

信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0274号

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2014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惠通债/11永川惠通债”、“12永川惠/12渝惠通债”和“14渝惠通/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惠通债/11永川惠通债”AA+的债项信用等级，维持“12永川惠/12渝惠通债”和“14渝惠通/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

二零一五年六月二十六日

重庆市永川区惠通建设发展有限公司 2015 年跟踪评级报告

受评对象 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 惠通债 /11 永川惠 通债	10	2011/03/14 ~2018/03/14	AA ⁺	AA ⁺
12 永川惠 /12 渝惠通 债	12	2012/10/16 ~2019/10/16	AA	AA
14 渝惠通 /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）	2012	2013	2014
总资产（亿元）	191.48	202.06	233.52
所有者权益（亿元）	129.85	132.38	138.15
总负债（亿元）	61.63	69.69	95.36
总债务（亿元）	52.21	57.13	84.60
营业总收入（亿元）	28.23	11.82	15.56
EBIT（亿元）	7.16	3.30	3.52
EBITDA（亿元）	7.43	3.53	3.75
经营活动净现金流（亿元）	7.74	5.84	-1.48
营业毛利率（%）	29.81	34.28	21.53
EBITDA/营业总收入（%）	26.32	29.91	24.08
总资产收益率（%）	4.53	1.68	1.62
资产负债率（%）	32.19	34.49	40.84
总资本化比率（%）	27.71	30.15	37.98
总债务/EBITDA（X）	6.70	16.16	22.59
EBITDA 利息倍数（X）	2.59	0.87	0.79

注：2012~2014 年财务报告均执行新会计准则。

分析师

项目负责人：杨 洋 yyang@ccxi.com.cn
项目组成员：赵艳艳 yyzhao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 6 月 26 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 惠通债/11 永川惠通债”信用等级为 **AA⁺**，维持“12 永川惠/12 渝惠通债”、“14 渝惠通/14 渝惠通债”信用等级为 **AA**。

中诚信国际肯定了永川区良好的区位优势和经济财政实力、永川新城独立的财政对新城建设提供的财力保障、充足的土地储备等对公司发展的积极作用，以及土地抵押担保对“11 惠通债/11 永川惠通债”还本付息形成较强的保障；同时中诚信国际也关注到营业收入波动性较大和到期偿债压力较大对公司未来整体信用状况的影响。

优 势

- **永川区具备良好的区位优势和经济财政实力。**作为重庆市规划建设的区域性中心城市之一，永川区经济、财政实力不断增强。2014 年，永川区地区生产总值 512.5 亿元，同比增长 12.8%；公共预算收入 38.9 亿元，同比增长 20.5%。
- **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。
- **公司拥有充足的土地。**截至 2014 年末，公司拥有已取得所有权证的土地 6,686.59 亩，充足的土地为公司获取土地出让收益和融资创造了有利条件。
- **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 惠通债/11 永川惠通债”提供担保，评估价值 11.70 亿元，对债券还本付息起到很强的保障作用。

关 注

- **公司营业收入波动性较大。**公司营业收入的绝大部分来自土地整治出让，土地出让的不确定性使公司收入呈现较大波动。
- **面临较大的偿债压力。**2015~2018 年，公司到期债务分别为 17.91 亿元、16.12 亿元、18.03 亿元和 14.61 亿元，公司面临较大的偿债压力。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在公司债券的存续期内进行定期跟踪评级。

募集资金项目进展

“11 惠通债/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建设项目。“12 永川惠/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、1.6 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。“14 渝惠通/14 渝惠通债”募集资金 18 亿元，全部用于永川区北部拓展区一期基础设施建设项目。截至 2014 年末，以上项目进展如下：

表 1：截至 2014 年末募集资金项目进展（亿元）

项目名称	预计完工时间	总投资	计划使用募集资金	已使用募集资金	项目进展情况
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	43.5	11.6	11.6	项目进入收尾阶段，完成工程量的 98.02%
永川区孙家口片区公租房工程	2015/08	11.5	6.8	5.2	场地平整已完成，目前正在进行基础工程，完成总投资的 60%
永川区新城公租房工程	2013/12	4.6	2.7	2.7	项目已全部完成
永川新城廉租住房二期工程	2013/12	0.9	0.9	0.9	项目已全部完成
永川区北部拓展区一期基础设施建设项目	2017/12	42.1	18.0	10.9	项目土地整治完成 60%，道路等基础设施建设以及配套完成 50%
合计		102.6	40.0	31.3	

注：由于管线搬迁延期，永川区孙家口片区公租房工程延期；部分项目实际投资额超出项目批复的投资概算

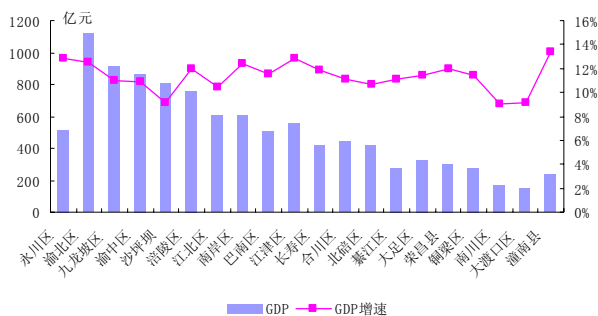
资料来源：惠通公司

近期关注

作为重庆市规划建设的区域性中心城市之一，永川区经济、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。2014 年，永川区实现地区生产总值 512.5 亿元，同比增长 12.8%。分产业看，第一产业增加值 44.6 亿元，同比增长 4.6%；第二产业增加值 293.7 亿元，同比增长 14.1%；第三产业增加值 174.2 亿元，同比增长 12.7%。三次产业结构由 2013 年的 9.8:55.1:35.1 调整为 8.7:57.3:34.0。

图 1：2014 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

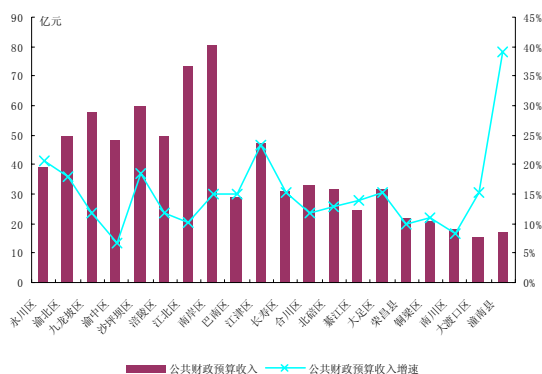
在“工业强区”的指导思想下，永川区继续贯彻落实“一区三园”的发展格局，在凤凰湖工业园重点打造电子信息、机械制造、材料工业等三大产业；在港桥工业园发展精细化工、有色金属加工、轻工建材等三大产业；三教工业园重点发展中轻型铸锻及加工产业。2014 年，永川区实现工业总产值 1,003 亿元，同比增长 28.6%。凤凰湖、港桥、三教三个工业园区规模以上工业企业实现工业产值 613.2 亿元，占全区规模以上工业总产值的 74.3%。

其中，凤凰湖工业园 436.1 亿元，同比增长 28.0%；港桥工业园 101 亿元，同比增长 68.7%；三教工业园 76.1 亿元，同比下降 5.5%。

在固定资产投资方面，2014 年全区完成投资 578.0 亿元，同比增长 24.2%。其中，工业园区完成投资 239.5 亿元，同比增长 40.9%。国内贸易方面，2014 年全区批发和零售业实现销售额 513.7 亿元，同比增长 22.1%；住宿餐饮业实现营业额 54.2 亿元，同比增长 16.9%。2014 年，全区实际利用内资 308 亿元，同比增长 24.8%；实际利用外资 2.1 亿美元，同比增长 26.3%。

从财政收入来看，2012~2014 年，永川区地方财政收入分别为 76.0 亿元、54.1 亿元和 70.3 亿元，波动主要由政府性基金收入所致。其中，公共预算收入分别为 30.6 亿元、32.3 亿元和 38.9 亿元，呈现稳步增长态势。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均处于重庆市中游水平。

图 2：2014 年重庆市一小时经济圈各区县一般公共预算收入及其增长



资料来源：重庆市财政局

财政支出方面，2012~2014 年，永川区公共预算支出分别为 56.9 亿元、60.6 亿元和 65.9 亿元，公共预算平衡率（公共预算收入/公共预算支出）分别为 53.78%、53.25%和 59.03%。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 2：2012~2014 年永川区财政收支情况

	2012	2013	2014
公共预算收入（亿元）	30.6	32.3	38.9
同比增长（%）	5.0	5.4	20.5
公共预算支出（亿元）	56.9	60.6	65.9
同比增长（%）	11.8	6.4	10.8

资料来源：永川区财政局

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。

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、土地整治、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。

2014 年，永川新城管委会实现财政收入 27.46 亿元，其中税收收入 7.46 亿元，非税收入 2.78 亿元，基金收入 16.64 亿元。2014 年受宏观经济波动的影响，永川新城管委会的财政收入有所增加，未来新区财政情况还需依赖整体经济的增速。

总体上，新城建管委具有独立的财权，且新城建立时间较短，历史负担较轻，能够为新城建设提

供较好的财力保障。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。

公司土地出让收入较上年有所提升，为项目建设提供了必要的资金支持

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。2012~2014 年，公司分别投资 6.34 亿元、10.86 亿元和 12.28 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。2012~2014 年，公司分别安排 3,069.09 亩、832.10 亩和 1,292.69 亩土地上市，分别取得土地出让综合价金 28.20 亿元、11.80 亿元和 15.48 亿元。2014 年土地出让面积和综合价金较上年增加，但每亩单价较上年有所下降。

表 3：2012~2014 年公司土地整治业务运营情况

	2012	2013	2014
土地整治面积（亩）	1,626.57	535.98	1,897.05
土地整治支出（万元）	63,436.37	108,606.70	122,808.80
土地出让面积（亩）	3,069.09	832.10	1,292.69
土地出让综合价金（万元）	282,024.20	117,961.90	154,808.81
土地出让单价（万元/亩）	91.89	141.76	119.76

资料来源：惠通公司

截至 2014 年末，公司拥有已取得所有权证的土地 6,686.59 亩，其中 4,123.99 亩已抵押。此外，公司未取得所有权证的土地约 3,600 亩。公司根据项目投资的需要，同时考虑宏观经济和土地市场形势，有节奏地安排土地上市，为公司发展和项目建设提供了必要的资金支持。

公司承担着永川新城基础设施建设的任务，在建项目顺利推进

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。

2014 年，公司主要在建项目 14 个（除东部拓展），总投资 42.05 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 2014 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	12.30	2015
安置房	7.30	9.48	2017
永川中学	5.00	8.15	2016
文曲公园	4.30	1.43	2017
道路工程	6.90	7.64	2017
观音岩公园	1.24	7.52	2017
匝道口迁建	2.00	2.15	2015
廉租房二期	1.50	1.87	2015
探花公园	0.80	1.80	2017
产业大厦	1.50	0.96	2017
外包楼		1.05	2016
外包楼 B	5.60	2.22	2016
高铁站	2.96	1.35	2016
兴龙湖小学	0.60	1.11	2017
东部拓展	-	7.89	2017
合计	--	66.92	

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，表内东部拓展项目主要包括零散的绿化工程以及一些间接费用，暂无计划总投资。

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 2011~2013 年三年连审财务报告和 2014 年财务报告。

持续的资产注入使公司资产负债率维持合理水平，但土地出让具有不确定性，公司资产变现能力一般

作为永川新城建设的投融资主体，公司承担永川新城内土地整治、基础设施建设等任务，近年来公司资产规模持续增大。截至 2014 年末，公司总资产为 233.52 亿元，较上年末的 202.06 亿元增长 15.57%。

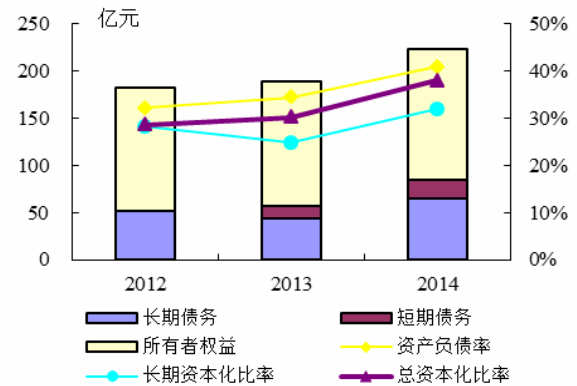
根据永川新城的发展战略规划，新城建管委向公司注入土地。公司对取得的土地进行整治，土地整治期间发生的各项费用由公司垫付，计入存货。2012~2014 年末，公司存货分别为 118.08 亿元、122.23 亿元和 127.02 亿元。公司将其整治的土地交由永川区国土局出让，取得土地出让综合价金之后，将相关费用从存货结转到营业成本。除土地整治外，公司还承担了永川新城基础设施建设、保障房开发任务。以上项目的建设费用也由公司垫付，计入在建工程。2012~2014 年末，公司在建工程分别为 53.88 亿元、64.00 亿元和 78.25 亿元。

负债方面，2012~2014 年末，公司总负债分别为 61.63 亿元、69.69 亿元和 95.36 亿元。从有息债务看，2012~2014 年末，公司总债务分别为 52.21 亿元、57.13 亿元和 84.60 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 2014 年末，公司长期借款 27.42 亿元、一年内到期的长期借款 17.21 亿元。此外，公司于 2011 年、2012 年和 2014 年分别发行 10 亿元、12 亿元和 18 亿元的企业债券。

由于新城建管委持续的资产、资金注入和公司未分配利润的增加，公司所有者权益持续增长，2012~2014 年末分别为 129.85 亿元、132.38 亿元和 138.15 亿元。2014 年末，公司资产负债率、总资本

化比率分别为 40.84%和 37.98%，仍然控制在合理范围。

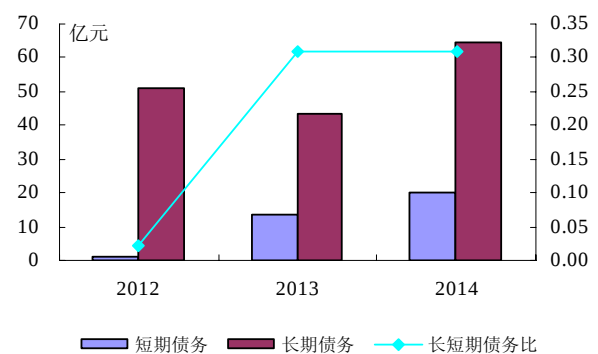
图 3：2012~2014 年公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

从债务结构来看，截至 2014 年末，公司长期债务 64.63 亿元、短期债务 19.97 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）0.31 倍，与上年末持平。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到以一年内到期的非流动负债为主的短期债务增加较快，公司面临较大的短期偿债压力。

图 4：2012~2014 年公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告

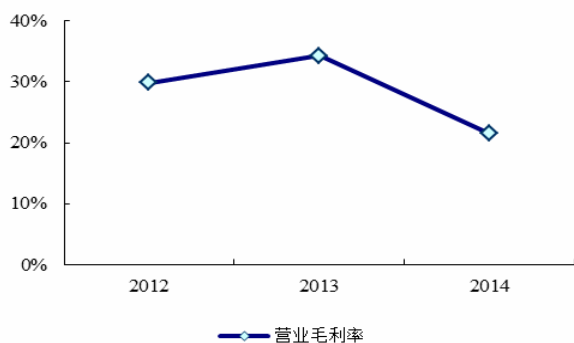
总体上，新城建管委持续向公司注入土地，为公司对外融资提供有效抵押资产的同时，也在一定程度上控制了公司资产负债水平。中诚信国际也注意到，公司资产以待整治土地为主，受宏观经济形势、土地政策等因素影响，土地出让具有不确定性，公司资产变现能力一般。

土地整治收入贡献了公司营业收入的绝大部分，为公司项目建设提供了资金保障，但土地出让的不确定性使收入呈现较大波动

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。2012~2014 年，公司营业总收入分别为 28.23 亿元、11.82 亿元和 15.56 亿元。

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。2012~2014 年，公司营业毛利率分别为 29.81%、34.28%和 21.53%。

图 5：2012~2014 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，公司还有较大部分借款费用资本化，财务费用总体保持较低水平。2014 年，公司三费合计 1.00 亿元，三费收入占比 6.42%，较上年下降明显。

表 5：2012~2014 年公司期间费用分析

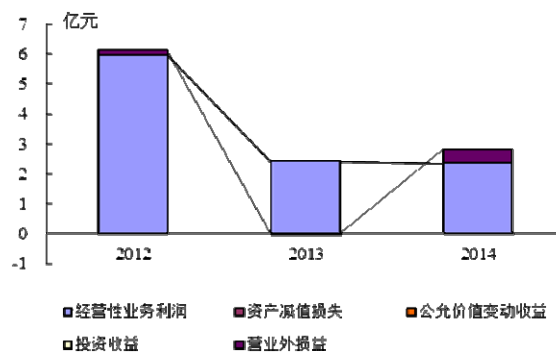
	2012	2013	2014
销售费用（亿元）	-	-	-
管理费用（亿元）	0.25	0.34	0.35
财务费用（亿元）	1.28	0.91	0.65
三费合计（亿元）	1.52	1.25	1.00
营业总收入（亿元）	28.23	11.82	15.56
三费收入占比（%）	5.39	10.54	6.42

资料来源：公司财务报告

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2012~2014 年，公司经营性业务利润分别为 5.96 亿

元、2.41 亿元和 2.34 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。2014 年，公司获得政府补助 0.55 亿元。

图 6：2012~2014 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。但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，为弥补资金缺口公司扩大融资规模

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。2012~2014 年，公司以上两项现金流出合计分别为 40.18 亿元、19.12 亿元和 29.16 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。2012~2014 年，公司经营活动现金流入分别为 31.27 亿元、18.54 亿元和 13.55 亿元。

公司在永川新城建设上的现金流出一般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。2012~2014 年，公司筹资活动净现金流分别为 12.61 亿元、-1.12 亿元和 21.67 亿元。从筹资方式看，2014 年公司增加银行借款，并发行 18 亿元的企业债。

公司从征地拆迁到配套设施建设再到土地出让具有一定周期，因此，在永川新城建设的中前期，公司投资现金流持续为负。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，公司将逐渐进入到投资—回收—再投资的良性循环。

表 6：2012~2014 年公司现金流结构分析（亿元）

	2012	2013	2014
经营活动现金流入	31.27	18.54	13.55
经营活动现金流出	23.53	12.69	15.03
经营活动净现金流	7.74	5.84	-1.48
投资活动现金流入	0.28	0.00	0.00
投资活动现金流出	16.65	6.43	14.14
投资活动净现金流	-16.37	-6.43	-14.14
筹资活动现金流入	22.09	10.42	39.54
其中：吸收投资	0.00	0.47	0.82
借款	22.09	9.95	38.72
筹资活动现金流出	9.48	11.54	17.87
其中：偿还债务	6.68	7.07	10.05
筹资活动净现金流	12.61	-1.12	21.67
现金及现金等价物净增加	3.97	-1.70	6.05

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，公司债务水平面临进一步上升压力

随着永川新城建设的推进，公司债务规模不断增长。截至 2014 年末，公司总债务 84.60 亿元，较上年末增加 27.47 亿元。总债务的增加使得 EBITDA 对其覆盖能力持续弱化，2012~2014 年总债务/EBITDA 分别为 7.03 倍、16.16 倍和 22.59 倍；EBITDA 对利息的保障作用也趋于减弱，2014 年 EBITDA 利息保障倍数为 0.79 倍。2014 年，公司经营净现金流为负，难以对总债务和利息形成有效保障。

表 7：2012~2014 年公司偿债能力分析

	2012	2013	2014
短期债务（亿元）	1.10	13.47	19.97
长期债务（亿元）	51.11	43.66	64.63
总债务（亿元）	52.21	57.13	84.60
净债务（亿元）	44.92	51.54	71.63
总债务/经营活动净现金流（X）	6.75	9.78	-57.31
总债务/EBITDA（X）	7.03	16.16	22.59
EBITDA 利息保障系数（X）	2.59	0.87	0.79
经营活动净现金流利息保障系数（X）	2.70	1.45	-0.31

资料来源：公司财务报告

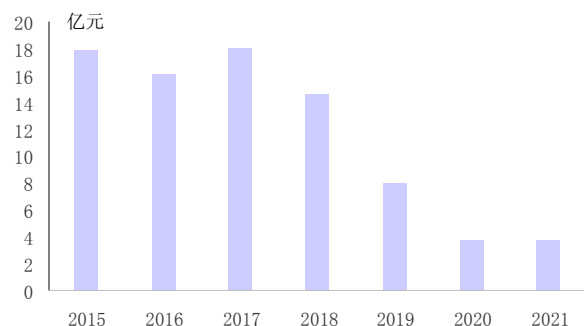
对外担保方面，截至 2014 年末，公司对重庆市永南建筑工程有限责任公司、重庆市昌州实业（集团）建筑有限公司和重庆市永川区建设投资有限公司提供抵押担保，担保金额 5.54 亿元，对重庆

市博望建筑工程有限公司提供一般保证担保，担保金额 0.40 亿元。

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 2014 年末，公司共获得银行授信额度 38.95 亿元，已全部使用。

从债务到期情况看，2015~2018 年是公司债务到期高峰，到期债务分别为 17.91 亿元、16.12 亿元、18.03 亿元和 14.61 亿元。届时，公司将面临较大的偿债压力。

图 7：截至 2014 年末公司到期债务分布（亿元）



资料来源：惠通公司

偿债保障措施

“11 惠通债/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 2015 年 6 月 4 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 65,720 万元，合计 116,959 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 惠通债/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。

过往债务履约情况

根据公司提供的资料显示，截至 2014 年末公司对银行借款和其他债务的还款和信用记录良好，不存在不良贷款和违约记录。

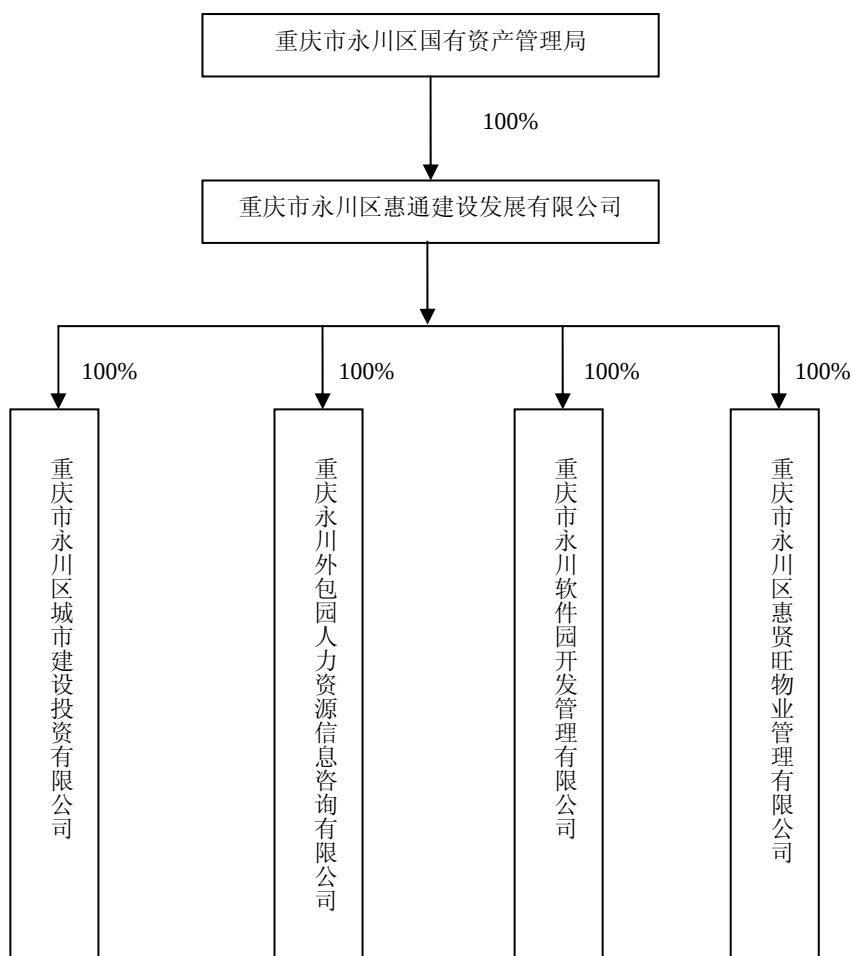
截至 2014 年末，公司债务融资工具“11 惠通

债/11 永川惠通债”“12 永川惠/12 渝惠通债”“14 渝惠通/14 渝惠通债”公司均按时还本付息。

结 论

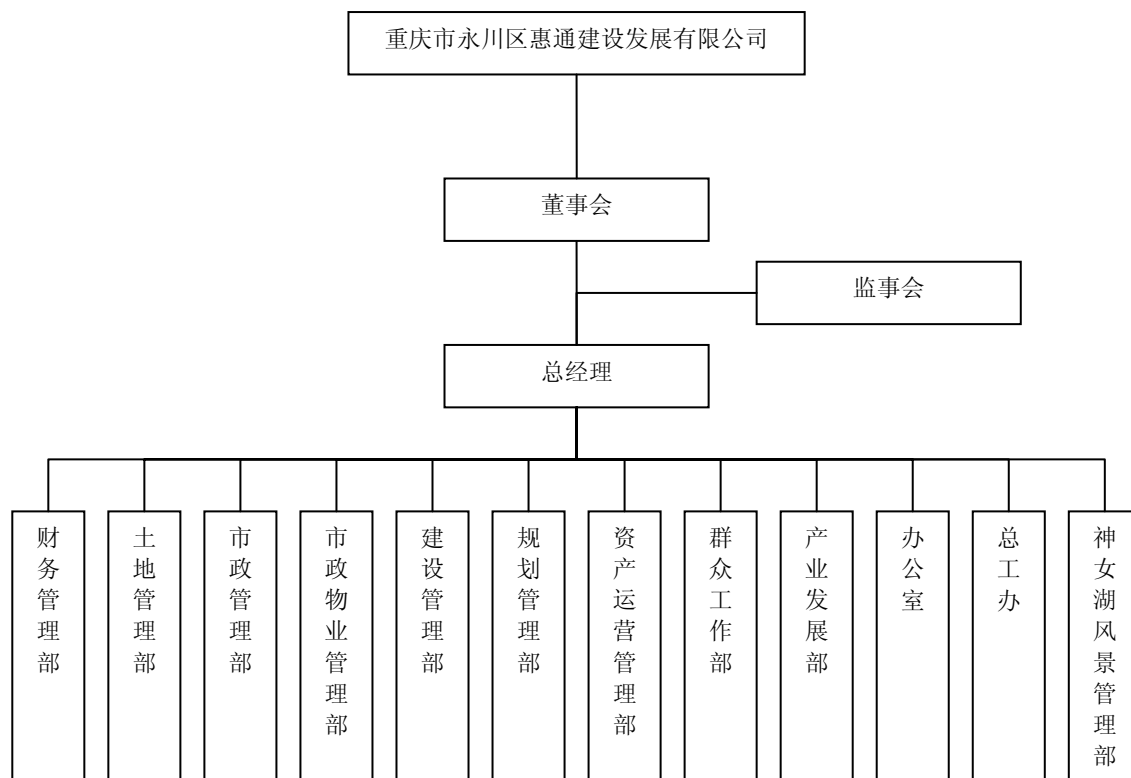
中诚信国际维持重庆市永川区惠通建设发展有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“11 惠通债/11 永川惠通债”信用等级为 **AA⁺**，维持“12 永川惠/12 渝惠通债”、“14 渝惠通/14 渝惠通债”信用等级为 **AA**。

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 2014 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

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 2014 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

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指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2012	2013	2014
货币资金	72,912.83	55,906.45	129,743.40
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	7,575.37	1.44	17,520.75
存货净额	1,180,781.81	1,222,306.37	1,270,181.35
其他应收款	44,987.09	44,694.75	58,577.57
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	594,608.87	696,183.51	845,281.43
总资产	1,914,838.52	2,020,627.56	2,335,153.90
其他应付款	19,514.32	44,116.41	42,537.13
短期债务	11,000.00	134,712.00	199,652.00
长期债务	511,119.48	436,561.97	646,342.20
总债务	522,119.48	571,273.97	845,994.20
净债务	449,206.64	515,367.52	716,250.79
总负债	616,299.30	696,873.67	953,615.10
财务性利息支出	10,371.66	8,865.11	7,069.82
资本化利息支出	18,276.96	31,568.00	40,354.43
所有者权益	1,298,539.22	1,323,753.89	1,381,538.80
营业总收入	282,319.50	118,161.46	155,563.43
三费前利润	74,842.05	36,600.58	33,406.62
投资收益	0.00	0.00	0.00
EBIT	71,602.88	32,980.26	35,203.29
EBITDA	74,294.72	35,347.76	37,455.76
经营活动产生现金净流量	77,408.16	58,434.88	-14,762.16
投资活动产生现金净流量	-163,744.98	-64,272.95	-141,352.64
筹资活动产生现金净流量	126,079.72	-11,168.32	216,651.75
现金及现金等价物净增加额	39,742.90	-17,006.38	60,536.95
资本支出	166,548.98	64,272.95	141,353.84
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	29.81	34.28	21.53
三费收入比（%）	5.39	10.54	6.42
EBITDA/营业总收入（%）	26.32	29.91	24.08
总资产收益率（%）	4.53	1.68	1.62
流动比率（X）	12.55	5.09	4.81
速动比率（X）	1.33	0.39	0.68
存货周转率（X）	0.20	0.06	0.10
应收账款周转率（X）	59.85	31.19	17.76
资产负债率（%）	32.19	34.49	40.84
总资本化比率（%）	28.68	30.15	37.98
短期债务/总债务（%）	2.11	23.58	23.60
经营活动净现金流/总债务（X）	0.15	0.10	-0.02
经营活动净现金流/短期债务（X）	7.04	0.43	-0.07
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.70	1.45	-0.31
总债务/EBITDA（X）	7.03	16.16	22.59
EBITDA/短期债务（X）	6.75	0.26	0.19
EBITDA 利息倍数（X）	2.59	0.87	0.79

注：2012~2014 年财务报告均执行新会计准则。

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。