



信用等级通知书

信评委函字[2013]0731号

重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2013年重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为AA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一三年九月六日

2013 年重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司公司债券信用评级报告

发行主体	重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司
主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA
发行规模	15 亿元
发行期限	7 年期，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年付息日分别按债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

概况数据

物流园开发公司(合并口径)	2010	2011	2012
总资产(亿元)	74.38	115.71	172.42
所有者权益(亿元)	31.09	61.72	115.26
总负债(亿元)	43.30	53.99	57.16
总债务(亿元)	12.57	14.97	17.13
主营业务收入(亿元)	3.02	4.94	2.36
EBIT(亿元)	2.36	1.65	1.20
EBITDA(亿元)	2.38	1.67	1.25
经营活动净现金流(亿元)	-1.11	1.09	1.87
主营业务毛利率(%)	70.84	28.17	22.30
EBITDA/主营业务收入(%)	78.62	33.80	53.07
总资产收益率(%)	4.79	1.73	0.83
资产负债率(%)	58.21	46.66	33.15
总资本化比率(%)	28.79	19.52	12.94
总债务/EBITDA(X)	5.29	8.97	13.69
EBITDA 利息倍数(X)	3.28	2.06	0.83

注：2010~2012 年三年连审财务报告按照旧会计准则编制。

分析师

项目负责人：赵晓曦 xxzhao@ccxi.com.cn
项目组成员：刘礼彬 lbliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

2013 年 9 月 6 日

基本观点

中诚信国际评定重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司（以下简称“物流园开发公司”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；评定 2013 年重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司公司债券信用等级为 AA。

中诚信国际肯定了沙坪坝区较强的经济财政实力、沙坪坝区政府给予公司的大力支持及公司充足的土地资产、稳定的现金流入等对公司发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到宏观政策变化、债务压力较大等因素对公司未来整体信用状况的影响。

优势

- **重庆市和沙坪坝区经济发展快速，财政实力不断增强。**2012 年，重庆市和沙坪坝区分别实现地区生产总值(GDP)11,459 亿元和 658.1 亿元，分别较上年增长 13.6%和 17.3%。2012 年重庆市完成地方一般预算收入 1,703.5 亿元，为公司的发展奠定了良好的基础。
- **公司作为重庆市政府指定进行西部物流园开发建设的唯一主体，获得政府大力支持。**为支持西部物流园的基础建设开发，根据重庆市财政局渝财税[2008]137 号文，从 2008 年起，园区内的地方税收及附加（不含房地产税收）全额返还用于园区建设；土地出让金、城市建设配套费等全额返还公司，按有关要求用于园区建设。
- **公司拥有充足的土地资产。**公司目前拥有 1.22 万亩土地使用权，其中划拨用地 2,790.27 亩，储备用地 9,401.72 亩，未来将为公司提供可观的土地收益。

关注

- **宏观政策变化给公司经营带来不确定性。**公司业务与土地市场关系密切，其中银行贷款主要为土地抵押贷款，收入主要为土地整治收入，受房地产宏观调控、信贷等政策影响，上述经营模式存在一定的不确定性。
- **资本支出压力较大。**根据公司规划，公司未来 5 年在土地整治、基础设施和保障房建设等领域资本性支出规模较大。

发行主体概况

重庆西部现代物流园区开发建设有限责任公司系 2007 年由重庆市沙坪坝区国有资产管理中心出资组建的国有独资公司。公司注册资本 5 亿元。

公司受市政府委托，承担物流园开发及城市基础设施建设、物流园土地储备及整治、筹备物流园建设资金、物流园国有资产经营管理及招商的任务。

截至 2012 年末，公司总资产 172.42 亿元，所有者权益 115.26 亿元；2012 年，公司实现主营业务收入 2.36 亿元，净利润 1.16 亿元，经营活动现金净流量 1.87 亿元。

本期债券概况

本期债券发行总额为 15 亿元，期限为 7 年。债券设计提前偿还条款，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年付息日分别按债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金。

本期债券为固定利率债券，票面年利率在债券存续期内固定不变，本期债券采用单利按年计息，不计复利。

募集资金用途

本期债券募集资金 15 亿元，将用于重庆西部物流园土主经济适用房建设项目、重庆西部物流园回龙坝经济适用房建设项目、重庆西部现代物流产业园中干线道路及管网工程项目，具体募集资金拟使用规模情况如下：

表 1：募集资金投向情况

项目	项目总投资 (亿元)	募集资金 使用额度 (亿元)	占总投资 比例
重庆西部现代物流园土主经济适用房建设项目	8.18	3.90	47.67%
重庆西部现代物流园回龙坝经济适用房建设项目	10.01	5.00	49.97%
重庆西部现代物流产业园中干线道路及管网工程项目	13.67	6.10	44.63%
合计	31.86	15.00	47.09%

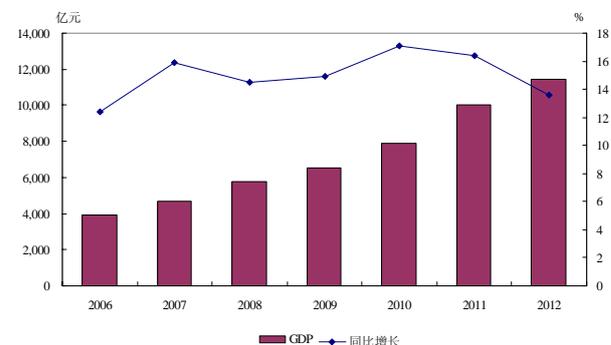
资料来源：物流园开发公司

重庆市经济财政概况

重庆市地处经济发达的东部地区和资源丰富的西部地区的结合部，东邻湖北、湖南，南靠贵州，西接四川，北连陕西，是长江上游最大的经济中心、西南工商业重镇和水陆交通枢纽。1997 年 3 月 14 日，第八届全国人民代表大会第五次会议通过了设立重庆直辖市的决议，重庆与北京、天津、上海同为四大直辖市。重庆市幅员面积 8.24 万平方公里，辖 19 个区、19 个县（自治县）。

设立直辖市以来，重庆市努力实施西部大开发战略，经济发展取得重要进展。2012 年，重庆市地区生产总值(GDP)11,459.00 亿元，同比增长 13.6%。其中，第一产业增加值 940.01 亿元，同比增长 5.3%；第二产业增加值 6,172.33 亿元，同比增长 15.6%；第三产业增加值 4,346.66 亿元，同比增长 12.0%。按常住人口计算，重庆市人均 GDP 达到 39,083 元，同比增长 12.4%。

图 1：2006~2012 年重庆市地区生产总值及其增长

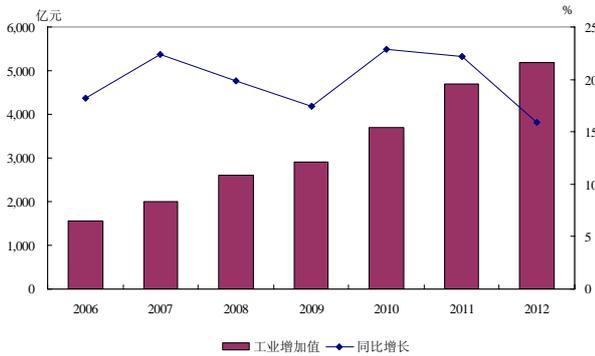


资料来源：重庆市统计公报

重庆市工业基础雄厚，产业门类齐全，汽车摩托车、装备制造、化工、材料等是其传统优势产业。2012 年，在规模以上工业中，重庆市汽车摩托车行业总产值 3,540.28 亿元，同比增长 11.3%，占工业总产值的 27.0%；材料工业总产值 1,966.69 亿元，同比增长 5.0%，占工业总产值的 15.0%；装备制造业总产值 1,248.43 亿元，同比增长 14.4%，占工业总产值的 9.5%。同时，按照“发挥优势、重点突破、开放引进、创新模式、集群发展”的原则，重庆市加快发展以信息产业为主要支柱的战略性新兴产业。2012 年，重庆市电子信息产品制造业总产值 2,193.74 亿元，同比增长 60.4%，占工业总产值的

16.7%。

图 2：2006~2012 年重庆市工业增加值及其增长



资料来源：重庆市统计公报

内陆开放方面，为促进内陆开放型经济发展，国务院批复设立重庆两江新区，这是继上海浦东新区、天津滨海新区之后的第三个国家级新区，也是内陆唯一的一个国家级新区。按照国务院赋予两江新区的五大功能定位，两江新区将建成统筹城乡综合配套改革试验的先行区、内陆重要的先进制造业和现代服务业基地、长江上游地区的金融中心和创新中心、内陆地区对外开放的重要门户以及科学发展的示范窗口。两江新区也获得了西部大开发、统筹城乡综合配套改革先行先试以及比照浦东新区、滨海新区开发开放等三大优惠政策的叠加。两江新区开发建设的推进使得重庆市作为内陆开放高地快速崛起。2012 年，重庆市货物进出口总额 532.04 亿美元，同比增长 82.2%，其中出口 385.71 亿美元、进口 146.33 亿美元，分别同比增长 94.5% 和 56.1%。

随着经济持续向好，重庆市财政实力不断增强。2012 年，重庆市完成地方财政收入 3,137.9 亿元，同比增长 7.9%。其中，一般预算收入 1,703.5 亿元，基金预算收入 1,434.4 亿元，分别同比增长 14.5% 和 1.0%。受宏观经济增长放缓影响，重庆市财政收入增幅回落，但总体上呈持续向好的趋势，其走势与经济增长、工业增加值、投资、消费等主要宏观指标相协调。在一般预算收入中，全市税收收入 970.17 亿元，同比增长 10.1%，来自建设投资、工业和金融、商贸等服务业的税收结构保持相对稳定。

表 2：2009~2012 年重庆市财政收入情况

	2009	2010	2011	2012
一般预算收入 (亿元)	681.8	1,018.3	1,488.2	1,703.5

同比增长 (%)	18.1	49.4	46.2	14.5
基金预算收入 (亿元)	483.9	972.3	1,420.6	1,434.4
同比增长 (%)	25.4	100.9	46.1	1.0
地方财政收入 (亿元)	1,165.7	1,990.6	2,908.8	3,137.9
同比增长 (%)	21.0	70.8	46.1	7.9

资料来源：重庆市财政局

财政支出方面，2012 年，重庆市完成地方财政支出 4,788.4 亿元。其中，一般预算支出 3,055.2 亿元，基金预算支出 1,733.2 亿元，分别同比增长 19.9% 和 5.4%。在一般预算支出中，全市民生支出 1,606.0 亿元，占 52.6%，教育、科技、文化、卫生等支出达到法定增长要求，就业、养老、低保、住房等基本公共服务水平进一步提高。同时，市级财政对区县各项补助总额达到 1,211.3 亿元，通过加大财力性转移支付，进一步缩小收入差距、推动区域协调发展。另一方面，全市利用财政资金对经济运行的调节作用，通过落实税费扶持政策，为实体经济发展创造了优惠的财税环境；围绕两江新区、保税港区、开发区的功能定位，分类设计财税政策，有效地支持了对外开放。

总体上，以西部大开发、建设全国统筹城乡综合配套改革试验区、设立两江新区等为契机，重庆市经济实力显著增强。按照重庆市“十二五”规划目标，全市地区生产总值年均增速将保持在 12.5% 左右，到 2015 年，地区生产总值将达到 15,000 亿元，重庆市作为西部增长极、长江上游地区的经济中心和城乡统筹发展的直辖市逐渐形成。

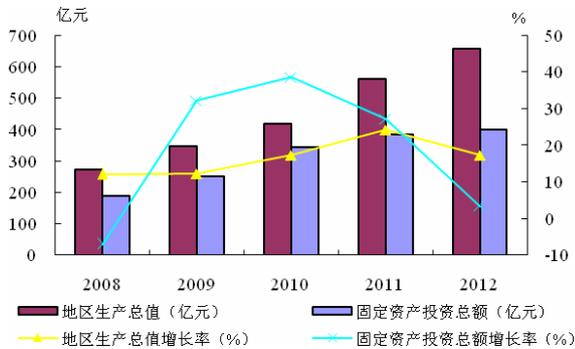
沙坪坝区经济概况

沙坪坝区位于重庆主城区西部，东滨嘉陵江，西抵缙云山，幅员面积 396.2 平方公里。区域境内中部歌乐山纵贯南北，东部地区位于重庆中心城区，是重庆市的科教文化中心和工业基地；西部为规划面积共计 90 平方公里的大学城、微电子产业园区以及铁路物流基地，未来增长潜力良好。

2012 年，沙坪坝区坚持稳中求进，综合经济实力不断增强，累计实现地区生产总值 658.1 亿元，按可比价格计算，比上年增长 17.3%；固定资产投资总额 398.60 亿元，比上年增长 3.3%。分产业看，第一产业实现增加值 5.9 亿元，比上年下降 2.8%，第二和第三产业分别实现增加值 395.1 亿元和 257.1

亿元，同比分别增长 24.9%和 7.3%。三次产业结构比为 0.9:60.0:39.1，第二产业比重继续提升，工业转型升级成果不断显现。

图 3：2008~2012 年沙坪坝区 GDP、固定资产投资增长



资料来源：重庆市沙坪坝区统计公报

整体上看，沙坪坝区在“十二五”期间，将不断淘汰落后产能，加速升级传统产业，产业结构已从第二产业引领发展演变为二、三产业联袂发展，二、三产业对 GDP 的贡献率分别为 84.2%、17.7%。沙坪坝区计划到 2015 年，实现生产总值达到 845 亿元，人均生产总值 84,000 元，城市人口占常住人口比重达到 90%，建成区面积达到 110 平方公里。为实现上述目标，沙坪坝区计划未来几年实施一系列道路建设、西部新城建设等市政基础设施的重大工程，在 2015 年之前完成“五个重庆”在沙坪坝区的建设任务。

综合来看，沙坪坝区具有较强的区位优势，经济保持较好的增长态势，不断增强的经济实力和居民收入会为市政建设和企业提供良好的发展环境；区内大学城、微电子园区和物流基地的建设也有利于为经济进一步增长提供基础。中诚信国际预计在未来几年内，沙坪坝区经济仍会保持较快增长，但外部宏观经济环境的变化以及招商引资的进展会对区域经济发展产生一定影响。

近年来，随着沙坪坝区经济的快速发展，其财政收入也稳步提高，财政实力不断增强。2012 年，沙坪坝区财政实现可支配收入 107.66 亿元，地方一般公共预算收入 48.11 亿元。

从财政收入结构来看，税收收入是财政收入的主要来源，营业税、增值税、企业所得税等主要税种对地方财政收入形成有力支撑。2010~2012 年沙

坪坝地方一般公共预算收入分别为 27.65 亿元、40.53 亿元和 48.10 亿元，其中税收收入分别为 23.03 亿元、28.53 亿元和 29.90 亿元，税收占比分别达到 83.29%、70.39%和 62.16%。2012 年，受增值税、营业税和个人所得税起征点的影响，税收收入增幅较 2011 年发生了下降，但就增长的持续性而言，沙坪坝区规划了合计 90 平方公里的微电园、物流基地和大学城，目前已有名企、高校入驻，若招商引资能够保持顺利进行，税收收入将保持稳定增长。与此同时，受房地产宏观调控的影响，2012 年基金预算收入下滑明显；但近年随着沙坪坝区经济不断发展，土地升值较快，将在一定程度上支撑未来基金收入的增加。

表 3：沙坪坝区本级财政收入主要指标（单位：亿元）

	2010	2011	2012
一般公共预算收入(1)	27.65	40.53	48.11
其中：税收收入	23.03	28.53	29.94
转移性收入(2)	18.20	24.09	17.06
其中：返还性收入	2.27	2.25	2.28
财力性转移	3.45	6.16	6.09
专项补助	12.48	15.68	8.69
下级上解(3)	-	-	-
基金预算收入合计(4)	23.92	21.64	5.91
其中：基金预算收入	15.38	0.19	0.16
基金转移收入	8.54	21.45	5.75
预算外财政专户资金(5)	1.41	1.86	1.56
上年结余(6)	8.05	21.08	35.02
区本级可支配财力(7)	79.24	109.20	107.66

注：(7) 可支配财力=(1)+(2)+(3)+(4)+(5)+(6)

资料来源：沙坪坝区财政局

2012 年，沙坪坝区本级财政支出为 83.49 亿元，其中一般公共预算支出 76.40 亿元，同比增长 52.95%；基金预算支出 5.53 亿元，同比下降 73.09%。可以看出，沙坪坝区本级可支配财力基本能够覆盖支出，实现收支相抵，略有结余。另外，截至 2012 年末，沙坪坝区政府直接承担对外债务余额较高，具有一定的债务压力。

表 4：沙坪坝区本级财政支出及债务情况（单位：亿元）

项目	2010	2011	2012
一般公共预算支出(1)	38.41	49.95	76.40
预算外财政专户资金(2)	1.43	1.86	1.56
基金预算支出合计(3)	19.31	20.55	5.53

市本级支出合计(4)	59.15	72.36	83.49
直接承担对外债务余额	56.60	54.80	55.29

注：（4）市本级支出合计=(1)+(2)+(3)

资料来源：沙坪坝区财政局

总体来看，沙坪坝区财政实力较强，一般预算收入稳定增长，未来随着大学城、微电子园区和物流基地建设，财政综合实力将得到进一步提升。较强的财政实力和增长预期为区域经济发展提供了良好的环境，也奠定了财政对于区属企业政策和资金支撑的基础。

重庆西部现代物流园

重庆西部现代物流园（以下简称“西部物流园”）成立于2007年9月，是依托国家铁路综合物流中心和兴隆场大型铁路编组站设立的立足重庆、服务西部、辐射全国的现代化物流园区。2012年1月重庆市政府认定西部物流园等7个物流园区为“重庆市重点物流园区”并授牌。

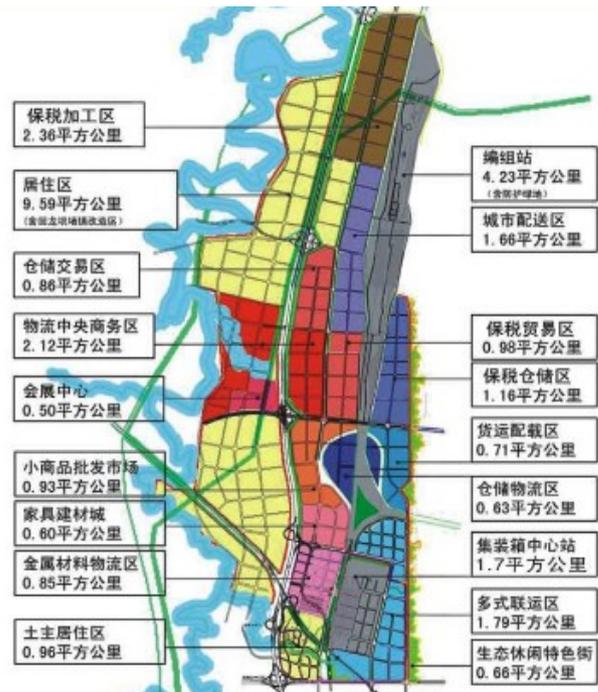
西部物流园区位于重庆市主城区核心区—沙坪坝西永组团，规划面积为33平方公里。园区按照“资源整合、产业融合、运作创新、典型示范”的理念，依托“一江两翼¹”的物流腹地产业支撑，计划打造成为以铁路集装箱中心站为支撑，集多式联运区、仓储加工区、货运配载区、城市配送区、保税物流区、新型物流社区、物流装备产业发展区和商贸交易区等九大功能区于一体的铁路枢纽型试验区、全国一流的物流综合发展区和区域经济增长引擎。“两翼”物流线建成后，物流时间将分别比以前缩短30天和15天，彻底改变目前重庆出海货物经上海出口时间过长的现状，增强“重庆制造”产品在世界的竞争力。

¹ “一江”指通过长江通达太平洋；

“两翼”中的“西北翼”指通过兰渝铁路，由新疆阿拉山口出境，经泛亚铁路到达荷兰鹿特丹港通达大西洋。

“西南翼”指通过黔渝铁路、由云南出境，经缅甸石兑港通达印度洋和中东地区。

图4：物流园功能分区图



资料来源：中诚信国际整理

截至2012年末，中铁联集、中远集团、中集物流、中国外运、民生集装箱公司、公运物流等一流物流企业均已入驻园区，其中公运物流中心项目和中集物流中心项目已初具规模，连同已完工的美盈森项目，园区多式联运功能区东线区块已初步具备商业价值。目前，团结村铁路集装箱中心站已承担全市铁路集装箱70%以上的货运量，兴隆场铁路编组站建成后将承担兰渝铁路货运列车的集中编组任务，使物流园成为全市铁路物流的核心和多式联运体系的最重要组成部分，在全市乃至全国现代物流产业发展中将占据重要位置。

总体来看，西部物流园是重庆市推进新型工业化战略目标的重大举措，对调整重庆市产业结构、加快高新技术产业发展具有极强的战略意义，未来园区的建设和发展将继续获得来自重庆市政府在政策、资金等方面的大力支持。

公司地位

公司作为重庆市政府指定进行西部物流园开发建设的唯一主体，享有重庆市政府在政策和资金等方面的支持。为进行西部物流园的基础建设开发，重庆市财政局发布《关于支持重庆西部现代物流产业基地享受有关政策执行的通知》（渝财税

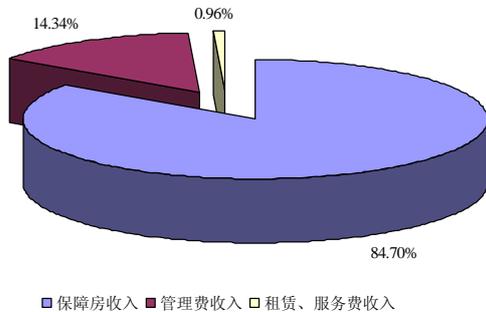
[2008]137号)，规定“从2008年起，该园区内的地方税收及附加（不含房地产税收）全额返还用于园区建设；土地出让金、城市建设配套费等全额返还重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司，按有关要求用于园区建设；此外，园区内税收扶持政策从2008年起执行到2017年”。

总体来看，由于西部物流园对调整重庆市产业结构、加快高新技术产业发展具有极强的战略意义，园区的建设和发展一直受到市政府高度重视，公司作为园区开发建设的唯一主体，未来将继续获得重庆市政府在资金和政策等方面的支持。

业务运营

公司为重庆西部物流园区开发建设的重要载体，承担着区域内征地拆迁、土地转让、基础设施建设、厂房建设以及国有资产运营等工作。2012年公司实现主营业务收入2.36亿元，其中保障房收入及管理费收入合计占比99.04%。

图5：公司2012年主营业务收入构成



资料来源：中诚信国际根据公司审计报告整理

土地一级开发及基础设施建设

公司在政府的授权下对园区土地开展储备整治和基础设施建设，其主营业务具有明确的盈利模式及稳定的经济效益。目前，公司土地一级开发及基础设施建设工作主要集中在包括土主镇及回龙坝镇两个村镇的西部物流园区内，同时，公司负责建设住房安置当地居民，开发建设主体为公司本部。

公司在重庆市政府的授权下，对园区内土地进行开发整理。公司土地一级开发主要以拆迁后开发

区管委会收储土地再招拍挂的模式运作；土地整理完成并招拍挂后，区财政收取入园企业土地出让金，并扣除相关税费后将开发成本返还至公司；同时为确保公司利润，开发区管委会按照公司当期征地拆迁补偿安置费的8%、当期房屋拆迁安置补偿成本支出总额的4%以及当期土地整理工程费支出总额的8%提取土地储备整治管理费收入。截至目前，公司拥有1.22万亩的土地使用权，其中划拨用地2,790.27亩，储备用地9,401.72亩，未来将为公司提供可观的土地收益。

基础设施建设方面，目前，公司已基本完成西部物流园区范围内重大功能性项目、园区内外大通道等项目建设。2012年，公司完成投资超过5亿元，资金来源多为银行融资；此外，公司所承做园区内的基建工程主要以代建模式进行，物流园区管委会按照总投资额的8%提取管理费。公司目前主要在建项目7项，总投资18.07亿元，截至2012年末已投入5.58亿元。

表5：截至2012年末公司主要在建工程

项目	总投资 (万元)	截至2012年末已投入资金 (万元)
中干线道路及管网	136,694	20,037
回龙苑A区	28,300	24,510
口岸联检大楼	8,600	5,657
土主镇消防站	3,900	2,647
土主支线道路建设	1,700	1,694
五湖公路二级截污干管	1,500	1,287
合计	180,694	55,832

资料来源：公司提供

保障房建设

保障房开发建设为公司另一主营业务，由公司本部负责建设运营。安置房建设用地由开发区管委会统一划拨使用，被拆迁农民可获得管委会发放的包括租房补贴在内的一部分拆迁补偿款，待安置房建成后公司通过农民回购的方式收回安置房建造成本；未来，公司将利用西部物流园区良好的区位优势，建设部分商品房并出租或销售以平衡安置房建设支出。截至2012年末，公司共拆迁安置土主镇及回龙坝镇居民1.38万人。

表 6：截至 2012 年末公司在建保障房项目

项目名称	总投资额 (亿元)	已完成投资 (亿元)	2013 年计划投资 (亿元)
土主镇安置房一期工程	5.14	5.14	0
回龙坝安置区 (1#地块)	2.83	2.45	0.38
回龙坝安置区 (3#地块)	4.34	0.03	-
回龙坝安置区 (4#地块)	2.76	-	-
物流园公租房	15.00	1.1	2.6
土主经适房	8.18	3.1	4
回龙坝经适房	10.01	0.7	6.5
总计	48.26	12.52	13.48

资料来源：公司提供

随着重庆西部新城的建设发展，大量市区人口和务工人员的涌入，未来公司将着重于保障性住房的建设，为选择在西部新城居住的市区人口和超过 10 万园区内就业人员提供生活配套设施，为公司带来稳定增长的主营业务收入。

总体来看，重庆西部物流园区土地一级开发、基础设施建设及保障房建设业务仍然是公司未来业务发展的有力支撑。同时，中诚信国际也关注到 2013 年公司拟投资项目较多，公司未来资本支出及融资压力较大。

资金平衡计划

城市基础设施建设项目投资规模大、周期长，2012 年，公司主要开发建设完成投资 13.90 亿元。从公司的投资计划可以看出，未来三年仍为投资高峰期，所需资金量较大。2013~2015 年公司计划年投资额均超过 40 亿元，主要为拆迁和基础设施建设支出，除其中 40% 的资金自筹外，其余资金均为公司向银行融资，2013~2015 年，公司融资需求分别达到 27.00 亿元、22.00 亿元和 15.00 亿元，公司近期融资压力较大。

根据测算，随着园区开发的日渐成熟，园区入住企业的逐渐增多，园区税收返还规模逐渐增加。此外园区配套区以及公司土地增值空间较大，随着综合用地出让规模的逐渐增加，公司的土地出让收益将大幅增加；此外，西部物流园区内保障房建设建成后，未来公司将以商品房建设为主，进而达到公司资金收支平衡。

然而中诚信国际也注意到：1) 在当前房地产行业调控政策愈发严厉的大背景下，房地产销售和回款进度受到影响，土地出让难度加大；2) 公司通过银行贷款获取稳定资金来源的可持续性存在一定的不确定性；3) 税收返还稳定性与可持续性受到政府宏观调整、财政政策变化等影响，政策风险较大。上述因素均给企业的资金平衡带来一定的不确定性。

表 7：公司资金平衡预测表 (单位：万元)

收支项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
上期现金结余	37,320	24,538	82,373	89,825
收入				
土地出让收入	48,770	105,142	126,766	175,890
税、规费返还收入	27,887	34,314	49,262	62,801
保障房收入	11,092	72,576	95,091	61,160
其它收入	73,018	38,707	40,577	46,835
融资	56,447	270,000	220,000	150,000
收入合计	217,214	520,739	531,696	496,686
支出				
拆迁费用 (含税费)	48,981	153,577	190,356	180,684
基础建设及产业投资	58,440	153,760	118,239	43,911
园区管理费用	2,210	3,000	4,000	4,000
项目回购	29,381	71,335	99,055	72,332
还本付息	50,341	81,232	112,596	133,785
其它	40,645	-	-	-

支出合计	229,998	462,904	524,246	434,712
现金结余	24,536	82,373	89,823	151,799

资料来源：公司提供

综上，公司未来几年资金需求量较大，收入与支出之间存在较大缺口，对外负债会有所增加，资产负债率也会随之提高。长期来看，公司收入规模会随着地价提升以及招商引资得以扩大，公司的资金平衡能力有望得到增强。然而，中诚信国际同时也关注到房地产调控政策严厉和税收返还的政策风险为公司资金平衡能力带来的不确定性。

管理

按照《公司法》的规定，公司建立了较完善的法人治理结构。股东会由公司全体股东组成，体现所有者对公司的最终所有权；股东会选举产生董事会，对公司的发展目标和重大经营活动做出决策，维护出资人的权益；监事会是公司的监督机构，对公司的财务、董事和经营者的行为发挥监督作用；总理由董事会聘任，是经营者、执行者。

在内部组织结构方面，公司设有规划产业发展处、用地稳定处、规划设计处、工程配套处、合同预算处、财务融资处等职能部门。

财务管理方面，公司建立了健全的财务管理制度和资金计划控制制度，通过健全内部岗位职责，规范工作流程和权限管理等措施，有效保障了资金使用的安全性。为加强财务监管的针对性和有效性，公司对重大项目、重点子公司实行分管领导负责制，由分管财务的副总经理分管任职单位的财务工作，履行全方位的财务管理职责。公司对资金使用计划和资金划拨实行双线管理，通过横向制约制度和子公司大额资金变动报告制度，及时了解各子公司的资金流向和资金存量，以提高资金的使用效率，降低资金成本和保障资金安全；投资管理方面，公司制定了相关制度对投资进行管理，控制投资方向与投资规模，规范各直属单位及其全资或控股企业的投资行为，建立了有效的投资风险约束机制。

土地一级开发和城市基础设施建设属资金密集型行业，投资金额大，回收期限较长。为了防范由于资金不足带来的风险，公司制订了相关的战略

以增强自身的风险防范能力。

总体来看，公司已初步建立了符合自身发展的管理体制，董事会在专门职能上的执行能力较强，各项管理制度较为规范。

发展规划

公司“十二五”期间发展的总体目标是：以园区为依托，通过政府的支持和资本营运创新，力争2015年累计完成投资370亿元，园区实现年产值超过560亿元，并在商贸物流、城市配送、区域分销、多式联运、供应链综合服务、物流总部等六大领域形成特色产业集群。

在基础设施建设方面，公司计划投资176亿元，建设包括道路、水、电、气、讯等重点配套设施项目80余个，物流园五纵三横的道路骨架及相应的主干道管网铺设，使物流园基础设施配套达到国内一流标准。在招商引资方面，计划吸引20家以上知名物流企业进驻物流园，10家以上知名物流企业在物流园设立区域总部，使物流园辐射力度逐步扩大增强，物流园作为西部物流产业高地的地位得到进一步提升。在提升园区竞争力方面，实施“五百”工程，培育一批拥有核心竞争力和供应链整体解决能力的优势企业。到2015年，年销售规模超过30亿元的物流分拨分销中心5个，预计年销售额过2亿元的大型物流企业达到10家左右，特色优势鲜明，成长快、效益高的新型第三方物流企业和供应链综合服务企业100家。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2010~2012年三年连审财务报告。

公司于2010年2月出资设立重庆西部现代物流园资产经营管理有限责任公司，并纳入合并报表。

资本结构

公司作为物流园区基础设施投融资主体，自成立以来，承担了土地整治和基础设施建设任务。随着公司承建项目的增多，资产规模不断扩大。2010~2012 年末，公司总资产分别为 74.38 亿元、115.71 亿元和 172.42 亿元，复合增长率 52.25%。公司资产以非流动资产为主，并且随着土地开发以及基础设施建设的进行，非流动资产占总资产比例逐年上升，截至 2012 年末，非流动资产占总资产的比重为 93.36%。

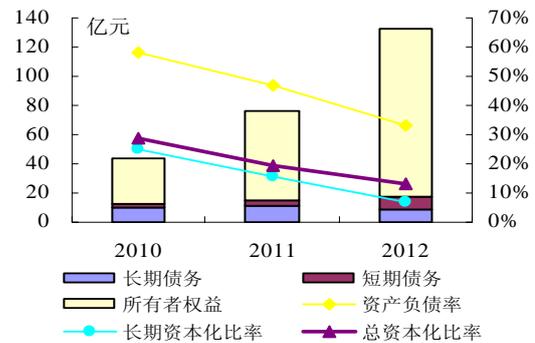
公司非流动资产主要包括无形资产和其他长期资产，截至 2012 年末，上述科目分别占非流动资产的 60.52%和 32.12%。无形资产主要是土地使用权，截至 2012 年末，公司无形资产为 104.34 亿元。根据重庆市沙坪坝区财政局“沙财企[2012]1036 号文”，区政府分别将位于沙坪坝区土主镇、回龙镇价值 52.13 亿元的土地资产无偿划拨予公司。区政府投入的土地壮大了公司资产规模，同时也增强了公司的融资能力。土地整治项目计入其他长期资产，成为公司资产的一项主要构成。

流动资产方面，流动资产中其他应收款占比最大，其次是存货和货币资金。2010~2012 年末，公司其他应收款分别为 5.58 亿元、5.80 亿元和 4.61 亿元。其他应收款主要为应收沙坪坝区财政局借款和重庆建盈家鑫投资中心的投资基金款组成。2011 年子公司重庆西部现代物流园资产管理有限责任公司（以下简称“资产管理公司”）面向社会募集资金用于投资建盈保障房基金产品，截至 2012 年末，资产管理公司对以上产品已投资 1.82 亿元。存货主要是保障房开发成本，随着城市开发建设的持续推进，开发成本不断增加。2010~2012 年末，公司存货分别为 0.98 亿元、1.46 亿元和 4.02 亿元。

随着资产规模的持续增长，公司债务规模不断扩大，2010~2012 年末总债务分别为 12.57 亿元、14.97 亿元和 17.13 亿元。公司债务以长期债务为主，2010~2012 年长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.20、0.29 和 0.96。对债务融资的依赖使得公司近几年的债务规模处于较高水平，且 2012 年大量长期借款转入一年内到期长期负债，公司短期

偿债压力增大。然而土地等资产的无偿注入使公司资产负债率水平保持了下降趋势，2010~2012 年分别为 58.21%、46.66%和 33.15%。“十二五”期间，在规划项目建设的推动下，公司资产负债率将维持在较高水平。

图 6：2010~2012 年公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告

考虑到公司在沙坪坝区以及物流园开发建设中的重要作用，区政府将会继续给予公司在土地、资金等方面的大力支持。同时，随着建设力度的进一步加大，公司仍然面临一定的债务压力。

盈利能力

2010~2012 年，公司主营业务收入分别为 3.02 亿元、4.94 亿元和 2.36 亿元，主要由保障房收入、土地整治管理收入和租赁、服务费收入构成。土地整治是区政府赋予公司的主要职责之一。2010~2012 年，公司土地整治业务管理费收入分别为 2.06 亿元、0.99 亿元和 0.34 亿元。近年受国家房地产调控政策影响，管委会土地出让速度有所放缓，公司收入规模也相应受到影响。保障房建设也是公司重要收入来源之一，由于西部物流园尚处于初期建设阶段，目前收入规模不大，随着开发建设的进行，未来保障房的需求将逐步增大，2010~2012 年，公司保障房收入分别为 0.95 亿元、3.92 亿元和 2.00 亿元。

期间费用方面，2010~2012 年公司三费合计分别为 0.23 亿元、0.30 亿元和 0.17 亿元，三费收入占比分别为 7.62%、6.16%和 7.32%。公司的银行贷款全部用于建设项目，因此公司将大量土地开发的借款费用进行了资本化处理。总体而言，公司较好地控制了期间费用，三费收入占比不高。

表 8：2010~2012 年公司期间费用分析

	2010	2011	2012
销售费用(亿元)	-	-	-
管理费用(亿元)	0.23	0.31	0.17
财务费用(亿元)	0.00	0.00	0.00
三费合计(亿元)	0.23	0.30	0.17
营业总收入(亿元)	3.02	4.94	2.36
三费收入占比(%)	7.62%	6.16%	7.32%

资料来源：公司审计报告

从利润构成来看，公司的经营性业务利润是公司利润总额的主要来源，同时补贴收入也是利润总额的重要补充，2010~2012 年补贴收入分别为 0.62 亿元、0.85 亿元和 0.98 亿元。根据相关文件，重庆市财政局承诺将物流园区内所有税收全额返还予公司进行基础设施建设，由于西部物流园尚在前期基建、开发阶段，尚未形成完整的产业链，目前入园企业较少，税收返还收入不多，未来随着物流园区的逐步完善以及企业的增长，补贴收入规模将有较大上升空间。

现金流及偿债能力

公司经营活动现金流入来源于保障房销售回款、区政府返还的土地出让收益以及税收返还，2010~2012 年，公司经营活动净现金流分别为-1.11 亿元、1.09 亿元和 1.87 亿元。由于保障房等项目建设成本较高，毛利率水平很低，经营活动净现金流不能满足公司投资需求，资金缺口主要依靠筹资活动补足。2010~2012 年，公司筹资活动净现金流分别为 2.88 亿元、3.44 亿元和-0.56 亿元，保障了项目建设的资金需求。

表 9：2010~2012 年公司现金流分析(亿元)

	2010	2011	2012
经营现金流入	1.70	4.74	10.96
经营现金流出	2.81	3.65	9.09
经营活动净现金流	-1.11	1.09	1.87
投资现金流入	4.23	4.30	0.00
投资现金流出	7.54	8.79	2.59
投资活动净现金流	-3.31	-4.49	-2.59
筹资现金流入	4.40	6.45	4.43
其中：吸收投资	-	-	0.24
借款	4.40	4.62	4.19
筹资现金流出	1.52	3.01	4.99
其中：偿还债务	0.80	2.20	3.49
筹资活动净现金流	2.88	3.44	-0.56
现金及等价物净增加	-1.54	0.04	-1.28

资料来源：公司审计报告

截至 2012 年末，公司总债务 17.13 亿元，其中长期债务 8.73 亿元。从长期债务的到期分布来看，公司 2013 和 2014 年到期的债务分别为 6.91 亿元和 8.73 亿元，公司在近两年面临较大的偿债压力。公司将依靠保障房收入、土地整治收益和税收返还作为偿债资金来源，中诚信国际将重点关注土地市场变化对公司偿债能力的影响。

表 10：2010~2012 年公司偿债能力分析

	2010	2011	2012
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.09	0.07	0.11
总债务/EBITDA(X)	5.29	8.97	13.69
EBITDA 利息保障系数(X)	3.28	2.06	0.83
经营活动净现金流利息保障系数(X)	-1.53	1.34	1.25

资料来源：公司审计报告

截至 2012 年末，公司无对外担保。

受限资产方面，截至 2012 年末，公司受到限制的土地使用权面积约为 1.20 万亩，公司主要依靠土地抵押进行银行贷款，其中涉及的借款金额达到 12.64 亿元。

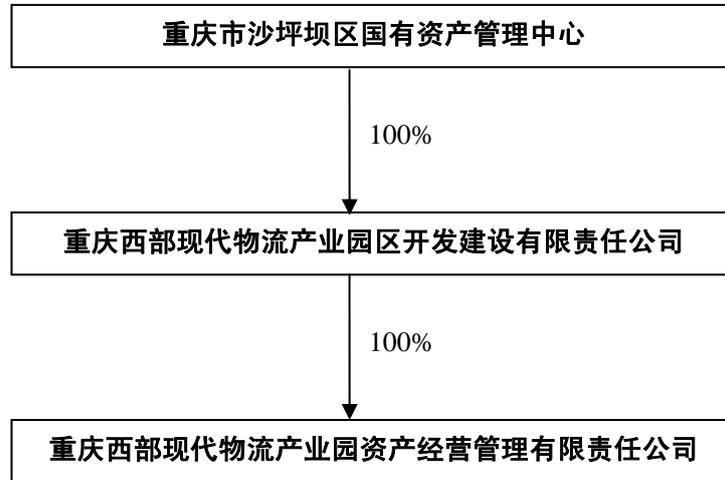
截至 2012 年末，公司授信总额为 34.31 亿元，余额为 6 亿元。

评级展望

物流园开发公司作为物流园区开发建设的投融资主体，承担区内重点片区土地整治和基础设施建设的任务，因此得到区政府在政策、资金等方面的大力支持。公司目前采取的投融资模式满足了项目建设的资金需求，保障了园区开发的顺利推进。考虑到公司在基础设施建设中的重要地位，公司将长期受益于物流园区经济发展。

综上，中诚信国际认为公司在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司股权结构图（截至 2012 年末）



附二：重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2010	2011	2012
货币资金	34,689.87	35,134.01	25,473.26
短期投资	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	0.00	350.59	0.00
存货净额	9,803.85	14,614.05	40,243.69
其他应收款	55,753.45	58,046.75	46,100.53
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	3,980.08	12,843.62	12,358.61
总资产	743,828.36	1,157,146.78	1,724,189.70
其他应付款	180,009.08	228,092.72	208,068.89
短期债务	20,589.41	33,490.91	84,014.04
长期债务	105,100.00	116,202.00	87,300.00
总债务	125,689.41	149,692.91	171,314.04
净债务	90,999.53	114,558.90	145,840.79
总负债	432,977.78	539,947.89	571,585.31
财务性利息支出	0.00	0.00	0.83
资本化利息支出	7,241.48	8,098.48	15,008.80
所有者权益(含少数股东权益)	310,850.57	617,198.89	1,152,604.39
主营业务收入	30,242.34	49,388.15	23,574.67
主营业务利润	19,746.97	11,125.54	3,894.64
投资收益	0.00	0.00	0.00
EBIT	23,638.18	16,466.18	12,009.20
EBITDA	23,775.21	16,694.00	12,510.61
经营活动产生现金净流量	-11,091.19	10,874.35	18,705.54
投资活动产生现金净流量	-33,090.19	-44,884.37	-25,908.46
筹资活动产生现金净流量	28,758.52	34,445.52	-5,566.38
现金及现金等价物净增加额	-15,422.87	435.49	-12,769.31
资本支出	75,435.15	69,626.94	25,908.47
财务指标	2010	2011	2012
主营业务毛利率(%)	70.84	28.17	22.30
三费收入比(%)	7.62	6.16	7.32
EBITDA/主营业务收入(%)	78.62	33.80	53.07
总资产收益率(%)	4.79	1.73	0.83
流动比率(X)	0.35	0.28	0.31
速动比率(X)	0.31	0.24	0.20
存货周转率(X)	1.29	2.91	0.67
应收账款周转率(X)	-	-	-
资产负债率(%)	58.21	46.66	33.15
总资本化比率(%)	28.79	19.52	12.94
短期债务/总债务(%)	16.38	22.37	49.04
经营活动净现金/总债务(X)	-0.09	0.07	0.11
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.54	0.32	0.22
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.53	1.34	1.25
总债务/EBITDA(X)	5.29	8.97	13.69
EBITDA/短期债务(X)	1.15	0.50	0.15
EBITDA 利息倍数(X)	3.28	2.06	0.83

注：2010-2012 年三年连审财务报告按照旧会计准则编制。

附三：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润(新)=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比(旧)=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本合计）/存货平均净额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均净额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附四：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附五：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。