

信用评级公告

联合〔2022〕4676号

联合资信评估股份有限公司通过对重庆市四面山旅游投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持重庆市四面山旅游投资有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 四面专项债/19 四面债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十四日

重庆市四面山旅游投资有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
担保方	AAA	稳定	AAA	稳定
19 四面专项债/19 四面债	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 四面专项债/19 四面债	8.80 亿元	8.80 亿元	2026/09/24

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；“19 四面专项债/19 四面债”含投资者回售选择权，上表中到期兑付日为不行权到期日

评级时间：2022 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	bb ⁺	评级结果		AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域 风险	2	
			行业风险	3	
		自身 竞争力	基础素质	2	
			企业管理	2	
			经营分析	3	
财务风险	F5	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	4	
			现金流量	7	
		资本结构		3	
		偿债能力		4	
		调整因素和理由			
外部支持				8	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

重庆市四面山旅游投资有限公司（以下简称“公司”）是江津区四面山景区旅游基础设施开发建设及景区运营主体，在四面山景区具有较强的区域专营性。跟踪期内，公司持续在政府补助方面获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司应收类款项对资金形成较大占用、实际债务负担较重、短期偿债压力很大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，重庆市江津区经济持续增长，四面山旅游资源丰富，公司有一定的发展潜力。

“19 四面专项债/19 四面债”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。经联合资信评定，兴农担保的主体长期信用等级为 AAA，其担保显著提升了“19 四面专项债/19 四面债”偿付的安全性。同时，“19 四面专项债/19 四面债”设置了分期还款安排，有效降低了公司的集中偿付压力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 四面专项债/19 四面债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，江津区经济稳定发展，公司外部环境良好。2021 年，江津区实现地区生产总值 1258.0 亿元，同比增长 8.4%，实现一般公共预算收入 63.1 亿元，比上年同口径增长 3.1%。
- 跟踪期内，公司持续获得有力的外部支持。公司为江津区四面山景区旅游基础设施开发建设及景区运营主体，2021 年，公司收到经营性政府补助 2.02 亿元。
- 分期偿付安排及担保增信。“19 四面专项债/19 四面债”设置了分期偿付条款，有效降低了公司的集中偿付压力。同时，兴农担保为“19 四面专项债/19 四面债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担

分析师:

张婧茜 登记编号 (R0040218040014)

马 颖 登记编号 (R0150220120035)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

保, 显著提升了“19 四面专项债/19 四面债”的偿付安全性。

关注

1. **资金占用明显。**截至 2021 年底, 公司应收类款项合计占资产总额的 54.88%, 对公司资金形成较大占用。
2. **公司权益质量差, 实际债务负担较重, 短期偿债压力很大。**公司所有者权益中景区内基础设施资产较多, 权益质量较差; 截至 2021 年底, 公司全部债务 73.86 亿元, 全部债务资本化比率 51.59%, 现金短期债务比 0.04 倍, 短期偿债压力很大。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	11.71	4.35	0.59
资产总额(亿元)	146.12	147.70	150.87
所有者权益(亿元)	67.19	68.13	69.30
短期债务(亿元)	18.33	18.11	13.93
长期债务(亿元)	55.25	56.68	59.93
全部债务(亿元)	73.58	74.79	73.86
营业收入(亿元)	10.33	9.04	9.40
利润总额(亿元)	0.65	0.81	0.90
EBITDA(亿元)	1.80	2.00	2.09
经营性净现金流(亿元)	-21.00	-1.38	1.59
营业利润率(%)	9.41	12.41	18.91
净资产收益率(%)	1.05	1.35	1.69
资产负债率(%)	54.02	53.87	54.06
全部债务资本化比率(%)	52.27	52.33	51.59
流动比率(%)	486.74	503.52	552.17
经营现金流动负债比(%)	-90.45	-6.15	7.51
现金短期债务比(倍)	0.64	0.24	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	0.56	0.41	0.40
全部债务/EBITDA(倍)	40.88	37.31	35.38
公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	141.12	145.06	144.04
所有者权益(亿元)	66.64	67.67	68.98
全部债务(亿元)	57.40	64.96	59.46
营业收入(亿元)	10.08	8.87	9.12
利润总额(亿元)	0.79	0.92	1.04
资产负债率(%)	52.78	53.35	52.11
全部债务资本化比率(%)	46.27	48.98	46.29
流动比率(%)	524.35	508.44	577.21
经营现金流动负债比(%)	-93.09	-14.30	30.42

注：1. 长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 四面专项债/19 四面债	AAA	AA	稳定	2021/06/25	张婧茜、黄焘	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
19 四面专项债/19 四面债	AA+	AA	稳定	2019/06/13	喻宙宏、姚玥	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受重庆市四面山旅游投资有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

重庆市四面山旅游投资有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于重庆市四面山旅游投资有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东、实际控制人、注册资本及实收资本均未发生变化。截至2022年3月底，公司注册资本及实收资本均为25.73亿元，唯一股东仍为重庆市四面山旅游（集团）有限公司（以下简称“四面山旅游集团”），公司实际控制人仍为重庆市江津区国有资产监督管理委员会（以下简称“江津区国资委”）。

公司主要负责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等。

截至2022年3月底，公司设8个职能部门，包括工程项目部、财务部（资产运营部）、景区管理部等；公司合并范围内包含4家全资子公司。

截至2021年底，公司资产总额150.87亿元，所有者权益69.30亿元；2021年，公司实现营业收入9.40亿元，利润总额0.90亿元。

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

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2022年5月底，联合资信所评“19四面专项债/19四面债”债券余额8.80亿元。“19四面专项债/19四面债”期限7年，同时附加第4年底公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，

“19四面专项债/19四面债”每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第3年至第7年每年分别偿还本金的20%，当期利息随本金一起支付。跟踪期内已正常付息。

截至2022年3月底，“19四面专项债/19四面债”募集资金已使用完毕，全部用于募投项目四面山停车场项目。截至2022年3月底，四面山停车场项目已基本完工，预计将于2022年完成竣工验收。

“19四面专项债/19四面债”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连带责任保证担保。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19四面专项债/19四面债	8.80	8.80	2019/09/24	7（4+3）年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期计算的几何平均增长率，下同

但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现

减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 1 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月底社融规模存量同比增长 10.60%，增速较去年底高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款

和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设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等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021 年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监发〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担

隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前,中国的基础设施建设尚不完善,城镇化率仍处于较低水平,城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题,基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间,中国将统筹推进基础设施建设,构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来,中国将进一步完善新型城镇化战略,全面实施乡村振兴战略,持续推进“两新一重”项目建设等,城投企业仍有一定发展空间,评级展望为稳定。

同时,在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下,城投企业融资区域性分化仍将持续,政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减,部分地区城投债集中到期压力较大,需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

跟踪期内,江津区经济稳步发展,一般公共预算收入小幅增长,但财政自给能力较弱。

(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3219平方公里,下辖4个街道办事处、25个镇。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。

根据《2021年重庆市江津区国民经济和社会发展统计公报》,2021年,初步核算,江津区全区实现地区生产总值1258.0亿元,同比增长8.4%。2021年,第一产业增加值127.2亿元,增长6.9%;第二产业增加值706.0亿元,增长7.1%;第三产业增加值424.7亿元,增长10.8%。三次产业结构比为10.1: 56.1: 33.8。三次产业对经济增长的贡献分别为8.8%、47.9%、43.3%,其中

工业对经济增长的贡献为52.1%。

2021年,江津区一般公共预算收入63.1亿元,比上年同口径增长3.1%;其中税收收入43.8亿元,同比增长3.6%。2021年,江津区一般公共预算支出为121.9亿元;同期,江津区财政自给率为51.76%,整体看,江津区财政自给能力较弱。2021年,政府性基金预算收入75.2亿元,同比增长1.2%。

未来江津区将大力实施创新驱动发展战略,发挥科技进步和信息化的带动作用,构建产业新体系,促进经济增量提质升级,实现由经济大区向经济强区的跨越。

(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。

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,“奇山”“异水”“红石”“厚文”四大景观资源特色明显。2016年,四面山景区被评为“国家AAAAA级旅游景区”。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底,公司唯一股东仍为四面山旅游集团,实际控制人仍为江津区国资委。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内,公司在四面山景区保持区域专营优势。

公司是四面山景区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;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区域专营优势。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：9150011606619926XN），截至2022年5月30日，公司无未结清及已结清不良或关注类信贷记录，过往履约记录良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年6月21日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理人员以

及主要管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司主营业务收入和毛利率基本保持稳定。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍依托四面山景区开展业务，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。2021年，公司实现主营业务收入8.86亿元，同比增长2.67%，仍以工程代建收入为主。

毛利率方面，2021年，公司主营业务毛利率保持稳定，其中工程代建业务毛利率小幅下降，景区运营业务毛利率明显提升主要系公司加强景区宣传及设备维护成本控制所致。

表2 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019年			2020年			2021年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建收入	9.71	95.67	11.53	7.89	91.50	16.22	8.18	92.33	12.47
景区运营收入	0.24	2.41	-26.95	0.63	7.24	6.35	0.54	6.09	57.41
酒店收入	0.19	1.91	--	0.11	1.26	18.18	0.14	1.58	42.86
合计	10.15	100.00	10.66	8.63	100.00	15.53	8.86	100.00	15.69

注：尾差系数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）工程代建业务

跟踪期内，公司工程代建业务收入有所增长，业务毛利率有所回落，回款效率不佳；拟建项目尚需一定规模投资，公司面临一定资金支出压力。

跟踪期内，公司作为四面山景区基础设施建设的主要主体，承担着四面山景区以及周边区域重大基础设施建设的投资开发任务，业务模式仍为委托代建。按照与重庆市江津区四屏镇人民政府签订的代建协议，公司负责筹集项目建设所需资金及项目的建设和管理。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。2021年，公司与重庆市江津区四面山管理委员会（以下简称“四面山管委会”）签订了《项目建设委托协议》，四面山管委会委托公司负责四面山镇、四屏镇、中山镇的基础设施建设项目建设管理工作。

具体来看，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计提代建管理费比例仍为15%，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

一期工程代建加成比例均仍为 25%。目前四面山景区尚处于升级改造和旅游基础设施完善阶段，景区及周边基础设施项目总投资规模较大、建设期相对集中。

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”。

截至 2021 年底，公司已完工的代建项目主要有四屏镇还房一期工程、四面山污水处理设施建设工程、四面山宾馆区还房项目、会龙庄维修、布展、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等。2021 年，公司实现工程代建收入 8.18 亿元，同比增长 3.68%，主要系受结算进度影响而增长。

截至 2021 年底，公司在建项目主要有创 5A 景区建设工程、江津区四面山旅游度假区基础设施建设、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）以及四面山文家寨酒店外环境工程等，资金来源主要为公司自筹，均已签订代建协议，在建工程项目计划总投资 33.26 亿元，其中创 5A 景区建设工程（二期）、四屏镇棚户区（城中村）还房改造项目及江津区四面山镇燕子村至头道村沿线灾害抢险工程项目均已超概算，在建项目合计已投资 38.06 亿元，已确认收入 30.25 亿元，尚未收到回款，回款效率较差。

截至 2021 年底，公司拟建项目主要包括江津区四面山文化旅游服务基础设施项目（一期）游客服务中心、江津区四屏镇湾头污水处理厂及配套工程和灵仙湖水库工程，2022—2024 年计划投资分别为 2.50 亿元、8.58 亿元和 8.16 亿元，公司面临一定的资金压力。

（2）景区运营业务

跟踪期内，受游客量下降影响，公司景区运营收入有所回落，受益于景区宣传及设备维护的成本控制加强，毛利率大幅提升。

四面山风景区主要有龙潭湖、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，景点共计 128 个。2018 年，四面山的第一条高速公路“江习高速公路”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，将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。

根据重庆市物价局及重庆市江津区物价局 2016 年 5 月 23 日共同下发的收费许可证（81021001001），四面山风景区实行“一票制”，整个景区统一收费，游船、观光车项目需游客另行付费。此外，根据四面山管委会 2018 年 7 月 3 日下发的《关于授予重庆市四面山旅游投资有限公司江津四面山停车场特许经营权的批复》（四面山管委发〔2018〕43 号），公司持有江津区四面山停车场经营服务的特许经营权，期限为 15 年。

表 3 截至 2021 年底公司景区各项收费定价情况表

收费项目	收费标准	批准机关	批准文号
四面山景区门票	旺季 90 元/人；淡季 60 元/人	重庆市物价局	渝价〔2018〕159 号，渝价〔2016〕62 号
景区观光车票	40 元/人（往返）	重庆市物价局	渝价〔2016〕63 号
景区船票（大洪海）	30 元/人（单程），45 元/人（往返）	重庆市江津区发改委	津发改委〔2017〕126 号
景区船票（龙潭湖）	30 元/人（往返）	重庆市江津区发改委	津发改委〔2017〕126 号

资料来源：公司提供

公司景区运营业务主要包括四面山景区门票收入、景区娱乐设施单独收费和旅行社运营等收入。2021 年，公司景区运营收入为 0.54 亿元，同比下降 12.65%，主要系景区游客人数减少所致；景区运营成本为 0.23 亿元，同比下降 61.02%。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，成本大幅下降主要系 2021 年公司加强景区宣传及设备维护的成

本控制。

3. 未来发展

公司未来将继续依托重庆市、四川省和贵州省人口优势及旅游需求，在自然风景资源的基础上，加快开展景区基础设施建设，增强景区游客接纳能力和服务质量。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，中审亚太会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告

进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2021年，公司合并范围未发生变动，财务数据可比性强。

2. 资产质量

截至2021年底，公司资产规模保持稳定，构成仍以流动资产为主；资产中应收类款项对公司资金形成较大占用；固定资产中景区内基础设施资产占比高。整体看，公司资产质量一般。

截至2021年底，公司资产总额变动不大，以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表4 2019—2021年底公司资产主要构成(单位:亿元、%)

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	113.03	77.35	113.00	76.51	117.06	77.59
货币资金	11.71	8.01	4.35	2.94	0.59	0.39
应收账款	16.09	11.01	25.23	17.08	34.07	22.58
预付款项	3.63	2.49	7.67	5.19	7.68	5.09
其他应收款	61.52	42.10	52.80	35.75	48.73	32.30
存货	19.95	13.66	22.95	15.54	25.99	17.23
非流动资产	33.09	22.65	34.69	23.49	33.81	22.41
固定资产	25.83	17.68	24.67	16.70	23.51	15.58
在建工程	6.57	4.49	9.77	6.62	9.78	6.48
资产总额	146.12	100.00	147.70	100.00	150.87	100.00

资料来源:公司审计报告、联合资信整理

截至2021年底，公司货币资金较上年底下降86.52%，主要系偿还债务及利息所致。公司应收账款较上年底增长35.03%，公司应收账款主要系应收重庆市江津区四屏镇人民政府的工程代建款项，截至2021年底为27.43亿元，占比达80.49%，较为集中；按账龄分析法计提坏账的应收账款中，累计计提坏账准备11.58万元。同期，公司其他应收款较上年底下降7.71%，主要系收回与重庆市江津区华信资产经营(集团)有限公司往来款项所致；按应收对象来看，公司其他应收款前五大欠款方均为国企，目前经营正常，前五大其他应收款欠款方占比合计78.17%，集中度较高；按账龄分析法计提坏账的其他应收款中，截至2021年底累计计提坏账准备2.09亿元，计提坏账的其他应收款账龄主要集中在1~3年。公司资产中应收类款项占比较大，

对公司资金形成较大占用。公司存货较上年底增长13.23%，主要系待开发土地增长所致。从构成上看，公司存货主要由开发成本(12.78亿元)和待开发土地(13.21亿元)构成。开发成本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；待开发土地主要为尚未开发的土地使用权，其中2.66亿元尚未办妥产权证书。

表5 2021年底其他应收款前五名欠款情况

(单位:亿元、%)

单位名称	性质	金额	占比
重庆市四面山旅游(集团)有限公司	往来款	21.83	42.96
重庆市福昊物业管理有限公司	往来款	6.14	12.09
重庆市江津区四面山管理委员会	往来款	4.75	9.35

重庆市江津区珞璜开发建设有限公司	往来款	4.00	7.87
重庆市江津区华博水务有限公司	往来款	3.00	5.90
合计	--	39.73	78.17

注：尾差系数据四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

截至2021年底，公司固定资产较上年底下降4.69%；固定资产主要为房产及旅游配套工程。公司在建工程较上年底变化不大，主要为四面山停车场建设项目。

截至2021年底，公司所有权受到限制的资产账面价值合计6.42亿元，受限比例合计4.26%，受限比例较低。其中，货币资金中有0.17亿元保证金受限，存货中有6.25亿元土地使用权受限。

表6 截至2021年底公司资产受限情况

(单位：亿元、%)

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
存货	6.25	4.14	贷款抵押
货币资金	0.17	0.12	银行保证金
合计	6.42	4.26	-

资料来源：公司提供

表7 公司主要负债构成情况(单位：亿元、%)

科目名称	2019 年底		2020 年底		2021 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.97	3.76	1.20	1.50	3.86	4.73
一年内到期的非流动负债	14.83	18.79	16.74	21.04	10.30	12.63
流动负债合计	23.22	29.42	22.44	28.21	21.20	25.99
长期借款	19.10	24.20	29.99	37.69	31.74	38.91
应付债券	23.47	29.74	18.56	23.32	16.85	20.66
长期应付款	12.68	16.07	8.14	10.23	11.35	13.91
非流动负债合计	55.71	70.58	57.13	71.79	60.37	74.01
负债合计	78.93	100.00	79.57	100.00	81.57	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表

截至2021年底，公司短期借款较上年底增长222.74%，全部系保证借款。公司一年内到期的非流动负债较上年底下降38.46%，由一年内到期的长期借款(2.82亿元)、一年内到期的应付债券(1.76亿元)及一年内到期的长期应付款(5.49亿元)构成。

截至2021年底，公司长期借款较上年底增长5.84%，公司长期借款期限集中在3~7年，利

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司实收资本和资本公积占比高，所有者权益结构稳定性好。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，权益质量较差。

截至2021年底，公司所有者权益69.30亿元，较上年底增长1.72%，变化不大。所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占37.13%、54.55%和7.28%。所有者权益结构稳定性好。公司资本公积37.81亿元，较上年底无变化，由景区内基础设施资产、土地使用权、工程项目及房产等组成。

(2) 负债

公司负债结构以非流动负债为主，债务负担较重，持续面临一定的集中偿付压力。

截至2021年底，公司负债总额较上年底变化不大。负债结构以非流动负债为主，较上年底变化不大。

率区间集中在4.68%~6.32%。公司应付债券较上年底下降9.19%，主要系部分债券本息调整至一年内到期的非流动负债科目所致。公司长期应付款为融资租赁款项，较上年底增长39.37%，已将有息部分调整至长期债务核算。

有息债务方面，截至2021年底，公司全部债务较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占18.86%，长期债务占81.14%，以长期债务为

主。截至2021年底，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较上年底提高0.19个百分点、下降0.74个百分点和提高0.96个百分点。考虑到公司权益质量较差，公司债务负担较重。

表 8 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年底
短期债务	18.33	18.11	13.93
长期债务	55.25	56.68	59.93
全部债务	73.58	74.79	73.86
资产负债率	54.02	53.87	54.06
全部债务资本化比率	52.27	52.33	51.59
长期债务资本化比率	45.12	45.42	46.38

资料来源：公司提供

公司未来债务到期情况如下表所示，存在一定集中兑付压力。

表 9 截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况
（单位：亿元、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 及以后	合计
偿还金额	13.93	16.79	21.24	21.90	73.86
占比	18.86	22.74	28.75	29.66	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至报告出具日公司存续债券 18.80 亿元，其中，若存续债券“19 四面山”投资者均于债券存续期首个行权日行使回售选择权，则该债券将于 2022 年 11 月 19 日到期 10.00 亿元；依据“19 四面专项债/19 四面债”设置的分期偿付条款，“19 四面专项债/19 四面债”将于 2022 年 9 月 24 日偿还本金 1.76 亿元。

表 10 截至报告出具日公司存续债券情况
（单位：亿元）

债券简称	到期日	回售日	债券余额
19 四面山	2024/11/19	2022/11/19	10.00
19 四面专项债	2026/09/24	2023/09/24	8.80
合计	--	--	18.80

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2021 年，公司营业收入及利润总额均有所

增长，盈利能力有所改善，利润总额对政府补贴依赖高。应收类款项的坏账损失对公司利润形成侵蚀。

公司营业收入主要以工程代建收入为主。2021 年，公司营业收入同比增长 3.93%，主要系工程代建收入增长所致；营业成本同比下降 1.03%。

2021 年，公司费用总额同比增长 0.54%，期间费用率为 19.17%，较上年略有下降。

2021 年，公司收到各类政府补助 2.02 亿元，均计入“其他收益”科目，相当于同期利润总额的 223.48%，公司利润总额对政府补贴依赖程度高，2021 年公司其他应收款计提信用减值损失 1.08 亿元，应收类款项的坏账损失对公司利润形成侵蚀。

盈利指标方面，2021 年，公司营业利润率增长 6.50 个百分点至 18.91%；总资本收益率和净资产收益率分别增长 0.18 个和 0.35 个百分点。

表 11 公司盈利能力变化情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	10.33	9.04	9.40
营业成本	9.22	7.66	7.58
费用总额	2.11	1.79	1.80
其他收益	2.02	2.02	2.02
利润总额	0.65	0.81	0.90
营业利润率	9.41	12.41	18.91
总资本收益率	0.57	0.65	0.83
净资产收益率	1.05	1.35	1.69

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

5. 现金流

2021 年，公司经营活动现金净额由负转正，收现质量很差，考虑到公司债务逐步到期偿还，公司仍存在较大的融资压力。

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入较上年增长 6.99%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 0.65 亿元，主要系代建业务回款；收到其他与经营活动有关的现金主要为公司收到四面山旅游集团及江津区地方国企往来款项，为 9.60 亿元。2021 年，公司经营活动现金流出较上年下降 21.02%。其中，购买商品、接受

劳务支付的现金2.83亿元，较上年下降71.31%，主要系公司景区建设投入减少所致；支付其他与经营活动有关的现金大幅回升，主要系公司支付的往来款项。2021年，公司经营活动现金净额由负转正。2021年，公司现金收入比仍很低。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金无流入，投资活动流出金额较小。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入较上年变动不大，主要系取得借款收到的现金8.30亿元和收到其他与筹资活动有关的现金9.00亿元；同期，公司筹资活动现金流出较上年增长8.66%，主要系支付其他与筹资活动有关的现金增长所致。2021年，公司筹资活动现金持续净流出。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入量	6.45	9.58	10.25
经营活动现金流出量	27.45	10.96	8.66
经营活动现金净流量	-21.00	-1.38	1.59
投资活动现金流入小计	0.00	0.57	0.00
投资活动现金流出小计	6.98	3.05	0.02
投资活动现金净流量	-6.98	-2.48	-0.02
筹资活动现金流入小计	51.89	17.45	17.30
筹资活动现金流出小计	13.64	20.61	22.40
筹资活动现金净流量	38.25	-3.16	-5.10
现金收入比	42.88	2.09	6.91

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债指标

公司偿债能力指标表现弱，存在很大的短期偿债压力，公司间接融资渠道有待拓宽。

表 13 公司偿债能力指标（单位：亿元、%、倍）

项目	项目	2019 年 (底)	2020 年 (底)	2021 年 (底)
短期 偿债 能力	流动比率	486.74	503.52	552.17
	速动比率	400.82	401.24	429.56
	现金短期债务比	0.64	0.24	0.04
长期 偿债 能力	EBITDA	1.80	2.00	2.09
	全部债务/EBITDA	40.88	37.31	35.38
	EBITDA 利息倍数	0.56	0.41	0.40

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率及速动比率均有所上升，现金短期债务比持续下降，现金类资产对短期债务的保障程度很弱。整体看，公司短期偿债能力指标弱。

从长期偿债能力指标看，2021 年，公司 EBITDA 利息倍数基本稳定，EBITDA 对利息的覆盖程度较弱。2021 年，公司全部债务/EBITDA 较上年有所下降。整体看，公司长期偿债能力指标弱。

对外担保方面，截至2021年底，公司对外担保余额24.69亿元，担保比例为35.63%，被担保单位均为江津区国有企业，或有负债风险一般。

未决诉讼方面，截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2021年底，公司共计获得银行授信额度57.88亿元，已使用额度54.54亿元，尚未使用的授信额度为3.34亿元。

7. 母公司财务分析

公司业务主要由本部负责，公司资产总额、负债总额、营业收入集中在本部，存在很大的短期偿付压力。

截至 2021 年底，母公司资产总额 144.04 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产 111.49 亿元，非流动资产 32.55 亿元。截至 2021 年底，母公司货币资金为 0.37 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 75.05 亿元，较上年底下降 3.02%。其中，流动负债 19.31 亿元，非流动负债 55.74 亿元。母公司全部债务 59.46 亿元。其中，短期债务为 12.20 亿元，现金短期债务比为 0.03 倍，存在很大的短期偿付压力。母公司全部债务资本化比率 46.29%。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 68.98 亿元，较上年底增长 1.94%。在所有者权益中，实收资本为 25.73 亿元、资本公积 36.13 亿元、未分配利润 6.40 亿元。

2021 年，母公司营业收入为 9.12 亿元，利润总额为 1.04 亿元。

十、外部支持

近年来，公司在资本金注入、资产划拨及政府补助方面持续获得有力的外部支持。

资本金注入

2019 年，公司股东四面山旅游集团以货币形式向公司增资 11.98 亿元，公司资本实力得到增强。

资产划拨

2019 年，公司收到重庆市江津区国有资产监督管理委员会划拨的位于江津区四屏镇 188 项房产、位于双峰寺土建工程项目等 9 项旅游配套工程及位于江津区四屏镇四面组团 11 宗土地。根据重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司的评估报告，上述资产评估价值合计 11.06 亿元。

政府补助

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，并补助资金纳入区财政预算管理。补助方式为：①财政补助，财政补助原则上最高不超过项目投资的 40%；②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%。2019—2021 年，公司每年均收到经营性政府补助 2.02 亿元。

十一、债券偿还能力分析

“19四面专项债/19四面债”设置本金分期偿还条款，可有效降低集中偿付压力；兴农担保对**“19四面专项债/19四面债”**提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了其到期偿付的安全性。

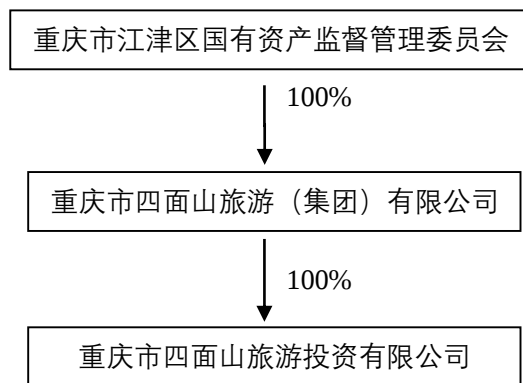
“19四面专项债/19四面债”由兴农担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。兴农担保是重庆市国资委牵头组建的全国第一家专司农村“三权”抵押的省级担保公司。经联合资信评定，兴农担保主体长期信用等级为

AAA，其担保显著增强了**“19四面专项债/19四面债”**本息偿还的安全性。

十二、结论

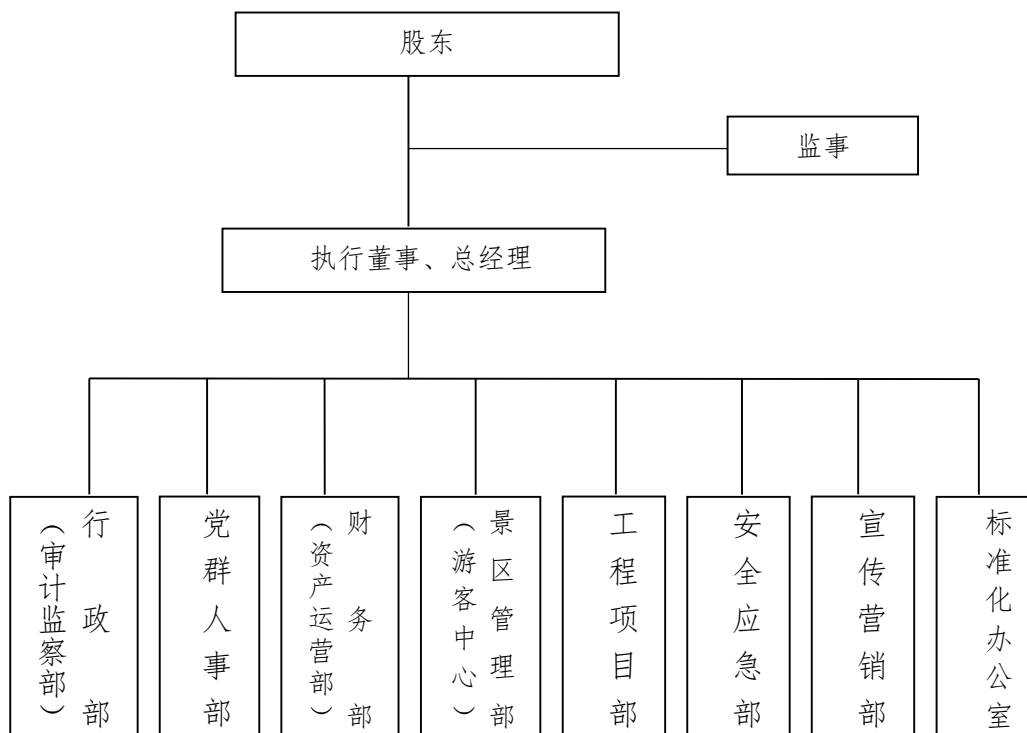
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，并维持**“19四面专项债/19四面债”**的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得方式
1	重庆四面山水文化旅游有限公司	租赁和商务服 务业	2000.00	100.00	100.00	设立
2	重庆市四面山致信实业有限公司	商务服务业	1000.00	100.00	100.00	设立
3	重庆市四面山酒店管理有限责任公司	住宿业	7823.46	100.00	100.00	划转
4	重庆市江津区千瀑旅行社有限责任公司	租赁和商务服 务业	30.00	100.00	100.00	划转

资料来源：公司审计报告，公开查询，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年底	2020 年底	2021 年底
财务数据			
现金类资产 (亿元)	11.71	4.35	0.59
资产总额 (亿元)	146.12	147.70	150.87
所有者权益 (亿元)	67.19	68.13	69.30
短期债务 (亿元)	18.33	18.11	13.93
长期债务 (亿元)	55.25	56.68	59.93
全部债务 (亿元)	73.58	74.79	73.86
营业收入 (亿元)	10.33	9.04	9.40
利润总额 (亿元)	0.65	0.81	0.90
EBITDA (亿元)	1.80	2.00	2.09
经营性净现金流 (亿元)	-21.00	-1.38	1.59
财务指标			
现金收入比 (%)	42.88	2.09	6.91
营业利润率 (%)	9.41	12.41	18.91
总资本收益率 (%)	0.57	0.65	0.83
净资产收益率 (%)	1.05	1.35	1.69
长期债务资本化比率 (%)	45.12	45.42	46.38
全部债务资本化比率 (%)	52.27	52.33	51.59
资产负债率 (%)	54.02	53.87	54.06
流动比率 (%)	486.74	503.52	552.17
速动比率 (%)	400.82	401.24	429.56
经营现金流动负债比 (%)	-90.45	-6.15	7.51
现金短期债务比 (倍)	0.64	0.24	0.04
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.56	0.41	0.40
全部债务/EBITDA (倍)	40.88	37.31	35.38

注：长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算；尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年底	2020 年底	2021 年底
财务数据			
现金类资产 (亿元)	11.39	4.09	0.37
资产总额 (亿元)	141.12	145.06	144.04
所有者权益 (亿元)	66.64	67.67	68.98
短期债务 (亿元)	16.13	17.61	12.20
长期债务 (亿元)	41.27	47.34	47.26
全部债务 (亿元)	57.40	64.96	59.46
营业收入 (亿元)	10.08	8.87	9.12
利润总额 (亿元)	0.79	0.92	1.04
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-19.52	-3.14	5.87
财务指标			
现金收入比 (%)	36.37	0.08	5.86
营业利润率 (%)	9.35	12.34	19.12
总资本收益率 (%)	0.68	0.78	1.02
净资产收益率 (%)	1.27	1.52	1.90
长期债务资本化比率 (%)	38.25	41.16	40.65
全部债务资本化比率 (%)	46.27	48.98	46.29
资产负债率 (%)	52.78	53.35	52.11
流动比率 (%)	524.35	508.44	577.21
速动比率 (%)	429.57	403.99	456.40
经营现金流动负债比 (%)	-93.09	-14.30	30.42
现金短期债务比 (倍)	0.71	0.23	0.03
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：尾差系四舍五入所致；未获取母公司折旧、摊销和利息支出情况，相关指标无法计算，用“/”表示

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (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%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
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	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

重庆兴农融资担保集团有限公司 2022年主体长期信用评级报告（协作）

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2022 年 3 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
融资担保企业信用评级方法	V3.0.201907
融资担保企业主体信用评级模型 (打分卡)	V3.1.202011

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师：刘 嘉

张 帆

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

优势

1. 股东背景强且对其支持力度大，所在地区优势明显。重庆兴农担保作为全国第一家专司农村“三权”抵押的融资担保公司，近年来受股东支持力度较大。重庆兴农担保所在重庆市经济实力强，区域优势明显，为其业务发展提供良好的运营环境。

关注

1. 宏观经济下行，中小企业担保代偿压力增加；重庆兴农担保业务区域和行业集中度很高。在当前国内宏观经济持续低迷，中小企业抵御风险和适应环境变化的能力相对较弱，导致担保机构的代偿风险增加。重庆兴农担保担保业务主要分布于重庆辖区内，前五大担保行业和区域集中度很高。

主要财务数据：

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	229.63	211.42	207.43	191.38
所有者权益（亿元）	98.42	97.84	102.05	96.25
营业总收入（亿元）	7.43	10.46	11.68	9.06
利润总额（亿元）	2.21	3.06	3.66	2.73
净资产收益率（%）	2.23	2.62	3.11	2.30
期末担保责任余额（亿元）	555.80	549.19	537.37	534.13
融资性担保放大倍数（倍）	4.84	9.68	8.50	8.20
累计担保代偿率（%）	3.70	3.34	2.49	1.41

资料来源：重庆兴农担保审计报告及 2021 年三季度财务报告、重庆兴农担保提供，联合资信整理

一、主体概况

重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“重庆兴农担保”）于 2011 年 8 月成立，是由重庆渝富资本运营集团有限公司（以下简称“渝富资本”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城建”）及重庆水务环境控股集团有限公司（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重点企业，初始注册资本 30.00 亿元。2018 年 8 月，重庆兴农担保股东渝富资本将持有的股权上划给其股东重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。经过历次增资及资本公积转注册资本，截至 2021 年 9 月末，重庆兴农担保注册资本和实收资本均为 58.00 亿元，其中渝富控股持股比例为 60.00%，重庆城建持股比例为 28.51%，重庆水务持股比例为 11.49%；以上三家股东均为重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）旗下的全资子公司，因此重庆兴农担保实际控制人为重庆市国资委，重庆兴农担保股东及持股比例情况见下表。

表 1 截至 2021 年 9 月末公司股东持股情况

序号	股东	持股比例
1	重庆渝富控股集团有限公司	60.00%
2	重庆市城市建设投资（集团）有限公司	28.51%
3	重庆市水务环境控股集团有限公司	11.49%
合计		100.00%

资料来源：重庆兴农担保提供，联合资信整理

重庆兴农担保经营范围：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保等融资性担保业务；再担保、债券发行担保业务；诉讼保全担保业务，履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金进行投资（按许可证核定期限从事经营）。

截至 2021 年 9 月末，重庆兴农担保设有业

务部一部~三部、直接投资融资部、风险管理部、资产保全部、法律合规部、运营管理部、资金财务部等职能部门。

截至 2020 年末，重庆兴农担保资产总额 207.43 亿元，所有者权益 102.05 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 89.75 亿元。2020 年，重庆兴农担保实现营业总收入 11.68 亿元，其中担保业务收入 9.33 亿元，利润总额 3.66 亿元，实现净利润 3.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.12 亿元。

截至 2021 年 9 月末，重庆兴农担保资产总额 191.38 亿元，所有者权益 96.25 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 83.95 亿元。2021 年 1—9 月，重庆兴农担保实现营业总收入 9.06 亿元，其中担保业务收入 7.23 亿元，利润总额 2.73 亿元，实现净利润 2.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.28 亿元。

重庆兴农担保注册地址：重庆市渝北区龙山街道龙山路 70 号 1 幢；法定代表人：刘壮涛。

二、经营分析

1. 经营概况

2018—2020 年及 2021 年前三季度，重庆兴农担保营业总收入和利润总额稳步增长，其中担保业务收入为重庆兴农担保主要收入来源且占比有所提升。

2018—2020 年，重庆兴农担保营业总收入和利润总额三年复合增长分别为 25.37% 和 28.84%，主要系担保业务收入增长所致。从营业总收入结构来看，重庆兴农担保担保费收入为主要收入来源，占比处于波动上升趋势；利息净收入主要来源于委托贷款和持有债券的利息收入，三年复合增长 21.09%，占比处于波动下降趋势；手续费及佣金净收入占比很低。

2021 年前三季度，重庆兴农担保实现营业总收入 9.06 亿元，同比增长 5.05%，实现利润总额 2.73 亿元，同比小幅增长，收入仍以保费收入为主。

表2 重庆兴农担保营业总收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
营业收入	5.84	78.59	8.68	82.99	9.33	79.94
其中：担保费收入	5.20	70.01	7.96	76.16	8.89	76.14
利息净收入	1.59	21.37	1.76	16.78	2.33	19.93
手续费及佣金净收入	0.00	0.04	0.02	0.22	0.01	0.12
合计	7.43	100.00	10.46	100.00	11.68	100.00

注：部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：重庆兴农担保审计报告，联合资信整理

2. 经营分析

2020年及2021年前三季度，受监管政策对融资担保杠杆倍数的要求，重庆兴农担保压降业务规模，当期担保发生额有所下降，融资性担保放大倍数亦有所下降。

重庆兴农担保是全国第一家主司农村产权抵押融资的担保公司，受股东支持力度较大，其所在重庆市经济实力强，区域优势明显，为业务发展提供良好的运营环境。

2019年起，重庆兴农担保逐步从政策性担保公司定位转化为市场化的担保公司，并与重庆区县的22家政策性业务的担保子公司解除股权托管协议。重庆兴农担保担保业务三部和业务二部主要负责间接融资担保业务，业务一部主要负责非融资性担保业务，直接融资担保业务由直接投融资部负责。

2020年，重庆兴农担保当年担保业务发生额2020年同比下降38.85%，主要系受监管政策对融资担保杠杆倍数的要求，重庆兴农担保主动

压降直接融资担保业务规模且发展非融资性担保业务所致，但直接融资性担保业务仍为公司主要业务品种，2020年直接融资担保业务发生额占当年担保业务发生额的比重为73.67%。2020年非融资性担保业务发生额大幅增长。截至2020年末，重庆兴农担保期末担保责任余额537.37亿元，较上年末下降2.15%；期末在保户数大幅增长，主要系非融资性担保业务户数增加所致。随着公司逐渐压降规模，截至2020年末，融资担保放大倍数降至8.50倍，仍处于较高水平。

重庆兴农担保受监管政策要求影响，持续压降担保业务规模，2021年前三季度，当期担保发生额同比大幅下降49.34%，主要系直接融资担保业务规模大幅下降所致；截至2021年9月末，重庆兴农担保期末担保责任余额534.13亿元，较上年末小幅下降，其中非融资性担保业务余额较年初增长58.59%，户数也大幅增长；融资性担保放大倍数下降至8.20倍。

表3 重庆兴农担保担保业务发展数据（单位：亿元、户、倍）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年9月
当年担保发生额	306.15	372.01	227.48	98.69
融资性担保业务发生额	305.95	371.38	200.19	69.39
其中：间接融资担保业务	129.25	62.18	32.60	25.02
直接融资担保业务	174.70	309.20	167.59	44.37
非融资担保业务发生额	1.10	0.63	27.28	29.30
期末担保责任余额	555.80	549.19	537.37	534.13
融资性担保责任余额	542.41	539.28	520.97	508.12
其中：间接融资性担保责任余额	161.51	107.57	91.78	83.79
直接融资性担保责任余额	380.90	431.70	429.20	424.32
非融资性担保责任余额	13.39	9.92	16.40	26.01
融资性担保放大倍数	4.84	9.68	8.50	8.20

期末担保业务在保户数	882	385	714	1231
------------	-----	-----	-----	------

注：2018 年统计数据为合并业务口径，2019 年后统计数据为母公司业务口径

资料来源：重庆兴农担保提供，联合资信整理

受大部分区县担保公司清退影响，重庆兴农担保间接融资担保行业逐渐从农、林、牧、渔业转变为居民服务业，前五大行业集中度仍很高；直接融资担保业务以城投企业为主，单一客户集中度符合监管要求；重庆兴农担保应收代偿规模仍较大，需对后续回收情况保持关注，同时需关注宏观经济下行对重庆兴农担保信用风险带来的不利影响。

间接融资担保业务方面，重庆兴农担保立足重庆地区，服务客户主要面向重庆市内“三农”

及中小微企业，业务的区域集中度很高。2019 年起，受清退大部分区县担保公司影响，重庆兴农担保农、林、牧、渔业贷款担保责任余额占比明显下降，2020 年占比下降至 1.30%。同时重庆兴农担保调整行业结构，截至 2020 年末，重庆兴农担保第一大行业居民服务、修理和其他服务业占比达 67.39%，前五大行业贷款担保责任余额占比 98.96%，间接融资担保业务行业集中度很高。截至 2021 年 9 月末，重庆兴农担保间接融资担保业务前五大行业占比小幅下降至 92.65%，前五大行业担保责任占比仍很高。

表 4 重庆兴农担保间接融资担保前五大行业担保责任余额占比（单位：%）

2018 年末		2019 年末		2020 年	
行业	占比	行业	占比	行业	占比
农、林、牧、渔业	53.92	公共设施管理	32.25	居民服务、修理和其他服务业	67.39
公共设施管理	14.52	农、林、牧、渔业	23.57	建筑业	16.43
社会保障业	8.49	社会保障业	18.67	公共管理社会组织	10.60
房屋和土木工程建筑业	3.42	房屋和土木工程建筑业	7.00	农、林、牧、渔业	1.30
工业及制造业	3.06	公共管理和社会组织	2.79	其他	3.24
合计	83.41	合计	84.28	合计	98.96

资料来源：重庆兴农担保公司提供资料，联合资信整理

重庆兴农担保直接融资担保业务主要为债券担保，客户以地方城投公司为主，主要分布在湖南、重庆、四川、安徽等中西部地区。重庆兴农担保城投公司客户主要定位于经济发展相对平稳、债务水平较低区域的县域核心平台，并主要优选资产质量较好、负债率低、债务结构合理的 AA-级及以上信用评级的城投公司。截至 2020 年末，单一最大担保客户担保余额为 11.20 亿元，单一最大客户集中度为 7.49%（符合监管要求）；前五大债券担保客户担保余额合计 55.20 亿元，前五大客户集中度为 41.54%，债券担保业务客户集中度较高。截至 2021 年 9 月末，单

一最大担保客户余额 10.48 亿元，单一最大客户集中度余额 7.49%（符合监管要求）。

从担保项目期限分布情况看，重庆兴农担保担保项目期限主要集中在 3 年以上，但随着 2020 年中长期债券担保业务规模的下降，3 年以上担保业务占比小幅下降。截至 2020 年末，重庆兴农担保担保期限在 3 年以上担保项目责任余额占比为 82.90%。整体看，重庆兴农担保长期担保项目占比较高，将对风险管理提出更高的要求。

截至 2021 年 9 月末，重庆兴农担保担保期限仍以 3 年以上为主，占比始终较高。

表 5 重庆兴农担保担保业务期限分布（单位：亿元、%）

担保期限	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	担保责任余额	占比	担保责任余额	占比	担保责任余额	占比	担保责任余额	占比
1 年以内	83.20	14.97	28.77	5.24	22.23	4.14	23.87	4.47

1~2 年	31.44	5.66	19.75	3.60	23.86	4.44	21.64	4.05
2 年~3 年	20.79	3.74	12.54	2.28	45.80	8.52	35.52	6.65
3 年以上	420.36	75.63	488.14	88.88	445.48	82.90	448.42	83.95
线上保函	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.67	0.88
合计	555.80	100.00	549.19	100.00	537.37	100.00	534.13	100.00

资料来源：重庆兴农担保提供，联合资信整理

从代偿情况来看，在宏观经济增速放缓以及部分行业风险暴露等因素的影响下，2018 年重庆兴农担保担保业务当期代偿金额较大。为此，重庆兴农担保进行业务结构转型，对风险相对较大的建筑、房地产和采矿等行业担保业务进行退出。同时对于存在现金流压力的被担保人，重庆兴农担保通过与银行协调通过将被担保贷款展期或借新还旧、向在保客户发放委托贷款等方式延缓代偿风险暴露。2019 年，重庆兴农担保大部分区县担保公司划出合并范围，重庆兴农担保新增代偿 4.44 亿元，2020 年，重庆兴农担保当期担保代偿额为 1.08 亿元，当期担保代偿率为 1.10%，较 2019 年有所下降。截至 2020 年末，重庆兴农担保累计担保代偿率为 2.49%，代偿行业主要集中在农、林、牧、渔业、建筑业及部分个人客户。受合并范围减小影响，2018—2020 年末，期末应收代偿款三年波动下降，母公司期末应收代偿款规模较为稳定，整体重庆兴农担保应收代偿款规模较大，后续回收情况保持关注。

从追偿情况来看，目前重庆兴农担保大多数采用的是非诉讼方式，即把所拥有的债权处置实现解保，采用诉讼方式的代偿项目基本上已有判决；同时，面对代偿规模较快上升，重庆兴农担保通过仲裁等方式积极处置风险项目，缩短代偿项目处置周期。截至 2020 年末，重庆兴农担保累计代偿回收率为 37.04%。

2021 年前三季度，重庆兴农担保当期担保代偿率和累计担保代偿率小幅下降，累计代偿回收上升至 51.13%，2021 年前三季度，代偿压力小幅下降。

表 6 重庆兴农担保担保业务代偿情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
当期担保代偿额	10.47	4.44	1.08	1.01
当期担保代偿率	7.77	8.20	1.10	0.98
累计担保代偿率	3.70	3.34	2.49	1.41
累计代偿回收率	28.75	35.20	37.04	51.13
期末应收代偿款	20.81	7.48	13.93	6.29
母公司期末应收代偿款	6.00	5.25	5.43	6.29

注：2018 当期担保代偿额、当期担保代偿率、累计担保代偿率、累计代偿回收率为合并了区县子公司口径，2019 年后口径为母公司口径；期末应收代偿款为审计报告口径。

资料来源：重庆兴农担保提供，联合资信整理

三、财务分析

1. 财务概况

重庆兴农担保提供了 2018—2020 年的审计报告，经天衡会计事务所（特殊普通合伙）重庆分所审计并出具了无保留审计意见。2019 年重庆兴农担保合并范围新增 1 家子公司，减少 22 家子公司；2020 年重庆兴农担保合并范围减少 4 家子公司，新增 1 家子公司（重庆交通担保），整体减少子公司数量对重庆兴农担保影响较小，财务可比性较好。2021 年三季度财务报表未经审计，合并范围较年初变化不大。

2. 资本结构

随着 2019 年—2020 年增资的完成，重庆兴农担保资本实力显著提升，所有者稳定性一般。2021 年前三季度，重庆兴农担保计入资本公积的政府专项资金下降，导致所有者权益下降。

重庆兴农担保所有者权益主要来源于股东注资和利润滚存。2018—2020 年末，重庆兴农担保所有者权益复合增长 1.83%，归属于母公司所有者权益复合增长 26.30%，主要系 2019 年、2020 年重庆兴农担保股东对公司增加资本，截至 2020 年末，重庆兴农担保所有者权益 102.05

亿元，较上年末小幅增长 4.30%。截至 2019 年末，重庆兴农担保与区县子公司解除股权托管协议，少数股东权益减少且公司股东对公司增资，归属于母公司所有者权益占比大幅提升；截至 2020 年末，归属于母公司所有者权益占比达 87.95%；从归属于母公司所有者权益结构上看，实收资本占比 52.43%，资本公积（该笔资金主要为重庆市高山生态扶贫搬迁项目资金 24.40 亿元）占比 43.37%，整体所有者权益稳定一般。

利润分配方面，2018 年，重庆兴农担保未现金分红；2019 年现金分红 0.58 亿元，占 2019 年归属于母公司的净利润 25.81%；2020 年，现金分红 1.45 亿元，占 2020 年净利润的 46.46%。

负债方面，2018—2020 年末，重庆兴农担保负债规模持续下降，年均复合下降 10.38%；截至 2020 年末，重庆兴农担保负债总额 105.38 亿元，较上年末下降 7.21%，主要系子公司重庆兴农资产经营管理有限公司收到国开行及农发行政策性贷款余额下降所致。截至 2020 年末，重庆兴农担保负债主要由预收款项、其他应付款、保险合同准备金和其他非流动负债构成。

重庆兴农担保的预收款项系预收担保费，2018—2020 年末，预收担保费持续增长，年均复合增长 66.14%，截至 2020 年末，预收担保费

11.94 亿元，较上年末小幅上升。从账龄看，预重庆兴农担保收担保费的账龄集中于一年以内占比达 51.84%。

准备金方面，2018—2020 年末，重庆兴农担保保险合同准备金（包括提取的未到期责任准备金和担保赔偿准备金）波动复合增长 16.57%；截至 2020 年末，保险合同准备金 23.62 亿元，同比增长 37.59%，主要系担保赔偿准备金增长所致。

2018—2020 年末，重庆兴农担保其他应付款主要为往来款和押金，年均复合下降 23.21%；其他流动负债主要为存入保证金，三年复合下降 16.46%。

2018—2020 年末，重庆兴农担保其他非流动负债为政府拨入扶贫贷款，年均复合下降 21.15%，主要系拨入扶贫贷款资金下降所致，因此导致实际资产负债率持续下降。

截至 2021 年 9 月末，重庆兴农担保所有者权益为 96.25 亿元，较上年末下降 5.68%，主要系计入资本公积的专项资金减少所致，该笔资金主要为重庆市高山生态扶贫搬迁项目资金，整体所有者稳定性仍一般。负债方面，重庆兴农担保负债总额 95.12 亿元，主要系兴农子公司政策性贷款余额下降所致。

表 7 重庆兴农担保负债结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收款项	4.33	3.30	10.80	9.51	11.94	11.33
其他应付款	10.88	8.29	4.40	3.88	6.42	6.09
保险合同准备金	17.38	13.24	17.16	15.11	23.62	22.41
其他流动负债	7.17	5.46	5.05	4.45	5.00	4.75
其他非流动负债	89.52	68.22	73.80	64.97	55.65	52.81
其他	1.94	1.48	2.36	2.08	2.75	2.61
负债总额	131.22	100.00	113.58	100.00	105.38	100.00
实际资产负债率	49.57		45.60		39.42	

资料来源：重庆兴农担保审计报告，联合资信整理

3. 资产质量

重庆兴农担保资产规模受政府拨付贷款资金减少所致，货币资金、其他应收款、交易性金融资产是重庆兴农担保资产的主要构成部分，

资产质量较好。

2018—2020 年末，重庆兴农担保资产规模小幅下降，年均复合下降 4.96%，主要系子公司收到政府拨入扶贫贷款资金下降所致；截至 2020 年末，资产总额 207.43 亿元，较上年末小

幅下降。

表 8 重庆兴农担保资产结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.60	17.25	57.75	27.31	31.62	15.25
应收账款	20.33	8.85	10.70	5.06	11.84	5.71
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.18	0.08	0.28	0.13	30.86	14.88
其他流动资产	20.21	9.05	9.72	4.60	9.63	4.64
其他非流动资产	127.25	55.41	108.64	51.39	95.75	46.16
其他资产	22.06	9.61	24.33	11.51	27.73	13.37
资产总额	229.06	100.00	211.42	100.00	207.43	100.00

注：其他资产为资产总额减去表格列式的资产科目合计数。

资料来源：重庆兴农担保审计报告，联合资信整理

2018—2020 年末，重庆兴农担保货币资金规模波动下降 10.64%；截至 2020 年末，货币资金 31.62 亿元，无受限货币资金。

截至 2020 年末，重庆兴农担保以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要为购买的结构存款金额为 30.86 亿元，较上年末大幅增长。

2018—2020 年末，重庆兴农担保应收账款主要为担保代偿款，三年复合下降 23.70%，截至 2020 年末，应收账款 11.84 亿元，较上年末小幅增长，主要系重庆兴农担保合并范围新增重庆交通担保带来的担保代偿额的增长，计提坏账准备比例达 28.84%，前五大应收账款占比 27.35%，占比较低。

2018—2020 年末，重庆兴农担保其他流动资产主要为存出保证金和委托贷款，三年复合下降 30.95%，截至 2020 年末，其他流动资产 9.63 亿元，委贷贷款 3.77 亿元，未计提减值。重庆兴农担保其他非流动资产主要为政府拨入扶贫贷款资金，2018—2020 年末，其他流动资产复合下降 13.26%。

截至 2021 年 9 月末，重庆兴农担保资产总额 191.38 亿元，较上年末下降 7.74%，主要系政府扶贫贷款规模下降所致。

4. 盈利能力

重庆兴农担保自成立以来，营业总收入和净利润持续增长，营业总收入主要来源于担保

业务收入和银行存款、理财产品、结构性存款形成的利息收入，盈利能力一般。

2018—2020 年，重庆兴农担保营业总收入持续增长，年均复合增长 25.37%；2020 年，实现营业总收入 11.68 亿元，同比增长 11.65%，主要来自开展担保业务产生的营业收入的增长。2018—2020 年，重庆兴农担保营业总支出年均复合增长 25.22%；2020 年，营业总支出 7.90 亿元，同比增长 5.18%，主要来自提取担保赔偿准备金的的增长。2020 年，重庆兴农担保提取担保赔偿准备金 5.09 亿元，占营业总支出比重为 64.48%。从利润规模来看，2018—2020 年，得益于营业总收入的增长高于营业总成本的增长，公司利润总额持续增长，年均复合增长 28.84%；2020 年，重庆兴农担保实现利润总额 3.66 亿元，同比增长 19.80%。

从盈利指标来看，2018—2020 年，重庆兴农担保费用收入比持续下降，主要系子公司减少人工薪酬降低、成本控制能力有所提升；2018—2020 年，营业利润率波动上升；资产收益率和净资产收益率持续上升，重庆兴农担保盈利能力提高。

2021 年前三季度，重庆兴农担保集团实现营业总收入 9.06 亿元，同比增长 5.05%，实现利润总额 2.73 亿元，同比小幅增长，收入仍以保费收入为主。

表 9 重庆兴农担保盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
营业总收入	7.43	10.46	11.68	9.06
营业总支出	5.04	7.51	7.90	5.72
其中：提取担保赔偿准备金	2.79	4.68	5.09	3.66
期间费用	2.06	2.11	1.62	1.34
利润总额	2.21	3.06	3.66	2.73
净利润	2.16	2.57	3.11	2.28
营业利润率	30.02	28.88	31.88	29.85
费用收入比	27.79	20.18	13.84	14.79
资产收益率	0.96	1.17	1.49	1.15
净资产收益率	2.23	2.62	3.11	2.30

资料来源：重庆兴农担保审计报告及 2021 年三季度财务报告，相关指标未年化，联合资信整理

5. 资本充足性及代偿能力

自 2018 年以来，重庆兴农担保资本实力不断增强，资本充足性指标表现较好，整体代偿能力极强。

重庆兴农担保面临的偿付压力主要来自于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，重庆兴农担保将以自有资本承担相应的损失。重庆兴农担保实际代偿能力主要受担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性、现金流等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资产时，考虑了负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

2018 年以来，得益于股东增资，重庆兴农担保资本规模不断提升。2018—2020 年末，净资产和净资本规模均呈上升趋势，因此，净资本/净资产持续上升，截至 2020 年末，净资本/净资产比率为 71.52%。由于重庆兴农担保当期代偿额处于下降趋势，整体代偿准备金率处于下降趋势。

联合资信根据重庆兴农担保的担保业务类别与风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、项目期限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算重庆兴农担保在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度。经联合资信估算，重庆兴农担保 2018—2020 年末的净

资本覆盖率分别处于上升趋势，净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度处于充足水平。

表 10 重庆兴农担保资本充足性和代偿能力（单位：亿元、倍、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
期末担保责任余额	555.80	549.19	537.37
净资产	98.42	97.84	102.05
净资本	57.08	64.97	72.98
净资本担保倍数	9.74	8.45	7.36
净资本/净资产比率	57.99	66.40	71.52
净资本覆盖率	104.76	120.08	134.89
代偿准备金率	58.86	25.07	4.43

资料来源：重庆兴农担保审计报告及提供资料，联合资信整理

四、结论

综上所述，联合资信确定重庆兴农担保长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1 重庆兴农融资担保集团有限公司主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务及业务数据				
资产总额（亿元）	229.63	211.42	207.43	191.38
所有者权益（亿元）	98.42	97.84	102.05	96.25
净资本（亿元）	57.08	64.97	72.98	/
营业总收入（亿元）	7.43	10.46	11.68	9.06
利润总额（亿元）	2.21	3.06	3.66	2.73
期末担保责任余额（亿元）	555.80	549.19	537.37	534.14
财务及业务指标				
实际资产负债率（%）	49.57	45.60	39.42	35.45
资产收益率（%）	0.96	1.17	1.49	1.15
净资产收益率（%）	2.23	2.62	3.11	2.30
融资性担保放大倍数（倍）	4.84	9.68	8.50	8.20
净资本担保倍数（倍）	9.74	8.45	7.36	/
净资本/净资产比率（%）	57.99	66.40	71.52	/
净资本覆盖率（%）	104.76	120.08	134.89	/
代偿准备金率（%）	58.86	25.07	4.43	3.56
当期担保代偿率（%）	7.77	8.20	1.10	0.98
累计担保代偿率（%）	3.70	3.34	2.49	1.41

资料来源：重庆兴农担保提供，联合资信整理

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
单一客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额 ×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额 ×100%
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额 ×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额 ×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额 ×100%
费用收入比	业务及管理费/营业收入 ×100%
资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) /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%
净资产	经调整的资产—经调整的负债
融资性担保放大倍数	期末融资担保责任余额/ (净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)
净资产担保倍数	期末融资担保责任余额/净资产
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金) /资产总额 ×100%
净资产/净资产比率	净资产/净资产 ×100%
净资产覆盖率	净资产/担保业务组合风险价值 ×100%
代偿准备金率	当期代偿额/期末各项风险准备金之和 ×100%

附件 3-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信金融机构、非金融企业主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反应了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象的违约的可能。

具体等级设置和含义如下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 3-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或维持