



信用等级通知书

信评委函字 [2014]跟踪268号

重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司：

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“13渝西物流债/13渝物流”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，评级展望为稳定，维持公司债券AA的债项信用等级。

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

二零一四年六月二十六日

重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司 2014 年跟踪信用评级报告

受评对象 重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司

上次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

本次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	发行期限	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
13 渝西物流债/13 渝物流	15.00	2013.10.18~2020.10.18	AA	AA

概况数据

物流园开发公司(合并口径)	2011	2012	2013
总资产(亿元)	115.71	172.42	200.71
所有者权益(亿元)	61.72	115.26	117.39
总负债(亿元)	53.99	57.16	83.31
总债务(亿元)	14.97	17.13	40.46
主营业务收入(亿元)	4.94	2.36	1.12
EBIT(亿元)	1.65	1.20	1.94
EBITDA(亿元)	1.67	1.25	1.99
经营活动净现金流(亿元)	1.09	1.87	-2.29
主营业务毛利率(%)	28.17	22.30	96.05
EBITDA/主营业务收入(%)	33.80	53.07	177.87
总资产收益率(%)	1.73	0.83	1.04
资产负债率(%)	46.66	33.15	41.51
总资本化比率(%)	19.52	12.94	25.63
总债务/EBITDA(X)	8.97	13.69	20.37
EBITDA 利息倍数(X)	2.06	0.83	1.01

注：2011~2013 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：徐浩森 hmxu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 6 月 26 日

基本观点

中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“13 渝西物流债/13 渝物流”的信用等级为 **AA**。

中诚信国际肯定了沙坪坝区很强的经济财政实力、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等对公司发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到保障房业务停滞使得公司营业收入规模明显下降，以及宏观政策变化、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，财政实力保持平稳。2013 年，重庆市和沙坪坝区分别实现地区生产总值（GDP）12,656.69 亿元和 701.30 亿元，分别较上年增长 12.3% 和 9.1%。2013 年重庆市沙坪坝区完成地方公共财政预算收入 50.65 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重庆西部现代物流园开发建设的唯一主体，获得政府大力支持。为支持重庆西部现代物流园（以下简称“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

- 保障房业务停滞使得公司收入规模明显下降。由于保障房建设过程中拆迁工作面临较大阻力，相关政策也在调整中，2013 年公司回龙坝安置区的保障房建设工作基本停滞，造成公司当年收入规模大幅下降。
- 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、基础设施等领域资本性支出规模较大，将给公司带来一定的资本支出压力。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券存续期内每年进行定期跟踪评级。

募集资金项目进展

“13 渝西物流债/13 渝物流”募集资金总额为 15 亿元，分别用于重庆西部现代物流园土主经济适用房、重庆西部现代物流园回龙坝经济适用房以及重庆西部现代物流园中干线道路及管网工程项目。截至 2013 年底，募集资金已全部投入使用。

表 1：截至 2013 年底公司募投项目进展情况（亿元）

项目	已投资额	计划使用	已使用募集	项目进度描述
		额度	资金	
重庆西部现代物流园土主经济适用房建设项目	5.14	3.90	3.90	已完结
重庆西部现代物流园回龙坝经济适用房建设项目	5.00	5.00	5.00	1 号地块完工, 3、4 号地块待开工
重庆西部现代物流园中干线道路及管网工程项目	9.18	6.10	6.10	中段完工, 南段在建, 北段待开工
合计	19.32	15.00	15.00	

资料来源：公司提供

近期关注

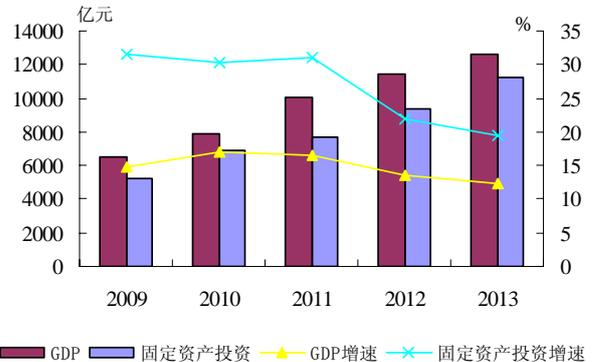
重庆市经济持续稳定增长，成为全市财政实力的重要支撑，为公司营造了较好的经营环境

重庆市地处较为发达的中部地区和资源丰富的西部地区的结合部，是长江上游最大的经济中心和西南工商业重镇。1997 年经全国人民代表大会批准，重庆市成为与北京市、天津市和上海市并列的四大直辖市之一。重庆市幅员面积 8.24 万平方公里，2011 年在完成相关区县合并后，原来所下辖的 40 个行政区县（自治县）减少为 38 个，其中区与县各 19 个。

重庆不仅是中央直辖市，而且是中国著名的历史文化名城，也是我国自然资源富集地区之一，森林植被丰富，矿产资源储备位居国内前列。此外，

重庆市境内江河纵横，水网密布，有长江、嘉陵江和乌江等几大江河，水能资源蕴藏量巨大，同时也是长江上游最重要的内河航运港口和西部水陆空交通枢纽。

图 1：2009~2013 年重庆市主要经济指标

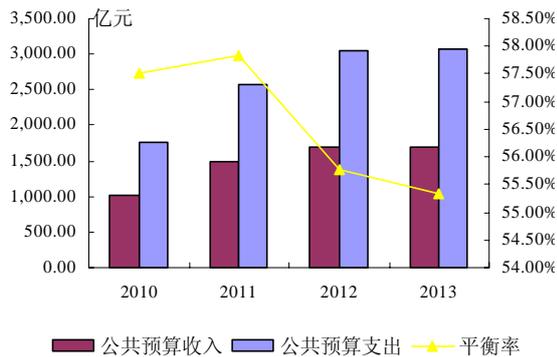


资料来源：重庆统计信息网

从经济总量来看，2013 年重庆市地区生产总值实现 12,656.69 亿元，比上年增长 12.3%。在国内宏观经济持续下行的背景下，重庆市 GDP 增速也呈逐年放缓走势，但仍高于全国 GDP 增速。分产业来看，2013 年重庆市三次产业生产总值分别为 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%。同期，重庆市完成固定资产投资总额 11,205.03 亿元，比上年增长 19.5%。其中，基础设施建设投资 2,962.10 亿元，增长 23.2%；城镇投资 9,789.00 亿元，增长 15.7%；农村投资 1,416.03 亿元，增长 54.3%。总体上看，在国家支持西部开发政策的不断推进以及重庆作为改革实验区等有利背景下，重庆市综合经济实力将步增强。

受宏观经济增速放缓的影响，2013 年重庆市公共财政预算收入 1,692.9 亿元，总体保持平稳。其中，2013 年重庆市税收收入完成 1,112.3 亿元，全年增长 14.60%，税收规模首次突破千亿。辖区税收中，建设投资、工业、金融及商贸流通等服务业税收各占三分之一，结构保持相对稳定。

图 2：2010~2013 年重庆市一般预算收支情况



资料来源：重庆统计信息网

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。

财政支出方面，2013 年重庆市完成地方财政支出 4,797.0 亿元，财政支出增速放缓。其中，公共财政预算支出完成 3,059.9 亿元，与 2012 年支出情况持平；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）为 55.33%，近年来保持平稳，财政平衡能力有待提高。

表 2：2011~2013 年重庆市财政收入情况（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
财政总支出 (3) + (4)	3,983.2	4,600.3	4,853.7

注：财政平衡率=公共财政预算收入/公共财政预算支出

资料来源：重庆市财政局

总体上看，重庆市地区经济增长对其财政实力

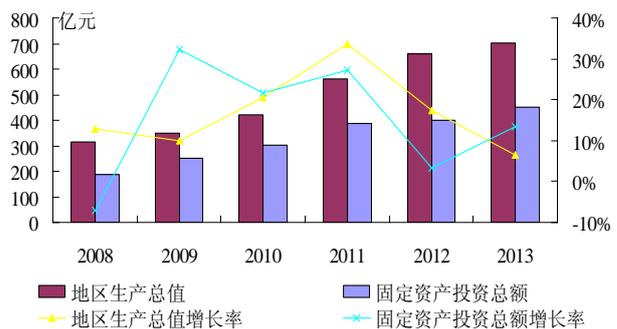
形成有力支撑，为市政府加快区域内基础设施建设、增强资源调度能力和支持当地经济发展奠定了良好的基础。但同时中诚信关注到，近年来重庆市财政平衡率持续低于 60%，财政平衡能力较弱，较快上涨的民生性支出进一步加重了重庆市财政平衡压力。

沙坪坝区经济稳定发展，逐年增长的税收收入是全区财政实力的有力保障

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。

2013 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 701.3 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.1%；固定资产投资总额 452.3 亿元，比上年增长 13.5%。分产业看，第一产业实现增加值 6.2 亿元，比上年增长 0.7%，第二和第三产业分别实现增加值 410.8 亿元和 284.3 亿元，同比分别增长 9.4% 和 8.7%。三次产业结构比为 0.9:58.6:40.5。

图 3：2008~2013 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

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，2013 年第三产业对 GDP 的贡献率由 2012 年的 17.7% 上升至 36.6%，同时第二产业对 GDP 的贡献率由 2012 年的 84.2% 下降至 63.3%。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。

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。2013 年，沙坪坝区财政实现可支配收入 98.80 亿元，地方公共财政预算收入 50.65 亿元。

财政收入方面，2011~2013 年沙坪坝地方公共财政预算收入实现稳步增长，分别为 40.53 亿元、48.11 亿元和 50.65 亿元，其中税收收入分别为 28.53 亿元、29.94 亿元和 35.97 亿元，税收占比分别达到 70.39%、62.23% 和 71.02%，税收是财政收入的主要来源且相对稳定。2012 年，受房地产宏观调控的影响，基金预算收入较 2011 年大幅下滑，但随着沙坪坝区经济不断发展，土地升值较快，2013 年基金收入有所回升。

表 3：2011~2013 年沙坪坝区财政收入情况（亿元）

	2011	2012	2013
公共财政预算收入(1)	40.53	48.11	50.65
其中：税收收入	28.53	29.94	35.97
转移性收入(2)	24.09	17.06	20.38
其中：返还性收入	2.25	2.28	2.28
财力性转移	6.16	6.09	5.80
专项补助	15.68	8.69	12.30
下级上解(3)	--	--	--
基金预算收入合计(4)	21.64	5.91	7.18
其中：基金预算收入	0.19	0.16	0.19
基金转移收入	21.45	5.75	6.99
预算外财政专户资金(5)	1.86	1.56	0.85
上年结余(6)	21.08	35.02	19.74
区本级可支配财力(7)	109.20	107.66	98.80

注：(7) 可支配财力=(1)+(2)+(3)+(4)+(5)+(6)

资料来源：公司提供

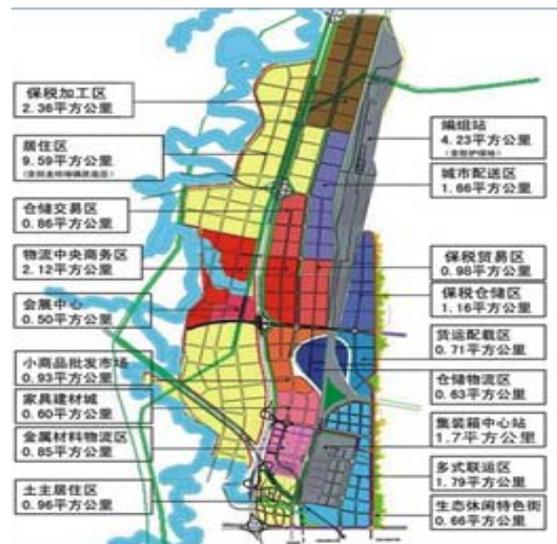
总体来看，沙坪坝区具有较好的区位优势，经济保持较好的增长态势，不断增强的经济和财政实力会为市政建设和企业提供良好的发展环境，也奠定了财政对于区属企业政策和资金支撑的基础。未来随着大学城、微电子园区和物流基地建设，

财政综合实力将得到进一步提升。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。

作为我国西部内陆地区唯一对外开放的铁路口岸，重庆铁路口岸逐步投入运营，进一步推升物流园建设的战略意义

为促进重庆及中西部地区发展，经国家口岸管理办公室（以下简称“国家口岸办”）批准，2013 年 12 月重庆铁路口岸临时对外开放，这是重庆市继寸滩水港、江北国际机场之后，第三个获得国家批准对外开放的一类口岸，对重庆建设内陆开放高地起到重要推动作用。

图 4：重庆西部现代物流园规划控制范围区位



资料来源：公司提供

重庆铁路口岸是为承接“渝新欧”国际铁路联运大通道打造的内陆地区标志性口岸，未来或将成为新“丝绸之路”经济带的起点和枢纽。根据建设规划，铁路口岸将打造 50 万平方米的口岸作业区和 3 平方公里的铁路综合保税区，其中 2014 年将重点开展申请建设整车口岸、国际邮件作业区和植物种苗口岸的相关工作。整车口岸建设方面，物流园将引进中国进口汽车股份有限公司以及宝马、奔驰、大众等品牌运营商落户重庆，争取其通过“渝新欧”运输销往西部内陆地区的欧洲进口车；国际邮件交换枢纽建设方面，在前期国内段运邮测试的

基础上，逐步开展国际段测试；植物种苗口岸建设方面，物流园管委会将作为主体进行申请，重庆市政府口岸办将协调市林业局、市农委、重庆检验检疫局等单位积极配合相关工作。

重庆市将以铁路口岸开放为契机，充分发挥铁路口岸开放政策效应，进一步加强与周边省市和“渝新欧”沿线国家的贸易合作，实现“渝新欧”班列高频次运行。“渝新欧”国际铁路联运大通道自 2011 年开通以来，已开行班列 90 多班，目前已实现每周至少 2 班的常态运行，高峰时期达到每周 3 班。

土地整理和政府代建业务运营平稳，部分企业的入园工作进展顺利

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。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。

公司土地一级开发主要以拆迁后重庆西部现代物流园管理委员会（以下简称“物流园管委会”）收储土地再招拍挂的模式运作；土地整理完成并招拍挂后，区财政收取的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，物流园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。自 2013 年起，征地拆迁相关工作的各项补偿资金将由重庆市沙坪坝区征地办公室直接负责实施，物流园管委会不再

负责物流园范围内的征地拆迁补偿及安置工作的具体实施。

2013 年物流园完成出让土地 1,266.05 亩，形成出让收入 14.49 亿元。同期，公司完成征地面积 281 亩，截至 2013 年末公司累计完成征地 18,529 亩，2014~2016 年计划按每年 3,000 亩、5,500 亩和 5,500 亩进行征地，年均征地成本预计约为 30 万/亩。截至 2013 年末，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，截至 2013 年末，公司已基本完成多式联运区横三路、中干东线道路及管网工程（南段）、土主部分片区的部分工程，生产资料市场部分片区完成征地并已取得征地批文。入园企业项目建设方面，渝新欧项目一期获得 293.8 亩土地指标，已获征地预办通知书；军粮库土地手续已办理；方运项目招拍挂工作完成；中石油西南化工、中外运、民生、医药 4 个项目完成了土地招拍挂工作并顺利摘牌，同时签订了土地出让合同。

招商引资方面，2013 年物流园管委会完成了金属材料博览城（平氏）、重庆加贝冷链物流中心、永辉西部物流中心（二期）等 3 个项目签约入驻工作；西部陶瓷卫浴总部基地（闽商）、西部国际家居品牌基地（良仓）、西部陶瓷卫浴总部基地仓储物流配套中心（闽商）等 3 个拟签约项目；完成奥特莱斯国际名品城、卓新集团五金机电市场、平安仓储物流基地等 6 个重点储备项目。2013 年物流园实现入库税金 1.1 亿元。

表 4：截至 2013 年末公司主要建设项目情况（亿元）

项目	总投资	截至 2013 年末已投资	项目进度	2014 年计划投资	建设周期
团结湾 B 区	3.40	3.40		--	2010.08~2012.04
回龙苑 A 区	2.45	2.45		--	2010.11~2012.12
堯安大道	北线延长段	1.17	1.17	已完工	2010.01~2011.09
	堯安大道中段南	2.88	2.88		2010.08~2011.12
	堯安大道中段北	2.54	2.54		2010.03~2011.03
多式联运区北侧	3.49	0.90	在建	2.59	2013.08~2015.12
堯安大道南段	3.56	2.24		1.32	2012.12~2014.12
中干东线	2.40	0.55		1.85	2013.08~2015.12
中国西部生产资料市场片区市政 工程及地块平整	0.64	0.18		0.46	2014.04~2015.12

多式联运区支线道路	0.24	0.05		0.19	2014.04~2014.12
土主片区支线道路	0.13	0.04		0.09	2014.04~2014.12
物流园观景平台工程	0.011	0.001		0.01	2014.03~2014.12
北线跨线桥至中干线段团歇路改扩建工程	0.06	0.00	拟 建	0.04	2014.12~2015.04
合计	22.97	16.40	--	6.55	--

资料来源：公司提供

截至 2013 年末，公司累计完成投资 65.71 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 8.49 亿元，截至 2013 年末已投入 3.96 亿元。2014 年，公司计划推进项目 17 个，年度总投资约 23.05 亿元，其中包括建设道路约 11 公里、建设公租房约 18 万平方米以及建筑面积约 80 万平方米的产业开发项目。

园区物业管理业务板块由下属子公司重庆西部现代物流园资产经营管理公司（以下简称“物流园资管”）负责运营。2013 年，物流园资管实现收入 0.12 亿元，其中包括市政管理收入 677 万元，较上年增长 39%；市场开发租金收入 259 万元，较上

年增长 22%；物业管理收入 307 万元，较上年增长 52%，其它收入 6 万元。市场开发租金收入和物业管理收入为公司主营业务收入之一，由于子公司与母公司之间会冲抵部分物业费用，2013 年公司合并口径实现的租赁及服务收入为 264.61 万元。

市政设施管理方面，物流园资管主要负责园区内的绿化养护、环卫保洁以及对损坏的市政基础设施及时维修。物流园的市场开发工作包括物业招商和土地招商两项，其中物业招商业务出租面积 4,659.15 平方米，整体出租率 62.71%；土地招商业务出租面积约 293.95 亩。物业管理方面，2013 年公司物业管理面积约 37.70 万平方米，其中代管面积约 34.20 万平方米，自管面积约 3.50 万平方米。

表 5：2013 年物流园资管主要资产经营情况

资产名称	资产性质	总建筑面积（平方米）	2013		
			收入（万元）	平均租金（元/平方米/年）	出租率
1#临时办公楼	商业房产	2,227.04	35.42	33.00	40%
2#临时办公楼		1,120.00	13.44	10.00	100%
3#临时办公楼		1,448.20	15.11	15.00	69%
4#临时办公楼		1,119.00	13.42	10.00	100%
7#临时办公楼		1,080.00	3.24	10.00	25%
8#临时办公楼		1,107.00	13.28	10.00	100%
兴隆苑小区	保障房	6,106.92	15.96	38.00	5.73%
临时配套区二期		64,066.70	43.24	6.70	100%
8#地块	货运堆场	44,300.00	29.90	6.70	100%
10#地块		87,600.00	59.10	6.70	100%
合计		210,174.86	242.11	--	--

资料来源：公司提供

由于征地拆迁政策面临调整，园区内拆迁安置等前期工作难度加大，保障房建设工作停滞

保障房开发建设由公司本部负责建设运营，安置房建设用地由物流园管委会统一划拨使用，被拆迁农民可获得物流园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。截至 2013 年末，公司共拆迁安置土主镇及回龙坝镇居民 1.38 万人。

由于拆迁工作面临较大阻力，2013 年公司回龙坝安置区的保障房建设工作基本停滞，原计划投资

13.10 亿元，实际仅完成投资 5.70 亿元。公司计划将在 2015 年启动保障房建设项目及剩余安置工作，目前选址工作正在进行。

表 6：截至 2013 年末公司保障房项目建设情况

项目名称	总投资额	2012 年已完成投资 ¹	2013 年计划投资	2013 年实际投资
回龙坝安置区 (1#地块)	2.83	2.45	0.00	0.00
回龙坝安置区 (3#地块)	4.34	0.03	0.00	0.00
回龙坝安置区 (4#地块)	2.76	0.00	0.00	0.00
物流园公租房	15.00	1.10	2.60	0.62
土主经适房	8.18	3.10	4.00	5.08
回龙坝经适房	10.01	0.70	6.50	0.00
总计	43.12	7.38	13.10	5.70

资料来源：公司提供

总体来看，重庆西部物流园区土地一级开发、基础设施建设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近期内保障房业务板块的缺失将对公司盈利能力及收入水平造成较大影响。

资金平衡计划

从公司的投资计划可以看出，未来三年所需资金量较大且持续递增。2014~2016 年公司计划年投资额分别为 36.90 亿元、42.70 亿元和 43.78 亿元，主要为拆迁、还本付息和基础设施建设支出。2014~2016 年，公司融资需求分别达到 12.00 亿元、10.00 亿元和 8.00 亿元，融资途径仍以银行贷款为主，公司近期面临较大融资压力。

根据测算，随着园区开发的日渐成熟，园区入驻企业的逐渐增多，园区税收返还规模将逐渐增加。此外园区配套区以及公司土地增值空间较大。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、公司通过银行贷款及税收返还获取稳定资金来源的可持续性受政策及财政实力变化的影响；3、由于征地拆迁补偿办法的调整，其涉及到公司的保障房相关业务面临一定政策性风险；上述因素均给企业的资金平衡带来一定的不确定性。

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公司在园区建设过程中资金平衡能力面临的风险。

¹ 该投资额中包含了与保障房建设相关的土地整理的投入

表 7：公司 2014~2016 年资金平衡预测表（万元）

收支项目	2014	2015	2016	合计
上期现金结余	83,953	16,107	119,635	--
收入				
土地出让收入	102,294	226,262	125,471	454,027
税、规费返还收入	77,888	116,831	175,247	369,966
保障房收入	0.00	85,918	0.00	85,918
租赁收入	1,000	1,500	2,000	4,500
融资	120,000	100,000	80,000	300,000
收入合计	385,135	546,618	502,353	1,434,106
支出				
拆迁费用（含税费）	180,000	210,000	210,000	600,000
基础建设及产业投资	42,567	63,851	76,621	183,039
园区管理费用	2,500	3,000	3,500	9,000
项目回购	17,153	34,306	37,737	89,196
还本付息	126,808	115,825	109,938	352,571
支出合计	369,028	426,982	437,796	1,233,806
现金结余	16,107	119,635	64,557	--

资料来源：公司提供

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 2011~2013 年财务报告。

资本结构

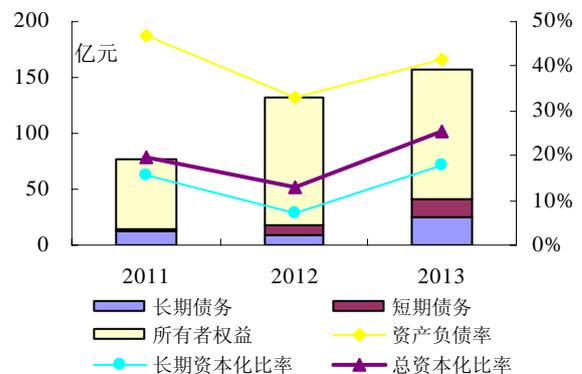
公司作为物流园区基础设施投融资主体，自成立以来，承担了土地整治和基础设施建设任务。随着公司承建项目的增多，资产规模不断扩大。2011~2013 年末，公司总资产分别为 115.71 亿元、172.42 亿元和 200.71 亿元，复合增长率 20.15%。2013 年末，公司流动资产大幅增加，其在总资产中占比由 2012 年末的 6.64% 快速上升至 2013 年末的 64.28%，主要由于无形资产中价值为 104.32 亿元的土地资产被调整至存货。

流动资产方面，流动资产中存货占比最大，之后依次为货币资金和其他应收款。2013 年末，由于会计师事务所对公司土地资产的调整，存货由 2012 年末的 4.02 亿元快速增加到 110.33 亿元，存货主要由土地资产构成，土地资产占比为 94.56%，其余为保障房的开发成本及材料。除去对土地资产调整记账科目的影响来看，公司流动资产增加的主要原因是货币资金的增加，2013 年公司货币资金较 2012 年增加了 7.12 亿元。2013 年末，公司其他应收款为 8.83 亿元，前三名客户依次为沙坪坝区财政局、重庆建盈佳鑫投资中心和重庆中集物流有限公司，

以上三名应收对象的应收金额在其他应收款中占比依次为 76.31%、20.98% 和 1.50%，其中重庆建盈佳鑫投资中心为 2011 年子公司物流园资管面向社会募集资金用于投资建盈保障房基金所成立的公司，截至 2013 年末，资产管理公司对以上产品已投资 1.82 亿元。除重庆建盈佳鑫投资中心外，公司的其他应收款项的账龄基本在 1 年以内，坏账风险较小。

公司非流动资产主要是其他长期资产，截至 2013 年末，公司的其他长期资产为 70.46 亿元，占总资产的 35.11%，较上年末增长了 15.07 亿元。公司的其他长期资产主要是由未完成开发的土地资产及部分园区内的基础设施构成。

图 5：2011~2013 年公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告

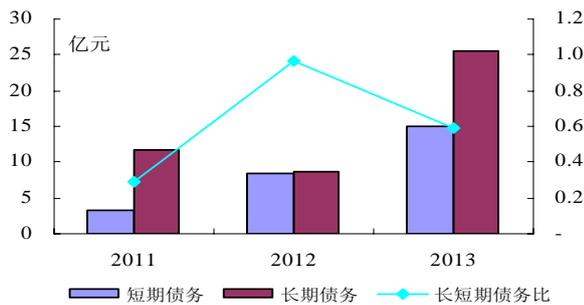
负债方面，截至 2013 年末，公司总负债为 83.31 亿元，由于非流动负债的大幅上升，公司由 2012 年以流动负债为主的负债结构转变为以非流动负

债为主。公司非流动负债的上升主要为公司于 2013 年发行的 15 亿企业债所致，同时公司借入的银行贷款及政府拨付的园区专项建设资金分别有所增加。2013 年末，非流动负债由 2012 年末的 19.70 亿元增至 42.75 亿元，同比上涨 116.96%。

截至 2013 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 117.39 亿元，较上年小幅增加，系因股东 2013 年以货币资金增资 1 亿元，以及净利润增加所致。

随着资产规模的持续增长，公司债务规模于 2013 年快速增加，2011~2013 年末总债务分别为 14.97 亿元、17.13 亿元和 40.46 亿元。公司债务以长期债务为主，2011~2013 年长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.29 倍、0.96 倍和 0.59 倍。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 2013 年长期借款转入一年内到期长期负债的金额较多，公司短期偿债压力增大。2012 年土地等资产的无偿注入对公司资产负债率水平起到了较好的缓冲作用，2011~2013 年末分别为 46.66%、33.15% 和 41.51%。“十二五”期间，在规划项目建设投资的推动下，公司资产负债率呈上升趋势。

图 6：2011~2013 年公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告

表 8：2011~2013 年公司营业总收入构成（亿元）

项目	2011			2012			2013		
	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)
保障房收入	3.92	79.40%	10.21%	2.00	84.70%	9.60%	--	--	--
管理费收入	0.99	20.08%	100.00%	0.34	14.34%	100.00%	1.09	97.63%	100.00%
租赁、服务费收入	0.03	0.53%	-1.78%	0.02	0.96%	-17.78%	0.03	2.37%	-66.80%
合计	4.94	100.00%	28.17%	2.36	100.00%	22.30%	1.12	100.00%	96.05%

资料来源：公司审计报告

期间费用方面，2011~2013 年公司三费合计分

总的来看，公司资产增长主要依赖于近年来区政府无偿划拨予公司的土地资产，随着园区内土地整治工作的推进，计入公司的土地及配套设施将持续增加。此外，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。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

2011~2013 年，公司主营业务收入分别为 4.94 亿元、2.36 亿元和 1.12 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。公司在完成回龙坝安置区等保障房项目后，由于拆迁工作面临较大阻力，2013 年公司未取得保障房业务收入，导致营业收入明显下降。保障房业务的减少使得土地整治收入成为公司的主要收入来源，2011~2013 年，公司土地整治业务管理费收入分别为 0.99 亿元、0.34 亿元和 1.09 亿元。2012 年，受国家房地产调控政策影响，物流园管委会土地出让速度有所放缓，公司管理费收入也相应受到影响，2013 年土地整治产生的管理费收入有所回升，并成为公司营业收入的最重要来源。

别为 0.30 亿元、0.17 亿元和 0.28 亿元，由于保障

房业务的停滞，2013 年公司营业收入大幅减少，三费收入占比逐年升高，分别为 6.16%、7.32% 和 25.46%。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。公司对期间费用控制较好，但由于公司主要利润来源之一的保障房业务板块的减少，公司收入规模明显下降，三费收入占比于 2013 年大幅上升。

表 9：2011~2013 年公司期间费用分析

	2011	2012	2013
销售费用(亿元)	--	--	--
管理费用(亿元)	0.31	0.17	0.29
财务费用(亿元)	0.00	0.00	0.00
三费合计(亿元)	0.30	0.17	0.28
营业总收入(亿元)	4.94	2.36	1.12
三费收入占比(%)	6.16%	7.32%	25.46%

注：由于利息支出被资本化，2011~2013 年的财务费用主要由利息收入构成，体现为负数。

资料来源：公司审计报告

从利润构成来看，公司利润总额主要由经营性业务利润和补贴收入两项构成。2011~2013 年补贴收入分别为 0.85 亿元、0.98 亿元和 1.19 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的基建、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入驻企业的增长，补贴收入规模将有较大上升空间。

现金流及偿债能力

2013 年，公司经营活动现金流入来源于区政府返还的土地出让收益以及税收返还，2011~2013 年，公司经营活动净现金流分别为 1.09 亿元、1.87 亿元和 -2.29 亿元，2013 年公司支付企业往来款增多，同时政府支付管理费收入的滞后，导致经营活动净现金流为负。2011~2013 年，公司投资活动净现金流分别为 -4.49 亿元、-2.59 亿元和 -12.48 亿元，主要是支付征地拆迁费用较大所致。2011~2013 年，公司筹资活动净现金流分别为 3.44 亿元、-0.56 亿元和 17.64 亿元，保障了项目建设的资金需求。

表 10：2011~2013 年公司现金流分析(亿元)

	2011	2012	2013
经营现金流入	4.74	10.96	8.77
经营现金流出	3.65	9.09	11.06
经营活动净现金流	1.09	1.87	-2.29
投资现金流入	4.30	0.00	0.00
投资现金流出	8.79	2.59	12.48
投资活动净现金流	-4.49	-2.59	-12.48
筹资现金流入	6.45	4.43	28.59
其中：吸收投资	0.00	0.24	1.00
借款	4.62	4.19	27.59
筹资现金流出	3.01	4.99	10.96
其中：偿还债务	2.20	3.49	8.25
筹资活动净现金流	3.44	-0.56	17.64
现金及等价物净增加	0.04	-1.28	2.86

资料来源：公司审计报告

近年来，随着总资产的不断扩大，公司债务规模也持续增长。2011~2013 年末公司总债务余额分别为 14.97 亿元、17.13 亿元和 40.46 亿元。从偿债指标来看，2013 年公司 EBITDA 随公司利润总额的增长而实现增长，由 2012 年的 1.25 亿元增至 1.99 亿元，因此 EBITDA 利息保障系数升至 1.01 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力有所增强。但由于同期总债务的大幅增长，EBITDA 对总债务的覆盖能力大幅下降。

表 11：2011~2013 年公司偿债能力分析

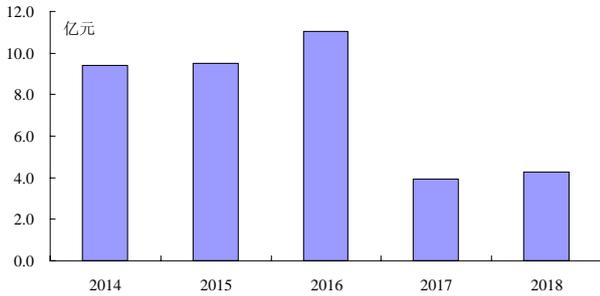
	2011	2012	2013
总债务(亿元)	14.97	17.13	40.46
EBITDA(亿元)	1.67	1.25	1.99
经营活动净现金流(亿元)	1.09	1.87	-2.29
资本化比率(%)	19.52	12.94	25.63
总债务/EBITDA(X)	8.97	13.69	20.37
EBITDA 利息保障系数(X)	2.06	0.83	1.01
总债务/经营活动净现金流(X)	13.77	9.16	-17.68
经营活动净现金流利息保障系数(X)	1.34	1.25	-1.16

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年末，公司总债务 40.46 亿元，其中长期债务 25.45 亿元。从公司债务的到期分布来看，公司近三年来债务压力将维持在高位，2014~2016 年公司的到期债务均在 10 亿元左右，公司面临较大的偿债压力。公司将依靠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。

图 7：截至 2013 年底公司债务到期情况



资料来源：公司提供

截至 2013 年末，公司无对外担保。

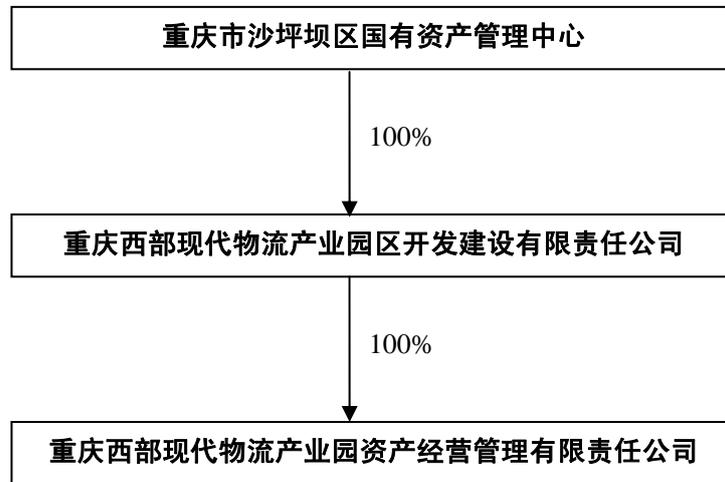
受限资产方面，截至 2013 年末，公司有账面价值为 35.36 亿元的资产用于抵押贷款，所抵押资产为 2,219 亩的储备用地。

截至 2013 年末，公司授信总额为 32.9 亿元，未使用额度为 2.55 亿元。

结 论

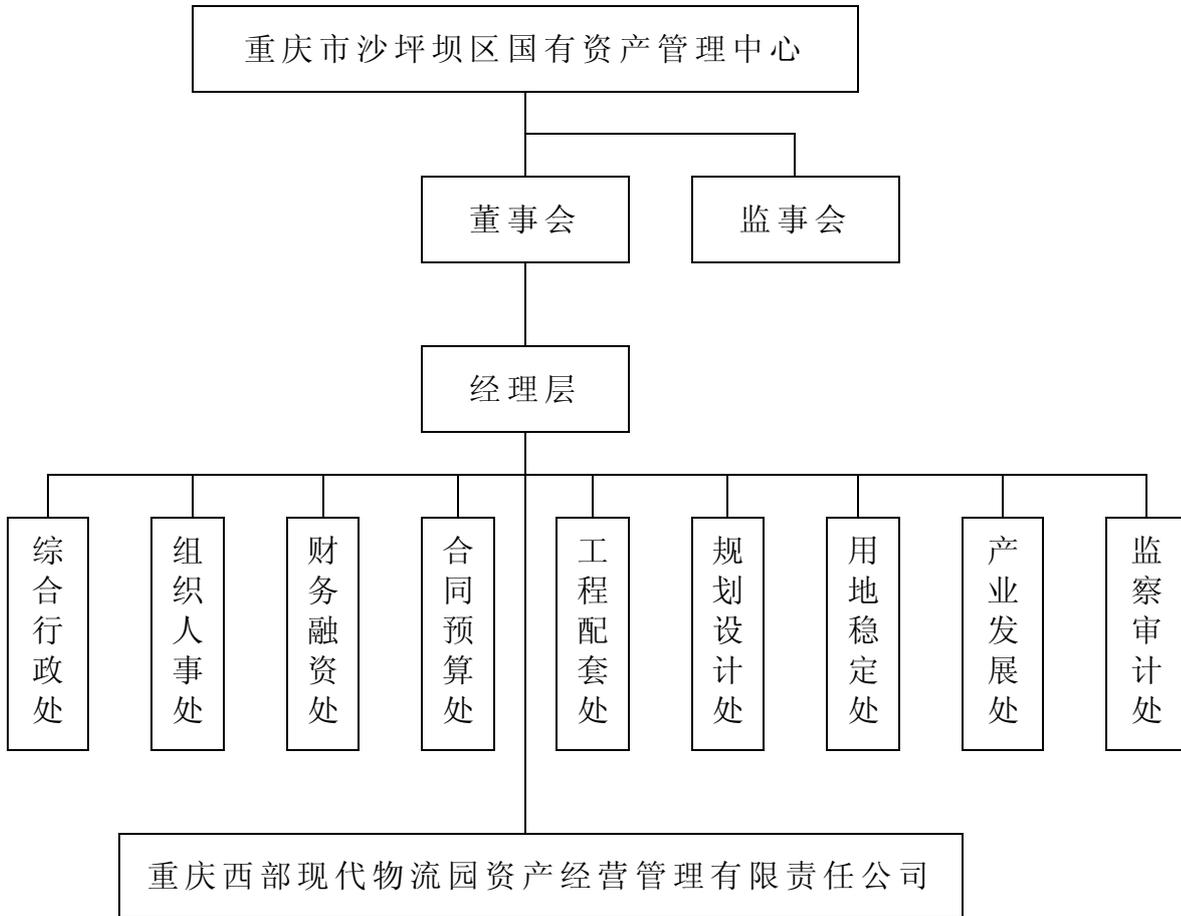
综上，中诚信国际维持物流园开发公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“13 渝西物流债/13 渝物流”信用等级为 AA。

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 2013 年末）



资料来源：公司提供

附二：重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司组织结构图（截至 2013 年末）



资料来源：公司提供

附三：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)	2011	2012	2013
货币资金	35,134.01	25,473.26	96,644.03
短期投资	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	350.59	0.00	0.79
存货净额	14,614.05	40,243.69	1,103,252.33
其他应收款	58,046.75	46,100.53	88,384.87
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	12,843.62	12,358.61	11,950.18
总资产	1,157,146.78	1,724,189.70	2,007,065.25
其他应付款	228,092.72	208,068.89	215,143.41
短期债务	33,490.91	84,014.04	150,064.87
长期债务	116,202.00	87,300.00	254,496.81
总债务	149,692.91	171,314.04	404,561.68
净债务	114,558.90	145,840.79	307,917.65
总负债	539,947.89	571,585.31	833,119.45
财务性利息支出	0.00	0.83	0.00
资本化利息支出	8,098.48	15,008.80	19,746.38
所有者权益(含少数股东权益)	617,198.89	1,152,604.39	1,173,945.80
主营业务收入	49,388.15	23,574.67	11,163.60
主营业务利润	11,125.54	3,894.64	10,022.68
投资收益	0.00	0.00	0.00
EBIT	16,466.18	12,009.20	19,391.68
EBITDA	16,694.00	12,510.61	19,856.18
经营活动产生现金净流量	10,874.35	18,705.54	-22,884.87
投资活动产生现金净流量	-44,884.37	-25,908.46	-124,848.00
筹资活动产生现金净流量	34,445.52	-5,566.38	176,354.06
现金及现金等价物净增加额	435.49	-12,769.31	28,621.19
资本支出	69,626.94	25,908.47	124,848.00
财务指标	2011	2012	2013
主营业务毛利率(%)	28.17	22.30	96.05
三费收入比(%)	6.16	7.32	25.46
EBITDA/主营业务收入(%)	33.80	53.07	177.87
总资产收益率(%)	1.73	0.83	1.04
流动比率(X)	0.28	0.31	3.18
速动比率(X)	0.24	0.20	0.46
存货周转率(X)	2.91	0.67	0.00
应收账款周转率(X)	--	--	--
资产负债率(%)	46.66	33.15	41.51
总资本化比率(%)	19.52	12.94	25.63
短期债务/总债务(%)	22.37	49.04	37.09
经营活动净现金/总债务(X)	0.07	0.11	-0.06
经营活动净现金/短期债务(X)	0.32	0.22	-0.15
经营活动净现金/利息支出(X)	1.34	1.25	-1.16
总债务/EBITDA(X)	8.97	13.69	20.37
EBITDA/短期债务(X)	0.50	0.15	0.13
EBITDA 利息倍数(X)	2.06	0.83	1.01

注：2011~2013年三年连审财务报告按照旧会计准则编制。

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

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：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。