



信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0198号

重庆市双福建设开发有限公司:

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2014年以来的经营状况及相关行业进行综合分析 with 评估的基础上,我对贵公司“13渝双福债”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“13渝双福债”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
信用评级委员会

二零一五年六月十七日

重庆市双福建设开发有限公司 2015 年度跟踪评级报告

发行主体 重庆市双福建设开发有限公司

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	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
13 渝双福债	12	2013.10.23~2020.10.23	AA	AA

概况数据

双福建设	2012	2013	2014
总资产(亿元)	61.13	97.81	106.33
所有者权益(含少数股东权益) (亿元)	43.71	67.53	67.20
总负债(亿元)	17.43	30.28	39.12
总债务(亿元)	14.05	25.40	29.09
营业总收入(亿元)	6.90	11.33	14.81
EBIT(亿元)	1.66	4.10	2.36
EBITDA(亿元)	2.09	4.37	2.64
经营活动净现金流(亿元)	-5.82	-12.99	-1.29
营业毛利率(%)	9.63	10.16	10.48
EBITDA/营业总收入(%)	30.31	38.57	17.83
总资产收益率(%)	2.98	5.16	2.31
资产负债率(%)	28.51	30.96	36.79
总资本化比率(%)	24.33	27.34	30.21
总债务/EBITDA(X)	6.72	5.81	11.02
EBITDA 利息倍数(X)	2.94	3.22	1.60

注：1、在计算总债务时，中诚信国际分别将 2012~2014 年末公司借入的融资租赁款等有息债务由长期应付款和其他应付款调至长期债务或短期债务计算；2、公司各期财务报告均执行新会计准则；3、利息支出不包括由江津区财政局和双福新区管委会承担的利息，这些利息支出计入其他应收款。

分析师

项目负责人：付东阳 dyfu@ccxi.com.cn

项目组成员：陈思宇 sychen@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 6 月 17 日

基本观点

中诚信国际维持重庆市双福建设开发有限公司（以下简称“双福建设”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“13 渝双福债”信用等级为 **AA**。

中诚信国际肯定了江津区及双福新区的经济实力和发展潜力、地方政府对公司强有力的支持、公司收入规模增长等对公司发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到公司面临一定的政策风险、未来资本支出规模较大以及债务规模不断增长且存在集中偿还压力等对公司整体信用状况的影响。

优势

- **区域经济快速发展。**江津区是重庆市重点规划建设的六大区域性中心城市之一，在重庆市经济发展中具有较高的地位。双福新区是江津区快速发展寻求突破的支点，其区位优势突出，工业基础较好，近年来区域经济和财政实力快速增强，为公司业务提供良好的发展空间。
- **地方政府强有力的支持。**为支持双福新区和公司持续发展的步伐，双福新区管委在政策、资金和资产注入等方面给予公司有利的支持。2012~2014 年，公司分别收到补贴收入 1.74 亿元、3.50 亿元和 1.50 亿元。
- **公司收入规模稳定增长。**公司作为双福新区开发建设主体，承担着区内基础设施建设和国有土地整治开发业务，双福新区管委会每年按照完工项目加成一定比例与公司进行结算。2012~2014 年，公司分别实现营业收入 6.90 亿元、11.33 亿元和 14.81 亿元，收入规模稳步增长。

关注

- **政策风险。**近年来，国家发改委、银监会、人民银行、审计署等监管机构陆续出台了一系列政策防范地方融资平台风险，加之房地产市场调控增大了土地市场的不确定性，公司面临一定的政策风险。
- **未来资本支出压力较大。**公司是双福新区唯一一家基础设施建设主体，承担的园区开发和基建项目较多，截至 2014 年末，公司在建和拟建项目总投资 46.93 亿元，尚需投资 33.45 亿元，未来资本支出压力较大。
- **债务规模不断增长，存在集中偿还压力。**随着公司业务规模的拓展，公司债务水平相应提升。截至 2014 年末，长期债务余额增至 24.98 亿元，其中 2016 年为公司集中偿付年，有 11.12 亿元的长期债务需要偿还，公司面临一定集中偿还压力。

跟踪评级原因

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

募集资金投向项目进展

“13渝双福债”募集资金 12 亿元，分别用于重庆市双福新区罗盘村经济适用房建设项目、重庆市双福新区祥福家园公租房建设项目和重庆市双福新区享堂公租房建设项目。截至 2014 年末，12 亿元募集资金已经全部使用完毕。

表 1: 募集资金投向项目进展

项目	项目总投资 (万元)	累计投入募集资金 (万元)
重庆市双福新区罗盘村经济适用房建设项目	57,275	30,000
重庆市双福新区祥福家园公租房建设项目	99,549	45,000
重庆市双福新区享堂公租房建设项目	98,356	45,000
合计	255,180	120,000

资料来源：公司提供

近期关注

江津区经济稳定发展，上级补助收入和基金收入对财政收入贡献较大，快速发展的经济财力实力为公司的发展提供了良好的外部环境

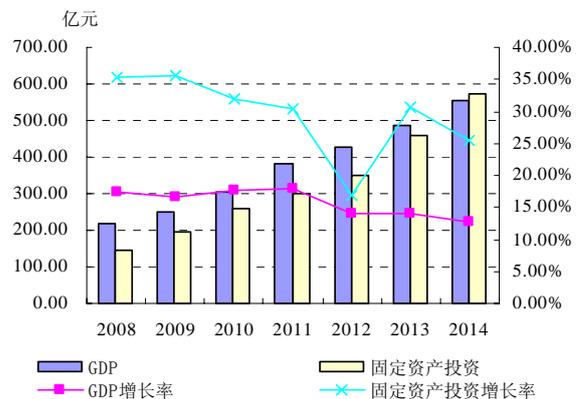
江津区位于重庆市西南部，是重庆市重点规划建设的六大区域性中心城市之一，是长江上游重要的航运枢纽和物资集散地，为重庆市建设的“一小时经济圈”内幅员面积最大的区县，总面积 3,200.44 平方公里，下辖 23 个镇、3 个街道办事处，户籍人口 149 万人。

江津区交通优势明显，距重庆主城 42 公里、江北国际机场 70 公里，重庆市规划的“三环十射”公路网涵盖江津；紧临渝黔、成渝高速公路；180 公里的重庆绕城高速公路在江津境内有 28.60 公里、渝滇高速公路在江津境内有 47 公里；铁路总

里程达 135 公里，拟建的城市铁路南北贯穿全境，规划的城市轻轨 5 号线直达江津，把江津主城与重庆主城紧密连接。此外，江津有国家级深水良港 5 个，常年可停泊 5,000 吨以下的船舶和万吨级船队，全区水域通航里程超过 350 公里。

2014 年，江津区实现地区生产总值 554.70 亿元，增长 12.80%，比全国、全市分别高 5.4 和 1.9 个百分点。分产业看，第一产业实现增加值 69.50 亿元，增长 4.40%；第二产业实现增加值 349.90 亿元，增长 14.70%；第三产业实现增加值 135.30 亿元，增长 11.30%。三次产业比重由 2013 年的 13.60: 61.70: 24.70 调整至 12.50: 63.10: 24.40，第二产业占比进一步提升。江津一直具有较强的工业基础，是老国防三线企业基地，经过几十年发展，已形成电力、机械、建材等支柱产业和食品、轻纺等优势产业。

图 1: 2008~2014 年江津区 GDP 和固定资产投资情况



资料来源：江津区统计公报，中诚信国际整理

2014 年，江津区实现工业增加值 298.30 亿元，比上年增长 13.50%；实现全社会工业总产值 1,325 亿元，比上年增长 20.50%。其中，规模以上工业总产值 1,109 亿元，比上年增长 22.40%。2014 年末全区规模以上工业企业 313 家，比上年末净增 40 家。规模以上工业企业中，产值上亿元的企业有 194 家。其中，德感、珞璜、双福和白沙四大工业园中，规模以上工业企业实现产值 1,034.60 亿元，比上年增长 25.20%，工业园区对全区经济的拉动作用进一步凸显。渝安汽车、铁马汽车、陕重汽嘉川重卡、润通动力、玖龙纸业、龙煜铜管、东方光大、益海嘉

里、中粮集团等企业先后落户江津。

同时，江津区正在实施大城市发展战略，确立了“五年搭建框架、十年初具规模、十五年基本建成”的大城市建设奋斗目标和“一江两岸”的区域性中心大城市框架，构筑引领经济发展的支撑平台。重庆绕城高速、渝泸高速公路等重点建设项目顺利推进，九江大道、西江大道的建设进一步增强了与重庆主城区的联系，“五桥六路融主城”的格局逐步形成，城区管网已全面完成改造。

可以看出，凭借良好的区位优势和重庆城市战略规划的政策推动，江津区交通基础设施建设加快，产业布局不断完善，并且以工业园区为主导的发展格局将促使江津区获得更为坚实的发展基础。

在经济快速发展的同时，江津区财政实力显著提高，2014 年完成公共财政预算收入 47.43 亿元，增长 23.30%。其中，税收收入 29.17 亿元，增长 25.40%；非税收入 18.25 亿元，增长 20.00%。从税收收入的构成上看，营业税、增值税和企业所得税是江津区的主要税种。2014 年，江津区实现营业税 7.30 亿元，增长 24.90%；增值税 4.10 亿元，增长 8.90%；企业所得税 3.20 亿元，增长 29.90%。

表 2：2012~2014 年江津区财政收入情况（亿元）

项目	2012	2013	2014
公共财政预算收入（1）	30.71	38.50	47.43
其中：税收收入	18.02	23.30	29.17
非税收入	12.70	15.20	18.25
上级补助收入（2）	32.92	31.30	33.72
政府性基金预算收入（3）	56.03	52.70	56.22
财政总收入（4）	119.66	122.50	137.37

注：（4）=（1）+（2）+（3）

资料来源：重庆市江津区财政局

上级政府对江津区财政支持力度较大，2014 年，江津区获得上级补助收入 33.72 亿元，占当年财政收入比重为 24.55%，较 2013 年占比略微有所下降。

2012~2014 年，江津区政府性基金预算收入分别为 56.03 亿元、52.47 亿元和 56.22 亿元。政府性基金预算收入主要来自于国有土地出让收入，土地

出让易受土地存量、建设规划、国家政策及土地市场交易情况等因素影响，未来存在一定的不确定性。2014 年受重庆市土地市场回暖影响，江津区政府性基金收入小幅回升。

支出方面，2014 年，江津区实现公共财政预算支出 81.87 亿元，同比增长 17.16%。江津区财政支出投向契合重庆市整体发展规划，较多地投入到基础设施建设、民生工程、教育和公共卫生等方面，2014 年民生支出进一步加大。2014 年，江津区政府性基金支出 55.93 亿元，增长 6.20%，与收入增长水平相符，基金预算基本收支平衡。

表 3：2012~2014 年江津区财政支出情况（亿元）

项目	2012	2013	2014
公共财政预算支出（1）	62.92	69.88	81.87
其中：教育	12.94	13.58	14.90
社会保障和就业	8.69	9.62	11.30
医疗卫生	5.95	7.21	9.60
政府性基金预算支出（2）	55.70	52.67	55.93
财政总支出（3）	118.62	122.55	137.80

注：（3）=（1）+（2）

资料来源：重庆市江津区财政局

财政平衡方面，2012~2014 年，江津区财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）分别为 48.82%、55.05%和 57.93%，呈现上升趋势，但整体财政平衡程度一般，地方财政自给程度较低，上级补助收入是财政支出的重要补充。

债务方面，根据审计署地方政府债务审计结果，截至 2013 年末，江津区的政府债务余额为 72.80 亿元，主要由财政承担偿还责任的融资平台公司借款和拖欠的工程款，2013 年江津区综合财力为 122.50 亿元，地方政府债务率为 59.43%。

总体来看，江津区财政收入逐年增加，财政实力较强。基金收入是财政收入的重要补充，这与当地大力发展基础设施和招商引资相关，更多项目和企业的入驻也相应地带动了公共财政预算收入的稳步提升。中诚信国际同时关注到，政府性基金收入易受房地产市场波动等因素影响，未来具有一定的不确定性。

双福新区交通便利，已经形成一定工业基础；基金收入占比过高的财政结构给当地政府的财政收入变化趋势带来一定不确定性

双福新区面积 66 平方公里，常住人口近 10 万人，地处江津区北大门，位于重庆市西部新城核心区，重庆市半小时经济圈内，距成渝高速走马出口 2 公里，距重庆市内环 10 分钟车程，距重庆江北机场仅 35 分钟车程，交通便捷、物流通畅。

双福新区城市建设和产业发展基础较好，城市化和工业化实现良好的互动。2014 年，双福新区实现工业总产值 395 亿元，增长 27.60%，99 家规模以上企业实现产值 340.40 亿元，增长 26.20%；完成固定资产投资 145.60 亿元，增长 35.40%，其中工业投资 88.10 亿元，增长 61.40%；完成限额以上批发零售和住宿餐饮销售额 110.60 亿元，增长 276.20%；

在产业结构上，双福新区已发展形成了以小康、铁马、潍柴、润通、大长江等五大汽车、摩托车整车制造项目为龙头，发展汽摩零部件企业的“5+N”传统产业发展模式，形成了以生物医药（如金山科技）、云计算（如中科龙芯）、笔电配套（如群光电子）三大产业集群为核心的“3+N”高新技术产业发展模式；形成了以重庆双福国际农贸城、润汽摩城和攀华钢材等三大专业市场为基础的重庆仓储物流基地；形成了以恒大地产、晋愉地产和双岛湖综合开发项目为代表的高端旅游休闲及居住区。

受入驻企业增加、税收基础扩大推动，双福新区公共财政预算收入保持稳步增加，但整体规模仍然偏小，2014 年，双福新区完成公共财政预算收入 11.69 亿元，同比增长 19.29%，增长较快。基金收入是双福新区收入的最主要来源，2013 年，受房地产市场相关调控政策的负面影响，双福新区基金收

入有所下降，导致地方财政总收入下滑。2014 年受国有土地使用权出让金收入回升拉动，双福新区基金收入增至 19.66 亿元，同比增长 11.51%。

表 4：2012~2014 年双福新区财政收支情况（亿元）

项目	2012	2013	2014
地方财政收入	30.59	27.43	31.35
公共财政预算收入	8.97	9.80	11.69
基金收入	21.62	17.63	19.66
财政总支出	39.12	29.12	33.26

注：地方财政收入=公共财政预算收入+基金收入

资料来源：公司提供

总体来看，公共财政预算收入和基金收入是支撑双福新区可支配财力的主要来源。中诚信同时关注到，双福新区财政收入受基金收入影响很大，而国有土地使用权出让金收入的增减则成为造成双福新区财政收入上下浮动的主要原因，双福新区基金收入占比过高的财政结构给当地政府的财政收入变化趋势带来一定不确定性。

公司收入规模稳定增长，未来基础设施建设项目规模仍然较大

2012~2014 年，公司先后完成福城大道、三横三期道路工程、渝安大道等市政道路工程和渝惠还房等还建房等项目。双福新区管委会按照公司当年代建工程成本加成 10% 的管理费结转收入，2012~2014 年公司分别实现代建收入 6.84 亿元、11.20 亿元和 14.61 亿元。

公司目前主要在建的项目包括罗盘村经济适用房、祥福家园公租房、享堂公租房和 B-2（金福花园）保障性住房等保障房工程，珊瑚大道、枫林大道等道路工程。截至 2014 年末，公司在建和拟建项目总投资 46.93 亿元，尚需投资 33.45 亿元，投资压力较大。由于祥福家园公租房、享堂公租房项目均与江津区政府签署了回购协议，项目未来收益有较为充分的保障。

表 5：截至 2014 年末公司主要在建和拟建项目情况

项目名称	总投资 (万元)	尚需投资 (万元)	项目进度	建设周期	结算方式
罗盘村经济适用房建设项目	57,275.00	27,275.00	在建	2011~2015	按进度
祥福家园公租房建设项目	99,549.00	54,549.00		2011~2015	政府分五期回购(2016~2020年)

享堂公租房建设项目	98,356.00	53,356.00		2012~2015	政府分五期回购(2016~2020年)
B-2(金福花园)保障性住房	32,824.00	24,474.21		2013~2015	按进度
珊瑚大道道路工程	14,000.00	10,000.21		2013~2015	施工方垫资
枫林大道道路工程	13,043.50	10,531.50		2013~2015	施工方垫资
双溪片区农民集中安置房	65,000.00	65,000.00	拟建	2015~2016	按进度
福城北苑 B 区	31,000.00	31,000.00		2015~2016	按进度
罗盘商业中心拆迁还房	11,600.00	11,600.00		2015~2016	按进度
黑林还房	24,000.00	24,000.00		2015~2016	按进度
享堂片区平场工程	22,680.00	22,680.00		2016~2017	施工方垫资
合计	469,327.50	334,465.92	--	--	--

资料来源：公司提供

总体来看，公司作为双福新区基础设施重要的运营和建设主体，随着在基础设施领域中的投资不断加大，公司在开发区的战略地位不断增强，但资金压力也随之增大。

公司租赁业务逐步发展，为公司贡献稳定现金流入，但整体收入规模较小，未来有一定的上升空间

双福新区管委会除对公司代建业务给予一定的资金支持外，还根据新区整体规划要求并考虑公司经营需求将政府回购的廉租房、标准厂房等资产以注资的形式注入公司名下，办理产权过户后形成公司物业租赁业务载体，为公司带来稳定的物业租赁收入。

目前，公司主要物业资产主要由廉租房、商业门面、工业厂房和住宅四个部分组成，以上四类物业资产的可供出租面积分别为 8.69 万平方米、4.08 万平方米、15.51 万平方米和 0.27 万平方米。公司负责经营的黑林廉租房、渝惠廉租房、C2 廉租房和 A2 廉租房，平均出租率达 50% 以上；商业门面即廉租房、还迁房的楼底门面，由于公司所持商业门面具有较为优越的地理位置条件，目前大部分商业门面的出租率达到 100%；标准厂房的服务对象为入驻新区的企业，租赁合同期通常为 4 至 5 年，出租率达到 95%；公司自 2013 年开始获得住宅出租收入，出租率达到 100%，但收入规模很小。截至 2014 年末，公司可供出租的各项物业资产建筑面积达 28.55 万平方米，2014 年公司实现租赁收入 0.17

亿元。

表 6：截至 2014 年末公司主要持有物业情况

物业资产	名称	可出租面积 (m ²)	出租率 (%)	平均租金 (m ² /元/月)
工业厂房	标准厂房	86,884.00	95.00	15.51
	A 区还房门面	4,115.00	100.00	45.00
	B 区还房门面	14,774.00	100.00	30.00
商业门面	C 区还房门面	2,054.00	100.00	35.00
	C2 还房门面	1,625.00	100.00	35.00
	A2 还房门面	9,163.00	100.00	45.00
	A2 廉租房门面	1,775.00	100.00	50.00
	C3 廉租房门面	757.00	20.00	30.00
住宅	渝惠还房门面	6,574.00	60.00	26.00
	D、E 区住宅	2,693.00	100.00	8.00
	黑林廉租房	38,457.00	95.00	6.00
	A2 廉租房	29,163.00	100.00	6.00
廉租房	渝惠廉租房	56,587.00	95.00	6.00
	C2 廉租房	3,126.00	70.00	6.00
	祥福家园 15 号楼	27,797.00	100.00	3.00
合计		285,544.00		

资料来源：公司提供

总体来看，公司目前租赁收入较低，但随着新区招商引资的进行以及双福新区管委会对公司持续注资，公司物业资产出租率、租金水平、收入规模有一定的上升空间。

双福新区建设支出主要依靠土地收入满足，未来公司项目投资规模较大，资金平衡仍面临一定压力

公司作为双福新区城市开发建设的投融资主体，其投融资决策、项目建设情况全部纳入管委会

整体规划。从投资计划可以看出，管委会资金需求在 2014 年为高峰期，之后由于预期支出的缩减和收入的稳定增加，全区的年末资金将逐步由负转正并略有盈余。2015~2017 年管委会包括基础设施建设、征地拆迁、偿还银行贷款等在内的投资分别为 50.02 亿元、49.13 亿元和 52.30 亿元。

表 7：双福新区 2015-2017 年现金流量预测表（亿元）

项目		2015	2016	2017
收入	(一) 财政收入	51.78	57.74	58.96
	税收	13.18	17.14	18.16
	规费返还收入	1.60	1.60	1.80
	土地出让收入	37.00	39.00	39.00
	其中：综合用地	28.00	32.00	31.00
	工业用地	9.00	7.00	8.00
	其它	0.50	0.50	0.50
	(二) 融资	5.00	5.00	6.00
	收入小计	56.78	62.74	65.46
	支出	征地拆迁安置补偿金	6.00	6.00
工程建设		12.00	10.00	11.00
归还借款		5.00	5.00	5.00
企业补助性支出		10.00	8.00	9.00
管理费用及其它支出		1.00	1.10	1.30
市、区财政计提税费		16.00	19.00	20.00
支出小计		50.02	49.13	52.30
年末结余	6.76	13.61	13.16	

资料来源：公司提供

按照管委会的测算，双福新区幅员面积 66 平方公里，截至 2014 年末，双福新区规划建设面积已达 43 平方公里，其中包括在建及已完工的城市、工业区域面积共计 20 平方公里，目前待开发综合用地为 23 平方公里。双福新区部分土地指标可通过购买地票获得，并计入当期开发成本。此外，随着双福新区开发的日渐成熟，入驻企业的逐渐增多，双福新区税收收入规模将逐渐增加。

同时中诚信国际也注意到：1) 在当前房地产行业的调控政策愈发严厉的大背景下，土地出让难度加大、出让价格受政策影响呈波动态势；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) 作为一个新区，企业入驻情况、产业发展成熟度直接影响该地区的税收收入规模，税收收入的增长性与可持续性存在一定的不确定性，上述因素均给企业的资金平衡带来一定的

不确定性。

从公司的现金流收支计划来看，2015 年公司通过代建业务和融资预计获得现金流入 18.26 亿元，加上期初资金余额，基本可以覆盖当年的建设支出和还本付息，期末略有结余。

表 8：2015 年公司现金流收支计划（亿元）

项目	金额
一、资金期初余额	1.03
二、资金流入合计	18.26
(一) 营业收入	8.26
其中：代建业务收入	8.00
租赁业务收入	0.26
(二) 融资款项流入	10.00
三、资金流出合计	17.56
(一) 工程款项支出	10.15
其中：道路工程支出	3.95
房屋建设支出	4.45
绿化管网及其他中介支出	1.75
(二) 偿还贷款本息	6.85
其中：本金支出	4.35
利息支出	2.50
(三) 管理费用支出	0.51
(四) 营业税金及附加支出	0.05
四、预计资金余额	1.73

资料来源：公司提供

除定期为公司结转代建成本与管理费外，近年来双福新区管委会陆续将土地资产划拨给公司。截至 2014 年末，公司共有出让地 1,605.68 亩，其中 1,223.11 亩已用于抵押贷款。

整体来看，公司短期内建设任务较重，面临一定的资金压力，但随着土地整治及基建项目逐步完善，资金需求量逐年递减，而收入会随着地价提升以及招商引资得以延续，预计公司的资金平衡能力将逐步增强。然而，中诚信国际同时也关注到严厉的房地产调控政策给公司资金平衡能力带来的不确定性。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年财务报告，报告均按新会计准则

编制。

2012 年公司新增对重庆市双福污水处理有限公司投资并将其纳入合并范围；2014 年重庆富腾建筑工程有限公司注销，公司将其从合并范围划出。

表 9：2012~2014 年公司合并范围变化

单位名称	持股比例(%)	变更方式	年度
重庆市双福污水处理有限公司	100.00	纳入	2012
重庆市富腾建筑工程有限公司	100.00	注销	2014

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

公司基础设施建设业务量稳定增长拉动资产规模增长，有息债务增速较快，债务压力整体可控

近年来公司的资产规模增长较快，2012~2014 年末分别为 61.13 亿元、97.81 亿元和 106.33 亿元，年复合增长 31.88%，主要源于存货规模的增长。

公司资产以流动资产为主，截至 2014 年末，公司流动资产占总资产的比例为 89.28%，较 2013 年末保持稳定。其中，存货、应收帐款和其他应收款占比较高，以上三项合计占公司流动资产总额的 89.76%，其中存货为 57.97 亿元，较 2013 年末增长 20.93%，主要为 2014 年公司新摘牌的 7 宗价值合计 6.91 亿元土地以及 5.27 亿元枫林大道开发成本；应收账款 14.28 亿元，较 2013 年末增长 13.11%，主要为应收双福新区管委会的代建工程款，随着公司项目投资的增加，应收账款规模也逐年增大，但是回款风险较低；其他应收款 12.95 亿元，较 2013 年末下降 23.04%，主要为应收双福新区管委会及重庆市江津区财政局的往来款项，公司对以上两家单位应收金额合计占到其他应收款的 96.18%。

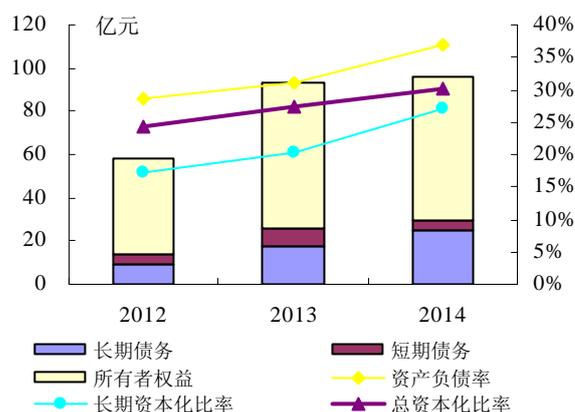
表 10：2012~2014 年公司流动资产构成

项目	2012	2013	2014
存货（亿元）	28.88	47.94	57.97
应收账款（亿元）	8.94	12.63	14.28
其他应收款（亿元）	8.09	16.83	12.95
预付款项（亿元）	2.37	8.85	5.67
其他（亿元）	2.71	1.72	4.06
流动资产/总资产（%）	83.39	89.93	89.28

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

非流动资产方面，2012~2014 年末，公司非流动资产分别为 10.16 亿元、9.85 亿元和 11.40 亿元，规模相对稳定。公司非流动资产主要由固定资产构成，截至 2014 年末，公司拥有固定资产 9.51 亿元，主要为公司名下的房屋建筑物和道路。

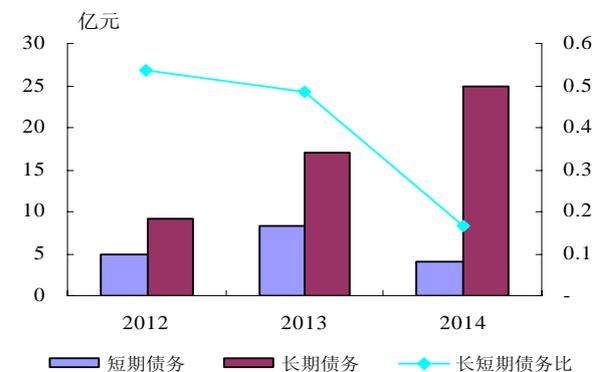
图 2：2012~2014 年末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

负债方面，2012~2014 年末，公司的负债总额分别为 17.43 亿元、30.28 亿元和 39.12 亿元，年复合增长率为 49.83%，总负债呈快速增长态势且其增速高于净资产的增速。其中，长期借款的快速增加是公司负债总额大幅上涨的主要原因，2014 年末，公司长期借款增至 13.21 亿元，较 2013 年末增长 7.82 亿元，主要为公司利用新增土地资产获得的抵押借款。

图 3：2012~2014 年末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

债务结构方面，公司负债以有息债务为主，截至 2014 年末，公司总债务为 29.09 亿元，资产负债

率及总资本化比率分别为 36.79% 和 30.21%，由于公司的负债及债务规模快速增长，资产负债率和总资本化比率均继续保持上升趋势，但整体规模不高，债务风险可控。截至 2014 年，公司长期债务和短期债务分别为 24.98 亿元和 4.12 亿元，债务结构以长期债务为主。近年来受发行企业债和长期借款增加影响，公司债务结构不断优化，截至 2014 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）下降至 0.16 倍。

2012~2014 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 43.71 亿元、67.53 亿元和 67.20 亿元，年复合增长率为 24.00%。2013 年所有者权益较快增长，主要是当年双福新区管委会将价值 20.43 亿元的 19 宗土地注入公司。2014 年公司未获得新的资产注入，所有者权益变化不大。

总体来看，近年来随着基础设施建设业务量的增长以及管委会持续的资产注入，公司资产规模取得了较快增长，且资本结构及债务结构的配置均较为合理。同时，中诚信国际也关注到近年来公司的举债规模增长明显，且大部分为有息债务，随着园

区开发建设的逐步推进，未来几年公司资金压力将继续上升。

代建结算比例稳定，公司营业收入和经营性业务利润持续增长，但受补贴收入减少影响利润总额有所下滑

近年来公司的收入主要来自于代建收入和租赁收入，2012~2014 年，公司分别实现营业总收入 6.90 亿元、11.33 亿元和 14.81 亿元，主要以代建业务收入为主。双福新区管委会每年按照结算成本加成 10% 的方式支付项目资金作为公司代建收入，以保证公司收入水平的稳定增长。2012~2014 年，公司租赁业务收入分别为 0.05 亿元、0.13 亿元和 0.17 亿元，呈持续增长态势；同期，租赁业务毛利率分别为 63.48%、85.60% 和 93.05%，处于较高水平。预计随着公司业务发展及资产管理规模的扩大，租赁收入将持续提升。但总体来看，公司目前仍主要依赖代建收入，收入来源较单一，受政策影响较大，对双福新区财政实力的依赖度较高，易受双福新区财政情况变化影响。

表 11：2012~2014 年公司营业总收入构成

项目	2012		2013		2014	
	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）
代建收入	6.84	9.05	11.20	9.22	14.61	9.32
租赁收入	0.05	63.48	0.13	85.60	0.17	93.05
其他收入	0.01	100.00	0.007	100.00	0.03	100.00
合计	6.90	9.63	11.33	10.16	14.81	10.48

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

期间费用方面，2012~2014 年，公司三费合计分别为 0.77 亿元、0.61 亿元和 0.56 亿元，规模较小且稳中有降。由于公司利息支出大部分予以资本化，计入财务费用部分相对较少，期间费用主要来源于管理费用。近年来，公司规模和管理幅度变化不大，管理费用较为稳定。从三费收入占比来看，随着公司收入规模的增长和期间费用的下降，公司的三费收入占比逐年减小，2012~2014 年分别为 11.11%、5.37% 和 3.79%，公司费用控制能力有所增强。

表 12：2012~2014 年公司期间费用（亿元）

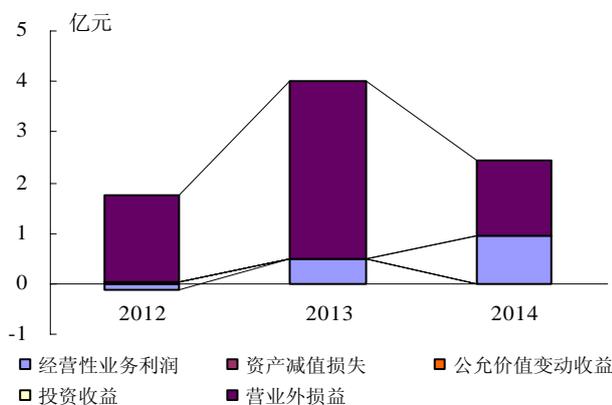
项目	2012	2013	2014
销售费用（亿元）	-	0.01	0.00
管理费用（亿元）	0.72	0.55	0.60
财务费用（亿元）	0.05	0.04	-0.04
三费合计（亿元）	0.77	0.61	0.56
营业总收入（亿元）	6.90	11.33	14.81
三费收入占比（%）	11.11	5.37	3.79

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

2012~2014 年，公司分别实现利润总额 1.63 亿元、4.00 亿元和 2.40 亿元，其中经营性业务利润分别为 -0.13 亿元、0.50 亿元和 0.94 亿元，随着公司

业务规模的扩大和完工项目逐步进入回收期，公司经营业务盈利能力不断增强。但是营业外损益仍然是公司利润的主要来源，因公司为双福新区的基础设施建设及土地整治开发做出了较大贡献，管委会每年根据公司业务发展情况对公司进行财政补贴，公司根据实际补贴金额记入营业外收入。2012~2014年，公司营业外损益分别为1.74亿元、3.50亿元和1.49亿元，政府补助的减少是2014年公司利润总额减少的主要原因。

图 4：2012~2014 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

总体来看，公司的主要业务是基础设施建设，代建收入和财政补贴是公司重要的利润来源。公司对双福新区的资金及政策支持依赖度较高，未来盈利情况易受双福新区财政实力变化的影响。

公司基建工程保证金增加使经营活动净现金流入增加，园区建设项目逐步扩展使经营活动现金流出快速增加，公司现金平衡能力值得关注

2012~2014年，公司经营活动净现金流分别为-5.82亿元、-12.99亿元和-1.29亿元。随着公司承担更多的园区开发和基建项目，公司经营活动现金流出持续增加，2014年双福新区管委会项目回购速度有所放缓，公司销售商品、提供劳务收到的现金降至0.87亿元，但收到和支出其他与经营活动有关的现金分别为32.42亿元和21.74亿元，较2013年同期分别增加28.70亿元和8.24亿元，经营活动净现金流缺口减小，其中收到其他与经营活动有关的

现金主要为双福新区管委会拨入的除代建业务收入以外的往来款项、收到的包含子公司在内的其他单位的往来款项、项目保证金及营业外收入等。

表 13：2012~2014 年公司现金流 (亿元)

项目	2012	2013	2014
经营活动现金流入	8.49	11.94	33.29
经营活动现金流出	14.31	24.93	34.58
经营活动净现金流	-5.82	-12.99	-1.29
投资活动现金流入	-	-	-
投资活动现金流出	0.02	0.01	0.003
投资活动净现金流	-0.02	-0.01	-0.003
筹资活动现金流入	8.84	16.96	12.67
其中：吸收投资	0.50	-	-
发行债券	-	11.83	-
借款	7.00	2.50	12.67
筹资活动现金流出	2.99	2.45	10.28
其中：偿还债务	2.99	1.46	8.74
筹资活动净现金流	5.85	14.50	2.39
现金及等价物净增加额	0.01	1.50	1.10

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

公司投资活动较少，2012~2014年，投资活动净现金流分别是-0.02亿元、-0.01亿元和-0.003亿元。公司经营活动和投资活动的现金流缺口主要依靠筹资活动弥补，2012~2014年，公司的筹资活动净现金流分别为5.85亿元、14.50亿元和2.39亿元。2013年，公司成功发行12亿元企业债，推动当年融资规模达到一个小高峰；2014年，由于债务到期较为集中，公司通过银行贷款融资12.67亿元，资金收支基本平衡。

从整体现金流的情况来看，近几年由于项目建设所需工程款及保证金的增加，公司经营活动存在一定资金缺口，但同时公司较好的融资渠道保证了经营所需的现金流开支，筹资活动净现金流同步上升起到重要支撑作用，公司整体现金流稳步提升，保持较好的流动性。

偿债指标方面，2014年受债务规模上升而利润总额下降影响，公司EBITDA对总债务和利息支出的覆盖能力都有所弱化；同时，由于近年来经营活动净现金流持续为负，其不能对支出形成覆盖。中诚信国际关注到，由于公司采用BT、垫资等建设

方式，随着业务发展，未来几年的偿债压力将有所增加，公司与管委会关联度较高，资金往来金额较大，公司债务偿还能力受管委会财政资金拨付进度影响较大。

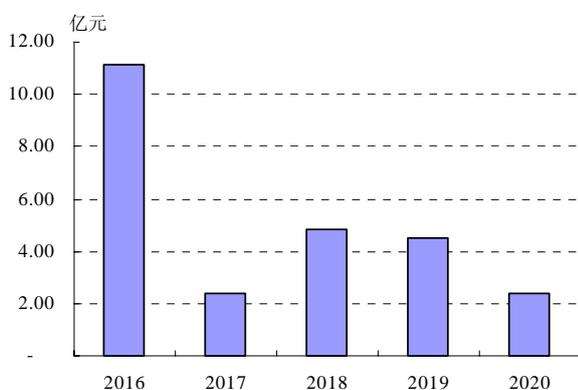
表 14: 2012~2014 年公司偿债能力

项目	2012	2013	2014
短期债务(亿元)	4.90	8.29	4.12
长期债务(亿元)	9.15	17.11	24.98
总债务(亿元)	14.05	25.40	29.09
总债务/EBITDA(X)	6.72	5.81	11.02
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.41	-0.51	-0.04
EBITDA(亿元)	2.09	4.37	2.64
EBITDA 利息保障系数(X)	2.94	3.22	1.60
经营净现金流利息保障系数(X)	-8.19	-9.56	-0.78
总资本化比率(%)	24.33	27.34	30.21
长期资本化比率(%)	17.31	20.22	27.10
资产负债率(%)	28.51	30.96	36.79

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

2011 年以来，随着基础设施投入的增加，公司新增贷款规模有所增长，截至 2014 年末，公司长期债务余额增至 24.98 亿元，其中 2016 年为公司集中偿付年，有 11.12 亿元的长期债务需要偿还，主要包括 8.72 亿元银行借款和 2.40 亿元企业债，公司面临较大偿债压力。考虑到未来几年公司较大的基础设施建设投资计划，公司债务偿还和项目投资尚需依赖管委会进一步支持。未来中诚信国际将继续关注公司到期债务偿付情况及管委会对公司债务偿还的支持力度。

图 5: 截至 2014 年末公司长期债务到期情况



资料来源：公司提供、中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2014 年末，公司为重庆

市江津区华信资产经营（集团）有限公司等公司提供贷款提供担保合计 11.08 亿元。由于被担保人主要为双福新区内的国有企业，公司担保风险较小。

表 15: 截至 2014 年末公司对外担保情况

被担保人	起止时间	担保金额	担保类型
重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司	2014.07~2017.07	5.00	信用担保
重庆市江津区华信资产经营（集团）有限公司	2014.08~2016.08	0.50	信用担保
重庆海潮物业发展有限公司	2010.01~2017.01	1.48	信用担保
两江融资租赁有限公司	2013.02~2018.02	1.30	信用担保
两江融资租赁有限公司	2013.02~2018.02	1.30	抵押物担保
重庆津北贵福建设集团有限公司	2014.08~2015.08	0.30	信用担保
重庆市万州渝升建筑工程有限公司	2014.09~2015.09	0.20	信用担保
重庆市江津区土地房屋征收储备中心	2014.12~2017.12	1.00	抵押物担保
合计		11.08	

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2014 年末，公司有账面价值为 30.85 亿元的资产受限，其中包括出让地 815,411.61 平方米和房产 8,590.48 平方米。

表 16: 截至 2014 年末公司资产受限情况

项目	面积（平方米）	账面价值（亿元）	资产类型
存货	815,411.61	29.55	土地
固定资产	8,590.48	1.30	房产
合计		30.85	

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2014 年末，公司授信总额为 10.02 亿元，已全部使用。

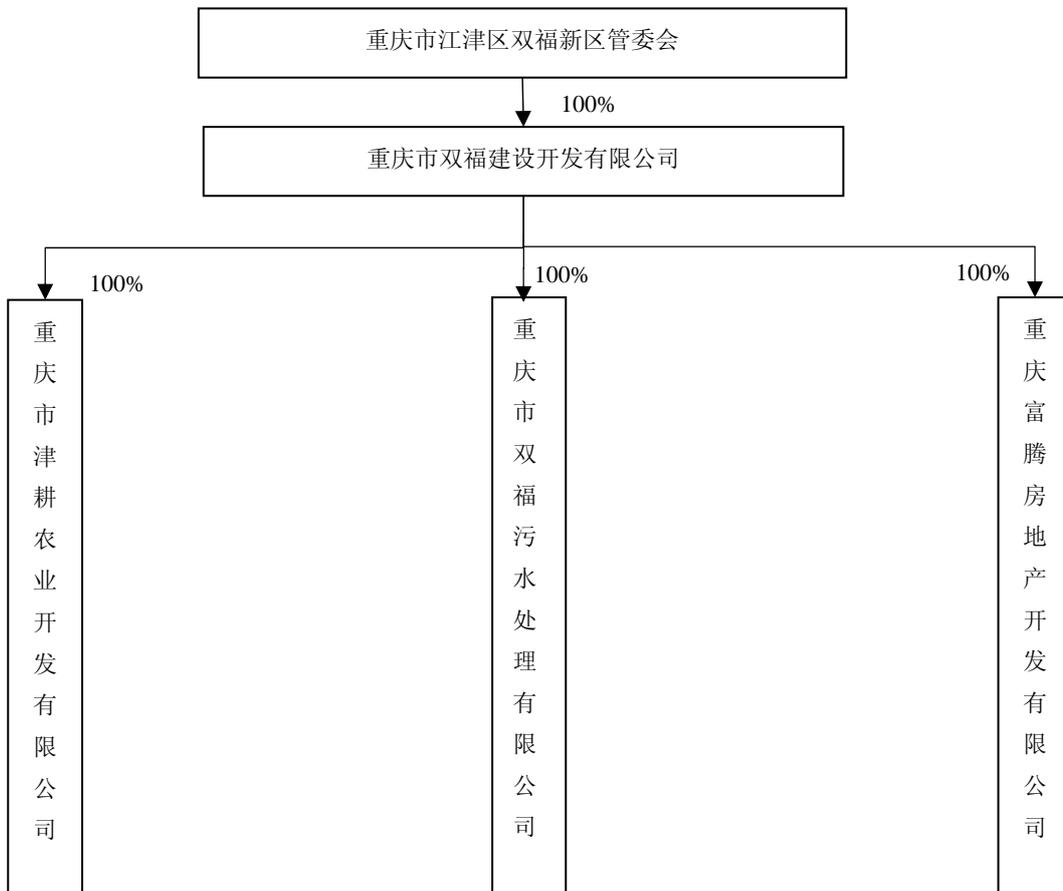
过往债务履约情况

截至 2014 年末，公司信用记录良好，无逾期未偿还或逾期偿还借款本金和利息等信贷违约记录。

结论

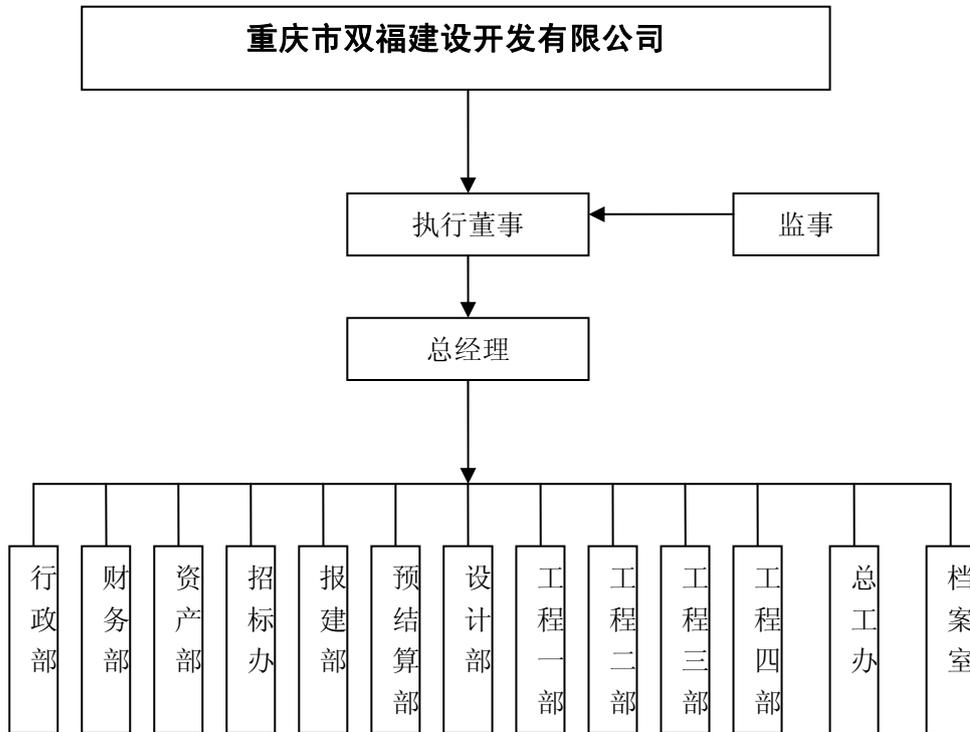
综上，中诚信国际维持重庆市双福建设开发有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“13 渝双福债”信用等级为 **AA**。

附一：重庆市双福建设开发有限公司股权结构（截至 2014 年末）



资料来源：公司提供

附二：重庆市双福建设开发有限公司组织结构图（截至 2014 年末）



资料来源：公司提供

附三：重庆市双福建设开发有限公司存货资产受限明细（截至 2014 年末）

序号	受限资产名称	产权证编号	面积 (平方米)	账面价值 (万元)	受限原因
1	江津双福新区 B5-8-1/01-2 号地块	203 房地证 2012 字第 01900 号	32,709.46	14,183.00	国银金融租赁有限公司抵押
		203 房地证 2012 字第 01901 号	32,150.88	13,942.00	
		203 房地证 2012 字第 01902 号	32,610.46	14,135.00	
2	江津双福新区 B1-05-6/01 号地块	203 房地证 2013 字第 15036 号	12,472.41	4,203.20	上海浦东发展有限公司重庆江津支行 1.15 亿贷款
3	江津双福新区 C3-05-1/01-2 号地块	203 房地证 2013 字第 15066 号	19,024.00	19,822.62	
		203 房地证 2013 字第 15067 号	30,758.00		
	江津双福新区 B1-02-4/01-1 号地块	203 房地证 2013 字第 15058 号	9,038.80		
4	江津双福新区 B5-8-1/01-1 号地块	203 房地证 2012 字第 02179 号	33,357.89	14,463.00	中国农业银行江津支行 1 亿元借款抵押，贷款余额 6,000 万元
	江津双福新区 C3-4-3/01-2 号地块	203 房地证 2012 字第 02355 号	25,065.00	7,376.00	
5	江津区双福新区 C4-10-1/01 号地块	203 房地证 2012 字第 50256 号	28,529.00	11,126.31	重庆三峡银行江津支行 2 亿元借款抵押，贷款余额 2 亿
		203 房地证 2012 字第 50259 号	36,633.00	14,286.87	
		203 房地证 2012 字第 50260 号	39,631.00	15,456.09	
6	江津区双福新区 B5-08-1/01-1 号地块	203 房地证 2012 字第 02178 号	34,740.03	14,069.71	中航信托股份有限公司 2.50 亿贷款
		203 房地证 2012 字第 02180 号	34,185.78	13,845.24	
	江津区双福新区 B2-08-2/01 号地块	203 房地证 2012 字第 02354 号	55,261.00	22,380.71	
7	江津区双福新区 A5-03-8/01 号地块	203 房地证 2012 字第 05248 号	35,447.33	15,525.93	重庆国际信托有限公司委托恒丰银行 1 亿委托贷款
8	新区 A3-01-3/01 号地块	203 房地证 2012 字第 50278 号	21,782.00	6,077.18	
9	江津区双福新区 A2-02-8/02 号地块	203 房地证 2012 字第 50279 号	12,705.00	2,947.56	
10	新区 A3-05-1/02 号地块	203 房地证 2012 字第 50276 号	9,756.00	2,263.39	
11	新区 B5-12-2-01 号地块	203 房地证 2013 字第 15756 号	5,067.82	2,500.00	
12	江津区双福新区 C3-03-6/02 号地块	203 房地证 2012 字第 50274 号	4,257.00	2,524.40	
13	新区 B2-08-3/01 号地块	203 房地证 2012 字第 02176 号	41,887.00	15,026.00	重庆农村商业银行江津支行 1.5 亿贷款，贷款余额 7,000 万
14	江津区双福新区 B5-08-1/01-1 号地块	203 房地证 2012 字第 02177 号	32,046.96	10,094.79	中国农业发展银行江津支行 2.08 亿贷款
15	江津区双福新区 B1-05-12/01-1 号地块	203 房地证 2013 字第 15023 号	31,196.37	8,423.02	
16	江津区双福新区 C2-07-4/01 号地块	203 房地证 2013 字第 15064 号	21,599.53	6,587.86	
17	江津区双福新区 C4-01-2/01-1 号地块	203 房地证 2013 字第 15060 号	24,208.76	7,286.84	
18		203 房地证 2013 字第 15062 号	24,303.65	7,315.40	
19		203 房地证 2013 字第 15050 号	24,139.68	7,266.04	
20		203 房地证 2013 字第 15053 号	23,625.61	7,442.07	
21	江津区双福新区 B5-08-8/02 号地块	203 房地证 2013 字第 15760 号	23,610.00	7,437.15	
22		203 房地证 2013 字第 15061 号	23,612.19	7,437.84	
合计			815,411.61	295,445.22	

资料来源：公司提供

附四：重庆市双福建设开发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)	2012	2013	2014
货币资金	27,127.70	17,152.49	40,564.63
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	89,357.78	126,259.74	142,807.44
存货净额	288,751.28	479,396.04	579,735.01
其他应收款	80,850.89	168,307.44	129,527.04
长期投资	745.00	745.00	6,745.00
固定资产(合计)	88,261.55	85,448.56	95,132.75
总资产	611,318.20	978,094.71	1,063,254.59
其他应付款	11,288.46	11,521.96	59,372.72
短期债务	49,000.00	82,888.95	41,160.95
长期债务	91,491.11	171,139.14	249,768.21
总债务	140,491.11	254,028.10	290,929.16
净债务	113,363.41	236,875.61	250,364.53
总负债	174,265.68	302,828.62	391,205.98
财务性利息支出	334.15	999.55	0.00
资本化利息支出	6,776.00	12,586.00	16,907.24
所有者权益(含少数股东权益)	437,052.52	675,266.09	672,048.61
营业总收入	68,981.24	113,345.66	148,085.24
三费前利润	6,392.26	11,095.29	14,976.28
投资收益	0.00	0.00	-0.24
EBIT	16,641.17	41,019.84	23,597.41
EBITDA	20,905.80	43,719.94	26,401.98
经营活动产生现金净流量	-58,220.48	-129,924.41	-12,913.57
投资活动产生现金净流量	-203.66	-65.73	-29.25
筹资活动产生现金净流量	58,549.00	145,014.92	23,944.94
现金及现金等价物净增加额	124.86	15,024.78	11,002.12
资本支出	203.66	67.53	29.81
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	9.63	10.16	10.48
三费收入比(%)	11.11	5.37	3.79
EBITDA/营业总收入(%)	30.31	38.57	17.83
总资产收益率(%)	2.98	5.16	2.31
流动比率(X)	6.16	6.68	6.71
速动比率(X)	2.67	3.04	2.61
存货周转率(X)	0.25	0.27	0.25
应收账款周转率(X)	0.91	1.05	1.10
资产负债率(%)	28.51	30.96	36.79
总资本化比率(%)	24.33	27.34	30.21
短期债务/总债务(%)	34.88	32.63	14.15
经营活动净现金/总债务(X)	-0.41	-0.51	-0.04
经营活动净现金/短期债务(X)	-1.19	-1.57	-0.31
经营活动净现金/利息支出(X)	-8.19	-9.56	-0.78
总债务/EBITDA(X)	6.72	5.81	11.02
EBITDA/短期债务(X)	0.43	0.53	0.64
EBITDA 利息倍数(X)	2.94	3.22	1.60

注：1、在计算总债务时，中诚信国际分别将 2012~2014 年末公司借入的融资租赁款等有息债务由长期应付款及其他应付款调至长期债务或短期债务计算；2、公司各期财务报告均执行新会计准则；3、利息支出不包括由江津区财政局和双福新区管委会承担的利息，这些利息支出计入其他应收款。

附五：基本财务指标的计算公式

长期投资 = 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 = 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 = 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 = 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

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (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 = 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)

附六：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。

附七：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。