



2019 年重庆三峡产业投资有限公司城市 停车场建设专项债券 2021 年跟踪评级报 告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 梁楷



2019年重庆三峡产业投资有限公司城市停车场建设专项债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-06-28	2020-06-28

评级观点

- 中证鹏元对重庆三峡产业投资有限公司（以下简称“三峡投资”或“公司”）及其 2019 年 3 月发行的城市停车场建设专项债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司土地开发整治业务来源较有保障，继续获得较大力度的外部支持，并且瀚华融资担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，其他应收款存在坏账损失风险，面临较大的资金压力和短期偿债压力，以及一定的或有负债风险等风险因素。

债券概况

债券简称：19 渝三峡/19 渝三峡专项债

债券剩余规模：1.49 亿元

债券到期日期：2026 年 3 月 1 日

偿还方式：每年付息一次，在本期债券存续期的第三年末至第七年末，每年偿付本期债券发行总额的 20%

增信方式：保证担保

担保主体：瀚华融资担保股份有限公司

未来展望

- 预计公司土地开发整治业务来源较有保障，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	182.81	166.07	165.28
所有者权益	104.67	101.79	96.79
总债务	58.99	57.17	61.72
资产负债率	42.74%	38.71%	41.44%
现金短期债务比	0.35	0.30	0.40
营业收入	9.00	8.59	18.28
其他收益	1.65	2.71	3.68
利润总额	3.22	3.16	7.02
销售毛利率	13.64%	9.62%	8.80%
EBITDA	3.32	3.26	7.31
EBITDA 利息保障倍数	0.85	1.08	2.24
经营活动现金流净额	11.04	8.09	-1.66
收现比	0.55	1.08	0.22

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：游云星
youyx@cspengyuan.com

项目组成员：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82873258

优势

- **公司土地开发整治业务来源较有保障。**截至 2020 年末，公司主要在建土地开发整治项目已投资规模较大，有望给公司带来可持续性收入。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2020 年公司继续获得万州经济技术开发区（以下简称“万州经开区”）较大力度的支持，有效提升了公司的利润水平。
- **瀚华担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，瀚华担保主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱，其他应收款存在坏账损失风险。**截至 2020 年末，应收款项和储备土地占比较高，应收款项回收时间不确定，对营运资金占用较大，储备土地变现能力较弱，且公司部分资产受限。第二大其他应收款方重庆市万州华江机械工业有限公司存在较多历史失信信息，且账龄时间为 5 年以上，公司已计提坏账准备，但预计难以收回。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在开发整治土地项目及在建标准厂房等项目尚需投资规模较大。
- **公司面临较大的短期偿债压力。**公司债务规模较大且短期债务继续攀升，现金短期债务比仍处于较低水平，EBITDA 利息保障倍数下滑，盈利对利息的保障程度弱。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额较大，且均无反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年3月发行7年期1.49亿元债券，全部用于重庆三峡产业投资有限公司城市停车场及配套设施项目。截至2021年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2.23万元。

三、发行主体概况

根据2020年4月22日临时股东会决议，重庆万州经济技术开发区（集团）有限公司受让重庆万林投资发展有限公司持有的公司70.74%股权，本次股权转让于2020年5月26日完成工商变更登记，重庆万州经济技术开发区（集团）有限公司成为公司的唯一股东，持股100%。截至2020年末，公司无纳入合并范围的子公司。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。



积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，



部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域环境

2020 年以来重庆市经济呈复苏态势，随着国家推动成渝地区双城经济圈建设的战略部署，为重庆市高质量发展带来历史性机遇

重庆市是我国四大直辖市之一和长江上游经济带的核心城市，人口众多，交通体系完善，能源保障程度较高，自然资源丰富。重庆市工业基础良好，包括汽车摩托车、电子信息、建筑建材、装备制造和化工医疗等支柱产业。同时，重庆市正加快构建新一代产业体系，大数据、物联网、云计算、区块链等行业正快速成长。2020年，随着国家推动成渝地区双城经济圈建设的战略部署，双核引领发展态势明显，为重庆市高质量发展带来历史性机遇。受新冠疫情和汛情等因素影响，2020年重庆市经济增速有所放缓，但经济运行呈逐季恢复，全年实现地区生产总值25,002.79亿元，同比增长3.9%，经济增速居全国各省市前列。从产业结构来看，重庆市以第二、第三产业为主要支撑，三次产业结构比由2019年的6.6:40.2:53.2调整为2020年的7.2:40.0:52.8。

2020年重庆市工业经济整体有所放缓，但汽车、电子两大支柱产业以及新产业实现逆势成长。全年工业增加值6,990.77亿元，同比增长5.3%，规模以上工业增加值同比增长5.8%，其中汽车、电子两大产业拉动较大，汽车产业增加值同比增长10.1%，电子产业增加值同比增长13.9%。全年规模以上工业战略性新兴产业增加值比上年增长13.5%，高技术制造业增加值增长13.3%，占规模以上工业增加值的比重分别为28.0%和19.1%；新一代信息技术产业、生物产业、新材料产业、高端装备制造产业分别增长17.4%、4.7%、16.8%和9.0%；全年高技术产业投资比上年增长26.6%，占固定资产投资的比重为8.3%。

2020年重庆市固定资产投资总额比上年增加3.9%，增速有所放缓，其中，第一产业投资增长25.8%，第二产业投资增长5.9%。房地产投资方面，全年房地产开发投资4,351.96亿元，比上年下降2.0%，主要源于住宅投资、办公楼投资和商业营业用房投资均呈现下降趋势。2020年重庆市房地产销售面积为6,143.47万平方米，同比增长0.6%，其中住宅销售面积为4,814.49万平方米，同比减少6.5%，办公楼销售面积为106.73万平方米，同比增长27.6%。2020年，重庆市招商引资成果良好，受新冠疫情影响较小，全市全年合同引资1.46万亿元，到位资金2,947亿元，超额完成年度目标任务40%以上，成功引进比亚迪动力电池全球总部、中国电子重庆信创产业示范基地、三一西南智能制造、平安建设大健康产业园等一批重大项目。

2020年，受新冠疫情影响，重庆市社会消费品零售总额和旅游业均表现欠佳。2020年重庆市社会消费品零售总额比上年增长1.3%，增速较上年显著放缓，扣除价格因素实际下降0.9%，实际增速同比下滑7个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额增长1.0%，乡村消费品零售额增长3.7%。重庆市全年接待入境旅游人数14.63万人次，旅游外汇收入1.08亿美元，分别下降96.4%和95.7%。对外贸易方面，



全年进出口总额显著增加，全年货物进出口总额6,513.36亿元，比上年增长12.5%。其中，出口4,187.48亿元，增长12.8%；进口2,325.88亿元，增长11.9%。

表1 重庆市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	25,002.79	3.90%	23,605.77	6.30%
第一产业增加值	1,803.33	4.70%	1,551.42	3.60%
第二产业增加值	9,992.21	4.90%	9,496.8	6.40%
第三产业增加值	13,207.25	2.90%	12,557.51	6.40%
工业增加值	6,990.77	5.30%	6,656.72	6.40%
固定资产投资	-	3.90%	-	5.70%
社会消费品零售总额	-	1.30%	8,667.34	8.70%
进出口总额	6,513.36	12.50%	5,792.78	11.00%
存款余额（本外币）	42,854.31	8.50%	37,105.02	15.10%
贷款余额（本外币）	41,908.91	13.10%	36,233.20	15.30%
人均 GDP（元）		78,002		75,828
人均 GDP/全国人均 GDP		107.67%		106.96%

注：“-”表示未获取相关数据。

资料来源：重庆市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年重庆市全市实现公共财政收入2,094.80亿元，同比下降1.9%，其中税收收入1,430.70亿元，下降7.2%，占公共财政收入比重为68.30%；2020年重庆市政府性基金预算收入2,457.90亿元，同比增长9.3%，其中，国有土地使用权出让收入2,201.60亿元，同比增长17.10%；同期重庆市公共财政支出为4,893.90亿元，同比增长1.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为42.80%。

2020 年万州区经济稳步增长，第二产业增加值增速仍下滑，固定资产投资力度进一步增强

万州区属重庆市辖区，位于三峡库区腹地，是长江沿岸的重要港口之一，是渝东北、川东、鄂西、陕南、黔东、湘西的物资集散地。2020 年，万州区实现地区生产总值 970.68 亿元，比上年增长 2.4%，第一产业增加值 95.97 亿元，比上年增长 5.1%；第二产业增加值 268.00 亿元，比上年下降 0.3%；第三产业增加值 606.71 亿元，比上年增长 3.3%。三次产业结构比由 2019 年的 9.0:28.7:62.3 调整为 2020 年的 9.9:27.6:62.5，第二产业占比下降。按常住人口计算，2020 年万州区人均生产总值为 62,048 元，是全国平均水平的 85.65%。

2020 年万州区规模以上工业企业完成总产值 332.30 亿元，比上年增长 5.4%，其中，经开区 73 户企业完成总产值 260.48 亿元，比上年增长 6.2%。

2020 年万州区固定资产投资进一步增强，全年完成固定资产投资 202.94 亿元，比上年增长 8.5%。2020 年万州区房地产开发投资景气度有所下降，全年完成房地产开发投资 62.53 亿元，比上年下降 37.1%。2020 年实现社会消费品零售总额 345.80 亿元，比上年下降 2.0%。受疫情影响，万州区 2020 年



旅游业表现较差，全年接待国内游客 1,651.41 万人次，比上年下降 28.1%；实现国内旅游总收入 95.69 亿元，比上年下降 36.3%。接待入境游客 0.14 万人次，比上年下降 96.7%。

表2 万州区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	970.68	2.4%	920.91	3.2%
第一产业增加值	95.97	5.1%	83.31	4.7%
第二产业增加值	268.00	-0.3%	263.93	-3.3%
第三产业增加值	606.71	3.3%	573.67	6.3%
工业增加值	-	-	106.48	7.1%
固定资产投资	202.94	8.5%	187.02	0.5%
社会消费品零售总额	345.80	-2.0%	330.85	4.3%
进出口总额	39.84	190.0%	13.62	59.4%
存款余额（本外币）	1,404.71	14.1%	1,231.40	8.9%
贷款余额（本外币）	833.28	14.1%	730.04	9.6%
人均 GDP（元）		62,048		55,854
人均 GDP/全国人均 GDP		85.65%		78.79%

注：“-”表示数据未披露。

资料来源：2019-2020 年万州区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020 年，万州区实现公共财政收入 67.13 亿元，增长 25.8%，其中税收收入 38.34 亿元，占公共财政收入比重为 57.11%；实现政府性基金收入 50.30 亿元，增长 22.8%；实现上级补助收入 76.80 亿元；同期万州区公共财政支出为 161.34 亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 41.61%。

根据万州区财政局《万州区 2021 年 1-3 月财政预算收支执行情况》，2021 年一季度，万州区一般公共预算收入 16.87 亿元，同比增长 31.17%；政府性基金预算收入 2.34 亿元，同比下降 32.12%；万州区地方财政支出 28.84 亿元，增长 0.38 %。

五、经营与竞争

公司收入来源于天子园、五桥园和新田园内的土地开发整治、资产出售及出租等业务，其中土地开发整治收入占公司总收入的 90%以上，是公司主要收入来源。2020 年，公司实现营业收入 9.00 亿元，同比增长 4.79%，主要系公司 2020 年其他业务中的租金收入增长所致。2020 年公司土地开发整治业务毛利率保持稳定。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发整治	8.50	8.62%	8.49	8.62%
其他业务	0.49	100.00%	0.10	94.18%



合计	9.00	13.64%	8.59	9.62%
----	------	--------	------	-------

注：其他业务收入主要为租金收入、商业门面出售收入等。

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司土地开发整治收入变化不大，在开发整理项目规模较大，业务来源较有保障，但项目收益模式存在一定不确定性且存在较大的资金支出压力

公司承担了对万州经开区内天子园、五桥园和新田园内招商引资和产业建设所需的工业土地和商业土地进行开发整治职能，并对地块内及周边基础设施进行建设，每半年和万州经济技术开发区经济发展服务中心（以下简称“经开区发展中心”）、经开区财务局共同确认当期项目建设投入成本，并根据三方确定的储备土地整治成本及管理费用确认表确定当期的土地开发整治收入，土地开发整治收入包含项目建设投入成本、相关利息支出和管理费用，管理费按照实际成本和相关利息支出的10%左右的方式计提。由于相关款项需待土地出让后由经开区发展中心支付，土地开发整治收入的现金回款受房地产市场环境以及土地一级市场影响较大。

表4 2020年公司土地开发整治业务税前收入明细表（单位：亿元）

项目名称	收入
五桥园移民指标征地一期工程土地	0.51
新田园	0.50
玉城家园征地还房工程（六标段）	0.40
纵二路二期	0.31
百安大道延伸段道路工程	0.28
新田河综合治理工程（一标段）	0.25
新田河综合治理工程（二标段）	0.24
新田河综合治理工程（四标段）	0.22
白岩寨公园（五桥生态工业园回龙、天星社区公共配套设施项目）	0.15
天高路复线道路	0.15
新田河综合治理工程（三标段）	0.13
回龙路一期	0.13
经开区工业固废场	0.12
五桥次干道及管网工程一期（百安大道以北部分）	0.11
纵三路二期	0.11
其他	0.55
分摊土地借款利息	3.61
土地整治管理费用	0.78
税前收入合计	8.55

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建土地开发整治项目计划总投资188.82亿元，尚需投资87.96亿元，未来业务来源较有保障，但均未签订土地整理协议，项目收益模式存在一定不确定性。此外，项目投资规模较大，给公司带来较大的资金压力。



表5 截至 2020 年 12 月末公司在开发整理土地情况（单位：亩、亿元）

地块名称	面积	总投资额	已投资额	尚需投资
五桥园、天子园和新田园区域	31,470.00	188.82	100.86	87.96

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

租金收入为公司收入提供了一定的补充，公司在建项目已投资规模较大，项目完工后有望为公司带来一定的租金收入和资产出售收入

公司对外出租的资产位于天子园和五桥园，2020年末公司可出租面积为90.00万平方米，其中，标准厂房和办公楼面积合计52.00万平方米，公租房、廉租房及配套商业楼面积合计38.00万平方米。2020公司标准厂房和办公楼的月租金为8-15元/平方米，公租房、廉租房及其商业楼的月租金为8-15元/平方米。2020年公司租金收入为0.26亿元，租金收入同比增长160.00%，主要系租金单价上涨所致。本期债券募投项目已完工，2020年公司实现募投项目停车场及配套设施的出租及出售收入0.10亿元。

除对外出租外，公司还可出售商业门面取得收入，但该项收入受万州区房地产市场景气度和公司资产出让计划影响较大，2020公司未出售相关资产。截至2020年末，公司按公允价值计量的投资性房地产中商业门面、车库期末账面价值为188,542.00万元，均可对外出售，有望为公司带来较大规模的收入，但实现收入的时间存在不确定性。

此外，公司在建标准厂房、公租房等设施规模仍较大，公司将相关投入计入“在建工程”科目，2020年末，公司在建项目账面余额8.61亿元，项目完工后有望为公司带来一定的租金收入和资产出售收入，但受当地招商引资进度、房地产市场景气度和资产出让计划影响存在较大不确定性。

2020年公司继续获得较大力度的外部支持

公司承担天子园、五桥园、新田园内土地开发整治及基础设施投资、建设和管理，政府在政府补贴方面给予公司较大支持。2020年，公司获得万州经开区政府补助资金1.65亿元，较大程度提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告，报告采用新会计准则编制，2020年无纳入公司合并财务报表的子公司。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但应收款项占比较高，回收时间不确定，储备土地规模较大，资产流动



性较弱，存在坏账损失风险

2020年末公司总资产规模继续增长，以流动资产为主。

截至2020年末，公司货币资金余额5.96亿元，其中因票据保证金受限货币资金金额1.00亿元。2020年末公司应收账款增长至75.78亿元，全部系应收经开区发展中心土地开发整治业务欠款，公司对其不计提坏账准备，但未来回收时间不确定，对运营资金占用较大。截至2020年末，公司预付款项合计为13.41亿元，主要为预付经开区发展中心征地补偿款。其他应收款中，主要为政府单位及关联方欠款，2020年末其他应收款账面价值为17.54亿元，同比有所下降，主要系公司收回对经开区发展中心的往来款所致。第二大欠款方重庆市万州华江机械工业有限公司存在较多历史失信信息，且账龄时间为5年以上，已全额计提坏账准备1.18亿元，存在坏账损失风险。2020年末公司存货账面价值2.23亿元，全部系公司土地整治的项目支出成本。

截至2020年末，可供出售金融资产为4.00亿元，均按成本计量，主要系公司持有的重庆万州经开区股权投资基金合伙企业（有限合伙）20%股权，2020年取得投资收益0.22亿元。2020年末投资性房地产账面余额为18.85亿元，均按公允价值计量，主要为标准厂房和商业门面，其中账面余额为12.75亿元的投资性房地产已用于抵押。在建工程主要为标准化厂房以及安置房项目的投入成本，2020年末余额增长至8.61亿元，主要系天子园固体废物处置场等项目加大建设投资所致。其他非流动资产为储备土地，2020年末账面余额为33.62亿元。

近年公司资产规模保持增长，但应收款项和储备土地占比较高，应收款项回收时间不确定，对运营资金占用较大，储备土地变现能力较弱，2020年末公司因抵押受限的资产账面价值为13.90亿元，占总资产的7.61%。整体资产流动性较弱。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.96	3.26%	3.72	2.24%
应收账款	75.78	41.46%	71.44	43.02%
预付款项	13.41	7.34%	11.43	6.88%
其他应收款	17.54	9.60%	19.03	11.46%
存货	2.23	1.22%	0.00	0.00%
流动资产合计	115.06	62.94%	105.61	63.59%
可供出售金融资产	4.00	2.19%	4.00	2.41%
投资性房地产	18.85	10.31%	14.07	8.48%
在建工程	8.61	4.71%	5.34	3.21%
其他非流动资产	33.62	18.39%	34.43	20.73%
非流动资产合计	67.74	37.06%	60.46	36.41%



资产总计	182.81	100.00%	166.07	100.00%
------	--------	---------	--------	---------

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司未来土地开发整治业务来源较有保障，2020年公司收入水平有所增长，政府补助对公司利润贡献仍较大

公司主要收入主要来源于天子园、五桥园和新田园内的土地开发整治业务，2020年实现营业收入9.00亿元，主要系公司2020年租金收入增长所致。截至2020年末，公司主要在建土地开发整治项目计划总投资188.82亿元，尚需投资87.96亿元，未来业务来源较有保障，但均未签订土地整理协议，项目收益模式存在一定不确定性。由于项目投资规模较大，公司面临较大的资金压力。商业门面等资产出售可为公司提供一定补充，但受市场景气度和公司资产出让计划影响存在一定不确定性。2020年公司销售毛利率同比增长4.02个百分点，主要系其他业务收入毛利率上升所致。

整体上看，公司收入水平有所增长，2020年公司实现利润总额3.22亿元。此外，2020年公司公允价值变动收益实现1.53亿元，主要系2020年公司投资性房地产公允价值大幅上升所致。2020年公司资产减值损失-0.58亿元，侵蚀利润。2020年公司获得政府补贴共计1.65亿元，占同期利润总额的比重为51.32%，政府补助对公司利润的贡献仍较大。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

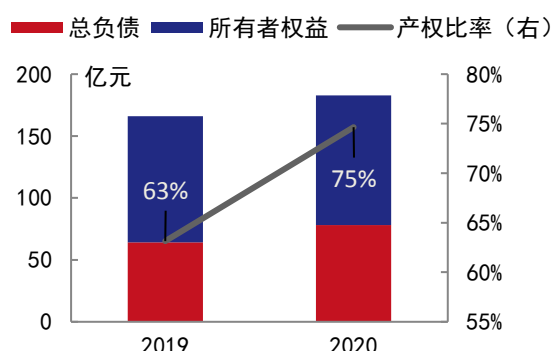
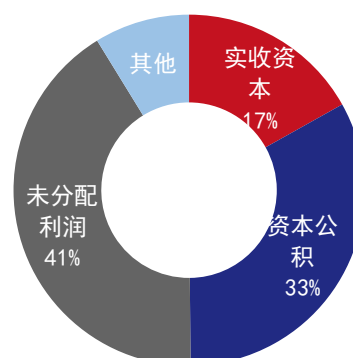
指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	9.00	8.59
收现比	0.55	1.08
营业利润	3.33	3.16
其他收益	1.65	2.71
公允价值变动收益	1.53	-0.35
资产减值损失	-0.58	-0.17
利润总额	3.22	3.16
销售毛利率	13.64%	9.62%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，短期债务明显增加，公司仍面临较大的短期偿债压力

随着公司其他应付款中往来款规模的增加，2020年末公司总负债达到78.13亿元，同比增长21.56%。2020年末公司所有者权益为104.67亿元，略有增长。2020年末公司产权比率随着负债总额的增加上升至74.65%，公司所有者权益对债务的保障能力尚可。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着公司其他应付款中往来款的增长，2020年末公司流动负债占比大幅上升。截至2020年末，公司短期借款为1.00亿元，全部系保证借款。2020年末公司新增商业承兑汇票2.00亿元。公司其他应付款较上年末大幅增长，主要系往来款增加所致。一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款。

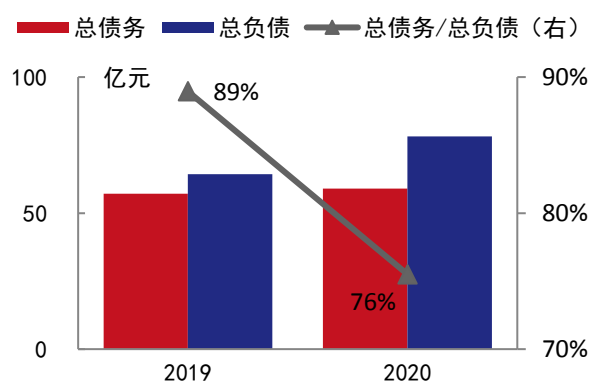
2020年末，公司长期借款余额为14.10亿元，利率区间为4.75%~7.13%。应付债券余额为27.31亿元，新增主要系公司发行7亿元银行间市场定向债务融资工具所致。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

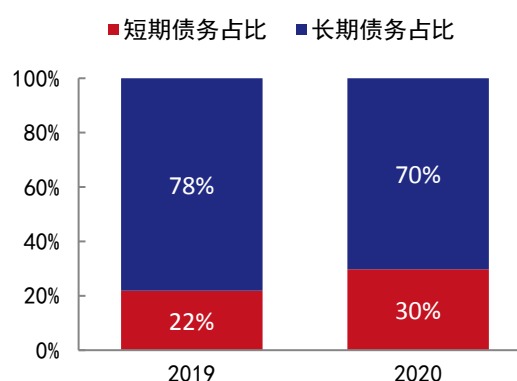
项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.00	1.28%	1.00	1.56%
应付票据	2.00	2.56%	0.00	0.00%
其他应付款	17.77	22.74%	5.51	8.58%
一年内到期的非流动负债	14.34	18.35%	11.48	17.86%
流动负债合计	35.24	45.10%	18.61	28.96%
长期借款	14.10	18.05%	24.34	37.87%
应付债券	27.31	34.95%	20.36	31.67%
非流动负债合计	42.90	54.90%	45.66	71.04%
负债合计	78.13	100.00%	64.28	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末公司总债务规模为58.99亿元，占总负债的75.50%，其中短期债务规模明显上升。

图3 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2020年末公司资产负债率上升至42.74%。公司现金短期债务比仍位于较低水平，现金类资产无法覆盖公司短期债务。EBITDA利息保障倍数下滑，盈利对利息的保障程度下降。整体来看，公司债务规模较大且短期债务继续攀升，整体债务水平较高，短期债务压力仍较大。

表9 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	42.74%	38.71%
现金短期债务比	0.35	0.30
EBITDA 利息保障倍数	0.85	1.08

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2018 年 1 月 1 日至报告查询日（2021 年 4 月 12 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至 2020 年末，公司对外担保余额合计 435,122.00 万元，占 2020 年末公司净资产的 41.57%，被担保方均为国有企业，均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表10 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额
重庆万林投资发展有限公司	21,000.00
重庆万林投资发展有限公司	6,862.00



重庆万林投资发展有限公司	21,000.00
重庆万林投资发展有限公司	54,010.00
重庆万林投资发展有限公司	111,250.00
重庆万林投资发展有限公司	9,000.00
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	16,000.00
重庆万州经济技术开发（集团）有限公司	16,000.00
重庆万林投资发展有限公司	80,000.00
重庆万林投资发展有限公司	50,000.00
重庆万林投资发展有限公司	50,000.00
合计	435,122.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

瀚华担保为本期债券提供的保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平

瀚华担保原名瀚华担保股份有限公司，系经重庆市金融工作办公室批准，由瀚华金控股份有限公司等6名法人及19位自然人于2009年8月共同发起设立。2018年瀚华担保经重庆市工商行政管理局批准更名为现名。瀚华担保经多次股权变更，截至2020年末，注册资本和实收资本均为35.00亿元，控股股东为瀚华金控股份有限公司，无实际控制人，股权结构如下表所示。

表11 截至2020年末瀚华担保股权结构

股东名称	投资额（万元）	持股比例（%）
瀚华金控股份有限公司	349,650.00	99.90
重庆惠微投资有限公司	350.00	0.10
合计	350,000.00	100.00

资料来源：瀚华担保提供

瀚华担保主要从事融资担保、履约担保、财产保全担保等担保业务，同时利用自有资金开展理财和投资业务。瀚华担保2020年实现营业收入7.04亿元，同比有所下降；从结构上来看，主要由担保业务、利息收入以及手续费及佣金收入等构成，其中已赚担保费占比为70.89%，为最主要收入来源。2020年瀚华担保担保业务收入4.99亿元，同比有所下降。瀚华担保利息收入主要来自银行存款及保证金利息收入、委托贷款利息收入和应收款项类利息收入，2020年利息收入小幅增长。

表12 瀚华担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	49,893.66	70.89%	52,377.07	69.82%	50,185.58	68.21%
利息收入	9,650.25	13.71%	8,105.95	10.81%	12,995.61	17.66%
手续费及佣金	9,197.70	13.07%	13,052.55	17.40%	9,145.97	12.43%



投资收益	1,200.11	1.71%	1,600.76	2.13%	667.28	0.91%
其他收入	437.33	0.62%	-118.30	-0.16%	579.52	0.79%
合计	70,379.05	100.00%	75,018.03	100.00%	73,573.96	100.00%

资料来源：瀚华担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，瀚华担保资产总额为60.35亿元，所有者权益为41.16亿元；2020年度，瀚华担保实现营业收入7.04亿元，净利润2.07亿元。

表13 近年瀚华担保主要财务数据（万元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	603,477.35	612,511.76	607,453.59
所有者权益合计	411,580.39	407,210.87	400,528.98
营业收入	70,379.05	75,018.03	73,573.96
担保费收入	49,893.66	52,377.07	50,185.58
净利润	20,732.86	24,700.19	23,867.32
净资产收益率	5.06%	6.12%	5.89%
融资担保责任余额（亿元）	-	249.23	295.02
准备金覆盖率	-	5.50%	4.79%
融资担保放大倍数	-	6.21	7.47
当期担保代偿率	-	0.49%	0.81%

资料来源：瀚华担保 2018-2020 年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定瀚华担保主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。



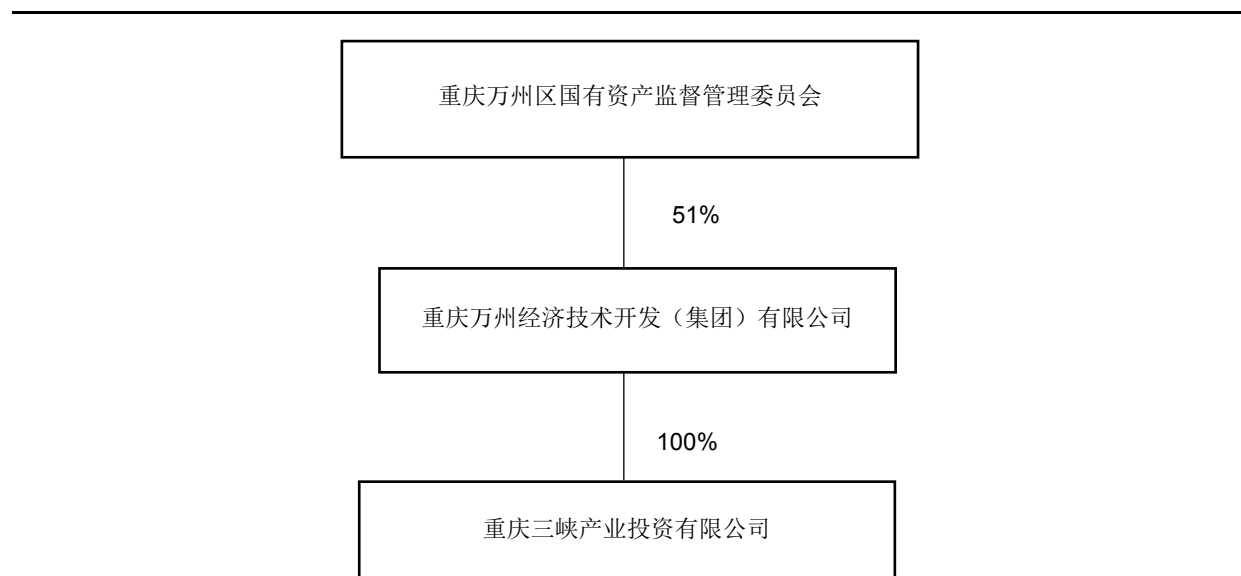
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	5.96	3.72	4.45
应收账款	75.78	71.44	72.08
流动资产合计	115.06	105.61	98.42
投资性房地产	18.85	14.07	12.38
其他非流动资产	33.62	34.43	42.56
非流动资产合计	67.74	60.46	66.86
资产总计	182.81	166.07	165.28
短期借款	1.00	1.00	1.20
其他应付款	17.77	5.51	0.86
一年内到期的非流动负债	14.34	11.48	9.87
流动负债合计	35.24	18.61	13.10
长期借款	14.10	24.34	32.77
应付债券	27.31	20.36	17.87
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	42.90	45.66	55.39
负债合计	78.13	64.28	68.50
总债务	58.99	57.17	61.72
所有者权益	104.67	101.79	96.79
营业收入	9.00	8.59	18.28
营业利润	3.33	3.16	7.17
其他收益	1.65	2.71	3.68
利润总额	3.22	3.16	7.02
经营活动产生的现金流量净额	11.04	8.09	-1.66
投资活动产生的现金流量净额	-5.68	-1.12	-8.46
筹资活动产生的现金流量净额	-4.11	-7.63	6.47
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	13.64%	9.62%	8.80%
收现比	0.55	1.08	0.22
资产负债率	42.74%	38.71%	41.44%
现金短期债务比	0.35	0.30	0.40
EBITDA（亿元）	3.32	3.26	7.31
EBITDA 利息保障倍数	0.85	1.08	2.24

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

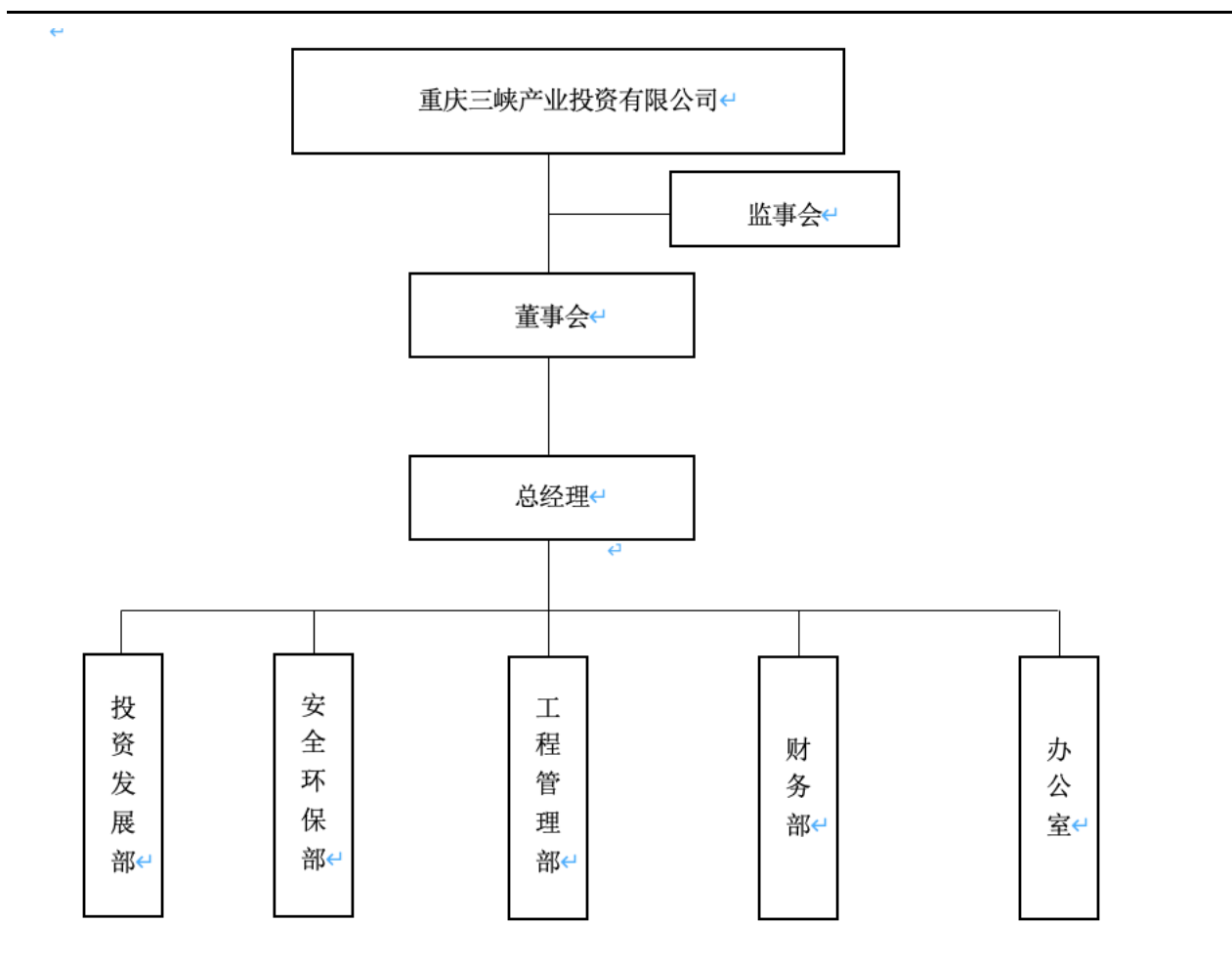


附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	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，违约风险较高。
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，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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。