

重庆市双福建设开发有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

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/13渝双福”和“16双福建设MTN001”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

二零一六年六月二十二日

重庆市双福建设开发有限公司 2016 年跟踪评级报告

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

存续企业债列表

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/13 渝双福	12	2013/10/23~2020/10/23	AA	AA
16 双福建设 MTN001	5	2016/02/01~2021/02/01	AA	AA

概况数据

双福建设(合并口径)	2013	2014	2015	2016.3
总资产(亿元)	97.81	106.33	113.07	131.41
所有者权益合计(含少数股东权益)(亿元)	67.53	67.20	74.91	75.49
总负债(亿元)	30.28	39.12	38.16	55.92
总债务(亿元)	25.40	29.09	31.79	43.63
营业总收入(亿元)	11.33	14.81	17.23	7.40
净利润(亿元)	3.39	2.04	2.68	0.57
EBIT(亿元)	4.10	2.36	3.22	-
EBITDA(亿元)	4.37	2.64	3.33	-
经营活动净现金流(亿元)	-12.99	-1.29	-6.46	-2.61
营业毛利率(%)	10.16	10.48	9.92	9.09
总资产收益率(%)	5.16	2.31	2.92	-
资产负债率(%)	30.96	36.79	33.75	42.56
总资本化比率(%)	27.34	30.21	29.80	36.63
总债务/EBITDA(X)	5.81	11.02	9.53	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.22	1.60	1.20	-

注：1、在计算总债务时，中诚信国际分别将 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末公司记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：李正田 zhtli@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2016 年 6 月 22 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/13 渝双福”和“16 双福建设 MTN001”的信用等级为 AA。

2015 年以来，重庆市江津区及双福新区经济实力稳步提升、地方政府对公司提供了较强的支持、公司收入规模稳定增长；同时，中诚信国际也关注到公司未来面临一定的资本支出压力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

- **地方政府强有力的支持。**为支持双福新区和公司的持续发展，重庆市江津区双福新区管委会（以下简称“双福新区管委会”）在政策、资金和资产注入等方面给予公司有力的支持。2015 年，公司收到补贴收入为 2.00 亿元，较 2014 年增加 0.5 亿元。
- **公司收入规模稳定增长。**公司作为双福新区唯一的基础设施建设投融资主体，承担着区内基础设施建设和国有土地整治开发业务，重庆市江津区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。近三年公司的营业总收入逐年增长。

关注

- **双福新区可支配财力有所下滑。**2015 年，双福新区公共预算收入为 11.34 亿元，政府性基金收入 15.62 亿元，均较上年有所下降，双福新区可支配财力下滑。
- **未来面临一定的资本支出压力。**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 2016 年 3 月末，公司在建和拟建项目总投资 22.59 亿元，尚需投资 22.27 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 2016 年 3 月末，公司总债务为 43.63 亿元，其中 2016 年 4~12 月及 2017 年到期债务分别为 10.56 亿元及 11.70 亿元，公司面临一定的集中偿还压力。

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，充分履行了实地调查和诚信义务，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、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、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。

募投项目进展情况

“13渝双福债/13渝双福”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2015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

基本分析

江津区经济财政实力稳定增长；双福新区受非税和基金收入下滑影响，财政收入有所下降

江津区位于重庆市西南部，是重庆市重点规划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 号线直达江津区，把江津区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。

2015 年，江津区实现地区生产总值 605.60 亿元，增长 12.20%。分产业看，第一产业实现增加值 75.47 亿元，增长 4.90%；第二产业实现增加值 357.41 亿元，增长 13.10%；第三产业实现增加值 172.71 亿元，增长 13.40%。2015 年，江津区大力实施经济转型，其中双福、德感、珞璜、白沙四个工业园稳步发展；装备制造、汽摩及零部件、电子信息、新型材料、食品加工五大产业产值突破 1000 亿元；双福国际农贸城、和润汽摩城、攀宝钢材市场等一批限上商贸重大项目相继建成投用，促进了第三产业的快速发展。

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，2015 年完成公共财政预算收入 57.29 亿元，增长 20.80%。其中，税收收入 35.10 亿元，增长 20.20%；非税收入 22.19 亿元，增长 21.81%。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。2015 年，江津区实现营业税 8.65 亿元，增长 18.30%；增值税 4.82 亿元，增长 19.00%；企业所得税 2.99 亿元，减少 5.20%。

上级政府对江津区财政支持力度较大，2013~2015 年，江津区收到上级补助、税收返还等合计分别为 31.30 亿元、37.24 亿元及 62.60 亿元，得到了上级政府较大力度的政策支持，也进一步增强了江津区的财政实力。2015 年，受到政策鼓励，江津区市级政府债券转贷收入为 20.50 亿元，而

2014 年仅为 1.39 亿元，增幅明显。

表 2：2013~2015 年江津区财政收入情况（亿元）

项目	2013	2014	2015
公共财政预算收入（1）	38.50	47.43	57.29
其中：税收收入	23.30	29.17	35.10
非税收入	15.20	18.26	22.19
上级补助收入、市级政府债券转贷收入及其他（2）	31.30	37.24	62.60
政府性基金预算收入（3）	52.70	56.22	50.50
财政总收入（4）	122.50	140.89	170.39

注：（4）=（1）+（2）+（3）

资料来源：重庆市江津区财政局

2013~2015 年，江津区政府性基金预算收入分别为 52.70 亿元、56.22 亿元和 50.50 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。2015 年受重庆市土地市场降温影响，江津区政府性基金收入下降。

支出方面，2015 年，江津区实现公共财政预算支出 96.50 亿元，同比增长 17.90%。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。2015 年，江津区政府性基金支出 50.80 亿元，下降 9.17%，基金预算基本收支基本平衡。

表 3：2013~2015 年江津区财政支出情况（亿元）

项目	2013	2014	2015
公共财政预算支出（1）	69.88	81.87	96.50
政府性基金预算支出（2）	52.67	55.93	50.80
财政总支出（3）	122.55	137.80	147.30

注：（3）=（1）+（2）

资料来源：重庆市江津区财政局

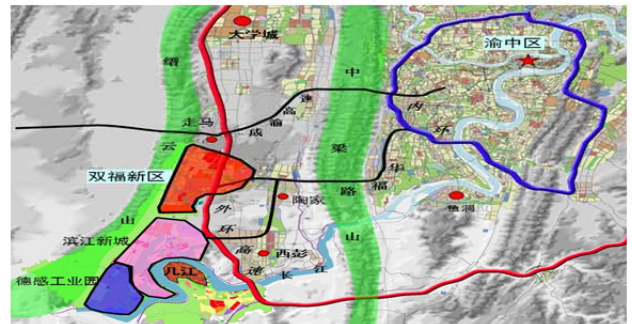
财政平衡方面，2013~2015 年，江津区财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）分别为 55.09%、57.93%和 59.37%，呈现稳步上升趋势，但整体财政平衡能力偏弱，地方财政自给程度较低，上级补助收入是财政支出的重要来源。

双福新区成立于 2007 年，随后重庆市江津区双福工业园管理委员会与双福街道办事处合并成立了双福新区管理委员会，但是原先的两个牌子仍

旧保留，目前是三块牌子，一套人马。

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。

图 1：双福新区地理位置



资料来源：公司提供

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。2015 年，双福新区 114 家规模以上工业企业实现产值 425.3 亿元，增长 25%，其中产值亿元以上企业 57 家，实现入库税金 15.3 亿元，完成全口径财税收入 34.2 亿元，完成固定资产投资 181.7 亿元，其中工业投资 110.2 亿元，增长 25.1%。

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，发展汽车零部件企业的“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，2015 年，双福新区完成公共财政预算收入 11.34 亿元，略有下降，主要系非税收入下降；其中税收收入 8.05 亿元，占公共预算收入比例为 70.99%，较 2014 年有所增长，税收收入对财政实力的保障程度较高，财政构成较好。基金收入是双

福新区收入的最主要来源，2015 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较大。

表 4：2013~2015 年双福新区财政收支情况（亿元）

项目	2013	2014	2015
地方财政收入（1）	27.43	31.35	26.96
公共财政预算收入（2）	9.80	11.69	11.34
基金收入（3）	17.63	19.66	15.62
财政总支出	29.12	33.26	15.00

注：（1）=（2）+（3）

资料来源：公司提供

总体来看，江津区经济财政实力稳定增长；双福新区受非税和基金收入下滑影响，财政收入有所下降。中诚信国际关注到，江津区及双福新区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。

公司基础设施建设业务稳步开展，代建收入稳定增加，但未来投资规模较大，存在一定的投资压力

作为双福新区唯一一家基础设施建设主体，公司在推进城市化建设、完善城市功能等方面发挥着重要作用。根据《重庆市双福新区管理委员会关于加快双福建设开发有限公司发展专题会议纪要》（双福新管纪【2010】53 号），公司独立行使代建和开发职能，承担的基础设施建设和国有土地整治

开发业务完成后，由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。具体来看，公司负责项目前期融资、建设，并在规定时限内将竣工后的项目移交双福新区管委会，双福新区管委会相关部门则根据事先签订的回购协议向公司分期分批支付工程成本及相应的回报。

为缓解融资压力，公司在实际建设中采用垫资和按进度结算两种方式与施工单位结算资金。垫资即由施工单位自行垫付前期开发资金，待项目竣工验收后公司再与开发商结算；按进度结算即公司与施工单位按照工程进度拨付工程款并施工的方式。无论是垫资还是按进度施工结算，政府最终将以回购的方式支付公司垫付的所有工程成本加成 10% 的管理费结转收入。

2013~2015 年及 2016 年 1~3 月，公司先后完成福城大道、渝安大道等市政道路工程、渝惠还房等还建房和祥福家园公租房、享堂公租房等项目，分别实现代建收入 11.20 亿元、14.56 亿元、17.03 亿元和 7.39 亿元。公司目前主要在建的项目包括福城北苑还房、双溪片区还房和黑林等还房项目以及交大支路道路工程。截至 2016 年 3 月末，公司在建和拟建项目总投资 22.59 亿元，尚需投资 22.27 亿元，存在一定的投资压力。

表 5：截至 2016 年 3 月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
福城北苑还房工程	57,141.00	56,291.00	在建	2014~2017	按进度
双溪片区还房工程	99,443.00	98,843.00		2014~2017	按进度
交大支路道路工程	1,500.00	1,500.00		2015~2016	施工方垫资
黑林还房	31,546.00	30,726.00		2015~2017	按进度
享堂片区平场工程	22,680.00	21,680.00	拟建	2015~2017	施工方垫资
双福派出所迁建工程	2,100.00	2,100.00		2016~2017	按进度
双福第三小学	6,800.00	6,800.00		2016~2017	按进度
英利东西侧道路	2,800.00	2,800.00		2016~2017	施工方垫资
罗感路	614.00	614.00		2016~2017	施工方垫资
福城二路跨绕城公路桥	1,300.00	1,300.00		2016~2017	施工方垫资
合计	225,924.00	222,654.00		--	--

资料来源：公司提供

总体来看，公司作为双福新区唯一一家基础设施

建设主体，随着在基础设施领域中的投资不断加

大，公司在双福新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。

截至 2016 年 3 月末，公司物业资产主要由工业厂房、商业门面、住宅和廉租房四个部分组成。其中，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 90%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，目前商业门面的租金水平较高，C3 廉租房门面、渝惠还房门面由于交房时间较短，只有临街门面已出租，目前出租率较低；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，出租率为 50%；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 2016 年 3 月末，公司可供出租的各项物业资产建筑面积达 28.55 万平方米，2015 年及 2016 年 1~3 月公司实现租赁收入分别为 0.16 亿元何 0.01 亿元。

表 6：截至 2016 年 3 月末公司主要持有物业情况

物业资产	名称	可出租面积（平方米）	出租率（%）	平均租金（元/平方米·月）
工业厂房	标准厂房	86,884.00	50.00	8.00
	A 区还房门面	4,115.00	90.00	30.00
商业门面	B 区还房门面	14,774.00	5.00	10.00
	C 区还房门面	2,054.00	0.00	0.00
	C2还房门面	1,625.00	10.00	15.00
	A2还房门面	9,163.00	70.00	30.00
	A2廉租房门面	1,775.00	100.00	35.00
	C3廉租房门面	757.00	90.00	20.00
	渝惠还房门面	6,574.00	40.00	15.00

住宅	D、E 区住宅	2,693.00	100.00	1.00
廉租房	黑林廉租房	38,457.00	95.00	6.00
	A2廉租房	29,163.00	87.00	6.00
	渝惠廉租房	56,587.00	90.00	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。

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 2013~2015 年财务报告及未经审计的 2016 年一季报，报告均按新会计准则编制。截至 2016 年 3 月末，公司拥有三家全资子公司。

表 7：截至 2016 年 3 月末公司合并范围变化

单位名称	持股比例（%）	注册资本（万元）	表决权（%）
重庆富腾房地产开发有限公司	100.00	2,000.00	100.00
重庆市双福污水处理有限公司	100.00	3,000.00 ¹	100.00
重庆市津耕农业开发有限公司	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

盈利能力

近年来公司的收入主要来自于代建收入和租赁收入，2013~2015 年及 2016 年 1~3 月，公司分别实现营业总收入 11.33 亿元、14.81 亿元、17.23 亿元和 7.40 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，公司代建业务毛利率较为稳定。2013~2015 年，公司租赁业务收入分别为 0.13 亿元、0.17 亿元和 0.16 亿元，规模较小；2016 年 1~3 月，公司租赁业务收入为 0.01 亿元；同期，租赁业务毛

¹ 重庆双福污水处理有限公司注册资本为 3,000 万，实收资本 300 万。

利率分别为 79.75%、92.56%、89.25%和 90.58%，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 8：2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司营业总收入构成（亿元，%）

项目名称	2013		2014		2015		2016.3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
代建收入	11.20	9.22	14.61	9.32	17.03	9.10	7.39	9.10
租赁收入	0.13	85.60	0.17	93.05	0.16	89.25	0.01	90.58
污水收入	0.007	100.00	0.03	100.00	0.04	57.52	0.00	0.00
合计	11.33	10.16	14.81	10.48	17.23	9.92	7.40	9.20

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

期间费用方面，2013~2015 年，公司三费合计分别为 0.61 亿元、0.56 亿元和 0.48 亿元，规模较小且相对稳定。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，公司的三费收入占比波动减少，2013~2015 年分别为 5.37%、3.79%和 2.76%，公司费用控制能力较强。

表 9：2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司期间费用分析

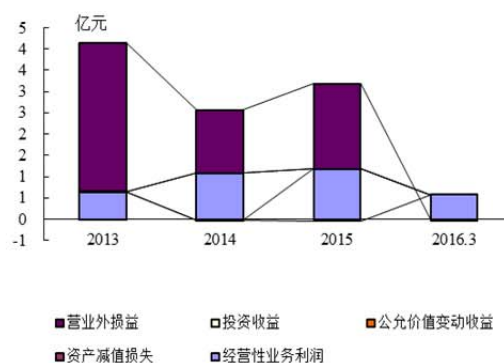
项目	2013	2014	2015	2016.3
销售费用（亿元）	0.01	0.00	-	-
管理费用（亿元）	0.55	0.60	0.42	0.10
财务费用（亿元）	0.04	-0.04	0.06	-0.00
三费合计（亿元）	0.61	0.56	0.48	0.10
营业总收入（亿元）	11.33	14.81	17.23	7.40
三费收入占比（%）	5.37	3.79	2.76	1.29

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

2013~2015 年及 2016 年 1~3 月，公司分别实现利润总额 4.00 亿元、2.40 亿元、3.15 亿元和 0.57 亿元，其中经营性业务利润分别为 0.50 亿元、0.94 亿元、1.18 亿元和 0.58 亿元，随着公司业务规模的扩大，公司经营性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，双福新区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。2013~2015 年，公司营业外损益分

别为 3.50 亿元、1.49 亿元和 2.01 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 2：2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司利润总额构成



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。

偿债能力

2013~2015 年末及 2016 年 3 月末，公司总资产分别为 97.81 亿元、106.33 亿元、113.07 亿元和 131.41 亿元，所有者权益分别为 67.53 亿元、67.20 亿元、74.91 亿元和 75.49 亿元。2015 年，公司资本公积的增加主要是因为双福区管委会注入价值 9.07 亿元的土地；同时双福区管委会收回原入账的价值 5.40 亿元的土地。

2013~2015 年，公司经营活动净现金流分别为

-13.19 亿元、-1.29 亿元和-6.46 亿元。公司承担的园区开发和基建项目较多，因此公司经营活动现金流持续净流出；2015 年由于回购速度加快公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅上升至 8.22 亿元；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、收到的专项应付款等；2015 年由于经营活动现金流入下降较多，经营活动净现金流缺口增加。

偿债指标方面，2013~2015 年及 2016 年 3 月末，公司总债务逐年增长，分别为 25.40 亿元、29.09 亿元、31.79 亿元和 43.63 亿元。2013~2015 年公司 EBITDA 分别为 4.37 亿元、2.64 亿元和 3.33 亿元，2015 年有所回升，拉动其对总债务的覆盖能力增强；2015 年，由于由双福新区管委会承担的利息支出减少，公司 EBITDA 对利息支出的覆盖能力逐年弱化；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 10：2013 年~2016 年 3 月末公司偿债能力

项目	2013	2014	2015	2016.3
短期债务(亿元)	8.29	4.12	8.79	10.56
长期债务(亿元)	17.11	24.98	23.01	33.07
总债务(亿元)	25.40	29.09	31.79	43.63
总债务/EBITDA(X)	5.81	11.02	9.53	-
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.51	-0.04	-0.20	-
EBITDA(亿元)	4.37	2.64	3.33	-
EBITDA 利息保障系数(X)	3.22	1.60	1.20	-
经营净现金流利息保障系数(X)	-9.56	-0.78	-2.32	-
总资本化比率(%)	27.34	30.21	29.80	36.63
长期资本化比率(%)	20.22	27.10	23.50	30.46
资产负债率(%)	30.96	36.79	33.75	42.56

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

截至 2014 年末，公司纳入地方政府债务的债务余额²的一、二、三类债务余额分别为 6.185 亿元、

0 亿元和 13.96 亿元。2014 年及 2015 年分别置换了 0、1.1172 亿元。2016 年预计置换 2.65 亿元。

随着基础设施投入的增加，公司新增贷款规模波动增长，截至 2016 年 3 月末，公司长期债务余额增至 33.07 亿元，其中 2016 年为公司集中偿付年，2016 年 4~12 月公司仍有 12.90 亿元的债务需要偿还，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。

表 11：截至 2016 年 3 月末公司未来债务到期金额（亿元）

到期年份	2016.4~12	2017	2018	2019
到期金额	10.56	11.70	4.50	6.70

资料来源：公司提供

或有负债方面，截至 2016 年 3 月末，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担保合计 12.60 亿元。由于被担保人主要为江津区的国有企业，公司担保风险较小。

表 12：截至 2016 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

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
两江融资租赁有限公司	2013.02~2018.02	1.30	抵押物担保
两江融资租赁有限公司	2013.02~2018.02	1.30	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
重庆四面山旅游投资有限公司	2016.01~2021.01	2.00	信用担保
重庆市江津区滨江新城开发有限公司	2016.01~2019.01	1.50	信用担保
合计		- 12.60	-

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 2016 年 3 月末，公司有账面价值为 48.29 亿元的资产受限，其中包括存货 38.35 亿元、投资性房地产 4.19 亿元和受限货币资金 5.75 亿元，占总资产比重为 36.75%。

² 2015 年地方财政并未针对地方债务进行重新甄别、认定，因此仅提供到 2014 年

表 13：截至 2016 年 3 月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	861,429.32	38.35	土地
投资性房地产	116,280.00	4.19	房产
其他货币资金	-	5.75	-
合计	-	48.29	-

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 2016 年 3 月末，公司授信总额为 17.89 亿元，已使用授信额为 17.44 亿元。

表 14：截至 2016 年 3 月末公司金融机构授信情况（亿元）

授信银行	授信额度	已使用
农业银行江津支行	1.00	1.00
浦发行江津支行	1.20	1.19
中航信托股份公司	2.50	2.50
两江融资租赁公司	1.20	1.20
国银融资租赁公司	2.80	2.80
农发行江津支行	3.90	3.46
陕西省国际信托股份公司	3.00	3.00
光大银行大坪支行	0.49	0.49
光大银行江津支行	1.00	1.00
富邦华一银行	0.80	0.80
合计	17.89	17.44

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

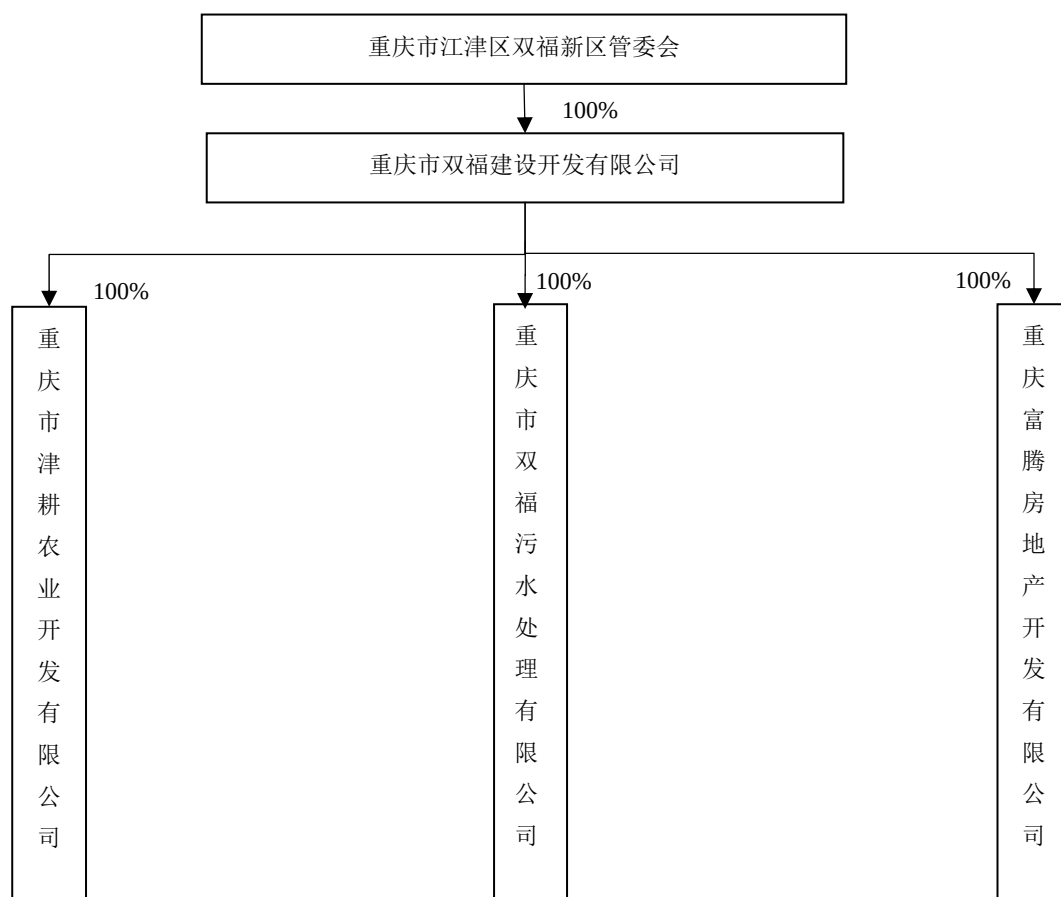
过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2016 年 5 月 18 日，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

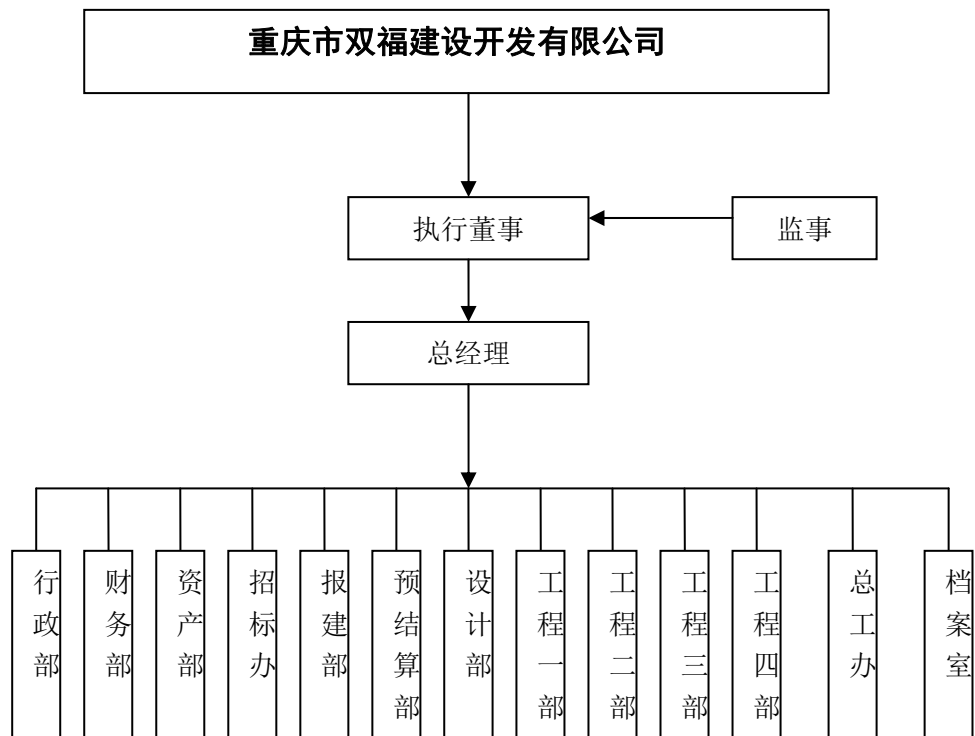
综上，中诚信国际维持重庆市双福建设开发有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“13 渝双福债/13 渝双福”及“16 双福建设 MTN001”的信用等级为 **AA**。

附一：重庆市双福建设开发有限公司股权结构（截至 2016 年 3 月末）



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 2016 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：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)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	17,152.49	40,564.63	68,973.16	145,658.29
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	126,259.74	142,807.44	204,545.12	281,106.61
其他应收款	168,307.44	129,527.04	103,538.28	133,551.31
存货净额	479,396.04	579,735.01	616,575.92	616,951.07
可供出售金融资产	0.00	6,745.00	6,745.00	6,745.00
长期股权投资	745.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	85,448.56	95,132.75	814.14	764.69
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3.47	2.78	2.94	2.94
总资产	978,094.71	1,063,254.59	1,130,710.54	1,314,113.58
其他应付款	11,521.96	59,372.72	27,530.28	61,791.25
短期债务	82,888.95	41,160.95	87,868.95	105,581.38
长期债务	171,139.14	249,768.21	230,080.98	330,681.49
总债务	254,028.10	290,929.16	317,949.94	436,262.87
净债务	236,875.61	250,364.53	248,976.78	290,604.58
总负债	302,828.62	391,205.98	381,566.50	559,232.17
财务性利息支出	999.55	0.00	725.04	-
资本化利息支出	12,586.00	16,907.24	27,159.72	-
实收资本	50,000.00	50,000.00	50,000.00	50,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	675,266.09	672,048.61	749,144.04	754,881.41
营业总收入	113,345.66	148,085.24	172,289.47	73,970.91
三费前利润	11,095.29	14,976.28	16,512.86	6,724.72
营业利润	5,052.94	9,160.58	11,370.71	5,767.25
投资收益	0.00	-0.24	0.00	0.00
营业外收入	35,035.98	15,017.71	20,206.01	4.22
净利润	33,875.89	20,390.32	26,784.18	5,737.37
EBIT	41,019.84	23,597.41	32,221.32	-
EBITDA	43,719.94	26,401.98	33,347.08	-
销售商品、提供劳务收到的现金	82,195.35	8,675.84	74,691.79	14,750.00
收到其他与经营活动有关的现金	37,175.30	324,185.41	110,469.82	8,241.99
购买商品、接受劳务支付的现金	111,238.15	122,373.53	151,298.69	35,599.97
支付其他与经营活动有关的现金	135,015.20	217,378.27	88,025.52	12,414.11
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	67.53	29.81	37.44	2.33
经营活动产生现金净流量	-129,924.41	-12,913.57	-64,637.05	-26,115.59
投资活动产生现金净流量	-65.73	-29.25	-37.44	-2.33
筹资活动产生现金净流量	145,014.92	23,944.94	49,546.73	89,732.71
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率(%)	10.16	10.48	9.92	9.09
三费收入比(%)	5.37	3.79	2.76	1.29
总资产收益率(%)	5.16	2.31	2.92	-
流动比率(X)	6.68	6.71	6.93	5.35
速动比率(X)	3.04	2.61	2.69	2.58
资产负债率(%)	30.96	36.79	33.75	42.56
总资本化比率(%)	27.34	30.21	29.80	36.63
长短期债务比(X)	0.48	0.16	0.38	0.32
经营活动净现金/总债务(X)	-0.51	-0.04	-0.20	-
经营活动净现金/短期债务(X)	-1.57	-0.31	-0.74	-
经营活动净现金/利息支出(X)	-9.56	-0.78	-2.32	-
总债务/EBITDA(X)	5.81	11.02	9.53	-
EBITDA/短期债务(X)	0.53	0.64	0.38	-
货币资金/短期债务	0.21	0.99	0.78	1.38
EBITDA 利息倍数(X)	3.22	1.60	1.20	-

注：1、在计算总债务时，中诚信国际分别将 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末公司记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。

附四：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

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 = 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）

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：债项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。

附七：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

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。

。