

# 信用等级通知书

信评委函字 [2014]跟踪219号

## 重庆渝中国有资产经营管理有限责任公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2013年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司“14渝中债”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA的主体信用等级和AA的债项信用等级，评级展望为稳定。

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

二零一四年六月二十四日

# 重庆渝中国有资产经营管理有限公司 2014 年度跟踪评级报告

受评主体 重庆渝中国有资产经营管理有限公司

本次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定

上次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定

## 存续债券列表

债券简称	发行规模 (亿元)	发行期限	本次债 项信用 等级	上次债 项信用 等级
14 渝中债	8	2014/02/26~2021/02/26	AA	AA

## 概况数据

渝中国资（合并口径）	2011	2012	2013
总资产（亿元）	67.94	75.82	76.82
所有者权益（含少数股东权益） （亿元）	27.60	30.23	31.79
总负债（亿元）	40.34	45.59	45.03
总债务（亿元）	24.14	21.81	28.01
主营业务收入（亿元）	1.20	1.14	1.20
EBIT（亿元）	1.29	1.09	1.12
EBITDA（亿元）	1.45	1.17	1.21
经营活动净现金流（亿元）	-8.96	10.44	-4.44
主营业务毛利率（%）	95.37	91.90	92.49
EBITDA/主营业务收入（%）	121.24	103.05	101.32
总资产收益率（%）	1.68	1.51	1.47
资产负债率（%）	59.37	60.13	58.62
总资本化比率（%）	46.66	41.91	46.84
总债务/EBITDA（X）	16.63	18.57	23.07

注：公司各期财务报表均按旧会计准则编制；公司借款费用由渝中区政府财政贴息。

## 分析师

项目负责人：王立 [lwang03@ccxi.com.cn](mailto:lwang03@ccxi.com.cn)

项目组成员：刘蔚 [wliu01@ccxi.com.cn](mailto:wliu01@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 6 月 24 日

## 基本观点

中诚信国际维持重庆渝中国有资产经营管理有限公司（以下简称“渝中国资”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“14 渝中债”信用等级为 **AA**。

中诚信国际肯定了渝中区快速增长的区域经济和稳定的财政实力以及公司凭借重要的区内地位获得的政府大力支持等因素对公司信用实力的有力支撑。同时，中诚信国际也关注到公司土地出让不确定性和自身盈利能力较弱等因素对公司未来信用状况的影响。

## 优势

- **快速增长的区域经济和稳定的财政实力。**渝中区定位为重庆市金融和商贸中心，2013 年 GDP 达到 804.2 亿元，同比增长 12.0%，在重庆主城九区中排名第三；同年全区公共财政预算收入 45.32 亿元。快速增长的区域经济和稳定的财政实力为公司基础设施建设和城市开发业务提供了良好的发展环境。
- **重要的区内地位和强有力的政府支持。**公司是渝中区重要的国有资产运营主体，承担项目均为区内基础设施建设重点项目，区政府从政策及资金等诸多方面给予公司大力支持。渝中区财政根据公司债务规模、偿还周期及当年需偿还资金情况按不低于当年区级可用财力的 15% 建立偿债准备金并纳入年度财政预算。此外，公司承担的公益性项目由政府全额出资。2013 年，公司共获得区政府资金支持 8.39 亿元。

## 关注

- **土地出让不确定性。**公司土地一级开发业务投资较大，但土地出让进度具有一定不确定性。
- **盈利能力较弱。**公司目前主营业务收入主要为代建管理费和物业租金收入，收入来源较为单一且规模偏小，经营性和盈利能力有待于进一步增强。

## 跟踪评级原因

根据跟踪评级安排，中诚信国际对存续的“14渝中债”进行定期跟踪评级。

## 募投项目进展

表 1：截至 2014 年 3 月末募集资金投向具体情况

项目名称	总投资 (万元)	拟使用募集 资金 (万元)	已使用募 集资金 (万元)	募集资金 占总投资 比例 (%)
菜九路和戴家巷城市危旧房拆迁改造项目	173,800.00	80,000.00	78,000.00	46.03

资料来源：公司提供

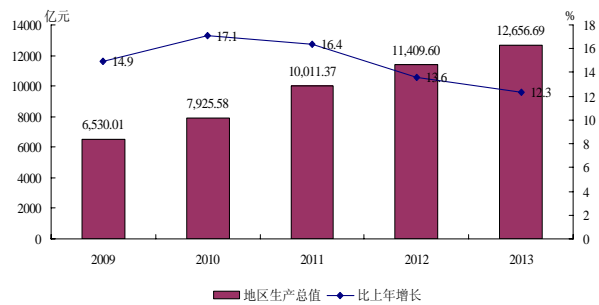
“14 渝中债”募集资金 8 亿元，全部用于渝中区菜九路及戴家巷城市危旧房拆迁改造项目，该项目总投资为 17.38 亿元，募集资金占项目总投资比例为 46.03%。截至 2014 年 3 月末，该项目已使用募集资金 7.80 亿元。

## 近期关注

**重庆市经济保持高速增长，财政实力稳步增强，但政府性基金收入增速受土地出让增速影响未来可能放缓，且全市下辖各区县经济发展水平差异较大**

2013 年，重庆市实现地区生产总值（GDP）12,656.69 亿元，比上年增长 12.3%。在宏观经济持续下行的背景下，重庆市 GDP 增速也呈逐年放缓趋势，但仍高于全国平均增速。分产业来看，2013 年，重庆市三次产业增加值分别为 1,002.68 亿元、6,397.92 亿元、5,256.09 亿元，同比增速分别为 4.7%、13.4% 及 12.0%，三次产业结构比为 7.9: 50.5: 41.6。按常住人口计算，全年人均 GDP 达到 42,795 元，比上年增长 11.3%。

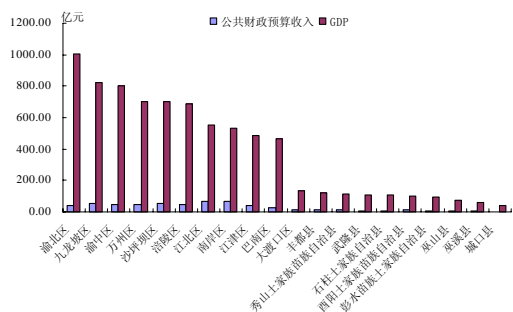
图 1：2009~2013 年重庆市主要经济指标



资料来源：重庆市统计信息网

总体来看，重庆市各区县的经济发展不均衡，2013 年重庆市 GDP 排名前五的区分别是渝北区、九龙坡区、渝中区、万州区和沙坪坝区；重庆市 GDP 排名靠后的区县主要集中在于“两翼”地区，其中 2013 年城口县的 GDP 仅为渝北区的 4.25%。

图 2：2013 年重庆市部分区县 GDP 和一般公共预算收入情况



资料来源：重庆市财政局

2013 年重庆市公共财政预算收入为 1,692.90 亿元，总体保持平稳。2013 年，重庆市级公共财政预算收入完成 663.6 亿元，其中，税收收入完成 414.5 亿元，增长 14.5%；非税收入 249.1 亿元，增长 11.4%。

受房地产市场调控政策影响，2013 年重庆市土地出让面积增速稳定，基金预算收入为 1,669.8 亿元，增长 15.5%。重庆市大规模城市建设和旧城改造置换出较大规模的储备土地，未来，重庆市将根据建设需求逐步出让用以平衡资金，但在国家整体宏观调控政策作用下，土地出让增速将受到一定影响。

表 2：2011~2013 年重庆市财政收支情况（亿元）

	2011	2012	2013
地方财政收入（1）	2,908.8	3,137.9	3,362.7
公共财政预算收入	1,488.2	1,703.5	1,692.9
基金预算收入	1,420.6	1,434.4	1,669.8
中央补助、上年结转及其他（2）	1,843.4	2,209.9	1,818.4
财政总收入（1）+（2）	4,752.2	5,347.8	5,181.1

地方财政支出 (3)	3,961.7	4,520.0	4,797.0
公共财政预算支出	2,573.5	3,055.2	3,059.9
基金预算支出	1,388.2	1,464.8	1,737.1
上解中央 (4)	21.5	80.3	56.7
<b>财政总支出 (3) + (4)</b>	<b>3,983.2</b>	<b>4,600.3</b>	<b>4,853.7</b>

资料来源：重庆市财政局

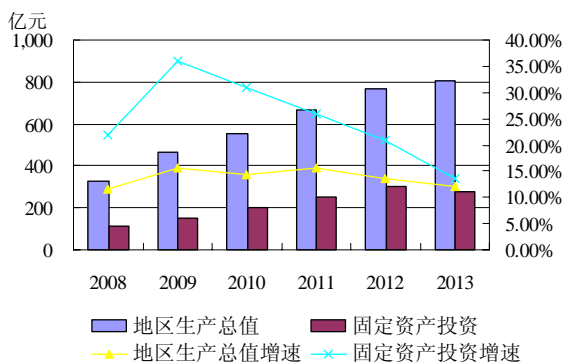
2013 年，重庆市地方财政支出增速放缓，为 4,797.0 亿元，其中，公共财政预算支出完成 3,059.9 亿元，增速有所放缓；基金预算支出完成 1,737.1 亿元，同比增长 18.59%。财政支出主要集中在支持“五个重庆”的建设、民生工程以及教育科技等方面。从收支平衡来看，2013 年重庆市财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）保持平稳，为 55.33%。

总体上看，重庆市地区经济保持了较高的增长速度，其经济增长也支撑了重庆市财政实力的稳步增强，为市政府加快区域内基础设施建设、增强资源调度能力和支持当地经济发展奠定了良好的基础。未来重庆市财政收入规模还将保持稳定增长，但政府基金收入增速可能受土地出让增速的影响而放缓。

### 渝中区经济实力持续提升，在重庆市各区县中居于前列；但未来财政收入增长受企业外迁、“营改增”等因素等影响具有一定的不确定性

2008~2013 年，渝中区经济实力持续提升，GDP 从 326.2 亿元增长至 804.2 亿元，年度经济增长率始终保持在 10% 以上，其中 2013 年同比增长 12.0%。2013 年，渝中区继续在重庆市各区县中保持经济总量排名第三，仅次于近几年发展较快的渝北区和九龙坡区。

图 3：2008~2013 年渝中区 GDP 及固定资产投资情况



资料来源：渝中区国民经济和社会发展统计公报

固定资产投资方面，近年来渝中区固定资产投资增长速度有所减缓，主要投资于城市基础设施建设改造和房地产开发，以改善区内交通等公共服务环境和商业设施以及居住条件。2013 年，渝中区完成社会固定资产投资总额 274.4 亿元，同比增长 13.50%，为渝中区城市和商业环境改善提供了支撑。

产业结构上，2013 年，渝中区第二次和三次产业增加值分别为 30.53 亿元和 773.67 亿元，分别同比下降 8.8% 和增长 12.9%，二、三产业比例为 3.8:96.2，第三产业为渝中区支柱产业。渝中区地处重庆市主城核心区域，主要发展以金融、商贸和旅游为核心的服务业。2013 年，渝中区金融业规模以上企业总产值为 443.20 亿元，同比增长 18.2%，在全区规模以上企业总产值中占比为 15.53%。

随着经济持续增长，渝中区财政实力亦逐步增强。2013 年，渝中区公共财政预算收入为 45.32 亿元，同比增长 2.4%<sup>1</sup>，为年初预算的 92.3%，主要是市级金融机构如三峡担保、招商银行等在当年外迁、“营改增”等结构性减税、房地产销售低于预期使得房地产相关税种下降等因素综合导致；其中企业外迁系自主行为，主要是因为渝中区作为中心城区地域面积受限。未来渝中区的重点发展产业包括金融保险类产业（全市仍有多家市级金融机构留渝中区）、商贸和互联网等现代服务业。2011~2012 年，渝中区税收收入分别为 35.46 亿元和 40.13 亿元。2013 年全区税收收入 40.82 亿元，同比增长 1.7%，在公共财政预算收入中占比为 90.07%；其中营业税 15.36 亿元，同比下降 5.0%；企业所得税 6.36 亿元，同比上升 13.5%；土地增值税 3.64 亿元，同比下降 25.9%；增值税 2.35 亿元，同比上升 41.5%。2013 年渝中区政府性基金收入为 0.21 亿元，同比下降 3.8%；上级补助为 18.84 亿元，是区政府财力的重要补充。

2013 年，渝中区公共财政预算支出为 62.81 亿元，同比增长 1.9%；其中用于民生的支出 38.00 亿

<sup>1</sup> 渝中区 2013 年非税收入口径有所变化，与之前年度无可比性，故渝中区 2013 年公共财政预算收入与之前年度无可比性。



元，占公共财政预算支出的比例较高，为 60.5%。全年渝中区实现政府性基金预算支出为 3.09 亿元，同比下降 37.5%，主要是危旧房拆迁政策性专项资金减少。

未来几年，渝中区财政经济运行也将面临更为复杂的环境，其中存在的主要问题有：一、存量税源持续迁移，2014~2016 年，将有重庆银行等 27 家企业外迁，税源大户外迁将导致每年静态减少全口径税收 25.7 亿元，区实得税收 5.8 亿元；二、产业税收结构性变化，影响财政收入的稳定性和可持续性；三、结构性减税效益叠加，“营改增”改革全面实施、各类结构性减税政策继续执行、取消部分行政事业收费使得非税收入持续减少等对财政收入形成叠加的减收效应。

地方政府债务方面，按审计署口径，截至 2013 年末渝中区直接债务余额为 59.94 亿元。

总体来看，渝中区定位于重庆市金融和商贸中心，经济保持较好的增长态势，不断增强的经济实力为区内市政建设和企业发展提供了良好的环境；但企业外迁和“营改增”等结构性减税政策因素以及民生性支出偏高将使渝中区财政面临一定的收支压力。

### 公司作为渝中区最大的国有资产运营主体，得到了区政府在政策、资金等方面的有力支持

公司是渝中区内规模和影响力最大的国有资产运营主体，主要承担区内城市改造重点项目建设，公司经营和发展得到政府给予的多项政策优惠和扶持。

首先，根据重庆市渝中区人民政府办公室《关于印发<渝中区偿债准备金管理办法>的通知》（渝中府发[2010]156 号），渝中区财政根据债务规模、偿还周期及当年需偿还资金情况按不低于当年区级可用财力的 15% 建立偿债准备金，偿债准备金纳入年度财政预算编制，经区政府、区人民代表大会或区人大常委会批准后执行。偿债准备金主要用于偿还列入年度政府重大项目计划的城市公益性基础设施建设和经区委、区政府确定的教科文卫体、

社会保障、生态环境等公益性项目建设形成的政府性债务。近几年渝中区财政偿债准备金的 90% 均用于公司债务的偿还。

其次，渝中区政府对于公司的项目建设给予大力支持，公司承担的政府性项目均由财政全额出资，而公司为了配合区内招商引资的需要而产生的自身经营亏损部分，也由区财政给予弥补。2011~2013 年，渝中区财政根据公司承担项目情况拨付给公司的各类资金分别为 6.46 亿元、11.14 亿元和 8.40 亿元。帐务处理方面，公司收到的偿债准备金冲减相应工程支出，基层社区建设、公安派出所建设和节能补贴资金挂专项应付款，其余记入补贴收入。

表 3：2011~2013 年公司获得政府资金支持（万元）

	2011	2012	2013
基层社区建设	4,540	2,400	6,280
公安派出所建设	10,800	4,368	--
行政单位购房资金	2,743	2,000	2,404
互联网及创意产业园区建设	1,000	5,426	160
补贴资金	4,000	2,348	2,000
廉租房购建资金	6,550	--	7.51
偿债准备金	35,000	93,000	70,000
节能补贴资金	--	1,900	3,100
合计	64,633	111,442	83,952

资料来源：公司提供

此外，2011 年，根据《重庆市渝中区财政局关于置换重庆渝中国有资产经营管理有限公司实物出资的通知》（渝中财企[2011]63 号），渝中区财政局等额注入货币资金 16.57 亿元对投入公司的土地和房产等实物资产进行了置换，使公司流动性得到一定程度改善。

总体上，渝中区政府通过重点项目投入以及政策和资金扶持对公司发展给予大力支持，鉴于渝中区很强的财政实力和公司承担的城市建设职能，预计未来公司将得到渝中区政府持续支持，公司的抗风险能力也将继续加强。

### 城市基础设施建设业务稳步推进，项目管理费收入稳定

渝中区作为重庆市主城传统核心区，整体建设水平较好，但仍有部分区域市政基础设施建设相对

滞后，同时已有设施也由于公共服务需求不断增长需要进一步改善。作为渝中区城市基础设施建设和改造的实施主体，截至 2013 年末，公司相继完成了渝中区文图两馆、大黄路道路改造和单巷子节点

等新建及改造项目，以及九坑子新检法两院办公大楼地块拆迁项目，同时千厮门、东水门大桥引桥拆迁项目进入扫尾阶段，上述项目总投资合计 18.08 亿元，其中公司承担投资 11.40 亿元。

**表 4：截至 2013 年末公司承接基础设施建设项目情况**

项目名称	总投资（万元）	公司承担投资（万元）	开工时间	预计竣工时间	项目进度
渝中区文图两馆	9,970	-	2008	2011	完工
大黄路道路改造	7,500	-	2009	2010	完工
新民街道道路改造	4,500	-	2009	2010	完工
枇杷山道路改造	8,000	-	2009	2010	完工
人和街道道路改造	3,000	-	2009	2010	完工
中二路节点	3,100	-	2009	2010	完工
单巷子节点	700	-	2010	2010	完工
九坑子新检法两院办公大楼地块拆迁	34,000	34,000	2010	2012	完工
千厮门、东水门大桥引桥拆迁	110,000	80,000	2010	2012	扫尾
<b>合计</b>	<b>180,770</b>	<b>114,000</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

公司所承接公益性代建项目属于政府投资建设项目，纳入渝中区本级预算管理或财政专户管理。项目前期的拆迁、改造和建设成本所需资金一般情况下由财政提前足额安排，但大额投资则部分需公司自身贷款融资，项目建设完工后，由公司依据竣工验收和审计报告向区政府相关管理部门提出资金拨付申请，经审核后报区财政局逐年安排。市政公益性代建业务中，公司经与政府协商，根据具体代建项目合同提取一定比例的代建管理费收入。2011~2013 年，根据重庆市渝中区财政局渝中财企[2011]113 号、渝中财企[2012]111 号和渝中财企[2013]115 号文件，为提高公司承担财政性基本建设投资项目建设积极性，按照渝中区有关重点建设项目管理办法，公司以各年度危旧房拆迁安置和道路改造项目投资额为基数，分别按 4%、8% 和 8% 的比例分别计提项目管理费。2011~2013 年，公司计提的管理费收入分别为 1.05 亿元、0.91 亿元和 0.91 亿元，处于稳定水平。

总的来看，公司积累了丰富的城区改造和建设经验，形成了较为完善的代建项目管理模式。尽管渝中区财政实力较强，但大额项目先建设后付款情况给公司造成一定的资金压力。中诚信国际将密切关注银行信贷政策、政府资金支付情况对公司市政公益性代建业务的影响。

## 土地一级开发业务投资较大，土地出让进度具有一定不确定性

重庆市渝中区土地整治储备中心将菜九路一期、菜九路二期、水巷子、小洞天、大坪新市场、建设新村、九坑子、人民路小学、戴家巷、马鞍山等 15 宗纳入国有储备土地交由公司实施整治。以上土地合计 427.50 亩，均处于渝中区中心地带或解放碑核心商圈地区，地理位置极其优越，土地价值较高，评估价值合计为 39.55 亿元。截至 2013 年末，公司已对上述土地进行整治投入 10.50 亿元。

2013 年，公司无土地出让。2014 年，公司计划出让菜九路沿线（根据实际拆迁进度而定），该地块面积 178 亩，预计出让价 5 亿元。后续渝中区政府将根据公司项目情况继续配备相应的土地。

公司土地一级开发前期投资额较大，且土地出让进度影响具有一定不确定性，中诚信国际关注公司后续土地出让情况对土地一级开发业务板块的影响。

## 公司危旧房拆迁改造总量逐步减少，使得安置房销售金额有所下降

渝中区辖区面积较小，同时作为重庆市传统中心主城区和核心商圈所在地，区内城市公共设施和商业设施较为集中，土地集约利用程度较高，可供开

发土地量偏紧，为保证基础设施建设和房地产开发用地供应以及征地拆迁工作的顺利进行，渝中区政府大力推进安置房投资建设，代建实施主体即为渝中国资。公司安置房的代建模式为重庆市渝中区危旧房改造工程指挥部（以下简称“指挥部”）根据区内规划向公司下达建设指令，公司对外融资并引进开发商代建，待安置房销售完毕后销售回款由指挥部直接返还给公司。

2011~2013 年，公司分别投资 7.87 亿元、15.57 亿元和 7.58 亿元用于安置房建设，分别竣工安置房 26.15 万平方米、40.03 万平方米和 13.54 万平方米。同期，公司安置房项目销售工作有序推进，分别实现销售回款 10.37 亿元、13.24 亿元和 3.08 亿元，其中 2013 年销售回款偏少是因为公司危旧房拆迁改造总量在逐步减少、相应安置房销售金额也逐步下降。由于公司销售均价较低且签约情况较好，因

此资金回笼较为迅速，公司可持续进行滚动开发。

**表 5：2011~2013 年公司安置房项目运营情况**

指标	2011	2012	2013
新开工面积（万平方米）	32.48	--	5.86
竣工面积（万平方米）	26.15	40.03	13.54
在建面积（万平方米）	67.24	39.57	31.90
销售均价（元/平方米）	3,550	3,800	3,800
开发投资额（亿元）	7.87	15.57	7.58
销售回款金额（亿元）	10.37	13.24	3.08

资料来源：公司提供

截至 2013 年末，公司共有可乐小镇、香江美地和巴南小天鹅等 7 个在建安置房项目，建设面积合计为 86.13 万平方米，项目总投资合计为 32.44 亿元，已投资 26.14 亿元，其中大部分项目完工但未结算。公司安置房建设项目计划按年制定，2014 年预计新启动 13 万平方米的安置房建设，建设期 2~3 年，计划总投资 4.8 亿元。

**表 6：截至 2013 年末公司在建安置房项目情况**

项目名称	建设规模（平方米）	开工时间	建设期	总投资（万元）	已投资（万元）	项目进度
可乐小镇	312,100	2010	2012-2013	113,600	96,596	大部分完工
天台岗	45,243	2010	2012-2013	16,095	14,715	完工
香江美地	89,617	2010	2012	49,289	49,289	完工
冉家坝华渝怡景	80,297	2011	2013	28,350	23,795	完工
高九路佳馨小区	45,136	2011	2013	12,974	11,721	完工
巴南小天鹅	230,318	2011	2013~2014	82,684	61,108	水电
巴南花溪项目	58,633	2013	2015	21,400	4,180	土建
合计	861,344	--	--	324,392	261,404	--

资料来源：公司提供

## 公司楼宇改造及物业经营板块运营良好，化龙桥企业天地项目的投入使用将推动公司租金收入进一步增加

渝中区作为重庆市传统中心主城和核心商圈所在地，在城区建设中产生一部分老旧和闲置楼宇，需要进行改造升级以满足渝中区经济及产业发展需求。公司根据渝中区政府要求并结合渝中区产业招商引资规划，通过对区内空置和破旧楼宇进行装修改造实现资源及资产盘活，同时扩充自身经营性业务领域。近年来，公司通过接收政府机关搬迁遗留房产和收购银行不良资产等取得多栋楼盘，并依靠渝中区政府出资相继完成和诚大厦、五四路 9 号、玫瑰湾、市工商大楼、团结村 12 号、审计大

厦、联合国际、市仲裁委办公房、星河城、港天大厦、星都大厦、魁星楼等一系列渝中区政府职能机关办公场所和危旧楼宇的装修翻新。公司在完成装修改造后持有相关物业，并联合政府相关部门引进企业入驻收取租金收入。

截至 2013 年末，公司持有环球广场、星都大厦、广发大厦、港天大厦和魁星楼等商业物业，可供出租物业面积 16.66 万平方米，已出租面积为 13.95 万平方米，平均出租率为 84.00%。由于公司所持物业地段较好，大部分楼盘出租率在 90% 以上，其中魁星楼可供出租面积较大且系 2012 年建成投入使用，因此出租率较低，未来有望继续提升。2011~2013 年，在出租面积增加和单位租金上涨推动下，公司租金收入持续增长，分别为 0.15 亿元、

0.21 亿元和 0.28 亿元。

表 7：截至 2013 年末公司持有物业经营情况

物业名称	可供出租面积 (万平方米)	实际出租面积 (万平方米)	出租率 (%)	备注
环球广场	1.96	1.90	96.94	--
广发大厦	0.63	0.60	95.24	--
港天大厦	0.64	0.58	90.63	--
人民路 131 号	0.67	0.67	100.00	--
星都大厦	1.10	1.00	90.90	--
零星房屋	2.60	2.4	92.31	--
魁星楼	7.26	5.00	68.87	目前运营的 5 万平方米为停车场
原人社局办公楼	1.80	1.80	100.00	目前免租市 5 中院使用
合计	16.66	13.95	84.00	--

资料来源：公司提供

截至 2013 年末，公司正在推进的项目包括联合经信委打造的嘉陵大厦工业设计园（以下简称“嘉陵大厦”）以及化龙桥企业天地，以上两个项目均为公司控股。嘉陵大厦位于渝中区七星岗片区，属于城市传统核心区，毗邻解放碑中央商务区，目前区域现存商业以经营婚庆、床品、灯饰、电器和家私等为主，各类机构冗杂，缺乏主导功能，区域亟待整体升级；该项目定位为乙级写字楼，总投资 4.00 亿元，截至 2013 年末已完成投资 1.66 亿元。化龙桥片区是渝中区重点打造的高端商务区之一，拟建国际甲级写字楼建筑面积约 80 万平方米，商

业零售及酒店建筑面积约 55 万平方米，其中，公司投资的化龙桥企业天地项目是与香港瑞安公司联合打造的甲级写字楼，主要为解决近年来渝中区企业发展中高档写字楼载体不足的瓶颈问题而兴建，该项目总投资额为 15.60 亿元，截至 2013 年末已完成投资为 12.50 亿元。目前该项目正在开展招商工作，初步确定部分银行、律师协会和会计师事务所入驻。预计在建项目完工后，公司所持有物业面积将增加 21.00 万平方米，租金收入也有望大幅增长。

表 8：截至 2013 年末公司在建物业情况

资产名称	总投资 (万元)	已完成投资 (万元)	可供出租面积 (万平方米)	预计完工时间	项目用途
嘉陵大厦	40,000	16,556	7.50	2015.06	乙级写字楼，已整体签租赁协议，2016 年起收租金
化龙桥企业天地	156,000	125,000	13.50	2014.1	甲级写字楼
合计	196,000	141,556	21.00	--	--

资料来源：公司提供

总体来看，公司主要负责渝中区内的商贸服务业的载体建设，配合区政府打造特色园区，整体招商引资，带动渝中区的产业发展。与此同时，公司通过收购物业并开展自身经营，获得良好的租金收入和持续稳定的现金流。预计随着公司在建工程的陆续竣工，公司拥有的物业面积将大幅提升，公司此板块收入会有进一步增长。

除此之外，公司稳步开展多元化股权投资，拓

展国有资本运营领域。2013 年，公司新增对圆基环保基金 400 万元。截至 2013 年末，公司对外股权投资总额达 3.06 亿元，涵盖金融、保险、房地产、商贸等多个领域。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的 2011~2013 年经天职国际会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的三年连审审计报告。公司各期财务报



表均按旧企业会计准则编制。2013 年，公司合并报表范围无变化。

## 资本结构

2011~2013 年末，公司资产总额分别为 67.94 亿元、75.82 亿元和 76.82 亿元。从资产构成来看，公司流动资产主要由其他应收款和货币资金构成，截至 2013 年末，上述两个科目分别为 37.32 亿元和 4.66 亿元。其中，其他应收款主要是应收重庆市渝中区危旧房改造工程指挥部、重庆市渝中区财政局的安置房销售款和征地拆迁款等，上述欠款对象均隶属于渝中区政府，欠款回收有较强保障，坏账风险很小。此外，公司固定资产和在建工程也较大，截至 2013 年末分别为 9.31 亿元和 19.46 亿元，主要是公司持有和在建物业以及安置房建设工程；其中固定资产较 2012 年末的 5.44 亿元显著增加。截至 2013 年末，公司长期股权投资为 3.03 亿元，较 2012 年末的 2.99 亿元变化不大。

**表 9：截至 2013 年末公司其他应收款前五位**

单位名称	金额（亿元）
重庆市渝中区危旧房改造工程指挥部	15.11
重庆市渝中区财政局	13.65
重庆金展资产管理有限公司	3.93
重庆麦吉可房地产开发有限公司	2.57
重庆市渝中区区级机关事务管理局	1.50
<b>合计</b>	<b>36.77</b>

资料来源：公司财务报告

2011~2013 年末，公司负债总额分别为 40.34 亿元、45.59 亿元和 45.03 亿元。截至 2013 年末，公司负债主要由其他应付款和长期借款构成，上述两个科目分别为 11.35 亿元和 28.01 亿元。其中，其他应付款主要是应付重庆市渝中区财政局、重庆市渝中区财政资金支付中心等往来款，其中应付渝中区财政局和渝中区财政资金支付中心的款项之和为 7.79 亿元，较 2012 年末的 9.29 亿元略有下降。公司资产负债率总体稳定在 60% 左右，2011~2013 年末分别为 59.37%、60.13% 和 58.62%。

**表 10：截至 2013 年末公司大额其他应付款构成**

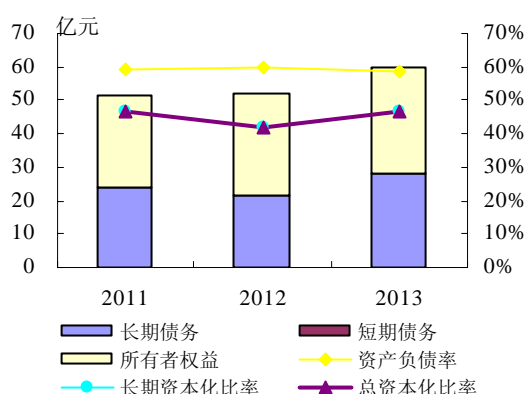
单位名称	金额（亿元）
重庆市渝中区财政资金支付中心	5.00

重庆市渝中区财政局	2.79
重庆园林绿化建设投资有限公司	2.00
重庆嘉金资产管理有限公司	1.10
重庆市第五中级人民法院	0.20
<b>合计</b>	<b>11.09</b>

资料来源：公司财务报告

2011~2013 年末，公司总债务分别为 24.14 亿元、21.81 亿元和 28.01 亿元，均为中长期借款，债务期限结构符合公司基础设施项目建设周期长、资金投入量大的经营特点。

**图 4：2011~2013 年公司资本结构分析**



资料来源：公司财务报告

2011~2013 年末，公司所有者权益分别为 27.60 亿元、30.23 亿元和 31.79 亿元。渝中区拨付的财政资金和资产购置专款等增加至资本公积使得公司资本实力逐步增强。此外，公司盈利所得使未分配利润逐年增加。

总体来看，公司资本结构相对稳定，欠款回收有较强保障，但公司负债水平偏高，作为渝中区区域内的城市基础设施建设主体，未来项目融资仍将对公司造成一定的债务压力。

## 盈利能力

2011~2013 年，公司分别实现主营业务收入 1.20 亿元、1.14 亿元和 1.19 亿元。其中，公司计提管理费收入分别为 1.05 亿元、0.91 亿元和 0.91 亿元，是公司收入最主要来源。同期，公司商业楼宇租赁收入受租金价格上涨和公司可供出租物业面积的增加而逐年上升，但规模仍较小。从毛利率来看，公司主营业务成本主要是经营性物业的折旧和维修成本，由于该项支出规模较小，公司毛利率一

直保持在 90% 以上。

表 11：2011~2013 年公司主要业务板块收入及毛利率情况

业务板块	2011		2012		2013	
	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）
管理费	1.05	100.00	0.91	100.00	0.91	100.00
租金收入	0.15	62.20	0.21	61.90	0.28	71.43
合计	1.20	95.37	1.12	92.86	1.19	93.28

资料来源：公司财务报告

2011~2013 年，公司期间费用存在一定波动性，分别为 0.21 亿元、0.15 亿元和 0.19 亿元。公司期间费用以管理费用为主，由于公司借款均由财政贴息，公司财务费用支出很小。同期，由于公司收入规模偏小，公司三费收入占比分别为 17.45%、12.89% 和 15.76%。

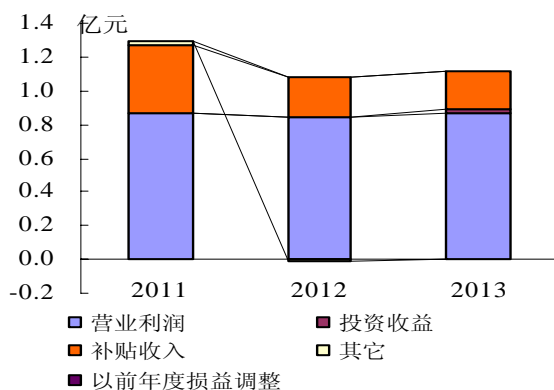
表 12：2011~2013 年公司期间费用情况

	2011	2012	2013
营业费用（亿元）	--	--	--
管理费用（亿元）	0.21	0.12	0.18
财务费用（亿元）	-0.00	0.02	0.01
三费合计（亿元）	0.21	0.15	0.19
三费收入占比（%）	17.45	12.89	15.76

资料来源：公司财务报告

从利润构成来看，营业利润是公司利润主要来源，2011~2013 年，公司营业利润分别为 0.87 亿元、0.84 亿元和 0.86 亿元。此外，渝中区财政局每年对公司进行财政补贴，有效地扩充了公司利润来源。2011~2013 年公司利润总额分别为 1.29 亿元、1.06 亿元和 1.12 亿元。

图 5：2011~2013 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

目前看，公司收入和盈利规模偏小，未来随着楼宇改造及自营物业租赁业务的持续开展，公司收入规模和盈利能力有望进一步提升。

## 现金流

2013 年由于安置房销售回款下降，公司经营活动现金流入大幅减少；另一方面由于偿还其他应付款，使得其他应付由 2012 年末的 17.99 亿元降至 2013 年末的 11.35 亿元，当年经营活动现金流出上升至 6.56 亿元，使得公司经营活动现金流由净流入转为净流出。

投资活动方面，2011~2013 年，公司投资活动净现金流分别为 -9.14 亿元、-6.46 亿元和 -6.69 亿元，公司投资活动均呈净流出状态，主要是期间内公司安置房和楼宇建设支出导致较大资金流出。

筹资活动方面，2011~2013 年，公司筹资活动净现金流分别为 6.47 亿元、-2.94 亿元和 6.20 亿元。2013 年，公司到期偿付的债务较少，使得筹资活动净现金流由负转正。

表 13：2011~2013 年公司现金流量情况（亿元）

单位：亿元	2011	2012	2013
经营活动产生现金流入	44.95	11.09	2.12
经营活动产生现金流出	53.92	0.65	6.56
经营活动净现金流	-8.96	10.44	-4.44
投资活动产生现金流入	0.08	--	0.09
投资活动产生现金流出	9.21	6.46	6.78
投资活动净现金流	-9.14	-6.46	-6.69
筹资活动产生现金流入	16.68	13.33	10.00
其中：吸收投资所收到的现金	16.68	1.78	--
借款所收到的现金	--	11.55	10.00
筹资活动产生现金流出	10.21	16.27	3.80
其中：偿还债务所支付的现金	10.21	13.88	3.80
筹资活动净现金流	6.47	-2.94	6.20
现金及现金等价物净增加额	-11.63	1.04	-4.93

资料来源：公司财务报告

## 偿债能力

截至 2013 年末，公司总债务 28.01 亿元，利息由财政贴息，本金还款来源为土地出让、资产经营

收入及处置出售收入、区财政偿债准备金。

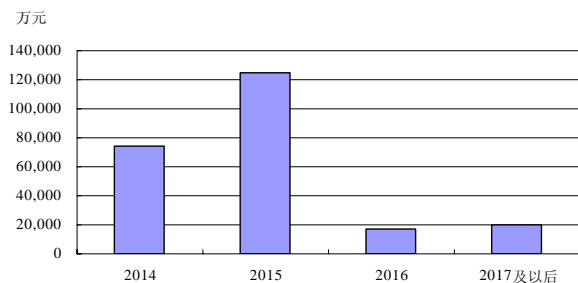
表 14：2011~2013 年公司偿债指标情况

	2011	2012	2013
总债务（亿元）	24.14	21.81	28.01
长期债务（亿元）	24.14	21.81	28.01
EBITDA（亿元）	1.45	1.17	1.21
总债务/EBITDA（X）	16.63	18.57	23.07
经营净现金流/总债务（X）	-0.37	0.48	-0.16

资料来源：公司财务报告

截至 2013 年末，公司长期借款为 28.01 亿元，根据还款安排，公司需在 2014~2016 年分别偿还 7.41 亿元、12.50 亿元和 1.73 亿元，公司未来两年的偿债压力较大。

图 6：截至 2013 年末公司长期借款到期分布情况



资料来源：公司提供

截至 2013 年末，公司对外担保 5.00 亿元，被担保对象为重庆渝中地产经营投资有限公司，起止时间为 2013 年 2 月至 2015 年 2 月。考虑到被担保对象为国企且担保金额较小，公司对外担保风险不大。

截至 2013 年末，公司将面积总计为 15.89 万平方米的土地（账面价值 0.26 亿元）、面积为 20.57 万平方米的房产（账面价值 7.64 亿元）以及安诚财产保险股份有限公司 1.3 亿股（账面价值 1.3 亿元，持股比例 4.33%）用于抵质押融资。

## 过往债务履约情况

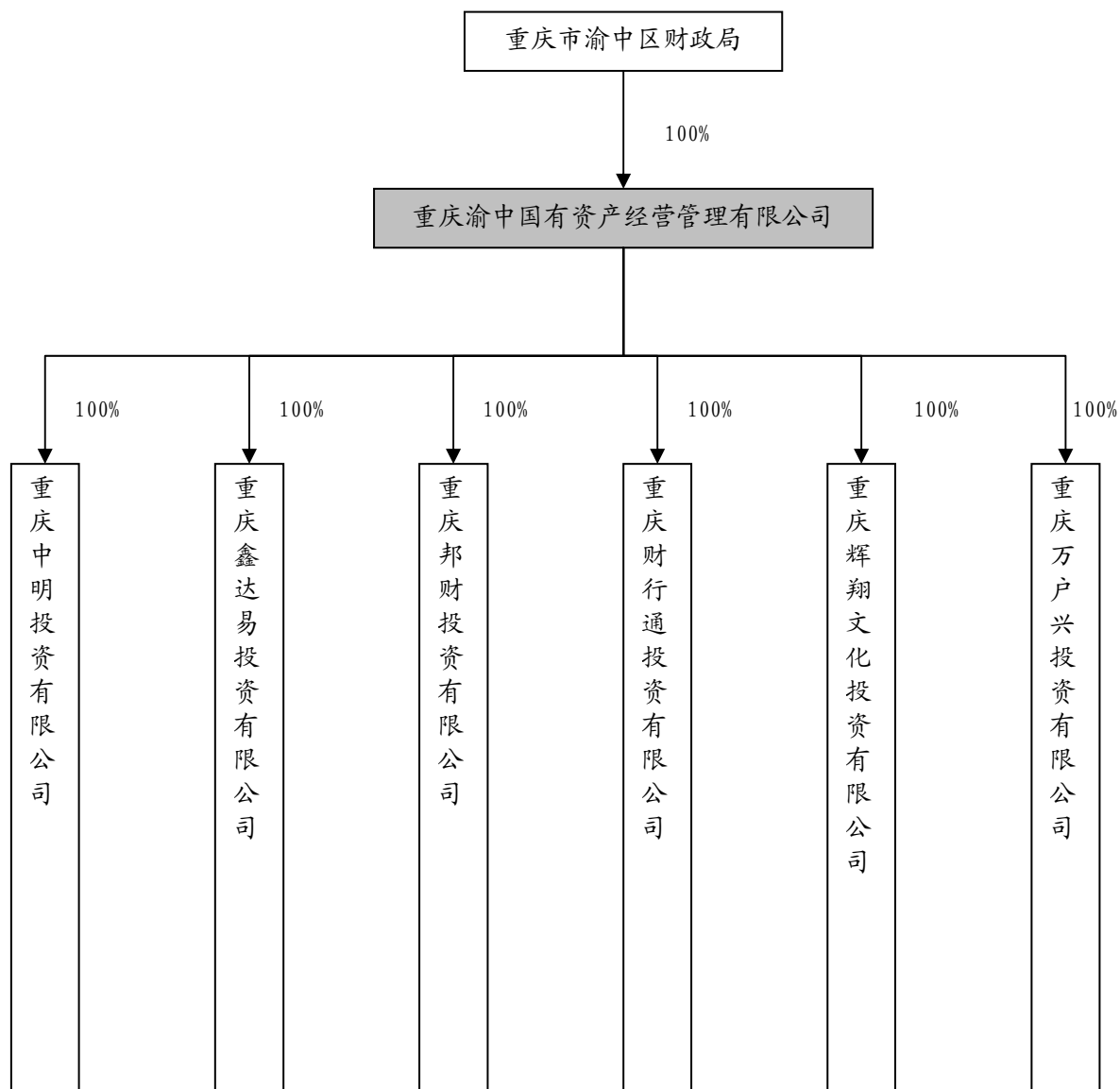
根据公司提供的资料，截至 2013 年末，公司未出现延迟支付债务本金及其利息等信用违约记录。公司于 2014 年 2 月发行 8 亿元“14 渝中债”，截至本报告出具日尚未到付息日。

## 结论

中诚信国际维持重庆渝中国有资产经营管理

有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“14 渝中债”信用等级为 **AA**。

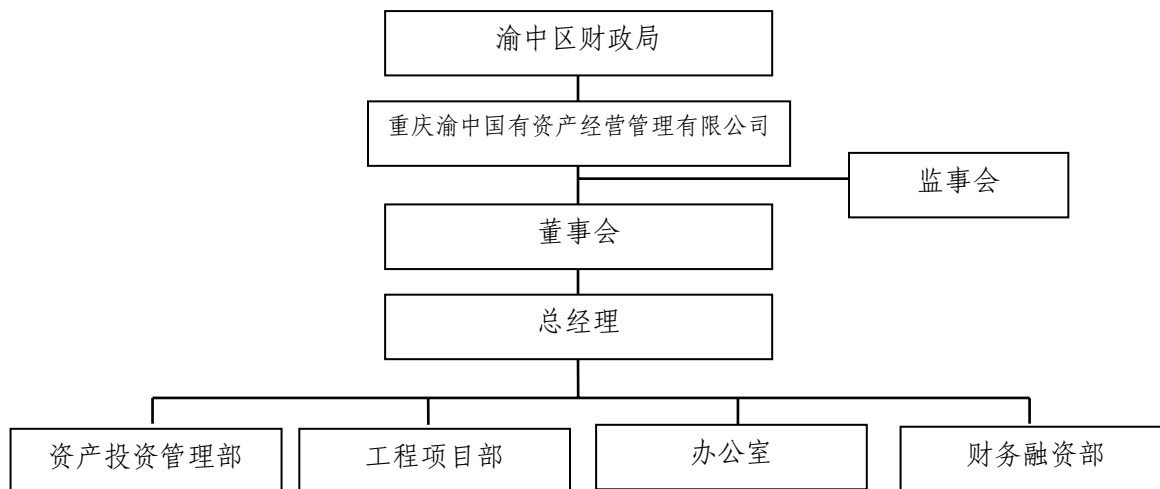
附一：重庆渝中国有资产经营管理有限公司股权结构图（截至 2013 年末）



资料来源：公司提供



附二：重庆渝中国有资产经营管理有限公司组织结构图（截至 2013 年末）



资料来源：公司提供

### 附三：重庆渝中国有资产经营管理有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	85,573.86	95,944.05	46,603.59
短期投资	1.47	1.47	1.47
应收账款净额	0.00	0.00	0.39
存货净额	0.00	0.00	2.61
其他应收款	377,203.26	380,071.17	373,159.77
长期投资	29,180.51	51,980.51	52,400.72
固定资产合计	187,077.01	228,091.68	287,698.82
总资产	679,391.11	758,182.83	768,211.52
其他应付款	83,064.67	179,887.32	113,533.53
短期债务	0.00	0.00	0.00
长期债务	241,413.62	218,115.00	280,072.00
总债务	241,413.62	218,115.00	280,072.00
净债务	155,839.76	122,170.95	233,468.41
总负债	403,360.51	455,870.35	450,322.90
财务性利息支出	-1.14	240.00	60.13
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益（含少数股东权益）	276,030.60	302,312.48	317,888.63
主营业务收入	11,972.46	11,395.51	11,979.88
主营业务利润	10,748.60	9,815.66	10,406.37
投资收益	35.98	0.00	304.22
EBIT	12,927.97	10,889.39	11,245.78
EBITDA	14,515.52	11,743.57	12,137.76
经营活动产生现金净流量	-89,623.66	104,440.30	-44,389.06
投资活动产生现金净流量	-91,351.44	-64,648.85	-66,908.39
筹资活动产生现金净流量	64,665.29	-29,421.26	61,957.00
现金及现金等价物净增加额	-116,309.81	10,370.19	-49,340.46
资本支出	71,137.01	41,848.85	60,479.12
财务指标	2011	2012	2013
主营业务毛利率（%）	95.37	91.90	92.49
三费收入比（%）	17.45	12.89	15.76
EBITDA/主营业务收入（%）	121.24	103.05	101.32
总资产收益率（%）	1.68	1.51	1.47
流动比率（X）	5.13	2.52	3.41
速动比率（X）	5.13	2.52	3.41
存货周转率（X）	--	--	--
应收账款周转率（X）	--	--	--
资产负债率（%）	59.37	60.13	58.62
总资本化比率（%）	46.66	41.91	46.84
短期债务/总债务（%）	0.00	0.00	0.00
经营活动净现金/总债务（X）	-0.37	0.48	-0.16
经营活动净现金/短期债务（X）	--	--	--
经营活动净现金/利息支出（X）	78,394.78	435.17	-738.20
总债务/EBITDA（X）	16.63	18.57	23.07
EBITDA/短期债务（X）	--	--	--
EBITDA 利息倍数（X）	--	--	--

注：公司各期财务报表均按旧会计准则编制。

#### 附四：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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

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）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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。

## 附五：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。



## 附六：公司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。