

## 重庆市永川区惠通建设发展有限公司：

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与评估的基础上，我公司对贵公司“11永川惠通债”、“12渝惠通债”和“14渝惠通债”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，评级展望为稳定，维持“11永川惠通债”AA+的债项信用等级，维持“12渝惠通债”和“14渝惠通债”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

二零一四年六月三十日

## 重庆市永川区惠通建设发展有限公司 2014 年跟踪评级报告

受评主体 重庆市永川区惠通建设发展有限公司  
 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)	债券存续期	本次债项信用等级	上次债项信用等级
11 永川惠通债	10	2011/03/14 ~2018/03/14	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
12 渝惠通债	12	2012/10/16 ~2019/10/16	AA	AA
14 渝惠通债	18	2014/5/30 ~2021/5/30	AA	AA

注：“11 永川惠通债”采用土地抵押担保方式增信

### 概况数据

惠通公司 (合并口径)	2011	2012	2013
总资产 (亿元)	124.75	191.48	202.06
所有者权益 (亿元)	84.52	129.85	132.38
总负债 (亿元)	40.23	61.63	69.69
总债务 (亿元)	34.92	52.21	57.13
营业总收入 (亿元)	15.59	28.23	11.82
EBIT (亿元)	4.92	7.16	3.30
EBITDA (亿元)	5.17	7.43	3.53
经营活动净现金流 (亿元)	5.45	7.74	5.84
营业毛利率 (%)	32.16	29.81	34.28
EBITDA/营业总收入 (%)	33.19	26.32	29.91
总资产收益率 (%)	4.33	4.53	1.68
资产负债率 (%)	32.25	32.19	34.49
总资本化比率 (%)	29.24	27.71	30.15
总债务/EBITDA (X)	6.75	6.70	16.16
EBITDA 利息倍数 (X)	2.19	2.59	0.87

注：2011~2013 年财务报告执行新会计准则。

### 分析师

项目负责人：母 健 [jmu@ccxi.com.cn](mailto:jmu@ccxi.com.cn)  
 项目组成员：董 旷 [kdong@ccxi.com.cn](mailto:kdong@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877  
 传真：(010)66426100

2014 年 6 月 30 日

### 基本观点

中诚信国际维持重庆市永川区惠通建设发展有限公司（以下简称“惠通公司”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“11 永川惠通债”的信用等级为 AA<sup>+</sup>、“12 渝惠通债”的信用等级为 AA 以及“14 渝惠通债”的信用等级为 AA。

中诚信国际肯定了永川区良好的经济发展潜力，独立的财政对新城建设提供的财力保障，充足的土地储备以及对债务较强的保障措施；同时中诚信国际也关注到土地收入下降和短期债务增加较快对公司未来整体信用状况的影响。

### 优势

- 永川区具备良好的经济发展潜力。永川区是重庆市规划建设的区域性中心城市之一，按照“百平方公里、百万人口”的发展目标，将永川区建成重庆市主城区重要的卫星城市。2013 年，永川区地区生产总值 432.4 亿元，公共预算收入 32.25 亿元，均保持增长。
- 永川新城财政独立，为新城建设提供财力保障。重庆市永川区新城建设管理委员会是永川区政府派出机构，得到永川区政府在土地出让金返还等方面的支持，为公司利用土地出让金返还进行项目建设提供了保障。
- 公司拥有的土地充足。截至 2013 年末，公司拥有土地使用权 6,686.89 亩，充足的土地储备为公司获取土地出让收益创造了有利条件。
- 很强的偿债保障措施。公司以 2 宗国有土地使用权抵押对“11 永川惠通债”提供担保，按照 2013 年 7 月 1 日出具的评估报告，上述两宗土地的评估价值合计为 11.68 亿元，对债券还本付息起到很强的保障作用。

### 关注

- 公司收入下降。2013 年公司营业总收入为 11.82 亿元，较上年有所下降，中诚信国际将关注公司收入波动风险。
- 短期债务增速较快。公司 2013 年短期债务为 13.47 亿元，较上年增幅显著，债务到期偿付压力较大。

## 跟踪评级原因

根据跟踪评级安排，在对重庆市永川区惠通建设发展有限公司近期经营状况进行综合分析的基础上，中诚信国际对公司存续的“11 永川惠通债”、“12 渝惠通债”和“14 渝惠通债”进行 2014 年的定期跟踪评级。

## 募集资金项目进展

“11 永川惠通债”募集资金 10 亿元，全部用于永川新城 6.27 平方公里东部拓展区城市基础设施

施建设项目。

“12 渝惠通债”募集资金 12 亿元，其中 2.7 亿元用于永川区新城公租房工程、0.9 亿元用于永川新城廉租住房二期工程、6.8 亿元用于永川区孙家口片区公租房工程、1.60 亿元用于永川新城 6.27 平方公里东部拓展区城市基础设施建设项目。截至 2013 末，以上项目进展如下：

表 1：募集资金项目进展（亿元）

项目名称	预计完工时间	实际投资情况		项目进展情况
		已投资	使用募集资金	
重庆永川新城 6.27 平方公里东部拓展区城市基础设施项目	2013/12	43.46	10	项目进入收尾阶段
永川区新城公租房工程	2014/02	4.6	2.7	项目周边市政道路已建成，主体结构、室内外装饰已完成，目前正在进行环境绿化工程
永川新城廉租住房二期工程	2013/12	1.5	0.9	场地平整全部完工，主体结构已完成
永川区孙家口片区公租房工程	2013/12	11.5	6.8	项目场地平整已完成，准备进行施工阶段
重庆永川新城 6.27 平方公里东部拓展区城市基础设施项目	2013/12	43.46	1.6	项目进入收尾阶段

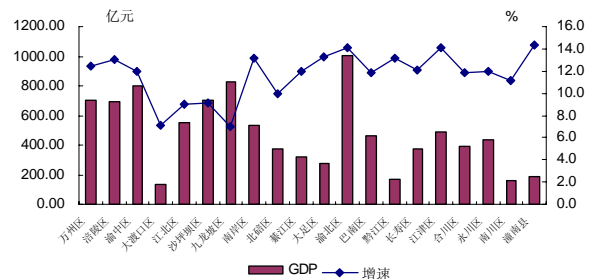
资料来源：惠通公司

## 近期关注

**永川区作为重庆市规划建设的区域性中心城市，得到重庆市政府在转移支付、专项补助等方面的扶持，其经济、财政实力保持平稳增长**

根据重庆市委、市政府《关于加快江津、合川、永川经济社会发展的决定》（渝委发[2011]24 号），永川区是重庆市规划建设的区域性中心城市之一，按照“百平方公里、百万人口”的发展目标，将永川区建成主城重要的卫星城市、渝西地区重要的经济中心、全市重要的产业基地、成渝经济区战略支点和城乡一体化发展示范区。2013 年，永川区地区生产总值 432.4 亿元，同比增长 12.0%。分产业看，第一产业增加值 42.4 亿元，同比增长 5.1%；第二产业增加值 238.2 亿元，同比增长 14.6%；第三产业增加值 151.8 亿元，同比增长 10.0%。

图 1：2013 年重庆市一小时经济圈区县 GDP 及其增速



资料来源：重庆市统计局

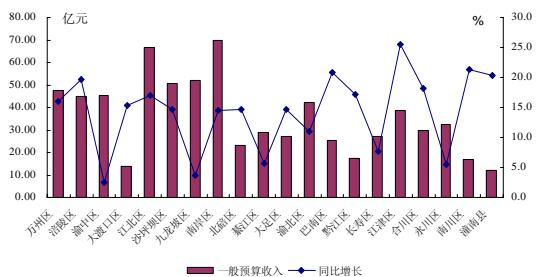
在“工业强区”的指导思想下，永川区继续贯彻落实“一区三园”的发展格局，在凤凰湖工业园重点打造电子信息、机械制造、材料工业等三大产业；在港桥工业园发展精细化工、有色金属加工、轻工建材等三大产业；三教工业园重点发展中轻型铸锻及加工产业。

2013 年永川区实现工业总产值 779.7 亿元，比上年增长 20.5%。凤凰湖、港桥、三教三个工业园区规上工业企业实现工业产值 463.8 亿元，占全区规模以上工业总产值的 70.0%，工业园区规模以上工业总产值比上年增长 25.4%。其中，凤凰湖工业

园 328.1 亿元，比上年增长 24.3%；三教工业园 80.2 亿元，比上年增长 26.1%；港桥工业园 55.5 亿元，比上年增长 31.1%。

从财政收入来看，2011~2013 年，永川区地方财政收入分别为 75.2 亿元、76.0 亿元和 54.1 亿元，2013 年财政收入较上年有比较明显的减少；其中，公共预算收入分别为 29.11 亿元、30.6 亿元和 32.25 亿元，年复合增长率 5.25%。与重庆市一小时经济圈其他区（县）相比，永川区财政收入总量和增速都在中游水平。

图 2：2013 年重庆市一小时经济圈各区县一般预算收入及其增长



资料来源：重庆市财政局

财政支出方面，2011~2013 年，永川区公共预算支出分别为 50.89 亿元、56.91 亿元和 60.56 亿元，公共预算平衡率（公共预算收入/公共预算支出）分别为 57.20%、53.78%和 53.27%。可以看出，永川区作为重庆市规划建设的区域性中心城市之一，得到了重庆市政府在转移支付和专项补助等方面的大力支持，一系列的财税扶持政策保障了永川区各项事业发展。

表 2：2011~2013 年永川区财政收支情况

	2011	2012	2013
公共预算收入 (亿元)	29.11	30.6	32.25
同比增长 (%)	43.6	5.0	5.42
公共预算支出 (亿元)	50.89	56.9	60.56
同比增长 (%)	28.1	11.8	6.43

资料来源：永川区财政局

### 永川新城建设持续推进，永川区政府赋予新城建管委相对独立的财权，为新城建设提供了有力支持

永川新城位于永川区主城区东侧，规划面积 20.80 平方公里，分为三个部分，一是 5.80 平方公里的中央片区，二是以兴龙湖为核心、兴龙大道东

侧 6.27 平方公里的东部拓展区，三是高速公路以北、箕山东南 8.73 平方公里的北部拓展区。永川新城是永川区城市建设“东扩南拓”的战略中心，也是永川区建设区域性中心城市的重要载体。

2013 年，永川新城建设稳步推进。其中基础设施建设方面，共建成市政道路 3.5 公里，投资 3.2 亿元；西部声谷支路、古城片区一期市政道路、兴龙湖一、二支路工程全面完成。高铁片区一期道路一标段完工，二标段已完成 50%。重点项目建设方面，投资 2.4 亿元，建成了永川中学新校区一期工程并交付使用，投资 1.8 亿元，推动重庆文理学院（新区）体育馆建设，建成了观音山公园二期、文曲广场三期工程；检验检疫大楼基本建成；服务外包楼 B 区（产业楼）全面完成，产业大厦已复工建设，产业硬件配套到位；电力生产调度综合楼工程主体完工；司法综合大楼主体工程完成，行政中心基本建成。城市综合体建设方面，3 年内将开发 40 万平方米的城市综合体，其中建筑面积 20 万平方米的海亮国际广场已动工建设，中国移动永川分公司、重庆农村商业银行已经入驻金融一条街，崇尚百货、梅西百货、新世纪超市、重百电器等商家运营效益明显提升。

重庆市永川区新城建设管理委员会（以下简称“新城建管委”）是永川区政府派出机构，负责编制新城总体规划、区内招商引资、土地出让、市政基础设施建设等。根据永川区政府《关于永川新城建设管理委员会财政扶持政策的通知》（永川府[2007]68 号），新城建管委作为一级预算单位进行管理，按照全区统一要求编制预算和编报决算，对其财政扶持政策如下：

- 1、新城建管委实现的税收收入永川区分享部分，在剔除教育附加和原开发区 2006 年度上解基数后，2007 年返还 50%，2008 年返还 40%，2009 年及以后每年返还 30%；
- 2、新城建管委征收的土地出让收入，按上级规定提取相关规费后，成本和土地增值收益全部返还，其它土地出让金按 70% 返还；
- 3、新城建管委征收的行政事业性收费、国有资产处置收入和其他基金收入永川区分成部分（除

排污费外)，全部安排给新城建管委。

2013年，永川新城管委会实现财政收入19.38亿元，其中税收收入6.46亿元，非税收入1.94亿元，土地出让收入10.98亿元。2013年受宏观经济波动的影响，永川新城管委会的财政收入减少，未来新区财政情况还需依赖整体经济增速的恢复。

总体上，新城建管委具有相对独立的财权，且新城建立时间较短，历史负担较轻，为新城建设提供了财力保障。但中诚信国际也注意到，新城建管委可支配财力中，土地出让金返还的占比较大，易受宏观经济环境和房地产行业政策影响。

### 随着永川新城建设的持续推进，公司整治土地的出让单价不断提高，公司持有的充足的土地储备将为其土地整治业务提供必要的资金支持

公司是重庆市永川区国有资产管理局出资设立的国有独资公司，也是永川新城唯一的建设项目业主。公司承担永川新城内土地整治、基础设施建设等任务。

结合永川新城的发展战略规划，新城建管委陆续将土地注入到公司，由公司进行土地整治。2011~2013年，公司分别投资3.57亿元、6.34亿元和10.86亿元进行土地整治，包括土地征用、房屋拆迁安置补偿等。

按照永川新城建管委和永川区政府的统一部署，公司将其整治的土地交由重庆市永川区国土资源和房屋管理局（以下简称“永川区国土局”）出让，土地出让综合价金以弥补公司在土地整治、基础设施建设、保障房开发等方面的投入。2011~2013年，公司分别安排2,358.25亩、3,069.09亩和832.1亩土地上市，分别取得土地出让综合价金15.57亿元、28.20亿元和11.80亿元。2013年土地出让面积和综合价金较上年减少，但每亩单价较上年有所增加。随着永川新城建设的持续推进，城市环境日益提高、配套设施日益完善，土地出让单价还有提高空间。

**表3：2011~2013年公司土地整治业务运营情况**

	2011	2012	2013
土地整治面积（亩）	991.45	1,626.57	535.98

土地整治支出（万元）	35,692.20	63,436.37	108,606.7
土地出让面积（亩）	2,358.25	3,069.09	832.1
土地出让综合价金（万元）	155,712.16	282,024.20	117,961.9
土地出让单价（万元/亩）	66.03	91.89	141.76

资料来源：惠通公司

截至2013年末，公司拥有土地6,686.89亩。公司将根据其土地整治投资的需要，有节奏地安排土地上市。可以看出，公司通过一段时间的土地整治，获得了充足的土地，且随着永川新城建设的深入，公司拥有的土地具备一定的增值潜力，能够为其土地整治业务提供必要的资金支持。但中诚信国际也注意到，在宏观经济形势和土地政策不明朗的背景下，公司土地出让可能受到影响。

### 公司还承担着永川新城基础设施建设的任务，在建项目均顺利推进

除土地整治外，公司还承担着城市基础设施建设的任务，包括道路工程、河道改造、市政基础设施工程、公园以及少量的公共建筑等。

根据新城建管委《关于进一步明确重庆市永川区惠通建设发展有限公司城市基础设施建设资金来源的通知》（永新城[2007]33号），新城建管委将按照现行财政体制与永川区国有土地使用权出让收入财力结算办法，将由区政府补助给新城建管委的土地出让金、城市建设配套费和其他收入全部补助给惠通公司用于城市基础设施建设。

目前，公司承担的基础设施建设项目主要集中在永川新城东部拓展区内。永川新城6.27平方公里东部拓展区城市基础设施建设项目包括两部分：土地平整和工程建设，具体内容有：土地平整、道路工程建设、城市河道改造、兴龙湖商务区基础设施工程、市政基础设施建设等，总投资43.46亿元。

2013年，公司主要在建项目18个，总投资45.88亿元。这些在建工程包括河道整治、城市景观和公园建设以及其他城市配套设施建设。这些工程完工后将进一步完善城市功能、提升居住品质。

**表4：截至2013年末公司主要在建项目情况**

项目名称	总投资（亿元）	累计投资（亿元）	预计完工时间
兴龙湖项目	2.35	11.63	2015
匝道口迁建	2.00	2.03	2015
道路工程	6.90	6.62	2017
文曲广场	4.30	1.25	2017

观音山公园	1.24	7.27	2017
探花公园	0.80	1.35	2017
高铁站	2.96	0.14	2016
安置房	7.30	8.20	2017
产业大厦	1.50	0.76	2017
永川中学	5.00	7.27	2016
外包楼		0.78	2015
外包楼 B	5.60	0.15	2016
兴龙湖小学	0.60	0.01	2017
廉租房二期	1.50	0.71	2015
检疫检验大楼		0.27	2015
永川供电局生 产调度综合楼	1.00	0.11	2015
兰成渝搬迁	1.50	0.97	2015
河道整治	1.33	0.01	2016

注：部分项目实际投资额超出项目批复的投资概算，外包楼和外包楼 B 两个项目合计投资 5.6 亿元。

资料来源：惠通公司

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经北京兴华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《重庆市永川区惠通建设发展有限公司 2011~2013 年度财务报表审计报告》。

根据重庆市永川区人民政府下发的永川府[2012]27 号文件以及根据重庆市永川区国有资产管理局关于进一步整合区城市建设投资集团公司有关事宜的请示（永国资[2012]55 号），重庆市永川区城市建设投资有限公司出资人变更为重庆市永川区惠通建设发展有限公司。截至 2013 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共四家，分别是重庆市永川区城市建设投资有限公司、重庆永川外包园人力资源信息咨询有限公司、重庆市永川区惠贤旺物业管理有限公司和重庆市永川软件园开发有限公司。

### 在注入的土地资产的带动下，公司总资产进一步增加，但土地出让具有不确定性，公司资产变现能力一般

公司作为永川新城建设的投融资主体，承担永川新城内土地整治、基础设施建设等任务。2011~2013 年末，公司总资产分别为 124.75 亿元、191.48 亿元和 202.06 亿元，复合增长率 27.27%。2012 年，新城建管委向公司注入大量待开发的土地，加之土地评估单价较往年提高，公司总资产同比大幅增长 53.49%，2013 年公司资产规模继续保

持增加。

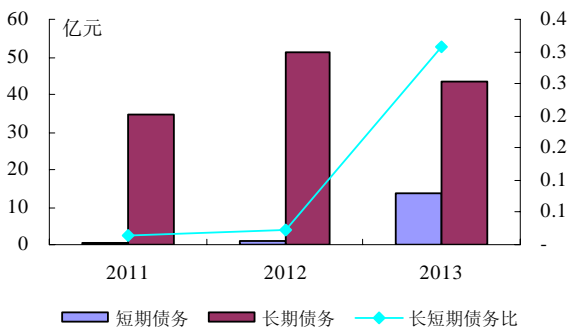
根据永川新城的发展战略规划，新城建管委向公司注入土地。公司对取得的土地进行整治，土地整治期间发生的各项费用由公司垫付，计入存货。2011~2013 年末，公司存货分别为 82.30 亿元、118.08 亿元和 122.23 亿元。公司将其整治的土地交由永川区国土局出让，取得土地出让综合价金之后，将相关费用从存货结转到营业成本。

除土地整治外，公司还承担了永川新城基础设施建设、保障房开发任务。以上项目的建设费用也由公司垫付，计入在建工程。公司通过土地整治、出让获得的土地出让金、城市建设配套费和其他收入以补偿其基础设施、保障房建设的投入。2011~2013 年末，公司在建工程分别为 28.67 亿元、53.88 亿元和 64.00 亿元。

负债方面，2011~2013 年末，公司总负债分别为 40.23 亿元、61.63 亿元和 69.69 亿元。从有息债务看，2011~2013 年末，公司总债务分别为 34.92 亿元、52.21 亿元和 57.13 亿元。公司主要的债务融资方式为银行贷款、发行债券和信托借款。公司以其拥有的土地使用权抵押取得银行贷款，截至 2013 年末，公司长期借款 9.95 亿元，全部是抵押借款。另外，2011 年 3 月和 2012 年 10 月，公司分别发行 10 亿元和 12 亿元企业债券，对银行贷款起到有效的补充。

从债务结构来看，截至 2013 年末，公司长期债务 43.66 亿元、短期债务 13.47 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）0.31 倍。以长期债务为主的债务结构符合公司土地整治、基础设施建设等业务前期投入较大、回收周期较长的特点，同时中诚信国际也关注一年内到期的非流动负债情况，2013 年公司短期债务增加较快，尤其是 2013 年增加的信托借款 5.5 亿元将于 2015 年分批到期，届时公司将面临偿还压力。

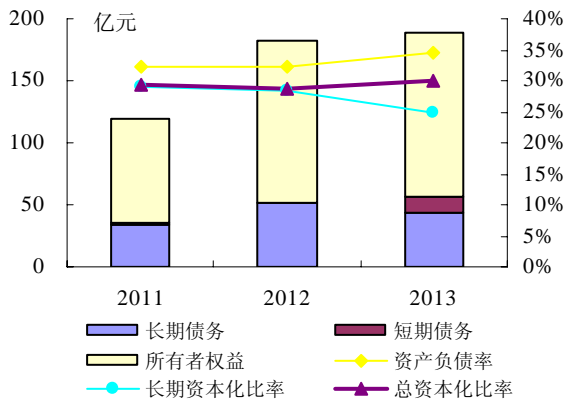
图 3：2011~2013 年公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告

总体上，新城建管委向公司注入土地不但为公司对外融资提供了有效的抵押资产，而且在一定程度上控制了公司资产负债水平。截至 2013 年末，公司资产负债率、总资本化比率分别为 34.49% 和 30.15%。但中诚信国际也注意到，公司资产以土地使用权为主，受宏观经济形势、土地政策等因素影响，土地出让具有不确定性，公司资产变现能力一般。

图 4：2011~2013 年公司资本结构分析



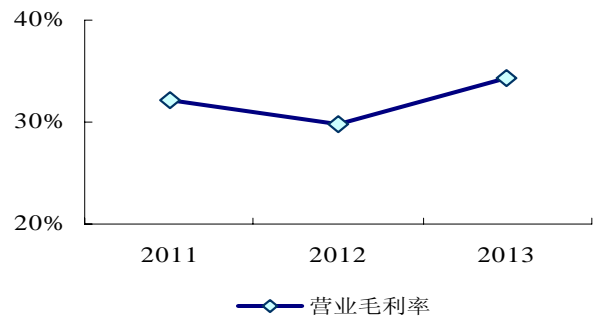
资料来源：公司财务报告

### 2013 年土地出让收入减少，收入来源较为单一，且易受宏观经济形势影响

公司是永川新城建设的投融资主体，投融资机制明确，即新城建管委向公司注入土地，公司通过土地出让实现土地整治、基础设施建设和保障房开发的资金平衡。因此，公司营业总收入主要体现为土地整治收入。2011~2013 年，公司营业总收入分别为 15.59 亿元、28.23 亿元和 11.82 亿元。公司收入下降的主要原因是土地出让减少。

公司在确认土地整治收入的同时结转相关费用。受土地整治费用、出让价格等因素影响，各个地块的整治收益存在较大差异，导致公司营业毛利率出现一定波动。2011~2013 年，公司营业毛利率分别为 32.16%、29.81% 和 34.28%。

图 5：2011~2013 年公司营业毛利率



资料来源：公司财务报告

期间费用方面，公司期间费用主要体现为财务费用，除费用化的利息外，公司还有一部分借款费用资本化，使得财务费用较上年降低。2013 年，公司三费合计 1.25 亿元，三费收入占比 10.54%。三费收入占比提高的主要原因是营业总收入较上年下降。

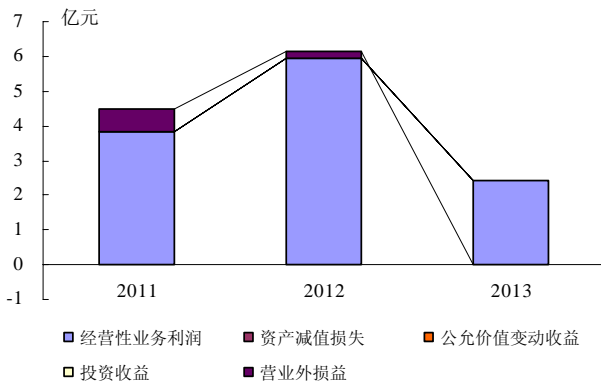
表 5：2011~2013 年公司期间费用分析

	2011	2012	2013
销售费用 (亿元)	0.00	0.00	0.00
管理费用 (亿元)	0.22	0.25	0.34
财务费用 (亿元)	0.44	1.28	0.91
三费合计 (亿元)	0.65	1.52	1.25
营业总收入 (亿元)	15.59	28.23	11.82
三费收入占比 (%)	4.20	5.39	10.54

资料来源：公司财务报告

2011~2013 年，公司经营性业务利润分别为 3.84 亿元、5.96 亿元和 2.41 亿元。除赋予公司土地整治的职能外，新城建管委对公司投资建设的基础设施、保障房项目予以财政补贴。2011 和 2012 年，公司获得的政府补助收入分别为 0.63 亿元和 0.01 亿元，2013 年公司未获得政府补助收入。

图 6：2011~2013 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体上，公司以土地整治、出让满足基础设施建设、保障房开发资金需要的运营机制较为完善。截至 2013 年末，公司拥有土地 6,686.89 亩。永川新城建设的持续推进将有效带动区域内土地增值，进一步保障了公司土地开发收益。但中诚信国际也注意到，公司收入来源较为单一，且土地出让收入受宏观经济形势、土地政策影响存在不确定性。

### 公司在土地整治、基础设施建设上的现金流出较大，受信贷政策影响，公司融资方式逐渐从间接融资为主转为直接融资为主

与公司营运有关的现金流出一方面是公司在土地征用、补偿、平整等方面的投入，体现为经营活动现金流出；另一方面是公司在基础设施建设、保障房开发等方面的投入，体现为投资活动现金流出。2011~2013 年，公司以上两项现金流出合计分别为 28.16 亿元、40.18 亿元和 19.12 亿元。公司主要通过土地出让来弥补其在土地整治、基础设施建设和保障房开发上的投入。2011~2013 年，公司经营现金流入分别为 18.30 亿元、31.27 亿元和 18.54 亿元。

可以看出，公司在永川新城建设上的现金流出大于其通过土地出让收回的现金，这部分缺口主要通过债务融资解决。2011~2013 年，公司筹资活动净现金流分别为 11.97 亿元、12.61 亿元和 -1.12 亿元。从筹资方式看，受融资平台信贷政策影响，公司新增贷款受到极大抑制，债务融资方式逐渐从间接融资转向直接融资。2013 年，公司借款收到的现金为 9.95 亿元，其中信托借款 5.5 亿元，银行借款

3.4 亿。2014 年，公司发行企业债 18 亿元。

公司土地业务运营模式从征地拆迁到配套设施建设到土地出让具有一定周期，因此，在永川新城建设的中前期，公司自由现金流持续为负。随着城市环境的提高、配套设施的完善，永川新城范围内的土地价值将进一步提高，公司的现金流将有所改善。

表 6：2011~2013 年公司现金流结构分析 (亿元)

	2011	2012	2013
经营活动现金流入	18.30	31.27	18.54
经营活动现金流出	12.85	23.53	12.69
经营活动净现金流	5.45	7.74	5.84
投资活动现金流入	0.00	0.28	0.00
投资活动现金流出	15.31	16.65	6.43
投资活动净现金流	-15.31	-16.37	-6.43
筹资活动现金流入	18.46	22.09	10.42
其中：吸收投资	0.00	0.00	0.47
借款	18.46	22.09	9.95
筹资活动现金流出	6.49	9.48	11.54
其中：偿还债务	4.68	6.68	7.07
筹资活动净现金流	11.97	12.61	-1.12
现金及现金等价物净增加	2.11	3.97	-1.70

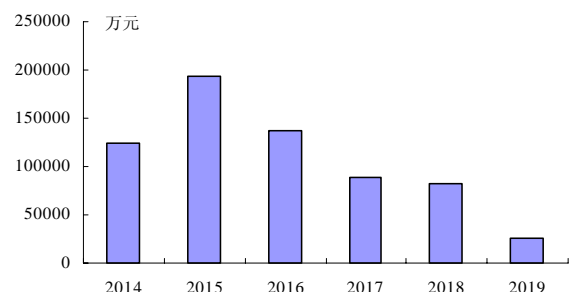
注：借款中包括信托借款、债券和银行借款

资料来源：公司财务报告

### 公司债务负担持续增加，但永川新城还在建设期，公司债务水平还将进一步上升

截至 2013 年末，公司总债务 57.13 亿元，其中长期债务 43.66 亿元、短期债务 13.47 亿元。从债务到期分布看，2015 年是公司长期债务到期高峰，到期的长期债务为 19.36 亿元。届时，公司将面临一定的偿债压力。

图 7：未来几年公司到期债务分布



资料来源：惠通公司

尽管公司土地整治收入较快增长，带动 EBITDA 从 2011 年的 5.17 亿元增加到 2012 年的 7.43 亿元，但永川新城建设还在投入期，公司债务



增长的速度快于 EBITDA 积累的速度。2013 年公司 EBITDA 为 3.53 亿元，主要是收入减少所致。2011~2013 年，公司总债务/EBITDA 分别为 6.75 倍、7.03 倍和 16.16 倍，债务负担快速增加。EBITDA 对当期利息的覆盖能力波动，2011~2013 年 EBITDA 利息保障系数分别为 2.19 倍、2.59 倍和 0.87 倍，2013 年 EBITDA 利息保障系数下降主要因为收入减少导致 EBITDA 下降。

表 7：2011~2013 年公司偿债能力分析

	2011	2012	2013
短期债务（亿元）	0.50	1.10	13.47
长期债务（亿元）	34.42	51.11	43.66
总债务（亿元）	34.92	52.21	57.13
净债务（亿元）	31.62	44.92	51.54
总债务/经营活动净现金流（X）	6.41	6.75	9.78
总债务/EBITDA（X）	6.75	7.03	16.16
EBITDA 利息保障系数（X）	2.19	2.59	0.87
经营活动净现金流利息保障系数（X）	2.31	2.70	1.45

资料来源：公司财务报告

对外担保方面，截至 2013 年末，公司对重庆市永南建筑工程有限责任公司提供担保，担保金额 0.8 亿元，担保期限 2013 年 2 月 6 日至 2014 年 2 月 5 日；中国银行永川支行对重庆市永南建筑工程有限责任公司公贷款 1 亿元，公司提供土地抵押担保，期限 2013 年 3 月 18 日至 2014 年 4 月 26 日。

银行授信方面，公司与金融机构保持着良好的合作关系，截至 2013 年末，公司拥有中国银行永川支行、中国建设银行永川支行等授信合计 48.2 亿元，已使用银行授信 41.80 亿元。中诚信国际也注意到，在监管机构严格控制融资平台新增贷款的背景下，公司间接融资受到一定影响。

## 偿债保障措施

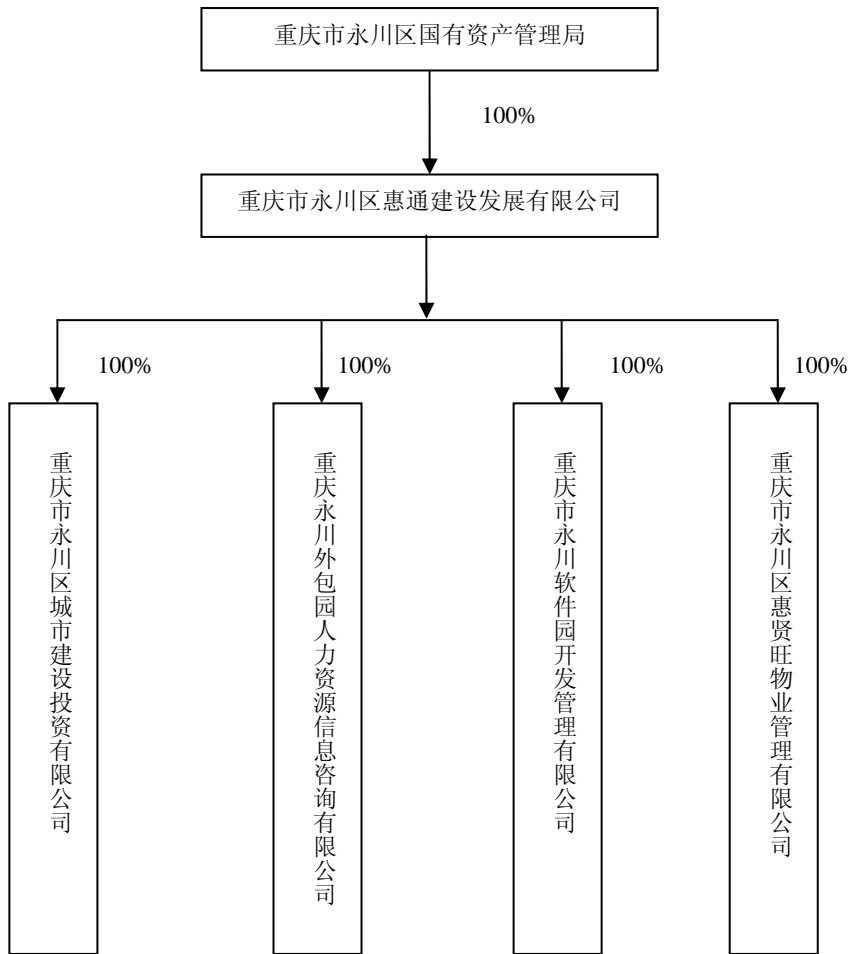
“11 永川惠通债”由公司以其合法拥有的 2 宗国有土地使用权作为抵押，以保障债券本息按照约定如期兑付。上述国有土地使用证编号分别为永川区房地证 2010 字第 GY02749 号和永川区房地证 2010 字第 GY02750 号。根据重庆谛威资产评估房地产土地估价有限公司 2013 年 7 月 1 日出具的咨询报告，上述两宗土地的估价分别为 51,239 万元和 65,513 万元，合计 116,752 万元，符合《抵押资产监管协议》和《土地使用权抵押协议》中约定的“在

本期债券存续期内，抵押资产的价值不得低于 10 亿元”。中诚信国际认为，公司以国有土地使用权抵押为“11 永川惠通债”提供担保，对债券还本付息起到很强的保障作用。

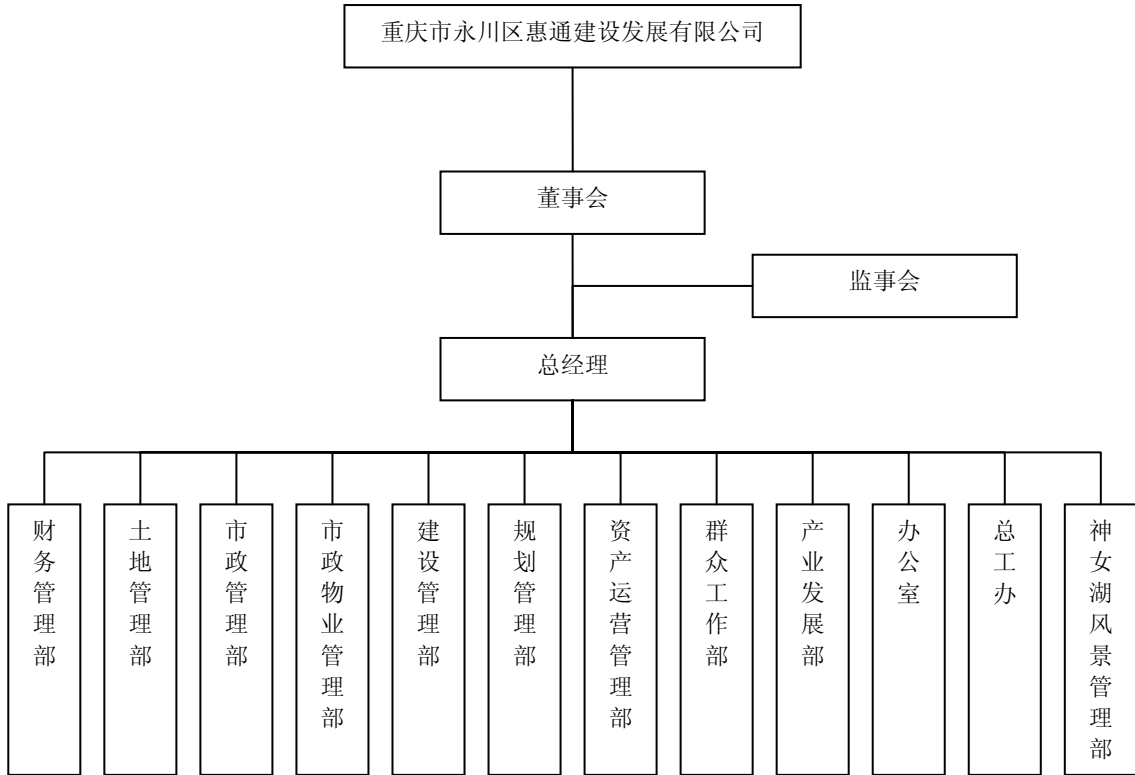
## 结论

中诚信国际维持重庆市永川区惠通建设发展有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“11 永川惠通债”信用等级为 **AA+**、“12 渝惠通债”和“14 渝惠通债”信用等级为 **AA**。

附一：重庆市永川区惠通建设发展有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：重庆市永川区惠通建设发展有限公司组织结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



**附三：重庆市永川区惠通建设发展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	33,169.94	72,912.83	55,906.45
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	1,858.92	7,575.37	1.44
存货净额	823,035.46	1,180,781.81	1,222,306.37
其他应收款	15,378.13	44,987.09	44,694.75
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	345,050.17	594,608.87	696,183.51
总资产	1,247,512.35	1,914,838.52	2,020,627.56
其他应付款	7,542.69	19,514.32	44,116.41
短期债务	5,000.00	11,000.00	134,712.00
长期债务	344,244.07	511,119.48	436,561.97
总债务	349,244.07	522,119.48	571,273.97
净债务	316,074.13	449,206.64	515,367.52
总负债	402,316.90	616,299.30	696,873.67
财务性利息支出	4,573.13	10,371.66	8,865.11
资本化利息支出	19,023.23	18,276.96	31,568.00
所有者权益	845,195.45	1,298,539.22	1,323,753.89
营业总收入	155,883.78	282,319.50	118,161.46
三费前利润	44,985.07	74,842.05	36,600.58
投资收益	0.00	0.00	0.00
EBIT	49,202.09	71,602.88	32,980.26
EBITDA	51,730.34	74,294.72	35,347.76
经营活动产生现金净流量	54,451.94	77,408.16	58,434.88
投资活动产生现金净流量	-153,078.78	-163,744.98	-64,272.95
筹资活动产生现金净流量	119,702.84	126,079.72	-11,168.32
现金及现金等价物净增加额	21,076.00	39,742.90	-17,006.38
资本支出	153,078.78	166,548.98	64,272.95
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率（%）	32.16	29.81	34.28
三费收入比（%）	4.20	5.39	10.54
EBITDA/营业总收入（%）	33.19	26.32	29.91
总资产收益率（%）	4.33	4.53	1.68
流动比率（X）	15.54	12.55	5.09
速动比率（X）	1.37	1.33	0.39
存货周转率（X）	0.13	0.20	0.06
应收账款周转率（X）	138.49	59.85	31.19
资产负债率（%）	32.25	32.19	34.49
总资本化比率（%）	29.24	28.68	30.15
短期债务/总债务（%）	1.43	2.11	23.58
经营活动净现金流/总债务（X）	0.16	0.15	0.10
经营活动净现金流/短期债务（X）	10.89	7.04	0.43
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.31	2.70	1.45
总债务/EBITDA（X）	6.75	7.03	16.16
EBITDA/短期债务（X）	10.35	6.75	0.26
EBITDA 利息倍数（X）	2.19	2.59	0.87

注：2011~2013 年财务报告执行新会计准则。

#### 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））

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。