

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

 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.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100799】

**评级对象:** 2016年重庆市兴荣控股集团有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
<b>本次跟踪</b>	AA	稳定	AA <sup>+</sup>	2018年6月29日
<b>前次跟踪:</b>	AA	稳定	AA <sup>+</sup>	2017年6月28日
<b>首次评级:</b>	AA	稳定	AA <sup>+</sup>	2015年9月28日

### 主要财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年
<b>金额单位: 人民币亿元</b>			
<b>发行人母公司数据:</b>			
货币资金	22.89	9.74	8.05
刚性债务	69.34	70.46	88.33
所有者权益	56.49	60.60	61.91
经营性现金净流入量	-1.35	-18.18	-15.84
<b>发行人合并数据及指标:</b>			
总资产	169.40	176.79	180.85
总负债	112.74	115.44	118.96
刚性债务	77.83	78.62	99.58
所有者权益	56.65	61.35	61.89
营业收入	7.66	13.52	13.67
净利润	0.92	1.13	1.12
经营性现金净流入量	-1.98	-17.96	-22.97
EBITDA	2.56	2.70	2.45
资产负债率[%]	66.56	65.30	65.78
长短期债务比[%]	81.69	120.76	294.35
权益资本与刚性债务比率[%]	72.79	78.03	62.15
流动比率[%]	249.41	307.44	541.19
现金比率[%]	48.36	34.55	42.11
利息保障倍数[倍]	0.47	0.47	0.56
EBITDA/利息支出[倍]	0.51	0.51	0.62
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.03
<b>瀚华担保数据</b>			
总资产	48.35	52.79	57.83
所有者权益	38.35	38.42	40.39
担保余额	255.54	290.07	330.74
担保放大倍数[倍]	6.66	7.55	8.18

注: 发行人数据根据兴荣控股经审计的2015-2017年三年连审财务数据整理、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2015-2017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年及财务数据整理、计算。

### 分析师

刘明球 lmq@shxsj.com  
 吴梦琦 wmq@shxsj.com  
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对重庆市兴荣控股集团有限公司(简称兴荣控股、发行人、该公司或公司)及其发行的16兴荣债的跟踪评级反映了2017年以来兴荣控股在外部环境、业务地位等方面保持优势,同时也反映了公司在债务压力、资产流动性、资金被占用及或有负债等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **外部环境较好。**跟踪期内, 荣昌区经济保持增长态势, 为兴荣控股的发展提供了较好的外部环境。
- **业务地位稳固。**跟踪期内, 兴荣控股仍是荣昌区基础设施建设及国有资产运营主体, 业务地位稳固。
- **担保增信。**跟踪期内, 瀚华担保对16兴荣债的担保仍有效, 有助于提升16兴荣债的偿债安全性。

#### 主要风险:

- **债务压力较大。**跟踪期内, 兴荣控股已积聚较大规模的刚性债务, 且项目回款慢, 经营性现金大额净流出, 债务压力较大。
- **资产流动性较弱。**跟踪期内, 兴荣控股大量资金仍沉淀于存货和应收款项, 大额资产受限, 资产流动性较弱。
- **资金被大量占用。**跟踪期内, 兴荣控股应收荣昌区财政局等区内企事业单位大额往来款及借款, 资金被大量占用。
- **或有负债风险。**跟踪期内, 兴荣控股对外担保金额较大, 且有未决涉诉案件, 存在较大或有负债风险。

## ➤ 未来展望

通过对兴荣控股及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 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

### 跟踪评级原因

按照 2016 年重庆市兴荣控股集团有限公司公司债券（简称“16 兴荣债”）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 2017 年财务报表及相关经营数据，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，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2016 年 3 月发行 16 兴荣债 9.00 亿元，期限为 7 年，票面利率 4.86%，计息方式为附息式固定利率，每年付息一次。16 兴荣控股债设计本金提前偿还条款，即自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 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。

16 兴荣控股债募集资金全部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 2018 年 3 月末已累计完成投资 18.53 亿元，募集资金 9.00 亿元已全部使用。

截至 2018 年 6 月 22 日，该公司待偿还债券本金余额为 24.60 亿元，目前已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息的情况。

**图表 1. 截至 2018 年 6 月 22 日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	1.60	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
17 兴荣控股 PPN001	2017-07-31	2020-07-31	6.00	6.00	5.50
17 兴荣控股 CP001	2017-08-23	2018-08-23	5.00	5.00	5.77
<b>合计</b>	-	-	<b>31.00</b>	<b>24.60</b>	-

资料来源：Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，

金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

## (2) 行业环境

**城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43 号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。**

城市基础设施的建设和完善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，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严

重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017 年以来，行业监管力度进一步加大。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行加强跨部门联合惩戒。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年 2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月，财政部发布《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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看

则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

### (3) 区域经济环境

**2017年，荣昌区经济增速有所放缓，但仍保持较高水平；工业主导作用明显，园区集聚作用不断增强；固定资产投资是拉动荣昌区经济增长的主动动力。**

2017年，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2017年实现地区生产总值414.79亿元，同比增长9.2%；从三产发展情况看，2017年全区第一、二、三产业增加值分别为50.58亿元、263.83亿元和100.38亿元，同比分别增长3.6%、10.4%和8.9%，三次产业结构为12.2: 63.6: 24.2，第二产业仍占主导，第三产业占比偏低。2017年末全区常住人口71.00万人，较上年末增加0.57万人，城镇化率54.82%，较上年末提高1.89个百分点。按常住人口计算，2017年全区人均生产总值达到58657元，较上年增长8.5%。

**图表 2. 2015年以来荣昌区主要经济发展指标（单位：亿元、%）**

指标	2015年		2016年		2017年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	329.87	11.7	368.12	10.8	414.79	9.2
第一产业增加值	43.71	4.3	49.18	4.1	50.58	3.6
第二产业增加值	207.77	13.0	229.21	12.0	263.83	10.4
第三产业增加值	78.39	12.1	89.73	11.5	100.38	8.9
工业增加值	167.04	11.6	182.35	10.8	208.76	10.5
固定资产投资	449.59	20.2	521.51	16.0	561.25	13.5
房地产开发投资	28.17	-46.7	19.96	-29.2	22.25	11.5
工业投资	273.18	42.1	329.35	20.6	364.00	12.7
社会消费品零售总额	97.41	13.9	110.70	13.6	125.45	13.3
进出口总额（亿美元）	6.59	24.8	6.66	1.0	22.81 <sup>1</sup>	-47.7

资料来源：2015-2017年荣昌区国民经济和社会发展统计公报

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。2017年荣昌区实现工业增加值208.76亿元，同比增长10.5%；规模以上工业增加值同比增长10.5%；规模以上工业企业实现总产值68.62亿元，同比增长14.7%。2017年全区食品医药、装备制造和轻工陶瓷集群规模达601.8亿元，占全区工业总产值的比重达82.9%。荣昌区积极构建“一区三园三基地<sup>2</sup>”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；2017年荣昌区“一区三园”累计完成规模以上工业总产值640亿元，较上年增长16.2%，园区集聚作用不断增强。

<sup>1</sup> 2017年进出口总额单位为亿元。

<sup>2</sup> 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。



固定资产投资是荣昌区经济增长的重要动力，2017 年荣昌区完成固定资产投资 561.25 亿元，较上年增长 13.5%，增速虽较上年下降 2.5 个百分点，但仍保持较高增速；其中，基础设施建设投资 151.27 亿元，较上年增长 53.4%；工业投资 364 亿元，较上年增长 12.7%。固定资产投资的较快增长，有力支撑了荣昌区经济持续增长。

从房地产看，2017 年荣昌区房地产开发投资 22.25 亿元，较上年增长 11.5%，其中住宅投资 16.36 亿元，较上年增长 26.7%。当年荣昌区商品房施工面积及竣工面积分别为 361.9 万平方米和 88.5 万平方米，较上年分别下降 10.3% 和增长 8.9%；商品房销售面积为 109.44 万平方米，较上年增长 9.1%，其中住宅销售面积为 98.19 万平方米，较上年增长 6.9%；商品房销售额实现 45.79 亿元，较上年增长 19.8%。

此外，2017 年荣昌区旅游产业保持较快增长，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已形成，当年末全区拥有 A 级旅游景区 4 个，其中 4A 级景区 1 个，3A 级景区 3 个；当年全区接待游客人次和旅游经济总收入分别为 492 万人次和 13.78 亿元，同比分别增长 34.6% 和 40.2%。

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍为荣昌区重要的基础设施投建及国有资产经营的主体，主营业务收入与上年基本持平，土地整治是公司收入和毛利的主要来源。公司项目建设前期所需资金较大，资金回笼相对滞后，现阶段后续项目投资较少，公司资金压力不大。

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。2017 年公司实现主营业务收入 13.56 亿元，与上年基本持平，其中土地整治业务实现收入 12.32 亿元，占主营业务收入的 90.83%。当年营业毛利为 2.58 亿元，较上年下降 12.03%，其中土地整治毛利占比为 65.71%。此外，代建业务及让渡资产使用权业务亦为公司当年毛利分别贡献了 0.32 亿元和 0.50 亿元，分别占公司毛利的 12.30% 和 19.30%，是公司毛利的有益补充。

图表 3. 2015-2017 年公司主营业务收入与毛利构成情况<sup>3</sup>（单位：亿元、%）

类别	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
<b>主营业务收入合计</b>	<b>7.66</b>	<b>100.00</b>	<b>13.52</b>	<b>100.00</b>	<b>13.56</b>	<b>100.00</b>
开发项目转让	-	-	11.35	83.95	-	-
土地整治业务	5.85	76.39	0.76	5.65	12.32	90.83
代建业务	1.20	15.74	0.79	5.82	0.32	2.38
让渡资产使用权	0.52	6.74	0.49	3.62	0.50	3.67
其他业务	0.09	1.14	0.13	0.96	0.42	3.13
<b>主营业务毛利</b>	<b>2.06</b>	<b>100.00</b>	<b>2.90</b>	<b>100.00</b>	<b>2.58</b>	<b>100.00</b>
开发项目转让	-	-	1.57	54.05	-	-
土地整治业务	0.85	41.25	0.37	12.75	1.69	65.71
代建业务	0.72	34.82	0.46	16.00	0.32	12.30
让渡资产使用权	0.52	25.05	0.49	16.89	0.50	19.30

<sup>3</sup> 2016 年开发项目转让收入为 11.35 亿元，是公司将持有的储备地的开发权和收益权转出所致，实质是土地转让。2017 年已将该模式重又变为土地整治模式。

类别	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
其他业务	-0.02	-1.13	0.01	0.31	0.07	2.69

资料来源：根据兴荣控股经审计的 2015-2017 年财务报表数据整理、计算

## 1. 土地整治业务

该公司土地整治业务由公司本部负责。目前，公司土地开发均为存量土地，相关土地整治收入均为公司存量土地所产生的收益。土地整治是荣昌区政府平衡公司城市基础设施建设资金的重要方式。公司在承担荣昌区城市基础设施建设的同时，享有荣昌区城市规划区范围内城市建设土地的一级开发权。公司土地整治业务采用自行筹建资金完成土地整治，政府每年回购的模式进行。荣昌区政府根据公司完成的土地整治面积按照一事一议的方式回购整治土地，回购金额确认为土地整治收入，回购金额超过整治成本部分确认为土地整治收益。

2017 年，该公司共完成 15 个地块的开发整治工作，合计交付面积为 1106.53 万平方米，实现土地整治收入 12.32 亿元，收到政府拨付的土地款 0.63 亿元，截至 2017 年末尚未收到的土地款为 11.69 亿元，土地款回收慢。

截至 2017 年末，该公司正在整理的地块为荣昌县昌州街道黄金坡组团 HA01-01 地块、荣昌县昌州街道黄金坡组团 HA03-02 地块和荣昌县昌州街道黄金坡组团 HA03-09 地块等，计划投资总额为 27.12 亿元，累计已投入 21.90 亿元，2018-2020 年计划分别投入 1.80 亿元、1.73 亿元和 1.69 亿元。

截至 2017 年末，该公司持有土地 4541.10 亩，账面价值为 47.15 亿元，较上年末增加 1.38 亿元，其中，以出让方式获得的土地账面价值为 47.08 亿元，面积为 4517.07 亩；以政府划拨方式获得的土地账面价值为 0.07 亿元；以土地用途分，公司商住用地账面价值为 45.99 亿元，面积为 4421.09 亩。公司预计 2018 年可交付地块面积为 29.53 万平方米，预计结算单价为 3514 元/平方米，预计可实现土地整治收入 10.32 亿元。

## 2. 代建业务

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，包括基础设施项目代建业务和保障性住房代建业务。其中，基础设施项目代建主要采取政府回购进行资金平衡，保障性住房代建由财政局按照项目进度和财政资金状况拨付一定建设资金。2017 年公司确认代建业务收入 0.32 亿元<sup>4</sup>，较上年下降 59.01%，主要系当年完成竣工决算的项目金额较上年少所致。

### A、基础设施项目建设

跟踪期内，该公司基础设施项目代建模式未发生变化，用 BT 模式和委托代建模式，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%。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代建业务管理费；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。

<sup>4</sup> 包括公益性市政代建业务收入，该部分数据该公司未提供。

跟踪期内，该公司账务处理未发生变化。公司代建项目收入分为两类，一类是公司承接的区政府的基础设施等公益类项目，这部分项目收入按照政府结算批复文件确认的回购金额和相应成本的差额计入主营业务收入，主营业务成本中未反映这部分项目的成本，另一类是公司子公司自行承接的非政府性项目，这部分的收入为全额收入，相应的成本反应在主营业务成本中，这部分收入的毛利率相对较低。

BT 模式项目方面，截至 2017 年末，该公司按照 BT 模式完成的基建项目包括财信集团北部新区次干道、荣昌县南部新区城南大道以北次干道、北部新区和庭酒店片区规划市政道路、仁和安置房市政道路工程项目等，累计投资额为 7.29 亿元，应收回购款为 7.34 亿元，累计已收到回购款 1.36 亿元，其中 2017 年收到回购资金 1.36 亿元，确认 BT 项目收入 0.05 亿元，公司 BT 项目款项回笼慢。2018-2020 年公司 BT 项目预计可收到回购资金 2.28 亿元、1.90 亿元和 1.80 亿元。同期末，公司在建的 BT 项目包括重庆荣昌工业园区基础设施建设工程、荣昌县儿童公园项目和东湖环湖路及河堤挡墙工程等，计划投资总额为 4.63 亿元，累计已投入 4.63 亿元，项目尚未竣工结算。

委托代建项目方面，截至 2017 年末，该公司已完工的委托代建项目包括半小时荣昌项目及双清路项目、峰广公路、荣直路荣昌工业园区段、危桥维修加固工程等，累计投资额为 1.00 亿元，应收项目款 1.20 亿元，已收到项目回款 0.74 亿元，2018 年预计将收回剩余的 0.46 亿元。同期末，公司在建的委托代建项目 5 个，计划投资 6 亿元，累计已投入 3.62 亿元，其中已完工但尚未完成竣工决算的代建项目 4 个，后续尚需投资 2.38 亿元。2017 年末，公司拟建项目为荣昌区文化艺术中心综合大楼，建设工期为 2018-2019 年，计划投资额为 3 亿元。

跟踪期内，总体看该公司后续基础设施建设规模较小，业务持续有一定不确定性。

**图表 4. 截至 2017 年末公司在建基础设施建设项目<sup>5</sup>（单位：万元）**

项目	业务模式	计划投资额	累计已投入	未来投资
重庆荣昌工业园区基础设施建设工程	BT	12838.85	12838.85	0.00
荣昌县儿童公园项目	BT	8193.32	8193.32	0.00
东湖环湖路及河堤挡墙工程	BT	25233.61	25233.61	0.00
<b>小计</b>	<b>—</b>	<b>46265.78</b>	<b>46265.78</b>	<b>0.00</b>
新城基础设施建设工程	委托代建	3633.47	3633.47	0.00
半小时荣昌工程	委托代建	23675.62	12462.04	11213.58
荣路公路工程	委托代建	3287.05	3287.05	0.00
森林工程一期工程	委托代建	13157.31	13157.31	0.00
农村公路工程	委托代建	612.13	612.13	0.00
黄角树广场旧城改造	委托代建	15674.00	3000.00	12674.00
<b>小计</b>	<b>—</b>	<b>60039.58</b>	<b>36152.00</b>	<b>23887.58</b>

资料来源：兴荣控股

## B、保障性住房建设

该公司保障性住房主要为荣昌区棚户区改造项目。运作模式为：公司接受荣昌区人民政府授权和委托，作为业主方负责保障性住房建设的日常推进及管理。荣昌区财政局

<sup>5</sup> 部分项目由于已完工但未结算，因此仍列入在建项目。

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。

荣昌区棚户区改造项目计划投资总额为 6.28 亿元，建设周期为 2009-2018 年，截至 2017 年末该项目已累计投入 5.48 亿元，收到政府预付的项目款为 3.39 亿元，2018 年公司计划投入 0.80 亿元。

### 3. 让渡资产使用权（即物业出租）及其他业务

截至 2017 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 20.40 万平方米，按市价对外出租，承租方主要为荣昌区各行政事业单位。2017 年公司资产出租情况一般，让渡资产使用权收入为 0.50 亿元，较上年略增 1.65%。

除上述业务外，该公司还从事物业管理业务及污水处理厂运维、地票转让、人员派遣服务、三轮车管理和零星工程等其他服务业务，2017 年物业管理业务实现营业收入 0.09 亿元，较上年增长 58.22%，主要是公司下属子公司康居物业公司服务的物业小区和企业单位数量较上年大幅增加，以及增加了部分市政道路的停车管理收入所致；同期，公司其他服务业务实现收入 0.33 亿元，较上年增长 4.46 倍，主要是公司下属子公司土储公司转让地票取得收入增加所致。

## 管理

跟踪期内，该公司实际控制人仍为荣昌区人民政府，公司部分高管人员发生变动，未对公司经营及管理产生重大不利影响。除此之外，公司在治理结构、管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。

截至 2017 年末，该公司注册资本仍为 15.00 亿元，仍由重庆市荣昌县国有资产监督管理委员会持股 100%。跟踪期内，公司董事长和总经理发生变动，原董事长龚必友及原总经理蔡刚不再担任职务，由杨昌华和刘百正分别担任公司董事长和总经理，公司的人事变动属正常变动，未对公司经营和管理等方面产生重大不利影响。除此之外，公司在治理结构、管理制度及机构设置等方面无重大变化。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 4 月 19 日，公司已结清信贷信息中有 5 笔关注类贷款、4 笔欠息。公司已结清信贷信息中 5 笔关注类贷款共计 2.50 亿元，主要系国家开发银行对荣昌区平台企业的贷款均放入关注类所致。根据公司提供的相关银行说明，公司 4 笔欠息已结清，系公司划款疏忽所致，非公司恶意拖欠。

## 财务

跟踪期内，该公司负债及刚性债务规模有所增长，负债经营程度偏高。受主业获利能力很差及往来款大额净流出影响，公司经营性现金流大额净流出。公司主业盈利能力相对较好，盈利主要来自主营业务。公司资金大量沉淀于存货和应收款项，资金被大

量占用，资产流动性较弱。此外，公司对外担保规模大，且有涉诉未决案件，存在较大的或有负债风险。

## 1. 公司财务质量

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年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。公司执行财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定。

截至 2017 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 13 家，新增 2 家，分别为重庆科牧科技有限公司（简称“科牧科技”）和重庆荣盾保安有限公司（简称“荣盾保安”），均由政府无偿划拨取得。

图表 5. 2017 年公司新纳入合并范围的主体情况（单位：亿元）

企业名称	经营范围	注册资本	持股比例	取得方式
重庆科牧科技有限公司	计算机技术开发、服务、咨询；电子商务；网络系统维护；网络设计，商标设计；互联网信息服务；生物与医药设备、电子产品销售；畜产品电子交易服务；仓储服务（不含危险化学品）；物流配送；为生猪及相关产品的交易提供场所、设施及相关服务	1.11	100%	划拨
重庆荣盾保安有限公司	对内劳务派遣、人力资源服务；安保服务及其他相关业务；物业管理服务；停车、拖车服务	0.02	100%	划拨

资料来源：兴荣控股

## 2. 公司偿债能力

### （1）债务分析

2017 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，当年末负债总额为 118.96 亿元，较上年末增长 3.05%，资产负债率为 65.78%，较上年末略升 0.48 个百分点，负债经营程度仍偏高。

从债务期限结构看，2017 年末，该公司长短期债务比为 294.37%，较上年末提高 173.59 个百分点，公司负债期限结构进一步改善。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，2017 年末余额为 4.30 亿元，较上年末显著下降 81.28%，系往来款大幅减少所致；专项应付款主要为政府拨付的代建项目工程款及财政拨入的还贷资金，当年末余额为 11.20 亿元，较上年末增长 4.15%，其中财政拨入的还贷资金为 2.30 亿元。2017 年末，公司刚性债务余额为 99.58 亿元，较上年末增长 26.67%，主要是当年融入大量借款、发行债券及基金公司的投资所致，当年新发行 17 兴荣控股 PPN001 和 17 兴荣控股 CP001，新增债券本金共计 11.00 亿元。其中，金融机构借款 70.28 亿元，借款年利率为 4%-8% 之间；基金公司的明股实债为 6.77 亿元，包括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”）分别于 2015 年和 2016 年投入 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；2017 年重庆市荣昌双创投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“双

创基金”)向公司子公司重庆市荣昌区昌泰市政有限公司增资 6 亿元,投资期限 10 年,取得其 98.36% 股权,股权投资年化投资收益率为 6.86%。受刚性债务有所增加影响,当年末公司股东权益与刚性债务比率为 62.15%,较上年末下降 15.88 个百分点,股东权益对刚性债务的保障程度低。

截至 2017 年末,该公司对外担保余额为 47.44 亿元,担保比率为 76.65%,担保对象主要为荣昌区国有企事业单位,对民营企业担保规模较小。截至 2018 年 5 月末,公司对外担保余额为 60.37 亿元,其中保证担保 40.86 亿元,抵押担保 19.51 亿元,公司对外担保对象仍主要为荣昌区属国有事业单位,目前被担保方经营情况正常。此外,公司于 2016 年 9 月 7 日通过中国农业银行向重庆益峰新能源装备股份有限公司发放委贷 500 万元,截至 2017 年末借款余额 499.95 万元尚未能按期回收,公司已向法院提起诉讼,截至 2018 年 4 月 27 日,案件正在审理,尚未结案。公司对外担保规模大,担保比率高,且有涉诉案件未结,面临较大的代偿风险。

## (2) 现金流分析

该公司经营性现金流主要反映土地整治、基建等业务的现金流及与政府部门和其他单位的往来款。2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 0.97 亿元,较上年显著减少 7.48 亿元,营业收入现金率仅为 7.09%,较上年降低 55.40 个百分点,当年公司主营业务获现能力很差。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 -22.97 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 17.84 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 17.06 亿元,当年投资活动产生的现金流量金额为 -1.73 亿元。公司基建业务、土地整治等所需资金主要依赖于外部筹资,2017 年筹资活动产生的现金流量净额为 22.98 亿元,持续呈净流入状态。但由于 2017 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。

2017 年,该公司经营性现金净流入量与负债和刚性债务的比率分别为 -19.60% 和 -25.78%,无法对负债及刚性债务形成保障。同期,公司 EBITDA 为 2.45 亿元,同比减少 0.25 亿元,主要是受费用化利息支出减少所致,EBITDA 与刚性债务及利息支出的比率分别为 0.10 倍和 0.62 倍,保障程度弱化且差。

## (3) 资产质量分析

2017 年末,该公司所有者权益为 61.89 亿元,与上年末基本持平;其中,实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为 79.90%,资本结构稳定性较好。

2017 年末,该公司资产总额为 180.85 亿元,较上年末增长 2.30%,其中流动资产占比为 90.27%,公司资产仍以流动资产为主。2017 年末公司流动资产余额为 163.26 亿元,主要由货币资金、其他应收款和存货构成,分别占流动资产的 6.85%、48.37% 和 40.68%。其中,货币资金余额为 11.18 亿元,较上年末减少 35.41%,受限货币资金为 1.27 亿元,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,且主业获现显著减少,以致年末货币资金存量有所减少。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 78.97 亿元,

较上年末增长 24.70%，其中应收前五大单位的款项分别为荣昌区财政局土地出让及租金收入、工程款 29.96 亿元，重庆市荣昌棠城投资建设有限公司工程借款 11.90 亿元，重庆市荣昌区宏业实业开发有限公司垫付款和借款 9.40 亿元，区国土局土地安置补偿款 8.55 亿元，荣昌区奥通公路工程有限公司工程借款 2.61 亿元，合计 62.42 亿元，以及其他区国有企业的垫付款、借款等合计 16.55 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。年末存货主要由土地整治成本 47.15 亿元和代建项目投入成本 19.24 亿元构成，2017 年末存货余额为 66.41 亿元，较上年末下降 6.47%，系部分项目完工结转所致。

2017 年末，该公司非流动资产余额为 17.59 亿元，较上年末增长 9.80%，增量主要来自固定资产和在建工程，其中固定资产余额为 9.52 亿元，较上年末增长 9.82%，主要为房屋建筑物、构筑物等的增加；在建工程余额为 3.98 亿元，较上年末增长 46.48%，主要是公司自建的工程项目增加所致。

#### (4) 流动性/短期因素

截至 2017 年末，该公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 42.11% 和 57.79%，面临一定集中偿债压力。同期末，公司流动比率和速动比率分别为 541.19% 和 305.42%，公司账面流动资产对流动负债的保障程度好，但公司土地资产规模较大，且其他应收款占用公司大量的资金，实际资产流动性较弱。

截至 2017 年末，该公司受限资产余额为 28.62 亿元，分别为货币资金中的银行承兑汇票保证金、质押的定期存单的 1.27 亿元，存货中的作抵押借款担保的储备土地 24.55 亿元，固定资产中作抵押借款担保的房屋建筑物和林地 2.79 亿元，受限资产占资产总额的比重为 15.82%，资产受限程度一般。

图表 6. 截至 2017 年末公司受限资产情况

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	1.27	11.36	银行承兑汇票保证金、质押的定期存单
存货	24.55	36.96	抵押担保
固定资产	2.79	29.26	抵押担保
合计	28.62	-	-

资料来源：兴荣控股

### 3. 公司盈利能力

2017 年，该公司实现营业收入 13.67 亿元，较上年增长 1.10%；营业毛利率为 19.62%，较上年降低 1.80 个百分点。从主营业务板块看，土地整治业务毛利率为 13.75%，较上年下降 34.61 个百分点，主要系上年出让的初级中学地块出让价格很高、毛利率高影响所致；代建业务毛利率为 98.25%，较上年上升 39.36 个百分点，主要是当年毛利较高的公益类代建项目收入占比较高所致；让渡资产使用权业务毛利率稳定。

图表 7. 2015 年以来公司各业务毛利率情况表 (单位: %)

业务板块	2015 年	2016 年	2017 年
开发项目转让	-	13.79	-
土地整治业务	14.52	48.35	13.75
代建业务	59.50	58.88	98.23
让渡资产使用权	100.00	100.00	100.00
其他业务	-26.55	7.01	16.36
<b>综合毛利率</b>	<b>26.89</b>	<b>21.42</b>	<b>19.62</b>

资料来源: 兴荣控股

从期间费用来看, 2017 年该公司期间费用为 1.24 亿元, 由管理费用和财务费用构成, 较上年下降 25.41%, 主要系当年借款利息大部分资本化及公司加强管理、管理费用减少所致; 期间费用率为 9.12%, 较上年降低 3.15 个百分点, 对营业毛利的侵蚀进一步降低。公司盈利主要来源于主营业务, 同时投资收益形成一定补充。2017 年公司实现净利润 1.12 亿元, 较上年略减 1.35%; 其中, 投资收益为 0.11 亿元, 较上年下降 42.21%, 主要为公司购买理财产品形成的收益。此外, 当年公司营业外收入为 220.58 万元, 较上年下降 43.02%, 无政府补贴, 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, 2017 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.25% 和 1.81%, 盈利能力整体弱。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

跟踪期内, 该公司营业收入和利润主要来源于土地整治业务, 营业收入和净利润基本稳定, 主业盈利能力相对较好。公司持有大量储备土地, 可用于公司项目建设的资金平衡。

### 2. 外部支持因素

该公司作为荣昌区基础设施及国有资产运营主体, 得到了政府资金的持续支持。2017 年, 公司获得财政拨入的还贷资金 2.30 亿元。

该公司已与多家银行等金融机构保持长期合作伙伴关系。截至 2017 年末, 公司共获得银行授信额度 112.14 亿元, 尚未使用授信额度 72.91 亿元, 间接融资渠道较通畅。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 外部担保

16 兴荣债由瀚华担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。瀚华担保系经重庆市金融工作办公室批准于 2009 年 8 月成立商业性担保公司, 初始注册资本 10.00 亿



元，经多次增资及股权转让，截至 2016 年末，瀚华担保的注册资本为 35.00 亿元，其中瀚华金控股份有限公司（简称“瀚华金控”）出资 34.965 亿元，持股 99.90%，为控股股东；重庆惠微投资有限公司出资 0.035 亿元，持股 0.10%。截至 2016 年末，瀚华担保在重庆、四川、云南、湖北、陕西、甘肃、辽宁、北京、山东、江苏、上海等地区设立了 26 家分支机构，担保业务实现对全国 22 个省份和地区的覆盖。

截至 2016 年末，瀚华担保经审计的合并报表口径资产总额为 57.83 亿元，净资产为 40.39 亿元；2016 年度担保业务发生额为 413.66 亿元，期末担保责任余额为 330.74 亿元，担保放大倍数 8.18 倍；当年瀚华担保共实现营业收入 10.29 亿元，净利润 1.97 亿元。

瀚华担保作为瀚华金控的子公司，在资金、业务等方面可获得股东支持。同时，瀚华担保与多家商业银行建立了良好的合作关系，能够得到一定的业务支持，资本实力较强且业务规模不断扩大，已积累了一定的担保业务经验。瀚华担保主要服务于中小企业，近年来，传统银行融资担保业务代偿风险上升，瀚华担保逐步缩减传统银行融资担保业务规模，适当开展债券担保、保本基金担保等业务，同时以核心企业为依托，大力发展供应链金融业务，业务规模总体保持增长态势。

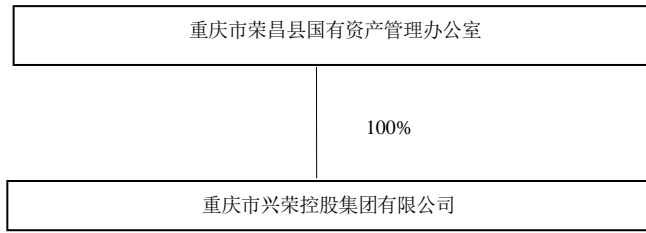
整体来看，瀚华担保提供的担保增强了 16 兴荣债的安全性。

## 跟踪评级结论

综上所述，跟踪期内，该公司仍为荣昌区重要的基础设施投建及国有资产经营的主体，主营业务收入与上年基本持平，土地整治是公司收入和毛利的主要来源。公司项目建设前期所需资金较大，资金回笼相对滞后，现阶段后续项目投资较少，公司资金压力不大。公司负债及刚性债务规模有所增长，负债经营程度偏高。受主业获现能力很差及往来款大额净流出影响，公司经营性现金流大额净流出。公司主业盈利能力相对较好，盈利主要来自主营业务。公司资金大量沉淀于存货和应收款项，资金被大量占用，资产流动性较弱。此外，公司对外担保规模大，且有涉诉未决案件，存在较大的或有负债风险。瀚华担保对 16 兴荣债的增信担保仍有效。

附录一：

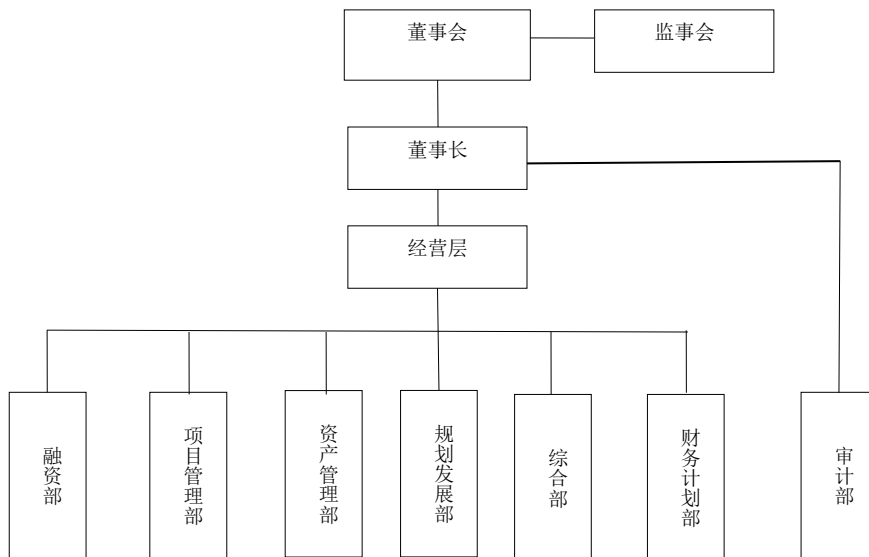
公司与实际控制人关系图



注：根据兴荣控股提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据兴荣控股提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：

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]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	169.40	176.79	180.85
货币资金 [亿元]	28.08	17.31	11.18
刚性债务[亿元]	77.83	78.62	99.58
所有者权益 [亿元]	56.65	61.35	61.89
营业收入[亿元]	7.66	13.52	13.67
净利润 [亿元]	0.92	1.13	1.12
EBITDA[亿元]	2.56	2.70	2.45
经营性现金净流入量[亿元]	-1.98	-17.96	-22.97
投资性现金净流入量[亿元]	-3.50	0.17	-1.73
资产负债率[%]	66.56	65.30	65.78
长短期债务比[%]	81.69	120.76	294.35
权益资本与刚性债务比率[%]	72.79	78.03	62.15
流动比率[%]	249.41	307.44	541.19
速动比率 [%]	120.19	156.31	305.42
现金比率[%]	48.36	34.55	42.11
利息保障倍数[倍]	0.47	0.47	0.56
有形净值债务率[%]	204.48	192.93	197.29
担保比率[%]	83.84	57.29	76.65
毛利率[%]	26.89	21.42	19.62
营业利润率[%]	0.99	10.12	10.08
总资产报酬率[%]	1.49	1.44	1.25
净资产收益率[%]	1.64	1.92	1.81
净资产收益率*[%]	1.65	1.92	1.82
营业收入现金率[%]	64.67	62.49	7.09
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.89	-31.41	-55.72
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.94	-15.74	-19.60
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-10.77	-31.10	-59.93
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.38	-15.58	-21.08
EBITDA/利息支出[倍]	0.51	0.51	0.62
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.03

注：表中数据依据兴荣控股经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

## 附录四：

## 瀚华担保主要财务数据及指标表

项目	2014年	2015年	2016年
<b>财务数据与指标：</b>			
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
担保业务净收入（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	21.61
平均资本回报率（%）	4.18	4.09	5.00
风险准备金充足率（%）	4.03	4.28	3.43
担保责任放大倍数（倍）	6.66	7.55	8.18
融资担保责任放大倍数（倍）	5.10	5.17	5.35
资本充足率（%）	15.01	13.24	9.38
代偿保障率（%）	255.03	336.18	366.87
现金类资产比率（%）	85.23	74.72	74.36
<b>担保业务：</b>			
担保发生额（亿元）	287.58	322.15	413.66
担保责任余额(亿元)	255.54	290.07	330.74
累计担保代偿率（%）	1.93	1.94	1.41
累计代偿回收率（%）	18.70	42.13	41.95
累计代偿损失率（%）	30.65	19.85	16.14

注：表中数据依据瀚华担保经审计的2014-2016年度财务数据整理、计算。

附录五：

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

附录六：

担保公司各项数据与指标计算公式

指标名称	计算公式
营业利润率	营业利润/（担保业务收入+利息收入+投资收益+其他业务利润）×100%
平均资本回报率	净利润/[(上期末股东权益+本期末股东权益)/2] ×100%
风险准备金充足率	担保风险准备余额/期末担保余额×100%
融资担保放大倍数	融资担保责任余额/期末净资产
资本充足率	权益资本/（在保债务责任余额*风险权重）
代偿保障率	（货币资金+短期投资+存出保证金-存入保证金）/单户最大担保余额×100%
现金类资产比率	（货币资金+短期投资+存出保证金-存入保证金）/总资产×100%
累计担保代偿率	累计代偿金额/累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收金额/累计代偿金额×100%
累计担保损失率	累计代偿损失金额/累计解保金额×100%
风险准备金	担保合同准备金+应收代偿款减值准备
累计风险准备金	未到期责任准备+担保合同准备金+应收代偿款减值准备+一般风险准备
拨备覆盖率	担保合同准备金/应收代偿款

附录七：

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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。