



信用等级通知书

信评委函字 [2017]跟踪0450 号

重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司：

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“13渝西物流债/PR渝物流”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

二零一七年六月二十九日

重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司 2017 年度跟踪评级报告

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

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)	发行期限	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
13 渝西物流债 / PR 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)	2014	2015	2016
总资产(亿元)	257.69	317.16	433.17
所有者权益合计(亿元)	126.30	154.68	181.49
总负债(亿元)	131.40	162.48	251.68
总债务(亿元)	77.01	117.22	203.08
主营业务收入(营业总收入) (亿元)	6.56	13.73	16.73
净利润(亿元)	2.59	5.28	7.83
EBIT(亿元)	2.85	6.24	9.26
EBITDA(亿元)	2.90	6.29	9.43
经营活动净现金流(亿元)	5.11	3.27	28.62
主营业务毛利率(营业毛利 率)(%)	35.33	54.03	65.56
总资产收益率(%)	1.24	2.17	2.47
资产负债率(%)	50.99	51.23	58.10
总资本化比率(%)	37.88	43.11	52.81
总债务/EBITDA(X)	26.59	18.64	21.54
EBITDA 利息倍数(X)	0.66	0.82	0.81

注：1、2014 年财务报告按照旧会计准则编制，2015 年和 2016 年财务报告按照新会计准则编制；2、中诚信国际将 2014~2015 年的“其他应付款”科目中带息债务金额调至“长期借款”科目，将 2016 年“其他应付款”科目中带息债务金额调至“短期借款”和“长期借款”科目。

分析师

项目负责人：赵艳艳 yyzhao@ccxi.com.cn

项目组成员：汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2017 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”）主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“13 渝西物流债/PR 渝物流”债项信用等级为 **AA⁺**。

2016 年以来，沙坪坝区经济和财政实力不断增强，重庆西部现代物流园区（以下简称“物流园”）战略地位进一步凸显，公司营业总收入大幅上升以及自有资本实力进一步增强。同时，中诚信国际也关注到公司未来经营存在一定不确定性以及公司债务规模大幅增加等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

优势

- **沙坪坝区经济快速发展，财政实力稳步增强。**2016 年，沙坪坝区实现地区生产总值（GDP）786.0 亿元，较 2015 年同比增长 10.3%，经济增速较快；在经济快速发展的同时，沙坪坝区财政实力不断增强，2016 年，沙坪坝区完成公共财政预算收入 68.04 亿元，实现稳步增长。较好的区域经济环境为公司的发展奠定了良好的基础。
- **物流园战略地位进一步凸显。**物流园作为国家“一带一路”战略节点、“渝新欧”国际贸易大通道起点、西南地区保税物流分拨中心以及内陆地区铁路枢纽口岸，具有重要的战略地位。2016 年，物流园招商引资进一步推进，新引进入园企业 142 户，新签约入驻项目数 12 个，协议约定投资金额 24.1 亿元，物流园的快速发展对重庆建设内陆开放高地具有重要意义。
- **营业总收入大幅提升。**2016 年，公司土地出让面积大幅增加，确认的土地整治收入大幅上升，同时，近年来物流园发展较快，公司基础设施建设项目投入较大，计提的管理费收入稳步增长。
- **自有资本实力进一步增强。**2016 年，股东对公司的资金拨付以及公司自身未分配利润的积累，使得所有者权益合计由 2015 年末的 154.68 亿元增长至 181.49 亿元，公司自有资本实力持续增强。

关注

- **政策风险。**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和管理费收入，受房地产宏观调控、信贷、政府政策以及物流园招商引资情况等因素的影响，上述经营模式存在一定的不确定性。
- **债务规模大幅增加，偿债压力加大。**近年来公司债务规模逐年攀升，导致总资本化比率和资产负债率持续增长，未来随着项目建设的推进，债务压力会进一步增加；同时，2018 和 2019 年，公司债务集中到期，公司面临一定的到期债务偿还压力。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券存续期内每年进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。本次为定期跟踪评级。

募集资金项目进展

根据公司提供的资料，“13渝西物流债/PR渝物流”募集资金总额为15.00亿元，分别用于物流园土主经济适用房、物流园回龙坝经济适用房以及物流园中干线道路及管网工程项目。

表 1：截至 2016 年末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	已完工
合计	31.76	15.00	

资料来源：公司提供

基本分析

沙坪坝区经济和财政实力稳步增强，产业结构持续优化

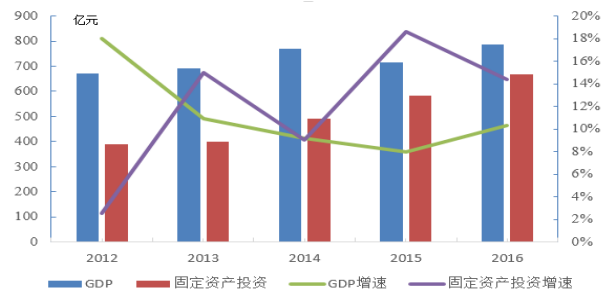
沙坪坝区位于重庆市主城区西部，东滨嘉陵江，西抵缙云山，幅员面积 396.2 平方公里。区域内中部歌乐山纵贯南北，东部地区位于重庆中心城区，是重庆市的科教文化中心和工业基地；西部为规划面积共计 90 平方公里的大学城、微电子产业园区以及铁路物流基地，未来增长潜力良好。

2016 年，沙坪坝区综合经济实力不断增强，实现地区生产总值 786.0 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.3%。分产业看，第一产业实现增加值 5.9 亿元，比上年下降 2.3%；第二产业实现增加值 335.2 亿元，比上年增长 5.8%；第三产业实现增加 444.9 亿元，比上年增长 14.0%。沙坪坝区的三次产业结构比由 2015 年的 0.8:45.9:53.3 调整为 2016 年的 0.7:42.6:56.7。

2016 年，沙坪坝区完成固定资产投资总额为 667.0 亿元，较 2015 年增长 14.4%，其中，建设与改造项目完成投资 402.8 亿元，较 2015 年增长 24.2%。2016 年固定资产投资主要为第三产业投资，为 598.0 亿元，较 2015 年增长 15.7%。其中，仓储物流投资 104.2 亿元，较 2015 年增长 20.2%；房地产开发投资 264.2 亿元，较 2015 年增长 2.0%。2016 年，商品房销售面积 269.6 万平方米，较 2015 年下降 2.1%；商品房销售额 172.1 亿元，较 2015 年增长 24.8%；房屋竣工面积 409.6 万平方米，较 2015 年增长 99.2%。

2016 年，沙坪坝区实现工业增加值 282.5 亿元，比上年增长 5.0%；全区 235 家规模以上工业企业实现工业总产值 1,789.9 亿元，比上年增长 1.0%。其中，电子信息制造业实现总产值 1,198.1 亿元，传统业完成产值 591.8 亿元。2016 年，沙坪坝区全年完成固定资产投资总额 667.0 亿元，比上年增长 14.4%。

图 1：2012~2016 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

2016 年，沙坪坝区财政实力稳步增长，公共财政预算收入和上级转移性收入为财政收入的主要构成。2016 年，沙坪坝区公共财政预算收入为 68.04 亿元，稳步增长。其中，税收收入实现 49.76 亿元，税收收入占比达到 73.13%。2016 年，沙坪坝区转移性收入为 28.08 亿元，逐年增长的转移性收入对沙坪坝区财政实力形成有益补充。

财政支出方面，2016 年，沙坪坝区公共财政预算支出为 96.76 亿元，主要是投向各项民生支出。全年各项民生支出占公共财政预算支出的 54%。

表 2：2014~2016 年沙坪坝区财政收入情况（亿元）

项目名称	2014	2015	2016
公共财政预算收入	60.08	62.34	68.04

其中：税收收入	42.21	47.07	49.76
转移性收入	23.58	24.96	28.08
公共财政预算支出	75.69	93.40	96.76
公共财政平衡率（%）	79.37	66.75	70.32

注：财政平衡率=公共财政预算收入/公共财政预算支出
资料来源：沙坪坝区财政局

总体来看，沙坪坝区经济和财政实力稳步增强，财政支出主要是投向各项民生支出，为公司发展提供了良好的外部环境。

2016 年，铁路口岸开放后国际贸易快速发展，物流园招商引资进展顺利，物流园在逐步汇集开放型经济核心要素的形式下，未来具有较强的经济拉动能力

物流园于 2007 年 9 月设立，是依托团结村铁路集装箱中心站和兴隆场特大型铁路编组站设立的内陆保税物流园区，园区规划总面积约 35.2 平方公里。其中，铁路口岸及保税物流中心面积约 1.97 平方公里，贸易配套服务区面积约 0.58 平方公里，多式联运区面积约 2.35 平方公里，铁路口岸产业配套区面积为 12.33 平方公里，铁路功能区面积为 6.79 平方公里，重庆铁路口岸物流开发公司储备地 11.18 平方公里。

2016 年，团结村铁路集装箱中心站集装箱办理量为 42.4 万标箱，较 2015 年增长 10%，历年累计 224.9 万标箱；2016 年货运量为 52 万吨，较 2015 年增长 10%，历年累计 248 万吨。2016 年，兴隆场特大型铁路编组站调车数 7.6 万列，较 2015 年增长 7%，历年累计 18.9 万列；2016 年解体编组车辆数 318.2 万辆，较 2015 年增长 8%，历年累计解体编组车辆数 791 万辆。

重庆市政府赋予物流园四大功能定位：国家“一带一路”战略节点、“渝新欧”国际贸易大通道起点、西南地区保税物流分拨中心以及内陆地区铁路枢纽口岸。并且，将物流园全部纳入重庆市 2020 年城市规划和土地规划。目前，已通过控规审批 35.5 平方公里，其中城市建设用地 24 平方公里，累计完成固定资产投资 200 亿元。

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，重庆铁路口岸是为承接“渝新欧”国际铁路联运大通道¹打造的内陆地区标志性口岸，未来或将成为新“丝绸之路”经济带的起点和枢纽，对重庆建设内陆开放高地起到重要推动作用。

图 2：“渝新欧”路线图



资料来源：公司提供

自 2015 年铁路口岸开放后，物流园的国际贸易快速发展。2016 年，物流园铁路口岸进出口总额为 10.6 亿美元，较 2015 年增长 68%，其中，出口额为 7.04 亿美元，较 2015 年增长 79%，出口产品主要为电子产品、汽车零配件、纺织玩具类等货物；进口额为 3.56 亿美元，较 2015 年增长 51%，主要包括进口整车、摩托车、汽车零配件、奶粉、红酒等货物。其中，整车进口 2,023 辆，较 2015 年增长 628%，包括大众、奔驰、宝马、奥迪、路虎、吉普等品牌车型。

2016 年，“渝新欧”班列运行 432 列，运载货物 36,426 标箱，较 2015 年增长 68%。其中，去程班列 279 列，运载货物 23,586 标箱；回程班列 153 列，运载货物 12,840 标箱。

招商方面，2016 年，物流园新引进入园企业 142 户，新签约入驻项目数 12 个，协议约定投资金额约 24.1 亿元，年产值约 46.5 亿元，年纳税额约 2 亿元。

总体来看，在深度融入“一带一路”国家战略

¹从重庆团结村铁路集装箱站出发，通过横跨欧亚大陆的铁路联运，到达德国杜伊斯堡，全程 11,179 公里，途经 6 个国家，即重庆至兰州至新疆边境口岸阿拉山口，进入哈萨克斯坦、再经俄罗斯、白俄罗斯、波兰至德国。

的机遇下，物流园逐步汇集开放型经济核心要素，同时，随着物流园配套功能的不断完善以及招商引资的不断引进，园区未来具有较强的经济拉动能力。

2016 年，园区基础设施建设工程的投资建设持续推进，同时物流园招商引资情况良好，公司管理费收入持续增加

基础设施建设方面，公司所承做园内的基建工程主要以代建模式进行，根据渝物流司文【2015】106 号文，土地整理及基础设施代建管理费计提标准为当期土地储备整治工程的征地拆迁补偿安置费的 18%、当期房屋拆迁安置补偿成本支出总额的 18% 以及当期土地整理工程费支出总额的 18%。同时，确认相关经费，包括融资经费（按当年融资余额 0.5%）、税费经费（当年税费完成额的 2%）、招

商引资综合经费（按当年入园企业实际投资额的 0.2%）。上述经费全部计入公司管理费收入中。2016 年，园区基础设施建设工程的投资建设持续推进，公司确认的管理费收入由 2015 年的 6.46 亿元上升至 7.79 亿元。

公司按照每年的投资额确认收入，同时按工程建设进度支付施工单位工程款，由于政府代建费的到位受到当期财政资金安排、土地出让情况等因素制约，管理费的收入滞后于工程建设进度，一方面由施工方垫付部分工程款，另一方面也需要公司靠自身实力融资垫付工程款资金。

截至 2017 年 3 月末，公司主要在建项目共 7 个，总投资 102.98 亿元，已完成投资 37.84 亿元。2017 年，公司对上述在建项目计划投资 33.64 亿元，公司面临一定投资压力。

表 3：截至 2017 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	项目总投资	截至 2017 年 3 月末已投资	未来投资计划		
			2017	2018	2019
重庆西部现代物流产业园区中干东线上跨铁路桥工程	0.51	0.38	0.13	--	--
物流园中心商务片区市政工程及地块平整整治	43.67	9.53	12.86	16.34	10.00
物流园“中国西部生产资料市场”片区市政及地块平整整治工程	24.09	16.51	9.21	3.49	--
铁路保税物流中心（B 型）拓展区市政工程及地块平整整治工程	12.98	6.75	4.80	3.14	--
物流园仓储加工片区市政及地块平整整治工程	12.58	2.09	2.59	3.56	4.34
西永组团 J12-J15 标准分区道路工程	6.45	2.37	3.04	1.04	--
物流园回龙坝片区市政工程及地块平整整治	2.70	0.21	1.01	1.48	--
合计	102.98	37.84	33.64	29.05	14.34

资料来源：公司提供

从拟建项目来看，公司拟建设工程共 10 个，所涉及项目总投资 53.83 亿元，2017 年主要对上述

项目进行前期投入，计划 2017 年完成投资 10.14 亿元。

表 4：截至 2017 年 3 月末公司拟建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	总投资	2017 年计划投资	开工日期
重庆铁路集装箱中心站与重庆铁路口岸专用连接道路工程	1.30	0.05	2017.8
重庆铁路集装箱中心站南侧上跨铁路通道工程	0.58	0.01	--
国际物流社区与生产资料片区上跨铁路连接通道工程	4.46	0.01	--
重庆西部现代物流园土主片区道路管网及地块平整整治工程	2.65	1.17	--
重庆铁路集装箱中心站与重庆铁路口岸专用连接道路工程	4.39	0.02	2017.6

物流园回龙坝片区市政工程及地块平整整治	1.37	0.85	2017.10
物流园“中国西部生产资料市场”片区市政及地块平整整治	4.33	0.1	2017.8
西永组团 Ag35-Ag50、Ah01-Ah24 标准分区道路工程（原预留铁路保税区）片区市政道路（首期）	22.13	0.07	2017.4
西永组团 Ag35-Ag50、Ah01-Ah24、Af01、Af24-Af36、Ag01-Ag33 标准分区道路工程（二、三、四标）	2.65	1.17	--
物流园仓储加工片区市政及地块平整整治工程	9.97	6.69	2017.4
合计	53.83	10.14	--

资料来源：公司提供

总体来看，2016 年，随着公司基础设施建设项目的稳步推进以及园区招商引资的不断扩大，公司管理费收入继续增长。同时，但中诚信国际也关注到物流园目前仍在建设期，在建及拟建项目较多，资金需求量较大，公司面临一定投融资压力。

2016 年物流园土地出让情况较好，公司土地整治收入实现显著增长

公司在沙坪坝区政府的授权下对物流园土地开展整治。目前，公司开展的土地整理工作主要包括征地拆迁、场地平整和七通一平工程。从征地范围来看，公司土地一级开发工作主要集中在土主镇及回龙坝镇两个镇的物流园区域。目前，土地整理的开发建设主体为公司本部。

公司对土地整理的全部投入分为两部分，一是征地费、规费和资本化利息，全部计入其他非流动资产科目；二是公司将名下储备土地进行场地平整以及七通一平的投资，这部分投入根据土地用途不同，在记账时存在区别。对于代政府整治用于公益性用途的土地，上述成本计入其他非流动资产科目，对于整治后用于出让的土地，上述成本计入存货科目。

收入确认上，对于代政府整治用于公益性用途的土地，按规定计提管理费收入；对于整治后用于出让的土地，根据土地出让后，公司获得政府扣除上缴必要税费和规费后的全额土地出让金返还资金，公司将土地出让金返还资金的 33% 计土地整治收入，同时将存货中相应部分确认为土地整治开发成本，以获得利润，公司将土地出让金返还资金的 67% 计入专项应付款科目。未来，待政府出相应文件进行批复后，公司将非流动资产与专项应付款对冲抵减。

2016 年，物流园完成出让土地 1,663.74 亩（系规划用地面积，含道路等配套区域面积），较 2015 年大幅上升，形成土地整治收入 8.56 亿元，土地出让均价约为 50.33 万元/亩。2016 年，公司土地开发业务总投资 8.73 亿元，实际收到土地开发返还 25.25 亿元。截至 2016 年末，公司待开发土地面积为 10,473.00 亩，2017 年预计投入 25.85 亿元用于土地一级开发。

截至 2016 年末，公司拥有已入账土地为 15,371.74 亩，账面价值 110.12 亿元，其中已抵押土地资产账面价值 19.80 亿元。公司账面上的土地资产中，包含出让地 867.78 亩、划拨地 13,906.11 亩和储备地 597.85 亩。

总体来看，2016 年物流园土地出让情况较好，公司土地整治收入实现显著增长，但目前物流园产业配套尚未成熟，土地出让价格不高。

截至 2015 年末，已完工保障房项目回购收入已基本确认，2016 年不存在可供出售保障房项目

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，公司在政府授权下向安置居民销售实现收入。截至 2017 年 3 月末，公司已建成安置房主要为土主安置房和回龙坝安置房（1#地块），共拆迁安置土主镇及回龙坝镇居民 1.52 万人，实现销售收入 14.19 亿元。公司完工安置房基本上于 2015 年全部售出，2016 年，公司无可供出售安置房，未实现安置房出售收入。

截至 2017 年 3 月末，公司保障房项目总投资

12.56 亿元，已完成投资 2.51 亿元。根据建设计划，公司 2017 年拟建设回龙坝安置区（3、4#地块），预计投资金额 5.27 亿元。

表 5: 截至 2017 年 3 月末公司在建保障房项目建设情况(亿元)

项目名称	总投资额	已投资	2017 年拟投资
回龙坝安置区 (3、4#地块)	7.48	0.06	5.27
回龙苑 A 区	5.08	2.45	--
总计	12.56	2.51	5.27

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，已完工保障房基本全部售出，公司无可销售保障房项目，该业务存在一定的周期性，在建安置房完工后将会形成一定的保障房销售收入。

财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年度财务报告。其中，2014 年财务报表按照旧会计准则编制，2015~2016 年财务报表

表 6: 2014~2016 年公司营业总收入构成及毛利率情况

项目	2014		2015		2016	
	收入(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利率(%)
安置房收入	4.99	16.32	2.29	22.58	--	--
管理费收入	1.46	100.00	6.46	100.00	7.79	100.00
土地整治收入	--	--	4.97	9.43	8.56	37.44
物业服务费收入	0.11	39.31	0.006	-447.57	0.32	52.10
其他业务收入	--	--	--	--	0.06	-342.69
合计	6.56	35.33	13.73	54.03	16.73	65.56

资料来源：公司审计报告

期间费用方面，公司三费支出占营业总收入比重较小，2016 年营业总收入的增加使得三费占比进一步下降至 3.26%。公司三费支出主要为管理费用，随着经营项目的增加，公司管理费用小幅增加。财务费用方面，近年来，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。

表 7: 2014~2016 年公司期间费用分析

项目	2014	2015	2016
销售费用(亿元)	0.00	0.00	0.01

均按照新会计准则编制。

盈利分析

2016 年，公司实现营业总收入 16.73 亿元，较 2015 年有所增加，主要系土地整治收入以及管理费收入的增加。2016 年，物流园土地市场行情较好，土地出让面积大幅上升，因而，公司确认的土地出让收入大幅增加；近年来，公司基础设施建设项目较多，资金投入较大，因而确认的管理费收入稳步增加；安置房销售方面，公司完工安置房项目基本在 2014 和 2015 年实现销售，2016 年无可供出售安置房。毛利率方面，2016 年，土地整理业务毛利率大幅增加，主要系 2016 年土地出让价格有所上升，且各块土地由于地形、开发等难度不同，导致所需开发成本有所差异；公司将基础设施建设管理费净收益计入管理费收入，因此该业务收入毛利率持续为 100.00%；其他业务毛利率为负，主要系公司原持有的可租赁物业由于物流园的规划而进行了拆迁，拆迁成本大于该年度的租赁收入；2016 年，物业服务毛利率由负转正，主要系 2015 年物业服务费收入包括租赁收入，2015 年拆迁成本大于该年度租赁收入。

管理费用(亿元)	0.31	0.51	0.54
财务费用(亿元)	-0.003	-0.004	-0.01
三费合计(亿元)	0.31	0.50	0.55
营业总收入(亿元)	6.56	13.73	16.75
三费收入占比(%)	4.67	3.66	3.26

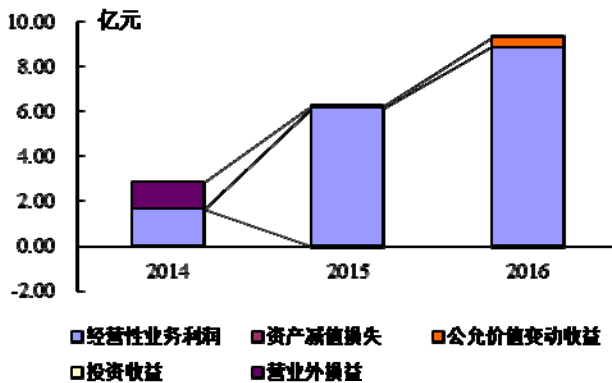
注：由于利息支出被资本化，公司各期财务费用主要由利息收入构成，体现为负数。

资料来源：公司审计报告

从利润构成来看，公司利润总额主要来自于经营性业务利润，2016 年，营业总收入的增加、综合

毛利润的上升以及较少的三费支出金额使得公司经营业务利润由 2015 年的 6.13 亿元进一步增加至 2016 年的 8.85 亿元，因而利润总额上升至 9.26 亿元。

图 3：2014~2016 年公司利润总额构成情况



数据来源：公司年报

总体来看，2016 年公司土地出让面积的增加以及毛利率的上升使得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，公司自身盈利能力较强。但未来公司营业收入规模的稳定性仍取决于物流园土地出让情况以及其他代建项目管理费能否及时确认，公司盈利水平或存在一定波动。

偿债能力

2016 年末，公司总资产由 2015 年末的 317.16 亿元增长至 433.17 亿元，主要由于其他非流动资产和其他应收款的增长。其他非流动资产由 2015 年末的 126.10 亿元增长至 2016 年末的 174.74 亿元，主要系 2016 年增加土地征用及拆迁补偿费支出 39.14 亿元和工程项目建设成本支出 7.57 亿元；其他应收款由 2015 年末的 44.54 亿元增加至 2016 年末的 89.38 亿元，主要系应收沙坪坝区财政局的工程款 71.66 亿元和应收重庆西部现代物流园区管理委员会款项 15.02 亿元；2016 年，公司结转当年出让土地对应成本，使得存货下降 4.67 亿元。

随着长期借款、应付债券以及专项应付款的增长，公司总负债由 2015 年末的 162.48 亿元增长至 2016 年末的 251.68 亿元，资产负债率小幅增至 58.10%。2016 年，物流园建设加快，政府支持资金较多，返还的各项税费和土地出让款较及时，使得

公司专项应付款较 2015 年末增加了 15.76 亿元；同时，公司预计 2017 年融资成本会有所上升并且物流园建设资金需求较大，故在 2016 年加大资金储备力度，加大融资力度。2016 年 6 月 24 日，公司发行总额为 5 亿美元的海外债，折合人民币 34.28 亿元。2016 年末，公司所有者权益合计由 2015 年末的 154.68 亿元增加至 181.49 亿元，主要系其他权益工具、资本公积以及未分配利润的增加。2016 年 8 月 11 日发行 3 亿元“16 西部物流 PPN001”，注册金额为 17 亿元，依照发行条款的约定赎回之前长期存续，因而使得其他权益工具新增 3 亿元；资本公积的增加主要系 2016 年 12 月 13 日，根据《关于重庆西部现代物流园产业园区开发建设有限责任公司财政拨付资金账务处理的复函》（沙财企[2016]965 号），重庆市沙坪坝区财政局同意将拨付给公司 10.61 亿元资金用于园区基础设施建设；此外，公司自身盈利能力较强，使得公司未分配利润金额逐年递增，增强公司自身资本实力。

经营活动现金流方面，公司营业总收入的增加使得销售商品、提供劳务收到的现金流入有所增加，2016 年，公司收到税费返还 9.06 亿元，同时，近年来，物流园发展迅速，出让土地和入园企业税收均增加，政府拨付的各类返还资金增加较多，因而收到其他与经营活动有关的现金流入也随之大幅增加，经营活动现金流入整体的大幅增加使得经营活动净现金流大幅增加至 28.62 亿元。投资活动现金流方面，2016 年公司支付征地拆迁款和基础设施建设投入较大，导致当年公司投资活动净现金流为 -30.92 亿元。筹资活动现金流方面，2016 年，公司通过吸收股东投资、银行贷款及发行债券等方式融入大量资金，导致当年筹资活动净现金流实现 28.86 亿元，保障了项目建设的资金需求。

近年来园区发展的加快使得公司项目建设资金需求较大，公司债务规模不断扩大，2016 年末，公司总债务进一步增长至 203.08 亿元，主要系长期债务的增加。2016 年末，公司长短期债务比为 0.15，符合公司业务特点。2016 年，公司 EBITDA 有所增加，但总债务规模更快的增长使得 EBITDA 不能完全覆盖公司的利息支出，2016 年 EBITDA 利息保障

系数为 0.81 倍；2016 年，经营活动净现金流的大幅好转使得其对债务本息的覆盖能力大大增强，经营活动净现金流利息保障系数为 2.46 倍，能完全覆盖公司的债务利息，同时，总债务/经营活动净现金流下降至 7.09 倍，偿债指标有所强化。

表 8：2014-2016 年公司偿债能力分析

项目名称	2014	2015	2016
总债务（亿元）	77.01	117.22	203.08
EBITDA（亿元）	2.90	6.29	9.43
经营活动净现金流（亿元）	5.11	3.27	28.62
资本化比率（%）	37.88	46.47	52.81
总债务/EBITDA(X)	26.59	18.64	21.54
EBITDA 利息保障系数(X)	0.66	0.82	0.81
总债务/经营活动净现金流(X)	15.08	35.81	7.09
经营活动净现金流利息保障系数(X)	1.17	0.43	2.46

资料来源：公司审计报告

从公司债务的到期分布来看，2018 年和 2019 年将是公司的还款高峰期，需偿还债务分别为 49.60 亿元和 61.92 亿元，债务偿还压力较大。中诚信国际将持续关注公司的偿债资金安排，并重点关注土地市场变化对公司偿债能力的影响。

表 9：公司未来到期债务情况（亿元）

到期债务	2017	2018	2019	2020	2021
金额	26.27	49.60	61.92	16.83	38.69

资料来源：公司提供

截至 2016 年末，公司向重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司、重庆市沙坪坝区土地整治储备中心、重庆铁路口岸物流开发建设有限责任公司以及重庆终级汽车贸易有限公司提供担保，担保金额共计 64.75 亿元，截至 2016 年末，担保余额为 45.60 亿元，占净资产比重为 25.12%。

受限资产方面，截至 2016 年末，公司有账面价值为 30.50 亿元的资产用于抵押贷款，所有权受限制的资产主要系土地资产和应收沙坪坝财政局款项，抵质押资产账面价值占总资产比重为 7.04%。

截至 2016 年末，公司共获得金融机构给予的授信总额为 47.05 亿元，未使用额度为 18.51 亿元，财务弹性尚可。

过往债务履约情况

根据公司提供的经中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2017 年 6 月 21 日，公司于 2012 年 10 月有一笔欠息已结清，其形成原因系相关工作人员未在银行系统中将账户同步设置为还款账户，导致该账户虽有足以支付当期利息的余额，但却未能及时划转付息。自动扣息日 2012 年 10 月 21 日为周日，公司发现后于 2012 年 10 月 22 日及时清偿该笔欠息。此外，公司不存在逾期而未偿还的债务。

公司于 2013 年 10 月 18 日发行 15 亿元 7 年期“13 渝西物流债/PR 渝物流”，尚未到期，公司已按时偿付利息。

评级展望

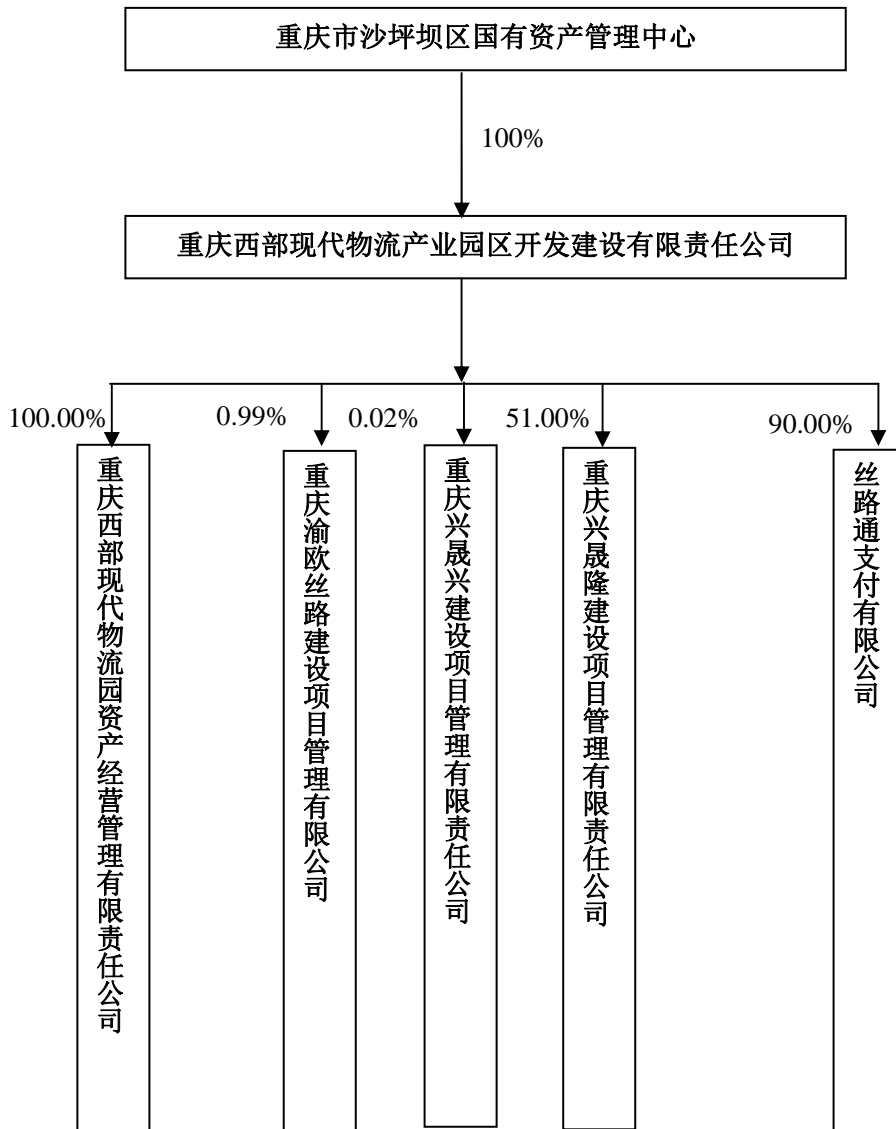
2016 年以来，沙坪坝区经济快速发展、财政实力不断增强，重庆西部现代物流园作为“渝新欧”的重要载体，战略意义进一步凸显，2016 年公司营业总收入大幅上升，自有资本实力进一步增强。同时，中诚信国际也关注到政策风险以及公司债务规模大幅增加且偿债压力较大等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

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/PR 渝物流”的信用等级为 **AA⁺**。

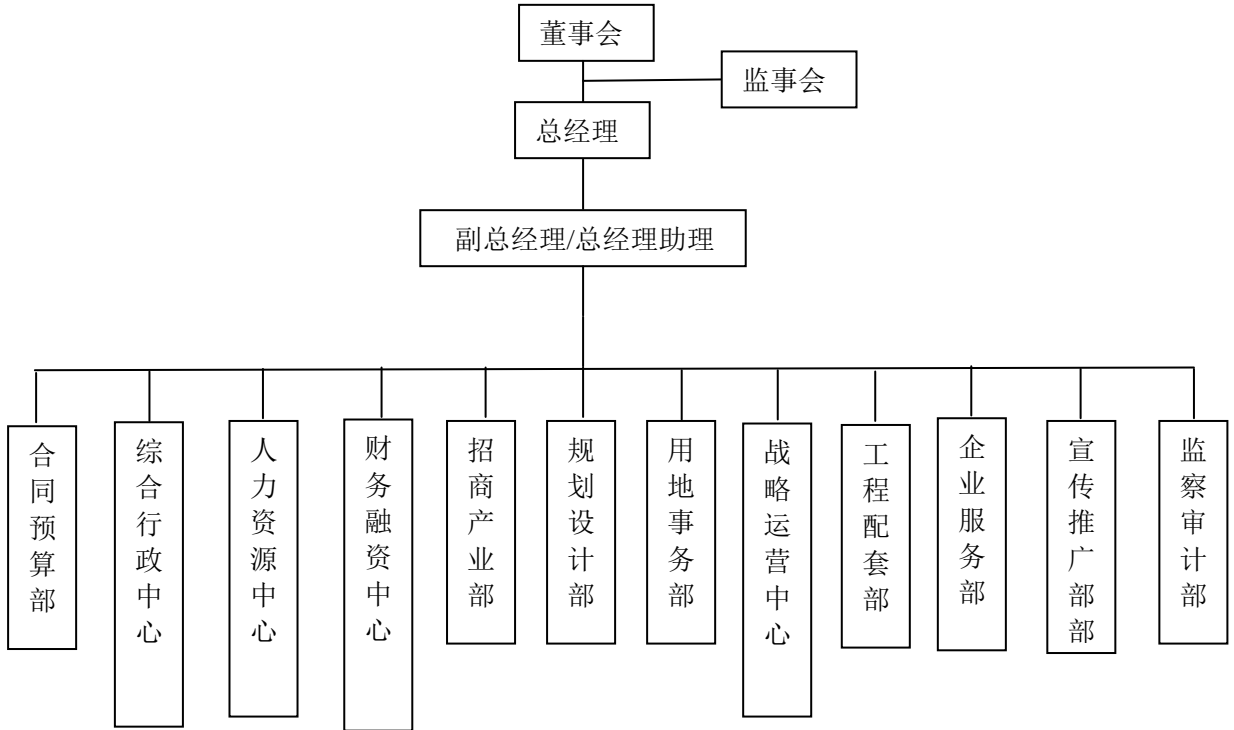
附一：重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司股权结构图（截至 2016 年末）



注：公司对重庆渝欧丝路建设项目管理有限公司和重庆兴晟兴建设项目管理有限责任公司享有的表决权比例为 100%，对公司具有绝对控制权，因此纳入合并范围。

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 2016 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)	2014	2015	2016
货币资金	221,831.88	263,856.30	509,772.46
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	17.54	0.00	67.07
其他应收款	223,548.98	445,367.11	893,821.22
存货净额	1,212,248.17	1,002,749.33	951,456.64
可供出售金融资产	0.00	0.00	6,100.00
长期股权投资	0.00	636.14	14,887.58
固定资产	13,183.69	1,620.15	1,898.18
在建工程	0.00	0.00	9.32
无形资产	174.35	110.99	148.73
总资产	2,576,946.68	3,171,597.64	4,331,706.05
其他应付款	208,670.99	260,606.17	137,823.59
短期债务	223,681.75	219,212.20	262,749.02
长期债务	546,451.88	952,998.23	1,768,076.82
总债务	770,133.63	1,172,210.43	2,030,825.84
净债务	548,301.75	908,354.14	1,521,053.38
总负债	1,313,992.83	1,624,775.60	2,516,819.03
财务性利息支出	0.00	0.00	0.00
资本化利息支出	43,719.59	76,499.50	116,336.29
实收资本	200,000.00	300,000.00	300,000.00
少数股东权益	0.00	2,472.49	52,452.75
所有者权益合计	1,262,953.86	1,546,822.03	1,814,887.02
主营业务收入（营业总收入）	65,626.14	137,290.62	167,270.53
主营业务利润（三费前利润）	19,488.40	66,375.39	93,916.90
营业利润	16,423.96	61,917.87	92,638.23
投资收益	0.00	-3.86	-149.55
营业外收入（含补贴收入）	12,081.33	517.12	5.90
净利润	25,855.16	52,779.75	78,316.77
EBIT	28,469.73	62,397.41	92,562.91
EBITDA	28,968.14	62,879.90	94,270.59
销售商品、提供劳务收到的现金	64,729.47	137,572.29	166,466.47
收到其他与经营活动有关的现金	428,158.71	247,178.58	418,526.44
购买商品、接受劳务支付的现金	42,437.71	73,564.72	71,280.55
支付其他与经营活动有关的现金	392,919.52	224,468.59	288,244.87
吸收投资收到的现金	0.00	100,000.00	50,000.00
资本支出	149,655.44	296,907.25	288,944.68
经营活动产生现金净流量	51,057.17	32,737.71	286,241.10
投资活动产生现金净流量	-149,655.35	-295,667.35	-309,545.68
筹资活动产生现金净流量	153,902.82	390,654.06	288,596.64
财务指标	2014	2015	2016
主营业务毛利率（营业毛利率）(%)	35.33	54.03	65.56
三费收入比(%)	4.67	3.66	3.26
总资产收益率(%)	1.24	2.17	2.47
流动比率(X)	3.44	3.34	5.44
速动比率(X)	0.93	1.40	3.25
资产负债率(%)	50.99	51.23	58.10
总资本化比率(%)	37.88	43.11	52.81
长短期债务比(X)	0.41	0.23	0.15
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.03	0.14
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.23	0.15	1.09
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.17	0.43	2.46
总债务/EBITDA(X)	26.59	18.64	21.54
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.29	0.36
货币资金/短期债务(X)	0.99	1.20	1.94
EBITDA 利息倍数(X)	0.66	0.82	0.81

注：1、2014 年财务报告按照旧会计准则编制，2015 年和 2016 年财务报告按照新会计准则编制；2、中诚信国际将 2014~2015 年的“其他应付款”科目中带息债务金额调至“长期借款”科目，将 2016 年“其他应付款”科目中带息债务金额调至“短期借款”和“长期借款”科目。

附四：基本财务指标的计算公式

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

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

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

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

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

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

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+所有者权益合计）

长短期债务比=短期债务/长期债务

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 级及以下等级外，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 级及以下等级外，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。