

信用等级通知书

信评委函字 [2016]跟踪0945 号

重庆渝中国有资产经营管理有限公司：

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：

维持贵公司的主体信用等级为AA，评级展望为稳定；

维持“14渝中债”的信用等级为AA。

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

二零一六年八月三十日

重庆渝中国有资产经营管理有限公司 2016 年度跟踪评级报告

发行主体 重庆渝中国有资产经营管理有限公司

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)	发行期限	本次债 项信用 等级	上次债 项信用 等级
14渝中债	8	2014/02/26~2021/02/26	AA	AA

概况数据

渝国资(合并口径)	2013	2014	2015
总资产(亿元)	76.82	102.38	128.88
所有者权益合计(含少数股东权益)(亿元)	31.79	39.44	65.01
总负债(亿元)	45.03	62.94	63.86
总债务(亿元)	30.01	48.94	53.28
主营业务收入(营业总收入)(亿元)	1.20	1.64	4.00
净利润(亿元)	0.96	0.51	2.09
EBIT(亿元)	1.12	0.67	2.64
EBITDA(亿元)	1.21	0.81	2.84
经营活动净现金流(亿元)	-4.44	-5.13	15.63
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	92.49	57.00	67.54
总资产收益率(%)	1.47	0.75	2.23
资产负债率(%)	58.62	61.48	49.55
总资本化比率(%)	48.56	55.38	45.04
总债务/EBITDA(X)	24.72	60.35	18.77
EBITDA利息倍数(X)	8.74	3.21	0.97

注：1、公司 2013~2014 年财务报告按照旧准则编制，2015 年财务报告按照新准则编制；2、括号内财务指标适用新会计准则；3、在计算总债务时，中诚信国际将 2013 年末其他应付款中应付重庆园林绿化建设投资有限公司 2.00 亿元借款调整至短期借款科目核算。

分析师

项目负责人：付东阳 dyfu@ccxi.com.cn

项目组成员：付一歌 ygfu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2016 年 8 月 30 日

基本观点

中诚信国际维持重庆渝中国有资产经营管理有限公司（以下简称“渝国资”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“14渝中债”债项信用等级为 AA。

2015 年以来，渝中区的区域经济快速增长，财政实力稳步提升；公司盈利能力提升；公司资产负债率呈下降趋势。同时，中诚信国际也关注到公司面临的政策风险、政府回购计划不明朗以及部分资金被占用等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

优 势

- 快速增长的区域经济和稳定的财政实力。渝中区定位为重庆市金融和商贸中心，2015 年，渝中区地区生产总值 958.2 亿元，较 2010 年增长 74%，年均增长 12.5%，其中 2015 年同比增长 10.3%；2015 年，渝中区公共财政预算收入为 52.28 亿元，比上年增长 8.20%。快速增长的区域经济和稳定的财政实力为公司基础设施建设和城市开发业务提供了良好的发展环境。
- 业务规模快速增长。2013~2015 年，公司主营业务收入(营业总收入)分别为 1.20 亿元、1.64 亿元和 4.00 亿元；公司毛利率维持在较高水平。
- 资产负债率呈下降趋势。随着政府的资产注入，公司资产负债率呈下降趋势。2013~2015 年末，公司资产负债率分别为 58.62%、61.48% 和 49.55%。

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。
- 政府回购计划不明朗造成一定的资金占用。截至 2015 年末，公司基础设施建设板块和土地一级开发板块已累计投资达 37.09 亿元，但尚未收到政府回购款，造成对公司资金的一定占用。

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或不定期跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

募投项目进展

截至本报告签署日，公司严格按照《国家发展改革委办公厅关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327号）关于“简化企业募集资金投向变更程序”等相关规定，在综合考虑资金情况和使用需要，并确保本期债券持有人利益的前提下，对本期债券上述募集资金计划用途进行调整，具体变更情况如下：

表 1：“14渝中债”募集资金用途（亿元）

项目名称	总投资	拟使用募集资金	已投资
菜九路和戴家巷城市危旧房拆迁改造项目	8.46	5.00	7.17
嘉陵大厦现代服务业聚集平台综合改造项目	5.30	3.00	4.79

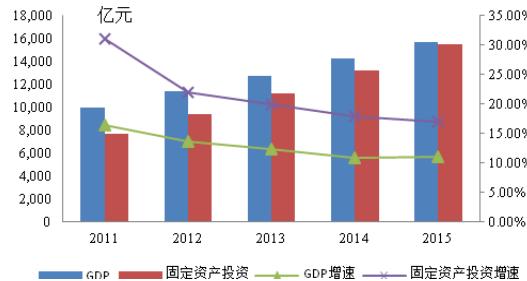
资料来源：公司提供

基本分析

重庆市经济保持高速增长，财政实力稳步增强，但政府性基金收入增速可能受土地出让增速的影响而放缓

2015年，重庆市实现地区生产总值（GDP）15,719.72亿元，比上年增长11.00%，远高于全国平均增速。分产业来看，2015年，重庆市三次产业增加值分别为1,150.15亿元、7,071.82亿元和7,497.75亿元，同比增速分别为4.70%、11.30%和11.30%，三次产业结构比为7.30:45.00:47.70，第三产业占比进一步提高且首次超过第二产业占比。按常住人口计算，2015年重庆市人均GDP达到52,330元，比上年增长10.10%。

图 1：2011~2015 年重庆市主要经济指标



资料来源：重庆市统计信息网

固定资产投资方面，2015年，重庆市完成固定资产投资总额15,480.33亿元，比上年增长17.10%，占GDP的98.48%，仍保持在很高的规模，但增速有所放缓。其中，基础设施建设投资4,356.14亿元，比上年增长28.60%，占全市固定资产投资的28.10%；工业投资4,990.09亿元，增长19.80%，占全市固定资产投资的比重为32.20%。

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重庆市的大都市区，后两个功能区域是重庆市的大生态区，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。2015年，重庆市五大功能区GDP增速均保持在9~11%左右，但渝东南生态保护发展区经济体量相对较小，对GDP贡献有限。

表 2：2015 年重庆市五大功能区域地区生产总值

区域	绝对值 (亿元)	增速 (%)	比重 (%)
全市地区生产总值	15,719.72	11.00	100.00
都市功能核心区	3,098.85	9.40	19.70
都市功能拓展区	3,762.91	11.70	23.90
城市发展新区	5,263.90	11.60	33.50
渝东北生态涵养发展区	2,721.41	10.90	17.30
渝东南生态保护发展区	872.65	10.10	5.60

资料来源：重庆市统计信息网

重庆市经济增长带来财政收入规模不断扩大，2015年，公共预算收入为2,155.10亿元，较上年同比增长12.10%，税收收入完成1,450.88亿元，增长13.20%，占到公共财政预算收入的比例为67.32%。重庆市税收收入对财政实力的保障程度较高，财政收入较为稳定。同期，重庆市本级公共财政预算收入完成816.60亿元，同比增长12.10%；其中，税收收入完成530.70亿元，非税收入285.90亿元。

2015年，重庆市实现基金预算收入1,664.20亿元，下降9.60%。其中，国有土地使用权出让收入完成1,552.90亿元，下降6.70%，主要受宏观经济和土地市场环境不景气影响。近年来，重庆市大规模城市建设旧城改造置换出较大规模的土地，但在国家整体宏观调控政策作用下，土地出让收入存在一定不确定性。

表3：2013~2015年重庆市财政收支情况（亿元）

项目	2013	2014	2015
公共财政预算收入（1）	1,692.90	1,921.90	2,155.10
其中：税收收入	1,112.30	1,281.70	1,450.88
基金预算收入（2）	1,669.80	1,841.30	1,664.20
中央补助、上年结转及其他（3）	2,180.10	2,217.20	2,900.90
财政总收入（4）	5,542.80	5,980.40	6,720.20
公共财政预算支出（5）	3,059.90	3,303.70	3,793.82
基金预算支出（6）	1,737.10	1,856.40	1,753.00
上解中央（7）	56.70	23.30	23.70
财政总支出（8）	4,853.70	5,183.40	5,570.52

注：(4)=(1)+(2)+(3)，(8)=(5)+(6)+(7)

资料来源：重庆市财政局

在各种政策的叠加作用下，重庆市一直获得中央较多的政策和资金支持，2015年重庆市获得中央补助、上年结转等资金合计2,900.90亿元，较2014年增长明显，主要来自于地方政府债券收入的增加。2015年，受到中央政策鼓励，重庆市地方政府债券收入大幅增至656.30亿元，而2014年仅为99.00亿元。

2015年，重庆市公共财政预算支出3,793.80亿元，增长14.80%，财政支出增速略有提升；其中市本级公共财政预算支出为1,085.20亿元，增长7.70%。从市本级公共财政预算支出的构成来看，重庆市政府在对区县财力补助、社会保障和就业、

交通运输、城乡社区及教育方面开支较大。

收支平衡方面，2015年，重庆市财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为56.81%，财政平衡能力一般，上级补助收入是财政收入的重要来源。

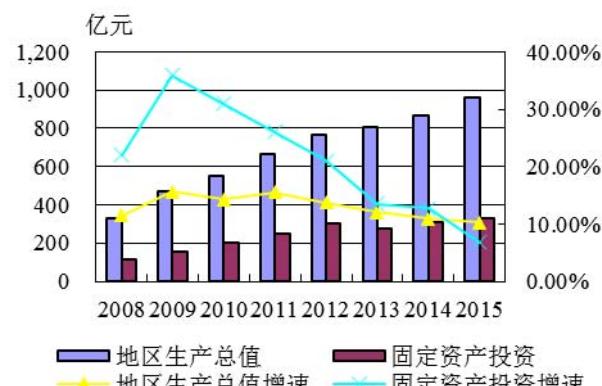
总体上看，重庆市地区经济保持了较高的增长速度，其经济增长也支撑了重庆市财政实力的稳步增强，为市政府加快区域内基础设施建设、增强资源调度能力和支持当地经济发展奠定了良好的基础。但中诚信国际也关注到政府性基金收入增速可能受土地出让增速的影响而放缓。

渝中区经济实力持续提升，在重庆市各区县中居于前列；但未来财政收入增长受企业外迁、“营改增”等因素等影响具有一定的不确定性

2015年，渝中区地区生产总值958.2亿元，较2010年增长74%，年均增长12.5%，其中2015年同比增长10.3%，占都市功能核心区生产总值的30.9%。地均GDP产出47.7亿元/平方公里；按常住人口计算，人均GDP为14.7万元。

产业结构上，2015年，渝中区第二和第三产业增加值分别为30.2亿元、928.0亿元，分别增长3.2%、10.5%。二、三产业比例为3.10：96.90，第三产业占比进一步提升。渝中区地处重庆市主城区核心区域，主要发展以金融、商贸和旅游为核心的服务业。

图2：2008~2015年渝中区GDP和固定资产投资情况



资料来源：渝中区国民经济和社会发展统计公报

固定资产投资方面，近年来渝中区固定资产投资增长速度有所减缓，主要投资于城市基础设施建

设改造和房地产开发，以改善区内交通等公共服务环境和商业设施以及居住条件。2015年，渝中区完成社会固定资产投资总额330.0亿元，同比增长6.8%，固定资产投资占GDP的比重34.4%。其中建设改造和房地产开发投资分别为178.4亿元、151.6亿元。固定资产投资的持续增长为渝中区城市和商业环境改善提供了支撑。

分功能区来看，2015年解放碑中央商务区全年实现增加值482.5亿元，增长8.2%，占全区的50.4%；完成固定资产投资93.0亿元，增长3.9%，占全区的28.2%；社会消费品零售总额427.4亿元，增长5.8%，占全区的67.0%。大石化地区全年实现增加值137.7亿元，增长13.9%，占全区的14.4%；完成固定资产投资87.2亿元，下降6.0%，占全区的26.4%；社会消费品零售总额104.4亿元，增长36.8%，占全区的16.4%。

随着经济持续增长，渝中区财政实力亦逐步增强。2015年，渝中区公共财政预算收入为52.28亿元，比上年增长8.20%，其中，税收收入完成45.65亿元，比上年增长6.50%；非税收入完成6.62亿元，比上年增长21.60%。

2015年，渝中区政府性基金预算收入完成44.00万元，主要为廉租房基金收入，比上年下降81.00%，短收156.00万元，主要是散装水泥专项基金不再作为施工单位办理施工许可证的前置条件，缺少有效的征收手段。

表4：2013~2015年渝中区财政收入情况

项目	2013	2014	2015
(1) 公共财政预算收入（亿元）	45.32	48.30	52.28
其中：税收收入（亿元）	40.82	42.85	45.65
非税收入（亿元）	4.50	5.45	6.62
(2) 政府性基金预算收入（亿元）	0.21	0.17	0.004
(3) 上级补助收入（亿元）	18.84	-	15.66
(4) 财政总收入（亿元）	64.37	-	67.93
(5) 公共财政预算支出（亿元）	62.81	69.48	73.70
(6) 基金预算支出（亿元）	3.09	7.41	3.15
(7) 财政总支出（亿元）	65.90	76.89	78.41
(8) 财政平衡率（%）	72.15	69.52	69.45

注：1、渝中区2013年以后非税收入口径有所变化，与之前年度无可比性，故公共财政预算收入与之前年度无可比性；2、(4)=(1)+(2)+(3)、(7)=(5)+(6)、(8)=(1)/(5)；3、合计数与各项加总不等系四舍五入所致。

资料来源：重庆市渝中区财政局

2015年，渝中区公共财政预算支出为73.7亿元，同比增长6.1%。其中，一般公共服务支出5.7亿元，比上年增长24.2%；教育支出9.3亿元，比上年增长7.4%；公共安全支出7.9亿元，比上年增长19.1%。

未来几年，渝中区财政经济运行也将面临更为复杂的环境，其中存在的主要问题有：一、存量税源持续迁移；二、产业税收结构性变化，影响财政收入的稳定性和可持续性；三、结构性减税效益叠加，“营改增”改革全面实施、各类结构性减税政策继续执行、取消部分行政事业收费使得非税收入持续减少等对财政收入形成叠加的减收效应。

财政平衡方面，2015年，渝中区财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为69.45%，呈下降趋势，公共财政预算收入对公共财政预算支付的覆盖能力不足，财政平衡能力一般，部分财政支出需要依赖上级补助。

总体来看，渝中区定位于重庆市金融和商贸中心，经济保持较好的增长态势，不断增强的经济实力为区内市政建设和企业发展提供了良好的环境；但企业外迁和“营改增”等结构性减税政策因素以及民生性支出偏高将使渝中区财政面临一定的收支压力。

公司危旧房拆迁改造总量逐步减少，使得安置房销售金额有所下降

2015年，公司没有新开工保障房项目，2013~2014年，公司分别新开工保障房5.86万平方米和12.42平方米；2013~2015年，公司分别竣工安置房13.54万平方米、28.90万平方米和5.86万平方米。同期，公司安置房项目销售工作有序推进，分别实现政府回款3.08亿元、4.69亿元和4.73亿元，近三年销售回款偏少是因为公司危旧房拆迁改造总量在逐步减少、相应安置房销售金额也逐步下降。

表5：2013~2015年公司安置房项目运营情况

指标	2013	2014	2015
新开工面积（万平方米）	5.86	12.42	-
竣工面积（万平方米）	13.54	28.90	5.86

在建面积（万平方米）	31.90	15.42	12.42
销售均价（元/平方米）	3,800.00	3,800.00	4,100.00
开发投资额（亿元）	7.58	5.30	4.07
销售回款金额（亿元）	3.08	4.69	4.73

资料来源：公司提供

近年来公司陆续完成巴南花溪、香江美地和巴南小天鹅一期、冉家坝华渝怡景和可乐小镇等安置

房项目。截至 2015 年末，公司共有鑫汇民苑、同创鸥翔和巴南小天鹅二期 3 个在建项目，建设面积合计为 12.42 万平方米，项目总投资合计为 4.50 亿元，已投资 2.16 亿元，未来仍将投资 2.34 亿元。公司安置房建设项目计划按年制定，2016 年暂无新增计划。

表 6：截至 2015 年末公司在建安置房项目情况

项目名称	建设规模（平方米）	建设期	总投资（万元）	已投资（万元）	项目进度
鑫汇民苑	48,532.00	2014~2016	16,986.00	9,583.00	水电安装
同创鸥翔	14,906.00	2014~2016	5,366.00	2,728.00	水电安装
巴南小天鹅二期	60,750.00	2014~2016	22,599.00	9,315.15	土建
合计/综合	124,188.00	-	44,951.00	21,626.15	-

资料来源：公司提供

总体来看，公司危旧房拆迁改造总量逐步减少，使得安置房销售金额有所下降，未来投资压力一般。

土地出让进度具有一定不确定性，城市基础设施建已全部完工且无拟建项目；同时，土地一级开发和基础设施建设业务均未形成收入，造成一定的资金占用

重庆市渝中区土地整治储备中心将菜九路一期、菜九路二期、水巷子、小洞天、大坪新市场、建设新村、九坑子、人民路小学、戴家巷、马鞍山等 15 宗纳入国有储备土地交由公司实施整治，以上土地合计 427.50 亩，均处于渝中区中心地带或解放碑核心商圈地区，地理位置极其优越，土地价值较高，评估价值合计为 39.55 亿元。截至 2015 年末，公司已对上述土地进行整治投入 17.61 亿元，由于政府回购计划尚未确定，公司计划以计提管理费模式来确认收入，导致目前土地整理业务还未实现收入。2013~2015 年公司均无土地出让，后续渝中区政府将根据公司项目情况继续配备相应的土地。

公司土地一级开发前期投资额较大，且土地出让进度影响具有一定不确定性，中诚信国际关注公司后续土地出让情况对土地一级开发业务板

块的影响。

渝中区作为重庆市主城传统核心区，整体建设水平较好，但仍有部分区域基础设施建设相对滞后，同时已有设施也由于公共服务需求不断增长需要进一步改善。作为渝中区城市基础设施建设和改造的实施主体，截至 2015 年末，公司相继完成了千厮门、东水门大桥引桥拆迁以及行政服务中心建设等新建和改造项目，上述项目总投资合计 19.48 亿元。截至 2015 年末，公司暂无其他在建拟建项目。

公司所承接公益性代建项目属于政府投资项目，纳入渝中区本级预算管理或财政专户管理。项目前期的拆迁、改造和建设成本所需资金一般情况下由财政提前足额安排，但大额投资则部分需公司自身贷款融资，项目建设完工后，由公司依据竣工验收和审计报告向区政府相关部门提出资金拨付申请，经审核后报区财政局逐年安排。2013~2015 年，公司暂未实现收入，主要系公司将按管理费模式计提收入，未按投资额确认收入，目前还未与政府达成回购协议。中诚信国际将密切关注回购协议进展以及公司后续对该板块的规划。

表 7：截至 2015 年末公司承接基础设施建设项目情况

项目名称	总投资（万元）	开工时间	预计竣工时间	进度
渝中区文图两馆	9,970.00	2008	2011	完工

大黄路道路改造	7,500.00	2009	2010	完工
新民街道路改造	4,500.00	2009	2010	完工
枇杷山道路改造	8,000.00	2009	2010	完工
人和街道路改造	3,000.00	2009	2010	完工
中二路节点	3,100.00	2009	2010	完工
单巷子节点	700.00	2010	2010	完工
九坑子新检法两院办公大楼地块拆迁	34,000.00	2010	2012	完工
千厮门、东水门大桥引桥拆迁	110,000.00	2010	2015	完工
行政服务中心建设	14,000.00	2014	2015	完工
合计/综合	194,770.00	-	-	-

资料来源：公司提供

楼宇改造及物业经营板块运营良好，随着在建项目陆续竣工招租，预计租金收入将进一步增加

截至 2015 年末，公司持有环球广场、星都大厦、广发大厦、港天大厦和魁星楼等商业物业，可供出租物业面积 32.33 万平方米，已出租面积为 18.32 万平方米，平均出租率为 56.67%。由于公司所持物业地段较好，大部分楼盘出租率在 90% 以上，其中化龙桥企业天地是公司与香港瑞安公司联

合打造的甲级写字楼，主要为解决近年来渝中区企业发展中高档写字楼载体不足的瓶颈问题而兴建，可供出租面积较大且系 2014 年建成投入使用，因此出租率较低，未来随着该项目招租完成，公司租金收入预计将有较大提升空间。2013~2015 年，在出租面积增加和单位租金上涨推动下，公司租金收入持续增长，分别为 0.28 亿元、0.31 亿元和 0.47 亿元。

表 8：截至 2015 年末公司持有物业经营情况

物业名称	可供出租面积 (万平方米)	实际出租面积(万平方米)	出租率(%)	备注
环球广场	1.96	1.90	96.94	--
广发大厦	0.63	0.60	95.24	--
港天大厦	0.64	0.58	90.63	--
人民路 131 号	0.67	0.67	100.00	--
星都大厦	1.10	0.90	81.82	--
零星房屋	2.60	2.40	92.31	--
魁星楼	7.26	5.00	68.87	目前运营的 5 万平方米为停车场
原人社局办公楼	1.80	1.80	100.00	目前免租市 5 中院使用
化龙桥企业天地	13.30	2.10	15.79	甲级写字楼
星河城	2.37	2.37	100.00	停车场经营
合计/综合	32.33	18.32	56.67	--

资料来源：公司提供

截至 2015 年末，公司正在推进的项目主要为联合经信委打造的嘉陵大厦现代服务业集聚平台（以下简称“嘉陵大厦”）。嘉陵大厦位于渝中区七星岗片区，属于城市传统核心区，毗邻解放碑中央商务区，现存商业以经营婚庆、床品、灯饰、电器和

家私等为主，各类机构冗杂，缺乏主导功能，区域亟待整体升级。该项目定位为乙级写字楼，总投资 5.30 亿元，截至 2015 年末已完成投资 4.76 亿元，预计 2016 年末完工，目前该项目已签整体租赁协议，未来租金收入有望增长。

表 9：截至 2015 年末公司在建物业情况

资产名称	总投资 (万元)	已完成投资 (万元)	可供出租面积 (万平方米)	预计完工时间	项目用途
嘉陵大厦	53,004.00	47,600.00	7.50	2016.12	写字楼，已整体签租赁协议

资料来源：公司提供

公司主要负责渝中区内的商贸服务业的载体建设，配合区政府打造特色园区，整体招商引资，带动渝中区的产业发展。与此同时，公司通过收购物业并开展自身经营，获得良好的租金收入和持续稳定的现金流。预计随着公司在建工程的竣工，公司拥有的物业面积将提升，公司此板块收入会有进一步增长。

公司保安收入稳步增长，同时推进多元化股权投资，拓展国有资本运营领域

公司子公司重庆中渝保安服务有限公司拥有经验丰富的管理人员 50 名和训练有素的保安人员 2,000 余名，受托客户单位 400 余家，业务范围遍及渝中区并辐射区外。涉及的领域包括政府机关、银行证券、保险、高科技、地产、高等院校、医疗卫生、市场商场等。2015 年，公司实现保安收入 0.79 亿元。

2015 年，公司新增重庆网贸会跨境电子商务有限公司 20% 股权投资和重庆复地致德置业有限公司 20% 股权投资，投资成本共计 1,078.90 万元。

总体来看，公司积极开展多元化经营和多元化股权投资，业务板块逐步多样，抗风险能力有所增强。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保

留意见的 2013~2014 年财务报告以及经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年财务报告，其中 2013~2014 年财务报告按照旧会计准则编制，2015 年财务报告按照新会计准则编制。截至 2015 年末，公司共有 10 家二级子公司纳入合并报表范围。

表 10：2015 年公司合并范围变化

被投资单位名称	持股比例 (%)	注册资本 (亿元)	变更方式
重庆市渝中地产经营投资有限公司	100.00	10.00	增加

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

盈利能力

2015 年，公司实现主营业务收入 4.00 亿元。其中，公司计提管理费收入 2.72 亿元，是公司收入主要来源，2015 年由于公司安置房管理费用收入增多，管理费收入增长迅速。同期，公司商业楼宇租赁收入受租金价格上涨和公司可供出租物业面积的增加而逐年上升。2014 年之前，公司主营业务成本主要是经营性物业的折旧和维修成本，2014 年公司新合并保安公司，增加保安人员工资等支出。公司毛利率一直处于较高水平，2015 年，公司毛利率为 67.54%，2015 年由于管理费收入大幅增长且毛利相对较高，带动公司毛利率有所回升；但 2015 年管理费收入的毛利率有所下降，主要系公司为弥补资金占用成本，按安置房余额的银行同期贷款利率计提管理费所致。

表 11：2013~2015 年公司主营业务收入结构及毛利率情况

业务板块	2013		2014		2015	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
管理费收入	0.92	100.00	0.66	100.00	2.72	77.43
租金收入	0.28	71.43	0.31	71.90	0.47	99.68
保安收入	-	-	0.65	7.74	0.79	13.14
其他收入	-	-	0.02	36.00	0.02	99.00
综合	1.20	93.28	1.64	57.00	4.00	67.54

注：各项加总与合计数不等主要系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告

2015 年，公司期间费用为 0.53 亿元，以财务费用和管理费用为主。管理费用增长较快，2015 年达到 0.36 亿元，主要是由于职工薪酬和税费的增长拉动了公司管理费用的增加。2015 年，公司新增企业天地缴纳房产税 600 万元并补交嘉陵大厦以前年度房产税 650 万元导致管理费用增幅很快。2015 年，由于公司筹资活动频繁，利息支出增长较快，因此，财务费用也呈逐年上涨趋势。2015 年，公司三费收入占比为 13.31%。虽然三费规模持续上升，但 2015 年公司营业总收入出现大幅增长导致 2015 年三费占收入比重有所下降。

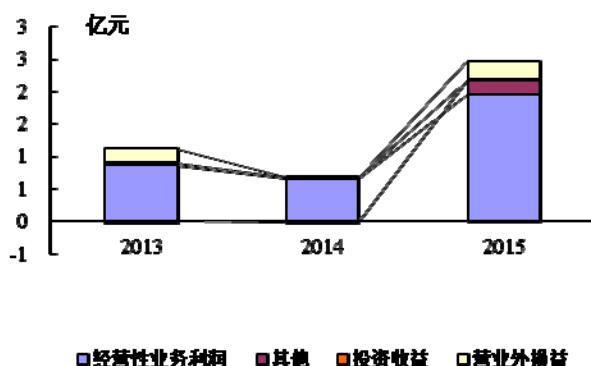
表 12：2013~2015 年公司三费分析

项目	2013	2014	2015
营业费用(销售费用) (亿元)	-	0.01	0.01
管理费用(亿元)	0.18	0.23	0.36
财务费用(亿元)	0.01	-0.001	0.16
三费合计(亿元)	0.19	0.23	0.53
营业收入(主营业务收入)(亿元)	1.20	1.64	4.00
三费收入占比(%)	15.76	14.19	13.31

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2015 年，公司利润总额为 2.47 亿元；其中，经营性业务利润为 1.95 亿元；公司经营性业务波动较大，主要系管理费业务收入不稳定导致，2015 年由于管理费收入大幅增加，经营性业务收入成为公司利润总额的最主要的组成。营业外损益也成为公司利润的重要补充，2015 年公司营业外收益为 0.28 亿元，主要来自于渝中区财政局补贴，这部分补贴与收益相关。

图 3：2013~2015 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

目前看，公司收入和盈利能力逐年提升，未来

随着楼宇改造及自营物业租赁业务的持续开展，公司收入规模和盈利能力有望进一步提升。

偿债能力

截至 2015 年末，公司所有者权益增加至 65.01 亿元，主要系资本公积的增加。2015 年，根据《重庆市渝中区人民政府办公室关于调整部分区属国有企业出资人的通知》(渝中府办[2015]94 号)，重庆市渝中地产经营投资有限公司的股权无偿划转至公司，增加资本公积 16.78 亿元，专项应付款转入增加资本公积 1.81 亿元，重庆市惠民农村数字电影院线有限公司无偿提供的流动电影放映车增加资本公积 54,171.76 元，共计增加资本公积 18.59 亿元。

2015 年，公司经营活动净现金流为 15.63 亿元，呈大幅波动趋势；经营活动现金流入方面，2015 年，公司与土地整治储备中心、重庆市渝中区财政局、重庆金展资产经营管理有限公司及外单位往来款导致了 2015 年收到其他与经营有关的现金流同比有所增加；经营活动现金流出方面，2015 年公司购买商品、支付劳务支付的现金流下降明显，另外支付与其他有关的经营活动现金流亦出现下降，导致 2015 年经营活动净现金流增加较多。

2015 年，公司投资活动净现金流为 6.67 亿元，较上年大幅增长，主要原因因为公司收到其他与投资活动有关的现金增加和公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金及取得子公司及其他营业单位支付的现金净额少所致。公司 2015 年收到的其他与投资活动有关的现金主要系收到重庆市渝中区财政局财政预算内项目拨款、“四久工程”小组联合国际项目还款、现金分红以及取得子公司的现金净额。

2015 年，公司筹资活动净现金流为 -14.32 亿元，缺口加大。2015 年公司筹资活动产生的现金流量净额较 2014 年同比减少 38.37 亿元，降幅 159.56%，主要原因因为公司取得借款收到的现金下降和偿还债务所支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金增加所致。公司 2015 年支付的其他与筹资活动有关的现金主要系公司偿还的重庆市渝中区财

政支付中心借款及用于担保的定期存款。

截至 2015 年末，公司总债务为 53.28 亿元，债务总规模持续上升。截至 2015 年末，公司资产负债率下降至 49.55%，总资本化比率亦下降至 45.04%。从债务结构上看，公司以长期债务为主，截至 2015 年末，公司的长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.26，债务结构符合公司基础设施项目建设周期长、资金投入量大的经营特点。

从偿债能力指标来看，2015 年，公司 EBITDA 对公司债务的覆盖能力有所减弱，主要是由于公司利息支出大幅上升，其增速较 EBITDA 增速快；但随着 EBITDA 的增长和总债务规模的稳定，EBITDA 对总债务的覆盖能力有所增强。2015 年，公司经营活动净现金流利息保障倍数为 5.32 倍，足以覆盖利息支出，但对于总债务的覆盖能力仍然不足。

表 13：2013~2015 年公司偿债能力指标分析

项目名称	2013	2014	2015
总债务(亿元)	30.01	48.94	53.28
长期债务(亿元)	28.01	38.98	42.44
经营活动净现金流(亿元)	-4.44	-5.13	15.63
EBITDA(亿元)	1.21	0.81	2.84
资产负债率(%)	58.62	61.48	49.55
总资本化比率(%)	48.56	55.38	45.04
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.15	-0.10	0.29
总债务/EBITDA(X)	24.85	60.16	18.77
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.74	3.21	0.97
经营活动净现金流利息保障倍数(X)	-33.41	-20.10	5.32

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从债务到期情况看，未来三年债务到期较为密集。2016~2019 年到期债务分别为 15.87 亿元、9.70 亿元、12.73 亿元和 2.31 亿元。

表 14：截至 2015 年末公司债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2016	2017	2018	2019	2020 及以后
到期金额	15.87	9.70	12.73	2.31	4.78

资料来源：公司提供

地方政府债务方面，截至 2015 年末，公司政府性债务余额 15.18 亿元，全部为政府负有偿还责任的债务。

或有负债方面，截至 2015 年末，公司为重庆

金展资产经营管理有限公司提供担保，对外担保金额总计 0.25 亿元，占净资产比重较小，代偿风险不大。

受限资产方面，截至 2015 年末，公司共有账面价值为 30.78 亿元的资产的所有权受到一定限制，占总资产 23.88%，主要为投资性房地产 11.58 亿元、货币资金 8.46 亿元、固定资产 5.01 亿元以及在建工程 3.99 亿元。

银行授信方面，截至 2015 年末，公司银行授信额度为 145.00 亿元，已使用额度 47.00 亿元，未使用额度为 98.00 亿元。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2016 年 2 月 23 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

评级展望

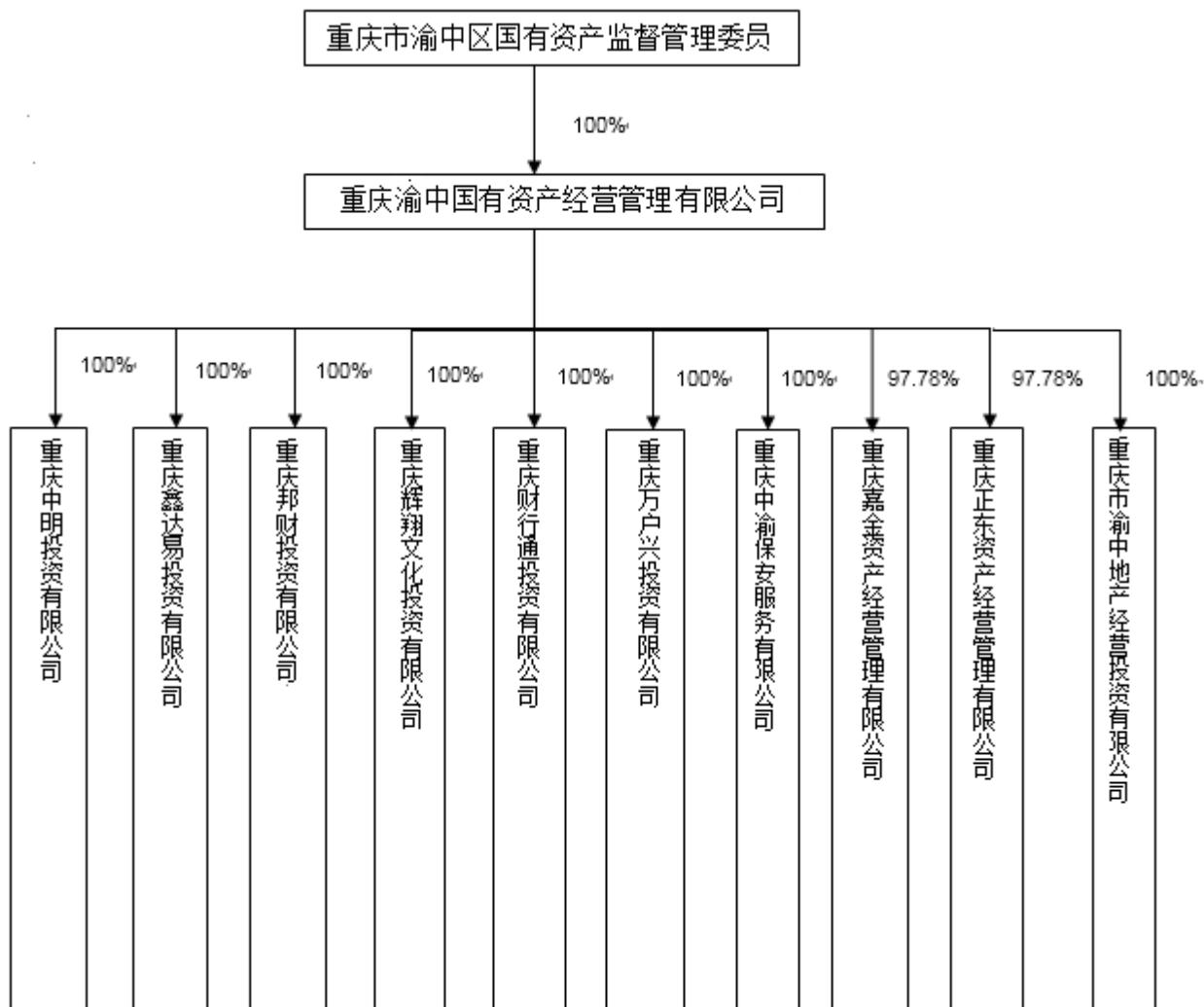
2015 年，渝中区的区域经济快速增长，财政实力稳步提升；公司盈利能力提升；公司资产负债率呈下降趋势。同时，中诚信国际也关注到公司面临的政策风险、政府回购计划不明朗以及部分资金被占用等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期内信用水平将保持相对稳定。

结论

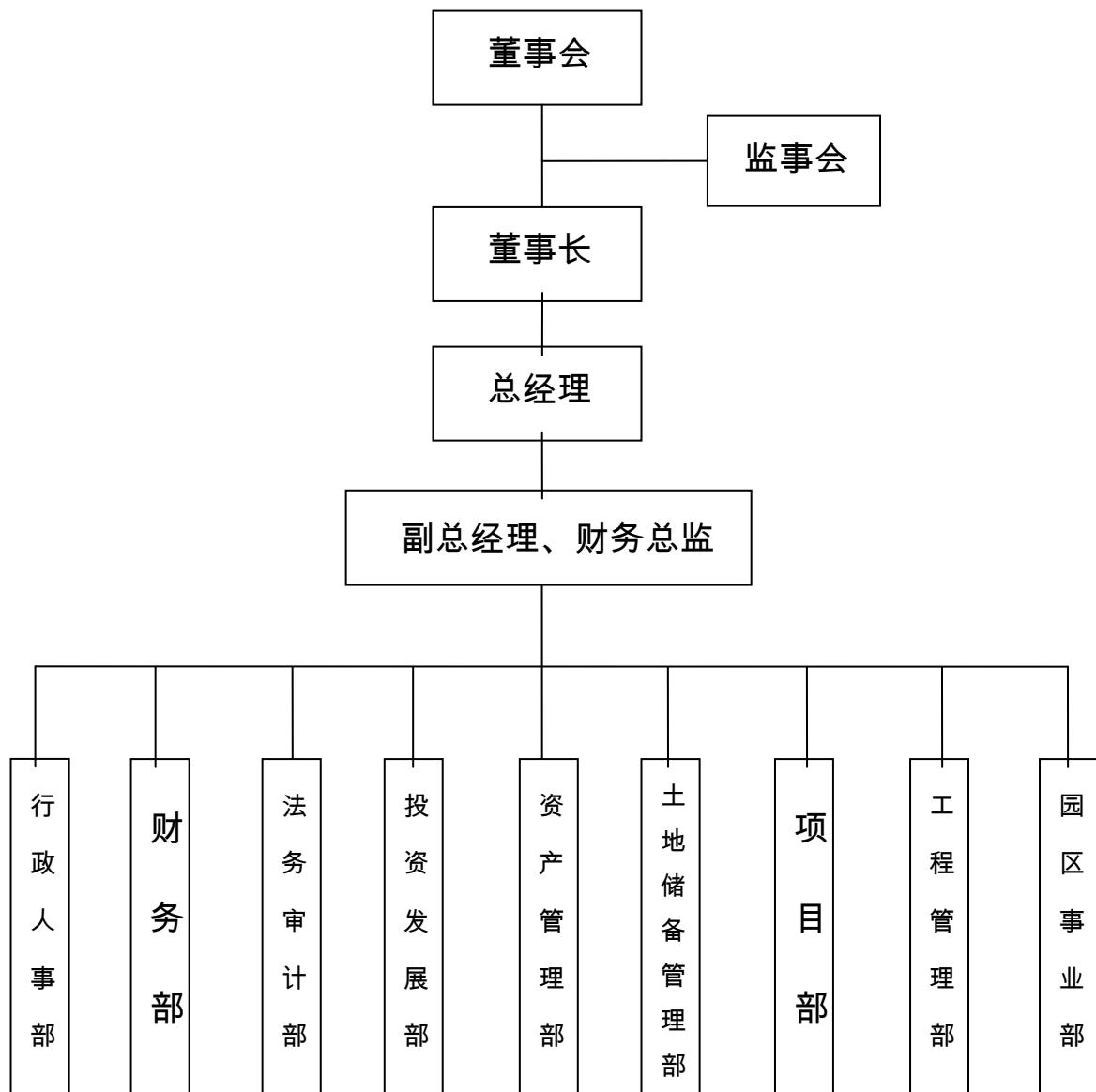
中诚信国际维持重庆渝中国有资产经营管理有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“14 渝中债”债项信用等级为 **AA**。

附一：重庆渝中国有资产经营管理有限公司股权结构图（截至 2015 年末）



资料来源：公司提供

附二：重庆渝中国有资产经营管理有限公司组织结构图（截至 2015 年末）



资料来源：公司提供

附三：重庆渝中国有资产经营管理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
货币资金	46,603.59	83,026.93	218,895.78
短期投资(交易性金融资产)	1.47	1.47	1.47
应收账款净额	0.39	756.31	1,278.57
其他应收款	373,159.77	485,522.54	127,960.66
存货净额	2.61	35.57	538,470.13
可供出售金融资产	-	-	30,381.42
长期股权投资	30,330.72	30,336.14	961.69
固定资产	93,107.33	114,744.77	70,869.21
在建工程	194,591.49	293,156.95	47,626.96
无形资产	0.00	0.00	0.00
总资产	768,211.52	1,023,793.43	1,288,760.03
其他应付款	93,533.53	100,949.42	57,588.57
短期债务	20,000.00	99,581.80	108,412.00
长期债务	280,072.00	389,828.00	424,362.20
总债务	300,072.00	489,409.80	532,774.20
净债务	253,468.41	406,382.87	313,878.42
总负债	450,322.90	629,411.27	638,633.34
财务性利息支出	60.13	-25.18	1,738.28
资本化利息支出	1,328.71	2,554.88	27,632.02
实收资本	109,098.14	109,098.14	109,098.14
少数股东权益	0.00	1,999.29	1,999.28
所有者权益(含少数股东权益)	317,888.63	394,382.16	650,126.68
主营业务收入(营业总收入)	11,979.88	16,362.39	40,016.33
主营业务利润(三费前利润)	10,406.37	8,706.69	24,835.74
营业利润	8,641.93	6,559.12	21,850.15
投资收益	304.22	151.09	102.24
营业外收入	2,269.39	156.97	3,079.56
净利润	9,554.99	5,060.23	20,865.18
EBIT	11,245.78	6,712.47	26,402.28
EBITDA	12,137.76	8,109.35	28,391.24
销售商品、提供劳务收到的现金	12,108.46	9,747.39	166,406.88
收到其他与经营活动有关的现金	9,060.16	9,979.79	94,503.28
购买商品、接受劳务支付的现金	49.10	0.00	71,850.57
支付其他与经营活动有关的现金	64,926.22	64,968.73	22,510.30
吸收投资收到的现金	0.00	50,652.21	0.00
资本支出	60,479.12	45,803.63	13,055.42
经营活动产生现金净流量	-44,389.06	-51,349.07	156,286.76
投资活动产生现金净流量	-66,908.39	-116,140.79	66,714.16
筹资活动产生现金净流量	61,957.00	179,393.39	-143,242.38
财务指标	2013	2014	2015
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	92.49	57.00	67.54
三费收入比(%)	15.76	14.19	13.31
总资产收益率(%)	1.47	0.75	2.23
流动比率(X)	3.41	2.66	4.68
速动比率(X)	3.41	2.66	1.84
资产负债率(%)	58.62	61.48	49.55
总资本化比率(%)	48.56	55.38	45.04
长短期债务比(X)	0.07	0.26	0.26
经营活动净现金/总债务(X)	-0.15	-0.10	0.29
经营活动净现金/短期债务(X)	-2.22	-0.52	1.44
经营活动净现金/利息支出(X)	-31.96	-20.30	5.32
总债务/EBITDA(X)	24.72	60.35	18.77
EBITDA/短期债务(X)	0.61	0.08	0.26
货币资金/短期债务(X)	2.33	0.83	2.02
EBITDA 利息倍数(X)	8.74	3.21	0.97

注：1、公司2013~2014年财务报告按照旧准则编制，2015年财务报告按照新准则编制；2、括号内财务指标适用新会计准则；3、在计算总债务时，中诚信国际将2013年末其他应付款中应付重庆园林绿化建设投资有限公司2.00亿元借款调整至短期借款科目核算。

附四：基本财务指标的计算公式

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（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

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))

长短期债务比=短期债务/长期债务

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。