世界的中国文化旅游名景”“江津四面山爱情朝圣之旅”全国十佳主题旅游线路，2016 年被评为“国家生态旅游示范区”“中国森林氧吧”“国家 AAAAA 级旅游景区”。

四面山景区幅员面积 213.37 平方公里，主要有望乡台、土地岩、龙潭湖、洪海、珍珠湖等核心景区（水口寺、坪山、大窝铺原始森林 3 大景区暂未开发）、128 个景点，是中国长寿之乡、富硒之地，自然景观独特、生态环境优美、旅游资源丰富，极具游憩价值，是休闲度假的旅游目的地。“奇山”“异水”“红石”“厚文”四大景观资源特色明显。目前拥有望乡台景区、土地岩景区、龙潭湖景区、洪海景区和珍珠湖景区。

总体看，江津区经济快速增长，综合财力大幅提升，四面山景区地理位置优越，景区资源丰富，为公司发展提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是四面山景区最主要的旅游开发基础设施建设以及景区运营主体。公司主营业务为四面山风景区投资开发与经营业务、旅客运输业务和游船业务以及工程代建业务，公司景区业务主要依托于重庆市江津区四面山风景区，为游客提供景区观光、景区客运、景区水域运输等服务，公司工程代建业务主要为景区内基础设施及相关配套设施的工程建设项目。公司业务在四面山景区具有专营优势。

总体看，公司作为四面山景区最主要的旅游开发与景区运营主体，具备很强的区域专营性。

2. 人员素质

公司仅配备 2 名高管人员，包括 1 名总经理和 1 名财务负责人。

杨欣欣女士，1982 年生，本科学历；历任深圳市中旭企业管理股份有限公司总经理助理，深圳市中旭企业管理股份有限公司副总经理，重庆市江津区千瀑旅行社有限责任公司经理，重庆市四面山酒店管理有限责任公司副总经理，现任公司法定代表人、执行董事、总经理。

熊孝伟先生，1990 年生，本科学历；现任公司财务负责人。

总体看，公司高管人员经验相对不足，对公司管理能力提出较大挑战。

3. 外部支持

(1) 资本金注入

2015~2016 年，公司股东四面山旅游集团分别以货币形式向公司增资 2.38 亿元和 7.00 亿元，公司资本实力得到有效扩充。

(2) 资产划拨

近年来，为支持公司业务发展，江津区政府分多次将土地、景区资产和部分工程等资产划转给公司。2016 年 1 月，四面山管委会将 11 宗土地资产划转至公司，评估价值合计 3.12 亿元；将水口寺景区开发建设项目等 14 处景区基础设施划转给公司，评估价值合计 17.94 亿元。2016 年 11 月，四面山管委会将 5 项已结算审计工程划转给公司，包括江津中山游渡河至斑竹园公路改建工程、四面山森林资源管理局响水滩管护站工程、四面山头道河游客换乘中心工程、四面山头道河游客换乘中心改建工程、四面山小城镇基础设施建设项目头道河停车场工程，审定金额合计 1.64 亿元。

(3) 政府补贴

根据《江津区企业补助资金管理暂行办法》的规定，针对符合国家鼓励类产业、符合国家、市级关于各类专项资金支持范围、鼓励和支持新增重点税源项目、鼓励支持创新类产业项目、区政府鼓励扶持的其他项目，区财政局或区主管部门将给予资金补助，并将补助资金纳入区财政预算管理。补助方式为：财政补助，财政补助原则上最高不超过项目投资的 40%；贷款贴息补助，贷款贴息补助不超过金融机构同期贷款利息的 70%。2016~2018 年，公司分别收到补助资金 0.90 亿元、1.90 亿元和 1.85 亿元。

总体看，近年来公司在资本金注入、资产划拨和政府补贴等方面获得外部支持力度较大。

五、公司治理

1. 法人治理结构

根据《公司法》等相关法律、法规的要求，公司制定了公司章程，以规范公司的组织和经营行为。

公司设股东会，股东会是公司权力机构，行使股东会职权。公司不设董事会，设执行董事，由股东委派或更换。执行董事每届任期三年，任期届满，经股东委派可以连任。执行董事对股东会负责。公司不设监事会，设监事 1 名，为职工监事。执行董事、高级管理人员不得兼任监事。公司目前监事 1 名，系由股东委派。

公司设经理 1 名，经理对执行董事负责，经理由执行董事决定聘任或者解聘。目前公司经理由执行董事兼任。

总体看，公司法人治理结构相对完善，运行情况较好。

2. 管理制度

公司设立了工程管理部、规划设计部、景区管理部、财务部和运输管理部共 5 个部门。公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，建立了会计核算、财务管理、风险控制、重大事项决策、人力资源管理、印章管理和使用等内部控制制度，涵盖公司经营的主要环节。

财务管理方面，公司按照企业会计准则和制度、会计法、税法、经济法等相关法律法规的规定，制定了《财务管理制度》，规范了财务管理的基础工作、资本金和负债管理、流动资产管理、长期资产管理、收入管理、成本费用管理、利润及利润分配管理、财务报告与财务分析等，明确了部门分工和职责，明确了审批流程，建立了较为完善的财务会计制度和内部控制体系。

人事管理方面，为加强员工管理，公司制定了《员工招聘与录用管理制度》等人力资源管理制度，制度明确了员工请休假、考勤、考核、行为规范等各项规定。公司的考核办法从工作业绩、工作态度、工作能力等三个方面，由上至下逐层考核，并将考核结果与绩效、晋升挂钩，发挥了有效激励作用。

关联交易方面，公司与关联企业之间的业务往来按一般市场经营规则进行，与其他业务往来企业同等对待。公司与关联企业之间不可避免的关联交易，遵循公平、公正的市场原则进行。公司同关联方之间的代购代销及提供其他劳务服务的价格，由国家定价的，适用国家定价；没有国家定价的，按市场价格确定；没有市场价格的，参照实际成本加合理费用原则由双方定价。

投融资及担保管理方面，公司严格执行各种融资及担保等经济事项管理，加强和规范内部控制，确保国有资产安全运行，主要包括：研究决定集团本部及下属全资、控股企业向金融机构或其他单位申请融资及发生的抵押、质押担保等行为；严格控制集团本部及下属全资、控股企业之间的互相担保；集团本部及下属全资、控股企业不能为其他单位提供任何形式的担保，对确需提供担保的，上报国资委批准。

总体看，公司内部管理制度较为健全，整体管理水平尚可。

六、经营分析

1. 经营概况

公司依托四面山景区开展业务，具体包括四面山景区的投资开发及运营，景区内基础设施建设及相关配套设施的工程代建业务。随着 2016 年新增工程代建收入，公司业务收入大幅增长，2016~2018 年，公司营业收入分别为 7.49 亿元、7.67 亿元和 9.35 亿元，公司工程代建收入占比很高，近三年分别为 96.08%、96.80%和 96.55%。

表 4 公司 2016~2018 年营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
景区运营收入	2,938.18	3.92	20.04	2,454.23	3.20	32.39	3,220.64	3.45	~16.19
工程代建收入	71,994.68	96.08	13.04	74,229.43	96.80	14.54	90,240.53	96.55	15.06
合计	74,932.85	100.00	13.32	76,683.66	100.00	15.12	93,461.17	100.00	13.98

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016~2018 年，公司毛利率较为稳定，分别为 13.32%、15.12%和 13.98%，其中工程代建业务毛利率持续增长，基本保持在 14%左右。2018 年由于景区运营业务毛利率大幅下滑，整体业务毛利率较 2017 年略有下降。

总体看，随着公司工程代建业务的不断推进，公司营业收入持续增长，整体业务毛利率波动较小。

2. 工程代建业务

公司作为四面山景区投资开发主体，承担着景区内基础设施建设及相关配套设施的建设工作。2016 年，四面山景区已成功申请成为国家 5A 级旅游景区，相关工作已基本结束，而创建国家级旅游度假区工作尚处于初步建设阶段。度假区总规划面积为 9.62 平方公里，将依托四面山 5A 级旅游景区，打造成为主体形象鲜明、比较优势明显、基础设施完备、配套服务齐全和生态环境优良的国家级旅游度假区，计划总投资超 50 亿元。

公司基础设施建设采用委托代建模式。2016 年以前，公司与重庆对外建设（集团）有限公司（以下简称“对外建设集团”）签订关于四面山风景区配套设施建设的《委托代建框架协议》。根据协议约定，对外建设集团委托公司承担四面山风景区配套设施建设代建工作，项目建设所需资金由公司筹集。2016 年开始，公司与重庆市江津区四屏镇人民政府签订代建协议，公司负责筹集项目建设所需资金，负责项目的建设和管理。收入确认方面，双方按照代建项目进度情况，根据公司完成的工作量进行工程结算，按照公司工程投资总额计提代建管理费一并纳入工程决算金额，一般情况下在工程完工后签署代建工程结算确认书，公司根据结算金额确认收入。其中创 5A 景区建设工程、中山古镇风貌改造工程和中山古镇新街道工程按工程投资的 15%计提代建管理费，江津区四面山旅游度假区基础设施建设项目、四面山宾馆区还房项目、四面山污水处理设施建设工程、会龙庄维修、布展、景区建设工程和四屏镇还房一期工程代建加成均为 25%。款项支付方面，公司各代建项目的具体支付期限和方式未明确约定，代建项目回款具有不确定性。

账务处理方面，公司代建项目投资资金计入“存货—开发成本”，公司根据代建工程结算确认书确定的当期结算金额确认收入，并计入“主营业务收入”，同时将相应的成本由“存货”转入

“主营业务成本”，当期未收到的代建工程款计入“应收账款”。2016年之前，公司工程代建业务未实现收入，随着代建工程的逐步完工，2016年开始公司部分项目达到结算条件并与对外建设集团进行了结算，确认 7.20 亿元工程代建收入，公司与外建集团无未决算收入；2017 年公司部分项目与江津区四屏镇政府进行了结算，全年确认工程代建收入 7.42 亿元。

2016~2018 年，公司已完工的代建项目主要有江津区四面山旅游度假区基础设施建设项目、中山古镇风貌改造工程、中山古镇新街道工程、四面山宾馆区还房项目和会龙庄维修、布展、景区建设工程等，总投资额 18.23 亿元，累计确认收入 14.50 亿元，累计收到回款 8.45 亿元。2018 年，公司确认代建收入 9.02 亿元，当年共计收到 4.50 亿元回款。整体看，公司代建业务回款效率偏低。

公司在建代建项目情况见表 6，项目总投资额 22.97 亿元，已投资 16.27 亿元。

表 5 2016~2018 年公司完工项目情况（单位：亿元）

项目名称	累计总投资	完工日期	累计确认收入	累计收到回款
会龙庄维修、布展、景区建设工程	0.55	2018 年	0.68	0.68
四面山宾馆区还房项目	0.64	2018 年	0.80	--
江津区四面山旅游度假区基础设施建设项目	12.64	2017 年	7.96	2.71
中山古镇风貌改造工程	2.70	2016 年	3.11	3.11
中山古镇新街道工程	1.70	2016 年	1.95	1.95
合计	18.23	--	14.50	8.45

资料来源：公司提供

表 6 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	已确认收入	已回款金额
创 5A 景区建设工程	1,312.00	123,937.93	65,578.16	51,337.53
四屏镇还房一期工程	4,500.00	3,585.48	4,481.85	--
四面山污水处理设施建设工程	10,000.00	6,807.49	8,509.36	--
江津区四面山镇燕子村至头道村沿线灾害抢险工程（四面山交通地灾抢险工程）	25,000.00	21,165.67	--	--
四面山游客集散中心	59,000.00	7,168.06	--	--
合计	229,700.00	162,664.60	78,569.37	51,337.53

资料来源：公司提供

目前，公司拟建项目主要有四面山景区生态修复工程、四面山污水处理工程、四面山景区生活饮用水、天然气安装工程、朝源观保护性利用项目和茶坝河漂流项目景观绿化工程，项目总投资规模为 11.56 亿元。

总体看，公司工程代建业务收入稳步增长，业务回款效率偏低，在建项目剩余投资规模较小，业务未来可持续性尚不明确。

3. 景区运营业务

四面山风景区幅员面积 213.37 平方公里，主要有龙潭湖、望乡台、土地岩、洪海、珍珠湖等五大核心景区，另有水口寺、坪山、大窝铺原始森林三大景区正在开发之中，共计景点 128 个。2014 年 6 月，四面山的第一条高速公路“江习高速公路”开工，“江习高速”已于 2018 年通车，开通后重庆主城至四面山仅需 1~1.5 个小时车程，四面山将成为距重庆主城最近的国家 5A 级旅游景区；此外，轻轨 5 号线、7 号线和 12 号线计划将跨江进入江津城区，大大提高江津与重庆主城的联系。

随着交通条件的改善，或将带动景区客流量和门票收入的增长。景区门票价格不分档，淡季旺季均为 110 元/人，景区内游船费用 8~25 元/人次不等。2015~2018 年，四面山景区全年游客量分别为 271.70 万人、307.01 万人、242.92 万人和 287.47 万人。2017 年游客量有所下降，主要系 2017 年下半年景区道路和其他设施陆续开始翻新、新建，对游客出游选择产生一定影响；2018 年，游客量有所增长，主要系江津至贵州的“江习”高速于 2018 年 7 月通车所致。

2016~2018 年，公司景区运营收入分别为 2,938.18 万元、2,454.23 万元和 3,220.64 万元，主要为景区门票收入；景区运营成本分别为 2,349.11 万元、1,659.21 万元和 3,742.17 万元，公司景区运营业务成本主要由景区维护成本及景区营销成本构成。2016~2018 年，公司景区运营业务毛利率分别为 20.04%、32.39%和-16.19%。2018 年公司景区运营业务毛利率大幅下降至负值，主要系当年四面山景区加大宣传和基础设施维护导致相关成本增加。

总体看，景区接待游客整体呈增长趋势，景区运营业务收入呈波动增长，业务毛利率变动很大。

4. 未来发展

未来公司将以四面山为中心整合区域旅游资源，立足四面山景区，将爱情天梯、中山古镇、双峰寺纳入大四面山景区线路，形成景区内循环精品线路；逐渐拓展到津东、津西、津北景区，形成区域循环线路；进而辐射到渝西片区各景点成立景区联盟，形成中循环线路；利用江习高速有效有序地推进渝川黔旅游“金三角”资源的整合，统筹协调“金三角”地区的旅游规划、项目开发、宣传营销、线路打造等，建立区域联动平台，最终实现渝川黔旅游“金三角”大循环，推动江津旅游的发展。公司未来将继续依托重庆市、四川省和贵州省庞大的人口优势及其旺盛的旅游需求，在自身自然风景资源的基础上，加快开展景区基础设施建设，稳步配套设施，增强景区游客接纳能力和服务质量。同时，以四面山国家 5A 级旅游景区为契机，响应重庆市城市发展新区建设规划，建设国家级旅游度假区，并借助区域交通条件的升级，向周边区域发挥辐射带动作用，将大四面山打造为世界知名、全国一流的情感体验型山水度假旅游目的地。

总体看，公司未来发展目标清晰，符合公司自身定位。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016~2018 年合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该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。公司根据财政部最新发布和修订的企业会计准则对会计政策进行相应变更，会计政策的变更主要对财务报表项目列示产生影响，对公司的净利润、总资产和净资产不产生实质影响。

截至 2018 年末，公司并表子公司共计 3 家。其中 2018 年合并范围新增 2 家子公司，为重庆市四面山致信实业有限公司及重庆市四面山屏安物业管理有限公司。总体看，公司合并范围变化不大，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

2016~2018 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 15.02%。截至 2018 年末，公司资产总额 89.15 亿元，较年初增长 20.03%。资产结构方面，2018 年末公司流动资产和非流动资产分别占 78.23%和 21.77%。其中流动资产占比较年初增长 5.60 个百分点，公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

2016~2018 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 22.88%。截至 2018 年末，公司流动资产 69.75 亿元，较年初增长 29.29%，主要系货币资金、应收类款项增长所致；主要由应收账款（占 14.17%）、其他应收款（占 54.14%）和存货（占 30.60%）构成。

公司货币资金主要由银行存款构成。截至 2018 年末，公司货币资金 0.68 亿元，较年初大幅下降 91.11%，主要系公司项目投入款及支出的往来款增长所致。

截至 2018 年末，公司应收账款 9.88 亿元，较年初增长 92.89%，主要系应收重庆市江津区四屏镇人民政府代建业务款项增长所致。账龄结构方面，1 年以内的占 94.13%、1~2 年的占 1.40%，2~3 年的占 4.55%，账龄较短。截至 2018 年末，公司共计提坏账准备 0.06 亿元，计提比例 0.58%。

2016~2018 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 36.05%。其中 2018 年较年初增长 67.87%，主要系对四面山旅游集团等关联单位往来借款增长所致。账龄结构方面，2018 年末按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款（共 16.80 亿元）以 1 年以内的（占 72.68%）为主。截至 2018 年末，公司共计提坏账准备 0.28 亿元。公司资产中应收类款项占比较大，对公司资金形成一定占用。

2016~2018 年，公司存货波动增长，年均复合增长 5.59%。截至 2018 年末，公司存货账面价值 21.34 亿元，主要由开发成本（占 75.45%）和待开发土地（占 24.55%）构成。其中开发成本 16.10 亿元，主要为公司土地一级开发过程中的动迁成本及部分自建、代建项目建设投入款；待开发成本 5.24 亿元，主要为尚未开发的土地使用权，其中 4.12 亿元用于公司抵押借款。

非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产有所下降，年均复合下降 4.31%。截至 2018 年末，公司非流动资产 19.40 亿元，较年初下降 4.54%，主要系固定资产下降所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 99.56%）构成。

公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成。2016~2018 年，公司固定资产有所下降，年均复合下降 4.49%。其中 2016 年固定资产较年初大幅增长，主要系四面山管委会当期划转资产所致，包括 14 处景区基础设施资产（评估价值 17.94 亿元）和 5 项景区已结算工程（审定金额 1.64 亿元）。截至 2018 年末，公司固定资产 19.32 亿元，较年初下降 4.71%，主要系公司房屋建筑物和机器设备计提折旧费用所致；共累计折旧 2.33 亿元，不存在减值情形，未提取固定资产减值准备。

截至 2018 年末，公司受限资产全部为土地使用权，受限资产共 4.12 亿元。

总体看，公司资产规模快速增长。公司资产以流动资产为主，资产中应收类款项规模大，对公司资金形成很大占用，存货中主要为代建项目，固定资产中景区内基础设施资产占比高，公司资产流动性弱，资产质量较差。

3. 负债及所有者权益

负债

2016~2018 年，公司负债快速增长，年均复合增长 30.47%。截至 2018 年末，公司负债总额 46.69 亿元，较年初增长 41.36%，主要系一年内到期的非流动负债和长期应付款增长所致。公司负债中流动负债占 31.17%、非流动负债占 68.83%，流动负债占比较年初增长 19.91 个百分点。

2016~2018 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 48.57%。截至 2018 年末，公司流动负债 14.55 亿元，较年初增长 291.19%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2018 年末，公司流动负债主要由短期借款（占 9.07%）、其他应付款（占 22.68%）和一年内到期的非流动负债（占 58.75%）构成。

2016~2018年，公司应付账款波动增长，年均复合增长33.35%。截至2018年末，公司应付账款0.67亿元，较年初增长203.40%，主要系随着发行人工程代建业务的开展，与相关业务单位的工程款增加所致。2018年末，公司应付账款主要系与泸州市第七建筑工程公司的工程款和重庆江津区远能电力工程有限公司的工程款，占应付账款余额的50%。从账龄来看，1年以内的占69.77%、1~2年的占1.87%、2~3年的占28.34%，账龄较短。

公司其他应付款主要是与关联方的资金往来。2016~2018年，公司其他应付款波动幅度较大，年均复合下降1.39%。其中2018年末，公司其他应付款3.30亿元，主要为与重庆市四面山旅游度假开发有限公司和重庆白沙文化旅游发展管理有限公司的业务往来款，分别为1.53亿元和1.00亿元。

截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债8.55亿元，较年初大幅增长，主要系一年内到期的长期借款增长所致。

2016~2018年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长24.20%。截至2018年末，公司非流动负债32.13亿元，较年初增长9.65%，主要系新增长期应付款所致。

公司的长期借款主要为抵押借款、质押借款和信用借款。2016~2018年，公司长期借款波动增长，年均复合增长10.35%。截至2018年末，公司长期借款18.82亿元，较年初下降9.45%，主要系抵押借款下降所致。

2016~2018年，公司应付债券年均复合增长0.57%。其中2016年应付债券为公司于2016年6月8日发行“16四面债”的私募债5.00亿元；2017年应付债券为8.05亿元，主要系公司于2017年4月20日发行了3.2亿元债务融资工具所致。截至2018年末，公司应付债券为4.95亿元，较年初下降38.52%，主要系偿付3.2亿元债务融资工具所致。

2016~2018年，公司新增长期应付款7.90亿元，全部为融资租赁款项，已纳入公司长期债务进行核算。

2016~2018年，公司全部债务快速增长，主要系长期债务快速增长所致。截至2018年末，公司全部债务为41.54亿元，其中短期债务占23.76%、长期债务占76.24%，以长期债务为主，债务结构较合理。

从债务比率来看，2016~2018年，随着公司有息债务的增长，公司近三年债务负担有所上升。截至2018年末，公司资产负债率、长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为52.37%、42.72%和49.45%。总体看，公司债务负担一般。

总体看，近三年，公司负债规模持续增长，以非流动负债为主；债务规模显著增长，债务构成以长期债务为主，债务负担有所加重但仍可控。

所有者权益

2016~2018年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长3.09%。截至2018年末，公司所有者权益42.47亿元，较年初增长2.95%，全部为归属于母公司所有者权益；主要由实收资本（占32.38%）、资本公积（占58.34%）和未分配利润（占8.35%）构成。

2016~2018年，公司实收资本保持稳定，均为13.75亿元。其中2018年实收资本全部为四面山旅游集团持有，主要系从中国农发重点建设基金有限公司回购0.33亿元股权所致。2016~2018年，公司资本公积保持稳定，均为24.77亿元。其中2016年资本公积增加22.71亿元，系四面山管委会划转的景区基础设施资产、土地使用权、工程项目等资产所致。

总体看，近年来，公司所有者权益持续增长，实收资本和资本公积占比较高，所有者权益结构较为稳定。但考虑到所有者权益中景区内基础设施资产（含道路等资产）占比高，权益质量偏差。

4. 盈利能力

公司营业收入主要以工程代建收入为主。2016~2018 年，公司营业收入不断增长，三年分别为 7.49 亿元、7.67 亿元和 9.35 亿元。其中 2018 年公司营业收入较年初增长 21.88%，主要系景区工程代建业务收入增长所致。2016~2018 年，公司利润总额分别为 1.30 亿元、1.25 亿元和 1.19 亿元。

期间费用方面，受管理费用上升影响，公司期间费用快速增长，2016~2018 年，公司期间费用分别为 0.50 亿元、1.55 亿元和 1.57 亿元。其中 2018 年期间费用占营业收入的比重由上年的 20.19% 降至 16.85%，公司期间费用控制能力小幅提升，但仍有待加强。

2016~2018 年，公司收到各类政府补助分别为 0.90 亿元、1.90 亿元和 1.85 亿元，对利润总额形成重要补充。

盈利指标方面，2016~2018 年，公司营业利润率波动下降，三年分别为 12.48%、13.78% 和 10.97%；总资本收益率分别为 2.93%、2.04% 和 1.70%，总资产报酬率分别为 2.92%、1.90% 和 1.59%，净资产收益率分别为 4.94%、3.18% 和 2.91%。公司整体盈利能力一般。

总体看，公司营业收入快速增长，费用控制能力小幅提升，受工程代建业务毛利率较低的影响，公司营业利润率有所下降；利润总额对政府补贴依赖程度较高，公司盈利能力一般。

5. 现金流

经营活动方面，2016~2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 7.17 亿元、8.63 亿元和 6.43 亿元。其中 2018 年经营活动现金流入主要由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金构成，分别为 4.55 亿元和 1.88 亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金较上年下降 32.22%，主要系公司回款有所下降所致。2016~2018 年，公司经营活动现金流出量波动下降，三年分别为 24.48 亿元、10.57 亿元和 21.03 亿元。其中 2018 年公司经营活动现金流出量主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金构成，分别为 9.44 亿元和 11.02 亿元。2016~2018 年，公司现金收入比分别为 43.94%、87.62% 和 48.72%，现金收入回笼程度有所下降，仍保持较低水平。2016~2018 年，公司经营活动现金流量净额分别为 -17.32 亿元、-1.93 亿元和 -14.60 亿元，经营活动现金流量净额波动较大。

投资活动方面，近三年，公司无投资活动现金流入。2016~2018 年，公司投资活动现金流出分别为 160.80 万元、857.28 万元和 325.58 万元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金。

筹资活动方面，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入波动下降，三年分别为 21.96 亿元、11.54 亿元和 15.02 亿元。其中 2018 年公司筹资活动现金流入全部为取得借款收到的现金。2016~2018 年，公司筹资活动现金流出快速增长，三年分别为 3.16 亿元、4.16 亿元和 7.33 亿元；其中 2018 年主要由偿还债务支付的现金 4.90 亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金 1.96 亿元构成。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 18.80 亿元、7.37 亿元和 7.69 亿元。

总体看，近年来，随着代建项目的工程建设及往来款的大幅净流出，公司经营活动现金持续净流出，为满足公司正常经营，公司对外融资规模加大，筹资活动现金净流入规模较大，公司面临较大外部融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司流动比率分别为 7.01 倍、14.50 倍和 4.79 倍，速动比率分别为 4.10 倍、9.52 倍和 3.33 倍，现金短期债务比分别为 0.89 倍、2.95 倍和 0.07 倍，整体看，公司短期偿债能力很弱，短期偿债压力明显。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司 EBITDA 持续增长，三年分别 1.44 亿元、2.30 亿元和 2.29 亿元。2017~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 23.65 倍和 19.55 倍；2016~2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.06 倍、0.07 倍和 0.06 倍。考虑到政府及股东对公司的支持，公司整体偿债能力较强。

截至 2018 年末，公司共获得银行授信总额为 33.78 亿元，尚未使用授信额度 8.52 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年末，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2018 年末，公司对外担保余额 17.80 亿元，占净资产的 41.92%，分别对重庆市德感工业园区建设有限公司担保 6.00 亿元、重庆市江津区珞璜开发建设有限公司担保 4.00 亿元、重庆市江津区滨江新城开发建设集团有限公司担保 4.50 亿元和重庆市四面山酒店管理有限责任公司 3.30 亿元。担保对象均为江津区地方政府重点支持发展的国有企业，目前被担保公司经营状况良好。但考虑到公司对外担保金额较大，仍具有一定的或有负债风险。

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1050011604140730X），截至 2019 年 4 月 4 日，公司无未结清及已结清不良或关注类信贷记录，存在两笔欠息记录，利息金额分别为 119.92 万元和 179.41 万元，根据重庆银行和中国农业银行出具的欠息说明，在付息日公司非贷款账户上有足够的存款金额和扣收利息，能按时还本付息，并无恶意欠息行为。根据公司提供的补充说明，上述欠息均属于人为操作失误原因，公司无恶意欠息行为。

总体看，公司短期偿债压力明显，近年来公司有息债务规模增长较快，长期偿债能力弱，考虑到政府及股东对公司的支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 89.31 亿元，负债 46.85 亿元，所有者权益 42.46 亿元；全部债务 41.54 亿元，其中应付债券 4.95 亿元；母公司资产负债率 52.46%，全部债务资本化比率 49.45%。母公司实现营业收入 9.31 万元，利润总额 1.17 亿元。

八、本次公司债券偿还能力分析

1. 本次公司债券对公司现有债务的影响

截至 2018 年末，公司全部债务为 41.54 亿元，本次拟发行债券规模为 8.80 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度不大，对公司现有债务影响不大。

以 2018 年末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 8.80 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 56.65%、54.24%和 48.80%，较发行前分别提高 4.28 个百分点、4.79 个百分点和 42.72 个百分点，债务负担有所上升；考虑到公司募集资金用于偿还公司到期债务，公司实际债务负担低于上述预测值。

2. 本次公司债券偿还能力分析

以 2018 年末的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 2.29 亿元，为本次公司债券发行额度（8.80 亿元）的 0.26 倍，EBITDA 对本次债券的保障能力一般；2018 年经营活动产生的现金流入 6.43 亿元，为本次公司债券发行额度（8.80 亿元）的 0.73 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司作为四面山景区开发建设和资产运营主体，外部支持力度较大，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、担保方

本次债券由兴农担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在本次债券存续期及本次债券到期之日起两年内，如公司不能全额兑付本期债券本息，则兴农担保应按照不能全部兑付专项债券本息承担担保责任。

兴农担保是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“重庆渝富”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城建”）及重庆市水务资产经营有限公司（以下简称“重庆水务”）共同发起设立，是全国第一家专司农村“三权”抵押融资的重庆市属国有企业。公司于 2011 年 8 月 31 日在重庆市工商行政管理局登记注册，注册资本 30 亿元，由全体股东分三期缴纳。截至 2017 年末，公司注册资本为 30 亿元，实收资本 29.50 亿元，其中重庆渝富集团持股比例为 60%、重庆城建持股比例为 20%、重庆水务持股比例为 20%。以上三家股东均为重庆市国资委旗下的全资子公司，公司实际控制人为重庆市国资委。

截至 2017 年末，兴农担保资产总额 223.73 亿元，其中货币资金 50.63 亿元；负债总额 126.04 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 15.61 亿元；股东权益 97.69 亿元，其中少数股东权益 42.28 亿元；担保余额 384.29 亿元。2017 年，兴农担保实现营业收入 6.12 亿元，净利润 1.48 亿元。

联合评级评定兴农担保主体长期信用等级为 AA+pi，评级展望为稳定。该信用等级反映了兴农担保担保能力很强，风险很低。

兴农担保为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本次债券的安全性，为本次债券的还本付息提供了有力的保障。

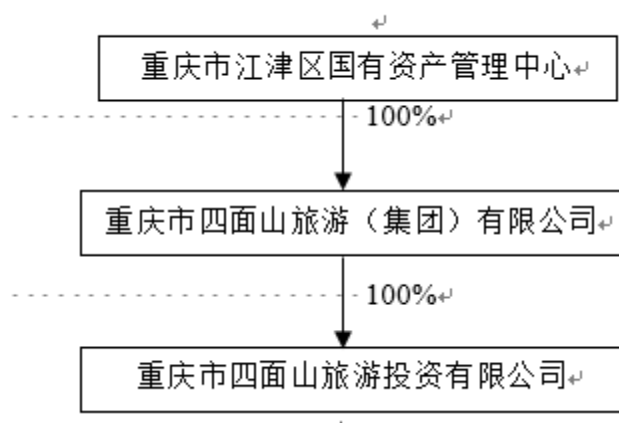
十、综合评价

联合评级对公司的评级反映了公司在区域专营性、资本注入及财政补贴等方面受到外部支持力度较大。近年来，公司资产、收入规模均持续增长。同时，联合评级也关注到公司代建工程业务回款效率偏低、工程代建业务未来可持续性尚不明确、应收类款项对资金占用严重、盈利能力较弱、利润对营业外收入依赖程度较高以及短期偿债压力明显等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

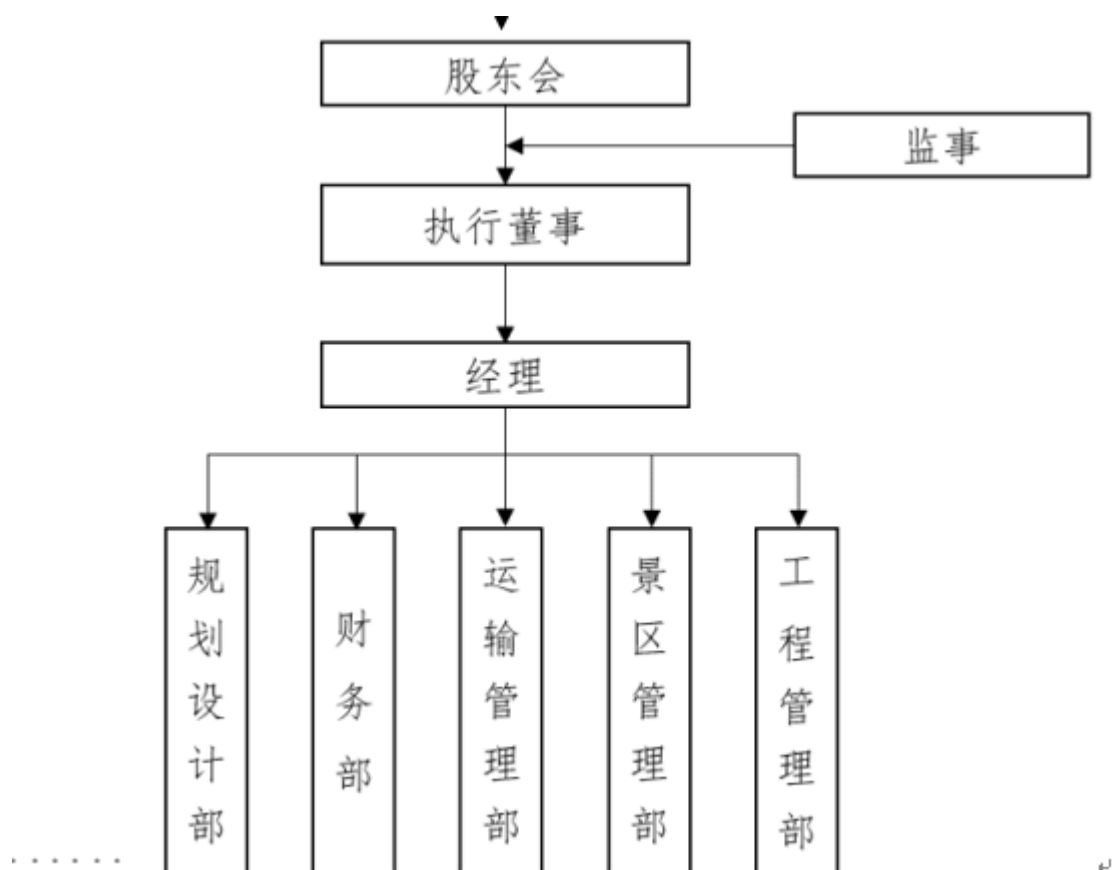
近年来重庆市江津区经济持续发展，四面山旅游资源丰富，公司有一定的发展潜力。未来，公司将继续开发整合四面山景区旅游资源，建设四面山国家 5A 级旅游景区，随着江习高速的通车，四面山旅游人次有望增长，公司景区运营及代建工程业务收入有望进一步增长。联合评级对公司的评级展望为稳定。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 重庆市四面山旅游投资有限公司 股权结构图



附件 2 重庆市四面山旅游投资有限公司
组织结构图



附件 3 重庆市四面山旅游投资有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	67.38	74.28	89.15
所有者权益 (亿元)	39.96	41.25	42.47
短期债务 (亿元)	2.68	2.58	9.87
长期债务 (亿元)	20.35	28.83	31.67
全部债务 (亿元)	23.03	31.41	41.54
营业收入 (亿元)	7.49	7.67	9.35
净利润 (亿元)	1.20	1.29	1.22
EBITDA (亿元)	1.44	2.30	2.29
经营性净现金流 (亿元)	-17.32	-1.93	-14.60
应收账款周转次数 (次)	3.57	1.64	1.25
存货周转次数 (次)	0.41	0.35	0.40
总资产周转次数 (次)	0.17	0.11	0.11
现金收入比率 (%)	43.94	87.62	48.72
总资本收益率 (%)	2.93	2.04	1.70
总资产报酬率 (%)	2.92	1.90	1.59
净资产收益率 (%)	4.94	3.18	2.91
营业利润率 (%)	12.48	13.78	10.97
费用收入比 (%)	6.64	20.19	16.85
资产负债率 (%)	40.70	44.46	52.37
全部债务资本化比率 (%)	36.56	43.23	49.45
长期债务资本化比率 (%)	33.74	41.14	42.72
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	23.65	19.55
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.07	0.06
流动比率 (倍)	7.01	14.50	4.79
速动比率 (倍)	4.10	9.52	3.33
现金短期债务比 (倍)	0.89	2.95	0.07
经营现金流流动负债比率 (%)	-262.70	-52.01	-100.33
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.16	0.26	0.26

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将长期应付款付息部分计入长期债务内核算

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次~上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入~主营业务成本) /主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入~营业成本~营业税金及附加) /营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入 ×100%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计~存货) /流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
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%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
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/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

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；

BB 级：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：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。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。