

2016 年重庆市兴荣控股集团有限公司

公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AA 级

债项信用等级：AA⁺级

评级时间：2017 年 6 月 28 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

2016 年重庆市兴荣控股集团有限公司公司债券跟踪评级报告

概要

编号：【新世纪跟踪[2017]100592】

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

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪：	AA 级	稳定	AA+级	2017 年 6 月
前次跟踪	AA 级	稳定	AA+级	2016 年 6 月
首次评级：	AA 级	稳定	AA+级	2015 年 9 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
金额单位：人民币亿元			
发行人合并数据及指标：			
总资产	146.47	169.40	176.79
总负债	90.81	112.74	115.44
刚性债务	67.45	77.83	78.62
所有者权益	55.66	56.65	61.35
营业收入	5.54	7.66	13.52
净利润	0.24	0.92	1.13
经营性现金净流入量	-5.65	-1.98	-17.96
EBITDA	1.79	2.56	2.70
资产负债率[%]	62.00	66.56	65.30
长短期债务比[%]	129.59	81.69	120.76
权益资本与刚性债务比率[%]	82.52	72.79	78.03
流动比率[%]	336.46	249.41	307.44
现金比率[%]	59.05	48.36	34.55
利息保障倍数[倍]	0.38	0.47	0.47
EBITDA/利息支出[倍]	0.44	0.51	0.51
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.03
瀚华担保数据及指标：			
总资产	48.35	52.79	57.83
股东权益	38.35	38.42	40.39
担保责任余额	255.54	290.07	430.74
担保责任放大倍数[倍]	6.66	7.55	10.67
荣昌区：			
GDP	300.42	329.83	368.12
GDP/行政面积	0.28	0.31	0.34
[亿元/平方公里]			
一般公共预算收入	22.14	24.91	25.23
政府性基金预算收入	13.11	12.36	14.01

注：发行人数据根据兴荣控股经审计的 2014-2016 年财务数据整理、计算。该公司审计报告采用旧会计准则，未将少数股东权益计入所有者权益。根据最新的企业会计准则，少数股东权益全部计入所有者权益。因此，本报告中相关计算将 2014-2016 年的所有者权益进行了调整。另外，营业收入也作了相应调整。担保方数据根据瀚华担保经审计的 2014-2016 年财务数据整理、计算。

分析师

刘明球 杨芸

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内，兴荣控股仍是荣昌区重要的基础设施建设主体，并获得了股东的货币注资；公司负债期限结构趋于合理，但刚性债务负担重，负债经营程度仍偏高。为推进实体化进程，2016 年公司转让了储备地的开发权与收益权，并与民营资金合作推动重点项目建设。跟踪期内，公司资金仍被大量占用，且未来仍有较大规模的投资，资金周转压力较大。此外，公司对外担保对象行业分布广，最高担保额规模较大，存在较大的代偿风险。

- 2016 年以来，荣昌区经济财力稳步增长，但税收收入占比仍较低，财政平衡对上级补助依赖度较高。兴荣控股作为荣昌区重要的投融资平台，可得到政府的持续支持。
- 跟踪期内，兴荣控股获得了股东的货币增资，资本实力进一步增强；受益于此，资产负债率略有下降。
- 跟踪期内，兴荣控股刚性债务规模有所增加，负债经营程度仍偏高，短期刚性债务有所减少，且债务期限结构趋于合理，但即期债务偿付压力仍较大。
- 跟踪期内，兴荣控股盈利主要依赖于转让储备地的开发权和收益权，不具有可持续性；且公司其他主营业务盈利能力仍较弱，对刚性债务及利息的保障能力偏弱。
- 跟踪期内，兴荣控股土地资产、房屋建筑及应收款项在总资产中占比较高，且土地资产受限程度较高，公司资产质量一般。此外，土地资产变现能力受当地土地市场影响大。
- 跟踪期内，兴荣控股资金被荣昌区政府及区内企事业单位大量占用，且公司未来仍有较大资本性支出，资金周转压力较大。

- 跟踪期内，兴荣控股对外担保对象行业分布广，提供的最高担保额规模较大，存在较大的代偿风险。
- 瀚华担保对本期债券的担保仍有效，有助于提升本期债券的偿债安全性。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照 2016 年重庆市兴荣控股集团有限公司（以下简称“兴荣控股”、“该公司”或“公司”）公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据兴荣控股提供的经审计的 2016 年审计报告及相关经营数据，对兴荣控股的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论。

一、债券发行情况

该公司于 2016 年 3 月发行了 9.00 亿元人民币的公司债券，期限 7 年。本期债券票面年利率 4.86%，计息方式为附息式固定利率，每年付息一次。本期债券设计本金提前偿还条款，即自本期债券存续期内第三年末起至第七年末，逐年分别按照本期债券发行总额的 20%、20%、20%、20%和 20%的比例偿还债券本金，最后五个计息年度每年的应付利息随当年兑付的本金一起支付。

本期债券的募集资金用于建设荣昌区黄金坡组团基础设施项目（以下简称“黄金坡项目”），黄金坡项目总投资 18.53 亿元，建设期为 3 年，项目已于 2013 年 6 月开工，截至 2017 年 3 月末已累计完成投资约 18 亿元，募集资金 9.00 亿元已全部使用。

截至 2017 年 5 月末，该公司已发行的待偿还债券本金合计为 15.20 亿元，公司债券还本付息情况正常。

图表1. 截至 2017 年 5 月末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
12 兴荣债	2012-4-19	2019-4-19	8.00	3.20	8.35
16 兴荣债	2016-3-31	2023-3-31	9.00	9.00	4.86
16 兴荣控股 PPN001	2016-7-20	2019-7-20	3.00	3.00	4.20
合计	-	-	20.00	15.20	-

资料来源：Wind 资讯

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

与上年末相比，2016 年末该公司纳入合并报表范围内的子公司未发生变化。但为了加快实体化进程，2016 年以来，公司加强与民营资金合作，

通过合资成立公司推动重点项目的建设，当年投资 0.54 亿元与重庆梅江园旅游开发（集团）有限公司成立重庆布典实业有限公司，以打造“中国夏布时尚小镇”，该笔投资在“长期股权投资”中核算。2017 年第一季度，公司投资 0.03 亿元与重庆兴昌辉腾旅游发展有限公司成立重庆兴昌辉腾旅游发展有限公司，以打造安陶小镇旅游景区。此外，公司拟投资 0.10 亿元与宏博集团及安徽鸿路钢结构股份有限公司合作成立重庆达兴建筑科技有限公司，从事钢结构绿色环保型建筑开发，目前该项目正在洽谈中。

跟踪期内，该公司获得股东货币增资 3.50 亿元，截至 2016 年末实收资本增至 15.00 亿元，公司资本实力进一步增强。除上述变动外，公司在股权结构、法人治理、管理制度和机构设置等方面均无重大变化。

（二）业务运营

2016 年以来，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 2016 年及 2017 年第一季度分别实现地区生产总值 368.12 亿元和 69.97 亿元，同比分别增长 10.8% 和 10.6%；从三产发展情况看，2016 年全区第一、二、三产业增加值分别为 49.18 亿元、229.21 亿元和 89.73 亿元，同比分别增长 4.1%、12.0% 和 11.5%，第二产业仍是主导产业，第三产业占比仍偏低。

图表2. 2014 年以来荣昌区主要经济发展指标（单位：亿元、%）

指标	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	300.42	12.0	329.87	11.7	368.12	10.8	69.97	10.6
第一产业增加值	40.35	4.8	43.71	4.3	49.18	4.1	5.63	3.4
第二产业增加值	190.40	14.4	207.77	13.0	229.21	12.0	38.91	11.4
第三产业增加值	69.67	9.5	78.39	12.1	89.73	11.5	25.43	10.9
工业增加值	155.26	13.1	167.04	11.6	182.35	10.8	28.95	10.8
固定资产投资	374.15	22.1	449.59	20.2	521.51	16.0	73.08	13.0
房地产开发投资	52.90	52.5	28.17	-46.7	-	-	-	-
工业投资	-	-	-	-	329.35	20.6	42.74	12.5
社会消费品零售总额	-	14.8	97.41	13.9	110.70	13.6	28.93	13.4
城镇居民人均可支配收入（万元）	1.13	12.3	2.72	8.3	2.96	8.8	0.90	8.7
农村常住居民人均可支配收入（万元）	1.18	12.3	2.52	9.8	1.43	9.9	0.46	9.5

资料来源：重庆市统计局官网

注：2014-2015 年荣昌区工业固定资产投资总额、2014 年荣昌区社会消费品零售总额及 2016 年房地产开发投资额未从公开资料获得

近年来，荣昌区大力推进新型产业发展，确立了生物医药产业、装备制造产业、电子信息产业、农副产品深加工和其他主导产业的“4+1”产业模式，其支撑作用日益显著。2016 年荣昌区完成规模以上工业总产值 812.6

亿元，较上年增长 14.5%；其中，生物医药产业、装备制造产业、电子信息产业和农副产品深加工四大主导产业完成规模以上工业总产值 707.2 亿元，占全区规模以上工业总产值的比重达 87.0%，较上年增长 18.4%。“十二五”期间，荣昌区积极构建“一区三园三基地¹”工业发展平台，其中工业园区于 2016 年 3 月升级为市级高新技术产业开发区，已基本形成“农牧高新、生物制药、高端装备制造、节能环保及新材料和现代服务业”协同发展的五大产业体系；2016 年荣昌区“一区三园”累计完成规模以上工业总产值 603.0 亿元，较上年增长 16.7%，园区集聚作用不断增强。从招商引资情况看，2016 年荣昌区积极推行产业垂直整合招商模式，当年共引进项目 270 个，合同资金达 310 亿元，到位资金为 200 亿元；其中工业项目 142 个，合同资金为 150 亿元，到位资金为 101 亿元。2017 年以来，荣昌区工业生产呈重工业生产平稳发展、轻工业生产增速较快的发展态势，第一季度全区规模以上工业企业完成产值 140.02 亿元，较上年同期增长 15.9%，其中，轻、重工业产值分别增长 24.7% 和 7.9%。此外，2017 年第一季度全区 37 户高新技术企业完成产值 21.7 亿元，较上年同期增长 27.3%，保持快速增长。

固定资产投资方面，2016 年荣昌区完成固定资产投资 521.51 亿元，较上年增长 16.0%，增速较上年降低 4.2 个百分点；其中，工业固定资产投资总额为 329.35 亿元，较上年增长 20.6%，总量居全市第 5 位。固定资产投资的较快增长，有力支撑和稳定了荣昌区经济增长。2017 年第一季度，荣昌区完成固定资产投资 73.08 亿元，较上年同期增长 13.0%；其中工业固定资产投资总额为 42.74 亿元，较上年同期增长 12.5%，总量居全市第 8 位。

2016 年以来，荣昌区采取多种措施促进房地产去库存，具体措施包括调控建设用地规模、引导未开发房地产用地转型利用、加大住房公积金对购房的支持力度、降低保障性住房门槛、货币化安置等方式，当年去存量商品房的面积达 72.84 万平方米。2017 年以来，荣昌区房地产开发投资额有所下降，第一季度完成房地产开发投资 6.19 亿元，较上年同期下降 18.7%。

此外，2016 年荣昌区旅游产业实现跨越式发展，已初步形成以万灵古镇、荣昌陶文创园和古佛山景区三大板块为重点的发展格局，当年全区旅游经济总收入和接待游客人次分别为 9.8 亿元和 365 万人次，同比分别增长 31.5% 和 25.8%。2017 年以来，荣昌区旅游发展趋势良好，第一季度共接待游客 135.92 万人次，实现旅游收入 3.81 亿元，同比分别增长 27.0% 和 31.9%。

¹ 其中，一区即荣昌工业园区，三园即板桥工业园、广富工业园和荣隆台湾工业园，三基地即吴家阀门特色产业基地、盘龙夏布产业基地和河包粉条基地。

受益于经济的平稳较快增长,2016 年荣昌区财力仍保持持续增长态势。当年全区一般公共预算收入完成 25.23 亿元,较上年增长 1.2%;其中,税收收入为 13.83 亿元,较上年增长 5.5%,占一般公共预算收入的比重为 54.6%,主要由城镇土地使用税、增值税、契税、企业所得税和营业税构成,地方一般公共预算收入质量一般;非税收入为 11.40 亿元,较上年下降 3.5%,主要由行政事业性收费收入和国有资源(资产)有偿使用收入构成,当年非税收入下降主要系行政事业性收费收入减少所致。2016 年荣昌区政府性基金预算收入完成 14.01 亿元,较上年增长 13.3%,其中国有土地使用权出让金为 13.83 亿元,较上年增长 14.0%。上级补助收入是荣昌区财力的重要组成部分,2016 年收到上级补助收入 25.28 亿元,较上年增长 8.68%。

在财政支出方面,2016 年以来荣昌区民生支出进一步增加,当年全区一般公共预算支出为 55.11 亿元,较上年增长 12%,其中民生支出为 36.5 亿元,占一般公共预算支出的比重为 66.23%,未来在民生及社会事业发展方面的支出仍将继续加大;一般公共预算自给率为 45.78%,一般公共预算自给能力弱,收支平衡对上级补助收入依赖度高。荣昌区政府性基金预算支出主要为城乡社区支出,具体包括土地整治和征地拆迁补偿支出及交通、市政、水利、园区等重大基础设施建设支出,2016 年全区政府性基金预算支出为 10.98 亿元,较上年下降 14%,其中城乡社区支出为 10.61 亿元,较上年下降 12.3%;当年荣昌区政府性基金预算自给率为 127.60%,政府性基金预算收入对支出的保障能力较好。

图表3. 2014-2016 年荣昌区财政收支情况(单位:亿元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年
(一) 一般公共预算收入	22.14	24.91	25.23
其中: 税收收入	10.65	13.11	13.83
非税收入	11.49	11.80	11.40
(二) 政府性基金预算收入	13.11	12.36	14.01
(三) 上级补助收入	21.73	23.26	25.28
合计	56.98	60.53	64.52
一般公共预算支出	44.87	49.23	55.11
政府性基金预算支出	16.38	12.76	10.98
合计	61.25	61.99	66.09

资料来源:兴荣控股

在政府债务方面,根据《重庆市荣昌区人民政府关于荣昌区 2016 年财政预算执行情况和 2017 年财政预算(草案)的报告》,截至 2016 年末,荣昌区政府债务余额为 52.6 亿元,地方政府总债务率为 80.45%,且无逾期债务,政府债务风险整体可控。截至 2016 年末,该公司累计纳入政府债务的债务为 13.77 亿元,其中 5.93 亿元为一类债务,公司累计收到政府债置换

资金 21.78 亿元，一方面冲减长期借款，一方面冲减“其他应收款-财政局”核算。

整体看，2016 年荣昌区经济继续保持平稳较快增长，地区综合财力进一步增强，但一般公共预算收入质量一般，且财政收支平衡对上级补助的依赖度高。目前，地方政府债务风险整体可控。

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。2016 年公司将持有的储备地的开发权和收益权转出，当年主营业务收入较上年增长 76.59%至 13.52 亿元，其中开发项目转让收入占比达 83.95%；当年营业毛利为 2.90 亿元，较上年增长 40.71%，其中开发项目转让毛利占比为 54.05%。受储备地块开发权和收益权转让影响，当年公司基建和土地整治业务对收入和毛利的贡献度大幅下降。

图表4. 2014-2016 年公司主营业务收入与毛利构成情况（单位：亿元、%）

类别	2014 年		2015 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
主营业务收入合计	5.56	100.00	7.66	100.00	13.52	100.00
开发项目转让	-	-	-	-	11.35	83.95
土地整治业务	4.13	74.32	5.85	76.39	0.76	5.65
代建项目	0.67	11.99	1.20	15.74	0.79	5.82
让渡资产使用权	0.57	10.21	0.52	6.74	0.49	3.62
其他业务	0.19	3.49	0.09	1.14	0.13	0.96
主营业务毛利	1.78	100.00	2.06	100.00	2.90	100.00
开发项目转让	-	-	-	-	1.57	54.05
土地整治业务	0.69	38.63	0.85	41.25	0.37	12.75
代建项目	0.49	27.49	0.72	34.82	0.46	16.00
让渡资产使用权	0.57	31.84	0.52	25.05	0.49	16.89
其他业务	0.04	2.05	-0.02	-1.13	0.01	0.31
主营业务毛利率	32.06		26.89		21.42	
开发项目转让	-		-		13.79	
土地整治业务	16.67		14.52		48.35	
代建项目	73.50		59.50		58.88	
让渡资产使用权	100.00		100.00		100.00	
其他业务	18.82		-26.55		7.01	

资料来源：兴荣控股

1. 开发项目转让

为加快实体化进程，根据荣昌府[2016]206 号文件，2016 年该公司将拥有的荣昌县北部新区储备地、西部宜居区储备地及联升果园、北部新区（荣峰河地块）和工人村片区 7#地块对外转让，上述资产累计已投入 9.79 亿元，协议转让价为 11.35 亿元，截至 2016 年末已收到项目转让金 7.33 亿元，剩余资金预计于 2017 年收回。截至 2016 年末，公司账面已无储备地。

图表5. 2016 年公司项目转让明细 (单位: 亿元)

转让项目	项目承接方	累计投入	确认收入	已收到资金
荣昌县北部新区 1#储备地	重庆宏博置业集团古 昌建筑工程有限公司	0.12	0.14	0.09
小计	-	0.12	0.14	0.09
荣昌县北部新区 2#储备地	重庆邦德投资控股集 团有限公司	0.35	0.41	1.97
荣昌县北部新区 3#储备地		0.38	0.45	
荣昌县北部新区 4#储备地		0.23	0.27	
荣昌县北部新区 5#储备地		0.35	0.40	
荣昌县北部新区 6-1 号储备地		0.08	0.10	
荣昌县北部新区 6-2 号储备地		0.06	0.07	
荣昌县北部新区 7 号储备地		0.41	0.47	
荣昌县北部新区 8-1 号储备地		0.03	0.03	
荣昌县北部新区 8-2 号储备地		0.02	0.03	
荣昌县北部新区 8-3 号储备地		0.00	0.00	
荣昌县北部新区 8-4 号储备地		0.02	0.02	
荣昌县北部新区 8-5 号储备地		0.03	0.03	
荣昌县北部新区 8-6 号储备地		0.07	0.08	
荣昌县北部新区 9 号储备地		0.12	0.14	
小计	-	2.15	2.50	1.97
荣昌县西部宜居区 1 号储备地	荣昌区奥通公路工程 有限公司	0.17	0.20	3.26
荣昌县西部宜居区 2 号储备地		0.38	0.43	
荣昌县西部宜居区 3 号储备地		0.38	0.44	
荣昌县西部宜居区 4 号储备地		0.40	0.47	
荣昌县西部宜居区 5 号储备地		0.41	0.47	
荣昌县西部宜居区 6 号储备地		0.41	0.47	
荣昌县西部宜居区 7 号储备地		0.41	0.48	
荣昌县西部宜居区 8 号储备地		0.33	0.38	
荣昌县西部宜居区 9 号储备地		0.37	0.43	
荣昌县西部宜居区 10 号储备地		0.36	0.42	
荣昌县西部宜居区 11 号储备地		0.36	0.42	
荣昌县西部宜居区 12 号储备地		0.51	0.59	
荣昌县西部宜居区 13 号储备地		0.36	0.42	
小计	-	4.85	5.62	3.26
联升果园	重庆市众志建筑工程 有限公司	0.12	0.14	0.11
北部新区 (荣峰河地块)	重庆市荣城建筑工程 有限责任公司	0.90	1.05	1.90
工人村片区 7#地块		1.65	1.92	-
小计	-	2.67	3.11	1.90
合计		9.79	11.37 ²	7.33

资料来源: 兴荣控股

2. 土地整治业务

该公司土地整治业务由公司本部负责, 前期开发资金由公司垫付, 土地整治完成后交付荣昌区土地储备中心验收, 并于每年 6 月对前一年 7 月

² 与协议价 11.35 亿元存在 0.02 亿元的差异, 系“四舍五入”所致。

至本年 6 月交付的土地进行结算及确认该年度土地整治业务收入，其中，土地结算单价主要依据可比地块市价确认。目前，公司土地开发以存量地块为主，2016 年通过招拍挂取得土地 389.79 亩，拟用于二次开发，但由于尚未完成相关产证的办理，故在“预付账款”核算。

2016 年该公司共完成 3 个地块的开发整治工作，合计交付面积为 107.03 亩，较上年下降 67.37%，故当年土地整治业务收入较上年下降 86.94%至 0.76 亿元，且收到政府拨付的土地款 0.38 亿元，截至 2016 年末尚未收到的土地款为 0.38 亿元。

截至 2016 年末，该公司正在整理的地块为西部宜居区 3#地块、工人村片区 9#地块等，计划投资总额为 5.27 亿元，累计已投入 3.47 亿元，2017-2019 年计划每年均投入 0.60 亿元。

截至 2016 年末，该公司持有土地 5240.80 亩，账面价值为 45.77 亿元，较上年末减少 15.63%，系交付结转成本所致。其中，以出让方式获得的土地账面价值为 43.65 亿元，以政府划拨方式获得的土地账面价值为 2.12 亿元；商住用地账面价值为 43.12 亿元，面积为 4721.58 亩。公司预计 2017 年可交付地块面积为 14.13 万平方米，预计结算单价为 3000 元/平方米，可实现土地整治收入 4.24 亿元。

3. 代建项目

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，包括基础设施建设、保障性住房建设和市场化经营的代建业务，前期资金主要由公司垫付。公司存量的基础设施建设项目较多，业务开展模式涉及 BT 和委托代建两种，回购款均为竣工结算成本加成一定管理费率，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%，目前 BT 项目已基本竣工交付。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基建业务管理费；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。2016 年公司收到基建业务回购资金 10.29 亿元（含直接置换存量债的部分）。

在账务处理上，该公司保障性住房建成后除群众集资所建的房产（即用于拆迁安置的房源）外，其余部分均转为固定资产，所投入资金的回笼依赖于商业配套的出租收入；基础设施建设项目完成竣工决算后由荣昌区政府回购，公司将回购金额和实际建设成本的差额确认为代建业务收入，实际开发支出则直接冲销不再确认成本；市场化经营的代建业务即公司通

过市场化的形式承包部分工程项目建设，工程项目委托方非地方政府部门，公司将收到的回购金额确认为代建业务收入、实际建设支出确认为代建业务成本。2016 年公司共确认代建业务收入 0.79 亿元³，较上年下降 34.67%，主要系当年完成竣工决算的公益性基建项目相比上年较少所致。

2016 年该公司共实施政府性代建项目 10 个，总投资额约 4.75 亿元。截至 2016 年末，公司已完工的基建项目包括北部新区一、二期项目、迎宾大道延伸段及跨线桥、西部宜居区一号路延伸段、昌龙大道延铁路桥、区螺罐村贯通大道工程等，累计投资额为 31.26 亿元，应收回购款为 36.77 亿元，累计已收回 33.08 亿元。截至 2016 年末，公司在建的基础设施建设项目累计已投入 25.22 亿元，其中已完工但尚未完成竣工决算的代建项目占比较大；目前公司主要在建的项目为棚户区改造工程，计划投资额为 6.28 亿元，截至 2016 年末已累计投入 5.38 亿元。

在保障房建设方面，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，截至 2016 年末累计收到棚改项目财政补贴款 3.39 亿元，其中 2016 年收到补贴资金 3.13 亿元。

目前该公司正在从事的荣昌区棚户区改造项目计划投资总额为 6.28 亿元，其中中央资金补助款为 1.24 亿元、市级财政补助资金为 1.06 亿元、县级及群众自筹资金 3.20 亿元，剩余资金由公司自筹，建设周期为 2009 年~2018 年，截至 2016 年末已累计投入 5.38 亿元，2017-2019 年公司计划每年投入 0.30 亿元。

为配合荣昌区建设新兴工业城市、生态休闲宜居区、现代农（畜牧）业示范区、川渝合作共赢先行区，该公司拟于 2017 年投入 0.60 亿元从事黄角树广场旧城改造。

4. 让渡资产使用权（即物业出租）

截至 2016 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，出租面积达 21.81 万平方米，按市价对外出租。为确保经营收益最大化，2016 年起公司严格按照国有资产出租程序对资产进行经营。但受经济下行影响，当年公司资产出租情况一般，故让渡资产使用权收入较上年下降 5.13%至 0.49 亿元。

³ 包括公益性市政代建业务收入，该部分数据该公司未提供。

5. 其他业务

除上述业务外，该公司还从事畜牧服务业务和物业管理与混凝土销售业务，2016 年上述业务发展平稳，分别实现营业收入 587.40 万元和 395.95 万元，同比分别增长 63.00%和 13.78%；营业毛利分别为 38.62 万元和 52.98 万元，同比分别增长 153%和 156%。

此外，2016 年该公司利用闲置土地建成城南停车场，一定程度缓解了荣昌区货车停车难及城区占道停车的现象，同时形成停车业务收入 66.96 万元，停车业务毛利为 3.8 万元，对公司收入形成一定补充。

（三）财务质量

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司执行旧的企业会计准则及相关规定。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 176.79 亿元，所有者权益合计为 61.35 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计为 60.58 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 13.52 亿元，净利润 1.13 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 1.12 亿元）；当年经营性净现金流为-17.96 亿元。

由于部分开发项目转出，该公司 2016 年实现营业收入 13.52 亿元，较上年增长 76.59%；营业毛利率为 21.42%，较上年降低 5.47 个百分点，主要受当年收入占比较大但毛利率较低的开发项目转让收入拉低。从主要业务板块看，开发项目转让毛利率为 13.79%；代建业务和让渡资产使用权业务毛利率基本稳定，分别为 58.88%和 100%；土地整治业务毛利率为 48.35%，较上年提高 33.83 个百分点，系当年土地结算价格大幅增长所致。2016 年公司期间费用为 1.66 亿元，由管理费用和财务费用构成，较上年下降 16.03%，主要系当年借款利息大部分资本化所致；期间费用率为 12.26%，较上年降低 13.53 个百分点，对营业毛利的影响进一步降低。

该公司盈利主要来源于主营业务，同时营业外收入和投资收益形成一定补充。2016 年公司实现净利润 1.13 亿元，较上年增长 22.44%；其中，投资收益为 0.19 亿元，较上年大幅增长，占净利润的比重为 16.96%，主要为公司购买理财产品形成的收益；营业外收入为 387.10 万元，较上年下降 96.45%，其中政府补贴收入较上年下降 99.44%，政府补贴大幅下降系公司逐渐向实体化公司转型，拟逐渐降低对财政补贴的依赖度。从资产盈利能

力看，2016 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.81%和 1.92%，盈利能力整体偏弱。

2016 年以来，该公司仍主要通过外部借款以满足项目建设资金需求，当年末负债总额较上年末增长 2.39%至 115.44 亿元；受益于股东注资 3.50 亿元，当年末资产负债率为 65.30%，较上年末降低 1.26 个百分点，但负债经营程度仍略高。此外，2016 年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；若将上述投资额 0.77 亿元视为债务，则公司资产负债率为 65.73%，较上年末降低 0.83 个百分点。

从债务期限结构看，2016 年末，该公司长短期债务比为 120.76%，较上年末提高 39.07 个百分点，公司负债以长期债务为主。从具体构成看，公司负债主要由刚性债务、其他应付款和专项应付款构成。其中，其他应付款主要为公司与地方政府部门及其他平台企业的往来款，2016 年末余额为 22.99 亿元，较上年末增长 3.60%，系往来款增加所致；专项应付款均为政府拨付的代建项目工程款，当年末余额为 10.75 亿元，较上年末增长 36.49%。2016 年末，公司刚性债务余额为 78.62 亿元，较上年末增长 1.02%，当年新发行 16 兴荣债和 16 兴荣控股 PPN001，新增债券本金共计 12.00 亿元；虽然刚性债务有所增加，但受益于股东注资，当年末股东权益与刚性债务比率为 78.03%，较上年末提高 5.24 个百分点。2016 年公司新增外部借款以长期借款为主，故当年末短期刚性债务余额为 26.22 亿元，较上年末下降 25.10%；短期刚性债务现金覆盖率为 68.89%，较上年末降低 16.83 个百分点，即期债务偿付压力增加。

截至 2016 年末，该公司对荣昌县棠城投资建设有限公司、重庆市荣昌区土地储备政治中心、重庆市荣昌区人民法院、重庆邦德投资控股集团有限公司等政府部门和地方企事业单位提供担保，最高担保金额合计为 74.06 亿元，对外担保对象行业分布较广，面临较大的代偿风险。此外，根据公司提供的 2017 年 5 月 15 日《企业信用报告》，目前公司共有 4 笔欠息借款和 2 笔尚未到期的关注类贷款，其中关注类贷款系国家开发银行对政府融资平台信贷资产管理的划分以及根据项目资产质量分类的结果，4 笔欠息借款主要系因公司疏忽引起，目前已全部偿付。

该公司经营性现金流主要反映开发项目转让、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。2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 8.45 亿元，较上年增长 70.65%，营业收入现金率为

62.49%，较上年降低 2.18 个百分点，主营业务获现能力进一步减弱。此外，由于当年公司支付给政府部门和其他单位的往来款规模较大，故当年经营性现金流资金缺口进一步扩大，公司经营活动产生的现金流量净额为-17.96 亿元。公司投资活动主要反映理财产品投资及股权投资，2016 年公司投入 13.56 亿元购买银行保本型理财产品，并收回到期理财产品投资额 14.61 亿元，故当年投资活动产生的现金流量金额为 0.17 亿元，近五年来首次呈净流入状态。公司基建业务、土地整治等所需资金主要依赖于外部筹资，2016 年筹资活动产生的现金流量净额为 17.45 亿元，持续呈净流入状态。但由于 2016 年公司与政府部门和其他平台单位的往来款净流出规模较大，以致当年筹资性现金流净额不能完全覆盖非筹资性现金流缺口，公司资金被占用明显。

2016 年该公司 EBITDA 为 2.70 亿元，较上年增长 5.57%，主要由利润总额及费用化利息支出构成。由于外部筹资规模较大，EBITDA 对利息支出及刚性债务的保障程度仍较低。

2016 年末，该公司所有者权益为 61.35 亿元，较上年末增长 8.29%；其中，实收资本为 15.00 亿元，较上年末增加 3.50 亿元，增加部分系股东货币增资；资本公积余额为 34.25 亿元，较上年末减少 0.53 亿元，当年因荣昌区整体规划需要，子公司重庆渝荣林业发展有限公司所持有的土地由政府收回从而减少资本公积 0.37 亿元；此外，公司无偿划出持有的重庆市荣昌区汇安置业有限公司 3.85% 的股权从而减少资本公积 0.11 亿元。从构成看，2016 年末，公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为 80.29%，资本结构稳定性较好。

2016 年末，该公司资产总额为 176.79 亿元，较上年末增长 4.37%，其中流动资产占比为 90.94%，公司资产仍以流动资产为主。2016 年末公司流动资产余额为 160.77 亿元，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。其中，货币资金余额为 17.31 亿元，较上年末减少 38.35%，受限货币资金占比为 33.77%，系票据保证金和质押的定期存单；由于当年公司与政府部门及其他单位的往来款流出规模较大，以致年末货币资金存量有所减少，故当年末现金比率为 34.55%，较上年末降低 13.81 个百分点，即期债务偿付压力增加。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 63.32 亿元，较上年末增长 43.16%，其中应收区财政局土地出让收入、往来款及借款 0.40 亿元，区国土局土地安置补偿款 6.43 亿元，以及其他区国有企业的垫付款、借款等合计 34.97 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。存货主要由土地整治成本和代建项目投入成本构成，当年末存货余额为 71.01

亿元，较上年末下降 7.74%，系部分项目完工结转所致；其中受限的土地资产账面价值为 27.47 亿元，占账面土地资产的比重为 60.02%，土地资产受限程度较高。

2016 年末，该公司非流动资产余额为 16.02 亿元，较上年末增长 9.48%，主要由固定资产构成，当年末固定资产余额为 8.70 亿元，其中受限资产账面价值为 2.97 亿元，占固定资产的比重为 34.12%，主要为房屋建筑物。

（四）担保分析

本期债券由瀚华担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截至 2016 年末，瀚华担保经审计合并报表口径资产总额 57.83 亿元，净资产 40.39 亿元，担保余额为 430.74 亿元，未到期责任准备金为 5.96 亿元，担保赔偿准备金为 6.83 亿元，担保责任放大倍数 10.67 倍；当年瀚华担保共实现担保业务收入 9.18 亿元，净利润 1.97 亿元。总体看，瀚华担保资本实力较强且业务规模不断扩大，风险准备金提取较充分，母公司瀚华金控股份有限公司在香港成功上市、能够给予瀚华担保一定资金支持，整体偿债能力较好，对本期债券担保有效性较强。跟踪期内，瀚华担保对外担保规模大幅扩张，期末担保责任放大倍数超过 10 倍，对瀚华担保的风险控制及管理能力提出了更高的要求。根据本评级机构 2016 年 10 月 27 日评定（新世纪企评[2016]020280），瀚华担保的主体信用级别为 AA⁺级，具有高信用质量和担保能力，其为本期债券的担保仍持续有效。

综上所述，2016 年荣昌区经济、财力保持稳定增长，一般公共预算自给率低，财政收支平衡对上级补助的依赖度高。跟踪期内，该公司仍是荣昌区最重要的基础设施建设投融资主体，获得了地方政府的货币增资，资本实力进一步增强；受益于此，公司资产负债率有所下降，但负债经营程度仍较高，刚性债务规模大；短期刚性债务规模虽有所下降，且债务期限结构趋于合理，但即期债务偿付压力仍较大。2016 年公司盈利主要依赖于转让储备地的开发权和收益权，不具有可持续性，且其他主营业务盈利能力仍偏弱，对刚性债务和利息的保障能力较弱。公司资产主要集中在土地资产、房屋建筑和应收款项，且土地资产受限程度较高，资产质量一般。跟踪期内，公司资金仍被政府及企事业单位大量占用，且未来仍有较大的项目资金需求，资金周转压力较大。此外，公司对外担保对象行业分布较广，提供的最高担保金额较大，存在较大的代偿风险。但公司土地资产较充裕，必要时可通过招拍挂为债务偿付提供一定保障。瀚华担保为本期债券提供的担保仍持续有效，保证了本期债券的安全性。

本评级机构仍将持续关注：(1) 荣昌区经济发展、财政实力及政府性债务总体压力情况；(2) 该公司实体化发展进程；(3) 公司其他应收款的回收情况；(4) 公司土地资产变现情况；(5) 公司项目建设未来投入及资金平衡状况；(6) 公司债务偿付情况；(7) 公司对外担保情况；(8) 瀚华担保的信用质量变化情况。

附录一：

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]	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 [亿元]	146.47	169.40	176.79
货币资金 [亿元]	22.35	28.08	17.31
刚性债务[亿元]	67.45	77.83	78.62
所有者权益 [亿元]	55.66	56.65	61.35
营业收入[亿元]	5.56	7.66	13.52
净利润 [亿元]	0.24	0.92	1.13
EBITDA[亿元]	1.79	2.56	2.70
经营性现金净流入量[亿元]	-5.65	-1.98	-17.96
投资性现金净流入量[亿元]	-1.40	-3.50	0.17
资产负债率[%]	62.00	66.56	65.30
长短期债务比[%]	129.59	81.69	120.76
权益资本与刚性债务比率[%]	82.52	72.79	78.03
流动比率[%]	336.46	249.41	307.44
速动比率 [%]	135.09	120.19	156.31
现金比率[%]	59.05	48.36	34.55
利息保障倍数[倍]	0.38	0.47	0.47
担保比率[%]	72.58	83.84	-
毛利率[%]	32.06	26.89	21.42
营业利润率[%]	-0.96	0.99	10.12
总资产报酬率[%]	1.17	1.49	1.44
净资产收益率[%]	0.43	1.64	1.92
净资产收益率*[%]	0.43	1.65	1.92
营业收入现金率[%]	127.62	64.67	62.49
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-17.15	-3.89	-31.41
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.26	-1.94	-15.74
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-21.42	-10.77	-31.10
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.06	-5.38	-15.58
EBITDA/利息支出[倍]	0.44	0.51	0.51
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.03

注 1.表中数据依据兴荣控股经审计的 2014-2016 年财务数据整理、计算。

注 2.兴荣控股未提供 2016 年末公司对外担保余额，故担保比率未计算。

附录二：

担保方主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据与指标：			
股东权益（亿元）	38.35	38.42	40.39
风险准备金（亿元）	10.29	12.40	14.76
总资产（亿元）	48.35	52.79	57.83
担保业务收入（亿元）	6.24	5.67	9.18
营业利润（亿元）	1.67	1.90	2.29
净利润（亿元）	1.60	1.57	1.97
营业利润率（%）	17.73	26.00	30.73
平均资本回报率（%）	4.45	4.09	5.00
风险准备金充足率（%）	4.03	4.28	3.43
担保放大倍数（倍）	6.66	7.55	10.67
融资担保责任放大倍数（倍）	5.10	5.17	7.83
资本充足率（%）	15.01	13.24	9.38
代偿保障率（%）	255.03	336.18	-
现金类资产比率（%）	85.23	74.72	74.36
担保业务：			
担保发生额（亿元）	287.58	322.15	-
担保责任余额(亿元)	255.54	290.07	430.74
累计担保代偿率（%）	1.93	1.94	-
累计代偿回收率（%）	18.70	42.13	-
累计代偿损失率（%）	30.65	19.85	-

注：表中数据依据瀚华担保经审计的 2014-2016 年财务数据整理、计算。

附录三：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+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

附录四：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 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	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级（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。