

信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0363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“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“13渝西物流债/13渝物流”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

二零一五年六月二十九日

重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司 2015 年跟踪信用评级报告

发行主体 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)	2012	2013	2014
总资产(亿元)	172.42	200.71	257.69
所有者权益(亿元)	115.26	117.39	126.30
总负债(亿元)	57.16	83.31	131.40
总债务(亿元)	17.13	40.46	77.01
主营业务收入(亿元)	2.36	1.12	6.56
EBIT(亿元)	1.20	1.94	2.85
EBITDA(亿元)	1.25	1.99	2.90
经营活动净现金流(亿元)	1.87	-2.29	5.11
主营业务毛利率(%)	22.30	96.05	35.33
EBITDA/主营业务收入(%)	53.07	177.87	44.14
总资产收益率(%)	0.83	1.04	1.24
资产负债率(%)	33.15	41.51	50.99
总资本化比率(%)	12.94	25.63	37.88
总债务/EBITDA(X)	13.69	20.37	26.59
EBITDA 利息倍数(X)	0.83	1.01	0.66

注：1、2012~2014 年财务报告按照旧会计准则编制；2、将 2014 年的其他应付款中的中国长城资产管理公司、建信资本管理有限责任公司和中国东方资产管理公司的借款共计 14.17 亿元调至长期借款。

分析师

项目负责人：尹玉洁 yjyin@ccxi.com.cn

项目组成员：徐浩森 hmxu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 6 月 29 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平稳增强的经济财政实力、公司充足的土地资源以及收入规模大幅增长且经营活动净现金流显著改善等因素对公司发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到资本支出压力较大、公司收入对当地财政依赖性较强以及宏观政策变化给公司经营带来不确定性等对公司未来整体信用状况的影响。

优势

- **沙坪坝区经济发展快速，财政实力保持平稳。**2014 年，沙坪坝区实现地区生产总值（GDP）809.2 亿元，较上年增长 9.1%。2014 年沙坪坝区完成地方公共财政预算收入 60.08 亿元，为公司的发展奠定了良好的基础。
- **公司拥有充足的土地资产。**截至 2014 年末，公司拥有 1.74 万亩的土地使用权，较上年有所增长，其中划拨用地 2,053.76 亩，储备用地 15,324.89 亩，为公司融资提供一定保障。
- **收入规模大幅增长，经营活动净现金流显著改善。**2014 年公司获得 4.99 亿元保障房收入，大幅提升了公司营业总收入规模；同时，公司于 2014 年获得经营活动净现金流 5.11 亿元，现金流的改善一定程度上增强了公司的偿付能力。

关注

- **资本支出压力较大，资产负债率存在上行压力。**近年来公司债务规模逐年攀升，导致资产负债率持续增长，2012~2014 年分别为 33.15%、41.51% 和 50.99%，考虑到公司未来投资计划，资产负债率存在上行压力。
- **公司收入对当地财政依赖性较强。**公司主要收入来源为保障房收入和土地整治管理费收入，收入稳定性取决于政府回购款和管理费是否足额及时到位，此外，公司完成的基础设施项目尚未进行回购，公司收入对当地财政依赖度较高。
- **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。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

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 2014 年底，募集资金已全部投入使用。

表 1：截至 2014 年底公司募投项目进展情况（亿元）

项目	总投资	已使用募集资金	项目进展情况
重庆西部现代物流园土主经济适用房建设项目	8.10	3.90	已完工
重庆西部现代物流园回龙坝经济适用房建设项目	10.00	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	13.66	6.10	中段完工，南段在建，北段待开工
合计	31.76	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

重庆市位于长江上游，东邻湖北、湖南，南靠贵州，西接四川，北连陕西，是中西部地区唯一的直辖市，也是西南工商业重镇和水陆交通枢纽。全市面积 8.24 万平方公里，下辖 19 个行政区和 19 个县（自治县）。

《国务院关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》将重庆市的发展正式列入国家层面的战略规划，提出把重庆市建设成为西部地区的重要增长极。以中央直辖、三峡工程建设、西部大开发为契机，重庆市经济全面发展，形成了电子信息、汽车、装备制造、综合化工、材料、能源和消费品制造等千亿级产业集群。

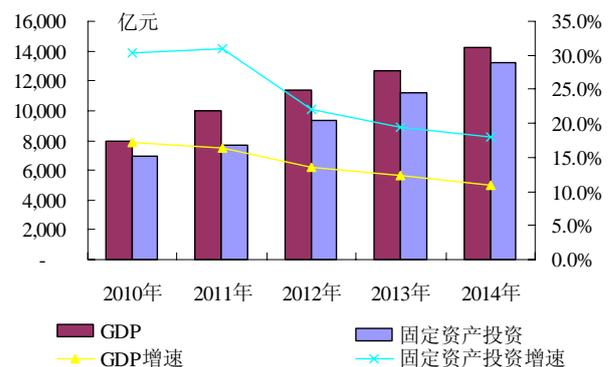
重庆两江新区是上海浦东新区、天津滨海新区

之后，由国务院直接批复的第三个国家级新区。两江新区规划面积 1,200 平方公里，其中可开发面积 550 平方公里，涵盖江北区、渝北区、北碚区三个行政区部分区域及北部新区。两江新区享有西部大开发优惠政策、统筹城乡综合配套改革先行先试政策以及比照浦东新区、滨海新区的开发开放政策。在产业布局上，两江新区将形成轨道交通、电力装备（含核电、风电等）、新能源汽车、电子信息、节能材料等五大战略性新兴产业，以及国家级研发总部、重大科研成果转化基地、数据中心等三大战略性新兴产业创新功能布局，形成“5+3”的战略性布局。

2014 年，重庆市实现地区生产总值（GDP）14,265.40 亿元，比上年增长 10.9%。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 1,061.03 亿元、6,531.86 亿元、6,672.51 亿元，同比增速分别为 4.4%、12.7% 及 10.0%，三次产业结构比为 7.4: 45.8: 46.8。按常住人口计算，全年人均 GDP 达到 47,859 元，比上年增长 10.0%。

2014 年，重庆市完成固定资产投资总额 13,223.75 亿元，比上年增长 18.0%，其中第三产业投资 8,568.97 亿元，

图 1：2010~2014 年重庆市主要经济指标



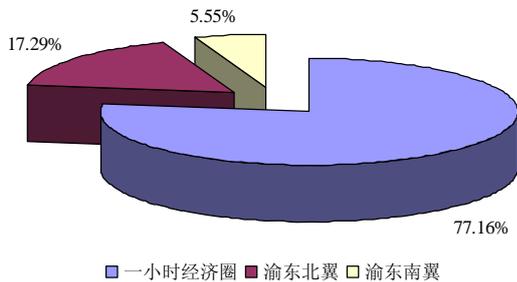
资料来源：重庆市统计信息网

为发挥大城市对大农村的辐射和带动效应，重庆市确立了“一圈两翼”的发展战略，即以主城区为核心、一小时通勤距离为半径的范围内，创造条件形成一个具有明显集聚效应、规模经济和竞争优势的城市群，带动渝东南、渝东北“两翼”地区发

展。同时，为解决各区县功能定位不明确、同质化发展、招商引资无序竞争等问题，重庆市被进一步细划分为五大功能区，即都市功能核心区、都市功能拓展区、城市发展新区、渝东北生态涵养发展区和渝东南生态保护发展区。其中前三个功能区域构成今后重庆的大都市区，后两个功能区域是重庆的大生态区，主要为了在发展中加强生态保护、在增强生态涵养中加快发展。

2014年，属于“一小时经济圈”的都市功能核心区、都市功能拓展区和城市发展新区分别实现地区生产总值2,944.22亿元、3,344.83亿元和4,718.08亿元，分别占全市生产总值的20.64%、23.45%和33.07%；渝东北翼生态涵养发展区实现地区生产总值2,466.75亿元，占全市的17.29%；渝东南翼生态保护发展区实现地区生产总值791.52亿元，占全市的5.55%。

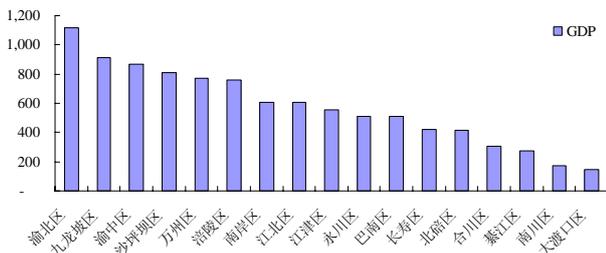
图 2：2014 年重庆市地区生产总值构成



资料来源：重庆市统计公报

总体来看，重庆市各区县的经济发 展不均衡，2014 年重庆市 GDP 排名前五的区分别是渝北区、九龙坡区、渝中区、沙坪坝区和万州区，重庆市主城九区中，巴南区、北碚区和大渡口区的经济总量排在较后位置。重庆市 GDP 排名靠后的区县主要集中在“两翼”地区。

图 3：2014 年重庆市部分区县 GDP 情况



资料来源：重庆市统计局

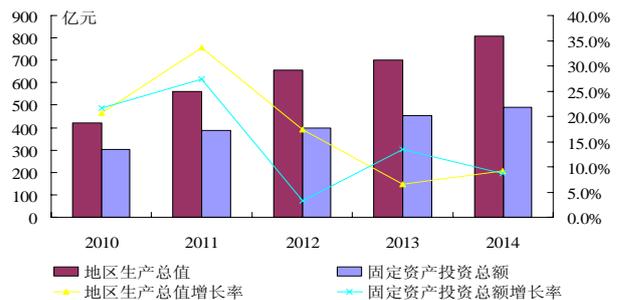
在一带一路、三峡工程建设等政策叠加的作用下，重庆市经济实力显著增强。重庆市自身经济实力较强，笔记本相关产业、汽车、摩托车产业发达，随着西部大开发战略的深入，重庆市的经济发展基础将更加坚实。但中诚信国际也注意到，重庆市经济发展质量不高、自主创新能力不强、产业结构有待优化，房地产等相关行业对经济贡献较大，但房地产行业风险不断积聚，这些都将成为制约其经济发展的因素；另外，分属“一圈两翼”的各个区县初步形成协同效应但发展不平衡的问题仍较为突出。

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。2014 年末，全区常住人口 111.2 万人，常住人口城镇化率 94.09%。

2014 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 809.2 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.1%；固定资产投资总额 491.7 亿元，比上年增长 8.7%。分产业看，第一产业实现增加值 5.6 亿元，比上年增长 1.4%，第二和第三产业分别实现增加值 463 亿元和 340.6 亿元，同比分别增长 9.4%和 8.7%。三次产业结构比为 0.7:57.2:42.1。

图 4：2010 ~2014 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，2014年第三产业对GDP的贡献率由2010年的34.3%上升至38.1%，同时第二产业对GDP的贡献率由2010年的65.4%下降至61.8%。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。

2014年沙坪坝区完成全社会固定资产投资491.7亿元，比上年增长8.7%。其中，500万元以上的建设与改造投资项目数335个，完成投资243.3亿元，比上年增长17.6%。

财政收入方面，2012~2014年沙坪坝地方公共财政预算收入实现稳步增长，分别为48.11亿元、50.65亿元和60.08亿元，年均复合增长率为11.75%；同期，税收收入分别为29.94亿元、35.97亿元和42.21亿元。从2014年来看，税收收入占公共财政预算收入的70.26%，其中营业税、契税、城镇土地使用税和耕地占用税是税收收入的主要来源；非税收入主要为国有资源（资产）有偿使用收入。2012~2014年，沙坪坝区获得转移性收入分别为17.06亿元、20.38亿元和23.46亿元，上级补助收入逐年增长对沙坪坝区财政实力形成有益补充。

表 2：2012~2014 年沙坪坝区财政收入情况（亿元）

	2012	2013	2014
公共财政预算收入(1)	48.11	50.65	60.08
其中：税收收入	29.94	35.97	42.21
转移性收入(2)	17.06	20.38	23.46
基金预算收入(3)	0.16	0.19	0.17
上年结余(4)	35.02	19.74	13.51
区本级可支配财力(5)	100.35	90.96	97.22

注：（5）可支配财力=(1)+(2)+(3)+(4)

资料来源：公司提供

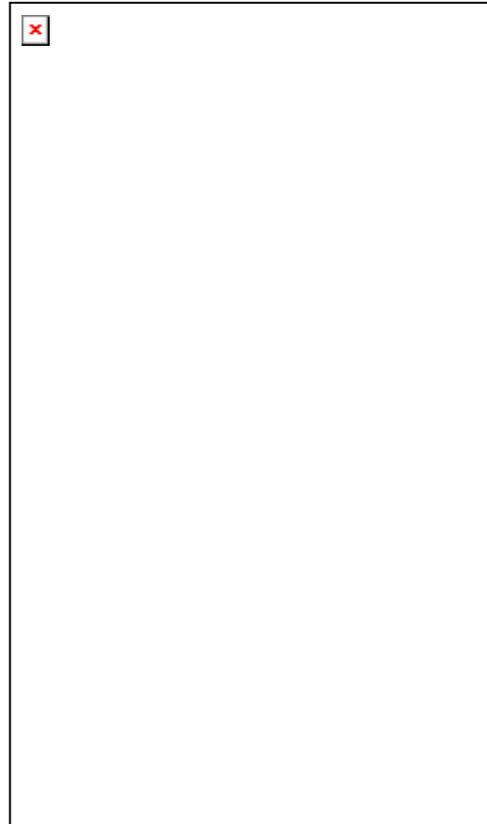
总体来看，沙坪坝区经济增长态势良好，财政收入结构合理，逐年增长的税收收入为其财政实力的平稳增长奠定了基础。未来随着大学城、微电子园区和物流基地开发建设，经济总量将得到进一步

提升。中诚信国际预计在未来几年内，沙坪坝区综合财力仍将保持平稳增长，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。重庆西部现代物流园规划范围面积约35.28平方公里，位于内环快速与绕城高速、中梁山与缙云山之间的槽谷地带，为都市功能拓展区，北侧为北碚区，南侧为微电园、市城投公司用地，东侧为中梁山、西侧为梁滩河。

图 5：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

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，重庆铁路口岸开发建设有限公司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。

截至 2014 年末，铁路口岸总规已通过市政府常务会议审定；汽车整车进口口岸建设已如期完成，2014 年 10 月国家海关总署、质检总局、商务部、工信部联合对整车口岸进行了正式验收；首期 5.4 万平米普通保税仓建设前期工作同步推进，方案设计、手续办理等建设前期准备工作同步启动；完成了重庆铁路口岸设立进口原木、植物种苗指定口岸项目可研报告，并向市政府、检验检疫局提交申报报告。

产业招商方面，2014 年末已签约入驻物流园的项目包括中集、中石油、公运、民生、医药等 17 个，521 户企业签订总部经济发展协议。

2015 年，物流园的主要任务包括：启动一纵线（中心站立交至狮子岩沙区段）、二横线（园区段）的征地拆迁工作，以打通园区货运主干道；开展物流园与青凤工业园连接道路建设工程的前期工作；继续推进园区内的征地拆迁工作，以保障园区用地需求；推动康安花园公租房工程建设，以解决物流园入园企业等园区配套单位的住房民生问题；完成重庆铁路保税物流中心（B 保）一期 A 区工程，完善铁路口岸配套功能。

重庆市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。2014 年，“渝新欧”国际铁路联运大通道发送及回程列车数共计 123 班，发送及回程集

装箱数共计 10,291 标箱。

土地整理业务放缓，政府代建业务运营平稳，入园企业建设进展顺利

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交由重庆市土地和矿业产权交易中心招拍挂的模式运作；土地整理完成并招拍挂后，财政收取入园企业土地出让价款，将土地成本全额返还公司，同时出让金扣除相关税费后全额返还至公司；同时为确保公司利润，区财政局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（以下简称“区征地办”）直接负责实施，重庆西部现代物流园管理委员会（以下简称“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。

2014 年，受宏观经济增速放缓和房地产调整政策影响，公司土地整理和出让进度放缓，2014 年物流园完成出让土地 521 亩，形成出让收入 2.54 亿元。同期，公司完成征地面积 230 亩，截至 2014 年末公司累计完成征地 18,758 亩，2015 年计划征地 4,500 亩，征地成本预计约为 39 万/亩。截至 2014 年末，公司拥有 1.74 万亩的土地使用权，其中划拨用地 2,053.76 亩，储备用地 15,324.89 亩，为公司融资提供一定保障。

基础设施建设方面，公司所承做园区内的基建工程主要以代建模式进行，区财政局按照总投资额的 8% 提取管理费。截至 2014 年末，公司累计完成投资约 80 亿元，资金来源多为银行融资，其中永辉、大川、中石油、公运、美盈森、中集 A 区及 B 区 6 个项目已基本投入运营。2014 年公司完成了重庆铁路口岸一期整车进口口岸项目、奎安大道南段、中干东线南段等共计 9 个项目，总投资 12.37

亿元，已全部完工，大部分尚未回购。

表 3：截至 2014 年末公司主要基础设施项目建设情况（亿元）

项目	总投资	截至 2014 年末已投资	建设进度	2015 年计划投资	建设周期
多式联运区北侧	3.49	3.49		0.00	2013.08~2014.12
堃安大道南段	3.56	3.56		0.00	2012.12~2014.12
中干东线南段	2.40	2.40		0.00	2013.08~2014.12
中国西部生产资料市场片区市政工程及地块平整工程	0.64	0.64		0.00	2014.04~2014.12
多式联运区支线道路	0.24	0.24	已完工	0.00	2014.04~2014.12
土主片区支线道路	0.16	0.16		0.00	2014.04~2014.12
物流园观景平台工程	0.01	0.01		0.00	2014.03~2014.12
北线跨线桥至中干线段团歇路改扩建工程	0.07	0.07		0.00	2014.8~2014.12
重庆铁路口岸一期整车进口口岸项目	1.80	1.80		0.00	2014.1~2014.8
重庆铁路保税物流中心（B 型）一期（A 区）	5.01	0.00		5.01	2015.1~2015.12
中干东线上跨铁路桥工程	0.45	0.00		0.13	2015.12~2017.12
生产资料市场片区市政及地块平整工程	6.21	0.00		4.21	2015.12~2017.12
物流园三角坝区、二横线涉铁路部分道路管网工程及地块平整工程	0.31	0.00	拟建	0.05	2015.12~2017.12
中央商务片区市政及地块平整工程	8.39	0.00		2.06	2015.12~2017.12
园区景观提档升级	0.30	0.00		0.06	2015.12~2016.12
合计	33.04	12.37		11.52	--

资料来源：公司提供

招商引资方面，2014 年物流园管委会新引进产业项目 4 个，分别为平安投资合作协议（金融合作项目）、五洲国际工业品博览城、意大利维龙西部跨境电商总部基地和汽车检测线合资运营公司（运营合作项目），新引进企业 52 户。目前，物流园有 8 个重点储备项目，包括软通动力跨境电商服务平台、中艺文化产业园、进口植物检验检疫基地、哈铁快运重庆集货分拨中心、平安运输交易服务产业园、平安汽车供应链金融产业园、道尔顿国际学校和中艺奥特莱斯。2014 年物流园实现入库税金 9.82 亿元。

保障房项目征地拆迁有序进行，部分拟建项目已开展前期工作，未来公司面临一定资金缺口

保障房开发建设由公司本部负责建设运营，安置房建设用地由区国土局划拨给公司统一开发建

设，被拆迁农民可获得区征地办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回购的方式收回安置房建造成本。截至 2014 年末，园区征地涉及土主、回龙坝两镇 11 个村 90 个合作社，公司共完成拆迁安置土主镇及回龙坝镇居民 1.42 万人。2014 年公司投入了 22.15 亿元（含基础设施建设项目和保障房项目）用于拆迁工程，包括直接费用 8.18 亿元、税费规费 8.70 亿元和利息支出 5.27 亿元，其中上缴的税费规费将在往来款中返还公司。

工程建设方面，2014 年，公司完成了土主经适用房、回龙坝经适用房安置房的办理权证及分发工作、完成了物流园公租房的场地平整、同时推进了回龙坝安置区 3#地块和 4#地块的部分拆迁工作及前期设计规划工作；当年公司投资 0.25 亿元用于上述建设。

截至 2014 年末，公司保障房项目总投资 58.38

亿元，已完成投资 13.31 亿元，其中已建设完成土主经适房、回龙坝经适房和回龙坝安置区（1#地块）。2014 年，沙坪坝区财政局对土主经适房进行了回购，公司相应获得回购款 4.99 亿元。2015 年公司计划在回龙坝安置区（3#地块）、物流园公租房等续建及拟建项目上投资 2.33 亿元。

表 4：截至 2014 年末公司保障房项目建设情况

项目名称	总投资额	2014 年末已完成投资	2015 年计划投资	建设进度
土主经适房	8.18	8.18	0.00	已完工
回龙坝安置区（1#地块）	2.83	2.83	0.00	已完工
回龙坝安置区（3#地块）	4.43	0.31	0.52	在建
物流园公租房	29.00	1.99	0.65	在建
回龙坝安置区（4#地块）	2.90	0.00	0.29	拟建
土主安置房二期工程	11.04	0.00	0.87	拟建
总计	58.38	13.31	2.33	-

注：该投资额中包含了与保障房建设相关的土地整理的投入
资料来源：公司提供

总体来看，2014 年公司部分拆迁工作有序进行，部分拟建项目已开展前期工作，未来公司面临一定资金缺口。

园区物业管理业务稳步发展，收入稳定增长

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。2014 年，物流园资管实现收入 1,494 万元，其中包括市政管理收入 486 万元，市场开发租金收入 266 万元，物业管理收入 642 万元，其它收入 100 万元。由于子公司与母公司之间会冲抵部分物业费用，2014 年公司合并口径实现的租赁及服务收入为 1,057.27 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 7,055.24 平方米，整体出租率 87%；土地招商业务出租面积约 377.50 亩。物业管理方面，2014 年公司物业管护面积 11.00 万平方米，其中代管面积 9.30 万平方米，自管面积约 1.70 万平方米。

表 5：2014 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）	2014 年		
			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	34.92	36.3	40%
2#临时办公楼		1,120.00	13.44	10.0	100%
3#临时办公楼		1,448.20	7.75	15.0	69%
4#临时办公楼		1,119.00	0.00	-	-
7#临时办公楼		1,080.00	2.60	10.0	60%
8#临时办公楼		1,107.00	13.28	10.0	100%
兴隆苑小区	保障房	6,106.92	16.75	39.9	6.7%
临时配套区二期		64,066.70	43.24	6.7	-
8#地块	货运堆场	44,300.00	29.90	6.7	-
10#地块		87,600.00	59.13	6.7	-
合计		210,174.86	221.01	-	-

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（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012~2013 年财务报告，以及信永中和会计师事务所

所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年财务报告。

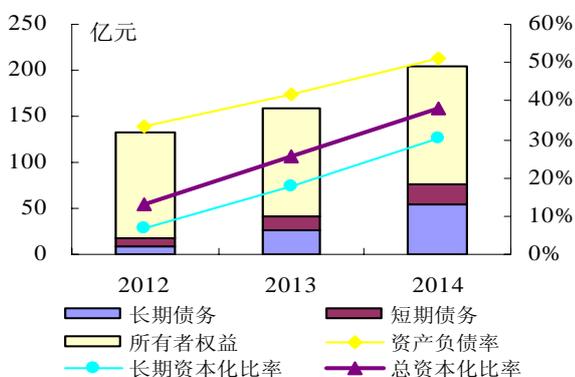
随着土地整理、基础设施建设以及保障房建设的投入，公司资产和负债规模持续增长，

资产负债率存在上行压力

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。2012~2014年末，公司总资产分别为172.42亿元、200.71亿元和257.69亿元，复合增长率22.25%。2014年，在其他长期资产、其他应收款和货币资金的增长带动下，公司总资产持续增长。

2014年末，公司资产主要由其他长期资产、其他应收款、货币资金和存货构成。2014年末，其他长期资产90.37亿元，较上年年末增长28.26%，在总资产中的比重为35.07%，主要是土地整治投入及园区内的基础设施建设。由于公司与沙坪坝区财政局和重庆市物流园管理委员会之间的拆借的往来款较多，2014年末的其他应收款达22.35亿元，较上年年末增长152.93%，其中主要为公司与区财政局和园区管委会的往来款，以上两项应收对象欠款合计占其他应收款的比重为85.87%，账龄大部分在1年以内，回收风险较小。2014年末，公司货币资金为22.18亿元，较上年年末增长129.53%。2014年末，公司存货121.22亿元，较上年年末增长9.88%，存货主要为储备土地资产和保障房建设投入，2014年存货的增长主要由于公司当年购买了位于沙坪坝区西永组团1分区的商业用地，宗地总面积为33.88万平方米，土地使用权成交价（含税费）为13.52亿元。

图 6：2012~2014 年公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告

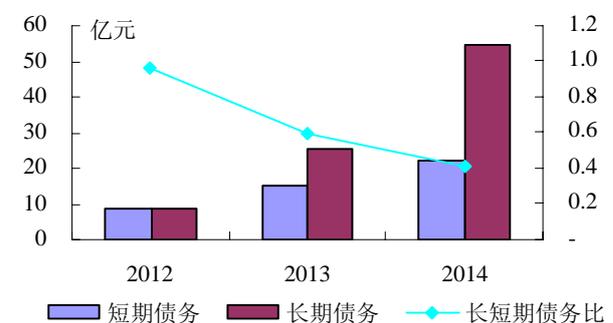
2012~2014年末，公司总负债逐年增长，分别为57.16亿元、83.31亿元和131.40亿元。2014年，

长期应付款、专项应付款和短期借款的增长导致当年总负债的增长。2014年末，公司长期借款和短期借款分别达到39.77亿元和8.10亿元，较上年年末分别增长29.17亿元和7.10亿元，2014公司通过银行、信托和资产管理公司等融资渠道借入大量资金，导致当期长期借款及短期借款大幅增长。2014年末，公司专项应付款28.52亿元，较上年年末增长64.88%，主要由于政府于2014年将往期进行征地拆迁成本返还至公司，未来该部分资金将用于冲抵其他长期资产中土地成本的投入，冲抵事项需请示相关部门，批准同意后执行。由于负债的快速增长，公司资产负债率逐年攀升，2012~2014年末分别为33.15%、41.51%和50.99%。

2014年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为126.30亿元，较上年增长7.58%，主要由于股东将7.32亿元的专项资金转入资本公积以及公司未分配利润的增长。

2014年末，公司总债务由上年年末的40.46亿元增至77.01亿元。短期债务方面，2014年公司一年内到期的长期负债维持较大余额，短期借款的快速增长；长期债务体现为长期借款的快速增长。2012~2014年末长短期债务比（短期债务/长期债务）呈下降趋势，分别为0.96倍、0.59倍和0.41倍，以长期债务为主的债务结构符合公司业务特征。

图 7：2012~2014 年公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告

总的来看，由于融资需求的增长，2014年公司总负债规模持续攀升，同时，随着工程建设的推进，计入公司资产的土地及配套建设将持续增加，资产规模持续增长。此外，考虑到公司在物流园开发建

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。

2014 年公司收入规模及利润总额显著增长

2012~2014 年，公司主营业务收入分别为 2.36 亿元、1.12 亿元和 6.56 亿元，2014 年公司获得 4.99 亿元保障房回购款，大幅提升了公司营业总收入规

模，保障房业务成为公司的主要收入来源。2014 年公司获得土地整治业务管理费收入 1.46 亿元，近年呈增长趋势。2014 年，公司实现租赁、服务费收入 0.11 亿元，成为公司主业的重要补充。毛利率方面，由于 2014 年保障房收入的大幅增长，将公司当期整体毛利率拉低至 35.33%。

表 6：2012~2014 年公司主营业务收入构成（亿元）

项目	2012		2013		2014	
	收入	毛利率 (%)	收入	毛利率 (%)	收入	毛利率 (%)
保障房收入	2.00	9.60%	--	--	4.99	16.32
管理费收入	0.34	100.00%	1.09	100.00%	1.46	100.00
租赁、服务费收入	0.02	-17.78%	0.03	-66.80%	0.11	39.31
合计	2.36	22.30%	1.12	96.05%	6.56	35.33

资料来源：公司审计报告

期间费用方面，2012~2014 年公司三费合计分别为 0.17 亿元、0.28 亿元和 0.31 亿元，公司三费主要为管理费用。随着经营项目的增加，2014 年公司管理费用小幅增至 0.31 亿元。财务费用方面，近年来，公司的银行贷款全部用于项目建设，公司将大量土地开发的借款费用进行了资本化处理，因此财务费用为负。2014 年，由于保障房收入的大幅增长，2014 年公司三费收入占比显著降至 4.67%。

表 7：2012~2014 年公司期间费用分析

	2012	2013	2014
销售费用(亿元)	0.00	0.00	0.00
管理费用(亿元)	0.17	0.29	0.31
财务费用(亿元)	-0.0004	-0.001	-0.003
三费合计(亿元)	0.17	0.28	0.31
营业总收入(亿元)	2.36	1.12	6.56
三费收入占比(%)	7.32%	25.46%	4.67%

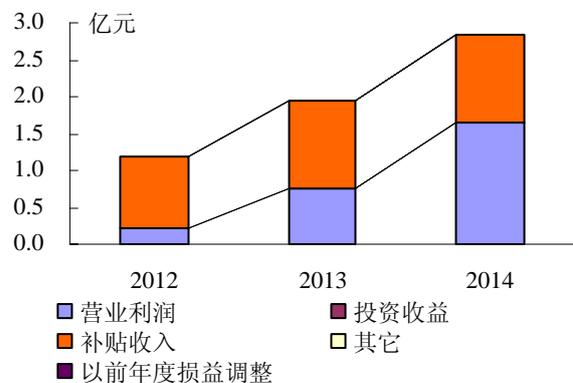
注：由于利息支出被资本化，公司各期财务费用主要由利息收入构成，体现为负数。

资料来源：公司审计报告

从利润构成来看，2014 年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。得益于保障房收入的增长，经营性业务利润显著增至 1.64 亿元。2012~2014 年，公司获得的补贴收入保持小幅增长趋势，分别为 0.98 亿元、1.19 亿元和 1.20 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给公司进行基础设施建设，由

于西部物流园处于前期基建、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。

图 8：2012~2014 年公司利润总额构成情况



数据来源：公司年报

总的来看，2014 年公司收入规模及利润总额显著增长，公司对期间费用的控制力维持较强水平，盈利能力大幅增长。但未来公司营业收入规模的稳定性仍取决于保障房及其他代建项目回购款能否及时且足额得以确认，土地整理的管理费能否及时返还，公司盈利水平或存在一定波动。

2014 年公司经营活动净现金流显著改善，偿债能力仍有待提高

经营活动现金流方面,2014 年公司与物流园管委会等单位频繁拆出借入往来款资金,导致当年经营活动现金流的流入及流出均大幅增长。除往来款因素外,经营活动现金流流入方面,主要由于公司收到保障房回购款及政府支付的往期土地开发成本,导致销售商品、提供劳务收到的现金较往年有所增长;经营活动现金流流出方面,主要是公司通过支付物流园管委会的往来款购买的沙坪坝区西永组团 1 分区的商业用地。2014 年公司经营活动净现金流为 5.11 亿元,较上年大幅改善。

投资活动现金流方面,2014 年公司用于支付征地拆迁款和基础设施建设投入,导致当年公司投资活动净现金流为-14.97 亿元,投资支出较上年增加。

筹资活动现金流方面,公司通过银行贷款等方式融入大量资金,同时 2014 年公司偿付债务及用于支付征地拆迁工程的利息支出导致筹资活动现金流流出较上年有所增长。综合来看,2012~2014 年公司筹资活动净现金流分别为-0.56 亿元、17.64 亿元和 15.39 亿元,保障了项目建设的资金需求。

表 8: 2012~2014 年公司现金流分析(亿元)

	2012	2013	2014
经营现金流入	10.96	8.77	49.29
经营现金流出	9.09	11.06	44.18
经营活动净现金流	1.87	-2.29	5.11
投资现金流入	0.00	0.00	0.00
投资现金流出	2.59	12.48	14.97
投资活动净现金流	-2.59	-12.48	-14.97
筹资现金流入	4.43	28.59	36.80
其中: 吸收投资	0.24	1.00	0.00
借款	4.19	27.59	36.80
筹资现金流出	4.99	10.96	21.41
其中: 偿还债务	3.49	8.25	15.23
筹资活动净现金流	-0.56	17.64	15.39
现金及等价物净增加	-1.28	2.86	5.53

资料来源: 公司审计报告

近年来公司债务规模快速增长,2012~2014 年末公司总债务余额分别为分别为 17.13 亿元、40.46 亿元和 77.01 亿元。从偿债指标来看,由于 2014 年总债务大幅增长,EBITDA 对总债务及利息支出的覆盖能力均有所减弱,2014 年总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障系数分别为 26.59 倍和 0.66 倍。

经营活动净现金流于 2014 年大幅改善,经营活动净现金流利息保障系数提升至 1.17 倍,但对总债务的覆盖能力仍较弱。

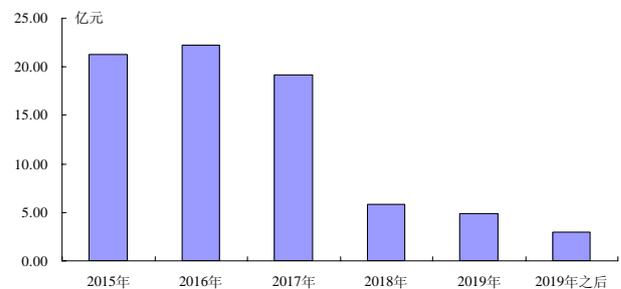
表 9: 2012~2014 年公司偿债能力分析

	2012	2013	2014
总债务(亿元)	17.13	40.46	77.01
EBITDA(亿元)	1.25	1.99	2.90
经营活动净现金流(亿元)	1.87	-2.29	5.11
资本化比率(%)	12.94	25.63	37.88
总债务/EBITDA(X)	13.69	20.37	26.59
EBITDA 利息保障系数(X)	0.83	1.01	0.66
总债务/经营活动净现金流(X)	9.16	-17.68	15.08
经营活动净现金流利息保障系数(X)	1.25	-1.16	1.17

资料来源: 公司审计报告

从公司债务的到期分布来看,公司未来三年来债务压力将维持在高位,其中 2015~2016 年公司的到期债务分别达 21.27 亿元和 22.28 亿元,公司面临较大的偿债压力。中诚信国际将持续关注公司未来两年的偿债资金安排,并重点关注土地市场变化对公司偿债能力的影响。

图 9: 截至 2014 年底公司债务到期情况



资料来源: 公司提供

截至 2014 年末,公司向重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司和重庆市沙坪坝区土地整治储备中心提供担保,担保金额共计 17.58 亿元。

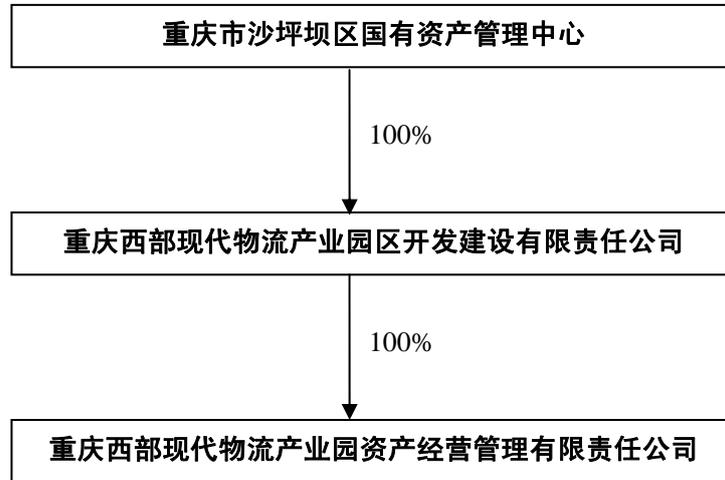
受限资产方面,截至 2014 年末,公司有账面价值为 39.27 亿元的资产用于抵押贷款,所抵押资产主要为土地资产。

截至 2014 年末,公司获得建行沙坪坝支行、平安银行重庆分行等金融机构给予的授信总额共计 115.89 亿元,未使用额度为 18.51 亿元。

结 论

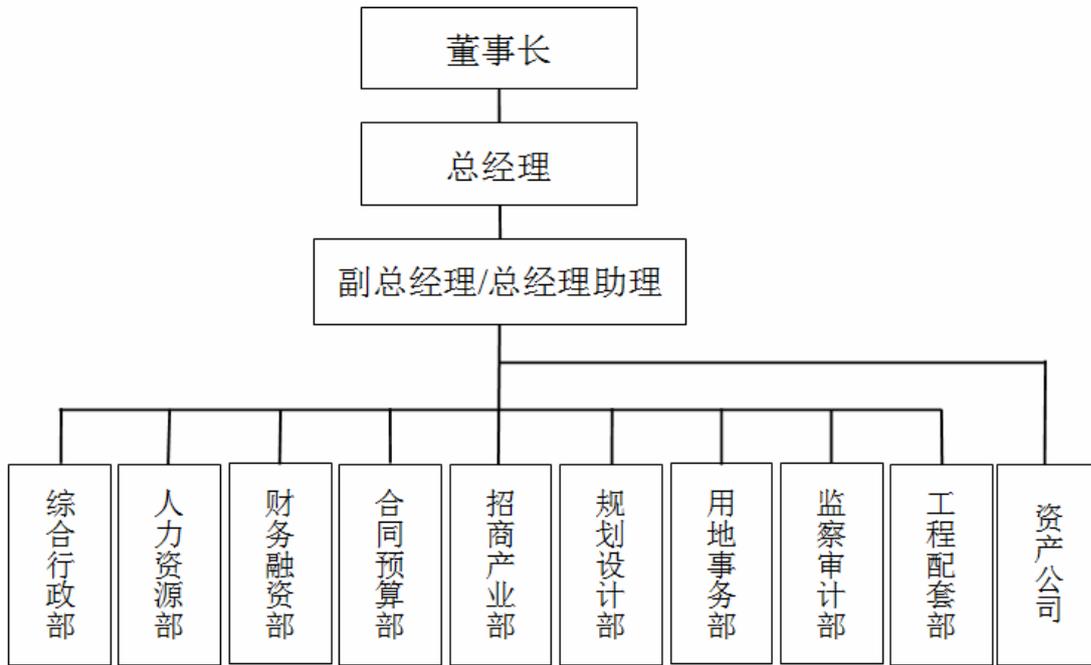
综上，中诚信国际维持重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“13 渝西物流债/13 渝物流”的信用等级为 AA。

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 2014 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 2014 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)	2012	2013	2014
货币资金	25,473.26	96,644.03	221,831.88
短期投资	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	0.00	0.79	17.54
存货净额	40,243.69	1,103,252.33	1,212,248.17
其他应收款	46,100.53	88,384.87	223,548.98
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	12,358.61	11,950.18	13,183.69
总资产	1,724,189.70	2,007,065.25	2,576,946.68
其他应付款	208,068.89	215,143.41	208,670.99
短期债务	84,014.04	150,064.87	223,681.75
长期债务	87,300.00	254,496.81	546,451.88
总债务	171,314.04	404,561.68	770,133.63
净债务	145,840.79	307,917.65	548,301.75
总负债	571,585.31	833,119.45	1,313,992.83
财务性利息支出	0.83	0.00	0.00
资本化利息支出	15,008.80	19,746.38	43,719.59
所有者权益(含少数股东权益)	1,152,604.39	1,173,945.80	1,262,953.86
主营业务收入	23,574.67	11,163.60	65,626.14
主营业务利润	3,894.64	10,022.68	19,488.40
投资收益	0.00	0.00	0.00
EBIT	12,009.20	19,391.68	28,469.73
EBITDA	12,510.61	19,856.18	28,968.14
经营活动产生现金净流量	18,705.54	-22,884.87	51,057.17
投资活动产生现金净流量	-25,908.46	-124,848.00	-149,655.35
筹资活动产生现金净流量	-5,566.38	176,354.06	153,902.82
现金及现金等价物净增加额	-12,769.31	28,621.19	55,304.63
资本支出	25,908.47	124,848.00	149,655.44
财务指标	2012	2013	2014
主营业务毛利率(%)	22.30	96.05	35.33
三费收入比(%)	7.32	25.46	4.67
EBITDA/主营业务收入(%)	53.07	177.87	44.14
总资产收益率(%)	0.83	1.04	1.24
流动比率(X)	0.31	3.18	3.44
速动比率(X)	0.20	0.46	0.93
存货周转率(X)	0.67	0.00	0.04
应收账款周转率(X)	--	--	--
资产负债率(%)	33.15	41.51	50.99
总资本化比率(%)	12.94	25.63	37.88
短期债务/总债务(%)	49.04	37.09	29.04
经营活动净现金/总债务(X)	0.11	-0.06	0.07
经营活动净现金/短期债务(X)	0.22	-0.15	0.23
经营活动净现金/利息支出(X)	1.25	-1.16	1.17
总债务/EBITDA(X)	13.69	20.37	26.59
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.13	0.13
EBITDA 利息倍数(X)	0.83	1.01	0.66

注：1、2012~2014 年财务报告按照旧会计准则编制；2、将 2014 年的其他应付款中的中国长城资产管理公司、建信资本管理有限责任公司和中国东方资产管理公司的借款共计 14.17 亿元调至长期借款。

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。